

F&F
(383220)

유정현

jung Hyun.yu@daishin.co

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

110,000

유지

현재주가

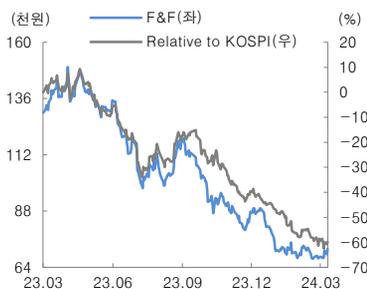
71,800

(24.03.26)

섬유의복업종

KOSPI	2757.09
시가총액	2,750십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	149,400원 / 67,700원
120일 평균거래대금	107억원
외국인지분율	13.60%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 61.10% 국민연금공단 7.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	-18.8	-35.4	-46.6
상대수익률	-4.1	-23.3	-42.3	-53.2

올해 상저하고 실적 흐름
1분기는 예상대로 다소 부진 예상

- 1분기 국내 브랜드 매출 대부분 (-) 성장 예상
- 1분기 중국 성장률 6% 전망
- 상반기 성장률 둔화 속 투자 집중되는 시기. 주가는 하반기 회복 전망

투자의견 BUY와 목표주가 110,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 110,000원(2024년 기준 예상 P/E 10배) 유지

올초 회사측은 2024년 전사 매출액을 2023년 대비 6% 성장한 2.1조원, 중국 매출 성장률을 13% 제시. 그러나 상반기는 연평균 성장률 보다 낮은 성장으로 실적이 쉬어가는 구간. 당장 실적 개선의 모멘텀을 찾기에는 어려울 것으로 보임. 상반기 성장이 없는 가운데 연간 성장률 도달을 위해 하반기 성장률의 빠른 회복세가 가시화하는 시점에서 주가는 의미 있게 반등할 것으로 예상. 주가는 부진한 실적을 충분히 반영하고 있으나 당분간 횡보 흐름이 이어지는 지루한 국면 예상됨

1Q24 Preview: 전사 매출 성장률 둔화

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,115억원(yoy +3%), 1,348억원(yoy -9%) 예상 [국내] 디스커버리(yoy -3%)와 MLB 일반 채널(yoy -11%) 매출 모두 역성장 전망. 전반적으로 국내 소비 경기 영향이 큰 가운데 MLB의 경우 일반 채널에서 발생했던 따이고 매출을 계획적으로 줄이면서 성장률이 더 부진한 것으로 파악. MLB 면세 채널도 1월에 잠시 회복세를 보였으나 2월부터 다시 마이너스 성장으로 돌아서며 1분기 yoy -12% 성장에 그칠 것으로 예상

[중국] 1분기 중국 매출액은 yoy +6% 성장 예상. 중국 경기가 부진하지만 아직 경기 요인 보다 중국내 브랜드 점유율 상승이 더 크게 작동하고 있는 구간. 다만 올해 출점 속도를 조절하면서 매출액 증가율은 1분기에 한 자릿 수로 낮아진 것으로 추정

1분기 전사 매출 성장률이 한 자릿 수 초반으로 낮아지고 고수익 모델의 중국 시장 성장률 둔화로 영업이익률은 yoy 346bps 하락한 26.5%로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24(F)				2Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	497	583	506	511	2.8	-12.2	525	412	1.5	-19.5
영업이익	149	144	131	135	-9.1	-6.1	144	105	-4.9	-22.4
순이익	119	102	101	106	-10.5	4.6	108	83	-3.7	-22.2

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	2,135	2,437	2,861
영업이익	525	552	560	639	750
세전순이익	605	555	564	643	762
총당기순이익	443	425	431	492	583
지배지분순이익	442	425	431	492	583
EPS	11,532	11,096	11,258	12,846	15,215
PER	12.5	8.0	6.4	5.6	4.7
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	50,844
PBR	6.0	2.6	2.5	2.5	1.4
ROE	60.4	38.4	36.0	44.6	38.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: F&F, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,135	2,421	2,135	2,437	0.0	0.7
영업이익	557	635	560	639	0.5	0.6
지배지분순이익	427	486	431	492	1.1	1.2
영업이익률	26.1	26.2	26.2	26.2		
순이익률	20.0	20.1	20.2	20.2		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

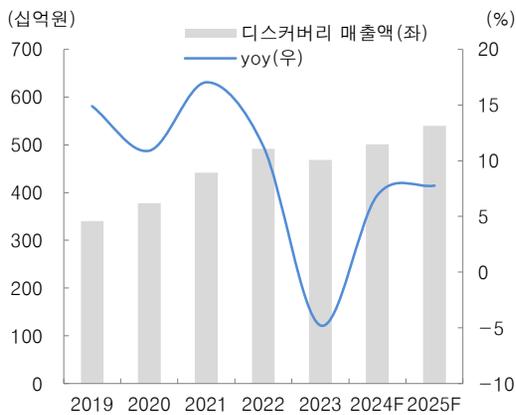
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	497	405	492	583	511	412	553	659	1,978	2,135	2,437
Discovery	111	89	73	195	108	92	82	218	468	501	540
MLB	330	249	360	317	328	243	387	338	1,257	1,296	1,512
MLB 면세	42	40	31	45	37	34	27	39	157	137	151
MLB 비면세	80	70	56	66	71	61	49	60	272	241	259
MLB China	208	140	273	206	219	148	311	239	828	917	1,102
MLB KDS	29	23	31	32	29	23	32	33	116	117	129
MLB 홍콩	18	19	18	21	22	23	21	25	76	91	109
영업이익	149	110	149	144	135	105	146	173	551	560	639
영업이익률	29.9	27.1	30.2	24.7	26.5	25.5	26.5	26.3	27.9	26.2	26.2
YoY											
매출액	13.8	9.2	11.4	4.4	2.8	1.5	12.3	13.1	9.3	7.9	14.1
Discovery	0.2	-8.2	-7.1	-5.0	-3.0	4.0	12.0	12.0	-4.8	6.9	7.8
MLB	14.6	7.1	10.7	22.4	-0.8	-2.4	7.6	6.4	13.7	3.1	16.7
MLB 면세	-36.7	-32.0	-39.4	-28.2	-12.0	-15.0	-12.0	-12.0	-33.9	-12.8	10.0
MLB 비면세	13.3	3.1	-10.4	-12.9	-11.0	-12.0	-12.0	-10.0	-1.7	-11.2	7.5
MLB China	38.0	30.8	29.0	70.6	5.5	5.9	13.9	15.7	40.1	10.9	20.1
MLB KDS	-1.7	14.3	134.8	0.9	0.0	0.0	3.0	3.0	21.6	1.6	10.0
MLB 홍콩	73.1	62.4	53.5	24.7	20.0	20.0	20.0	20.0	49.9	20.0	20.0
영업이익	10.6	15.9	7.4	-6.8	-9.1	-4.6	-1.6	20.4	5.6	1.5	14.1

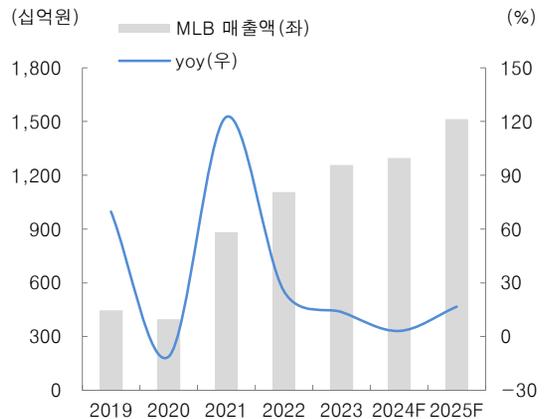
주: K-IFRS 연결기준
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 1. 디스커버리 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 2. MLB 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

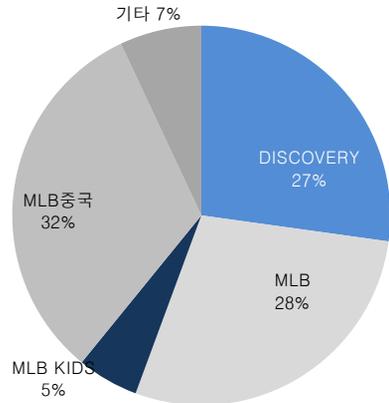
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 51억원, 부채 6,874억원, 자본 1조 3,177억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

주: 자산 규모는 2023년 12월 기준
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

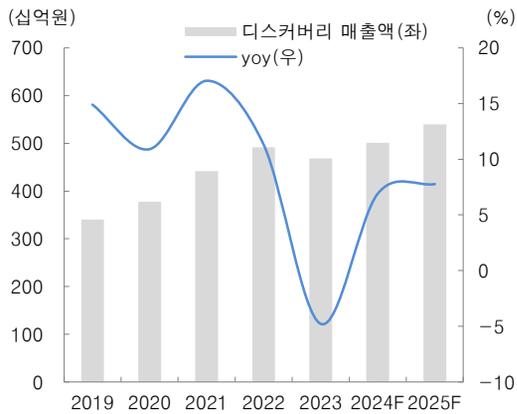
매출 비중 추이



주: 2022년 말 기준
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

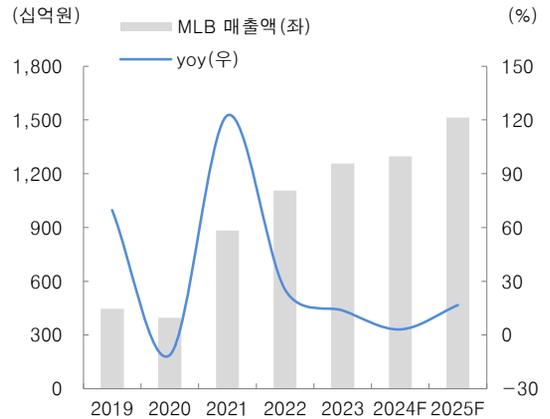
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	2,135	2,437	2,861
매출원가	533	632	671	738	860
매출총이익	1,276	1,346	1,464	1,700	2,001
판매비와관리비	751	794	904	1,061	1,251
영업이익	525	552	560	639	750
영업이익률	29.0	27.9	26.2	26.2	26.2
EBITDA	605	626	606	677	783
영업외손익	80	3	4	4	12
관계기업손익	89	8	8	8	8
금융수익	14	27	15	15	15
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-23	-27	-22	-22	-14
외환관련손실	13	12	11	11	11
기타	1	-5	3	3	3
법인세비용차감전순손익	605	555	564	643	762
법인세비용	-163	-130	-132	-151	-179
계속사업순손익	443	425	431	492	583
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	431	492	583
당기순이익률	24.5	21.5	20.2	20.2	20.4
비배지분순이익	1	0	0	0	0
지배지분순이익	442	425	431	492	583
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	439	424	431	491	582
비배지분포괄이익	1	-2	0	0	0
지배지분포괄이익	438	426	431	491	582

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,532	11,096	11,258	12,846	15,215
PER	12.5	8.0	6.4	5.6	4.7
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	50,844
PBR	6.0	2.6	2.5	2.5	1.4
EBITDAPS	15,799	16,333	15,827	17,669	20,437
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.7	4.1	2.5
SPS	47,221	51,648	55,739	63,624	74,677
PSR	3.1	1.7	1.3	1.1	1.0
CFPS	16,008	16,458	15,885	17,728	20,496
DPS	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	66.1	9.4	7.9	14.1	17.4
영업이익 증가율	62.7	5.1	1.5	14.1	17.3
순이익 증가율	96.1	-4.0	1.5	14.1	18.4
수익성					
ROC	127.4	89.3	79.2	95.5	115.3
ROA	38.7	30.9	30.6	38.6	36.0
ROE	60.4	38.4	36.0	44.6	38.2
안정성					
부채비율	66.5	52.2	47.2	46.9	26.5
순차입금비율	14.5	1.3	7.0	1.6	-40.7
이자보상배율	50.1	47.8	65.5	78.4	0.0

자료: F&F, 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	601	746	563	568	1,433
현금및현금성자산	102	220	106	109	914
매출채권 및 기타채권	161	148	130	135	153
재고자산	297	341	267	244	286
기타유동자산	41	36	60	80	80
비유동자산	969	1,259	1,093	1,086	1,083
유형자산	77	135	119	110	106
관계기업투자금	636	634	642	649	657
기타비유동자산	256	490	333	326	320
자산총계	1,570	2,005	1,656	1,654	2,516
유동부채	576	487	377	392	414
매입채무 및 기타채무	192	248	261	276	297
차입금	195	31	41	31	31
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	189	208	76	86	86
비유동부채	51	201	153	136	114
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	51	200	153	136	113
부채총계	627	687	531	528	527
자배지분	921	1,291	1,102	1,102	1,948
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	800	800	1,645
기타지분변동	-22	-19	-19	-19	-19
비배지분	22	27	23	23	41
자본총계	943	1,318	1,125	1,126	1,969
순차입금	137	18	79	18	-809

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369	477	586	567	580
당기순이익	443	425	431	492	583
비현금항목의 가감	171	205	177	187	202
감가상각비	80	74	46	38	33
외환손익	3	1	-4	-4	-4
지분법평가손익	-89	-8	-8	-8	-8
기타	177	139	143	161	181
자산부채의 증감	-114	-13	118	47	-26
기타현금흐름	-130	-140	-141	-159	-179
투자활동 현금흐름	-171	-100	-71	-63	-43
투자자산	-2	-9	-8	-8	-8
유형자산	-18	-23	-23	-23	-23
기타	-151	-68	-40	-32	-12
재무활동 현금흐름	-109	-261	-91	-110	-100
단기차입금	-15	-165	10	-10	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-42	-61	-65	-65	-65
기타	-52	-36	-36	-36	-36
현금의 증감	87	118	-114	4	804
기초 현금	15	102	220	106	109
기말 현금	102	220	106	109	914
NOPLAT	384	423	428	489	573
FCF	410	423	451	503	584

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

F&F(383220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.03.27	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.10.29	23.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	136,000	170,000	170,000	170,000
과리율(평균%)	(36.68)	(36.68)	(46.61)	(42.75)	(40.59)	(37.85)
과리율(최대/최소%)	(33.45)	(33.45)	(41.10)	(30.00)	(30.00)	(30.00)

제시일자	23.07.31	23.07.03	23.05.11	23.05.02	23.04.05	23.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000	200,000	200,000	200,000	190,000	190,000
과리율(평균%)	(36.35)	(37.13)	(33.34)	(28.04)	(25.71)	(25.43)
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(26.10)	(26.10)	(26.10)	(19.47)	(19.47)

제시일자	23.01.03	22.12.15	22.12.01	22.11.05	22.11.02	22.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
과리율(평균%)	(27.34)	(26.73)	(26.38)	(26.65)	(27.36)	(27.42)
과리율(최대/최소%)	(19.50)	(19.50)	(19.50)	(20.50)	(20.75)	(20.75)

제시일자	22.09.30	22.09.14	22.08.02	22.07.12	22.05.03	22.03.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000	180,000	180,000	220,000
과리율(평균%)	(27.45)	(26.06)	(26.44)	(23.88)	(25.02)	(33.80)
과리율(최대/최소%)	(20.75)	(20.75)	(20.75)	(11.11)	(18.61)	(29.09)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240324)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상