

F&F
(383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

92,000

유지

현재주가

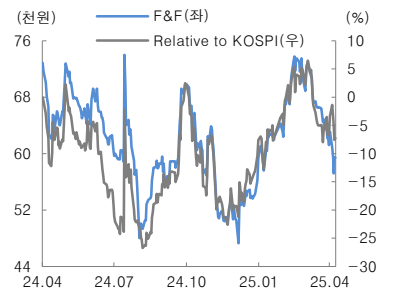
59,400

(25.04.11)

섬유의복업종

KOSPI	2432.72
시가총액	2,275십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	74,000원 / 47,300원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	11.81%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.82% 국민연금공단 7.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.3	3.1	-6.3	-10.9
상대수익률	-12.7	6.6	0.0	-0.9



이익 사이클 저점 통과 판단

- 1분기 내수 부진, 중국 양호
- 2025년에는 성장 한계가 보이는 내수 시장 보다 해외 확장에 무게
- 하반기 디스커버리 출점으로 해외 성장성 부각 전망

투자 의견 BUY와 목표주가 92,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 92,000원(2025년 예상 P/E 9배) 유지

2025년에도 국내 부문은 성장하기 어려울 것으로 예상. 경기 부진 요인 외에도 주력 브랜드가 성숙 국면에 진입했기 때문. 그러나 중국은 지난 해 성장성 급저하 상태를 벗어나 회복하는 해가 될 것으로 전망. MLB 브랜드 리뉴얼 효과와 디스커버리의 활발한 출점이 예상되고 있기 때문. 최근 주가는 글로벌 증시 조정과 함께 동반 하락. 이 때문에 valuation은 다시 P/E 6배 수준까지 낮아지며 투자 매력이 커진 상황. 하반기 디스커버리 중국 출점이 동사 주가 상승 동력으로 작용할 것으로 전망. 2025년 주가는 상반기를 저점으로 중국 성장성이 다시 부각되며 완만히 회복될 것으로 예상

1Q25 Preview: 이익 사이클 저점 통과한 것으로 판단

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,909억원(yoy -3%), 1,200억원(yoy -8%)으로 예상 **[국내]** 1월 강추위로 매출이 회복세를 보였으나 2월까지 추위가 이어지며 오히려 S/S 시즌 매출에 부정적 영향. 디스커버리가 날씨에 가장 영향을 많이 받았으며 MLB 일반 내수 채널은 타이공 매출을 줄이는 일환으로 매출 감소가 지속됨. 1분기 각 브랜드별 매출 성장률은 디스커버리 -12%, MLB 면세 -25%, 비면세 -7%로 예상(yoy) **[중국]** 1분기 중국 매출액 성장률은 +4~5% 수준으로 시장 평균 수준의 성장률(중국 소매 의류 판매액 증가율 약 4%) 수준의 예상 보다 양호한 성장 기록한 것으로 추정

1분기 전사 매출액이 감소하면서 1분기 영업이익도 8% 감소한 것으로 추정. 지난 1년여간 이익 감소세가 지속되고 있지만 지난 해 3분기 영업이익 27% 감소 이후 감소폭은 눈에 띄게 줄어들고 있는 상황이라고 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)				2025			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	507	547	493	491	-3.2	-10.2	497	409	4.6	-16.6
영업이익	130	120	120	120	-8.2	-0.8	119	90	-1.6	-24.4
순이익	96	107	91	94	-2.2	-12.5	89	72	-3.6	-23.6

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,952	2,087	2,191
영업이익	552	451	470	518	555
세전순이익	555	477	486	535	573
총당기순이익	425	356	365	401	430
지배지분순이익	425	360	365	401	430
EPS	11,096	9,408	9,524	10,479	11,221
PER	8.0	5.8	6.6	6.0	5.6
BPS	33,689	40,781	48,640	57,454	67,009
PBR	2.6	1.3	1.2	1.0	0.9
ROE	38.4	25.3	21.3	19.8	18.0

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,940	2,057	1,952	2,087	0.6	1.5
영업이익	469	513	470	518	0.3	1.0
지배지분순이익	354	393	365	401	3.0	2.1
영업이익률	24.2	24.9	24.1	24.8		
순이익률	18.3	19.1	18.7	19.2		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

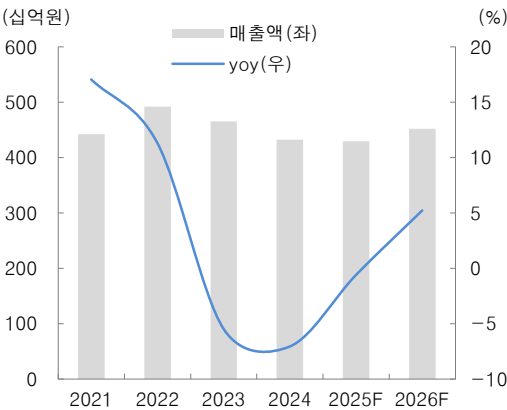
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	507	391	450	547	491	409	460	591	1,895	1,952	2,087
Discovery	107	87	63	176	94	82	66	188	432	430	452
MLB	330	247	321	303	327	260	340	342	1,201	1,269	1,365
MLB 면세	36	33	25	31	27	26	26	31	124	110	116
MLB 비면세	55	58	46	58	51	55	46	59	218	212	223
MLB China	239	155	250	214	249	178	268	251	859	946	1,026
MLB KIDS	21	20	27	20	19	18	28	21	88	86	91
MLB 홍콩	22	17	15	19	23	18	16	20	73	77	81
영업이익	130	92	108	120	120	90	120	141	451	470	518
영업이익률	25.7	23.5	24.1	22.0	24.3	22.1	26.0	23.8	23.8	24.1	24.8
YoY											
매출액	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-3.2	4.6	2.3	8.2	-4.2	3.0	6.9
Discovery	-4.2	-1.9	-14.7	-9.8	-12.0	-6.0	5.0	7.0	-7.1	-0.6	5.2
MLB	5.5	-1.0	-10.7	-4.1	-0.9	5.3	5.9	13.0	-3.4	5.7	7.6
MLB 면세	-16.3	-16.4	-19.1	-31.5	-25.0	-20.0	3.0	3.0	-21.2	-11.1	5.0
MLB 비면세	-11.4	-16.2	-17.4	-12.4	-7.0	-5.0	0.0	2.0	-16.3	-2.6	5.0
MLB China	15.0	10.9	-4.0	4.5	4.1	14.5	7.3	17.4	5.6	10.2	8.4
MLB KIDS	-27.9	-14.7	-12.6	-37.2	-10.0	-10.0	5.0	5.0	-23.7	-1.9	5.0
MLB 홍콩	23.3	-10.5	-13.1	-10.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-2.9	5.0	5.0
영업이익	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-8.2	-1.6	10.5	16.9	-18.3	4.4	10.1

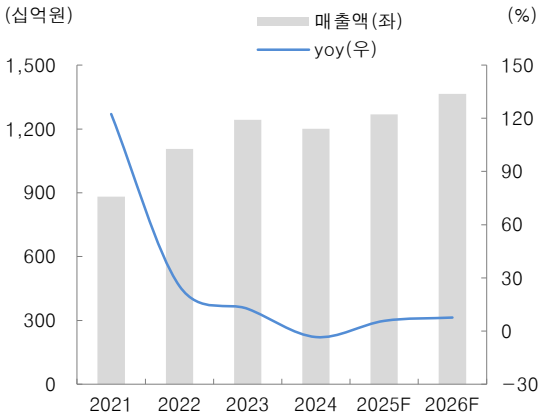
주: K-IFRS 연결기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

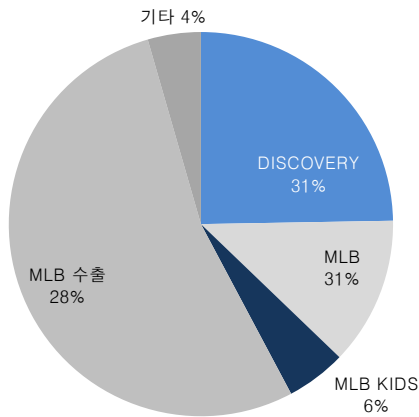
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 2,860억원, 부채 7,090억원, 자본 1조 5,770억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

주: 자산 규모는 2024년 12월 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

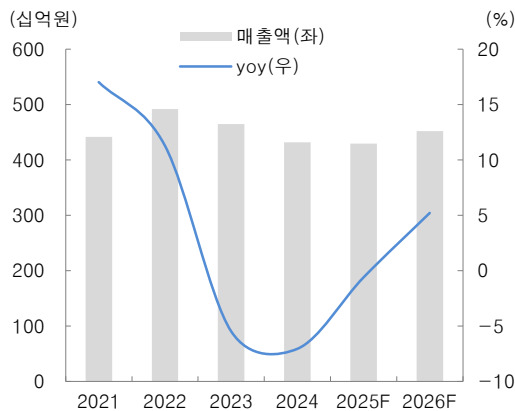
매출 비중 추이



주: 2024년 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

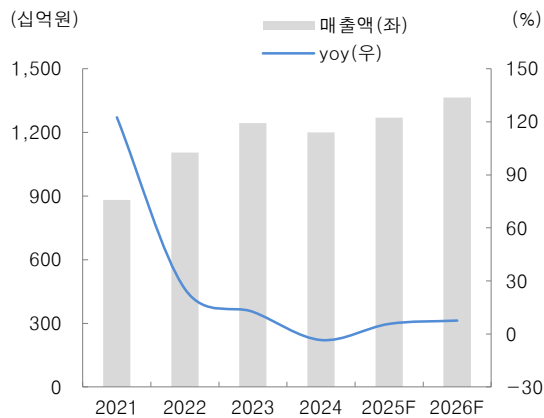
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,886	1,952	2,087	2,191
매출원가	632	649	631	662	686
매출총이익	1,346	1,247	1,321	1,424	1,506
판매비와관리비	794	796	851	907	951
영업이익	552	451	470	518	555
영업이익률	27.9	23.8	24.1	24.8	25.3
EBITDA	626	552	581	602	640
영업외손익	3	27	16	17	18
관계기업손익	8	28	23	23	23
금융수익	27	37	29	29	29
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-27	-30	-26	-25	-24
외환관련손실	12	14	11	11	11
기타	-5	-9	-9	-9	-9
법인세비용차감전순손익	555	477	486	535	573
법인세비용	-130	-121	-122	-134	-143
계속사업순손익	425	356	365	401	430
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	425	356	365	401	430
당기순이익률	21.5	18.8	18.7	19.2	19.6
비지배지분순이익	0	-4	0	0	0
지배지분순이익	425	360	365	401	430
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	424	370	379	416	444
비지배지분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	426	370	379	416	444

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,096	9,408	9,524	10,479	11,221
PER	80	58	66	60	56
BPS	33,689	40,781	48,640	57,454	67,009
PBR	26	1.3	1.2	1.0	0.9
EBITDAPS	16,333	14,408	15,176	15,726	16,695
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.1	3.6	3.1
SPS	51,648	49,495	50,961	54,476	57,207
PSR	1.7	1.1	1.2	1.1	1.0
CFPS	16,458	14,576	15,083	15,643	16,613
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	9.4	-4.2	3.0	6.9	5.0
영업이익 증가율	5.1	-18.3	4.4	10.1	7.1
순이익 증가율	-4.0	-16.2	2.5	10.0	7.1
수익성					
ROC	89.3	44.4	34.4	34.8	35.3
ROA	30.9	21.0	19.9	20.2	19.7
ROE	38.4	25.3	21.3	19.8	18.0
안정성					
부채비율	52.2	44.9	30.3	20.4	14.1
순차입금비율	1.3	14.9	4.8	-4.8	-13.0
이자보상배율	47.8	38.1	42.9	54.1	64.4

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	746	637	709	856	1,035
현금및현금성자산	220	120	124	208	353
매출채권 및 기타채권	148	163	169	179	176
재고자산	341	325	325	348	365
기타유동자산	36	29	91	121	141
비유동자산	1,259	1,649	1,742	1,819	1,923
유형자산	135	501	537	554	573
관계기업투자금	634	652	681	709	737
기타비유동자산	490	495	525	555	613
자산총계	2,005	2,286	2,451	2,675	2,957
유동부채	487	522	419	341	296
매입채무 및 기타채무	248	199	202	180	175
차입금	31	146	117	82	57
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	208	178	100	80	64
비유동부채	201	186	151	111	69
차입금	0	0	0	0	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	200	186	151	111	69
부채총계	687	709	570	453	365
자배지분	1,291	1,562	1,863	2,201	2,567
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,584	1,922	2,288
기타지분변동	-19	-43	-42	-42	-42
비지배지분	27	15	18	21	25
자본총계	1,318	1,577	1,881	2,222	2,592
순차입금	18	234	90	-106	-336

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	477	399	430	410	453
당기순이익	425	356	365	401	430
비현금항목의 가감	205	202	213	198	207
감가상각비	74	101	111	85	85
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
지분법평가손익	-8	-28	-28	-28	-28
기타	139	135	133	144	153
자산부채의 증감	-13	-24	-25	-55	-41
기타현금흐름	-140	-135	-123	-134	-142
투자활동 현금흐름	-100	-453	-178	-145	-135
투자자산	-9	6	-28	-28	-28
유형자산	-23	-435	-80	-80	-80
기타	-68	-25	-69	-36	-26
재무활동 현금흐름	-261	-45	-147	-153	-142
단기차입금	-165	107	-29	-35	-24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-61	-65	-64	-64	-64
기타	-36	-88	-54	-54	-54
현금의 증감	118	-100	4	85	144
기초 현금	102	220	120	124	208
기말 현금	220	120	124	208	353
NOPLAT	423	336	353	388	416
FCF	423	-62	354	363	391

[Compliance Notice]

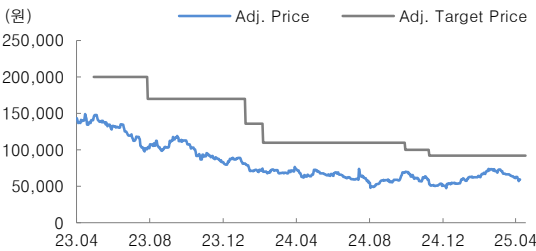
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

F&F(383220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.14	25.02.10	25.01.09	24.11.20	24.11.16	24.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
과리율(평균%)		(33.55)	(38.72)	(42.00)	(44.22)	(44.13)
과리율(최대/최소%)		(19.78)	(25.43)	(33.59)	(43.15)	(43.15)
제시일자	24.10.02	24.09.05	24.08.08	24.07.29	24.07.18	24.07.09
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과리율(평균%)	(37.74)	(45.06)	(49.21)	(40.13)	(39.25)	(39.08)
과리율(최대/최소%)	(30.20)	(37.09)	(45.82)	(30.45)	(30.45)	(30.45)
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%)	(38.74)	(37.45)	(36.68)	(46.51)	(42.75)	(40.59)
과리율(최대/최소%)	(30.45)	(30.45)	(33.45)	(41.10)	(30.00)	(30.00)
제시일자	23.10.11	23.07.31	23.07.03	23.05.11	23.05.02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	170,000	170,000	200,000	200,000	200,000	
과리율(평균%)	(37.85)	(36.35)	(37.13)	(33.34)	(28.04)	
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(30.00)	(26.10)	(26.10)	(26.10)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250411)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	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