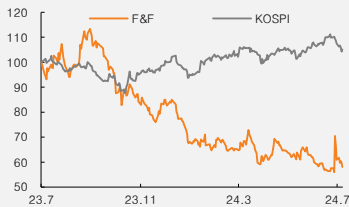


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 85,000원
현재주가(24/7/26)	61,000원
상승여력	39.3%

영업이익(24F,십억원)	494
Consensus 영업이익(24F,십억원)	532
EPS 성장률(24F,%)	-7.9
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	6.0
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,731.90
시가총액(십억원)	2,337
발행주식수(백만주)	38
유동주식비율(%)	36.5
외국인 보유비중(%)	13.1
벤투(12M) 일간수익률	0.80
52주 최저가(원)	58,800
52주 최고가(원)	119,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.5	-16.1	-37.6
상대주가	1.7	-23.9	-40.8



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

F&F

내수 둔화 영향 지속

2Q24 Review: 내수 매출 축소, 수익성 하락

F&F의 2Q24 실적은 매출액 3,915억원(YoY -4%), 영업이익 918억원(YoY -17%)으로 시장 기대치를 하회했다. 내수 매출이 하락하여 마진도 위축되었다.

MLB 매출액이 1,623억원(YoY -20%)으로 하락 폭이 컸다. 내수(-16%)와 면세(-17%)가 전방 악화에 따라 역성장했다. 수출(-24%)은 sell-in 기준 하락했으나, 중국 법인 매출과 동남아 sell-through는 두 자릿수 견조하게 성장하였다. MLB 키즈도 내수 위주로 부진하여 YoY -14% 하락했다.

디스커버리는 매출액 871억원(YoY -1%)으로 하락하긴 했지만 상대적으로 선방했다. 높은 브랜드력을 바탕으로 국내 아웃도어 2위 지위를 안정적으로 유지하고 있으며, 이월재고도 원활히 정리 중인 것으로 파악된다.

영업이익률은 23.4%로 전년 대비 3.8%p 하락했다. 3Q23부터 핵심 브랜드 MLB의 내수 매출이 하락세를 기록하면서 마진도 동반 하락하고 있다. 내수 의류 소비가 둔화되고 있고, 내수에 일부 타이공 매출이 반영되어 있기 때문에 당분간 수익성 압박도 계속될 가능성이 크다.

확장 전략 방향성은 유효. 속도가 관건

성장 둔화를 타개하기 위해 동사는 지역 및 브랜드 확장 전략을 전개하고 있다. 지역 관점 2022년부터 동남아를 포함하여 중국 외 해외 수출을 확대하고 있으며, 브랜드 관점 지난 7월 17일 디스커버리의 중국 포함 아시아 11개국 독점 판권 취득을 공시하였다. 전략 방향성은 긍정적으로 판단한다.

다만 속도감 측면에서는 아직 아쉽다. 동남아는 지난해 매출 500억원 수준으로 MLB 매출의 약 5% 비중으로 파악된다. 매장 수도 꾸준히 늘고 있지만 금번 분기 기준 아직 60여개 수준이다. 디스커버리 중국도 1H25 30개, 2025F 100개로 매장 수 목표를 제시하였는데, 예상 매출을 산정하기에 충분한 규모는 아니다. 과거 MLB 중국 확장기에 동사는 면세와 현지 온라인 채널에서 잠재 수요를 미리 확인하였고, 진출 초기 3년간 연평균 350개 출점하였다. 비대해진 중국 MLB 둔화를 상쇄하기 위해서는 보다 속도감 있는 확장 전략이 요구된다. 실적 추정치 하향을 반영하여 목표주가를 9.5만원에서 8.5만원으로 조정한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,809	1,978	1,994	2,095	2,186
영업이익 (십억원)	525	552	494	521	543
영업이익률 (%)	29.0	27.9	24.8	24.9	24.8
순이익 (십억원)	442	425	392	413	431
EPS (원)	11,532	11,096	10,223	10,772	11,257
ROE (%)	60.4	38.4	27.0	23.1	20.1
P/E (배)	12.5	8.0	6.0	5.7	5.4
P/B (배)	5.9	2.6	1.4	1.2	1.0
배당수익률 (%)	1.1	1.9	2.8	2.8	2.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. F&F 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,490	1,809	1,978	1,994	2,095	2,186
국내	1,417	1,616	1,715	1,676	1,741	1,802
MLB	884	992	1,071	1,013	1,053	1,091
MLB Kids	88	110	115	110	112	115
Discovery	438	491	465	470	482	493
기타	6	19	40	48	56	62
해외	426	632	893	979	1,035	1,090
홍콩	42	51	77	81	85	88
상해	383	581	815	897	950	1,002
영업이익	425	525	552	494	521	543
세전이익	429	605	555	515	543	567
순이익	313	443	425	391	413	431
영업이익률(%)	28.5	29.0	27.9	24.8	24.9	24.9
매출액 (YoY %)	77.9	21.4	9.4	0.8	5.1	4.4
국내	76.7	14.1	6.1	(2.3)	3.9	3.5
MLB	135.1	12.2	7.9	(5.3)	3.9	3.6
MLB Kids	39.0	24.8	4.9	(4.5)	2.1	1.9
Discovery	22.8	12.0	(5.4)	1.2	2.5	2.3
기타						
해외	302.2	48.2	41.3	9.6	5.8	5.3
홍콩	82.5	20.4	52.0	5.3	4.8	3.8
상해	414.4	51.6	40.3	10.0	5.9	5.4
영업이익 (YoY %)	246.6	23.5	5.1	(10.4)	5.3	4.4
순이익 (YoY %)	266.4	41.5	(4.0)	(7.9)	5.4	4.5

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. F&F 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	497	405	493	583	1,978	507	391	491	604	1,994
국내	408	326	480	501	1,715	398	286	485	507	1,676
MLB	255	202	360	254	1,071	235	162	369	247	1,013
MLB Kids	29	23	31	32	115	31	20	29	31	110
Discovery	111	88	70	196	465	107	87	69	207	470
기타	13	13	19	20	64	26	17	18	22	82
해외	227	159	279	228	893	261	172	299	247	979
홍콩	19	19	18	21	77	22	17	20	22	81
상해	208	140	261	206	815	239	155	279	224	897
영업이익	149	110	149	144	552	130	92	132	140	494
세전이익	152	107	161	135	555	128	99	146	142	515
순이익	119	87	119	100	425	96	75	111	110	391
영업이익률(%)	29.9	27.2	30.1	24.7	27.9	25.7	23.4	26.9	23.2	24.8
매출액 (YoY %)	13.8	9.2	11.6	4.3	9.4	1.9	(3.5)	(0.3)	3.6	0.8
국내	0.5	11.7	12.7	1.6	6.1	(2.3)	(12.3)	0.9	1.2	(2.3)
MLB	(3.0)	18.1	15.0	3.5	7.9	(7.8)	(19.7)	2.5	(2.7)	(5.3)
MLB Kids	(1.7)	9.9	12.7	0.9	4.9	5.2	(13.9)	(7.5)	(3.6)	(4.5)
Discovery	0.9	(9.1)	(11.7)	(4.5)	(5.4)	(3.9)	(1.0)	(1.2)	5.9	1.2
기타										
해외	40.7	33.7	30.8	64.6	41.3	15.0	7.9	7.3	8.4	9.6
홍콩	82.5	62.6	58.3	22.5	52.0	15.8	(10.5)	10.5	5.7	5.3
상해	37.9	30.6	29.2	70.6	40.3	14.9	10.4	7.1	8.7	10.0
영업이익 (YoY %)	10.6	16.3	7.3	(8.2)	5.1	(12.5)	(16.9)	(10.8)	(2.8)	(10.4)
순이익 (YoY %)	23.3	26.2	8.8	(40.5)	(4.0)	(19.0)	(14.7)	(7.0)	10.2	(7.9)

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. F&F Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	10,492	
Target PER(배)	8	
적정 주가	83,939	
목표 주가	85,000	
현재 주가	61,000	
상승 여력(%)	39.3	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

F&F (383220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,978	1,994	2,095	2,186
매출원가	632	663	696	725
매출총이익	1,346	1,331	1,399	1,461
판매비와관리비	794	837	879	918
조정영업이익	552	494	521	543
영업이익	552	494	521	543
비영업손익	3	21	22	24
금융손익	-6	-5	0	12
관계기업등 투자손익	8	9	9	10
세전계속사업손익	555	515	543	567
계속사업법인세비용	130	124	130	136
계속사업이익	425	392	413	431
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	425	392	413	431
지배주주	425	392	413	431
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	424	395	413	431
지배주주	426	381	397	415
비지배주주	-2	15	15	16
EBITDA	626	641	635	636
FCF	454	90	481	444
EBITDA 마진율 (%)	31.6	32.1	30.3	29.1
영업이익률 (%)	27.9	24.8	24.9	24.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.5	19.7	19.7	19.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	746	808	1,167	1,519
현금 및 현금성자산	220	261	593	898
매출채권 및 기타채권	141	146	153	160
재고자산	341	356	374	411
기타유동자산	44	45	47	50
비유동자산	1,259	1,598	1,557	1,580
관계기업투자등	634	657	690	720
유형자산	135	370	303	258
무형자산	178	212	205	222
자산총계	2,005	2,406	2,725	3,099
유동부채	487	569	537	543
매입채무 및 기타채무	199	203	213	220
단기금융부채	86	184	133	136
기타유동부채	202	182	191	187
비유동부채	201	193	194	195
장기금융부채	173	164	164	164
기타비유동부채	28	29	30	31
부채총계	687	761	731	738
지배주주지분	1,291	1,615	1,963	2,330
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,315	1,663	2,030
비지배주주지분	27	30	30	30
자본총계	1,318	1,645	1,993	2,360

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	477	501	521	484
당기순이익	425	392	413	431
비현금수익비용가감	205	284	244	217
유형자산감가상각비	67	140	107	85
무형자산상각비	7	7	7	8
기타	131	137	130	124
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	-76	-5	-40
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-3	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-19	-16	-18	-37
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-22	-16	5	2
법인세납부	-144	-94	-130	-136
투자활동으로 인한 현금흐름	-100	-508	-41	-87
유형자산처분(취득)	-23	-410	-40	-40
무형자산감소(증가)	-51	-36	0	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-1	-1	-1
기타투자활동	-26	-61	0	-21
재무활동으로 인한 현금흐름	-261	82	-115	-62
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	89	-51	3
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-61	0	-64	-64
기타재무활동	-203	-7	0	-1
현금의 증가	118	41	332	305
기초현금	102	220	261	593
기말현금	220	261	593	898

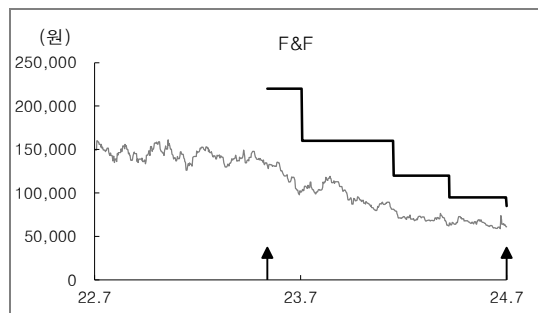
자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.0	6.0	5.7	5.4
P/CF (x)	5.4	3.5	3.6	3.6
P/B (x)	2.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	5.5	3.8	3.2	2.7
EPS (원)	11,096	10,223	10,772	11,257
CFPS (원)	16,458	17,636	17,134	16,922
BPS (원)	34,188	42,737	51,833	61,414
DPS (원)	1,700	1,700	1,700	1,700
배당성향 (%)	15.3	16.4	15.6	14.9
배당수익률 (%)	1.9	2.8	2.8	2.8
매출액증가율 (%)	9.4	0.8	5.1	4.4
EBITDA증가율 (%)	3.4	2.5	-1.1	0.2
조정영업이익증가율 (%)	5.1	-10.4	5.3	4.4
EPS증가율 (%)	-3.8	-7.9	5.4	4.5
매출채권 회전율 (회)	15.9	16.4	16.5	16.4
재고자산 회전율 (회)	6.2	5.7	5.7	5.6
매입채무 회전율 (회)	6.5	7.0	7.1	7.1
ROA (%)	23.8	17.8	16.1	14.8
ROE (%)	38.4	27.0	23.1	20.1
ROIC (%)	76.7	43.8	40.2	42.4
부채비율 (%)	52.2	46.3	36.7	31.3
유동비율 (%)	153.2	142.1	217.3	279.6
순차입금/자기자본 (%)	1.3	4.0	-16.0	-26.4
조정영업이익/금융비용 (x)	47.8	37.3	37.0	41.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
F&F (383220)				
2024.07.29	매수	85,000	-	-
2024.04.17	매수	95,000	-31.57	-22.11
2024.01.09	매수	120,000	-41.03	-33.08
2023.07.31	매수	160,000	-39.07	-25.63
2023.05.30	매수	220,000	-45.38	-38.55



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.