



# F&F

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

2023년 4월 7일

## [섬유/의복]

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

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

## Again 중국!



**매수**  
(유지)



현재주가 (4월 6일)  
**136,600 원**



목표주가  
**220,000 원 (유지)**



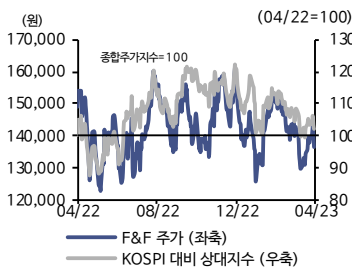
상승여력  
**61.1%**

- ◆ 1Q23 내수 매출 부진, 디스커버리 브랜드 역성장 예상
- ◆ MLB 중국 리테일 매출 3월 30%대 성장, 회복 강도 높아질 전망
- ◆ 역량 대비 너무 낮은 밸류에이션, 중국 성과에 관심 필요



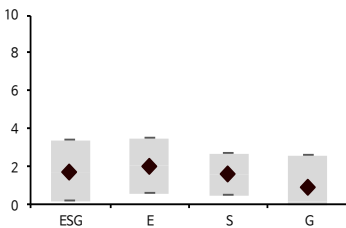
시가총액	5,232.7십억원
발행주식수	38.3백만주
유동주식수	15.4백만주(40.2%)
52주 최고가/최저가	161,000 원/123,000 원
일평균 거래량 (60 일)	148,335 주
일평균 거래액 (60 일)	20,973 백만원
외국인 지분율	12.55%
<b>주요주주</b>	
F&F홀딩스 외 9 인	59.38%
국민연금공단	7.31%
<b>절대수익률</b>	
3개월	8.4%
6개월	-7.1%
12개월	-8.3%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	1.0%
6개월	-15.4%
12개월	2.0%

**주가**



**ESG 컨센서스**

(점수 및 등급)



**중국 MLB 수요 빠르게 회복 중**

1Q23 연결매출 4,994억원(+14% YoY), 영업이익 1,498억원(+11% YoY)으로 직전 분기보다 성장률 회복이 예상된다. 전년도 성장에 대한 베이스 부담과 소비 위축으로 내수 패션 소비 성장률이 둔화되는 추세 속에서 디스커버리 매출은 6% YoY 감소했을 것으로 보인다. 하지만 중국 익스포저가 높은 MLB는 현지 수요 회복에 힘입어 18% YoY 성장했을 것으로 예상된다.

작년 한 해 중국 주요 도시 락다운 영향으로 재고 소진이 어려웠으나 작년 11월 말을 기점으로 방역 규제를 완화하면서 연초 이후 중국 현지 수요가 빠르게 회복 중인 것으로 파악된다. 특히 1~2월 누적으로 중국 내 리테일 POS 매출이 작년 동월 대비 한 자리 성장한 데 반해 3월에는 30%대 성장한 것으로 파악되어 회복 속도가 기대 이상이다. 중국 내 매장 수는 889개로 4Q22 대비 50여 개 증가했으며, 점포 평균 매출은 작년 동월 수준으로 회복 중이다. 이외 세르지오타키니(22년 8월 인수)와 빅토리컨텐츠(22년 4월 인수)가 연결되면서 매출 기여가 있으나 이익률이 본업보다 낮아 마진 희석이 생길 수 있다.

**해외 진출 브랜드 다각화 추세 지속**

예상보다 MLB의 중국 오프라인 소매 매출이 빠르게 늘고 있는 것으로 파악되어 브랜드 파워에 힘입어 원활한 재고 소진이 이뤄지고 있는 것으로 보인다. 지난 2월 F/W 시즌 수주회도 성황리에 끝난 것으로 파악되어 하반기로 갈수록 실적 성장세는 강해질 것으로 판단된다.

23년 F/W 시즌 듀베티카도 중국 사업을 시작해 7~8월부터 매출 인식이 가능할 것으로 보인다. 디스커버리 해외 사업 가능성은 확실하지 않지만, MLB를 성공적으로 중국 내 런칭 시킨 저력을 감안할 때 기회가 닫혀있진 않다고 판단한다.

**역량 대비 너무 낮은 밸류에이션**

중국 내 출점 효과가 둔화되면서 실적 우려가 커졌고, 이에 주가도 작년 하반기 이후 박스권 내 갇혀 있다. 하지만 중국 내 수요 회복이 기대보다 강하고, 타 중국 소비주와 비교할 때 밸류에이션 매력이 상당히 크다. 중국 내 리오프닝 소비가 본격화된 만큼 동사에 대한 시장 관심도 다시 높아질 것으로 기대해본다.

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	2,233.1	692.2	563.8	14,718	36,483	9.3	6.7	3.7	48.6	(17.3)
2024F	2,700.6	866.9	699.1	18,249	52,137	7.5	4.9	2.6	41.2	(33.1)
2025F	3,281.2	1,055.5	1,016.7	26,542	75,094	5.1	3.5	1.8	41.7	(46.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

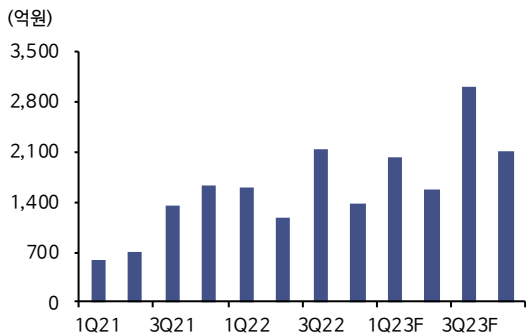
F&F 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
<b>연결매출</b>	4,371	3,714	4,417	5,587	4,994	4,449	5,781	7,106	14,821	18,089	22,331	27,006
Discovery	1,131	960	793	2,050	1,063	974	829	2,245	4,399	4,934	5,111	5,699
MLB	2,630	1,710	3,100	2,400	3,110	2,668	4,402	3,480	8,827	9,840	13,660	16,938
MLB kids	299	210	275	320	344	305	426	486	944	1,104	1,560	2,033
해외 수출	1,606	1,188	2,134	1,383	2,018	1,603	3,035	2,118	4,276	6,311	8,774	10,734
<b>% YoY</b>	53.0	22.0	34.3	(0.8)	14.2	19.8	30.9	27.1	76.9	22.1	23.4	20.9
Discovery	19.1	27.2	32.2	(2.1)	(6.0)	1.5	4.5	9.5	21.2	12.2	3.6	11.5
MLB	71.3	(8.1)	24.5	(18.4)	18.3	56.0	42.0	45.0	137.3	11.5	38.8	24.0
MLB kids	42.4	16.7	17.0	0.3	15.0	45.0	55.0	51.8	55.7	17.0	41.3	30.3
해외 수출	169.0	68.8	59.3	(15.4)	25.7	34.9	42.2	53.1	337.9	47.6	39.0	22.3
<b>영업이익</b>	1,346	950	1,384	1,570	1,498	1,228	1,850	2,346	4,248	5,249	6,922	8,669
% of sales	30.8	25.6	31.3	28.1	30.0	27.6	32.0	33.0	28.7	29.0	31.0	32.1
% YoY	92.3	26.0	44.6	(14.5)	11.3	29.3	33.7	51.8	246.6	23.6	32.5	25.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

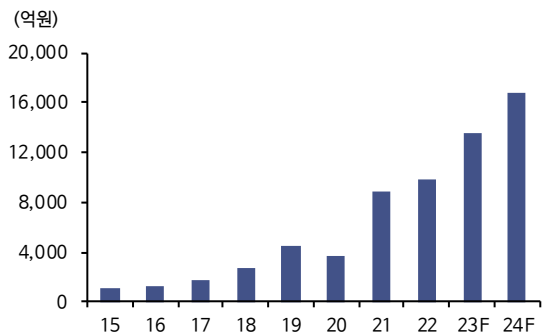
주: 2021년 실적과 브랜드별 세부 매출은 분할 이전 실적에 기반해 추정된 실적임(2021년 5월 분할)

MLB 중국, 홍콩 분기 매출 추이



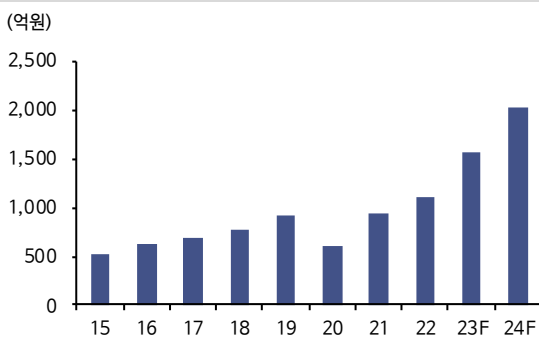
자료: 회사 자료, 신한투자증권

MLB 연간 매출 추이



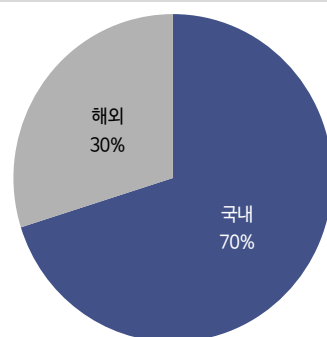
자료: 회사 자료, 신한투자증권

MLB 키즈 브랜드 연간 매출 추이



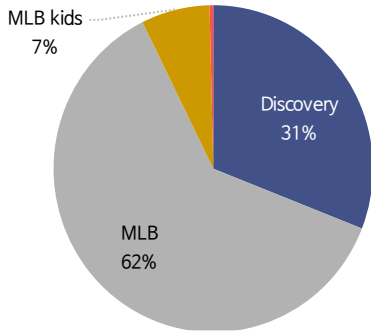
자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 전체 대비 해외 매출 비중



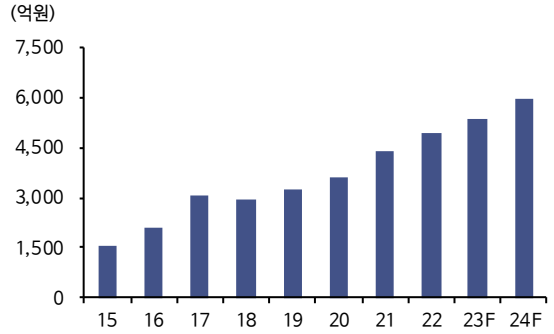
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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		187,463	46,423	32,386	8,949	3,968	1,573	564	478
매출액	22	46,710	8,111	23,710	8,916	1,404	3,277	1,206	1,197
	23F	50,895	9,284	23,130	9,870	1,703	3,355	1,236	1,222
	24F	54,569	10,483	25,203	10,780	1,980	3,458	1,302	1,280
영업이익	22	6,675	1,328	705	675	407	338	89	131
	23F	6,002	2,062	(673)	693	511	396	91	127
	24F	7,460	2,350	1,309	873	608	446	100	134
순이익	22	6,046	855	645	372	343	267	92	95
	23F	5,069	1,454	(373)	392	382	213	79	94
	24F	6,235	1,664	814	521	457	245	86	101
EBITDA	22	7,985	1,866	1,990	1,079	470	425	134	175
	23F	6,834	2,393	1,018	1,110	549	487	138	170
	24F	8,238	2,724	2,514	1,310	638	523	145	174
EPS 성장률 (%)	22	5.2	(10.9)	(83.3)	14.0	-	46.1	44.1	7.4
	23F	(13.6)	13.8	(262.2)	5.5	27.5	(25.0)	(67.5)	(10.5)
	24F	24.3	16.1	317.4	32.5	19.4	15.9	9.0	6.7
PER (배)	22	31.3	40.5	102.0	24.0	12.5	5.8	7.5	4.8
	23F	37.3	31.8	-	22.3	10.4	7.9	7.2	5.1
	24F	30.0	27.4	38.9	16.8	8.7	6.8	6.6	4.7
PBR (배)	22	12.2	14.8	4.6	3.4	6.0	1.1	1.1	0.4
	23F	12.9	10.8	6.0	3.0	4.1	1.0	0.8	0.4
	24F	12.0	8.5	5.3	2.7	3.0	0.9	0.8	0.4
ROE	22	43.1	36.8	9.8	15.1	60.4	19.7	15.3	9.6
	23F	34.2	39.4	(5.7)	14.4	46.2	13.4	12.0	8.7
	24F	42.9	36.0	15.8	16.8	38.1	14.0	11.8	8.6

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2023년 4월 6일 기준

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,140.3</b>	<b>1,570.2</b>	<b>2,124.0</b>	<b>2,776.4</b>	<b>3,776.7</b>
유동자산	388.5	601.2	1,043.1	1,548.7	2,362.9
현금및현금성자산	14.6	102.0	466.8	887.6	1,559.6
매출채권	100.1	129.4	159.7	193.1	234.6
채고자산	242.3	297.5	327.2	359.9	437.3
비유동자산	751.9	969.0	1,080.9	1,227.7	1,412.2
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	793.9	958.4	1,162.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
<b>부채총계</b>	<b>599.1</b>	<b>627.0</b>	<b>703.6</b>	<b>754.9</b>	<b>873.7</b>
유동부채	563.7	575.9	646.9	691.4	802.4
단기차입금	210.6	195.0	180.0	175.0	175.0
매입채무	105.2	99.7	123.1	148.9	180.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	56.7	63.0	70.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	29.6	27.0	27.0	27.0	27.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6
<b>자본총계</b>	<b>541.3</b>	<b>943.2</b>	<b>1,420.4</b>	<b>2,021.5</b>	<b>2,903.0</b>
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	1,101.4	1,686.1	2,565.5
<b>지배주주지분</b>	<b>541.3</b>	<b>921.5</b>	<b>1,397.6</b>	<b>1,997.2</b>	<b>2,876.6</b>
비지배주주지분	0.0	21.7	22.8	24.3	26.4
*총차입금	270.9	260.7	247.7	251.2	261.8
*순차입금(순현금)	249.4	137.2	(245.8)	(668.6)	(1,336.9)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>291.5</b>	<b>344.1</b>	<b>710.9</b>	<b>844.0</b>	<b>932.6</b>
당기순이익	225.8	442.7	565.0	700.5	1,018.8
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	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.3	1.4	1.4	1.4	1.4
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	9.4	(88.9)	(90.4)	(91.4)	(91.4)
운전자본변동	(39.0)	(139.1)	(9.4)	(59.1)	(50.3)
(법인세납부)	(28.7)	(132.0)	(32.5)	(36.5)	(164.2)
기타	97.7	177.2	219.0	261.9	160.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(567.5)</b>	<b>(145.8)</b>	<b>(103.7)</b>	<b>(138.1)</b>	<b>(159.1)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(12.0)	(17.9)	(20.5)	(30.1)	(32.0)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(5.3)	(11.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(539.5)	3.3	(58.8)	(73.1)	(112.9)
기타	(10.9)	(120.0)	(24.4)	(34.9)	(14.2)
<b>FCF</b>	<b>N/A</b>	<b>355.2</b>	<b>547.6</b>	<b>622.9</b>	<b>900.3</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>158.4</b>	<b>(108.9)</b>	<b>(103.1)</b>	<b>(96.5)</b>	<b>(110.4)</b>
차입금의 증가(감소)	185.0	(14.9)	(13.1)	3.5	10.6
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)	(6.6)
기타현금흐름	0.0	0.0	(139.3)	0.0	266.3
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	(188.7)	(257.4)
환율변동효과	3.1	(1.9)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(114.5)</b>	<b>87.4</b>	<b>364.8</b>	<b>420.8</b>	<b>672.0</b>
기초현금	129.1	14.6	102.0	466.8	887.6
기말현금	14.6	102.0	466.8	887.6	1,559.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

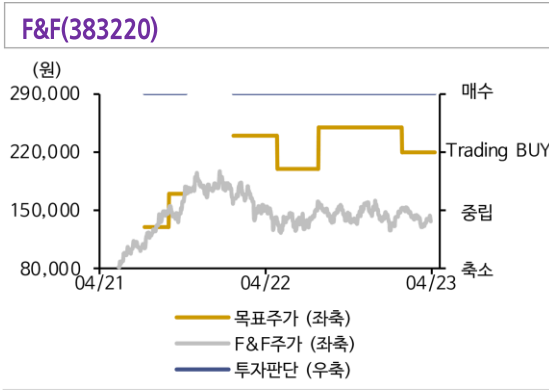
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,089.2</b>	<b>1,808.9</b>	<b>2,233.1</b>	<b>2,700.6</b>	<b>3,281.2</b>
증감률 (%)	N/A	66.1	23.4	20.9	21.5
<b>매출원가</b>	<b>292.8</b>	<b>532.7</b>	<b>632.0</b>	<b>756.2</b>	<b>930.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>796.4</b>	<b>1,276.2</b>	<b>1,601.1</b>	<b>1,944.4</b>	<b>2,351.1</b>
매출총이익률 (%)	73.1	70.6	71.7	72.0	71.7
<b>판매관리비</b>	<b>473.7</b>	<b>751.3</b>	<b>908.9</b>	<b>1,077.5</b>	<b>1,295.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>322.7</b>	<b>524.9</b>	<b>692.2</b>	<b>866.9</b>	<b>1,055.5</b>
증감률 (%)	N/A	62.7	31.9	25.2	21.8
영업이익률 (%)	29.6	29.0	31.0	32.1	32.2
영업외손익	(8.4)	80.3	92.4	106.1	127.5
금융손익	0.3	(9.6)	0.9	13.4	29.8
기타영업외손익	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
종속 및 관계기업관련손익	(9.4)	88.9	90.4	91.4	96.4
<b>세전계속사업이익</b>	<b>314.3</b>	<b>605.2</b>	<b>784.7</b>	<b>972.9</b>	<b>1,183.0</b>
법인세비용	88.6	162.5	219.7	272.4	164.2
계속사업이익	225.8	442.7	565.0	700.5	1,018.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>225.8</b>	<b>442.7</b>	<b>565.0</b>	<b>700.5</b>	<b>1,018.8</b>
증감률 (%)	N/A	96.1	27.6	24.0	45.4
순이익률 (%)	20.7	24.5	25.3	25.9	31.1
(지배주주)당기순이익	225.8	441.8	563.8	699.1	1,016.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.9	1.2	1.4	2.1
총포괄이익	227.1	438.6	565.0	715.5	1,018.8
(지배주주)총포괄이익	227.1	437.7	563.8	714.0	1,016.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.9	1.2	1.5	2.1
<b>EBITDA</b>	<b>351.0</b>	<b>605.2</b>	<b>750.0</b>	<b>934.1</b>	<b>1,113.7</b>
증감률 (%)	N/A	72.4	23.9	24.5	19.2
EBITDA 이익률 (%)	32.2	33.5	33.6	34.6	33.9

**주요 투자지표**

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	8,852	11,556	14,748	18,287	26,596
EPS (지배순이익, 원)	8,852	11,532	14,718	18,249	26,542
BPS (자본총계, 원)	14,129	24,621	37,079	52,771	75,783
BPS (지배지분, 원)	14,129	24,055	36,483	52,137	75,094
DPS (원)	1,100	1,600	2,300	3,000	3,600
PER (당기순이익, 배)	21.4	12.5	9.3	7.5	5.1
PER (지배순이익, 배)	21.4	12.5	9.3	7.5	5.1
PBR (자본총계, 배)	13.4	5.9	3.7	2.6	1.8
PBR (지배지분, 배)	13.4	6.0	3.7	2.6	1.8
EV/EBITDA (배)	21.3	9.4	6.7	4.9	3.5
배당성향 (%)	18.6	13.8	15.6	16.4	13.5
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.7	2.2	2.6
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	32.2	33.5	33.6	34.6	33.9
영업이익률 (%)	29.6	29.0	31.0	32.1	32.2
순이익률 (%)	20.7	24.5	25.3	25.9	31.1
ROA (%)	19.8	32.7	30.6	28.6	31.1
ROE (지배순이익, %)	41.7	60.4	48.6	41.2	41.7
ROIC (%)	N/A	167.7	156.6	206.5	288.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	110.7	66.5	49.5	37.3	30.1
순차입금비율 (%)	46.1	14.5	(17.3)	(33.1)	(46.1)
현금비율 (%)	2.6	17.7	72.2	128.4	194.4
이자보상배율 (배)	68.1	50.1	69.1	88.2	104.5
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	24.4	20.1	17.2	18.9	18.3
채고자산회수기간 (일)	81.2	54.5	51.1	46.4	44.3
매출채권회수기간 (일)	33.5	23.1	23.6	23.8	23.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 07월 14일	매수	130,000	(0.2)	14.2
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	-	-

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 투자자의 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 04월 05일 기준)

매수 (매수)	94.44%	Trading BUY (중립)	3.47%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------