

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

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

하향

현재주가

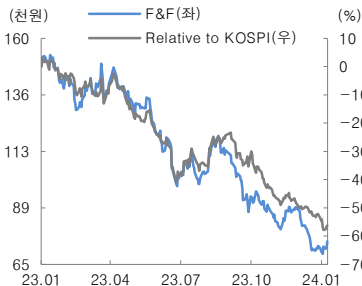
74,600

(24.02.07)

섬유의복업종

| | |
|-------------|-------------------------------------|
| KOSPI | 2609.58 |
| 시가총액 | 2,858십억원 |
| 시가총액비중 | 0.15% |
| 자본금(보통주) | 4십억원 |
| 52주 최고/최저 | 153,000원 / 69,400원 |
| 120일 평균거래대금 | 125억원 |
| 외국인지분율 | 14.23% |
| 주요주주 | F&F홀딩스 외 9 인 60.51% 국민연금공단 7.33% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -8.1 | -21.7 | -30.1 | -50.3 |
| 상대수익률 | -9.2 | -26.7 | -30.9 | -53.3 |

고성장 이후 투자 확대로
비용 증가 구간에 진입

- 4분기 국내 부진 지속, 중국은 예상 외 고성장으로 선전
- 2024년 중국 성장률 13%, 전사 성장률 6% 가이드언스 제시
- 성장률 둔화 속 투자 집중되는 시기로 당분간 주가는 횡보할 전망

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 110,000원으로 하향(-19%)

투자의견 BUY를 유지하나 2024년 실적 하향 조정으로 목표주가를 110,000원(2024년 기준 예상 P/E 10배)로 하향(-19%)

회사측의 2024년 전사 매출액 가이드언스는 2023년 대비 6% 성장한 2.1조원이며 중국 매출 성장률을 13%로 제시함. 지난 2년간 중국의 매출 성장률이 47%(CAGR)였던 점을 고려하면 올해 동사가 제시한 중국 성장률은 크게 낮은 전망치. 출점 대신 점포 리뉴얼을 통해 기존점 매출 성장을 제고하는 것이 올해 중국 사업의 전략. 국내 부진, 중국 성장률 둔화 속에서 투자가 집중되며 2024년 영업이익은 2023년 수준에 그칠 전망. 중국 점포 리뉴얼 성과를 확인하기까지 주가는 횡보할 가능성 크다는 판단

4Q23 Review: 중국 선전에도 불구하고 국내 부진으로 빛 바랜 실적

4분기 매출액과 영업이익은 각각 5,832억원(yoy +4%), 1,444억원(yoy -8%) 기록 [국내] 디스커버리(yoy -5%)와 MLB 면세 채널(yoy -28%) 매출이 부진하였고, MLB 일반 채널도 매출 성장률 yoy -13%로 부진. 내수 소비 경기 부진에 모두 크게 영향 받았고 면세 채널 회복이 나타나지 않으면서 전망치 하회

[중국] 4분기 중국 매출액은 yoy +70% 이상 고성장한 2,064억원 기록. 이는 회사측 4분기 중국 성장률 가이드언스 65%와 당사 성장률 추정치 50%를 크게 상회하는 실적으로 중국 경기 부진 속에서도 MLB 브랜드 건재를 증명

그러나 내수 시장에서 주력 브랜드 매출 회복이 더디게 나타남에 따라 성수기로 가장 높은 마진이 나타나는 4분기에 영업이익률이 24.7%를 기록. 기업 분할 이후 분기 영업이익률이 처음으로 25%를 하회. GPM이 yoy 360bps 하락으로 영업이익률은 3%p 하락하며 영업이익이 7% 감소함

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q22 | 3Q23 | 4Q23 | | 1Q24 | | | | | |
|------|------|------|------|-----|-------|-------|-----------|------|-------|-------|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 559 | 493 | 608 | 583 | 4.4 | 18.3 | 613 | 506 | 1.7 | -13.2 |
| 영업이익 | 157 | 149 | 164 | 144 | -8.2 | -3.0 | 166 | 131 | -11.7 | -8.8 |
| 순이익 | 166 | 119 | 105 | 103 | -37.6 | -20.1 | 118 | 101 | -15.1 | 5.9 |

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,089 | 1,809 | 1,979 | 2,135 | 2,421 |
| 영업이익 | 323 | 525 | 552 | 557 | 635 |
| 세전순이익 | 314 | 605 | 549 | 558 | 636 |
| 총당기순이익 | 226 | 443 | 420 | 427 | 486 |
| 지배지분순이익 | 226 | 442 | 419 | 427 | 486 |
| EPS | 8,852 | 11,532 | 10,928 | 11,138 | 12,691 |
| PER | 21.4 | 12.5 | 8.2 | 6.7 | 5.9 |
| BPS | 21,223 | 24,055 | 20,783 | 28,614 | 28,614 |
| PBR | 8.9 | 6.0 | 3.6 | 2.6 | 2.6 |
| ROE | 83.4 | 60.4 | 48.7 | 45.1 | 44.4 |

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

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

| | 수정전 | | 수정후 | | 변동률 | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 2,004 | 2,339 | 1,979 | 2,135 | -1.2 | -8.7 |
| 영업이익 | 571 | 632 | 552 | 557 | -3.4 | -11.8 |
| 지배지분순이익 | 429 | 474 | 419 | 427 | -2.4 | -10.1 |
| 영업이익률 | 28.5 | 27.0 | 27.9 | 26.1 | | |
| 순이익률 | 21.6 | 20.3 | 21.2 | 20.0 | | |

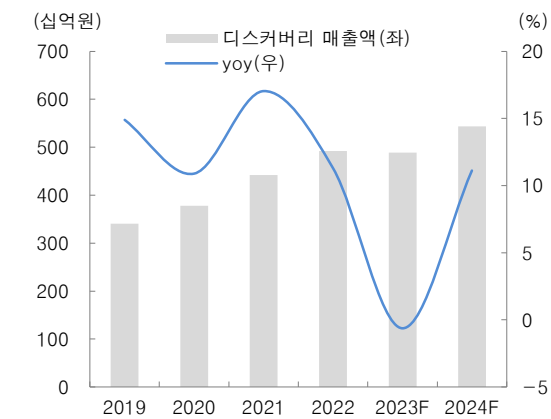
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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 | 583 | 1,809 | 1,978 | 2,135 |
| Discovery | 110 | 97 | 79 | 210 | 111 | 89 | 73 | 195 | 496 | 468 | 500 |
| MLB | 288 | 233 | 316 | 294 | 330 | 249 | 360 | 317 | 1,131 | 1,257 | 1,296 |
| MLB 면세 | 67 | 58 | 51 | 62 | 42 | 40 | 31 | 45 | 238 | 157 | 132 |
| MLB 비면세 | 71 | 68 | 63 | 76 | 80 | 70 | 56 | 66 | 277 | 272 | 233 |
| MLB China | 151 | 107 | 202 | 156 | 208 | 140 | 273 | 206 | 581 | 828 | 932 |
| MLB KDS | 30 | 21 | 28 | 32 | 29 | 23 | 31 | 32 | 110 | 116 | 117 |
| MLB 홍콩 | 10 | 11 | 11 | 13 | 18 | 19 | 18 | 21 | 45 | 76 | 91 |
| 영업이익 | 135 | 95 | 138 | 154 | 149 | 110 | 149 | 144 | 522 | 551 | 557 |
| 영업이익률 | 30.8 | 25.8 | 31.3 | 27.6 | 29.9 | 27.1 | 30.2 | 24.7 | 28.9 | 27.9 | 26.1 |
| YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 53.0 | 18.9 | 34.3 | -0.8 | 13.8 | 9.2 | 11.4 | 4.4 | 21.4 | 9.3 | 7.9 |
| Discovery | 19.0 | 27.9 | 29.9 | -8.8 | 0.2 | -8.2 | -7.1 | -5.0 | 8.0 | -4.8 | 6.8 |
| MLB | 79.7 | 13.0 | 26.7 | 10.4 | 14.6 | 7.1 | 10.7 | 22.4 | 28.2 | 13.7 | 3.2 |
| MLB 면세 | 3.1 | -38.1 | -23.9 | -15.6 | -36.7 | -32.0 | -39.4 | -28.2 | -20.5 | -33.9 | -16.3 |
| MLB 비면세 | 53.5 | 25.2 | 25.0 | -6.2 | 13.3 | 3.1 | -10.4 | -12.9 | 19.8 | -1.7 | -14.4 |
| MLB China | 204.4 | 77.0 | 63.6 | -19.5 | 38.0 | 30.8 | 29.0 | 70.6 | 51.3 | 40.1 | 12.6 |
| MLB KDS | 37.5 | 26.7 | 6.4 | 0.7 | -1.7 | 14.3 | 134.8 | 0.9 | 15.0 | 21.6 | 1.6 |
| MLB 홍콩 | 5.1 | 17.0 | 42.5 | 15.0 | 73.1 | 62.4 | 53.5 | 24.7 | 18.7 | 49.9 | 20.0 |
| 영업이익 | 92.3 | 27.2 | 44.5 | -15.9 | 10.6 | 15.9 | 7.4 | -6.8 | 23.2 | 5.6 | 1.0 |

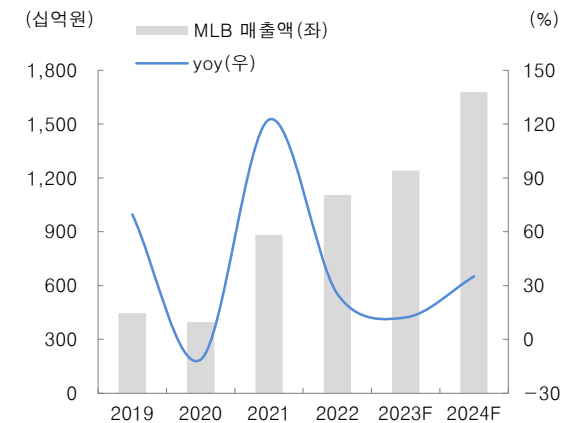
주: K-IFRS 연결기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

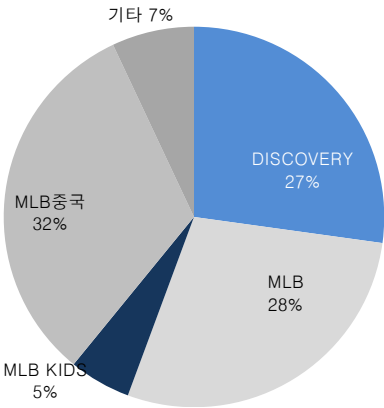
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장.
- 자산 1조 7847억원, 부채 5636억원, 자본 1조 2210억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

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

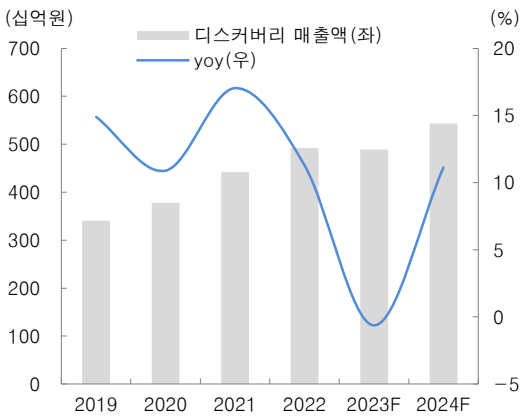
매출 비중 추이



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

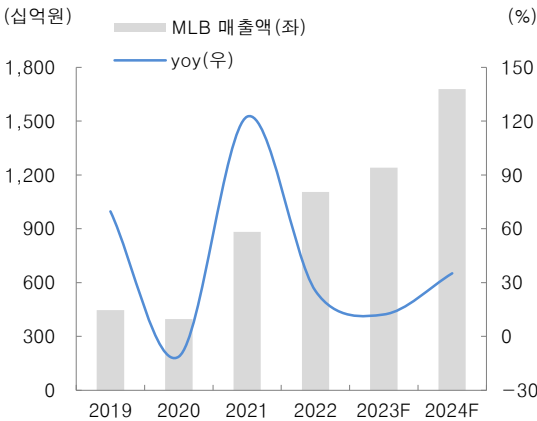
2. Earnings Driver

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 | 1,979 | 2,135 | 2,421 |
| 매출원가 | 293 | 533 | 632 | 673 | 733 |
| 매출총이익 | 796 | 1,276 | 1,347 | 1,462 | 1,689 |
| 판매비와관리비 | 474 | 751 | 795 | 904 | 1,053 |
| 영업이익 | 323 | 525 | 552 | 557 | 635 |
| 영업이익률 | 29.6 | 29.0 | 27.9 | 26.1 | 26.2 |
| EBITDA | 351 | 605 | 597 | 596 | 670 |
| 영업외손익 | -8 | 80 | -2 | 0 | 0 |
| 관계기업손익 | -9 | 89 | -8 | 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 | 549 | 558 | 636 |
| 법인세비용 | -89 | -163 | -129 | -131 | -149 |
| 계속사업순손익 | 226 | 443 | 420 | 427 | 486 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 226 | 443 | 420 | 427 | 486 |
| 당기순이익률 | 20.7 | 24.5 | 21.2 | 20.0 | 20.1 |
| 비지배지분순이익 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| 지배지분순이익 | 226 | 442 | 419 | 427 | 486 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 포괄순이익 | 227 | 439 | 416 | 423 | 482 |
| 비지배지분포괄이익 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| 지배지분포괄이익 | 227 | 438 | 415 | 423 | 482 |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| EPS | 8,852 | 11,532 | 10,928 | 11,138 | 12,691 |
| PER | 21.4 | 12.5 | 8.2 | 6.7 | 5.9 |
| BPS | 21,223 | 24,055 | 20,783 | 28,614 | 28,614 |
| PBR | 8.9 | 6.0 | 3.6 | 2.6 | 2.6 |
| EBITDAPS | 13,764 | 15,799 | 15,584 | 15,567 | 17,481 |
| EV/EBITDA | 21.3 | 9.4 | 5.1 | 4.8 | 4.2 |
| SPS | 42,707 | 47,221 | 51,659 | 55,731 | 63,210 |
| PSR | 4.4 | 3.1 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| CFPS | 14,242 | 16,008 | 15,819 | 15,760 | 17,675 |
| 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 | 9.4 | 7.9 | 13.4 |
| 영업이익 증가율 | na | 62.7 | 5.1 | 1.0 | 14.0 |
| 순이익 증가율 | na | 96.1 | -5.1 | 1.5 | 13.9 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 235.4 | 127.4 | 115.3 | 115.3 | 127.1 |
| ROA | 56.6 | 38.7 | 36.6 | 39.0 | 43.5 |
| ROE | 83.4 | 60.4 | 48.7 | 45.1 | 44.4 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 110.7 | 66.5 | 77.1 | 26.1 | 34.1 |
| 순차입금비율 | 46.1 | 14.5 | 17.0 | -3.9 | -4.8 |
| 이자보상배율 | 68.1 | 50.1 | 69.9 | 224.9 | 237.2 |

자료: F&F, 대신증권 Research Center

| 재무상태표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 388 | 601 | 541 | 528 | 551 |
| 현금및현금성자산 | 15 | 102 | 107 | 68 | 93 |
| 매출채권 및 기타채권 | 118 | 161 | 141 | 133 | 137 |
| 재고자산 | 242 | 297 | 283 | 267 | 242 |
| 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 | 1,443 | 1,415 | 1,504 |
| 유동부채 | 564 | 576 | 577 | 293 | 322 |
| 매입채무 및 기타채무 | 188 | 192 | 209 | 199 | 213 |
| 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 | 628 | 293 | 382 |
| 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 |
| 비자배지분 | 0 | 22 | 19 | 26 | 26 |
| 자본총계 | 541 | 943 | 815 | 1,122 | 1,122 |
| 순차입금 | 249 | 137 | 139 | -44 | -54 |

| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 292 | 344 | 482 | 446 | 522 |
| 당기순이익 | 226 | 443 | 420 | 427 | 486 |
| 비현금항목의 가감 | 137 | 171 | 186 | 177 | 191 |
| 감가상각비 | 28 | 80 | 45 | 39 | 34 |
| 외환손익 | -2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | 9 | -89 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 102 | 177 | 140 | 138 | 156 |
| 자산부채의 증감 | -39 | -139 | 12 | -25 | -4 |
| 기타현금흐름 | -33 | -130 | -135 | -133 | -151 |
| 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 | 5 | -39 | 24 |
| 기초 현금 | 0 | 15 | 102 | 107 | 68 |
| 기말 현금 | -115 | 102 | 107 | 68 | 93 |
| NOPLAT | 232 | 384 | 422 | 426 | 486 |
| FCF | 243 | 435 | 449 | 447 | 502 |

[Compliance Notice]

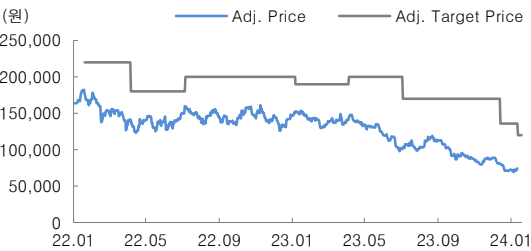
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 | 24.02.08 | 24.01.10 | 23.12.02 | 23.10.29 | 23.10.11 | 23.07.31 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 110,000 | 136,000 | 170,000 | 170,000 | 170,000 | 170,000 |
| 과리율(평균.%) | | (46.51) | (42.75) | (40.59) | (37.85) | (36.35) |
| 과리율(최대/최소.%) | | (41.10) | (30.00) | (30.00) | (30.00) | (30.00) |
| 제시일자 | 23.07.03 | 23.05.11 | 23.05.02 | 23.04.05 | 23.02.02 | 23.01.03 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 190,000 | 190,000 | 200,000 |
| 과리율(평균.%) | (37.13) | (33.34) | (28.04) | (25.71) | (25.43) | (27.34) |
| 과리율(최대/최소.%) | (26.10) | (26.10) | (26.10) | (19.47) | (19.47) | (19.50) |
| 제시일자 | 22.12.15 | 22.12.01 | 22.11.05 | 22.11.02 | 22.11.01 | 22.09.30 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 200,000 | 200,000 |
| 과리율(평균.%) | (26.73) | (26.38) | (26.65) | (27.36) | (27.42) | (27.45) |
| 과리율(최대/최소.%) | (19.50) | (19.50) | (20.50) | (20.75) | (20.75) | (20.75) |
| 제시일자 | 22.09.14 | 22.08.02 | 22.07.12 | 22.05.03 | 22.03.31 | 22.02.15 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 200,000 | 200,000 | 180,000 | 180,000 | 220,000 | 220,000 |
| 과리율(평균.%) | (26.06) | (26.44) | (23.88) | (25.02) | (30.56) | (28.05) |
| 과리율(최대/최소.%) | (20.75) | (20.75) | (11.11) | (18.61) | (19.09) | (19.09) |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240205)

| | | | |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
| 비율 | 90.3% | 9.7% | 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