

# F&F (383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.co

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

**100,000**

하향

현재주가

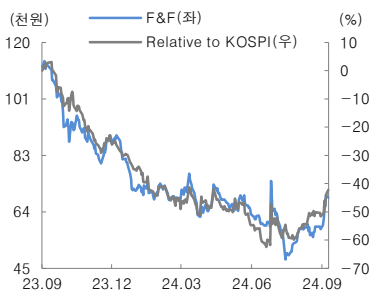
**68,500**

(24.09.30)

섬유의복업종

KOSPI	2593.27
시가총액	2,624십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	113,000원 / 48,000원
120일 평균거래대금	105억원
외국인지분율	12.43%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.82% 브이아이퍼자산운용 6.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.9	9.8	-2.6	-39.4
상대수익률	20.5	18.4	3.2	-42.4



## 실적 확인하며 접근해야 할 구간

- 3분기 국내 부진 지속, 중국도 상반기 대비 성장률 크게 낮아질 전망
- 매출 부진 속에 고정비 부담 상승으로 영업이익률 하락 지속 전망
- 기대감으로 저평가 일부 해소, 지금은 실적 확인하며 접근해야 할 구간

### 투자자의견 BUY와 목표주가 100,000원 하향(-9%)

투자자의견 BUY와 목표주가 100,000원(12MF 기준 예상 P/E 10배) 하향. 목표주가 하향은 2024-2025년 실적 하향 조정에 따른 것

중국 정부의 경기 부양 의지 기대감에 최근 1개월간 동사 주가는 17% 상승. 그러나 국내 시장 상황 부진이 더 길어지고 있고, 중국 출점도 상당히 둔화되어 급격한 실적 회복에 대한 기대치는 낮출 필요가 있음. 내년 1분기부터는 영업이익이 소폭이나마 증가하는 구간에 진입할 가능성이 높는데 최근 주가 상승이 이러한 기대감을 반영하며 저평가 일부 해소. 이에 따라 주가는 본격적인 실적 개선 여부 확인하기 위해 당분간 횡보할 가능성이 크다고 판단

### 3Q24 Preview: 국내 부진 지속, 중국도 성장률 크게 낮아짐

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4,721억원(yoy -4%), 1,213억원(yoy -18%)으로 추정 **[국내]** 국내 소비 부진과 늦더위가 동사 매출에 대부분 부정적으로 작용. 3분기 각 브랜드별 매출 상황은 2분기와 유사한 수준으로 파악(디스커버리 -3%, MLB 면세 -16%, 비면세 -16% 추정). MLB 비면세의 경우 지난 해 말부터 회사측이 백화점에서 발생하던 타이공 매출 비중을 의도적으로 낮추면서 감소폭이 시장 평균 대비 더 크게 나타나고 있음. 이 효과를 제거하면 실질 성장률은 -3~-4% 내외로 파악 **[중국/홍콩]** 3분기 중국 매출액 성장률은 flat% 수준에 그칠 것으로 전망. 이는 MLB 중국 매출액이 1, 2분기에 각각 15%, 11% 증가(yoy)한 것에 비하면 크게 낮아진 것으로 중국 소비가 하반기 들어 상반기 보다 더 부진해졌기 때문. 참고로 상반기 중국 의류 소매 판매액 증가율은 flat 수준이었으나 7월에 -5%, 8월에 -2%(yoy) 등 마이너스로 전환

3분기 전사 매출액이 감소하며 인건비 등 고정비 부담 증가로 영업이익률은 25.7%(yoy -450bps)로 예상되며 영업이익은 18% 감소할 것으로 전망됨

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24(F)				4Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	493	391	496	472	-4.2	20.6	501	583	0.0	23.5
영업이익	149	92	127	121	-18.4	32.1	135	133	-7.5	9.9
순이익	119	71	98	94	-21.2	31.3	106	105	3.7	12.3

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	1,954	2,088	2,235
영업이익	525	552	476	509	559
세전순이익	605	555	480	513	572
총당기순이익	443	425	367	393	437
지배지분순이익	442	425	366	393	437
EPS	11,532	11,096	9,562	10,254	11,417
PER	12.5	8.0	7.0	6.5	5.9
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	44,464
PBR	6.0	2.6	2.4	2.4	1.5
ROE	60.4	38.4	30.6	35.6	31.2

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	1,990	2,252	1,954	2,088	-1.9	-7.3
영업이익	497	579	476	509	-4.1	-12.0
지배지분순이익	382	446	366	393	-4.1	-11.9
영업이익률	25.0	25.7	24.4	24.4		
순이익률	19.2	19.8	18.8	18.8		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

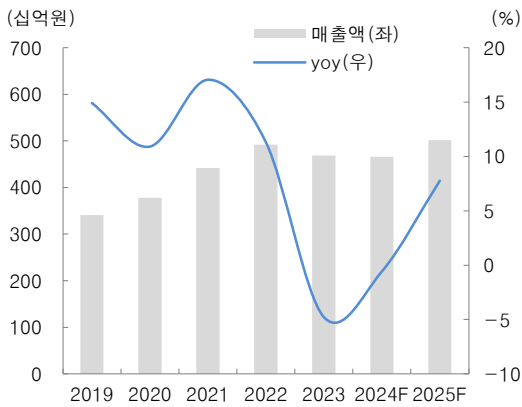
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	497	405	492	583	507	391	472	583	1,978	1,954	2,088
Discovery	111	89	73	195	107	87	71	201	468	466	502
MLB	313	249	360	317	330	247	347	310	1,245	1,233	1,306
MLB 면세	42	40	31	45	36	33	26	37	157	132	137
MLB 비면세	62	70	56	66	55	58	47	63	260	224	239
MLB China	208	140	273	206	239	155	274	210	828	878	930
MLB KDS	29	23	31	32	21	20	29	33	116	102	113
MLB 홍콩	18	19	18	21	22	17	16	19	76	74	78
영업이익	144	110	149	144	130	92	121	133	552	476	509
영업이익률	29.9	27.1	30.2	24.7	25.7	23.5	25.7	22.9	27.9	24.4	24.4
YoY											
매출액	13.8	9.2	11.4	4.4	1.9	-3.5	-4.0	0.0	9.3	-1.2	6.9
Discovery	0.2	-8.2	-7.1	-5.0	-4.2	-1.9	-3.0	3.0	-4.8	-0.6	7.8
MLB	8.5	7.1	10.7	22.4	5.5	-1.0	-3.7	-2.3	12.6	-1.0	5.9
MLB 면세	-36.7	-32.0	-39.4	-28.2	-16.3	-16.4	-16.0	-16.0	-33.9	-16.2	3.5
MLB 비면세	-11.6	3.1	-10.6	-12.9	-11.4	-16.2	-16.0	-5.0	-6.0	-14.1	7.0
MLB China	38.0	30.8	29.1	70.6	15.0	10.9	0.2	1.6	40.2	6.1	5.9
MLB KDS	-1.7	14.3	134.8	0.9	-27.9	-14.7	-8.0	3.0	21.6	-11.3	10.0
MLB 홍콩	73.1	62.4	53.5	24.7	23.3	-10.5	-10.0	-10.0	49.9	-2.2	5.0
영업이익	7.0	15.9	7.4	-6.8	-12.5	-16.6	-18.4	-7.5	5.6	-13.6	6.9

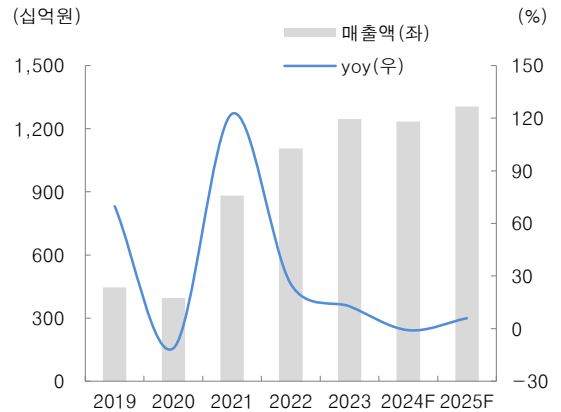
주: K-IFRS 연결기준  
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

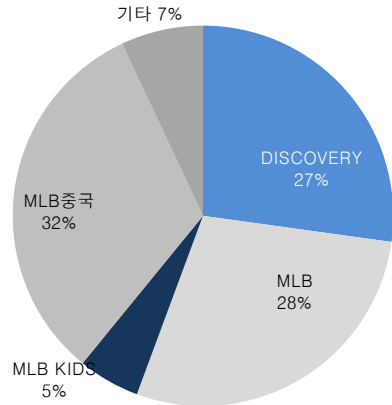
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 51억원, 부채 6,874억원, 자본 1조 3,177억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

### 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

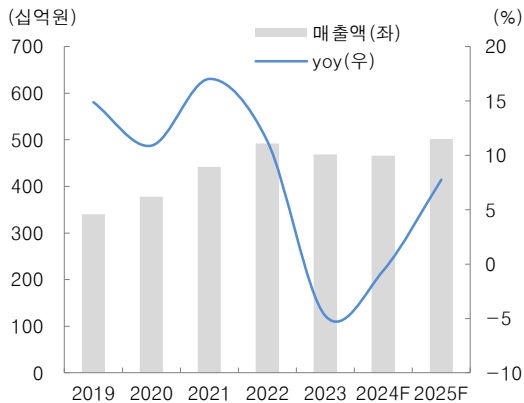
### 매출 비중 추이



주: 2023년 말 기준  
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

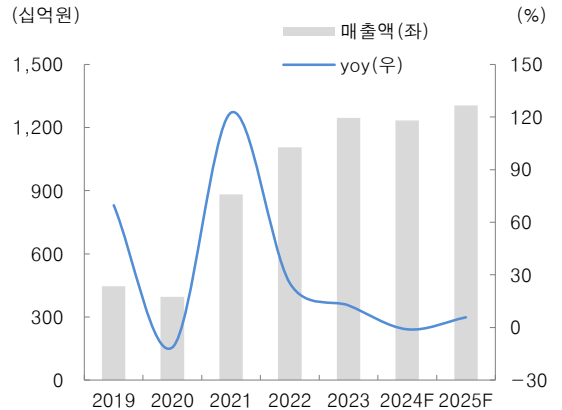
## 2. Earnings Driver

### 디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

### MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서						재무상태표					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	1,954	2,088	2,235	유동자산	601	746	554	550	1,152
매출원가	533	632	639	663	694	현금및현금성자산	102	220	128	142	723
매출총이익	1,276	1,346	1,315	1,424	1,541	매출채권 및 기타채권	161	148	122	120	126
판매비와관리비	751	794	838	915	982	재고자산	297	341	244	209	224
영업이익	525	552	476	509	559	기타유동자산	41	36	60	80	80
영업이익률	29.0	27.9	24.4	24.4	25.0	비유동자산	969	1,259	1,093	1,086	1,083
EBITDA	605	626	523	547	593	유형자산	77	135	119	110	106
영업외손익	80	3	4	4	12	관계기업투자금	636	634	642	649	657
관계기업손익	89	8	8	8	8	기타비유동자산	256	490	333	326	320
금융수익	14	27	15	15	15	자산총계	1,570	2,005	1,647	1,636	2,235
외환관련이익	0	0	0	0	0	유동부채	576	487	368	375	382
금융비용	-23	-27	-22	-22	-14	매입채무 및 기타채무	192	248	252	259	266
외환관련손실	13	12	11	11	11	차입금	195	31	41	31	31
기타	1	-5	3	3	3	유동성채무	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	605	555	480	513	572	기타유동부채	189	208	76	86	86
법인세비용	-163	-130	-113	-121	-134	비유동부채	51	201	153	136	114
계속사업순이익	443	425	367	393	437	차입금	0	0	0	0	0
중단사업순이익	0	0	0	0	0	전환증권	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	367	393	437	기타비유동부채	51	200	153	136	113
당기순이익률	24.5	21.5	18.8	18.8	19.6	부채총계	627	687	522	511	496
비지배자분순이익	1	0	1	0	0	지배자분	921	1,291	1,102	1,102	1,703
지배자분순이익	442	425	366	393	437	자본금	4	4	4	4	4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	자본잉여금	314	318	318	318	318
기타포괄이익	0	0	0	0	0	이익잉여금	625	988	800	800	1,401
포괄순이익	439	424	367	392	437	기타자본변동	-22	-19	-19	-19	-19
비지배자분포괄이익	1	-2	1	0	0	비지배자분	22	27	23	23	36
지배자분포괄이익	438	426	366	392	437	자본총계	943	1,318	1,125	1,126	1,739

순차입금	137	18	57	-15	-617
------	-----	----	----	-----	------

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,532	11,096	9,562	10,254	11,417
PER	125	80	7.0	6.5	5.9
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	44,464
PBR	6.0	2.6	2.4	2.4	1.5
EBITDAPS	15,799	16,333	13,648	14,280	15,473
EV/EBITDA	9.4	5.5	5.2	4.8	3.4
SPS	47,221	51,648	50,996	54,501	58,345
PSR	3.1	1.7	1.3	1.3	1.2
CFPS	16,008	16,458	13,707	14,339	15,531
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	-1.3	6.9	7.1
영업이익 증가율	62.7	5.1	-13.7	6.9	9.8
순이익 증가율	96.1	-4.0	-13.6	6.9	11.3
수익성					
ROC	127.4	89.3	68.8	80.4	94.8
ROA	38.7	30.9	26.1	31.0	28.9
ROE	60.4	38.4	30.6	35.6	31.2
안정성					
부채비율	66.5	52.2	46.3	45.4	28.5
순차입금비율	14.5	1.3	5.0	-1.3	-35.5
이자보상배율	50.1	47.8	55.7	62.5	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369	477	544	478	460
당기순이익	443	425	367	393	437
비현금항목의 가감	171	205	158	157	158
감가상각비	80	74	46	38	33
외환손익	3	1	-4	-4	-4
지분법평가손익	-89	-8	-8	-8	-8
기타	177	139	123	131	136
자산부채의 증감	-114	-13	140	58	0
기타현금흐름	-130	-140	-121	-129	-134
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	-92	14	581
기초 현금	15	102	220	128	142
기말 현금	102	220	128	142	723
NOPLAT	384	423	365	390	428
FCF	410	423	388	404	438

자료: F&F, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

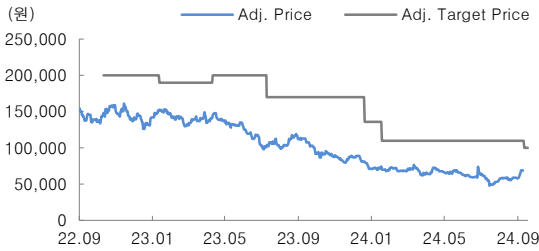
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	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%)		(45.06)	(49.21)	(40.13)	(39.25)	(39.08)
과리율(최대/최소%)		(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	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)	(27.27)	(25.76)	(24.38)	(24.43)	(26.17)
과리율(최대/최소%)	(19.47)	(19.50)	(19.50)	(19.50)	(20.50)	(23.25)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240928)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	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