

F&F (383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.co

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

110,000

유지

현재주가

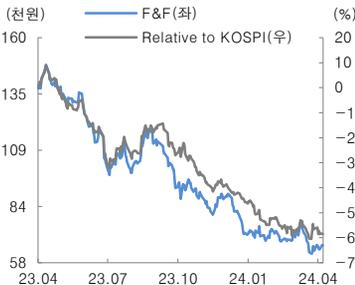
65,900

(24.04.30)

섬유의복업종

KOSPI	2692.06
시가총액	2,524십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	147,800원 / 62,100원
120일 평균거래대금	105억원
외국인지분율	13.33%
주요주주	F&F홀딩스 외 9인 61.63% 브이아이피자산운용 6.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	-6.3	-29.6	-53.3
상대수익률	-4.4	-13.0	-39.6	-56.6



하반기 내수 부문 회복이 관건

- 1분기 중국 선전, 그러나 국내 매출 대부분 (-) 성장하며 부진
- 매출 성장 둔화로 영업이익률 크게 하락
- 하반기 내수 부문 회복 나타날 때 추가 회복 전망

투자의견 BUY와 목표주가 110,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 110,000원(12MF 기준 예상 P/E 10배) 유지

1분기 국내는 부진했으나, 양호한 중국 성과를 고려할 때 회사측이 제시한 2024년 가이드런스(전사 매출액 2.1조원) 달성은 무리 없을 것으로 보임. 중국이 우려 대비 양호한 점은 긍정적. 그러나 국내 매출이 예상 보다 부진하면서 마진 하락이 크게 나타남. 리테일 기업 실적에 가장 중요한 매출 성장이 부진함에 따라 전체 마진 하락 불가피. 하반기 중국 성장도 중요하지만 내수 시장에서 회복이 얼마나 빠르게 나타나는지 이 점이 관건. 주가는 내수 부문 성장이 나타나는 구간에서 반등 예상. 주가는 부진한 실적을 충분히 반영하고 있으나 당분간 횡보 흐름이 이어지는 지루한 국면 예상됨

1Q24 Review: 중국 선전, 그러나 국내 부진으로 마진 악화

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,070억원(yoy +2%), 1,302억원(yoy -13%) 기록 **[국내]** 디스커버리(yoy -4%)와 MLB 일반 채널(yoy -11%) 매출 모두 역성장. 전반적으로 국내 소비 경기 영향이 큰 가운데 MLB의 경우 일반 채널에서 발생했던 파이코 매출을 계획적으로 줄이면서 성장률이 더 부진하게 나타남. MLB 면세 채널도 국내 면세점 부진 속에 yoy -16% 성장에 그침

[중국] 1분기 중국 매출액은 yoy +15% 성장. 중국 경기 부진 불구하고 아직 경기 요인 보다 중국내 브랜드 점유율 상승이 더 크게 작동하고 있는 구간(2분기 점포 수 1,104개로 yoy 11% 증가). 올해 출점 속도를 조절하고 있는 점 고려하면 무난한 성장 기록했다고 평가

1분기 전사 매출 성장률이 2%로 낮아지고 국내 부진 지속, 고마진 모델의 중국 시장 성장을 둔화로 영업이익률은 yoy 424bps 하락한 25.7% 기록하며 영업이익 10% 감소

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24P				2Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	497	583	511	507	1.9	-13.0	510	404	-0.4	-20.4
영업이익	149	144	135	130	-12.5	-9.6	134	95	-14.1	-27.1
순이익	119	102	106	96	-19.3	-5.7	102	74	-14.2	-23.1

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	2,058	2,301	2,525
영업이익	525	552	513	593	651
세전순이익	605	555	517	597	664
총당기순이익	443	425	395	457	508
지배지분순이익	442	425	394	457	508
EPS	11,532	11,096	10,287	11,925	13,256
PER	12.5	8.0	7.0	6.0	5.4
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	47,964
PBR	6.0	2.6	2.3	2.3	1.4
ROE	60.4	38.4	32.9	41.4	34.5

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	2,384	2,058	2,301	-3.6	-3.6
영업이익	560	606	513	593	-8.4	-2.2
지배지분순이익	431	467	394	457	-8.6	-2.1
영업이익률	26.2	25.4	24.9	25.8		
순이익률	20.2	19.6	19.2	19.9		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

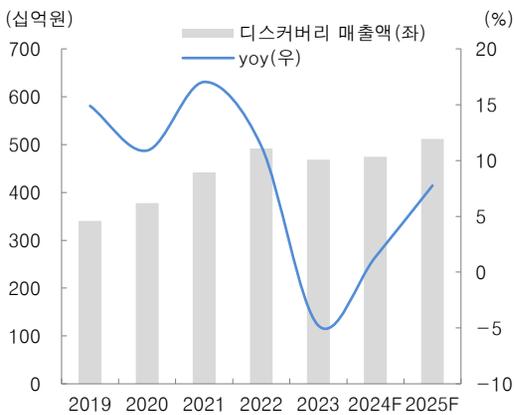
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	497	405	492	583	507	404	526	621	1,978	2,058	2,301
Discovery	111	89	73	195	107	88	76	205	468	475	512
MLB	313	249	360	317	330	243	387	338	1,239	1,298	1,473
MLB 면세	42	40	31	45	36	34	27	39	157	136	144
MLB 비면세	62	70	56	66	55	61	49	60	254	225	241
MLB China	208	140	273	206	239	148	311	239	828	937	1,088
MLB KDS	29	23	31	32	21	20	32	33	116	106	116
MLB 홍콩	18	19	18	21	22	23	21	25	76	91	110
영업이익	144	110	149	144	130	95	133	154	552	513	593
영업이익률	29.9	27.1	30.2	24.7	25.7	23.5	25.4	24.9	27.6	24.9	25.8
YoY											
매출액	13.8	9.2	11.4	4.4	1.9	-0.4	6.9	6.4	9.3	4.0	11.8
Discovery	0.2	-8.2	-7.1	-5.0	-4.2	-1.0	3.0	5.0	-4.8	1.4	7.7
MLB	8.5	7.1	10.7	22.4	5.5	-2.4	7.6	6.4	12.1	4.8	13.5
MLB 면세	-36.7	-32.0	-39.4	-28.2	-16.3	-15.0	-12.0	-12.0	-33.9	-13.9	6.2
MLB 비면세	-11.6	3.1	-10.6	-12.9	-11.4	-12.0	-12.0	-10.0	-8.1	-11.3	7.0
MLB China	38.0	30.8	29.1	70.6	15.0	5.9	13.8	15.7	40.2	13.2	16.1
MLB KDS	-1.7	14.3	134.8	0.9	-27.9	-15.0	3.0	3.0	21.6	-8.4	10.0
MLB 홍콩	73.1	62.4	53.5	24.7	23.3	20.0	20.0	20.0	49.9	20.8	20.0
영업이익	7.0	15.9	7.4	-6.8	-12.5	-13.8	-10.1	7.1	4.6	-6.2	15.6

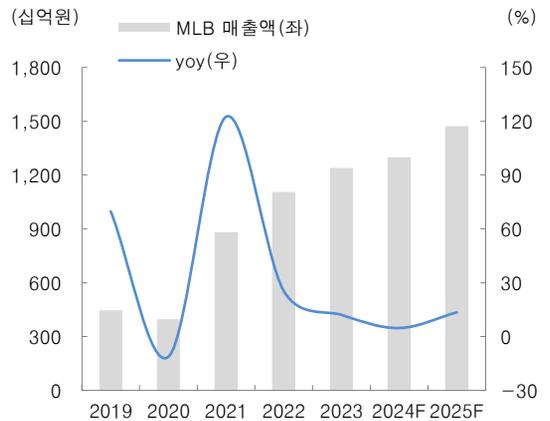
주: K-IFRS 연결기준
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

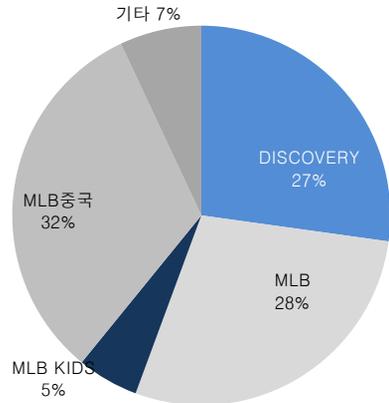
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 51억원, 부채 6,874억원, 자본 1조 3,177억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

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

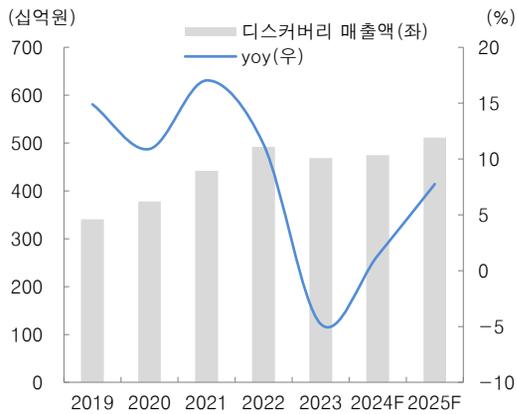
매출 비중 추이



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

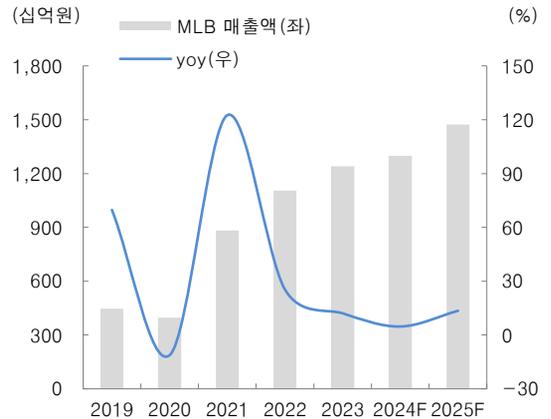
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	2,058	2,301	2,525
매출원가	533	632	674	697	758
매출총이익	1,276	1,346	1,384	1,605	1,767
판매비와관리비	751	794	871	1,012	1,116
영업이익	525	552	513	593	651
영업이익률	29.0	27.9	24.9	25.8	25.8
EBITDA	605	626	559	631	685
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	517	597	664
법인세비용	-163	-130	-121	-140	-156
계속사업순손익	443	425	395	457	508
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	395	457	508
당기순이익률	24.5	21.5	19.2	19.9	20.1
비배지분순이익	1	0	1	0	0
지배지분순이익	442	425	394	457	508
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	439	424	395	456	507
비배지분포괄이익	1	-2	1	0	0
지배지분포괄이익	438	426	393	456	507

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,532	11,096	10,287	11,925	13,256
PER	12.5	8.0	7.0	6.0	5.4
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	47,964
PBR	6.0	2.6	2.3	2.3	1.4
EBITDAPS	15,799	16,333	14,598	16,466	17,876
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.7	4.0	2.7
SPS	47,221	51,648	53,711	60,067	65,923
PSR	3.1	1.7	1.2	1.1	1.0
CFPS	16,008	16,458	14,657	16,524	17,935
DPS	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	66.1	9.4	4.0	11.8	9.7
영업이익 증가율	62.7	5.1	-7.1	15.6	9.9
순이익 증가율	96.1	-4.0	-7.0	15.6	11.2
수익성					
ROC	127.4	89.3	73.1	90.6	104.9
ROA	38.7	30.9	28.0	35.9	32.3
ROE	60.4	38.4	32.9	41.4	34.5
안정성					
부채비율	66.5	52.2	46.8	46.3	27.2
순차입금비율	14.5	1.3	6.2	0.5	-38.8
이자보상배율	50.1	47.8	60.0	72.8	0.0

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	601	746	559	561	1,303
현금및현금성자산	102	220	115	122	832
매출채권 및 기타채권	161	148	127	129	139
재고자산	297	341	257	230	253
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	1,652	1,647	2,387
유동부채	576	487	373	386	397
매입채무 및 기타채무	192	248	257	269	280
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	527	521	510
자배지분	921	1,291	1,102	1,102	1,837
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	800	800	1,535
기타지분변동	-22	-19	-19	-19	-19
비배지분	22	27	23	23	39
자본총계	943	1,318	1,125	1,126	1,876
순차입금	137	18	70	5	-727

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369	477	559	535	524
당기순이익	443	425	395	457	508
비현금항목의 가감	171	205	166	176	179
감가상각비	80	74	46	38	33
외환손익	3	1	-4	-4	-4
지분법평가손익	-89	-8	-8	-8	-8
기타	177	139	132	151	158
자산부채의 증감	-114	-13	128	51	-8
기타현금흐름	-130	-140	-130	-148	-156
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	-105	7	710
기초 현금	15	102	220	115	122
기말 현금	102	220	115	122	832
NOPLAT	384	423	392	454	498
FCF	410	423	415	468	508

[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	24.05.02	24.03.27	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	136,000	170,000	170,000
과리율(평균%)	(37.45)	(36.61)	(46.61)	(42.75)	(40.59)	(40.59)
과리율(최대/최소%)	(30.45)	(33.45)	(41.10)	(30.00)	(30.00)	(30.00)

제시일자	23.10.11	23.07.31	23.07.03	23.05.11	23.05.02	23.04.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000	170,000	200,000	200,000	200,000	190,000
과리율(평균%)	(37.85)	(36.35)	(37.13)	(33.34)	(28.04)	(25.71)
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(30.00)	(26.10)	(26.10)	(26.10)	(19.47)

제시일자	23.02.02	23.01.03	22.12.15	22.12.01	22.11.05	22.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
과리율(평균%)	(25.43)	(27.34)	(26.73)	(26.38)	(26.65)	(27.36)
과리율(최대/최소%)	(19.47)	(19.50)	(19.50)	(19.50)	(20.50)	(20.75)

제시일자	22.11.01	22.09.30	22.09.14	22.08.02	22.07.12	22.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000	200,000	180,000	180,000
과리율(평균%)	(27.42)	(27.45)	(26.06)	(26.44)	(23.88)	(25.02)
과리율(최대/최소%)	(20.75)	(20.75)	(20.75)	(20.75)	(11.11)	(18.61)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240430)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.8%	6.2%	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