

F&F  
(383220)유정현 junghyun.yu@daishin.com  
정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

136,000

하향

현재주가

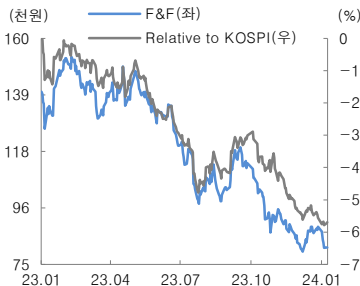
81,400

(24.01.09)

섬유의복업종

KOSPI	2561.24
시가총액	3,118십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	153,000원 / 79,800원
120일 평균거래대금	151억원
외국인지분율	13.69%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 60.51% 국민연금공단 7.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	-24.3	-27.6	-38.1
상대수익률	0.3	-28.8	-28.6	-43.2

주가 회복을 위해서는  
실적 상향 흐름 필요

- 4분기에도 국내 부진 지속, 중국은 선전
- 내수 부진으로 영업이익률 하락 전망
- 중국의 선전에도 불구하고, 성장 정체기 진입으로 valuation 하향 국면 진입

## 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 136,000원으로 20% 하향

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 136,000원(2024년 기준 예상 P/E 11 배) 으로 하향. 목표주가 하향은 2024년 실적 하향 조정 및 목표 valuation을 P/E 13배에서 11배(24-25년 EPS 평균 성장률)로 하향한데 따른 것임

양호한 중국 성장성에도 불구하고 국내 실적 부진이 지속되는 가운데 2024년 상반기에도 이러한 기조가 이어지면서 2024년 이익 증가율이 10% 초반 수준으로 낮아질 것으로 예상. 2025년에도 두 자릿 수 이익 성장성은 이어지겠지만 지난 5-6년간 이어졌던 고성장 추세는 당분간 기대하기 힘들 것으로 전망. Valuation이 낮아지는 국면에 진입했다고 판단

## 4Q23 Preview: 국내 부진, 중국 선전 예상

4분기 매출액과 영업이익은 각각 6,080억원(yoy +9%), 1,635억원(yoy +6%)으로 전망 **[국내]** 소비 경기 부진 외에도 4분기 전반적으로 온화한 겨울 날씨로 디스커버리(yoy -5%)와 MLB(yoy -12%) 매출이 부진했던 것으로 파악. MLB 면세 채널은 4분기에도 -20%대 역성장 기록한 것으로 보이니 1-3분기 대비 마이너스폭이 다소 줄어든 것으로 추정

**[중국]** 4분기 중국 매출액은 yoy +55% 증가 전망. 2022년 4분기 락다운 영향으로 -20%의 성장을 기록했던 점을 고려하더라도 비교적 양호한 매출 성장을 기록한 것으로 보임

전체 매출의 절반 정도를 차지하는 내수 매출이 예상 보다 부진한데다 원화 대비 위안화 환율 하락은 중국 법인 마진에 일부 부정적 영향. 이에 따라 4분기 마진은 yoy 70bps 하락한 26.9%로 전망. 마진 하락으로 영업이익률은 yoy 6% 증가에 그칠 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)				1Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	559	493	630	608	8.9	23.4	630	576	15.8	-5.3
영업이익	157	149	170	164	4.2	10.1	176	158	6.2	-3.4
순이익	166	119	110	115	-30.5	-3.6	126	116	-2.3	10.2

자료: F&amp;F, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089	1,809	2,004	2,339	2,663
영업이익	323	525	571	632	710
세전순이익	314	605	577	632	710
당당기순이익	226	443	433	474	533
지배지분순이익	226	442	429	474	533
EPS	8,852	11,532	11,191	12,383	13,906
PER	21.4	12.5	8.0	6.6	5.9
BPS	21,223	24,055	20,783	28,614	28,614
PBR	8.9	6.0	3.9	2.8	2.8
ROE	83.4	60.4	49.9	50.1	48.6

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	2,025	2,569	2,004	2,339	-1.0	-9.0
영업이익	577	684	571	632	-1.0	-7.5
지배지분순이익	433	513	429	474	-1.0	-7.5
영업이익률	28.5	26.6	28.5	27.0		
순이익률	21.6	20.0	21.6	20.3		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

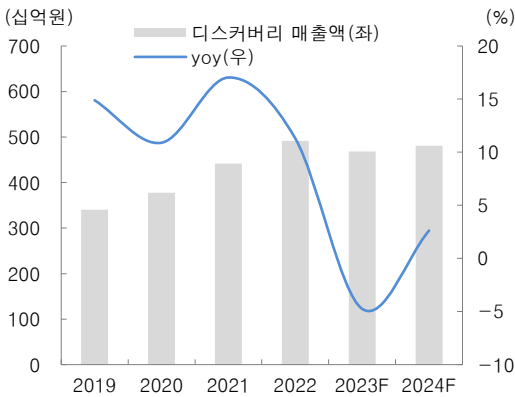
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	437	371	442	559	497	405	492	608	1,809	2,003	2,339
Discovery	110	97	79	210	111	89	73	195	496	469	481
MLB	288	233	316	294	330	249	360	303	1,131	1,243	1,514
MLB 면세	67	58	51	62	42	40	31	48	238	161	180
MLB 비면세	71	68	63	76	80	70	56	67	277	273	286
MLB China	151	107	202	156	208	140	273	188	581	809	1,048
MLB KDS	30	21	28	32	29	23	31	30	110	114	125
MLB 홍콩	10	11	11	13	18	19	18	20	45	75	89
영업이익	135	95	138	154	149	110	149	164	522	571	632
영업이익률	30.8	25.8	31.3	27.6	29.9	27.1	30.2	26.9	28.9	28.5	27.0
YoY											
매출액	53.0	18.9	34.3	-0.8	13.8	9.2	11.4	8.8	21.4	10.7	16.8
Discovery	19.0	27.9	29.9	-8.8	0.2	-8.2	-7.1	-4.9	8.0	-4.7	2.6
MLB	79.7	13.0	26.7	10.4	14.6	7.1	10.7	16.9	28.2	12.4	21.8
MLB 면세	3.1	-38.1	-23.9	-15.6	-36.7	-32.0	-39.4	-22.0	-20.5	-32.3	11.5
MLB 비면세	53.5	25.2	25.0	-6.2	13.3	3.1	-10.4	-12.0	19.8	-1.5	4.9
MLB China	204.4	77.0	63.6	-19.5	38.0	30.8	29.0	55.0	51.3	36.9	29.6
MLB KDS	37.5	26.7	6.4	0.7	-1.7	14.3	134.8	-5.0	15.0	19.6	10.0
MLB 홍콩	5.1	17.0	42.5	15.0	73.1	62.4	53.5	17.6	18.7	47.5	20.0
영업이익	92.3	27.2	44.5	-15.9	10.6	15.9	7.4	5.9	23.2	9.3	10.7

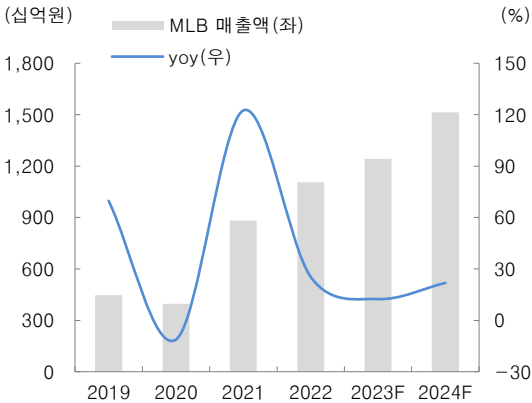
주: K-IFRS 연결기준  
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

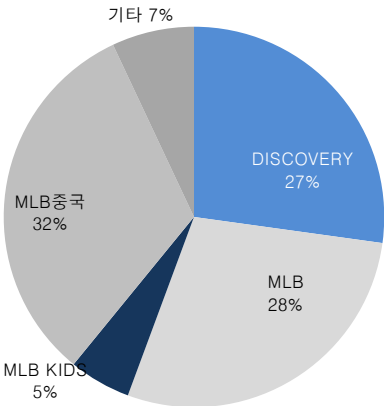
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장.
- 자산 1조 7,847억원, 부채 5,636억원, 자본 1조 2,210억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

주: 자산 규모는 2023년 09월 기준  
자료: F&F, 대신증권 Research Center

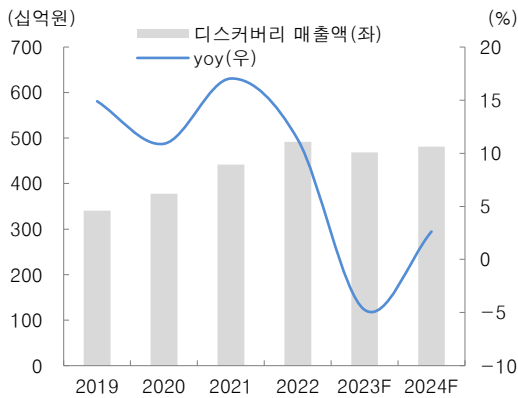
매출 비중 추이



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

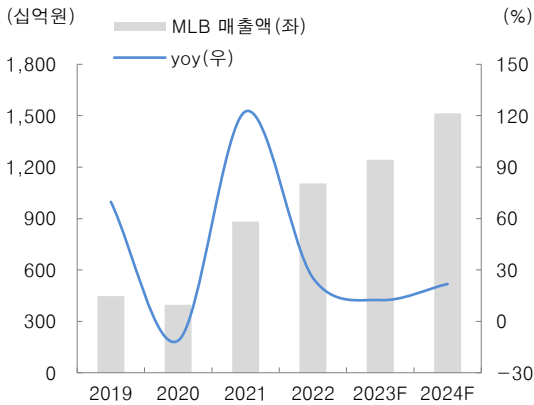
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089	1,809	2,004	2,339	2,663
매출원가	293	533	638	727	795
매출총이익	796	1,276	1,366	1,612	1,869
판매비와관리비	474	751	795	980	1,159
영업이익	323	525	571	632	710
영업이익률	29.6	29.0	28.5	27.0	26.7
EBITDA	351	605	617	671	744
영업외손익	-8	80	6	0	0
관계기업손익	-9	89	0	0	0
금융수익	8	14	17	9	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-23	-17	-12	-12
외환관련손실	2	13	9	9	9
기타	1	1	6	3	3
법인세비용차감전순손익	314	605	577	632	710
법인세비용	-89	-163	-144	-158	-178
계속사업순손익	226	443	433	474	533
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	226	443	433	474	533
당기순이익률	20.7	24.5	21.6	20.3	20.0
비배지분순이익	0	1	4	0	0
지배지분순이익	226	442	429	474	533
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	227	439	429	470	529
비배지분포괄이익	0	1	4	0	0
지배지분포괄이익	227	438	425	470	529

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,852	11,532	11,191	12,383	13,906
PER	21.4	12.5	8.0	6.6	5.9
BPS	21,223	24,055	20,783	28,614	28,614
PBR	8.9	6.0	3.9	2.8	2.8
EBITDAPS	13,764	15,799	16,095	17,519	19,433
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.3	4.7	4.2
SPS	42,707	47,221	52,310	61,052	69,529
PSR	4.4	3.1	1.6	1.3	1.2
CFPS	14,242	16,008	16,549	17,712	19,626
DPS	1,100	1,600	1,600	1,600	1,600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	na	66.1	10.8	16.7	13.9
영업이익 증가율	na	62.7	8.9	10.6	12.3
순이익 증가율	na	96.1	-2.2	9.5	12.3
수익성					
ROIC	235.4	127.4	116.5	123.4	131.1
ROA	56.6	38.7	37.9	44.0	48.3
ROE	83.4	60.4	49.9	50.1	48.6
안정성					
부채비율	110.7	66.5	77.3	27.0	35.2
순차입금비율	46.1	14.5	17.5	-1.7	-2.8
이자보상배율	68.1	50.1	72.4	255.1	265.1

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	388	601	542	538	563
현금및현금성자산	15	102	104	43	70
매출채권 및 기타채권	118	161	143	143	147
재고자산	242	297	286	292	266
기타유동자산	13	41	10	60	80
비유동자산	752	969	902	887	953
유형자산	72	77	80	69	67
관계기업투자금	544	636	649	661	674
기타비유동자산	136	256	174	156	212
자산총계	1,140	1,570	1,445	1,425	1,516
유동부채	564	576	579	303	334
매입채무 및 기타채무	188	192	210	209	225
차입금	211	195	180	35	40
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	165	189	189	59	69
비유동부채	35	51	51	0	60
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	35	51	51	0	60
부채총계	599	627	630	303	394
자배지분	541	921	796	1,096	1,096
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314	314
이익잉여금	226	625	500	800	800
기타지분변동	-2	-22	-22	-22	-22
비배지분	0	22	19	26	26
자본총계	541	943	815	1,122	1,122
순차입금	249	137	142	-19	-31

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	292	344	491	472	571
당기순이익	226	443	433	474	533
비현금항목의 가감	137	171	201	204	219
감가상각비	28	80	45	39	34
외환손익	-2	3	0	0	0
지분법평가손익	9	-89	0	0	0
기타	102	177	156	165	185
자산부채의 증감	-39	-139	8	-46	-1
기타현금흐름	-33	-130	-151	-160	-180
투자활동 현금흐름	-568	-146	-114	-185	-155
투자자산	-571	-2	-13	-13	-13
유형자산	-12	-18	-18	-18	-18
기타	16	-126	-83	-155	-125
재무활동 현금흐름	158	-109	-112	-242	-92
단기차입금	185	-15	-15	-145	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	324	0	0	0	0
현금배당	0	-42	-61	-61	-61
기타	-350	-52	-36	-36	-36
현금의 증감	-115	87	2	-60	27
기초 현금	0	15	102	104	43
기말 현금	-115	102	104	43	70
NOPLAT	232	384	429	474	532
FCF	243	435	456	495	549

[Compliance Notice]

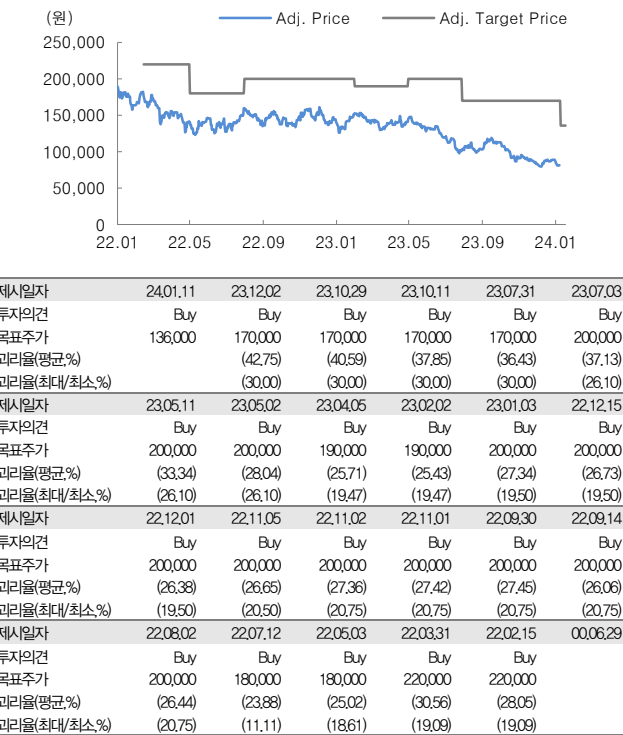
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	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