

F&F
(383220)

2Q25 Preview: 국내는 쉬고 중국은 간다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

105,000 원(상향)

현재주가

78,900 원(07/15)

시가총액

3,022(십억원)

유통/화장품/패션 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- **2Q25E 매출액 3,844억원(-1.8%, 이하 yoy), 영업이익 822억원(-10.5%) 전망**
- MLB 매출액 855억원(-7.1%, 이하 yoy), MLB KIDS 145억원(-10.2%), MLB 중국 1,661억원(+7.5%), MLB 홍콩 167억원(-2.0%), 디스커버리 708억원(-19.0%)
- **국내**(MLB, 디스커버리): 사회적 이슈로 야기된 소비 위축과 긴 연휴 해외 여행 증가로 매출 부진 심화
- 특히 단가가 높은 아웃도어(디스커버리)의 매출 하락이 MLB 보다 심할 것으로 추정
- **중국**: 상반기 중국 소매판매액 +4% ytd, 의류 소매 판매액 +4.6% ytd로 1분기와 비슷한 흐름. 1분기 실적도 중국 의류 소매 판매액보다 좋은 성장률(+8.2%) 시현했기에 2분기에도 미드싱글 수준의 성장 가능할 것
- 2분기 중국 디스커버리 매장수는 12개(1분기 매장 6개), 연간 매장수 100개 목표 유지. 아웃도어 특성상 매장수로 승부하지 않는 점 감안. 실제 중국 내 노스페이스 매장수 500여개, 데상트/코오롱 200여개 수준인데 비해 휠라 2,000개, MLB 1,000여개
- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 105,000원으로 상향. 하반기 디스커버리 매출 기대감으로 멀티플 상향 조정

주가(원,07/15)	78,900
시가총액(십억원)	3,022

발행주식수(천주)	38,307천주
52주 최고가(원)	83,500원
최저가(원)	47,150원
52주 일간 Beta	0.96
60일 일평균거래대금(억원)	54억원
외국인 지분율(%)	11.1%
배당수익률(2025E)(%)	2.5%

주주구성	
F&F홀딩스 (외 10인)	62.8%
브이아이피자산운용 (외 1인)	7.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	5.8	26.8	30.6
상대기준	-5.3	-1.9	18.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	105,000	95,000	▲
영업이익(25)	464	468	▼
영업이익(26)	502	506	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,978	1,896	1,965	2,070
영업이익	552	451	464	502
세전손익	555	477	488	527
당기순이익	425	356	385	416
EPS(원)	11,096	9,408	10,063	10,865
증감률(%)	-3.8	-15.2	7.0	8.0
PER(배)	8.0	5.8	7.8	7.3
ROE(%)	38.4	25.3	22.4	20.4
PBR(배)	2.6	1.3	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	5.5	4.2	5.7	4.9

자료: 유진투자증권



도표 1. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	507.0	391.5	451.0	546.5	505.6	384.4	486.1	589.1	1,978.5	1,896.0	1,965.2	2,069.9
MLB	88.8	92.0	71.2	88.5	84.3	85.5	74.0	92.8	417.6	340.5	336.5	333.6
면세	33.5	33.1	25.0	30.5	28.5	28.4	25.4	31.0	157.4	122.1	113.3	106.0
비면세	55.3	58.9	46.2	58.0	55.8	57.1	48.6	61.7	260.2	218.4	223.2	227.6
MLB KIDS	20.7	16.1	13.9	21.8	19.1	14.5	14.8	23.6	81.5	72.5	71.9	74.2
면세	2.5	2.4	2.4	3.1	2.4	2.0	2.6	3.5	15.0	10.4	10.5	10.8
비면세	18.2	13.7	11.5	18.7	16.7	12.4	12.2	20.1	67.5	62.1	61.5	63.4
MLB 중국	239.0	154.5	250.2	214.2	258.5	166.1	271.8	221.6	813.3	857.9	917.0	950.4
MLB 홍콩	22.2	17.0	15.6	20.3	20.7	16.7	16.7	23.9	77.1	75.1	78.0	82.5
디스커버리	106.7	87.4	62.6	175.8	88.2	70.8	71.9	188.9	464.5	432.5	419.8	470.4
영업이익	130.2	91.8	108.3	120.4	123.6	82.2	120.1	138.3	551.8	450.7	464.2	502.4
OPM(%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.4	21.4	24.7	23.5	27.9	23.8	23.6	24.3
지배순이익	95.7	74.2	83.5	107.0	83.0	76.7	106.5	119.3	425.1	360.4	385.5	416.2
NPM(%)	18.9	19.0	18.5	19.6	16.4	19.9	21.9	20.2	21.5	19.0	19.6	20.1
<% yoy>												
매출액	1.9	(3.5)	(8.5)	(6.2)	(0.3)	(1.8)	7.8	7.8	9.4	(4.2)	3.7	5.3
MLB 전체	(19.9)	(15.8)	(18.0)	(20.1)	(5.1)	(7.1)	3.9	4.8	(18.9)	(18.5)	(1.2)	(0.9)
면세	(21.0)	(16.4)	(19.1)	(31.5)	(14.9)	(14.2)	1.5	1.8	(33.8)	(22.4)	(7.2)	(6.5)
비면세	(19.2)	(15.5)	(17.4)	(12.4)	0.9	(3.1)	5.2	6.4	(6.1)	(16.1)	2.2	2.0
MLB KIDS	(7.2)	(16.1)	(8.6)	(12.1)	(7.7)	(10.2)	6.5	8.2	(4.6)	(11.0)	(0.8)	3.2
MLB 중국	15.0	10.3	(4.0)	4.6	8.2	7.5	8.6	3.4	40.0	5.5	6.9	3.6
MLB 홍콩	15.0	(10.5)	(10.9)	(4.7)	(6.8)	(2.0)	7.0	17.7	52.4	(2.6)	3.8	5.8
디스커버리	(4.2)	(1.0)	(10.6)	(9.8)	(17.3)	(19.0)	14.8	7.5	(5.5)	(6.9)	(2.9)	12.1
영업이익	(12.5)	(16.9)	(27.1)	(16.4)	(5.1)	(10.5)	10.9	14.9	5.1	(18.3)	3.0	8.2
지배순이익	(19.3)	(13.5)	(29.9)	5.3	(13.3)	3.3	27.6	11.5	(3.8)	(15.2)	7.0	8.0

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 F&F 홀딩스로부터 분할 상장. MLB, MLB KIDS 수출 제외 수치

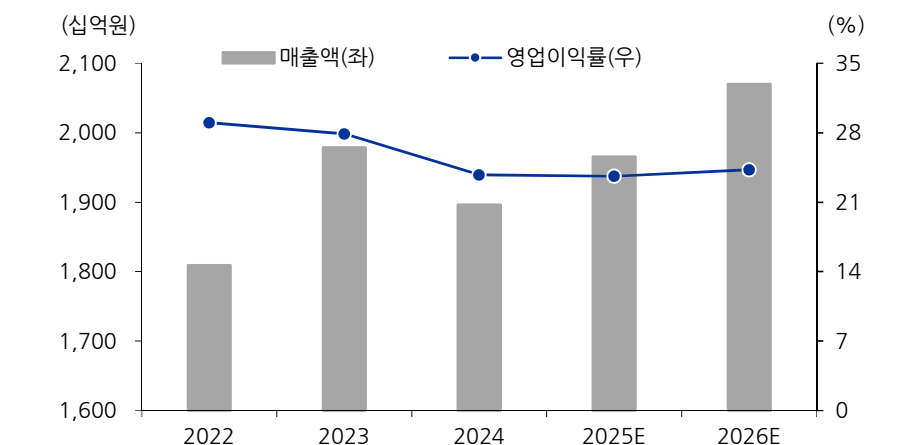


도표 2. 중국 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	2Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
전체 매출액	239.0	154.5	250.2	214.2	258.5	166.1	271.8	221.6	813.3	857.9	923.4	957.0
yoy	15.0	10.3	(4.0)	4.6	8.2	7.5	8.6	3.4	40.0	5.5	7.6	3.6
A. 온라인	23.9	21.6	15.0	42.8	25.9	23.7	16.5	45.5	93.6	103.4	111.5	120.8
yoy	15.0	(3.5)	(4.0)	23.1	8.4	9.5	10.0	6.1	9.6	10.4	7.9	8.3
비중	10.0	14.0	6.0	20.0	10.0	14.3	6.1	20.5	11.5	12.1	12.1	12.6
일평균 매출	0.26	0.24	0.16	0.47	0.29	0.26	0.18	0.06	0.26	0.28	0.31	0.33
B. 오프라인	215.1	132.9	235.2	171.4	231.6	142.4	255.3	176.1	719.7	754.5	811.8	836.2
yoy	15.0	12.9	(4.0)	0.9	7.7	7.2	8.5	2.8	45.2	4.8	7.6	3.0
비중	90.0	86.0	94.0	80.0	89.6	85.7	93.9	79.5	88.5	87.9	87.9	87.4
매장수	1,104	1,094	1,104	1,090	1,075	1,075	1,075	1,075	1,100	1,090	1,090	1,090
점당 매출액	0.19	0.12	0.21	0.16	0.22	0.13	0.24	0.16	0.65	0.69	0.74	0.77
일평균 매출	2.36	1.46	2.56	1.86	2.57	1.57	2.77	1.91	1.97	2.06	2.22	2.29

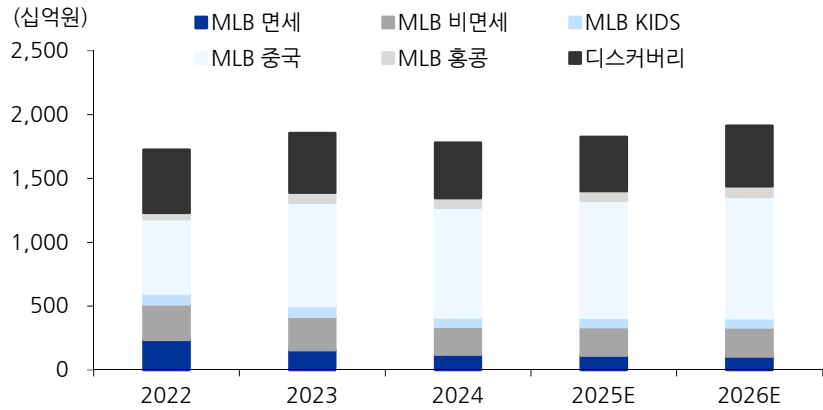
자료: 회사 자료, 유진투자증권
주: 2021.05.27 분할상장

도표 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



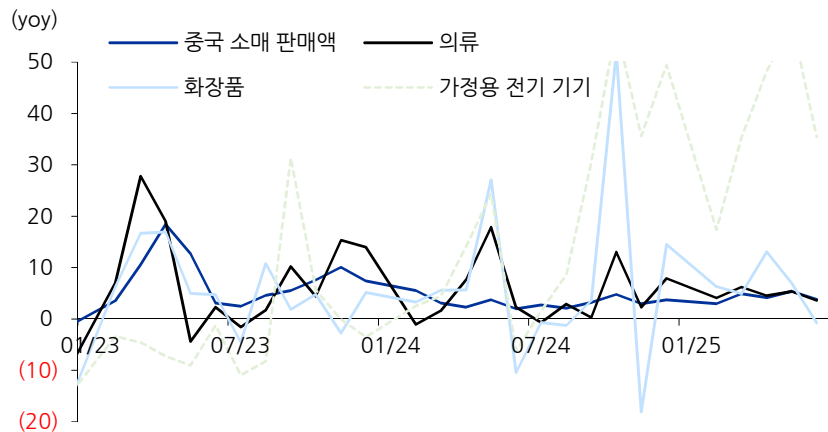
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 4. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



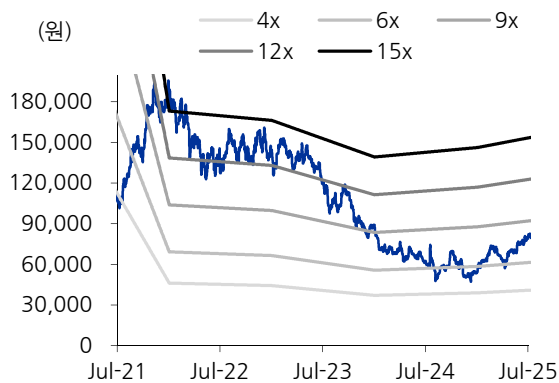
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 5. 중국 소매판매액과 의류, 화장품, 가전기기 성장률 추이



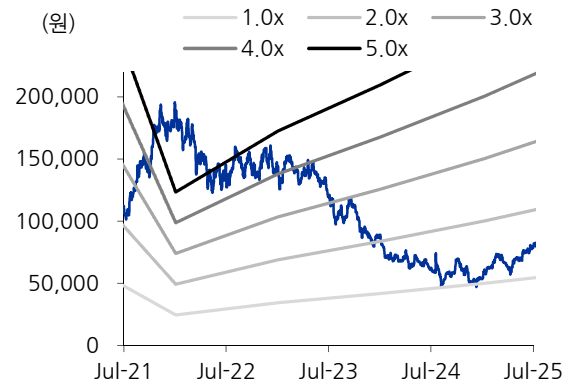
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 7. PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권



도표 8. Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	403.4	
12MF 지배주주 EPS (원)	10,531	
목표주가(원)	105,000	
Target PER(X)	9.9	중국 피어 12MF PER 20% 할인 적용
현재주가(원)	80,500	
현재주가 PER(X)	7.6	
Upside(%)	30.4	

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 9. Key Indicator

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액						1,089	1,809	1,978	1,896
영업이익						323	525	552	451
세전이익						314	605	555	477
순이익						226	443	425	356
지배순이익						226	442	425	360
EPS						5,893	11,532	11,096	9,408
BPS						na	95.7	-3.8	-15.2
DPS						32.1	12.5	8.0	5.8
PER						na	60.4	38.4	25.3
ROE						2.7	6.0	2.6	1.3
PBR						21.3	9.4	5.5	4.2
EV/EBITDA						351	605	626	552
EBITDA						70,647	24,055	33,689	40,781
배당수익률						1,100	1,600	1,700	1,700
순차입금						0.6	1.1	1.9	3.1

자료: 회사자료, 유진투자증권



F&F(383220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,005	2,286	2,575	2,924	3,300
유동자산	746	637	934	1,269	1,625
현금성자산	242	127	377	697	1,038
매출채권	148	163	162	167	171
재고자산	341	325	372	383	394
비유동자산	1,259	1,649	1,641	1,655	1,675
투자자산	947	934	951	990	1,030
유형자산	135	501	492	483	477
기타	178	214	198	182	168
부채총계	687	709	688	697	706
유동부채	487	522	504	513	521
매입채무	248	199	250	257	264
유동성이자부채	86	204	134	134	134
기타	152	120	121	122	123
비유동부채	201	186	183	184	185
비유동이자부채	173	157	152	152	152
기타	28	29	31	32	33
자본총계	1,318	1,577	1,887	2,227	2,594
지배지분	1,291	1,562	1,874	2,213	2,580
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,605	1,944	2,311
기타	(19)	(43)	(53)	(53)	(53)
비지배지분	27	15	14	14	14
자본총계	1,318	1,577	1,887	2,227	2,594
충차입금	259	361	286	286	286
순차입금	18	234	(91)	(411)	(752)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	477	399	376	442	470
당기순이익	425	356	385	416	447
자산상각비	74	101	52	30	25
기타비현금성손익	132	101	34	4	4
운전자본증감	(13)	(24)	(59)	(8)	(7)
매출채권감소(증가)	14	(10)	1	(5)	(4)
재고자산감소(증가)	(19)	30	(53)	(11)	(10)
매입채무증가(감소)	(22)	(23)	(8)	7	7
기타	13	(22)	2	1	1
투자현금	(100)	(453)	(34)	(46)	(48)
단기투자자산감소	(6)	16	6	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	(0)	(22)	(31)	(32)
설비투자	23	435	5	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(51)	(64)	(5)	(5)	(5)
재무현금	(261)	(45)	(84)	(77)	(80)
차입금증가	(212)	53	(84)	0	0
자본증가	(61)	(98)	(64)	(77)	(80)
배당금지급	61	65	64	77	80
현금 증감	118	(100)	257	319	341
기초현금	102	220	120	377	696
기말현금	220	120	377	696	1,037
Gross Cash flow	630	558	474	450	476
Gross Investment	108	493	100	54	55
Free Cash Flow	523	65	374	396	422

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,965	2,070	2,172
증가율(%)	9.4	(4.2)	3.7	5.3	4.9
매출원가	632	649	673	705	737
매출총이익	1,346	1,247	1,293	1,364	1,435
판매 및 일반관리비	794	796	828	862	894
기타영업손익	6	0	4	4	4
영업이익	552	451	464	502	541
증가율(%)	5.1	(18.3)	3.0	8.2	7.7
EBITDA	626	552	516	532	566
증가율(%)	3.4	(11.8)	(6.5)	3.2	6.4
영업외손익	3	27	24	24	25
이자수익	6	10	7	8	8
이자비용	12	12	12	12	12
지분법손익	8	33	(3)	(3)	(3)
기타영업손익	1	(5)	32	32	32
세전순이익	555	477	488	527	566
증가율(%)	(8.3)	(14.0)	2.2	8.0	7.5
법인세비용	130	121	102	111	119
당기순이익	425	356	385	416	447
증가율(%)	(4.0)	(16.2)	8.3	8.0	7.5
지배주주지분	425	360	385	416	447
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	7.0	8.0	7.5
비지배지분	(0)	(4)	0	(0)	0
EPS(원)	11,096	9,408	10,063	10,865	11,682
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	7.0	8.0	7.5
수정EPS(원)	11,096	9,408	10,063	10,865	11,682
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	7.0	8.0	7.5

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,096	9,408	10,063	10,865	11,682
BPS	33,689	40,781	48,908	57,773	67,355
DPS	1,700	1,700	2,000	2,100	2,200
밸류에이션(배, %)					
PER	8.0	5.8	7.8	7.3	6.8
PBR	2.6	1.3	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.5	4.2	5.7	4.9	4.0
배당수익율	1.9	3.1	2.5	2.7	2.8
PCR	5.4	3.7	6.4	6.7	6.3
수익성(%)					
영업이익율	27.9	23.8	23.6	24.3	24.9
EBITDA이익율	31.6	29.1	26.2	25.7	26.1
순이익율	21.5	18.8	19.6	20.1	20.6
ROE	38.4	25.3	22.4	20.4	18.7
ROIC	75.6	36.8	32.5	35.8	38.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	1.3	14.9	(4.8)	(18.4)	(29.0)
유동비율	153.2	122.0	185.1	247.3	311.8
이자보상배율	47.8	38.1	38.0	42.5	45.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	12.8	12.2	12.1	12.6	12.8
재고자산회전율	6.2	5.7	5.6	5.5	5.6
매입채무회전율	9.0	8.5	8.8	8.2	8.3



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						F&F(383220.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 이해니	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2023-07-25	Buy	210,000	1년	-52.2	-51.2		
2023-07-31	Buy	190,000	1년	-43.7	-37.4		
2023-10-23	Buy	160,000	1년	-42.8	-40.2		
2023-11-27	Buy	150,000	1년	-44.9	-40.5		
2024-01-22	Buy	110,000	1년	-36.6	-30.5		
2024-04-24	Buy	100,000	1년	-38.2	-26		
2024-05-02	Buy	100,000	1년	-38.4	-26		
2024-05-21	Buy	100,000	1년	-39.1	-26		
2024-11-13	Buy	77,000	1년	-29	-18.3		
2025-01-21	Buy	82,000	1년	-22	-18.3		
2025-02-10	Buy	90,000	1년	-25.1	-18		
2025-04-14	Buy	90,000	1년	-25	-21.4		
2025-04-30	Buy	95,000	1년	-20.1	-12.9		
2025-05-28	Buy	95,000	1년	-17.3	-12.9		
2025-07-16	Buy	105,000	1년				