

F&F  
(383220)

유정현

junghyunyu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

110,000

유지

현재주가

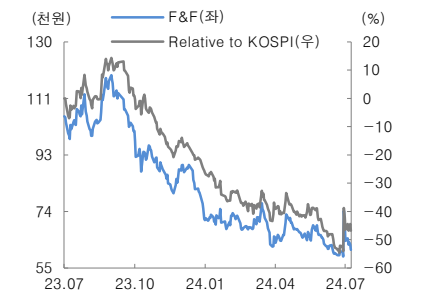
61,000

(24.07.26)

섬유·복합재

KOSPI	2731.9
시가총액	2,337십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	119,000원 / 58,800원
120일 평균거래대금	125억원
외국인지분율	13.06%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.27% 브이아이피자산운용 6.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5	-4.7	-16.1	-37.6
상대수익률	1.7	-7.3	-23.9	-40.8



## 지금은 내수 시장 회복이 관건

- 매출 성장 둔화로 영업이익률 하락
- 실적 하향 조정 가능성으로 valuation 매력 부각 안되는 상황
- 디스커버리 해외 진출은 긍정적. 다만 긴 호흡으로 접근할 이슈

### 투자 의견 BUY와 목표주가 110,000원 유지

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

당초 올해 예상했던 것 보다 국내 시장 상황이 더 어렵고, 비용이 증가하면서 마진 하락이 크게 나타나고 있음. 이번 실적에서 긍정적인 부분은 중국 경기 상황 대비 동사의 성과가 나쁘지 않다는 점인데 올해 점포 구조조정 효과가 얼마나 2025년 실적에 기여할지 지켜봐야 할 것으로 판단. 최근 발표한 디스커버리의 중국 진출 계획은 중장기적으로 긍정적 요인임은 확실. 다만 당장 실적에 기여하는 바가 크지 않을 것으로 보여 긴 호흡으로 접근할 이슈임

### 2Q24 Review: 국내 예상보다 더 부진

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,915억원(yoy -4%), 918억원(yoy -17%) 기록하며 당사 추정치와 컨센서스 하회 [국내] 디스커버리 매출액 성장률 yoy -2% 기록. MLB 일반 채널 매출액도 yoy -16% 역성장. 국내 소비 경기 영향 부진에 당사 브랜드도 영향을 받았으며 MLB의 경우 울들어 회사측이 백화점에서 발생하던 타이고 매출 비중을 의도적으로 낮추면서 감소폭이 더 크게 나타났다. MLB 면세 채널도 국내 면세점 부진 속에 yoy 16% 역성장

[중국/홍콩] 2분기 중국 매출액 성장률은 yoy +10% 기록. 1분기 성장률 15%에 비해 성장률 다소 낮아짐. 이는 2분기에도 부진 점포 폐쇄 등 점포 구조조정 영향으로 중국 매장이 9개 감소하였기 때문(29개 출점, 38개 폐점). 홍콩은 지난 해 2분기 리오프닝으로 매출이 크게 증가했던 점이 기저 부담으로 작용하면서 매출액 yoy 11% 감소

2분기 전사 매출액이 감소하며 고정비 비중 상승, 그리고 신사업 진행으로 판관비가 증가하면서 영업이익률은 23.5%(yoy -369bps) 기록하며 영업이익 17% 감소

(단위: 십억원, %)

구분	2023	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	405	507	400	391	-3.5	-22.8	414	496	0.7	26.8
영업이익	110	130	95	92	-16.9	-29.5	99	127	-14.5	38.4
순이익	86	96	74	71	-16.7	-25.4	78	98	-17.5	37.5

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	1,990	2,252	2,470
영업이익	525	552	497	579	635
세전순이익	605	555	501	583	648
총당기순이익	443	425	383	446	495
지배지분순이익	442	425	382	446	495
EPS	11,532	11,096	9,971	11,639	12,934
PER	12.5	8.0	6.7	5.8	5.2
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	47,367
PBR	6.0	2.6	2.1	2.1	1.3
ROE	60.4	38.4	31.9	40.5	34.0

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,053	2,297	1,990	2,252	-3.1	-1.9
영업이익	513	591	497	579	-3.2	-2.0
지배지분순이익	395	455	382	446	-3.2	-2.0
영업이익률	25.0	25.7	25.0	25.7		
순이익률	19.3	19.8	19.2	19.8		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

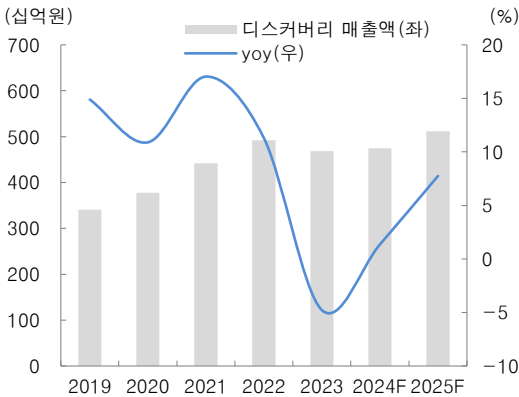
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	497	405	492	583	507	391	496	595	1,978	1,990	2,252
Discovery	111	89	73	195	107	87	70	205	468	468	505
MLB	313	249	360	317	330	247	372	318	1,245	1,268	1,456
MLB 면세	42	40	31	45	36	33	26	37	157	132	137
MLB 비면세	62	70	56	66	55	58	47	56	260	216	231
MLB China	208	140	273	206	239	155	300	226	828	919	1,088
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	89
영업이익	144	110	149	144	130	92	127	148	552	497	579
영업이익률	29.9	27.1	30.2	24.7	25.7	23.5	25.6	24.9	27.9	25.0	25.7
YoY											
매출액	13.8	9.2	11.4	4.4	1.9	-3.5	0.9	2.1	9.3	0.6	13.2
Discovery	0.2	-8.2	-7.1	-5.0	-4.2	-1.9	-5.0	5.0	-4.8	-0.1	7.8
MLB	8.5	7.1	10.7	22.4	5.5	-1.0	3.5	0.4	12.6	1.8	14.9
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	-16.0	-6.0	-16.9	6.9
MLB China	38.0	30.8	29.1	70.6	15.0	10.9	9.7	9.3	40.2	11.1	18.4
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	20.0
영업이익	7.0	15.9	7.4	-6.8	-12.5	-16.6	-14.5	2.7	5.6	-9.9	16.4

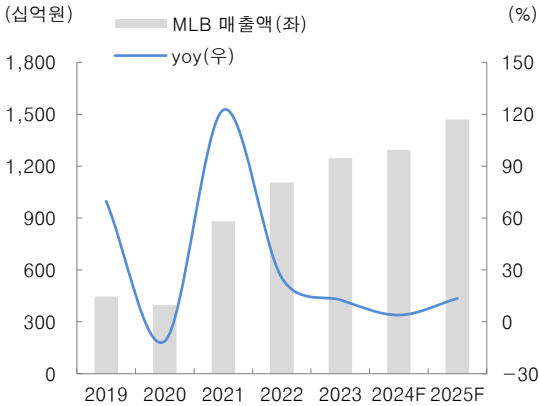
주: K-IFRS 연결기준  
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

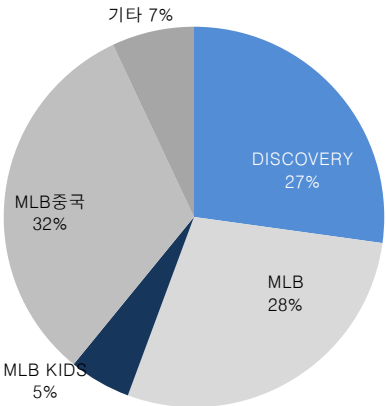
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 51억원, 부채 6,874억원, 자본 1조 3,177억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

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

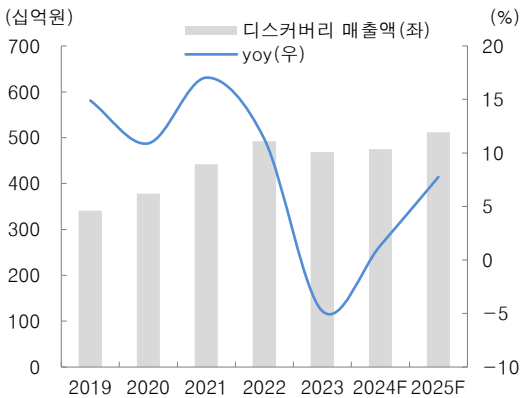
매출 비중 추이



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

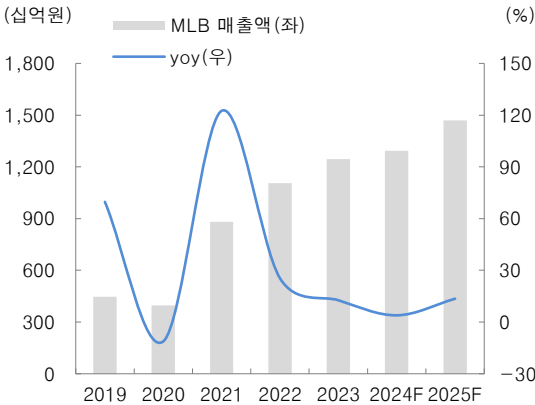
2. Earnings Driver

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	1,980	2,252	2,470
매출원가	533	632	644	682	742
매출총이익	1,276	1,346	1,347	1,570	1,729
판매비와관리비	751	794	850	992	1,093
영업이익	525	552	497	579	635
영업이익률	29.0	27.9	25.0	25.7	25.7
EBITDA	605	626	543	616	669
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	501	583	648
법인세비용	-163	-130	-118	-137	-152
계속사업순손익	443	425	383	446	495
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	383	446	495
당기순이익률	24.5	21.5	19.2	19.8	20.1
비지배지분순이익	1	0	1	0	0
지배지분순이익	442	425	382	446	495
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	439	424	382	445	495
비지배지분포괄이익	1	-2	1	0	0
지배지분포괄이익	438	426	381	445	495

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,532	11,096	9,971	11,639	12,934
PER	12.5	8.0	6.7	5.8	5.2
BPS	24,055	33,689	28,772	28,775	47,367
PBR	6.0	2.6	2.1	2.1	1.3
EBITDAPS	15,799	16,333	14,184	16,092	17,457
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.5	3.8	2.5
SPS	47,221	51,648	51,958	58,793	64,491
PSR	3.1	1.7	1.2	1.0	0.9
CFPS	16,008	16,458	14,243	16,150	17,515
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	0.6	13.2	9.7
영업이익 증가율	62.7	5.1	-9.9	16.4	9.8
순이익 증가율	96.1	-4.0	-9.9	16.4	11.1
수익성					
ROIC	127.4	89.3	71.4	89.5	103.4
ROA	38.7	30.9	27.2	35.1	31.7
ROE	60.4	38.4	31.9	40.5	34.0
안정성					
부채비율	66.5	52.2	46.5	46.1	27.4
순차입금비율	14.5	1.3	5.4	0.0	-38.3
이자보상배율	50.1	47.8	58.1	71.0	0.0

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	601	746	556	559	1,277
현금및현금성자산	102	220	123	127	814
매출채권 및 기타채권	161	148	124	127	136
재고자산	297	341	249	225	247
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	1,649	1,644	2,360
유동부채	576	487	370	383	394
매입채무 및 기타채무	192	248	254	267	278
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	523	519	508
자배지분	921	1,291	1,102	1,102	1,814
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	800	800	1,512
기타지분변동	-22	-19	-19	-19	-19
비자배지분	22	27	23	23	38
자본총계	943	1,318	1,125	1,126	1,853
순차입금	137	18	61	1	-709

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369	477	555	521	512
당기순이익	443	425	383	446	495
비현금항목의 가감	171	205	162	173	175
감가상각비	80	74	46	38	33
외환손익	3	1	-4	-4	-4
지분법평가손익	-89	-8	-8	-8	-8
기타	177	139	128	147	154
자산부채의 증감	-114	-13	136	47	-7
기타현금흐름	-130	-140	-126	-145	-152
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	-96	3	687
기초 현금	15	102	220	123	127
기말 현금	102	220	123	127	814
NOPLAT	384	423	380	443	486
FCF	410	423	403	457	496

[Compliance Notice]

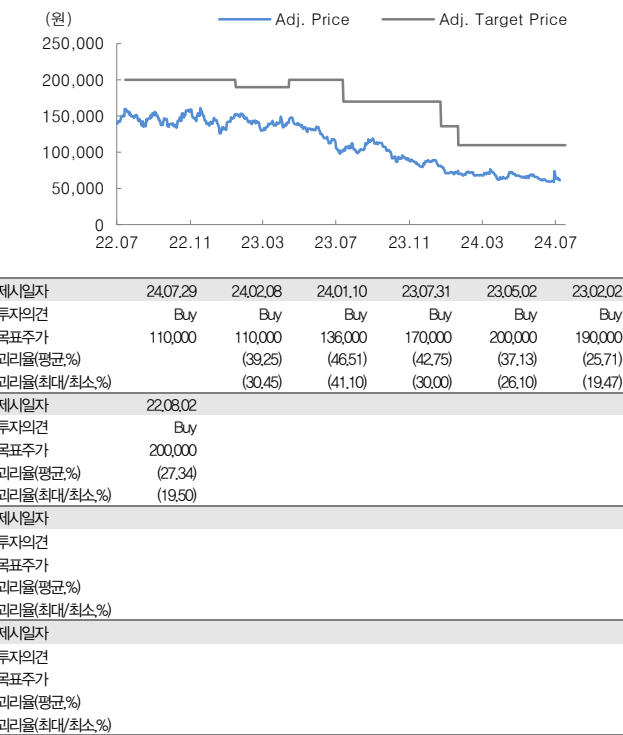
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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:20240724)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.1%	4.9%	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