



F&F

| Bloomberg Code (383220 KS) | Reuters Code (383220.KS)

2023년 10월 4일

[섬유/의복]

박현진 연구위원
☎ 02-3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
☎ 02-3772-1575
✉ jieun.ju@shinhan.com

호재가 많아지는 시기



매수
(유지)



현재주가 (9월 27일)
113,000 원



목표주가
180,000 원 (유지)



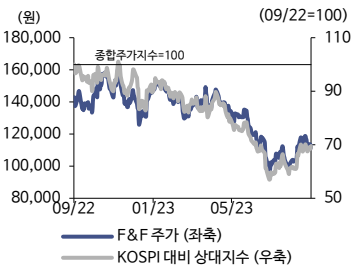
상승여력
59.3%

- ◆ 3Q23 내수 실적은 저조한 추세 유지, 중국 실적은 강세
- ◆ 중국 듀베티카 & 수프라, 한국 세르지오타키니 출점 시작
- ◆ 과하게 빠진 주가, 많아지는 호재에 업종 내 최선후주 유지



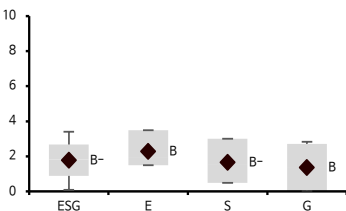
시가총액	4,328.7십억원
발행주식수	38.3백만주
유동주식수	15.0백만주(39.1%)
52주 최고가/최저가	161,000원/97,800원
일평균 거래량 (60일)	191,143주
일평균 거래액 (60일)	20,781백만원
외국인 지분율	12.86%
주요주주	
F&F홀딩스 외 9인	60.51%
국민연금공단	8.38%
절대수익률	
3개월	-7.5%
6개월	-16.9%
12개월	-22.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-3.1%
6개월	-18.8%
12개월	-30.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



내수 저조, 중국 강세 지속

3Q23 연결매출 5,494억원(+24% YoY), 영업이익 1,731억원(+25% YoY)으로 현 컨센서스를 소폭 상회하는 호실적이 예상된다. 내수는 2Q23에 이어서 3Q23에도 저조한 것으로 파악된다. 내수 매출이 대부분인 디스커버리 브랜드 월별 매출은 7월(-)보다 8월(+)이 좋았고, 9월은 백화점 소매판매가 부진했던 것으로 미루어 보아 전년 동월 대비 역성장을 나타냈을 것으로 보인다.

다만 중국 매출 비중이 높은 MLB브랜드 매출은 (+)성장했을 것으로 보이며, 특히 중국법인 매출이 2,767억원으로 전년 동기 대비 37% 증가했을 것으로 전망된다. 전년 동기 대비 위안화 가치 하락 추세를 감안하면 분기초 제시했던 사측 가이던스(39% YoY)보다 높게 보는 셈이다. 8월 말 기준 중국 MLB 매장수는 팝업매장 포함 1,007개(정규매장 985개)로 2Q23 대비 60개 이상 증가해 상반기보다 출점이 강해졌고, 현 추세라면 연초 목표 1,100개 매장을 초과할 것으로 예상된다.

중국 신규 브랜드 출점 시작, 엔터 사업 본격화

3Q23 중에 듀베티카와 수프라 브랜드가 출점을 본격화하면서 4Q23부터 매출 인식이 예상된다. 듀베티카와 수프라의 하반기 중국 점포 계획은 각각 23개(내년 2월까지), 25개(내년 200개)로 약 50여개 신규 출점이 대기하고 있으며, 3Q23 중에 2023년 F/W시즌 물량 매출 인식이 예상된다. 듀베티카의 F/W시즌 오더 규모는 270억원이고, 24년 S/S시즌 오더 규모도 유사하다. 수프라의 24년 S/S시즌 오더 규모는 300억원 수준으로 4Q23부터 소폭 매출 인식이 가능할 전망이다. 두 브랜드의 중국 매출이 올해 대략 60~90억원(월매출 4천만원 추정*매장수 50개*3개월) 수준이 될 것으로 예상하며, 2024년에 본격적으로 관련 매출 기여가 커질 전망이다.

이밖에도 세르지오타키니 브랜드의 국내 온/오프라인 출점이 예상된다. 또한 10월 빅토리콘텐츠 통해 방영 예정인 드라마와 11월 F&F엔터테인먼트 통해 전개되는 SBS 아이돌 육성 오디션 프로그램이 성장동력이 되어줄 수 있을지 관심이 모아진다.

과하게 빠진 주가, 저점 매수 기회

성장성 대비 주가 하락이 과도했으나 신성장동력을 만들어 나가는 추세다. 현 주가를 바닥으로 보기에 상당히 무난하다는 판단이다.

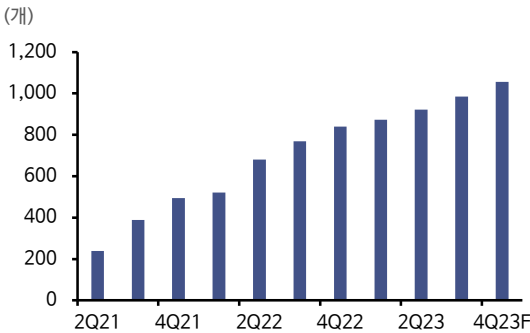
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,089.2	322.7	225.8	8,852	14,129	21.4	21.3	13.4	41.7	46.1
2022	1,808.9	524.9	441.8	11,532	24,055	12.5	9.4	6.0	60.4	14.5
2023F	2,147.9	648.7	531.5	13,874	35,639	8.1	5.8	3.2	46.5	(17.7)
2024F	2,566.2	813.5	660.4	17,240	50,283	6.6	4.2	2.2	40.1	(33.5)
2025F	3,117.9	991.0	800.6	20,899	67,598	5.4	3.1	1.7	35.5	(42.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 브랜드별, 해외법인 실적											
(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
연결매출	4,371	3,714	4,417	5,587	4,974	4,055	5,494	6,956	18,089	21,479	25,662
% YoY	53.0	22.0	34.3	(0.8)	13.8	9.2	24.4	24.5	22.1	18.7	19.5
브랜드별											
Discovery	1,131	960	793	2,050	1,115	880	761	2,009	4,934	4,765	4,965
MLB	2,630	1,710	3,100	2,400	2,550	2,020	4,197	3,389	9,840	12,156	14,843
MLB Kids	299	210	275	320	294	232	348	486	1,104	1,360	1,734
해외법인											
중국법인	1,500	1,072	2,020	1,210	2,079	1,401	2,767	2,003	5,802	8,250	10,354
홍콩법인	106	116	114	173	193	190	184	264	509	831	1,122
% YoY 브랜드별											
Discovery	19.1	27.2	32.2	(2.1)	(1.4)	(8.3)	(4.0)	(2.0)	12.2	(3.4)	4.2
MLB	71.3	(8.1)	24.5	(18.4)	(3.0)	18.1	35.4	41.2	11.5	23.5	22.1
MLB Kids	42.4	16.7	17.0	0.3	(1.7)	10.5	26.6	51.8	17.0	23.2	27.5
% YoY 해외법인											
중국법인	203.0	76.0	63.7	(19.4)	38.6	30.7	37.0	65.5	51.2	42.2	25.5
홍콩법인	4.0	22.6	8.0	27.8	81.9	63.8	61.0	52.8	16.3	63.2	35.0
영업이익	1,346	950	1,384	1,570	1,488	1,101	1,731	2,167	5,249	6,487	8,135
% of sales	30.8	25.6	31.3	28.1	29.9	27.1	31.5	31.2	29.0	30.2	31.7
% YoY	92.3	26.0	44.6	(14.5)	10.6	15.9	25.1	38.0	23.6	23.6	25.4

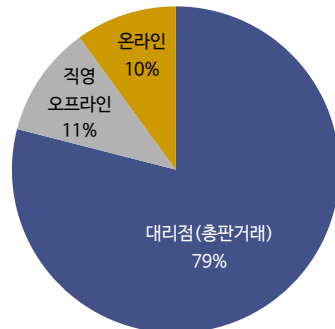
자료: 신한투자증권

MLB 브랜드 중국 점포수 추이



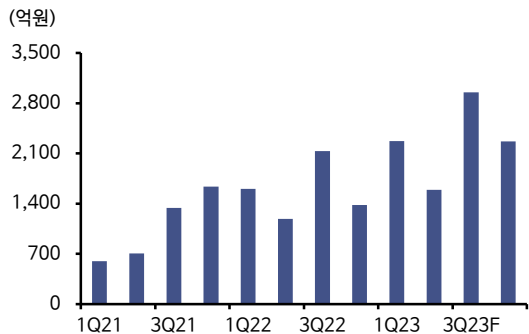
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 유통채널별 매출 비중



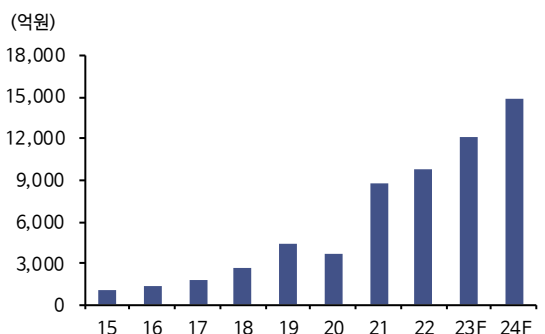
자료: 회사 자료, 신한투자증권

MLB 중국, 홍콩 분기 매출 추이



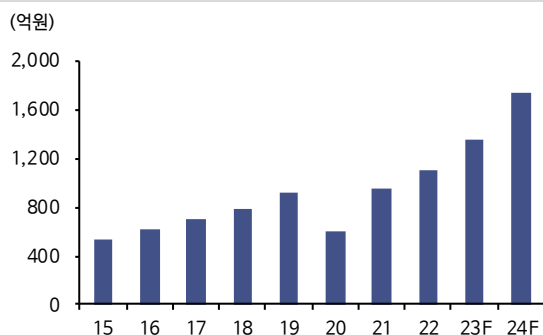
자료: 회사 자료, 신한투자증권

MLB 연간 매출 추이



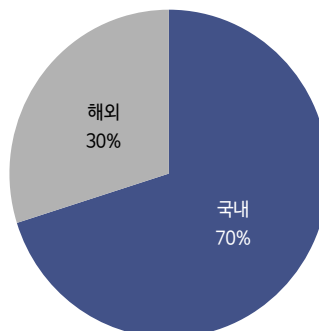
자료: 회사 자료, 신한투자증권

MLB 키즈 브랜드 연간 매출 추이



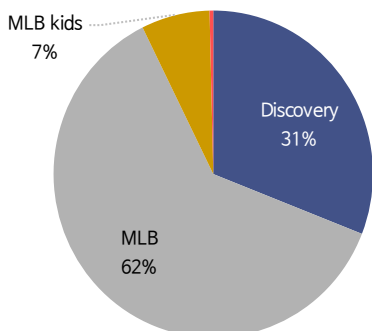
자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 전체 대비 해외 매출 비중



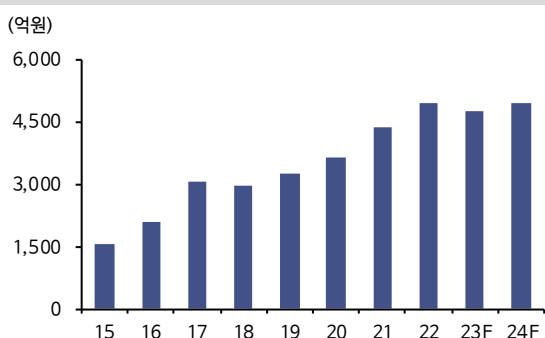
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연결 기준 브랜드별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

디스커버리 익스페디션 브랜드 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 패션 기업 컨센서스 및 밸류에이션 추이

(백만달러, %, 배)		NIKE	LULU LEMON	ADIDAS	PUMA	F&F	FILA	신세계 인터내셔널	한섬
시가총액		144,674	48,448	30,890	9,399	3,188	1,615	493	338
매출액	22	51,217	8,111	23,710	8,916	1,404	3,277	1,206	1,197
	23F	53,304	9,572	22,866	9,661	1,603	3,084	1,048	1,170
	24F	57,342	10,892	24,724	10,568	1,843	3,198	1,118	1,198
영업이익	22	5,915	1,328	705	675	407	338	89	131
	23F	6,737	2,177	82	679	471	268	53	101
	24F	7,848	2,489	1,272	868	547	392	71	120
순이익	22	5,070	855	645	372	343	267	92	95
	23F	5,729	1,543	(86)	391	374	118	51	79
	24F	6,579	1,750	799	527	428	207	64	90
EBITDA	22	7,203	1,866	1,990	1,079	470	425	134	175
	23F	7,453	2,556	1,221	1,084	525	362	96	143
	24F	8,643	2,897	2,516	1,273	600	471	111	161
EPS 성장률 (%)	22	(14.6)	(10.9)	(83.3)	14.0	-	46.1	44.1	7.4
	23F	15.7	20.7	(171.0)	5.2	24.8	(56.6)	(44.4)	(24.9)
	24F	16.8	15.2	570.4	34.4	14.5	80.9	26.0	7.4
PER (배)	22	31.3	40.5	102.0	24.0	12.5	5.8	7.5	4.8
	23F	25.3	31.5	-	24.2	8.7	14.1	9.7	4.3
	24F	21.7	27.4	39.3	18.0	7.6	7.8	7.7	4.0
PBR (배)	22	12.2	14.8	4.6	3.4	6.0	1.1	1.1	0.4
	23F	9.9	11.6	6.3	3.3	3.2	1.1	0.8	0.3
	24F	9.5	8.8	5.4	2.9	2.4	1.0	0.7	0.3
ROE	22	43.1	36.8	9.8	15.1	60.4	19.7	15.3	9.6
	23F	40.3	41.2	(2.1)	14.3	43.1	8.1	8.2	7.6
	24F	47.4	36.3	15.8	17.4	36.0	13.1	9.7	7.6

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2023년 9월 27일 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,140.3	1,570.2	2,085.8	2,705.5	3,507.0
유동자산	388.5	601.2	1,034.8	1,529.5	2,161.5
현금및현금성자산	14.6	102.0	468.0	883.3	1,376.4
매출채권	100.1	129.4	153.6	183.5	223.0
채고자산	242.3	297.5	327.2	359.9	437.3
비유동자산	751.9	969.0	1,050.9	1,176.0	1,343.9
유형자산	71.5	77.2	62.4	67.4	63.3
무형자산	17.0	132.9	110.3	83.3	61.2
투자자산	563.0	644.7	764.0	911.1	1,105.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
부채총계	599.1	627.0	697.8	755.1	891.8
유동부채	563.7	575.9	642.2	693.3	822.6
단기차입금	210.6	195.0	180.0	185.0	205.0
매입채무	105.2	99.7	118.4	141.5	171.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	55.6	61.2	68.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	29.6	27.0	27.0	27.0	27.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6
자본총계	541.3	943.2	1,388.0	1,950.3	2,615.3
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)
기타포괄이익누계액	1.2	(2.5)	(2.5)	12.5	12.5
이익잉여금	226.0	625.4	1,069.1	1,615.1	2,278.4
지배주주지분	541.3	921.5	1,365.2	1,926.2	2,589.5
비지배주주지분	0.0	21.7	22.8	24.1	25.8
*총차입금	270.9	260.7	247.7	260.6	291.0
*순차입금(순현금)	249.4	137.2	(246.0)	(653.3)	(1,122.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	291.5	344.1	669.9	791.7	717.4
당기순이익	225.8	442.7	532.6	661.8	802.2
유형자산상각비	27.4	48.5	35.3	40.2	36.1
무형자산상각비	0.9	31.8	22.5	27.0	22.1
외환환산손실(이익)	(2.3)	2.5	1.4	0.2	0.7
자산처분손실(이익)	0.3	1.4	1.4	1.4	1.4
지분법, 총속, 관계기업손실(이익)	9.4	(88.9)	(90.4)	(91.4)	(91.4)
운전자본변동	(39.0)	(139.1)	(6.7)	(57.6)	(49.4)
(법인세납부)	(28.7)	(132.0)	(32.5)	(36.5)	(312.0)
기타	97.7	177.2	206.3	246.6	307.7
투자활동으로인한현금흐름	(567.5)	(145.8)	(72.7)	(120.2)	(142.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.0)	(17.9)	(20.5)	(30.1)	(32.0)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증거)	(5.3)	(11.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증거)	(539.5)	3.3	(28.8)	(55.7)	(102.7)
기타	(10.9)	(120.0)	(23.4)	(34.4)	(8.2)
FCF	N/A	355.2	520.0	586.6	706.1
재무활동으로인한현금흐름	158.4	(108.9)	(103.1)	(87.1)	(90.3)
차입금의 증가(감소)	185.0	(14.9)	(13.1)	12.9	30.5
자기주식의처분(취득)	3.6	15.5	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(42.1)	(65.0)	(85.0)	(114.4)
기타	(30.2)	(67.4)	(25.0)	(15.0)	(6.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	(128.1)	5.0	280.9
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	(174.2)	(271.9)
환율변동효과	3.1	(1.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(114.5)	87.4	366.1	415.3	493.1
기초현금	129.1	14.6	102.0	468.0	883.3
기말현금	14.6	102.0	468.0	883.3	1,376.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

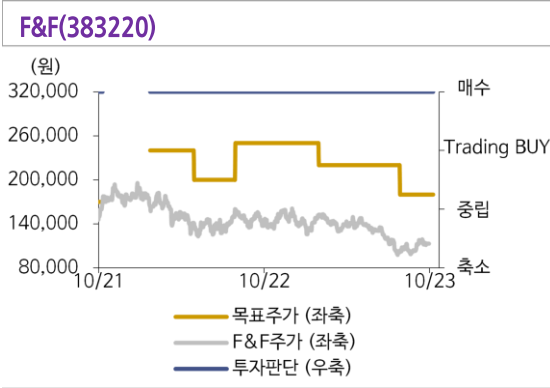
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089.2	1,808.9	2,147.9	2,566.2	3,117.9
증감률 (%)	N/A	66.1	18.7	19.5	21.5
매출원가	292.8	532.7	622.9	728.8	896.4
매출총이익	796.4	1,276.2	1,525.0	1,837.4	2,221.5
매출총이익률 (%)	73.1	70.6	71.0	71.6	71.2
판매관리비	473.7	751.3	876.3	1,023.9	1,230.5
영업이익	322.7	524.9	648.7	813.5	991.0
증감률 (%)	N/A	62.7	23.6	25.4	21.8
영업이익률 (%)	29.6	29.0	30.2	31.7	31.8
영업외손익	(8.4)	80.3	91.0	105.6	123.2
금융손익	0.3	(9.6)	(0.5)	13.0	25.4
기타영업외손익	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
총속 및 관계기업관련손익	(9.4)	88.9	90.4	91.4	96.4
세전계속사업이익	314.3	605.2	739.7	919.1	1,114.2
법인세비용	88.6	162.5	207.1	257.4	312.0
계속사업이익	225.8	442.7	532.6	661.8	802.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	225.8	442.7	532.6	661.8	802.2
증감률 (%)	N/A	96.1	20.3	24.3	21.2
순이익률 (%)	20.7	24.5	24.8	25.8	25.7
(지배주주)당기순이익	225.8	441.8	531.5	660.4	800.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.9	1.1	1.4	1.6
총포괄이익	227.1	438.6	532.6	676.8	802.2
(지배주주)총포괄이익	227.1	437.7	531.5	675.4	800.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.9	1.1	1.4	1.7
EBITDA	351.0	605.2	706.4	880.7	1,049.2
증감률 (%)	N/A	72.4	16.7	24.7	19.1
EBITDA 이익률 (%)	32.2	33.5	32.9	34.3	33.7

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	8,852	11,556	13,903	17,275	20,942
EPS (지배순이익, 원)	8,852	11,532	13,874	17,240	20,899
BPS (자본총계, 원)	14,129	24,621	36,234	50,913	68,271
BPS (지배지분, 원)	14,129	24,055	35,639	50,283	67,598
DPS (원)	1,100	1,600	2,300	3,000	3,600
PER (당기순이익, 배)	21.4	12.5	8.1	6.5	5.4
PER (지배순이익, 배)	21.4	12.5	8.1	6.6	5.4
PBR (자본총계, 배)	13.4	5.9	3.1	2.2	1.7
PBR (지배지분, 배)	13.4	6.0	3.2	2.2	1.7
EV/EBITDA (배)	21.3	9.4	5.8	4.2	3.1
배당성향 (%)	18.6	13.8	16.5	17.3	17.2
배당수익률 (%)	0.6	1.1	2.0	2.7	3.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	32.2	33.5	32.9	34.3	33.7
영업이익률 (%)	29.6	29.0	30.2	31.7	31.8
순이익률 (%)	20.7	24.5	24.8	25.8	25.7
ROA (%)	19.8	32.7	29.1	27.6	25.8
ROE (지배순이익, %)	41.7	60.4	46.5	40.1	35.5
ROIC (%)	N/A	167.7	147.4	196.8	231.6
안정성					
부채비율 (%)	110.7	66.5	50.3	38.7	34.1
순차입금비율 (%)	46.1	14.5	(17.7)	(33.5)	(42.9)
현금비율 (%)	2.6	17.7	72.9	127.4	167.3
이자보상배율 (배)	68.1	50.1	64.8	81.2	91.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	24.4	20.1	16.8	18.6	18.0
채고자산회수기간 (일)	81.2	54.5	53.1	48.9	46.7
매출채권회수기간 (일)	33.5	23.1	24.0	24.0	23.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 06일	매수	170,000	(12.3)	(1.1)
2021년 10월 14일	커버리지제외		-	-
2022년 01월 26일	매수	240,000	(35.0)	(24.0)
2022년 05월 03일	매수	200,000	(31.5)	(20.0)
2022년 08월 02일	매수	250,000	(41.9)	(35.6)
2023년 02월 02일	매수	220,000	(39.3)	(30.5)
2023년 07월 31일	매수	180,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 02일 기준)

매수 (매수)	93.52%	Trading BUY (중립)	4.45%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------