

F&F (383220/KS)

부진한 업황에 둔감해지는 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 84,000 원(유지)

현재주가: 62,200 원

상승여력: 35.0%



Analyst
형권훈

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

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,383 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.82%
브이아이피자산운용	6.65%

Stock Data

주가(25/01/15)	62,200 원
KOSPI	2,496.81pt
52주 최고가	76,500 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Preview: 영업이익 시장 컨센서스 하회 예상

동사의 4 분기 실적은 매출액 5,390 억 원(-7.6% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,086 억 원(-24.6%, OPM 20.1%) 기록해 시장 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 국내 부문의 실적이 부진할 것으로 예상하는데, 내수 소비가 부진한 가운데 올 겨울 따뜻한 기온이 지속되며 아우터 판매가 부진했던 업황의 영향을 받을 것으로 본다. MLB 면세 매출도 타이쿱 의존도 축소와 면세점 업황 부진의 영향을 받아 부진했을 것이다. 전년 동기 대비 매출액 증감을 디스커버리 -10.7%, MLB 비면세 -19.8%, MLB 면세 -26.7%로 추정한다. MLB 중국 매출은 점포 수 순증 효과가 없었고, 중국 소비 경기가 부진한 상황에도 3.1% 성장한 것으로 추정하는데, 중국 정부의 소비 부양에 따른 일시적 소비 회복(10 월 의류 소매판매 11.5% 성장)과 위안화 환율 강세(+6.2%) 효과를 반영해 추정했다. 디스커버리 중국 매장은 현 시점 기준 7 개로 파악하는데, 진출 초기이고, 매장 수가 적어 4 분기 매출 기여도는 낮았을 것으로 본다.

반등의 재료를 찾는다면?

동사의 주가가 작년에 부진한 흐름을 보였는데, 그 배경에는 ① 국내 점유율 하락 우려, ② 내수 소비 부진, ③ 중국 소비 경기 부진, ④ 가시적인 해외 성장 모멘텀의 부재가 복합적으로 작용한 것으로 분석한다. 이러한 우려가 아직 해소 되진 않았지만, 동사의 밸류에이션 멀티플은 12MF PER 6 배 수준에 형성되어 있어 인적분할 전 시점까지 고려해도 역사적 저점에 근접했다. 밸류에이션 부담이 크게 낮아진 만큼 호재에 민감하게 반응할 수 있다고 본다. 올해 기대해볼 만한 모멘텀은 중국 소비 경기와 해외 성장 모멘텀 부분이 될 것으로 전망한다. 중국 경기에 대한 우려는 이미 주가에 충분히 반영됐기 때문에 오히려 중국 정부의 부양책에 대한 기대감이 주가에 반영될 만한 하다고 판단한다. 여기에 더해 동사는 디스커버리 중국 매장 수를 올해 100 개까지 확대하는 것을 목표로 하고 있어 이를 통한 추가 성장 모멘텀 확보도 기대해볼 만하다.

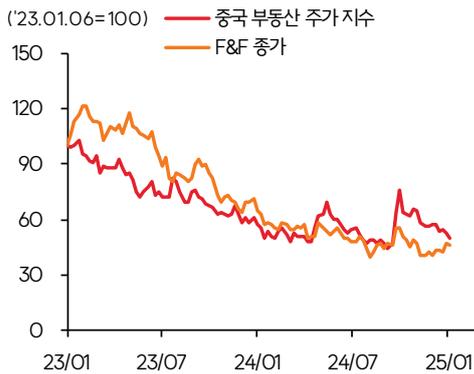
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,089	1,809	1,978	1,889	1,903	2,007
영업이익	십억원	323	525	552	439	441	498
순이익(지배주주)	십억원	226	442	425	339	347	384
EPS	원	5,893	11,532	11,096	8,838	9,067	10,022
PER	배	32.1	12.5	8.0	6.1	6.9	6.2
PBR	배	13.3	5.9	2.6	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	21.3	9.4	5.5	4.2	4.4	3.8
ROE	%	41.7	60.4	38.4	23.7	20.4	19.1

F&F 부문별 실적 추정치										(단위: 십억 원, %)		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	'24E	'25E	
매출액	507	391	451	539	512	387	457	547	1,979	1,889	1,903	
YoY (%)	2.0	-3.5	-8.5	-7.6	0.9	-1.1	1.3	1.6	9.4	-4.5	0.8	
QoQ (%)	-13.1	-22.8	15.2	19.5	-5.1	-24.3	18.0	19.8	-	-	-	
MLB 한국	111	109	85	108	103	103	80	103	521	414	388	
성인	91	92	71	86	82	85	66	80	428	339	313	
성인 면세	36	33	25	33	32	30	23	30	157	126	115	
성인 비면세	55	58	46	53	50	55	43	50	272	213	198	
아동	21	18	14	22	20	18	14	23	93	75	75	
MLB 중국	239	155	250	211	248	157	261	210	813	855	876	
MLB 홍콩	22	17	16	19	23	18	17	21	77	74	78	
디스커버리	107	87	63	174	103	86	61	181	465	431	431	
기타	28	23	37	26	34	23	34	29	125	69	73	
영업이익	130	92	108	109	124	83	115	119	551	439	441	
OPM (%)	25.7	23.5	24.0	20.1	24.2	21.5	25.1	21.8	27.9	23.2	23.2	
YoY (%)	-12.5	-16.6	-27.1	-24.6	-4.8	-9.1	5.8	10.1	5.1	-20.4	0.6	
QoQ (%)	-9.6	-29.5	18.0	0.2	14.2	-32.7	37.4	4.3	-	-	-	

자료: F&F, SK 증권 추정

중국 부동산 주가 지수 vs. F&F 증가 비교



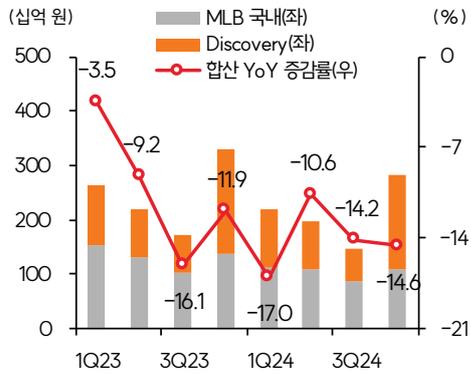
자료: Bloomberg, SK 증권

F&F 12MF 과거 추이



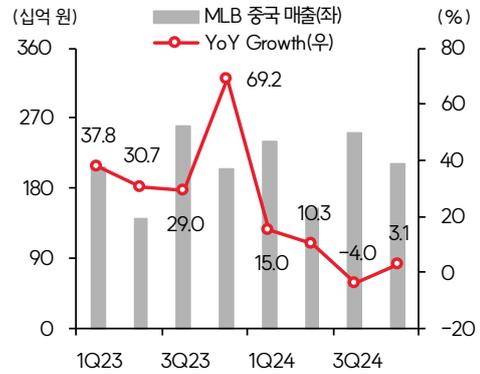
자료: Quantwise, SK 증권

F&F 국내 부문 매출 추이 및 추정치



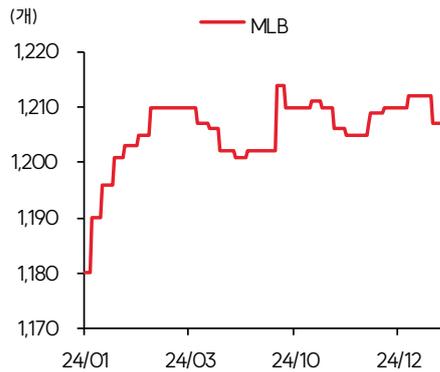
자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 부문 매출 추이 및 추정치



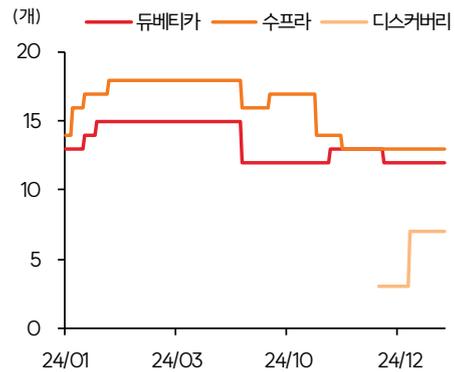
자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 매장 수 추정치 추이



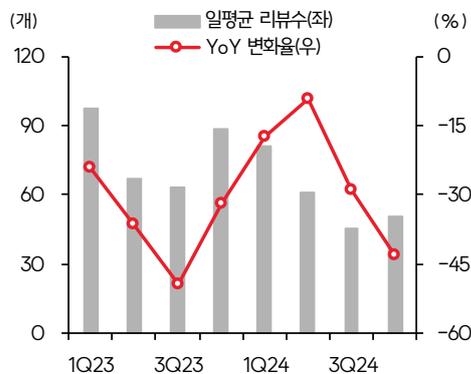
자료: F&F China 홈페이지, SK 증권

기타 브랜드 중국 매장 수 추정치 추이



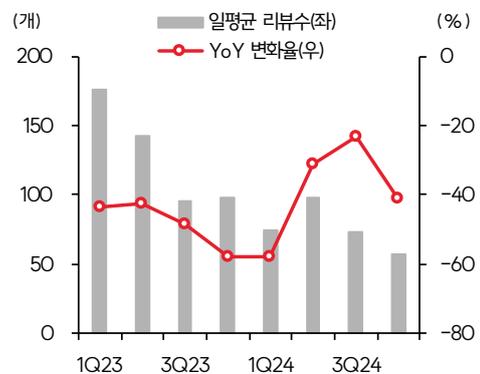
자료: F&F China 홈페이지, SK 증권

'디스커버리' 무신사 일평균 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK 증권

'MLB' 무신사 일평균 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	601	746	698	764	866
현금및현금성자산	102	220	169	180	250
매출채권 및 기타채권	161	148	142	159	167
재고자산	297	341	326	335	353
비유동자산	969	1,259	1,538	1,674	1,885
장기금융자산	9	20	31	41	181
유형자산	77	135	430	432	462
무형자산	133	178	180	182	184
자산총계	1,570	2,005	2,237	2,438	2,751
유동부채	576	487	469	402	408
단기금융부채	234	86	82	70	63
매입채무 및 기타채무	150	199	190	187	197
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	201	177	161	148
장기금융부채	27	173	156	140	126
장기매입채무 및 기타채무	4	6	6	6	6
장기충당부채	1	3	3	3	3
부채총계	627	687	645	563	556
지배주주지분	921	1,291	1,564	1,848	2,168
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	1,262	1,545	1,865
비지배주주지분	22	27	27	27	27
자본총계	943	1,318	1,591	1,875	2,195
부채외자본총계	1,570	2,005	2,237	2,438	2,751

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	369	477	416	350	443
당기순이익(손실)	443	425	339	347	384
비현금성항목등	171	205	146	161	158
유형자산감가상각비	49	67	67	75	75
무형자산상각비	32	7	7	13	13
기타	90	132	72	73	70
운전자본감소(증가)	-114	-13	8	-87	-14
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	14	7	-17	-9
재고자산의감소(증가)	-57	-19	16	-9	-18
매입채무및기타채무의증가(감소)	-20	-22	-9	-3	10
기타	-262	-284	-180	-169	-203
법인세납부	-132	-144	-103	-97	-117
투자활동현금흐름	-171	-100	-358	-243	-426
금융자산의감소(증가)	-10	-6	-9	-18	-142
유형자산의감소(증가)	-18	-23	-361	-77	-105
무형자산의감소(증가)	-36	-51	-10	-15	-15
기타	-107	-21	23	-133	-164
재무활동현금흐름	-109	-261	-86	-92	-85
단기금융부채의증가(감소)	-15	-165	-4	-12	-7
장기금융부채의증가(감소)	-36	-47	-17	-16	-14
자본의증가(감소)	0	4	0	0	0
배당금지급	-42	-61	-65	-64	-64
기타	-15	8	0	0	0
현금의 증가(감소)	87	118	-51	11	70
기초현금	15	102	220	169	180
기말현금	102	220	169	180	250
FCF	351	454	54	273	338

자료 : F&F, SK증권 추정

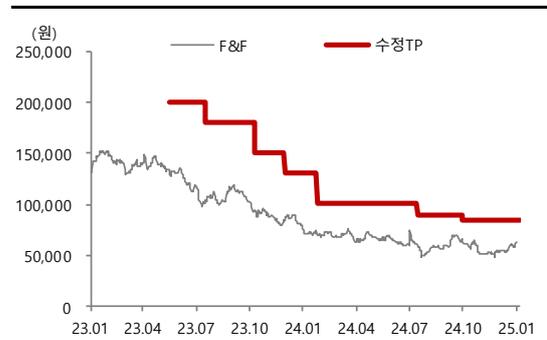
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,809	1,978	1,889	1,903	2,007
매출원가	533	632	656	651	666
매출총이익	1,276	1,346	1,232	1,253	1,341
매출총이익률(%)	70.6	68.0	65.2	65.8	66.8
판매비와 관리비	751	794	793	811	843
영업이익	525	552	439	441	498
영업이익률(%)	29.0	27.9	23.2	23.2	24.8
비영업손익	80	3	3	3	3
순금융손익	-8	-6	17	16	22
외환관련손익	-3	4	4	4	15
관계기업등 투자손익	89	8	0	-6	0
세전계속사업이익	605	555	442	445	501
세전계속사업이익률(%)	33.5	28.0	23.4	23.4	25.0
계속사업법인세	163	130	103	97	117
계속사업이익	443	425	339	347	384
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	339	347	384
순이익률(%)	24.5	21.5	17.9	18.2	19.1
지배주주	442	425	339	347	384
지배주주귀속 순이익률(%)	24.4	21.5	17.9	18.2	19.1
비지배주주	1	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	439	424	339	347	384
지배주주	438	426	340	349	386
비지배주주	1	-2	-2	-2	-2
EBITDA	605	626	513	529	586

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66.1	9.4	-4.5	0.8	5.4
영업이익	62.7	5.1	-20.5	0.6	12.8
세전계속사업이익	92.5	-8.3	-20.4	0.6	12.8
EBITDA	72.4	3.4	-18.0	3.2	10.7
EPS	95.7	-3.8	-20.4	2.6	10.5
수익성 (%)					
ROA	32.7	23.8	16.0	14.9	14.8
ROE	60.4	38.4	23.7	20.4	19.1
EBITDA마진	33.5	31.6	27.2	27.8	29.2
안정성 (%)					
유동비율	104.4	153.2	149.0	190.2	212.2
부채비율	66.5	52.2	40.6	30.0	25.4
순차입금/자기자본	14.5	1.3	3.0	0.0	-4.2
EBITDA/이자비용(배)	57.8	54.2	59.0	67.5	83.9
배당성향	13.8	15.3	18.9	18.4	16.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,532	11,096	8,838	9,067	10,022
BPS	24,554	34,188	41,333	48,732	57,086
CFPS	13,629	13,024	10,768	11,359	12,318
주당 현금배당금	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	12.5	8.0	6.1	6.9	6.2
PBR	5.9	2.6	1.3	1.3	1.1
PCR	10.6	6.8	5.0	5.5	5.0
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.2	4.4	3.8
배당수익률	1.1	1.9	3.1	2.8	2.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.15	매수	84,000원	6개월		
2024.07.29	매수	90,000원	6개월	-35.08%	-22.33%
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 (2025년 01월 16일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------