



Buy(Maintain)

목표주가: 195,000원
주가(7/31): 103,500원

시가총액: 3조 9,648억원



화학품/섬유외복 Analyst 조소정
sojcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/31)	2,632.58pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	161,000원	97,800원	
등락률	-35.7%	5.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	-13.5%	-15.7%
	6M	-31.8%	-37.2%
	1Y	-30.8%	-35.5%

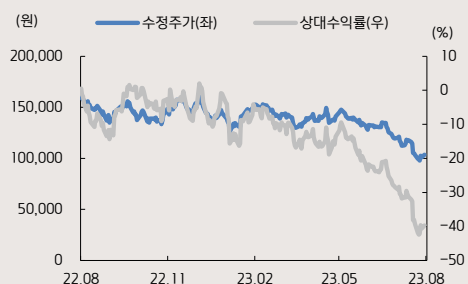
Company Data

발행주식수	38,307천주	
일평균 거래량(3M)	149천주	
외국인 지분율	13.8%	
배당수익률(23E)	2.2%	
BPS(23E)	33,334원	
주요 주주	F&F 홀딩스 외 9 인	60.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,089.2	1,808.9	2,163.3	2,574.5
영업이익	322.7	524.9	625.1	761.6
EBITDA	351.0	605.2	641.3	777.0
세전이익	314.3	605.2	711.6	844.8
순이익	225.8	442.7	545.7	633.6
지배주주지분순이익	225.8	441.8	447.3	519.3
EPS(원)	8,852	11,532	11,676	13,556
증감률(% YoY)	NA	30.3	1.3	16.1
PER(배)	21.4	12.5	8.9	7.6
PBR(배)	13.38	6.01	3.10	2.33
EV/EBITDA(배)	21.3	9.4	6.1	4.7
영업이익률(%)	29.6	29.0	28.9	29.6
ROE(%)	41.7	60.4	40.7	34.9
순차입금비율(%)	46.1	14.5	-11.5	-27.4

Price Trend



F&F (383220)

기대가 컸을 뿐



F&F의 2Q 매출액은 4,055억원 (+9% YoY), 영업이익은 1,101억원 (+16% YoY, OPM 27%)을 기록, 시장기대치를 하회했다. 내수/면세가 부진했고, 중국 실적에 대한 기대치가 너무 컸던 탓이다. 당분간 동사의 실적은 중국 채널이 견인할 것으로 기대된다. 기존 브랜드의 성장이 견조할 것으로 예상되는 가운데, 신규 브랜드에 대한 중국 내 반응도 긍정적일 것으로 기대되기 때문이다. 현재 동사의 주가는 Fw12M PER 약 7배 수준으로 밸류에이션 매력도가 돋보이며, 저가 매수를 추천한다.

>>> 2Q: 기대가 너무 컸던 분기

F&F의 2분기 매출액은 4,055억원 (+9% YoY), 영업이익은 1,101억원 (+16% YoY, OPM 27%)을 기록, 시장예상치를 하회했다. (1) 내수와 면세 채널이 부진했고, (2) 중국 실적에 대한 시장기대치가 너무 컸기 때문이다.

내수: 2분기 내수 매출은 1,736억원 (-5% YoY)을 기록했다. 내수 의류 소비 둔화와 주요 관광지 매장의 실적 호조 영향이 상쇄되었다. (2Q 내수: MLB +4%, MLB Kids -16%, Discovery -9%)

면세: 2분기 면세 매출은 448억원 (-27% YoY)을 기록했다. MLB Kids를 제외한 대부분 브랜드의 매출이 저조했다. MLB Kids는 여행객 증가 영향으로 매출이 증가한 것으로 파악되며, 나머지 브랜드는 채널 내 다이고 수요 감소, 업체의 물량 조정으로 인해 매출이 감소했다. (2Q 면세: MLB -32%, MLB Kids +158%, Discovery +2%)

중화권: 2분기 중국법인 매출은 1,400억원 (+31% YoY), 홍콩법인은 190억원 (+62% YoY)을 기록했다. 중국 법인의 오프라인 매출은 +32% YoY, 온라인 매출은 +25% YoY를 기록했다. 중국 내 의류 수요 증가와 매장 수 확대 영향으로 높은 성장세를 기록했다. 2Q 말 기준 오프라인 매장 수는 983개였다. (정규 매장 960개, 팝업 매장 23개)

>>> 중요한 것은 꺾이지 않는 성장

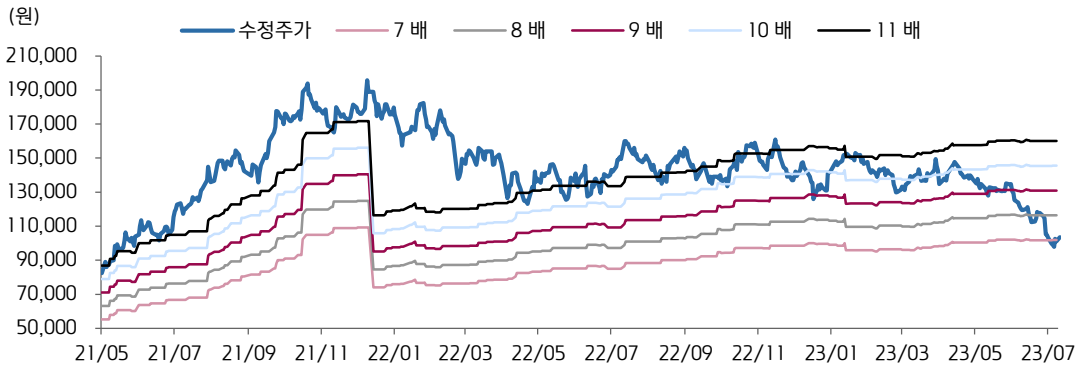
F&F에 대해 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 195,000원을 유지한다. 당분간 중국 실적이 성장을 견인할 것으로 예상한다. 내수/면세 채널의 부진은 불가피하겠으나, 기존 브랜드 확장과 신규 브랜드의 중국 진출로 성장성은 내년에도 유효할 전망이다. 동사는 올해 중국 내 MLB 매장을 1,150개까지 확대될 전망이고 (가이던스 상향조정), 내년 연초까지 듀벤티카 매장 23개, 수프라 매장 25개를 오픈할 예정이다. 최근 브랜드 수주회에서 동사 신규 브랜드에 대한 반응이 긍정적이었다는 점을 고려했을 때 (23FW 예상 수주량: 듀벤티카 270억, 수프라 130억), 향후 신규 브랜드의 중국 진출이 새로운 성장 모멘텀으로 이어질 가능성도 높다. 현재 동사의 주가는 Fw12M PER 약 7배 수준으로 밸류에이션 매력도가 돋보이며, 저가 매수를 추천한다.

F&F 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출	437.1	371.4	441.7	558.9	497.4	405.5	558.2	702.2	1,809.1	2,163.3	2,574.5
	+57%	+19%	+34%	-1%	+14%	+9%	+26%	+26%	+50%	+20%	+19%
국내	404.6	289.7	424.9	491.0	404.6	323.8	494.5	515.5	1,610.2	1,738.4	2,014.2
	+53%	+3%	+27%	-9%	+0%	+12%	+16%	+5%	+14%	+8%	+16%
MLB	263.0	171.0	313.0	244.0	255.0	202.0	386.3	294.2	991.0	1,137.5	1,383.0
	+77%	-8%	+25%	-17%	-3%	+18%	+23%	+21%	+13%	+15%	+22%
면세	67.6	58.0	51.0	62.0	42.4	39.5	35.7	43.4	238.6	161.0	169.1
	+4%	-38%	+8%	-16%	-37%	-32%	-30%	-30%	-20%	-33%	+5%
내수	66.4	67.2	62.4	76.0	68.4	69.8	62.4	76.0	272.0	276.6	284.9
	+63%	+24%	+25%	-6%	+3%	+4%	+0%	+0%	+21%	+2%	+3%
MLB Kids	29.4	21.0	27.5	32.0	29.4	23.2	27.0	27.1	109.9	106.7	113.6
	+51%	+17%	+17%	+0%	+0%	+10%	-2%	-15%	+18%	-3%	+7%
Discovery	111.0	96.0	79.0	205.0	111.4	88.0	70.8	184.0	491.0	454.2	476.3
	+16%	+27%	+31%	-2%	+0%	-8%	-10%	-10%	+11%	-8%	+5%
해외	161.4	118.7	213.4	138.3	227.2	159.0	308.2	228.1	631.8	922.4	1,233.6
	+170%	+70%	+61%	-15%	+41%	+34%	+44%	+65%	+48%	+46%	+34%
중국	151.0	107.0	202.0	121.0	207.9	140.0	289.4	198.8	581.0	836.1	1,129.7
	+205%	+77%	+64%	-19%	+38%	+31%	+43%	+64%	+51%	+44%	+35%
오프라인	133.9	89.4	187.8	89.0	187.1	118.0	270.3	156.6	500.1	732.1	1,014.9
	+242%	+86%	+67%	-27%	+40%	+32%	+44%	+76%	+56%	+46%	+39%
온라인	17.0	17.6	14.1	32.0	20.8	22.0	19.1	42.2	80.7	104.1	114.8
	+63%	+41%	+48%	+12%	+22%	+25%	+35%	+32%	+33%	+29%	+10%
홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	19.3	19.0	18.8	29.3	50.8	86.3	103.9
	+2%	+23%	+27%	+28%	+86%	+62%	+65%	+69%	+20%	+70%	+20%
영업이익	134.6	95.0	138.4	156.9	148.8	110.1	163.7	202.5	524.9	625.1	761.6
YoY	+94%	+30%	+45%	-15%	+11%	+16%	+18%	+29%	+49%	+19%	+22%
OPM	30.8%	25.6%	31.3%	28.1%	29.9%	27.1%	29.3%	28.8%	29.0%	28.9%	29.6%
세전이익	134.3	94.1	153.6	223.1	151.6	107.3	174.6	277.7	605.2	711.2	844.8
YoY	+81%	+31%	+59%	+29%	+13%	+14%	+14%	+24%	+77%	+18%	+19%
	30.7%	25.3%	34.8%	39.9%	30.5%	26.5%	31.3%	39.6%	33.5%	32.9%	32.8%
당기순이익	96.4	69.3	109.5	167.5	118.9	87.3	130.9	208.3	442.7	545.5	633.6
YoY	+75%	+29%	+54%	+36%	+23%	+26%	+20%	+24%	+79%	+23%	+16%
NPM	22.1%	18.6%	24.8%	30.0%	23.9%	21.5%	23.5%	29.7%	24.5%	25.2%	24.6%

자료: F&F, 키움증권 리서치

F&F Fwd 12M PER 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

실적 추정치 비교

	2Q23P	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	405.5	371.4	9.2%	497.4	-18.5%	442	-8.3%	435.3	-6.9%
영업이익	110.1	94.96	15.9%	148.8	-26.1%	122	-9.8%	113.7	-3.2%
OPM	27.1%	26%	1.6%	29.9%	-2.8%	27.6%	-0.5%	26.1%	1.0%
순이익	87.3	69.25	26.1%	118.9	-26.5%	90	-3.0%	83.5	4.6%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 변경

	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
매출	2,162	2,528	2,163	2,574	0%	2%	2,126	2,459	2%	5%
영업이익	623.9	746.5	625	762	0.2%	2.0%	624.2	726.9	0%	5%
OPM	28.9%	29.5%	28.9%	29.6%	0.0%	0.1%	29.4%	29.6%	0.5%	0.0%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089.2	1,808.9	2,163.3	2,574.5	3,063.9
매출원가	292.8	532.7	664.3	792.3	943.0
매출총이익	796.4	1,276.2	1,498.9	1,782.1	2,120.9
판관비	473.7	751.3	873.9	1,020.6	1,224.7
영업이익	322.7	524.9	625.1	761.6	896.2
EBITDA	351.0	605.2	641.3	777.0	910.9
영업외손익	-8.4	80.3	86.5	83.2	54.6
이자수익	1.3	2.2	9.3	17.3	26.6
이자비용	4.7	10.5	14.9	18.5	22.1
외환관련이익	6.6	10.0	9.2	9.2	9.2
외환관련손실	2.4	12.5	9.2	9.2	9.2
종속 및 관계기업손익	-9.4	88.9	89.0	89.0	60.9
기타	0.2	2.2	3.1	-4.6	-10.8
법인세차감전이익	314.3	605.2	711.6	844.8	950.8
법인세비용	88.6	162.5	165.9	211.2	237.7
계속사업순손익	225.8	442.7	545.7	633.6	713.1
당기순이익	225.8	442.7	545.7	633.6	713.1
지배주주순이익	225.8	441.8	447.3	519.3	584.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	66.1	19.6	19.0	19.0
영업이익 증감율	NA	62.7	19.1	21.8	17.7
EBITDA 증감율	NA	72.4	6.0	21.2	17.2
지배주주순이익 증감율	NA	95.7	1.2	16.1	12.5
EPS 증감율	NA	30.3	1.3	16.1	12.5
매출총이익률(%)	73.1	70.6	69.3	69.2	69.2
영업이익률(%)	29.6	29.0	28.9	29.6	29.3
EBITDA Margin(%)	32.2	33.5	29.6	30.2	29.7
지배주주순이익률(%)	20.7	24.4	20.7	20.2	19.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	394.8	494.0	589.6
당기순이익	225.8	442.7	545.7	633.6	713.1
비현금항목의 가감	137.4	170.5	100.2	140.3	188.4
유형자산감가상각비	27.4	48.5	5.0	5.3	5.6
무형자산감가상각비	0.9	31.8	11.3	10.1	9.1
지분법평가손익	-9.4	-88.9	-89.0	-89.0	-60.9
기타	118.5	179.1	172.9	213.9	234.6
영업활동자산부채증감	-39.0	-139.1	-90.0	-77.9	-89.1
매출채권및기타채권의감소	-39.6	-23.3	-31.5	-36.5	-43.5
재고자산의감소	-97.8	-56.6	-58.3	-67.6	-80.5
매입채무및기타채무의증가	74.2	-20.0	30.4	34.8	40.5
기타	24.2	-39.2	-30.6	-8.6	-5.6
기타현금흐름	-32.7	-130.0	-161.1	-202.0	-222.8
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	-132.0	-132.2	-152.5
유형자산의 취득	-12.0	-17.9	-8.0	-8.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.3	-11.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-572.4	7.2	-12.5	-12.5	-40.6
단기금융자산의감소(증가)	-7.0	-14.5	-2.2	-2.4	-2.6
기타	29.0	-109.4	-109.3	-109.3	-109.3
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	12.5	-34.2	-38.0
차입금의 증가(감소)	185.0	-14.9	110.0	90.0	90.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.6	-15.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-42.1	-61.0	-87.7	-91.5
기타	-23.0	-36.4	-36.5	-36.5	-36.5
기타현금흐름	3.1	-1.9	129.8	129.8	129.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-114.5	87.4	405.2	457.5	528.9
기초현금 및 현금성자산	129.1	14.6	102.0	507.2	964.7
기말현금 및 현금성자산	14.6	102.0	507.2	964.7	1,493.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	388.5	601.2	1,102.3	1,670.9	2,332.1
현금 및 현금성자산	14.6	102.0	507.2	964.7	1,493.6
단기금융자산	7.0	21.6	23.7	26.1	28.7
매출채권 및 기타채권	118.4	160.6	192.1	228.6	272.0
재고자산	242.3	297.5	355.8	423.4	503.9
기타유동자산	6.2	19.5	23.5	28.1	33.9
비유동자산	751.9	969.0	1,062.2	1,156.3	1,243.1
투자자산	563.0	644.7	746.2	847.7	949.2
유형자산	71.5	77.2	80.2	82.9	77.3
무형자산	17.0	132.9	121.6	111.5	102.3
기타비유동자산	100.4	114.2	114.2	114.2	114.3
자산총계	1,140.3	1,570.2	2,164.5	2,827.2	3,575.1
유동부채	563.7	575.9	656.3	741.1	831.6
매입채무 및 기타채무	187.8	192.0	222.4	257.1	297.6
단기금융부채	241.4	233.7	283.7	333.7	383.7
기타유동부채	134.5	150.2	150.2	150.3	150.3
비유동부채	35.4	51.1	111.1	151.1	191.1
장기금융부채	29.6	27.0	87.0	127.0	167.0
기타비유동부채	5.8	24.1	24.1	24.1	24.1
부채총계	599.1	627.0	767.4	892.2	1,022.7
지배자본	541.3	921.5	1,276.9	1,700.6	2,189.4
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
기타자본	-3.6	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1
기타포괄손익누계액	1.2	-2.5	-6.6	-10.7	-14.8
이익잉여금	226.0	625.4	984.9	1,412.7	1,905.5
비지배자본	0.0	21.7	120.2	234.5	363.1
자본총계	541.3	943.2	1,397.1	1,935.0	2,552.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,852	11,532	11,676	13,556	15,256
BPS	14,129	24,055	33,334	44,393	57,153
CFPS	14,242	16,008	16,861	20,201	23,533
DPS	5,500	1,600	2,300	2,400	2,400
주가배수(배)					
PER	21.4	12.5	8.9	7.6	6.8
PER(최고)	22.5	16.5	13.3		
PER(최저)	8.1	10.1	8.1		
PBR	13.38	6.01	3.10	2.33	1.81
PBR(최고)	14.13	7.90	4.66		
PBR(최저)	5.10	4.86	2.85		
PSR	4.43	3.06	1.83	1.54	1.29
PCFR	13.3	9.0	6.1	5.1	4.4
EV/EBITDA	21.3	9.4	6.1	4.7	3.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.6	13.8	16.1	14.4	12.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	1.1	2.2	2.3	2.3
ROA	19.8	32.7	29.2	25.4	22.3
ROE	41.7	60.4	40.7	34.9	30.0
ROIC	99.2	126.4	104.8	110.2	114.1
매출채권회전율	18.4	13.0	12.3	12.2	12.2
재고자산회전율	9.0	6.7	6.6	6.6	6.6
부채비율	110.7	66.5	54.9	46.1	40.1
순차입금비율	46.1	14.5	-11.5	-27.4	-38.1
이자보상배율	68.1	50.1	42.0	41.1	40.5
총차입금	270.9	260.7	370.7	460.7	550.7
순차입금	249.4	137.2	-160.2	-530.1	-971.6
NOPLAT	351.0	605.2	641.3	777.0	910.9
FCF	175.9	313.6	397.7	500.7	597.8

Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 현재 'F&F(383220)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

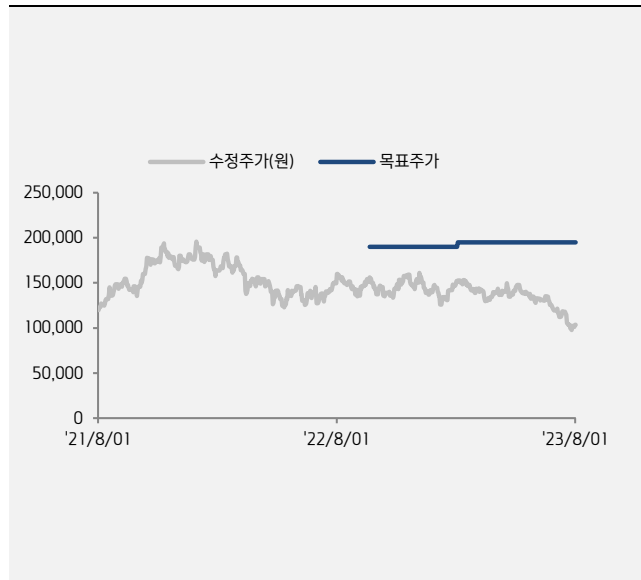
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 실제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
F&F (383220)	2022-09-20	Buy(Initiate)	190,000원	6개월	-25.09	-17.89
	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-19.98	-16.32
	2022-11-29	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.29	-15.26
	2023-01-16	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.50	-15.26
	2023-02-02	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.32	-21.54
	2023-04-21	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.53	-21.54
	2023-05-03	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-28.09	-21.54
	2023-06-08	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-29.31	-21.54
	2023-07-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-30.49	-21.54
	2023-08-01	Buy(Maintain)	195,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

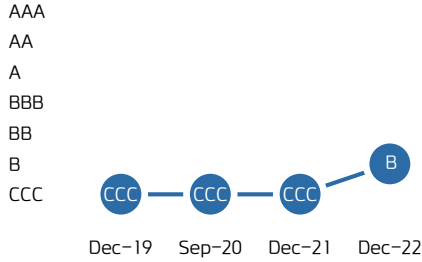
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

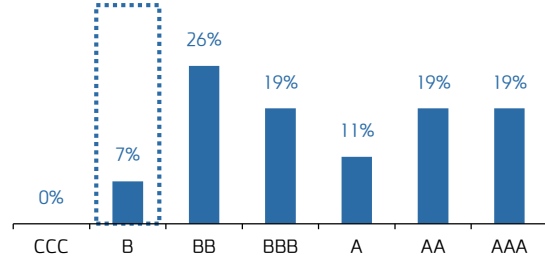
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주: MSCI ACWI 구성 종목 섬유/의복/사치재 기업 27개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중 평균	2.9	5		
환경	3.5	5.1	27.0%	▲0.6
원재료 출처	3.3	4.3	16.0%	
제품 탄소 발자국	3.8	6	11.0%	▲1.5
사회	2.7	4.5	36.0%	▲0.4
노동 관리	4.7	4.4	21.0%	▲0.8
화학적 안전성		3.9	15.0%	
지배구조	2.6	5.5	37.0%	▲1.7
기업 지배구조	3.1	6.2		▲0.7
기업 행동	5.0	6.2		▲3.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (섬유의복/사치재)	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	노동 관리	기업 지배구조	기업 행동	등급	지표 추이
LVMH	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●●	●●	AA	▲
에실로룩소티카	●●	●●●●	●●●●	●	●●●●	●●●●	AA	▲
리치몬드	●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●●	●	AA	◀▶
에르메스	●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	A	▲
나이키	●●●●	●●●●	●	●	●	●●	BBB	▼
F&F	●●	●	●	●●	●	●	B	▲

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ●●●●●
등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치