

F&F
(383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

92,000

유지

현재주가

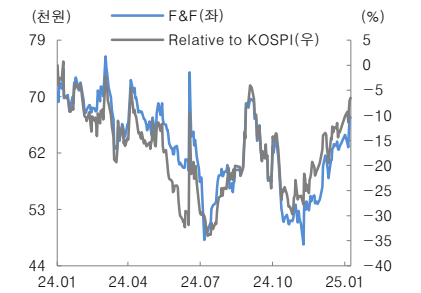
67,000

(25.02.07)

섬유의복업종

KOSPI	2521.92
시가총액	2,567십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	76,500원 / 47,300원
120일 평균거래대금	59억원
외국인지분율	11.75%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.82% 브이아이피자산운용 6.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	9.8	33.7	-10.2
상대수익률	8.7	11.7	36.2	-7.1



실적 하향 조정 멈추고
해외 확장성 다시 부각

- 4분기 소비 경기 부진, 이상 고온이 실적 발목
- 2025년에는 성장 한계가 보이는 내수 시장 보다 해외 확장에 무게
- 중국 경기 부양책 기대감, 해외 확장 계획 등이 주가 견인할 전망

투자의견 BUY와 목표주가 92,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 92,000원(2025년 예상 P/E 10배) 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 완전히 회복하는 해가 될 것으로 전망. MLB 브랜드 리뉴얼 효과와 디스커버리의 활발한 출점이 예상되고 있기 때문. 최근 주가는 중국 정부의 경기 부양 효과 기대로 2개월간 30% 이상 상승했는데 이는 지난 해는 실적이 계속 하향 조정 되는 상황으로 저평가 매력에 부각되지 못했으나 2025년은 실적 하향 조정이 멈추고 해외 확장 전략에 대한 기대감으로 valuation이 회복되고 있기 때문. 실적 저점을 통과하는 상황에서 주가의 상승 흐름은 당분간 지속될 가능성 높다고 판단

4Q24 Review: 내수는 부진, 중국은 다시 (+) 성장세로

4분기 매출액과 영업이익은 각각 5,465억원(yoy -6%), 1,204억원(yoy -16%)을 기록하며 낮아진 컨센서스에 대체로 부합 **[국내]** 10~11월 평년 대비 고온 영향으로 아웃도어를 비롯 동사 브랜드에 대부분 부정적으로 작용. 4분기 각 브랜드별 매출 성장률은 디스커버리 -8%, MLB 면세 -32%, 비면세 -12% 기록(yoy). 12월 정치적 불확실성 영향으로 소비 심리가 크게 하락했으나 본격적인 추위 영향으로 매출은 10~11월 대비 다소 회복. MLB의 경우 면세 업황 부진과 비면세 채널에서 타이공 매출을 줄이면서 매출 감소폭이 계속해서 크게 나타난 것으로 파악됨 **[중국]** 4분기 중국 매출액 성장률은 +5% 수준의 성장을 보이며 3분기 -6% 성장에서 4분기에 다시 (+) 성장세로 전환

4분기 전사 매출액이 감소하며 원가율 상승, 고정비 부담 증가로 판관비율 상승함에 따라 영업이익률은 270bps 하락하며 감소세 지속

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24				1Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	583	451	550	547	-6.2	21.2	554	493	-2.8	-9.8
영업이익	144	108	125	120	-16.4	11.2	119	120	-7.9	-0.4
순이익	102	83	100	106	4.4	27.1	98	91	-4.5	-13.8

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	1,896	1,940	2,057
영업이익	525	552	451	469	513
세전순이익	605	555	477	473	524
총당기순이익	443	425	355	354	393
지배지분순이익	442	425	360	354	393
EPS	11,532	11,096	9,385	9,251	10,265
PER	12.5	8.0	5.8	6.4	5.8
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	42,344
PBR	6.0	2.6	2.3	2.3	1.6
ROE	60.4	38.4	30.1	32.2	28.9

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	1,899	1,949	1,896	1,940	-0.2	-0.5
영업이익	455	463	451	469	-1.0	1.3
지배지분순이익	353	354	360	354	1.7	0.0
영업이익률	24.0	23.7	23.8	24.2		
순이익률	18.7	18.2	18.7	18.3		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

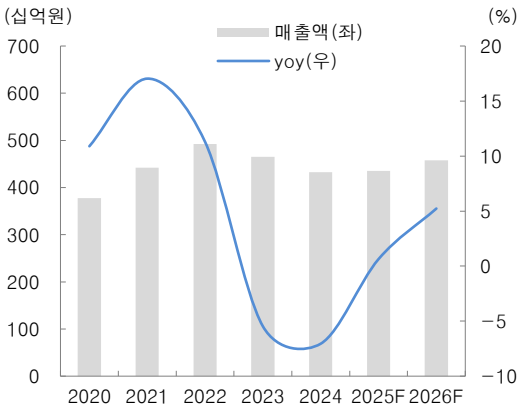
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	497	405	492	583	507	391	450	547	1,978	1,895	1,940
Discovery	111	89	73	195	107	87	63	176	468	432	435
MLB	313	249	360	315	330	247	321	303	1,245	1,201	1,251
MLB 면세	42	40	31	45	36	33	25	31	157	124	108
MLB 비면세	62	70	56	66	55	58	46	58	260	218	208
MLB China	208	140	261	205	239	155	250	214	828	859	935
MLB KDS	29	23	31	32	21	20	27	20	116	88	86
MLB 홍콩	18	19	18	21	22	17	15	19	76	73	77
영업이익	144	110	149	144	130	92	108	120	552	451	469
영업이익률	29.9	27.1	30.2	24.7	25.7	23.5	24.1	22.0	27.9	23.8	24.2
YoY											
매출액	13.8	9.2	11.4	4.4	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	9.3	-4.2	2.4
Discovery	0.2	-8.2	-7.1	-5.0	-4.2	-1.9	-14.7	-9.8	-4.8	-7.1	0.6
MLB	8.5	7.1	10.7	21.8	5.5	-1.0	-10.7	-4.1	12.6	-3.4	4.2
MLB 면세	-36.7	-32.0	-39.4	-28.2	-16.3	-16.4	-19.1	-31.5	-33.9	-21.2	-12.6
MLB 비면세	-11.6	3.1	-10.6	-12.9	-11.4	-16.2	-17.4	-12.4	-6.0	-16.3	-4.7
MLB China	38.0	30.8	23.1	69.2	15.0	10.9	-4.0	4.5	40.2	5.6	8.9
MLB KDS	-1.7	14.3	134.8	0.9	-27.9	-14.7	-12.6	-37.2	21.6	-23.7	-1.9
MLB 홍콩	73.1	62.4	53.5	24.7	23.3	-10.5	-13.1	-10.0	49.9	-2.9	5.0
영업이익	7.0	15.9	7.4	-6.8	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	5.6	-18.3	4.1

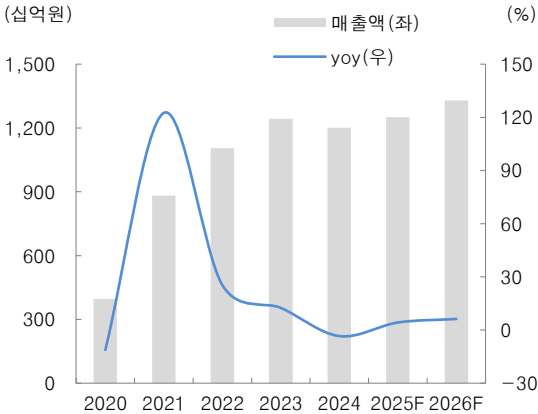
주: K-IFRS 연결기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

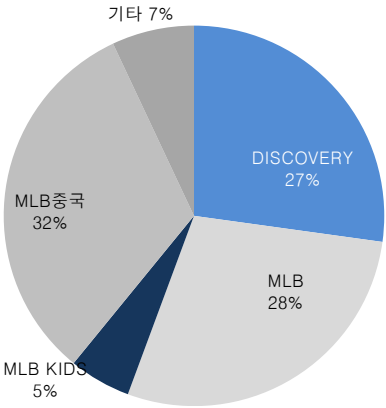
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 51억원, 부채 6,874억원, 자본 1조 3,177억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

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

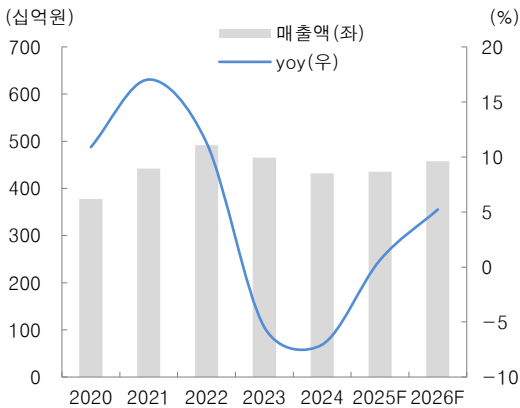
매출 비중 추이



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

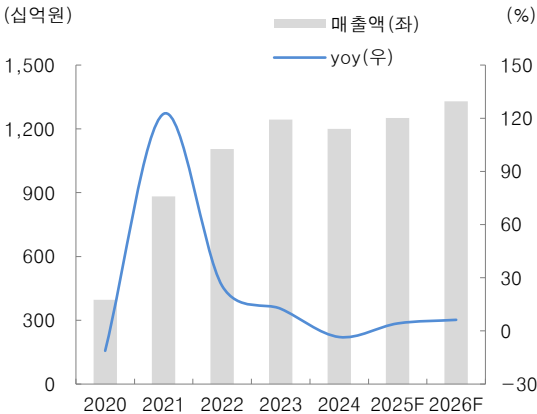
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	1,896	1,940	2,057
매출원가	533	632	649	627	653
매출총이익	1,276	1,346	1,247	1,313	1,403
판매비와관리비	751	794	796	844	891
영업이익	525	552	451	469	513
영업이익률	29.0	27.9	23.8	24.2	24.9
EBITDA	605	626	543	555	599
영업외손익	80	3	27	4	12
관계기업손익	89	8	26	3	3
금융수익	14	27	20	20	20
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-23	-27	-22	-22	-14
외환관련손실	13	12	11	11	11
기타	1	-5	3	3	3
법인세비용차감전순이익	605	555	477	473	524
법인세비용	-163	-130	-122	-118	-131
계속사업순이익	443	425	355	354	393
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	355	354	393
당기순이익률	24.5	21.5	18.7	18.3	19.1
비지배지분순이익	1	0	-4	0	0
지배지분순이익	442	425	360	354	393
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	439	424	355	354	393
비지배지분포괄이익	1	-2	-4	0	0
지배지분포괄이익	438	426	359	354	393

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,532	11,096	9,385	9,251	10,265
PBR	125	80	5.8	6.4	5.8
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	42,344
PBR	60	2.6	2.3	2.3	1.6
EBITDAPS	15,799	16,333	14,184	14,496	15,628
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.9	4.8	3.8
SPS	47,221	51,648	49,494	50,637	53,688
PSR	3.1	1.7	1.4	1.3	1.2
CFPS	16,008	16,458	14,729	14,424	15,556
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	-4.2	2.3	6.0
영업이익 증가율	62.7	5.1	-18.3	4.1	9.3
순이익 증가율	96.1	-4.0	-16.4	-0.2	11.0
수익성					
ROIC	127.4	89.3	72.4	93.7	100.1
ROA	38.7	30.9	23.4	25.8	26.4
ROE	60.4	38.4	30.1	32.2	28.9
안정성					
부채비율	66.5	52.2	63.8	59.3	26.7
순차입금비율	14.5	1.3	4.5	6.2	-19.0
이자보상배율	50.1	47.8	52.7	57.5	0.0

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	601	746	602	504	758
현금및현금성자산	102	220	216	117	354
매출채권 및 기타채권	161	148	119	113	118
재고자산	297	341	237	194	206
기타유동자산	41	36	30	80	80
비유동자산	969	1,259	1,241	1,289	1,340
유형자산	77	135	139	144	144
관계기업투자금	636	634	642	649	657
기타비유동자산	256	490	460	495	539
자산총계	1,570	2,005	1,843	1,793	2,098
유동부채	576	487	513	471	382
매입채무 및 기타채무	192	248	249	251	200
차입금	195	31	41	31	31
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	189	208	223	190	152
비유동부채	51	201	205	196	59
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	51	200	205	196	59
부채총계	627	687	718	668	441
자배지분	921	1,291	1,102	1,102	1,622
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	800	800	1,320
기타지분변동	-22	-19	-19	-19	-19
비지배지분	22	27	23	23	34
자본총계	943	1,318	1,125	1,126	1,656
순차입금	137	18	50	70	-314

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369	477	585	495	467
당기순이익	443	425	355	354	393
비현금항목의 가감	171	205	209	198	203
감가상각비	80	74	93	86	86
외환손익	3	1	-4	-4	-4
지분법평가손익	-89	-8	-8	-8	-8
기타	177	139	129	124	129
자산부채의 증감	-114	-13	148	64	-2
기타현금흐름	-130	-140	-126	-122	-127
투자활동 현금흐름	-171	-100	-68	-149	-99
투자자산	-2	-9	-8	-8	-8
유형자산	-18	-23	-50	-80	-80
기타	-151	-68	-10	-62	-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	-64	-64
기타	-52	-36	-36	-36	-36
현금의 증감	87	118	-4	-99	237
기초 현금	15	102	220	216	117
기말 현금	102	220	216	117	354
NOPLAT	384	423	335	352	384
FCF	410	423	378	358	390

[Compliance Notice]

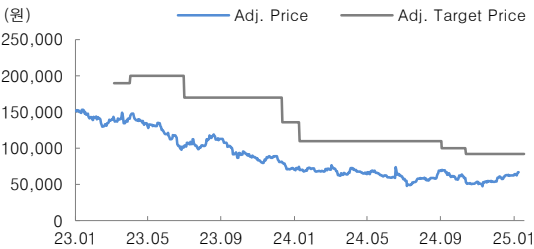
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.02.10	25.01.09	24.11.20	24.11.16	24.11.11	24.10.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	100,000
과리율(평균.%)		(38.96)	(42.00)	(44.22)	(44.13)	(38.10)
과리율(최대/최소.%)		(27.17)	(33.59)	(43.15)	(43.15)	(30.20)
제시일자	24.09.05	24.08.08	24.07.29	24.07.18	24.07.09	24.05.02
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과리율(평균.%)	(44.48)	(49.21)	(40.13)	(39.25)	(39.08)	(38.74)
과리율(최대/최소.%)	(36.45)	(45.82)	(30.45)	(30.45)	(30.45)	(30.45)
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.%)	(37.45)	(36.68)	(46.51)	(42.75)	(40.59)	(37.85)
과리율(최대/최소.%)	(30.45)	(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	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	170,000	200,000	200,000	200,000	190,000	
과리율(평균.%)	(36.35)	(37.13)	(33.34)	(28.04)	(26.39)	
과리율(최대/최소.%)	(30.00)	(26.10)	(26.10)	(26.10)	(21.37)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250206)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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