

F&F (383220)

기대요인들이 현실화되는 시기

성장요인

기대되는 실적 성장요인은 다음과 같다. 첫째, 기온. 2025년 엘니뇨에서 라니냐로 전환되는 시점으로 추운 겨울 가능성이 높다고 판단된다. 특히 코로나19와 엘니뇨 시기로 추운 겨울에 구매되는 ASP 높은 Heavy Outer 제품들의 구매가 발생할 것으로 기대된다.

둘째, 디스커버리 중국. 2024년 7월 중국 등 아시아 주요 국가의 디스커버리 익스페디션 라이선스를 취득했다. 중국내 연내 매장 런칭을 시작으로 2025년말까지 100개의 매장을 열겠다는 계획이다. MLB를 중국내 런칭 & 매장확대 전략 성공의 DNA를 보유하고 있다. 중국내 인지도 높은 국내 연예인들 기반 디스커버리 중국 마케팅을 진행할 것으로 기대된다.

셋째, MLB의 중국 외 지역으로의 성장 역시 가능하다. 특히, 인도와 중동 진출이 기대된다. K-Brand의 글로벌 인지도 확산, 유학생들이 MLB에 대한 높은 인지도를 보유하고 있다는 점에서 중국의 MLB 성장스토리가 타 지역에서도 가능할 수 있을 것으로 기대된다.

우려감(MLB CHINA 매출성장 둔화, 소송 등)이 잔존하지만, 기대요인들이 현실화되는 도래하는 시점이라는 점에서 성장요인들을 주목해야 하는 시기라고 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 72,000원 커버리지 개시

2025년은 전년대비 매출 성장, 매출액 1.93조원, 영업이익 4,142억원으로 전년대비 각각 1.6%, 0.8% 성장 예상한다. 2025년 예상 EPS 8,366원에 동사의 2023년과 2024년 평균 PER인 8.6배를 적용하여 목표주가를 72,000원으로 산정, 커버리지를 개시한다.



권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **72,000원 (I)**

현재주가 (11/26) **51,300원**

상승여력 **40%**

시가총액 19,652억원

총발행주식수 38,307,075주

60일 평균 거래대금 70억원

60일 평균 거래량 113,054주

52주 고/저 89,200원 / 48,000원

외인지분율 12.25%

배당수익률 1.91%

주요주주 F&F홀딩스 외 9인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (10.3) (11.7) (41.6)

상대 (8.1) (5.5) (42.1)

절대 (달러환산) (10.9) (16.2) (45.4)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,809	1,978	1,899	1,929
영업이익	525	552	411	414
지배순이익	442	425	308	320
PER	12.9	10.8	6.4	6.1
PBR	6.1	3.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.7	7.4	3.8	3.3
ROE	60.4	38.4	21.8	19.3

자료: 유안타증권

회사개요

F&F는 패션사업을 영위하고 있으며, F&F홀딩스로부터 2021년 5월 분할 상장되었다. 동사는 1997년 MLB 브랜드 라이선싱을 시작했으며, 2017년부터 해외 진출을 시작, 2019년 MLB 중국 진출 확대를 통해 성장하고 있다. 2012년 DISCOVERY를 런칭했으며, 올해 하반기에 DISCOVERY 아시아 라이선스 권리를 취득 통해 중국 진출을 확대할 예정이다.

F&F홀딩스가 인수한 DUVETICA(2018년)과 SUPRA(2020년) 브랜드도 2023년부터 중국진출을 시작했다. 자체 브랜드 확보를 통해 인수한 SERGIO TACCHINI(2022년) 등의 브랜드 사업도 영위하고 있다. 이외에도 2022년에 설립한 F&F엔터테인먼트 사업도 전개하고 있다.

[그림 1] MLB



자료: F&F, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] DISCOVERY



자료: F&F, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] DUVETICA, SUPRA



자료: F&F, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SERGIO TACCHINI



자료: F&F, 유안타증권 리서치센터

실적전망

연결기준 2024년 3분기 누적 실적은 매출액 1.35조원, 영업이익 3,304억원으로 전년대비(2023년 3분기 누적) 각각 3.3%, 24.5% 역성장했다. 4분기가 의류기업들에게 성수기이며, 3분기 대비 20% 내외 높은 매출 성장률(2022~2023년)을 보이며 11월 마지막주부터 기온이 영하로 하락한다는 점을 감안하여 2024년 연간 실적은 매출액 1.90조원, 영업이익 4,109억원으로 전망한다.

2025년은 전년대비 매출 성장이 기대된다. 라니냐 현상이 2025년 겨울까지 이어질 것으로 예상하며, 디스커버리 매장확대에 따른 실적성장이 기대된다. 반면 초기 매장구축비용이 반영된다는 점을 감안하여 매출액 1.93조원, 영업이익 4,142억원으로 전년대비 각각 1.6%, 0.8% 성장 예상한다. 단, 디스커버리의 해외 진출 속도에 따라 2025년 추정실적은 달라질 수 있다.

2025년 예상 EPS 8,366원에 동사의 2023년과 2024년 평균 PER인 8.5배를 적용하여 목표주가를 산정하였다.

[표 1] F&F 목표주가 산정

		참조
2025년 예상 지배순이익(억원)	3,205	
총발행주식주(만주)	3,831	
2025년 예상 EPS(원)	8,366	
Target PER(배)	8.6	2023~2024년 PER 평균
적정주가(원)	72,000	
현재주가(원)	51,300	
상승여력(%)	40.4	

자료: 유안타증권 리서치센터

성장요인과 우려요인

동사의 매출성장을 기대하는 요인들은 다음과 같다. 첫째, 기온이다. 2025년 엘니뇨에서 라니냐로 전환되는 시점으로 추운 겨울 가능성이 높다고 판단된다. 특히 코로나19와 엘니뇨 시기로 추운 겨울에 구매되는 ASP 높은 Heavy Outer 제품들의 구매가 발생할 것으로 기대된다.

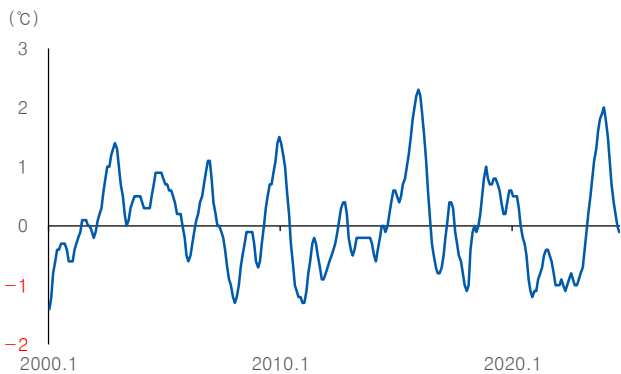
둘째, 동사는 2024년 7월 중국 등 아시아 주요 국가의 디스커버리 익스페디션 라이선스를 취득했다. 중국내 연내 1호점 매장 런칭을 시작으로 2025년말까지 100개의 매장을 열겠다는 계획을 밝혔다. ①MLB를 중국내 런칭 & 매장확대 전략을 성공한 DNA를 보유하고 있다. ②디스커버리 광고 모델이 중국내 인지도 높은 국내 배우(변우석 등)를 모델로 마케팅을 진행할 것으로 예상된다. 최근 변우석 배우는 프라다 엠베서더로 선정, 영향력이 확대되고 있는 추세이다.

셋째, MLB의 중국 외 지역으로의 성장 역시 가능하다. 특히, 인도와 중동 진출도 기대된다. K-Brand의 글로벌 인지도 확산, 유학생들이 MLB에 대한 높은 인지도를 보유하고 있다는 점에서 중국의 성장스토리가 인도와 중동에서도 가능할 수 있을 것으로 기대된다.

반면에 다음과 같은 우려감이 존재한다. ① MLB 중국 매출액 성장성. 매장수 확대와 연동되어 중국내 MLB 매출성장세가 이어지고 있었지만, 2024년 3분기에 전년대비 역성장하는 모습을 보였다. 하지만, 1개 분기에만 발생한 상황이라는 점에서 올해 4분기에 이어지는지 여부를 확인할 필요가 있다. MLB의 해외진출이 중국에서 인도와 중동으로 전환하는 시점이며 디스커버리를 집중적으로 투자하는 시점이라는 점도 MLB 중국 매출 둔화 우려는 시기상조라고 판단된다.

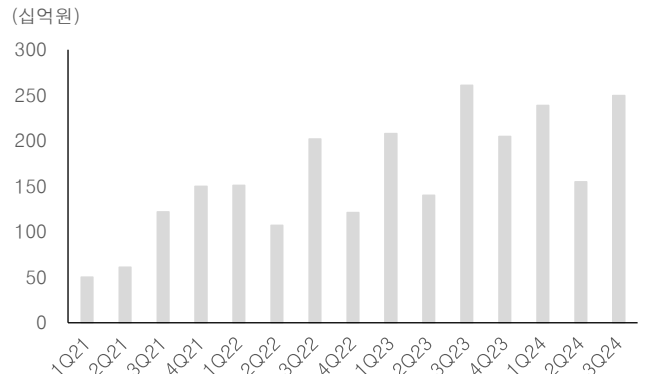
② 소송. 2024년 7월 영국에서 협력업체로부터 소송을 당했다. 세르지오 타키니 의류를 생산 및 판매하는 일부 제품에 대한 라이선스 홀로그램을 발급받지 못한 상황을 근거로 모빈살(MOVIN SARL)사가 소송을 제기했다. 이미 주가는 관련 우려감을 반영했으며, 소송액이 모빈살사의 2023년 영업이익의 40년치를 청구했다는 점에서 과대계상으로 되어 있다는 점에서 소송결과가 나오면 오히려 우려감 해소로 받아들일 가능성이 높다고 판단된다.

[그림 5] 해수면 온도편차



자료: 기상청, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] MLB CHINA 매출액 추이



자료: F&F, 유안타증권 리서치센터

F&F (383220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,089	1,809	1,978	1,899	1,929
매출원가	293	533	632	670	677
매출총이익	796	1,276	1,346	1,229	1,252
판매비	474	751	794	818	838
영업이익	323	525	552	411	414
EBITDA	351	605	626	448	435
영업외손익	-8	80	3	6	16
외환관련손익	4	-3	4	0	0
이자손익	-3	-8	-6	1	11
관계기업관련손익	-9	89	8	8	8
기타	0	2	-3	-3	-3
법인세비용차감전순손익	314	605	555	417	430
법인세비용	89	163	130	109	110
계속사업순손익	226	443	425	308	320
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	226	443	425	308	320
지배지분순이익	226	442	425	308	320
포괄순이익	227	439	424	308	320
지배지분포괄이익	227	438	426	309	321

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	292	369	477	379	354
당기순이익	226	443	425	308	320
감가상각비	27	49	67	30	14
외환손익	-2	3	1	0	0
중속, 관계기업관련손익	9	-89	-8	-8	-8
자산부채의 증감	-39	-114	-13	28	8
기타현금흐름	70	78	5	20	19
투자활동 현금흐름	-568	-171	-100	14	-22
투자자산	-571	-2	-9	25	-10
유형자산 증가 (CAPEX)	-12	-18	-23	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	16	-151	-68	-11	-12
재무활동 현금흐름	158	-109	-261	-270	-266
단기차입금	241	-8	-147	-2	1
사채 및 장기차입금	30	-3	146	0	0
자본	318	0	4	0	0
현금배당	0	-42	-61	-65	-64
기타현금흐름	-430	-57	-203	-203	-203
연결범위변동 등 기타	3	-2	3	183	200
현금의 증감	-115	87	118	306	266
기초 현금	129	15	102	220	526
기말 현금	15	102	220	526	792
NOPLAT	323	525	552	411	414
FCF	280	351	454	379	354

자료: 유안타증권

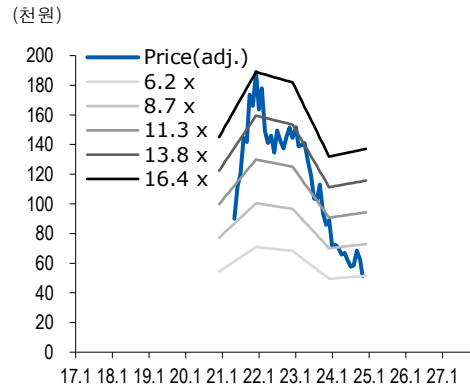
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	388	601	746	1,032	1,306
현금및현금성자산	15	102	220	526	792
매출채권 및 기타채권	118	161	148	144	146
재고자산	242	297	341	327	333
비유동자산	752	969	1,259	1,197	1,186
유형자산	72	77	135	105	91
관계기업 등 지분관련 자산	544	636	634	609	618
기타투자자산	19	9	20	20	20
자산총계	1,140	1,570	2,005	2,228	2,491
유동부채	564	576	487	469	476
매입채무 및 기타채무	188	192	248	238	242
단기차입금	211	195	31	31	31
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	35	51	201	199	200
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	599	627	687	668	675
지배지분	541	921	1,291	1,533	1,789
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	318	318	318
이익잉여금	226	625	988	1,231	1,488
비지배지분	0	22	27	27	27
자본총계	541	943	1,318	1,560	1,816
순차입금	249	137	18	-290	-555
총차입금	271	261	259	257	258

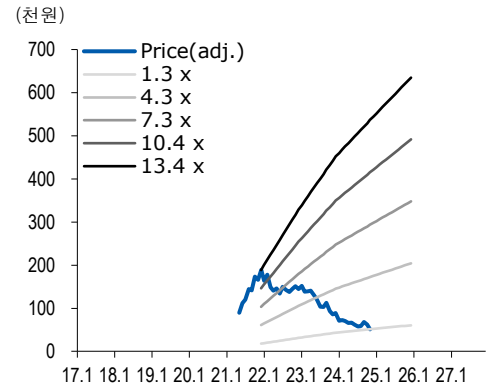
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	8,852	11,532	11,096	8,047	8,366
BPS	14,129	24,582	33,834	40,702	47,491
EBITDAPS	13,764	15,799	16,333	11,703	11,351
SPS	42,707	47,221	51,648	49,582	50,366
DPS	1,100	1,600	1,700	1,700	1,700
PER	16.1	12.9	10.8	6.4	6.1
PBR	10.1	6.1	3.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	16.3	9.7	7.4	3.8	3.3
PSR	3.3	3.2	2.3	1.0	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	0.0	66.1	9.4	-4.0	1.6
영업이익 증가율 (%)	na	62.7	5.1	-25.5	0.8
지배순이익 증가율 (%)	na	95.7	-3.8	-27.5	4.0
매출총이익률 (%)	73.1	70.6	68.0	64.7	64.9
영업이익률 (%)	29.6	29.0	27.9	21.6	21.5
지배순이익률 (%)	20.7	24.4	21.5	16.2	16.6
EBITDA 마진 (%)	32.2	33.5	31.6	23.6	22.5
ROIC	174.2	160.4	111.0	76.4	84.3
ROA	19.8	32.6	23.8	14.6	13.6
ROE	41.7	60.4	38.4	21.8	19.3
부채비율 (%)	110.7	66.5	52.2	42.8	37.2
순차입금/자기자본 (%)	46.1	14.9	1.4	-18.9	-31.0
영업이익/금융비용 (배)	68.1	50.1	47.8	35.8	36.2

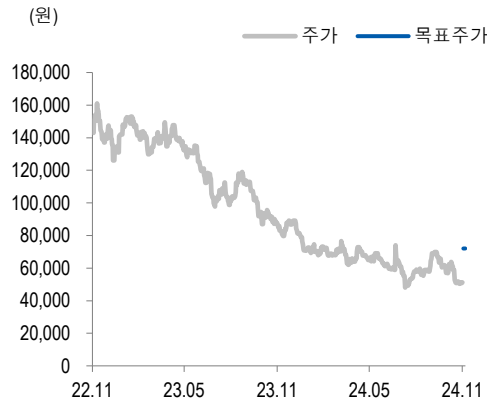
P/E band chart



P/B band chart



F&F (383220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-27	BUY	72,000	1년		
2024-06-28	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.