

# F&F (383220/KS)

담아 볼 만하다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 130,000 원(하향)

현재주가: 83,300 원

상승여력: 56.1%

## 4 분기 실적에서 딱히 기대할 건 없다

동사의 4 분기 실적은 매출액 6,040 억 원(+8.1% YoY), 영업이익 1,785 억 원(+15.1% YoY) 전망한다. 중국 매출은 MLB 출점이 지속되며 견조한 성장 이어갈 것이나, 내수 부문 실적은 소비 여건의 부진이 지속되었고 기온이 평년보다 매우 따뜻했던 탓에 작년 대비 부진할 것으로 전망한다.

## 내년 실적은 한결 편안할 것

올해 동사 실적에서 지속적인 하방 압력으로 작용한 건 내수 부문이었다. 국내 소비 여건이 매우 안 좋았던 탓에 Discovery 와 MLB 모두 작년 대비 매출액 역 성장 흐름이 지속되었다. 올해 내수 의류 소비는 1) 매크로 환경, 2) 해외 여행 수요 강세, 3) 엘니뇨로 인한 따뜻한 날씨의 영향을 동시에 받았다. 모든 악재가 겹쳤던 만큼 '24년을 한껏 낮아진 실적 기저로 시작한다. 여기에 MLB 중국이 내년에도 무난한 출점을 이어가 준다면('24년 말 기준 1,320 개 전망), 내년 동사의 실적은 편안한 성장 흐름을 보일 것으로 전망한다. 여기에 내년 Duvetica 와 Supra 의 중국 내 활약도 기대해봄직하다. 두 브랜드 모두 올해 하반기에 중국에 진출해 내년 본격적인 사업 확장을 앞두고 있다. 아직 실적의 가시성은 낮지만, 동사가 그 동안 MLB 를 통해 보여줬던 현지 마케팅을 통한 브랜드 인지도 확대 전략과, 대리상과의 네트워크를 활용한 빠른 점포 수 확대가 가능하다는 점을 고려했을 때 신규 브랜드 모멘텀 여전히 유효하다.



Analyst  
형권훈

kh.hyung@skc.co.kr  
3773-9997

### Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	3,191 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	60.51%
국민연금공단	7.33%

### Stock Data

주가(23/12/13)	83,300 원
KOSPI	2,510.66 pt
52주 최고가	153,000 원
52주 최저가	79,800 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 밸류에이션 멀티플 바닥권

동사의 멀티플은 과거 '19년에 12개월 선행 PER 기준 5.9배로 저점을 형성한 이력이 있다. 당시에도 Discovery 의 매출 부진과, 추가 성장 동력에 대한 의문으로 주가 하락을 경험했다. 그와 비슷한 논리가 적용되는 현 시점에 동사의 12 개월 선행 PER 은 최근 5.8 배까지 내려왔으며, 따라서 주가가 바닥권에 근접했다고 판단한다. 내년에 실적 성장의 가시성이 매우 높아지는 구간에 진입한다는 점과, 신규 브랜드 모멘텀이 여전히 유효하기에 비중을 늘려볼 만한 주가 레벨이라고 판단한다. 목표주가는 중국 내 피어그룹의 멀티플 하락을 반영해 기준 150,000 원에서 130,000 원으로 하향 조정한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,089	1,809	2,000	2,281	2,527
영업이익	십억원	0	323	525	586	691	771
순이익(자본주주)	십억원	0	226	442	461	542	600
EPS	원	0	5,893	11,532	12,033	14,153	15,666
PER	배	0.0	32.1	12.5	6.9	5.9	5.3
PBR	배	0.0	13.3	5.9	2.4	1.8	1.4
EV/EBITDA	배	0.0	21.3	9.4	4.9	3.6	3.4
ROE	%	0.0	41.7	60.4	41.0	34.6	29.0

F&amp;F 부문별 실적추정 테이블

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>497.0</b>	<b>405.5</b>	<b>491.0</b>	<b>604.0</b>	<b>564.4</b>	<b>442.4</b>	<b>597.5</b>	<b>677.1</b>	<b>1,809.1</b>	<b>1,997.5</b>	<b>2,281.4</b>	<b>2,526.7</b>
YoY (%)	13.7	9.2	11.2	8.1	13.6	9.1	21.7	12.1	22.1	104	14.2	10.8
QoQ (%)	-11.1	-18.4	21.1	23.0	-6.6	-21.6	35.1	13.3	-	-	-	-
MLB 한국	151.5	131.9	118.0	146.3	147.7	135.6	124.8	157.6	603.3	547.7	565.7	581.9
성인	122.0	108.7	87.0	111.1	119.7	111.3	91.7	118.9	514.9	428.8	441.5	455.2
성인 면세	42.4	39.0	31.0	42.7	43.7	40.2	32.9	45.7	237.5	155.1	162.4	170.5
성인 비면세	80.0	69.7	56.0	68.4	76.0	71.1	58.8	73.2	276.1	274.1	279.1	284.7
아동	29.5	23.2	31.0	35.2	28.0	24.4	33.2	38.7	88.4	118.9	124.3	126.8
MLB 중국	207.9	140.0	260.5	199.8	258.4	165.7	323.7	221.3	581.1	808.2	969.0	1,150.6
MLB 홍콩	19.3	19.0	17.5	27.7	22.2	20.7	19.6	30.4	50.8	83.5	93.0	102.2
디스커버리	111.4	88.3	70.0	188.6	105.8	90.1	75.6	211.2	491.9	458.3	482.7	492.4
기타	6.9	26.3	25.0	41.7	30.3	30.3	53.9	56.5	76.0	99.9	170.9	199.6
<b>영업이익</b>	<b>148.8</b>	<b>110.1</b>	<b>148.0</b>	<b>178.5</b>	<b>166.6</b>	<b>116.9</b>	<b>179.8</b>	<b>196.1</b>	<b>524.9</b>	<b>585.5</b>	<b>691.2</b>	<b>770.6</b>
OPM (%)	29.9	27.1	30.1	29.6	29.5	26.4	30.1	29.0	29.0	29.3	30.3	30.5
YoY (%)	9.0	15.9	7.0	15.1	12.0	6.2	21.5	9.8	62.7	11.5	18.1	11.5
QoQ (%)	-4.0	-26.0	34.5	20.6	-6.7	-29.8	53.8	9.0	-	-	-	-

자료: F&amp;F, SK 증권 추정

F&amp;F 실적추정치 변경 테이블

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	컨센서스	vs. 컨센서스	직전 추정치	vs. 직전 추정치
매출액	604.0	558.9	8.1	491.0	23.0	641.8	-5.9	681.0	-113
영업이익	178.5	155.1	15.1	148.0	20.6	180.7	-1.2	201.0	-112
영업이익률	29.6	27.7		30.1		28.2		29.5	

자료: SK 증권 추정

F&amp;F 목표주가 산정 테이블

항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	542.2	
상장주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	14,154	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	13.6	Anta, Li Ning 평균
멀티플 할인율	%	(E)	30	
Target PER	배	(F)	95	
목표주가	원	(G)	130,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(H)	83,300	
주가 업사이드	%	(I)	56.1	(G)/(H)-1

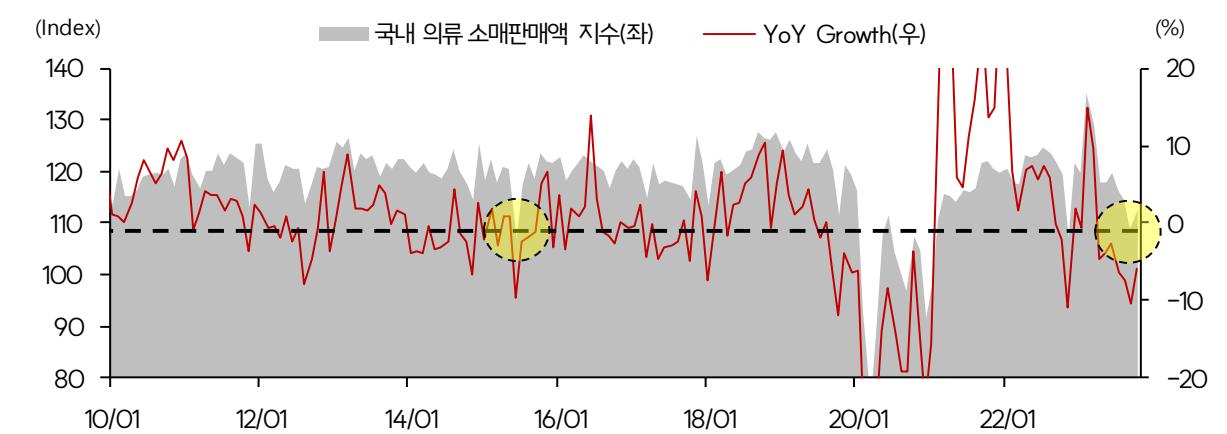
자료: SK 증권 추정

## 1. '24년 실적 성장의 가시성이 매우 높다

당사는 내년 F&F의 실적이 올해보다 성장할 것으로 전망한다. 특히 내수 부문이 올해 지속적으로 동사 실적의 하방 압력으로 작용해 왔는데, 내년에는 내수 부문에서의 실적 성장 가시성이 매우 높아진다. 그 근거는 내년 국내 의류 소비 여건이 올해와 비교했을 때 훨씬 우호적일 것으로 전망하기 때문이다.

올해의 경우 내수 의류 소비 업황은 1) 매크로 요인(경기 부진, 고 물가, 고 금리) 2) 높은 기온 3) 해외 여행 수요 증가의 영향을 동시에 받아 극도로 부진했다. 1 분기를 제외하면 올해 내내 소비가 부진했지만, 통계청에서 발표하는 국내 의류 소매판매액 지수(계절성 및 인플레이션 조정)를 기준으로 올해 중 의류 소비가 가장 부진했던 달은 9월로, 이 때의 의류 소비는 2015년 메르스 사태 당시의 수준조차 밀돌아 금융위기 이후로 가장 안 좋았다.

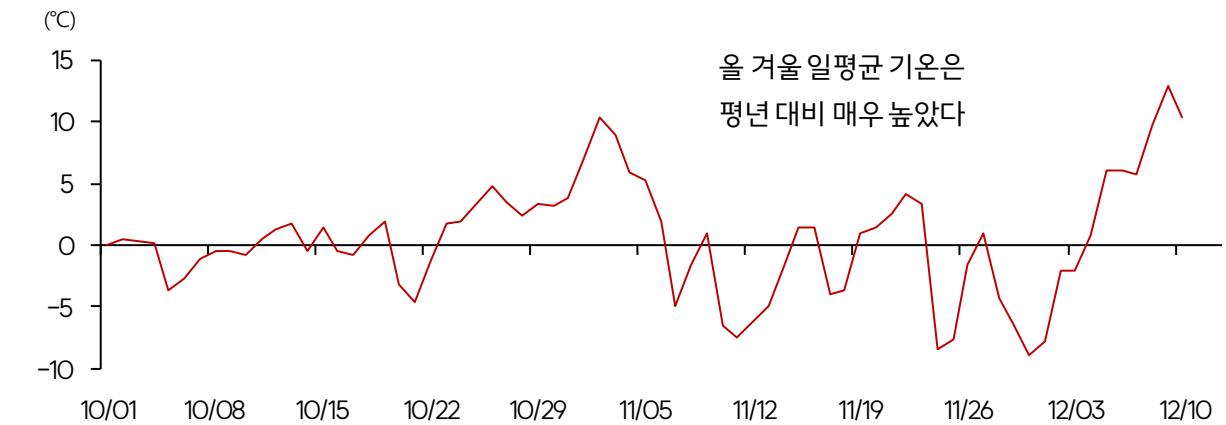
국내 의류 소매판매액지수 추이



자료 : 통계청, SK 증권

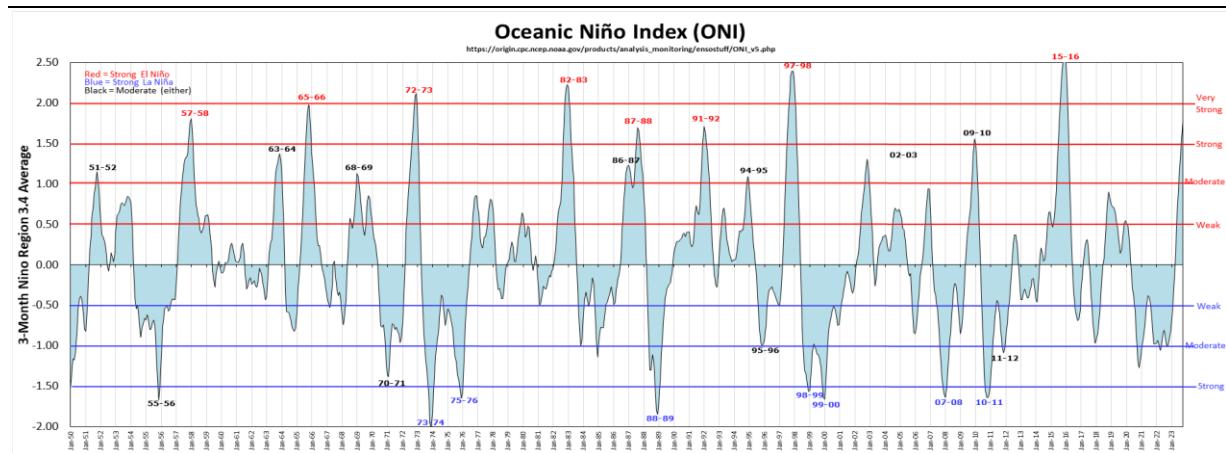
따라서 내년 의류 소비 업황에 대해 호황까지의 개선을 바라지 않더라도, 올해 1분기를 제외하면 실적의 기저가 워낙 낮기 때문에 기술적으로라도 F&F 내수 부문의 성장을 충분히 기대해볼 수 있다고 본다. 여기에 MLB 중국 부문의 견조한 출점 흐름이 지속되고 있어 내년에도 올해처럼 출점에 의한 매출 성장성이 정도만이라도 확보된다고 가정하면, 내년에 동사의 실적 성장이 나오지 않는 경우의 수를 상상하기 매우 어렵다.

‘23년 10월 이후 평년 대비 일평균 기온 차이



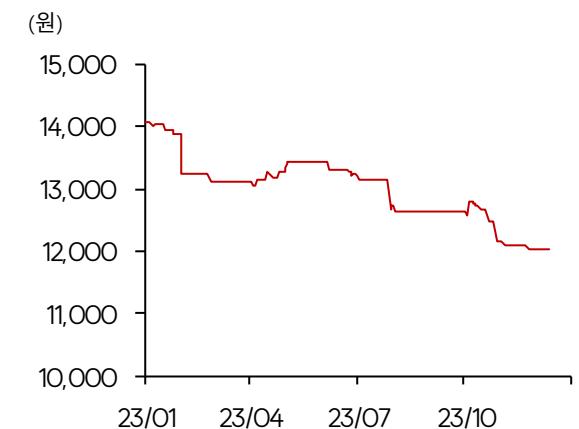
자료 : 기상청, SK 증권

이번 겨울은 ‘강한 엘니뇨’ 구간에 위치



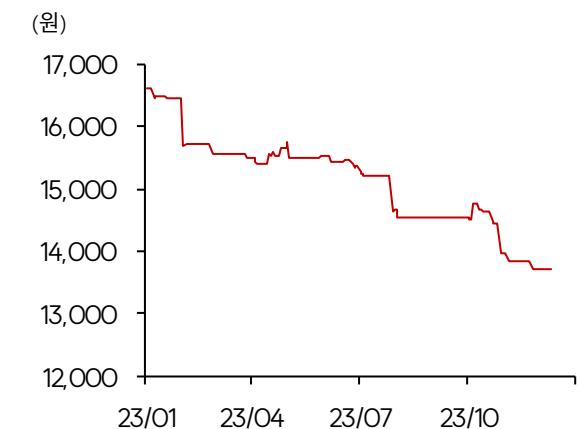
자료 : Golden Gate Weather Service, SK 증권

F&F '23년 EPS 컨센서스



자료 : Quantwise, SK 증권

F&F '24년 EPS 컨센서스

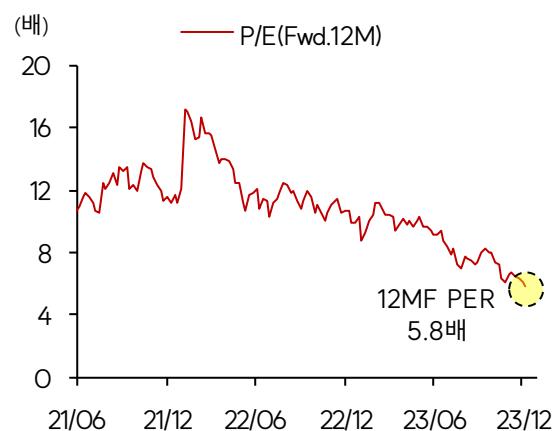


자료 : Quantwise, SK 증권

## 2. 밸류에이션 멀티플 역사적 바닥권

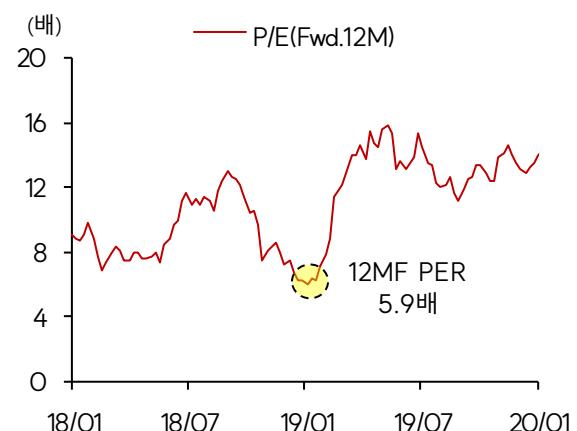
최근 F&F 의 밸류에이션 멀티플은 12 개월 선행 PER 기준 5.8 배를 기록하며 과거 10 년 역사상 최저점을 기록했다. 당사는 현재 멀티플 수준이 주가가 바닥권에 근접 했다는 시그널로 분석하는데, 직전 멀티플의 바닥을 형성했던 2019년 초에도 12 개월 선행 PER 5.9 배 수준에서 주가의 바닥이 나왔기 때문이다.

F&amp;F 12MF PER 추이 ('21 ~ 현재)



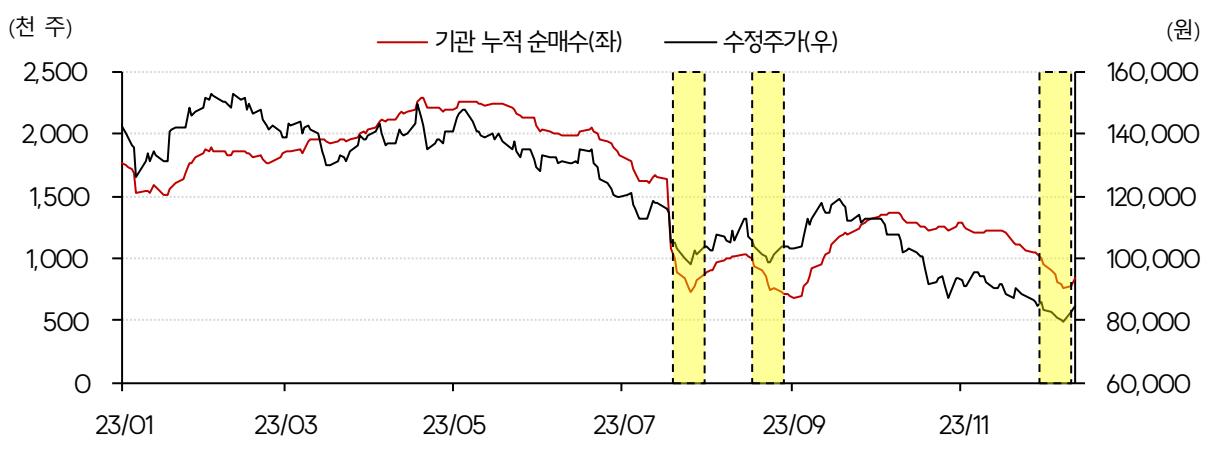
자료 : Quantwise, SK 증권

F&amp;F 12MF PER 추이 ('18 ~ '19)



자료 : Quantwise, SK 증권

F&amp;F 기관 누적 순매수 수량



자료 : Quantwise, SK 증권

단순히 현재 멀티풀이 당시와 유사하다는 것뿐만 아니라, F&F에 대한 시장의 우려 섞인 시선의 근원지도 당시와 지금이 닮아 있다. 2019년 당시 주가 하락의 핵심적인 이유는 '성장의 지속가능성에 대한 우려'였다. MLB는 면세 채널을 통해 매출 성장이 잘 나왔으나, 디스커버리 브랜드 연간 매출액이 3,000억원을 넘어서면서 내수 브랜드로서의 한계가 부각되었다.

지금의 주가 하락 이유도 당시와 비슷하다고 분석하는데, 펀더멘탈과 센티먼트 요인 모두가 영향을 줬다고 본다. 펀더멘탈은 1) 내수 업황 부진으로 인한 MLB와 디스커버리 매출 부진, 2) MLB 중국 성장을 문화의 영향이 있었고, 센티먼트는 중국 부동산과 경제에 대한 우려가 작용했다고 본다.

결국 두 주가 하락 시점에서의 핵심은 '성장의 지속성에 대한 불안'이 주가의 하방 압력으로 작용했다는 점이다. 유사한 논리에 밸류에이션 멀티풀도 유사한 수준까지 떨어졌다. 주가가 바닥권에 근접했다고 보는 근거 중 하나다.

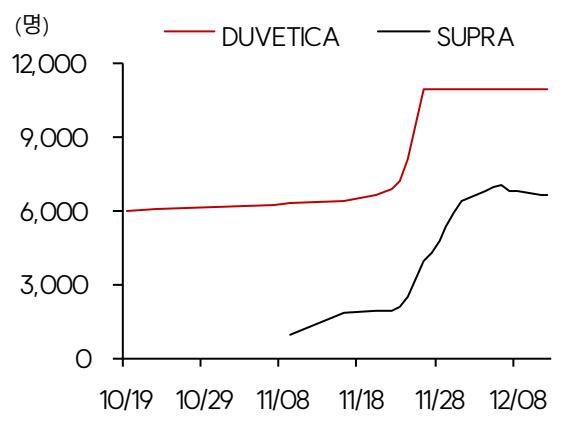
### 3. Duvetica 와 Supra 는 $+\alpha$

'19년에 동사의 주가는 바닥이었던 18,250 원에서 3개월만에 32,700 원까지 회복했다. 주가의 업사이드를 만들었던 건 MLB 의 중국 라이선스 계약 체결 소식과, 이에 따른 중국 직진출 모멘텀이었다. 기존에 없던 새로운 스토리가 구체화될 때 주가의 업사이드가 강하게 만들어졌다.

F&F는 각각 '18년, '21년에 인수한 'Duvetica'와 'Supra' 두 브랜드를 올해 하반기에 중국에 진출시켜 차기 성장 동력을 준비해오고 있다. Duvetica 의 인수 금액이 92억 원, Supra 가 84억 원으로 두 브랜드 모두 글로벌 인지도가 낮은 브랜드이나, F&F 가 본래 브랜드 육성에 강점이 있는 기업이라는 점에서 브랜드 인지도는 문제 가 아니라고 판단한다.

올해 하반기에 중국 내 매장 오픈과 함께 동사는 웨이보, 더우인 등의 채널을 통해 왕홍(중국 인플루언서)을 활용한 마케팅을 지속하고 있다. 그에 따른 성과도 일부 확인되고 있는데, 두 브랜드의 중국 웨이보, 더우인 계정의 팔로워 수는 꾸준한 증가 추세를 보이고 있다.

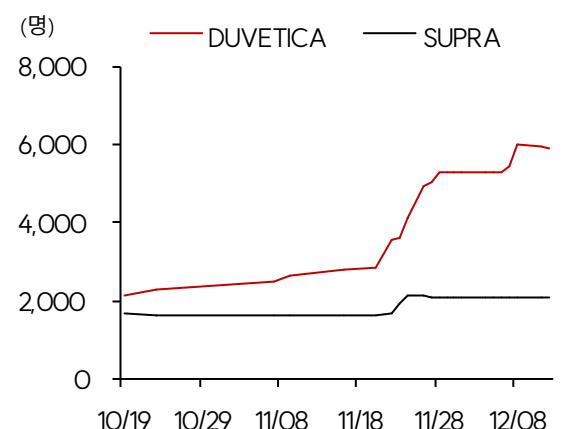
중국 Weibo 계정 팔로워 수



자료 : Weibo, SK 증권

주: DUVETICA 의 경우 시스템상 1,000 의 자릿수 까지만 집계됨

중국 Douyin 계정 팔로워 수



자료 : Douyin, SK 증권

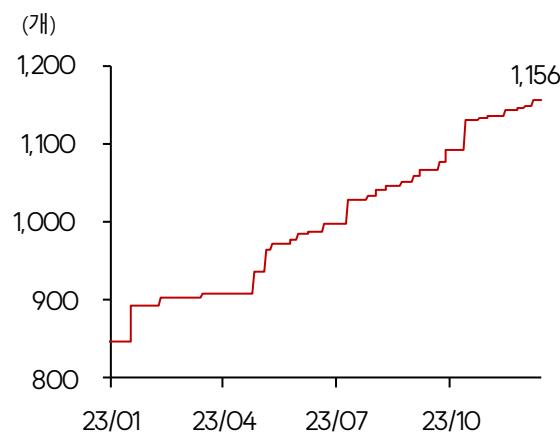
다만 아직까지 중국에서의 흥행 여부를 판단할 만한 단계는 아니다. 오프라인 매장 수가 Duvetica 12 개, Supra 9 개로 아직 많이 부족하며, Tmall 등 온라인 시장에서의 인지도도 아직은 크지 않다. 따라서 신규 브랜드 모멘텀은 내년에 기대해봄직한  $+\alpha$  정도로 판단하며, 향후 주가의 업사이드를 만들 수 있는 모멘텀인 만큼 지속적으로 팔로우업할 필요가 있겠다.

## 수프라, 듀베티카 중국 출점 현황

브랜드	매장 명	지역
Supra	SP 厦门万象城店	厦門
	SP 哈尔滨远大店	하얼빈
	SP 大连罗斯福店	다롄
	SP 上海世茂广场	상하이
	SP 重庆时代天街C馆店	충칭
	SP 上海新天地店	상하이
	SP 太原龙城万达店	타이위안
	SP 合肥之心城店	허페이
	SP 福州东二环泰禾店	푸저우
Duvetica	DV 上海环球港店	상하이
	DV 杭州IN77店	杭저우
	DV 太原茂业天地店	타이위안
	DV 哈尔滨远大南岗店	하얼빈
	DV 南京德基店	난징
	DV 苏州中心店	쑤저우
	DV 重庆万象城店	충칭
	DV 上海浦东嘉里城店	상하이
	DV 长春万象城店	창춘
	DV 杭州武林银泰店	杭저우
	DV 青岛万象城店	칭다오
	DV 西安赛格国际购物中心店	시안

자료: F&amp;F China, SK 증권

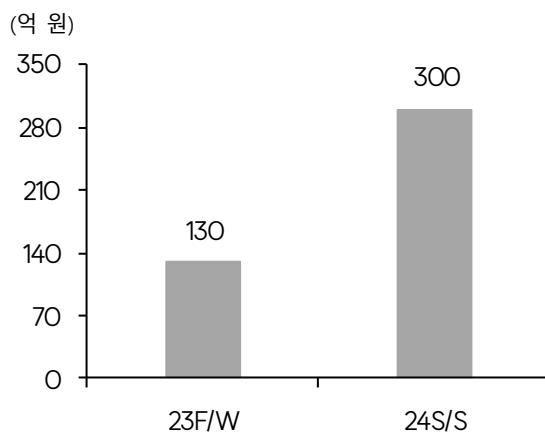
## MLB 중국 매장 수 추이



자료 : F&amp;F China, SK 증권

주: 오픈 예정 매장이 포함되어 있으며 팝업 매장 제외

## Supra 중국 시즌 별 중국 수주 금액



자료 : F&amp;F, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	388	601	837	829	1,083
현금및현금성자산	15	102	285	140	253
매출채권 및 기타채권	118	161	174	206	249
재고자산	242	297	322	373	421
<b>비유동자산</b>	752	969	1,129	1,608	1,841
장기금융자산	19	9	16	40	81
유형자산	72	77	84	316	257
무형자산	17	133	183	179	176
<b>자산총계</b>	1,140	1,570	1,966	2,437	2,925
<b>유동부채</b>	564	576	542	541	498
단기금융부채	241	234	245	221	188
매입채무 및 기타채무	156	150	154	168	172
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	35	51	65	57	57
장기금융부채	30	27	38	33	30
장기매입채무 및 기타채무	5	4	6	6	6
장기충당부채	0	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	599	627	607	599	555
<b>지배주주지분</b>	541	921	1,326	1,804	2,333
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	317	317	317
기타자본구성요소	-4	-19	-19	-19	-19
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	226	625	1,024	1,502	2,031
비지배주주지분	0	22	32	34	37
<b>자본총계</b>	541	943	1,358	1,838	2,370
<b>부채와자본총계</b>	1,140	1,570	1,966	2,437	2,925

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	296	342	413	710	649
당기순이익(순실)	226	443	463	544	603
비현금성항목등	137	171	169	367	321
유형자산감가상각비	27	49	66	218	150
무형자산상각비	1	32	-1	12	12
기타	109	90	104	137	158
운전자본감소(증가)	-39	-139	-64	-62	-117
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-23	-4	-33	-43
재고자산의감소(증가)	-98	-57	3	-52	-48
매입채무및기타채무의증가(감소)	74	-20	-59	14	4
기타	24	-39	-3	8	-31
법인세납부	-29	-132	-154	-159	-178
<b>투자활동현금흐름</b>	-567	-133	-118	-735	-449
금융자산의감소(증가)	21	-10	-1	-27	-52
유형자산의감소(증가)	-12	-18	-35	-450	-91
무형자산의감소(증가)	-5	-11	-50	-7	-10
기타	571	-95	-32	-251	-296
<b>재무활동현금흐름</b>	157	-104	-114	-95	-107
단기금융부채의증가(감소)	185	-15	9	-25	-33
장기금융부채의증가(감소)	-23	-36	-54	-5	-3
자본의증가(감소)	318	0	3	0	0
배당금지급	0	-42	-61	-65	-71
기타	-322	-10	-12	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-115	87	183	-145	113
기초현금	129	15	102	285	140
기말현금	15	102	285	140	253
FCF	284	324	378	260	558

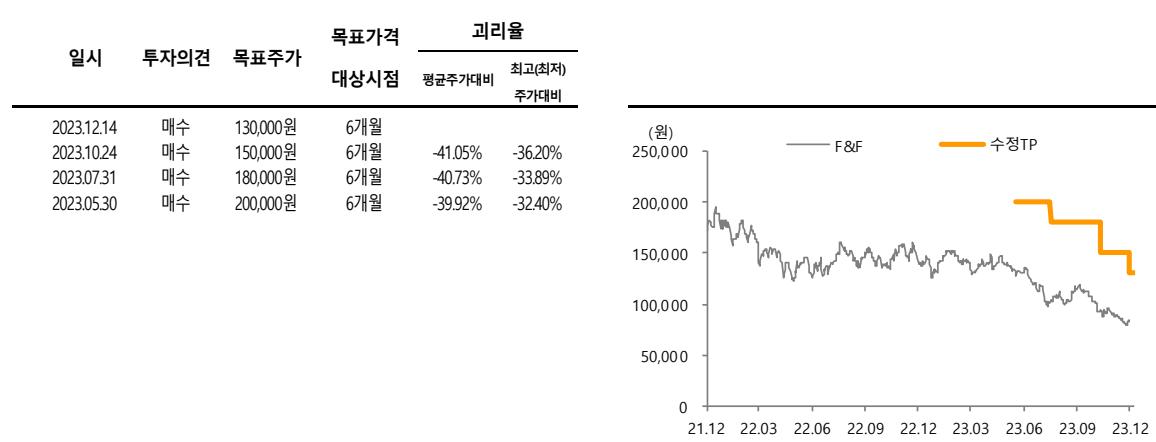
자료 : F&amp;F, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	1,089	1,809	2,000	2,281	2,527
<b>매출원가</b>	293	533	608	650	715
<b>매출총이익</b>	796	1,276	1,392	1,631	1,812
매출총이익률(%)	73.1	70.6	69.6	71.5	71.7
<b>판매비와 관리비</b>	474	751	806	940	1,041
<b>영업이익</b>	323	525	586	691	771
영업이익률(%)	29.6	29.0	29.3	30.3	30.5
<b>비영업손익</b>	-8	80	11	13	10
순금융손익	-3	-8	-6	11	11
외환관련손익	4	-3	6	5	5
관계기업등 투자손익	-9	89	10	-3	-6
<b>세전계속사업이익</b>	314	605	597	704	780
세전계속사업이익률(%)	28.9	33.5	29.9	30.9	30.9
<b>계속사업법인세</b>	89	163	135	159	178
<b>계속사업이익</b>	226	443	463	544	603
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	226	443	463	544	603
순이익률(%)	20.7	24.5	23.1	23.9	23.8
지배주주	226	442	461	542	600
지배주주귀속 순이익률(%)	20.7	24.4	23.1	23.8	23.8
비지배주주	0	1	2	2	2
총포괄이익	227	439	465	544	603
지배주주	227	438	463	541	599
비지배주주	0	1	2	3	3
<b>EBITDA</b>	351	605	651	921	933

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-	66.1	10.5	14.1	10.8
영업이익	N/A	62.7	11.7	17.9	11.5
세전계속사업이익	N/A	92.5	-1.3	17.8	10.9
EBITDA	N/A	72.4	7.6	41.5	1.3
EPS	N/A	95.7	4.3	17.6	10.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	19.8	32.7	26.2	24.7	22.5
ROE	41.7	60.4	41.0	34.6	29.0
EBITDA마진	32.2	33.5	32.6	40.4	36.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	68.9	104.4	154.4	153.1	217.6
부채비율	110.7	66.5	44.7	32.6	23.4
순차입금/자기자본	46.1	14.5	-1.8	4.8	-3.0
EBITDA/이자비용(배)	74.1	57.8	55.1	114.3	131.9
배당성향	18.6	13.8	14.1	13.0	12.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,893	11,532	12,033	14,153	15,666
BPS	14,224	24,554	35,125	47,586	61,410
CFPS	6,633	13,629	13,729	20,160	19,907
주당 현금배당금	1,100	1,600	1,700	1,850	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	32.1	12.5	6.9	5.9	5.3
PBR	13.3	5.9	2.4	1.8	1.4
PCR	28.5	10.6	6.1	4.1	4.2
EV/EBITDA	21.3	9.4	4.9	3.6	3.4
배당수익률	0.6	1.1	2.0	2.2	2.4



### Compliance Notice

작성자(형권호)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 14일 기준)

매수	93.92%	중립	6.08%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------