

F&F (383220/KS)

그래도 믿을 건 중국이다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 150,000 원(하향)
 현재주가: 92,300 원
 상승여력: 62.5%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
 3773-9997

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	3,520 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	60.51%
국민연금공단	7.33%

Stock Data

주가(23/10/23)	92,300 원
KOSPI	2,375.00 pt
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	91,900 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 부문별 실적 추정

F&F 의 3 분기 실적은 매출액 5,233 억 원(+18.5% YoY), 영업이익 1,575 억 원(+13.8% YoY, OPM 30.1%)으로 추정하며, 영업이익은 시장 컨센서스인 1,625 억원을 소폭 하회할 것으로 본다.

1) **MLB 한국** 매출액 1,148 억 원(-9.0% YoY) 추정한다. 면세 매출은 면세점 업체의 다이깡 의존도 축소 기조가 3 분기에도 지속되어 398 억 원(-22.0% YoY)으로 추정한다. 면세를 제외한 내수 매출은 의류 소비 업황 부진의 영향으로 전년 동기 대비 소폭 감소한 750 억 원(-0.9% YoY)으로 추정한다.

2) **MLB 중화권** 매출액 2,904 억 원(+36.1% YoY)으로 추정한다. 중국 오프라인 매장 수는 순조로운 흐름 이어갔으며, 9 월 말 기준 1,052 개(+283 개 YoY)로 추정한다. 다만 전년 동기 대비 위안화 약세(1 위안 당 190 원 → 181 원)의 영향을 받았을 것으로 본다.

3) **Discovery** 매출액 756 억 원(-4.3% YoY)으로 추정한다. 3 분기 내수 의류 소비 부진과, 9 월 날씨가 예년보다 더운 탓에 계절기 제품에 대한 소비가 10 월로 미뤄진 영향으로 다소 부진한 흐름 보일 것으로 추정한다.

믿을 건 중국,センチ먼트는 약해도 펀더멘탈은 강하다

내수 의류 소비 업황 부진에 더해 중국 부동산 경기 악화로 동사에 대한 투자심리가 위축되었다. 그럼에도 여전히 MLB 는 중국에서 강하다. 중국 경기 우려에도 불구하고 오프라인 매장 출점은 견조한 흐름을 이어가고 있다. 듀베티카와 수프라도 중국 진출을 본격화하고 있다. 내수 의류 업황의 침체가 지속되고 있는 상황에서 중국 사업을 통한 동사의 실적 성장성이 돋보인다. 동사의 목표주가는 최근 금리 상승을 반영해 150,000 원으로 하향하나, 업종 내 투자 매력도 높다고 판단해 '매수' 추천하며, 의류 업종 내 대형주 탐픽으로 제시한다.

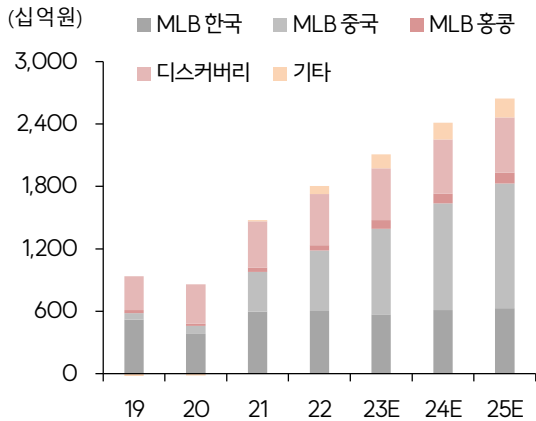
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,089	1,809	2,106	2,381	2,610
영업이익	십억원	0	323	525	618	710	783
순이익(지배주주)	십억원	0	226	442	473	546	603
EPS	원	0	5,893	11,532	12,360	14,258	15,733
PER	배	0.0	32.1	12.5	7.4	6.4	5.8
PBR	배	0.0	13.3	5.9	2.6	1.9	1.5
EV/EBITDA	배	0.0	21.3	9.4	5.7	4.9	4.4
ROE	%	0.0	41.7	60.4	42.0	34.7	29.0

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	437	371	442	559	497	405	522	681	1,809	2,106	2,381	2,610
YoY (%)	57	19	34	-1	14	9	18	22	22	16	13	10
QoQ (%)	-22	-15	19	27	-11	-18	29	30	-	-	-	-
MLB 한국	161	146	126	170	152	132	115	171	603	569	611	629
성인	138	126	113	138	122	109	101	135	515	467	500	515
성인 면세	68	58	51	61	42	39	40	52	238	173	190	200
성인 비면세	70	68	63	76	80	70	61	84	276	294	309	315
아동	23	20	13	32	30	23	14	35	88	102	112	114
MLB 중국	151	107	202	121	208	140	271	203	581	822	995	1,164
MLB 홍콩	10	12	11	17	19	19	19	28	51	85	94	103
디스커버리	111	97	79	205	111	88	76	221	492	497	522	532
기타	2	8	22	44	7	26	42	58	76	133	160	180
매출총이익	316	256	312	391	358	284	368	489	1,276	1,499	1,704	1,872
GPM (%)	72	69	71	70	72	70	71	72	71	71	72	72
영업이익	137	95	138	155	149	110	157	201	525	617	710	783
OPM (%)	31	26	31	28	30	27	30	30	29	29	30	30
YoY (%)	97	26	44	-16	9	16	14	30	63	18	15	10
QoQ (%)	-26	-30	46	12	-4	-26	43	28	-	-	-	-

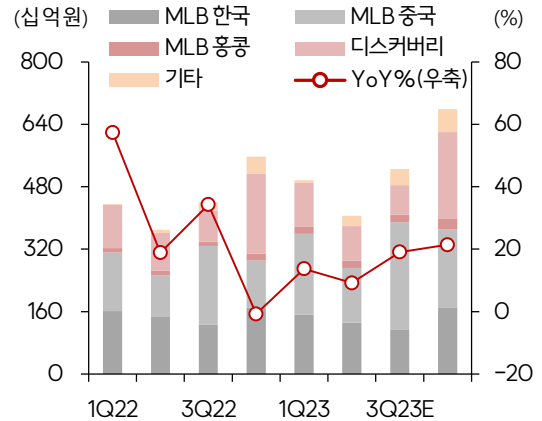
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 연도별 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 분기별 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 실적 추정치 변경 테이블 (단위: 십억 원, %)

(십억 원, %)	3Q23E	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	vs. 컨센서스	직전 추정치	vs. 직전 추정치
매출액	522.4	441.7	18.3	405.5	28.8	538.6	-3.0	531.0	-1.6
영업이익	157.2	138.3	13.6	110.1	42.8	160.8	-2.2	159.4	-1.4
영업이익률	30.1	31.3		27.1		29.9		30.0	

자료: SK 증권 추정

F&F 목표주가 산정 테이블

항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	540.1	
상장주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	14,100	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	17.7	Anta, Li Ning 평균
멀티플 할인율	%	(E)	40	
Target PER	배	(F)	10.6	
목표주가	원	(G)	150,000	(C)*(F)
현재 주가	원	(H)	92,300	
주가 업사이드	%	(I)	62.5	(E)/(F)-1

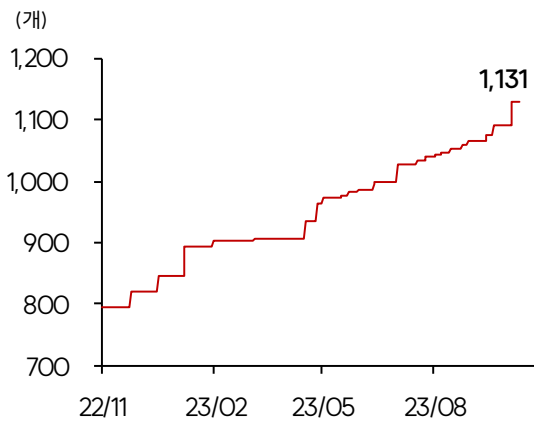
자료: SK증권 추정

[투자포인트]

F&F 는 중국에서의 본업이 견조한 흐름을 이어가고 있다. 당사가 F&F 차이나 홈페이지를 통해 10 월 중순까지 직접 집계한 데이터를 기준으로, 현재 중국 내 MLB 매장 수는 성인과 키즈 합산 1,131 개를 기록했다(오픈 예정 매장도 포함되어 있으며, 실제 매장 수와 다를 수 있음). 신규 매장 오픈 추세가 대리상들의 MLB 브랜드 출점 수요를 가늠할 수 있는 데이터라는 점에서 MLB 의 중국 내 입지는 굳건한 것으로 분석한다.

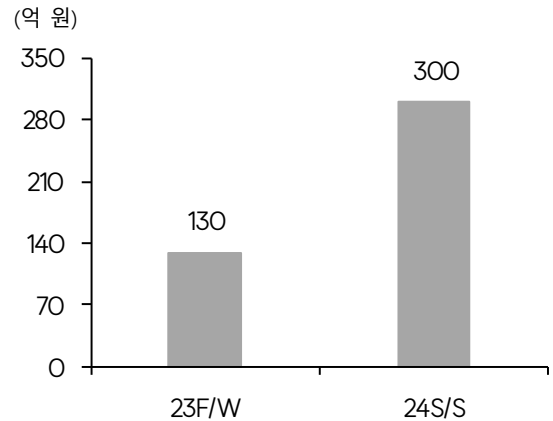
신규 브랜드 Duvetica와 Supra도 10월 중순 기준 중국에 각각 10개, 5개의 매장을 출점해 본격적인 중국 진출에 나서고 있다. 특히 Supra 는 현지 대리상으로부터 수주 받은 금액이 23F/W 시즌 130 억 원에서 24S/S 시즌 300 억으로 증가했다. MLB 브랜드를 전개하며 현지 대리상과의 네트워크와 마케팅 경험을 축적해왔다는 점은 신규 브랜드의 중국 안착 가능성을 높이는 요인이다.

MLB 중국 오프라인 매장 수 추이



자료: F&F China 홈페이지, SK 증권 가공
 주: 팝업 매장 등을 제외한 단독 매장 기준이며, 출점 예정 매장이 포함된 수치로 실제 매장 수와 다를 수 있음

SUPRA 시즌별 중국 수주 금액



자료: F&F, SK 증권
 주: 소매가격 기준임

DUVETICA, SUPRA 중국 오프라인 매장 현황

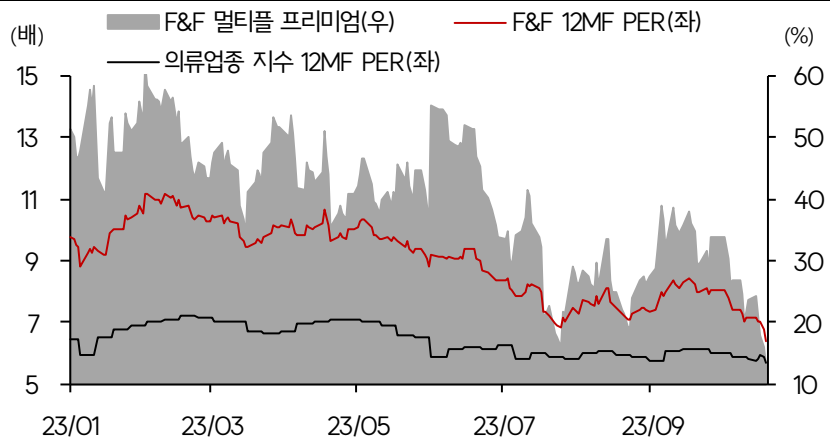
브랜드	매장 명	지역
SUPRA	SP 厦门万象城店	샤먼
SUPRA	SP 哈尔滨远大店	하얼빈
SUPRA	SP 大连罗斯福店	다롄
SUPRA	SP 上海世茂广场	상하이
SUPRA	SP 重庆时代天街C馆店	충칭
DUVETICA	DV 上海环球港店	상하이
DUVETICA	DV 杭州IN77店	항저우
DUVETICA	DV 太原茂业天地店	타이위안
DUVETICA	DV 哈尔滨远大南岗店	하얼빈
DUVETICA	DV 南京德基店	난징
DUVETICA	DV 上海浦东嘉里城店	상하이
DUVETICA	DV 长春万象城店	창춘
DUVETICA	DV 杭州武林银泰店	항저우
DUVETICA	DV 青岛万象城店	칭다오
DUVETICA	DV 西安赛格国际购物中心店	시안

자료: F&F China 홈페이지, SK 증권

최근 주가 하락의 원인이 되었던 중국의 부동산 시장과 관련된 문제는 정부 정책의 영역이므로 중국 정부의 스탠스 변화가 없다면 단시간에 해결되기는 어려울 것이다. 다만 중국 경기 선행 지수인 ISM 제조업 PMI는 지난 5월 저점을 형성한 후 4개월째 반등해 9월에는 기준치인 50을 상회해 제조업 경기의 회복 가능성에 무게를 실고 있는 점은 긍정적이다

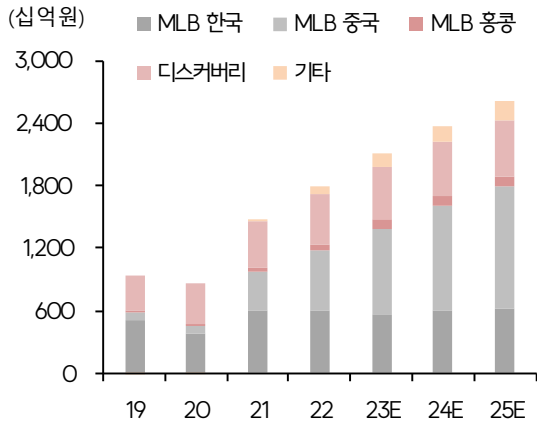
현재 동사의 12개월 선행 PER은 6.4배 수준으로 국내 의류 업종 지수의 5.7배와 13%밖에 차이가 나지 않는다. 1) 수출 기업이므로 내수 기업에 비해 매출 성장의 업사이드가 존재한다는 점과, 2) 내수 의류 업황이 부진함에도 중국 사업을 통해 실적 이 성장을 지속하고 있다는 점을 고려했을 때 현 주가는 저평가 상태라고 판단한다.

F&F vs 의류 업종 지수 12개월 선행 PER



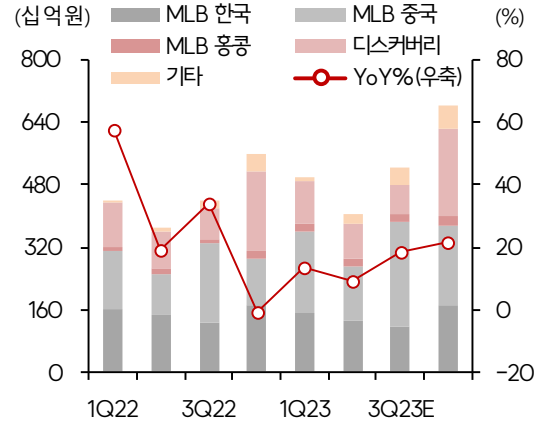
자료 : Quantwise, SK 증권

F&F 부문별 매출액 추정치 연도별 추이



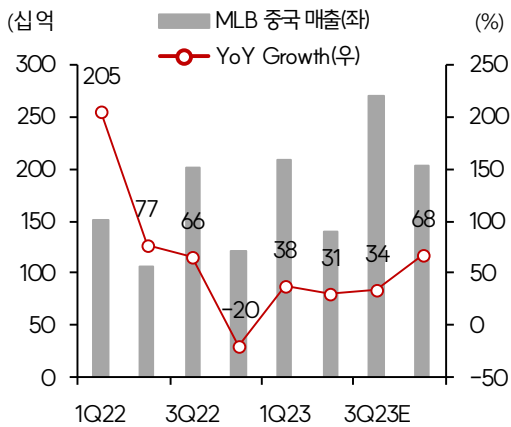
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 분기별 추이



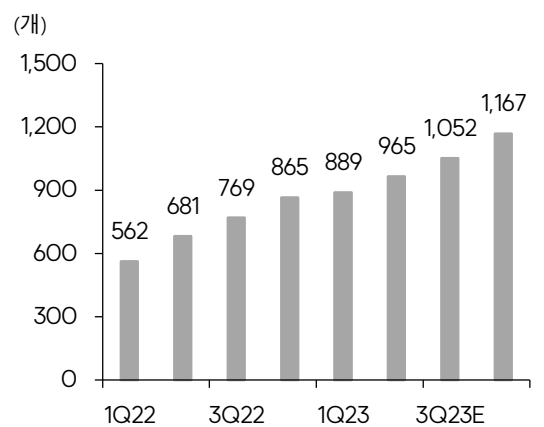
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 연도별 추이



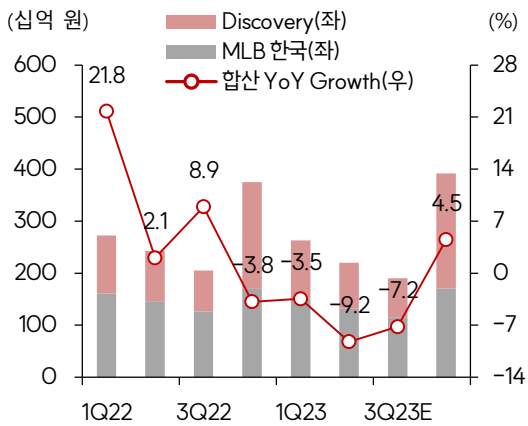
자료: F&F, SK 증권 추정

MLB 중국 오프라인 매장 수 추정치 추이



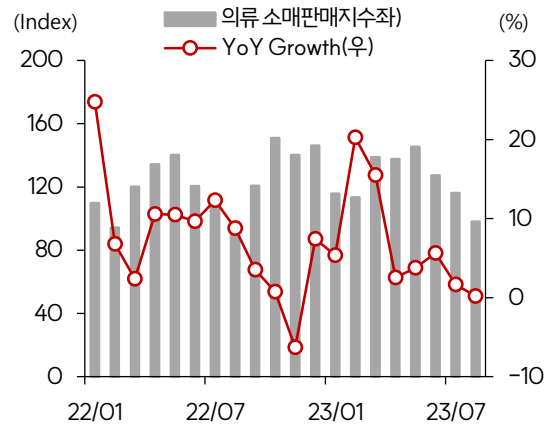
자료: SK 증권 추정

Discovery, MLB 내수 매출 추정치 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

국내 의류 소매판매 추이



자료: 통계청, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388	601	751	945	1,144
현금및현금성자산	15	102	129	175	221
매출채권 및 기타채권	118	161	196	231	277
재고자산	242	297	362	417	465
비유동자산	752	969	1,210	1,491	1,793
장기금융자산	19	9	68	97	143
유형자산	72	77	88	105	107
무형자산	17	133	139	138	138
자산총계	1,140	1,570	1,961	2,436	2,937
유동부채	564	576	535	528	486
단기금융부채	241	234	245	221	188
매입채무 및 기타채무	156	150	168	182	187
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	35	51	63	60	60
장기금융부채	30	27	35	33	30
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	599	627	599	588	545
지배주주지분	541	921	1,333	1,811	2,345
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314	314
기타자본구성요소	-4	-19	-19	-19	-19
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	226	625	1,036	1,514	2,048
비지배주주지분	0	22	29	37	46
자본총계	541	943	1,363	1,848	2,391
부채외자본총계	1,140	1,570	1,961	2,436	2,937

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	296	342	399	575	591
당기순이익(손실)	226	443	480	554	612
비현금성항목등	137	171	213	252	270
유형자산감가상각비	27	49	68	87	89
무형자산상각비	1	32	25	9	9
기타	109	90	120	156	172
운전자본감소(증가)	-39	-139	-120	-75	-122
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-23	-32	-35	-46
재고자산의감소(증가)	-98	-57	-74	-55	-48
매입채무및기타채무의증가(감소)	74	-20	-26	15	5
기타	24	-39	12	0	-33
법인세납부	-29	-132	-170	-163	-181
투자활동현금흐름	-567	-133	-310	-408	-462
금융자산의감소(증가)	21	-10	-56	-32	-58
유형자산의감소(증가)	-12	-18	-55	-104	-91
무형자산의감소(증가)	-5	-11	-32	-7	-10
기타	-571	-95	-167	-265	-302
재무활동현금흐름	157	-104	-97	-95	-105
단기금융부채의증가(감소)	185	-15	10	-25	-33
장기금융부채의증가(감소)	-23	-36	-39	-2	-3
자본의증가(감소)	318	0	0	0	0
배당금지급	0	-42	-61	-69	-69
기타	-322	-10	-6	0	0
현금의 증가(감소)	-115	87	27	46	46
기초현금	129	15	102	129	175
기말현금	15	102	129	175	221
FCF	284	324	345	471	500

자료 : F&F, SK증권 추정

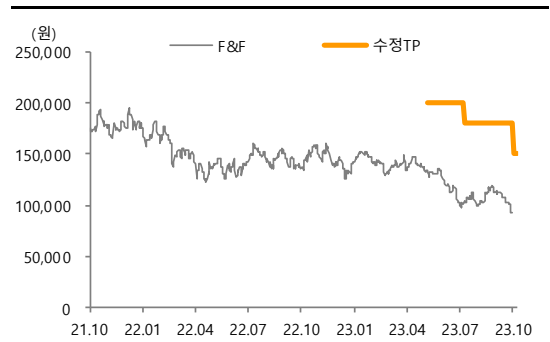
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	2,106	2,381	2,610
매출원가	293	533	621	687	748
매출총이익	796	1,276	1,485	1,695	1,862
매출총이익률(%)	73.1	70.6	70.5	71.2	71.4
판매비와 관리비	474	751	868	985	1,079
영업이익	323	525	618	710	783
영업이익률(%)	29.6	29.0	29.3	29.8	30.0
비영업손익	-8	80	-4	7	9
순금융손익	-3	-8	-7	6	12
외환관련손익	4	-3	5	3	3
관계기업등 투자손익	-9	89	-2	-3	-6
세전계속사업이익	314	605	614	717	792
세전계속사업이익률(%)	28.9	33.5	29.2	30.1	30.4
계속사업법인세	89	163	134	163	181
계속사업이익	226	443	480	554	612
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	226	443	480	554	612
순이익률(%)	20.7	24.5	22.8	23.3	23.4
지배주주	226	442	473	546	603
지배주주귀속 순이익률(%)	20.7	24.4	22.5	22.9	23.1
비지배주주	0	1	7	8	9
총포괄이익	227	439	480	554	612
지배주주	227	438	472	544	600
비지배주주	0	1	9	10	11
EBITDA	351	605	711	806	882

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-	66.1	16.4	13.1	9.6
영업이익	N/A	62.7	17.7	15.0	10.3
세전계속사업이익	N/A	92.5	1.5	16.7	10.5
EBITDA	N/A	72.4	17.5	13.3	9.4
EPS	N/A	95.7	7.2	15.4	10.3
수익성 (%)					
ROA	19.8	32.7	27.2	25.2	22.8
ROE	41.7	60.4	42.0	34.7	29.0
EBITDA마진	32.2	33.5	33.8	33.8	33.8
안정성 (%)					
유동비율	68.9	104.4	140.3	179.2	235.5
부채비율	110.7	66.5	43.9	31.8	22.8
순차입금/자기자본	46.1	14.5	9.2	2.7	-1.9
EBITDA/이자비용(배)	74.1	57.8	49.6	100.6	124.7
배당성향	18.6	13.8	14.5	12.6	11.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,893	11,532	12,360	14,258	15,733
BPS	14,224	24,554	35,304	47,770	61,711
CFPS	6,633	13,629	14,797	16,757	18,306
주당 현금배당금	1,100	1,600	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER	32.1	12.5	7.4	6.4	5.8
PBR	13.3	5.9	2.6	1.9	1.5
PCR	28.5	10.6	6.2	5.5	5.0
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.7	4.9	4.4
배당수익률	0.6	1.1	1.8	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.10.24	매수	150,000원	6개월		
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	-40.58%	-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 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------