

F&F (383220/KS)

불안한 실적 흐름 지속

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 90,000 원(하향)

현재주가: 61,000 원

상승여력: 47.5%

Analyst
형권훈kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

| | |
|------------|-----------|
| 발행주식수 | 3,831 만주 |
| 시가총액 | 2,337 십억원 |
| 주요주주 | |
| F&F홀딩스(외9) | 62.27% |
| 브이아이피자산운용 | 6.65% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(24/07/26) | 61,000 원 |
| KOSPI | 2,731.90pt |
| 52주 최고가 | 119,000 원 |
| 52주 최저가 | 58,800 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 13 십억원 |

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 영업이익 시장 컨센서스 하회

동사의 2 분기 실적은 매출액 3,915 억 원(-3.5% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 918억 원(-16.6%, OPM23.5%) 기록하며 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회했다. 부문별 매출 성장률은 MLB 중국만이 전년 동기 대비 성장한 +10.3%를 기록했다. 2 분기 말 중국 오프라인 매장 수는 1,095 개로 전분기 말 대비 9 개 감소했으나, 전년 동기 대비해서는 130 개(+13.5%) 증가했다. MLB 국내 부문은 타이쿱 매출을 의도적으로 줄이면서 면세 채널과 비면세 채널 매출이 각각 15.1%, 15.5% 감소했다. 디스커버리는 매출액 1.0% 감소해 부진한 내수 의류 소비의 환경 속에서도 잘 방어해 매출 기준 국내 아웃도어 2 위 브랜드로서의 입지를 지켜냈다. 영업이익률은 전년 동기 대비 3.6%p 감소했는데, 국내 부문의 매출이 부진함에 따라 수익성이 감소한 영향과, 유무형 자산 상각비가 증가했기 때문이다.

성장 모멘텀 부재

MLB 중국의 성장률이 감소하고 있고, MLB 국내 부문도 부진한 실적을 이어가고 있다. 그나마 디스커버리가 국내 의류 산업 내에서 아웃퍼폼 중이지만 매출액은 전년 동기 대비 감소했다. MLB 중국 부문 매출이 나홀로 성장을 이어가고는 있지만, 동사는 올해 연말 기준 목표 매장 수를 기존 1,200 개에서 1,100 개(전년 동기 대비 Flat)로 수정하여 제시했다. 이에 따라 당사의 MLB 중국 매출액 추정치를 기존 9,370 억 원 대비 8,970 억 원으로 하향 조정했다.

목표주가 하향

동사의 밸류에이션 멀티플은 분할 전 기준으로 역사적 저점에 위치해 디레이팅 받고 있다. 국내 부문 실적 감소와, 지속가능한 성장 모멘텀 부재가 가장 큰 원인일 것이다. 하반기에는 내수 소비 약세 영향이 상반기 대비 완화되면서 국내 부문 실적이 상반기 대비 개선될 것으로 전망하나, 브랜드력 약화와, 중국에서의 성장률 하락에 대한 우려가 해소되기 전까지 보수적인 관점에서 접근하길 추천한다. F&F 목표주가를 기존 101,000 원에서 90,000 원으로 하향하며, 투자 의견은 '매수'를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 1,089 | 1,809 | 1,978 | 2,023 | 2,100 | 2,297 |
| 영업이익 | 십억원 | 323 | 525 | 552 | 523 | 549 | 600 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 226 | 442 | 425 | 413 | 441 | 477 |
| EPS | 원 | 5,893 | 11,532 | 11,096 | 10,783 | 11,520 | 12,452 |
| PER | 배 | 32.1 | 12.5 | 8.0 | 5.7 | 5.3 | 4.9 |
| PBR | 배 | 13.3 | 5.9 | 2.6 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 21.3 | 9.4 | 5.5 | 3.5 | 3.7 | 3.0 |
| ROE | % | 41.7 | 60.4 | 38.4 | 28.2 | 24.2 | 21.5 |

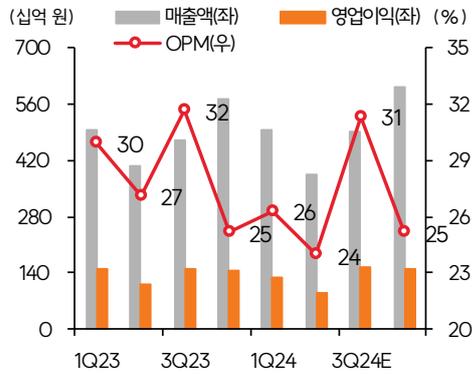
| F&F 부문별 실적 추정치 | | | | | | | | | | (단위: 십억 원, %) | | |
|----------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | '22 | '23 | '24E | '25E |
| 매출액 | 497 | 405 | 469 | 573 | 495 | 383 | 494 | 603 | 1,809 | 1,944 | 2,023 | 2,100 |
| YoY (%) | 13.7 | 9.2 | 6.2 | 2.4 | -0.5 | -5.5 | 5.4 | 5.3 | 22.1 | 7.5 | 4.1 | 3.8 |
| QoQ (%) | -11.1 | -18.4 | 15.7 | 22.0 | -13.6 | -22.5 | 29.0 | 22.0 | - | - | - | - |
| MLB 한국 | 152 | 132 | 102 | 136 | 111 | 110 | 87 | 121 | 603 | 521 | 430 | 442 |
| 성인 | 122 | 109 | 87 | 111 | 91 | 92 | 72 | 96 | 515 | 428 | 351 | 362 |
| 성인 면세 | 42 | 39 | 31 | 45 | 36 | 33 | 25 | 36 | 238 | 157 | 130 | 137 |
| 성인 비면세 | 80 | 70 | 56 | 66 | 55 | 59 | 47 | 60 | 276 | 272 | 221 | 225 |
| 아동 | 30 | 23 | 15 | 25 | 21 | 18 | 15 | 25 | 88 | 93 | 79 | 80 |
| MLB 중국 | 208 | 140 | 261 | 205 | 239 | 155 | 283 | 220 | 581 | 813 | 897 | 970 |
| MLB 홍콩 | 19 | 19 | 18 | 21 | 22 | 17 | 16 | 19 | 51 | 77 | 74 | 82 |
| 디스커버리 | 111 | 88 | 70 | 195 | 107 | 87 | 69 | 208 | 492 | 465 | 472 | 481 |
| 기타 | 7 | 26 | 19 | 16 | 15 | 14 | 40 | 33 | 76 | 68 | 103 | 125 |
| 매출총이익 | 358 | 284 | 330 | 388 | 333 | 271 | 340 | 412 | 1,276 | 1,361 | 1,356 | 1,418 |
| GPM (%) | 72.0 | 70.1 | 70.4 | 67.8 | 67.2 | 70.8 | 68.7 | 68.3 | 70.6 | 70.0 | 67.0 | 67.5 |
| 영업이익 | 149 | 110 | 149 | 144 | 130 | 92 | 155 | 152 | 525 | 551 | 529 | 559 |
| OPM (%) | 29.9 | 27.1 | 31.7 | 25.2 | 26.3 | 24.0 | 31.4 | 25.2 | 29.0 | 28.4 | 26.1 | 26.6 |
| YoY (%) | 9.0 | 15.9 | 7.4 | -7.1 | -12.5 | -16.6 | 4.4 | 5.4 | 62.7 | 5.1 | -4.1 | 5.8 |
| QoQ (%) | -4.0 | -26.0 | 34.9 | -3.0 | -9.6 | -29.5 | 68.9 | -2.1 | - | - | - | - |

자료: F&F, SK 증권 추정

| F&F 목표주가 산정 로직 | | | | |
|---------------------|------|-----|------------|-----------------------------|
| 항목 | 단위 | 구분 | 내용 | 산식 |
| 12MF 지배주주순이익 | 십억 원 | (A) | 429.6 | |
| 상장주식 수 | 주 | (B) | 38,307,075 | |
| 12MF EPS | 원 | (C) | 11,213 | (A)/(B) |
| Peer Group 12MF PER | 배 | (D) | 11.5 | Anta, Li Ning의 12MF PER 평균치 |
| 멀티플 할인율 | % | (E) | 30 | |
| Target PER | 배 | (F) | 8.0 | |
| 목표주가 | 원 | (G) | 90,000 | (C)*(D) |
| 현재 주가 | 원 | (H) | 61,000 | |
| 주가 상승여력 | % | (I) | 47.5 | (G)/(H)-1 |

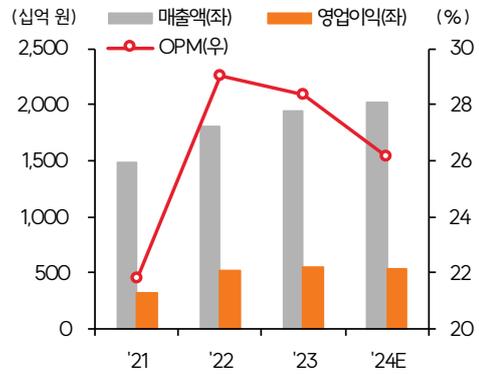
자료: SK 증권

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



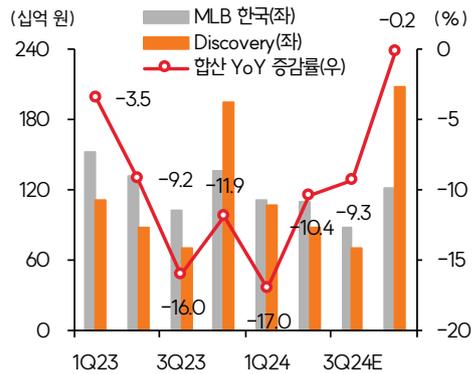
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



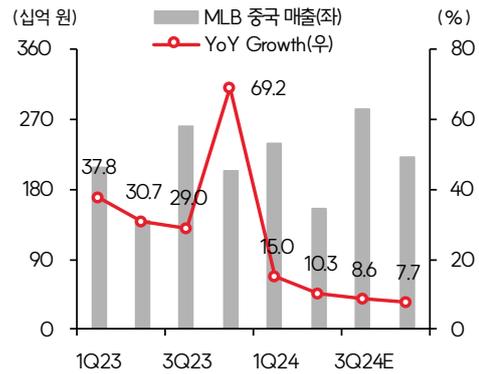
자료: F&F, SK 증권 추정

국내 부문 브랜드별 매출 추이 및 추정치



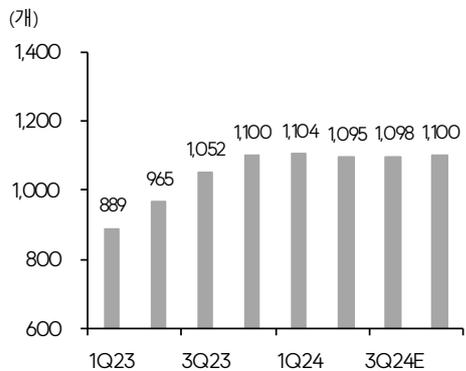
자료: F&F, SK 증권 추정

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



자료: F&F, SK 증권 추정

MLB 중국 매장 수 추이 및 추정치



자료: F&F, SK 증권 추정

무신사 플랫폼 월별 리뷰 수 YoY 증감률 추이



자료: SK 증권 집계

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 601 | 746 | 1,075 | 844 | 1,220 |
| 현금및현금성자산 | 102 | 220 | 509 | 204 | 521 |
| 매출채권 및 기타채권 | 161 | 148 | 152 | 174 | 190 |
| 재고자산 | 297 | 341 | 349 | 369 | 404 |
| 비유동자산 | 969 | 1,259 | 1,282 | 1,812 | 1,882 |
| 장기금융자산 | 9 | 20 | 20 | 81 | 81 |
| 유형자산 | 77 | 135 | 136 | 474 | 470 |
| 무형자산 | 133 | 178 | 185 | 187 | 188 |
| 자산총계 | 1,570 | 2,005 | 2,357 | 2,656 | 3,102 |
| 유동부채 | 576 | 487 | 496 | 420 | 451 |
| 단기금융부채 | 234 | 86 | 88 | 75 | 82 |
| 매입채무 및 기타채무 | 150 | 199 | 204 | 201 | 219 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 51 | 201 | 195 | 193 | 195 |
| 장기금융부채 | 27 | 173 | 173 | 170 | 170 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 4 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 장기충당부채 | 1 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 부채총계 | 627 | 687 | 691 | 613 | 647 |
| 지배주주지분 | 921 | 1,291 | 1,639 | 2,016 | 2,428 |
| 자본금 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 314 | 318 | 318 | 318 | 318 |
| 기타자본구성요소 | -19 | -19 | -19 | -19 | -19 |
| 자기주식 | -19 | -19 | -19 | -19 | -19 |
| 이익잉여금 | 625 | 988 | 1,336 | 1,713 | 2,126 |
| 비지배주주지분 | 22 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 자본총계 | 943 | 1,318 | 1,666 | 2,043 | 2,455 |
| 부채외자본총계 | 1,570 | 2,005 | 2,357 | 2,656 | 3,102 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 369 | 477 | 483 | 435 | 538 |
| 당기순이익(손실) | 443 | 425 | 413 | 441 | 477 |
| 비현금성항목등 | 171 | 205 | 174 | 186 | 201 |
| 유형자산감가상각비 | 49 | 67 | 67 | 75 | 75 |
| 무형자산상각비 | 32 | 7 | 8 | 13 | 13 |
| 기타 | 90 | 132 | 100 | 97 | 113 |
| 운전자본감소(증가) | -114 | -13 | -4 | -111 | -27 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -23 | 14 | -3 | -22 | -16 |
| 재고자산의감소(증가) | -57 | -19 | -8 | -20 | -35 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -20 | -22 | 4 | -3 | 19 |
| 기타 | -262 | -284 | -246 | -208 | -274 |
| 법인세납부 | -132 | -144 | -146 | -127 | -161 |
| 투자활동현금흐름 | -171 | -100 | -97 | -705 | -161 |
| 금융자산의감소(증가) | -10 | -6 | -0 | -69 | -3 |
| 유형자산의감소(증가) | -18 | -23 | -67 | -414 | -70 |
| 무형자산의감소(증가) | -36 | -51 | -15 | -15 | -15 |
| 기타 | -107 | -21 | -14 | -207 | -73 |
| 재무활동현금흐름 | -109 | -261 | -63 | -81 | -57 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -15 | -165 | 2 | -13 | 7 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -36 | -47 | 0 | -3 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -42 | -61 | -65 | -64 | -64 |
| 기타 | -15 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 87 | 118 | 289 | -304 | 316 |
| 기초현금 | 15 | 102 | 220 | 509 | 205 |
| 기말현금 | 102 | 220 | 509 | 205 | 521 |
| FCF | 351 | 454 | 416 | 22 | 468 |

자료 : F&F, SK증권 추정

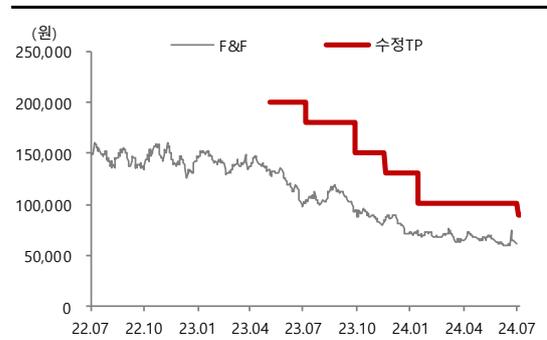
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,809 | 1,978 | 2,023 | 2,100 | 2,297 |
| 매출원가 | 533 | 632 | 668 | 682 | 746 |
| 매출총이익 | 1,276 | 1,346 | 1,356 | 1,418 | 1,550 |
| 매출총이익률(%) | 70.6 | 68.0 | 67.0 | 67.5 | 67.5 |
| 판매비와 관리비 | 751 | 794 | 833 | 869 | 950 |
| 영업이익 | 525 | 552 | 523 | 549 | 600 |
| 영업이익률(%) | 29.0 | 27.9 | 25.8 | 26.1 | 26.1 |
| 비영업손익 | 80 | 3 | 37 | 20 | 38 |
| 순금융손익 | -8 | -6 | 36 | 36 | 38 |
| 외환관련손익 | -3 | 4 | 0 | -11 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 89 | 8 | 0 | -6 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 605 | 555 | 559 | 568 | 638 |
| 세전계속사업이익률(%) | 33.5 | 28.0 | 27.6 | 27.1 | 27.8 |
| 계속사업법인세 | 163 | 130 | 146 | 127 | 161 |
| 계속사업이익 | 443 | 425 | 413 | 441 | 477 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 443 | 425 | 413 | 441 | 477 |
| 순이익률(%) | 24.5 | 21.5 | 20.4 | 21.0 | 20.8 |
| 지배주주 | 442 | 425 | 413 | 441 | 477 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 24.4 | 21.5 | 20.4 | 21.0 | 20.8 |
| 비지배주주 | 1 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 총포괄이익 | 439 | 424 | 413 | 441 | 477 |
| 지배주주 | 438 | 426 | 415 | 443 | 479 |
| 비지배주주 | 1 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| EBITDA | 605 | 626 | 597 | 637 | 688 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 66.1 | 9.4 | 2.3 | 3.8 | 9.4 |
| 영업이익 | 62.7 | 5.1 | -5.3 | 4.9 | 9.4 |
| 세전계속사업이익 | 92.5 | -8.3 | 0.8 | 1.6 | 12.3 |
| EBITDA | 72.4 | 3.4 | -4.6 | 6.7 | 8.1 |
| EPS | 95.7 | -3.8 | -2.8 | 6.8 | 8.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 32.7 | 23.8 | 18.9 | 17.6 | 16.6 |
| ROE | 60.4 | 38.4 | 28.2 | 24.2 | 21.5 |
| EBITDA마진 | 33.5 | 31.6 | 29.5 | 30.3 | 30.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 104.4 | 153.2 | 216.9 | 200.9 | 270.4 |
| 부채비율 | 66.5 | 52.2 | 41.5 | 30.0 | 26.3 |
| 순차입금/자기자본 | 14.5 | 1.3 | -16.2 | 0.5 | -12.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | 57.8 | 54.2 | 65.6 | 71.9 | 79.2 |
| 배당성향 | 13.8 | 15.3 | 15.6 | 14.6 | 13.5 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 11,532 | 11,096 | 10,783 | 11,520 | 12,452 |
| BPS | 24,554 | 34,188 | 43,278 | 53,119 | 63,893 |
| CFPS | 13,629 | 13,024 | 12,719 | 13,822 | 14,757 |
| 주당 현금배당금 | 1,600 | 1,700 | 1,700 | 1,700 | 1,700 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 12.5 | 8.0 | 5.7 | 5.3 | 4.9 |
| PBR | 5.9 | 2.6 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| PCR | 10.6 | 6.8 | 4.8 | 4.4 | 4.1 |
| EV/EBITDA | 9.4 | 5.5 | 3.5 | 3.7 | 3.0 |
| 배당수익률 | 1.1 | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2024.07.29 | 매수 | 90,000원 | 6개월 | | |
| 2024.02.08 | 매수 | 101,000원 | 6개월 | -33.84% | -24.26% |
| 2023.12.14 | 매수 | 130,000원 | 6개월 | -39.59% | -31.38% |
| 2023.10.24 | 매수 | 150,000원 | 6개월 | -41.05% | -36.20% |
| 2023.07.31 | 매수 | 180,000원 | 6개월 | -40.73% | -33.89% |
| 2023.05.30 | 매수 | 200,000원 | 6개월 | -39.92% | -32.40% |



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 29일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.91% | 중립 | 3.09% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|