



# F&F (383220)

## 2Q25 Preview : 더 가팔라질 중국 아웃도어 성장 경로와 기대감

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 100,000원

|                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 현재 주가(7/14)       | 80,500원          |
| 상승여력              | ▲24.2%           |
| 시가총액              | 30,837억원         |
| 발행주식수             | 38,307천주         |
| 52 주 최고가 / 최저가    | 82,700 / 47,300원 |
| 90 일 일평균 거래대금     | 52.87억원          |
| 외국인 지분율           | 11.1%            |
| 주주 구성             |                  |
| F&F 홀딩스 (외 10 인)  | 62.8%            |
| 브이아이피자산운용 (외 1 인) | 7.8%             |
| 국민연금공단 (외 1 인)    | 7.3%             |

| 주가수익률(%)     | 1개월  | 3개월  | 6개월  | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률        | 7.9  | 28.2 | 33.3 | 33.1 |
| 상대수익률(KOSPI) | -2.7 | -2.2 | 5.1  | 21.0 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2023   | 2024  | 2025E | 2026E  |
|-----------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 1,978  | 1,896 | 1,984 | 2,122  |
| 영업이익      | 552    | 451   | 463   | 519    |
| EBITDA    | 626    | 552   | 560   | 617    |
| 지배주주순이익   | 425    | 360   | 338   | 391    |
| EPS       | 11,096 | 9,408 | 9,005 | 10,412 |
| 순차입금      | 18     | 234   | -7    | -305   |
| PER       | 8.0    | 5.8   | 8.9   | 7.7    |
| PBR       | 2.6    | 1.3   | 1.7   | 1.4    |
| EV/EBITDA | 5.5    | 4.2   | 5.5   | 4.5    |
| 배당수익률     | 1.9    | 3.1   | 2.4   | 2.6    |
| ROE       | 38.4   | 25.3  | 19.9  | 19.6   |

### 주가 추이



### 2Q25 Preview

F&F는 2Q25 매출액 3,736억원(-4.6% YoY), 영업이익 804억원(-12.4% YoY)을 기록해 시장 기대치 대비 매출액은 -4%, 영업이익은 -6% 하회하겠다. 중국법인은 +8.3% YoY 성장하며 견조하겠으나, 내수 부진에 따른 국내 매출이 부진한 것이 실적 부진의 주요 원인이다. MLB 순수 내수 -4%, MLB KIDS -7%, 디스커버리 -20% 역성장한 것으로 추정된다. 지난해 두자리 수 이상 기록했던 MLB의 역성장 폭은 진정된 모습이나, 올해는 디스커버리의 역성장 폭이 두자리 수 이상으로 나타나고 있다. MLB에 이어 디스커버리의 브랜드 노후화 가능성도 열려있다고 판단된다. 국내에서 MLB와 디스커버리 모두 브랜드력 반전이 필요한 구간임은 분명하다. 디스커버리는 6월말 기준 12개 점포를 중국에서 출점할 것으로 파악된다.

### 중국 아웃도어 시장에 주목이 필요

국내에는 부진하나, 중국에서의 성장은 견조하다. 디스커버리는 중국 내에서 개화하고 있는 아웃도어 시장에 진출 중에 있다. 연내 100개점 출점을 목표로 하고 있다. 중국 아웃도어 시장이 개화 중인 것은 주지의 사실이다. 중국 내 주요 플레이어인 Anta sports의 경우에는 기존 아웃도어 브랜드(아크테릭스, 코오롱스포츠 등)의 투자 확대에 나섬과 동시에 신규 아웃도어 브랜드(잭올프스킨) 인수 등으로 시장 확산에 힘쓰고 있다. 이에 따라 아웃도어 시장의 확장 속도는 더욱 가팔라질 전망이다. 디스커버리가 중국 내에서 성공적으로 안착할 수 있는 지는 확인이 필요하겠으나, 기대감이 확산될 수 있는 시기임에는 분명하다. 아웃도어의 의류의 특징 상 성과는 4Q25 중 확인이 가능할 것으로 전망된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 10만원 유지

F&F에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 10만원을 유지한다. 상반기 내수가 부진했으나, 하반기 정부의 확장적 재정정책 집행에 힘입어 내수 매출 턴어라운드가 기대된다. 또한 중국 소비 회복세가 나타나고 있고, 디스커버리 중국 진출 모멘텀이 확산되는 구간이기에 견조한 주가 흐름이 예상된다.

[표1] F&amp;F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|                | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024  | 2025E | 2026E |
|----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 507  | 391  | 451  | 547  | 506  | 374   | 508   | 597   | 1,896 | 1,984 | 2,122 |
| YoY            | 2%   | -3%  | -8%  | -6%  | 0%   | -5%   | 13%   | 9%    | -4%   | 5%    | 7%    |
| MLB 한국         | 235  | 162  | 315  | 220  | 267  | 151   | 327   | 233   | 932   | 979   | 998   |
| 내수             | 55   | 58   | 46   | 58   | 56   | 56    | 46    | 58    | 218   | 216   | 216   |
| 면세             | 36   | 33   | 25   | 31   | 29   | 27    | 28    | 31    | 124   | 114   | 119   |
| MLB KIDS       | 30   | 20   | 27   | 26   | 26   | 18    | 28    | 26    | 103   | 99    | 100   |
| MLB 중국         | 239  | 155  | 250  | 214  | 259  | 167   | 297   | 260   | 858   | 982   | 1,096 |
| 오프라인           | 215  | 133  | 240  | 178  | 230  | 141   | 268   | 202   | 766   | 841   | 859   |
| 온라인            | 24   | 22   | 15   | 36   | 28   | 25    | 16    | 38    | 97    | 107   | 113   |
| MLB 홍콩         | 22   | 17   | 16   | 20   | 21   | 16    | 16    | 21    | 75    | 74    | 78    |
| DISCOVERY      | 107  | 87   | 63   | 176  | 88   | 70    | 59    | 167   | 432   | 384   | 384   |
| Duvetica       | 8    | 2    | 6    | 10   | 5    | 3     | 8     | 12    | 26    | 28    | 34    |
| Stretch Angels | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 영업이익           | 130  | 92   | 108  | 120  | 124  | 80    | 117   | 141   | 451   | 463   | 519   |
| OPM            | 26%  | 23%  | 24%  | 22%  | 24%  | 22%   | 23%   | 24%   | 23.8% | 23.3% | 24.4% |
| YoY            | -13% | -17% | -27% | -16% | -5%  | -12%  | 8%    | 17%   | -18%  | 3%    | 12%   |

자료: F&amp;F, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산     | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 1,809 | 1,978 | 1,896 | 1,984 | 2,122 |
| 매출총이익      | 1,276 | 1,346 | 1,247 | 1,288 | 1,377 |
| 영업이익       | 525   | 552   | 451   | 463   | 519   |
| EBITDA     | 605   | 626   | 552   | 560   | 617   |
| 순이자손익      | -8    | -5    | -2    | -5    | -2    |
| 외화관련손익     | -3    | 4     | 9     | -3    | 0     |
| 지분법손익      | 89    | 8     | 33    | 8     | 12    |
| 세전계속사업손익   | 605   | 555   | 477   | 456   | 529   |
| 당기순이익      | 443   | 425   | 356   | 338   | 391   |
| 지배주주순이익    | 442   | 425   | 360   | 338   | 391   |
| 증가율(%)     |       |       |       |       |       |
| 매출액        | n/a   | 9.4   | -4.2  | 4.6   | 7.0   |
| 영업이익       | n/a   | 5.1   | -18.3 | 2.6   | 12.1  |
| EBITDA     | n/a   | 3.4   | -11.8 | 1.4   | 10.2  |
| 순이익        | n/a   | -4.0  | -16.2 | -5.1  | 15.8  |
| 이익률(%)     |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률     | 70.6  | 68.0  | 65.8  | 64.9  | 64.9  |
| 영업이익률      | 29.0  | 27.9  | 23.8  | 23.3  | 24.4  |
| EBITDA 이익률 | 33.5  | 31.6  | 29.1  | 28.2  | 29.1  |
| 세전이익률      | 33.5  | 28.0  | 25.2  | 23.0  | 24.9  |
| 순이익률       | 24.5  | 21.5  | 18.8  | 17.0  | 18.4  |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산         | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | 369  | 477  | 399  | 273   | 389   |
| 당기순이익          | 443  | 425  | 356  | 338   | 391   |
| 자산상각비          | 80   | 74   | 101  | 97    | 98    |
| 운전자본증감         | -114 | -13  | -24  | -112  | -23   |
| 매출채권 감소(증가)    | -23  | 14   | -10  | -15   | -12   |
| 재고자산 감소(증가)    | -57  | -19  | 30   | -56   | -26   |
| 매입채무 증가(감소)    | -20  | -22  | -23  | -32   | 16    |
| 투자현금흐름         | -171 | -100 | -453 | -15   | -20   |
| 유형자산처분(취득)     | -18  | -23  | -435 | -17   | -16   |
| 무형자산 감소(증가)    | -36  | -51  | -64  | -5    | -5    |
| 투자자산 감소(증가)    | -10  | -6   | 16   | 6     | 0     |
| 재무현금흐름         | -109 | -261 | -45  | -134  | -121  |
| 차입금의 증가(감소)    | -51  | -212 | 53   | -134  | -50   |
| 자본의 증가(감소)     | -58  | -61  | -98  | -64   | -71   |
| 배당금의 지급        | -42  | -61  | -65  | -64   | -71   |
| 총현금흐름          | 613  | 630  | 558  | 423   | 412   |
| (-)운전자본증가(감소)  | 91   | -32  | 88   | 47    | 23    |
| (-)설비투자        | 18   | 23   | 435  | 17    | 16    |
| (+)자산매각        | -36  | -50  | -64  | -5    | -5    |
| Free Cash Flow | 468  | 589  | -29  | 354   | 368   |
| (-)기타투자        | 130  | 66   | -94  | 65    | -1    |
| 잉여현금           | 338  | 523  | 65   | 290   | 369   |
| NOPLAT         | 384  | 423  | 336  | 343   | 384   |
| (+) Dep        | 80   | 74   | 101  | 97    | 98    |
| (-)운전자본투자      | 91   | -32  | 88   | 47    | 23    |
| (-)Capex       | 18   | 23   | 435  | 17    | 16    |
| OpFCF          | 355  | 505  | -85  | 376   | 443   |

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산    | 601   | 746   | 637   | 825   | 1,111 |
| 현금성자산   | 124   | 242   | 127   | 243   | 491   |
| 매출채권    | 161   | 148   | 163   | 178   | 191   |
| 재고자산    | 297   | 341   | 325   | 375   | 401   |
| 비유동자산   | 969   | 1,259 | 1,649 | 1,636 | 1,636 |
| 투자자산    | 759   | 947   | 934   | 931   | 942   |
| 유형자산    | 77    | 135   | 501   | 500   | 497   |
| 무형자산    | 133   | 178   | 214   | 205   | 198   |
| 자산총계    | 1,570 | 2,005 | 2,286 | 2,461 | 2,748 |
| 유동부채    | 576   | 487   | 522   | 428   | 393   |
| 매입채무    | 192   | 248   | 199   | 226   | 241   |
| 유동성이자부채 | 234   | 86    | 204   | 84    | 34    |
| 비유동부채   | 51    | 201   | 186   | 183   | 184   |
| 비유동이자부채 | 27    | 173   | 157   | 152   | 152   |
| 부채총계    | 627   | 687   | 709   | 611   | 578   |
| 자본금     | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금   | 314   | 318   | 318   | 318   | 318   |
| 이익잉여금   | 625   | 988   | 1,283 | 1,558 | 1,878 |
| 자본조정    | -22   | -19   | -43   | -43   | -43   |
| 자기주식    | -19   | -19   | -53   | -53   | -53   |
| 자본총계    | 943   | 1,318 | 1,577 | 1,850 | 2,170 |

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표            |        |        |        |        |        |
| EPS             | 11,532 | 11,096 | 9,408  | 9,005  | 10,412 |
| BPS             | 24,055 | 33,689 | 40,781 | 47,940 | 56,292 |
| DPS             | 1,600  | 1,700  | 1,700  | 1,900  | 2,100  |
| CFPS            | 16,008 | 16,458 | 14,576 | 11,029 | 10,746 |
| ROA(%)          | 32.6   | 23.8   | 16.8   | 14.3   | 15.0   |
| ROE(%)          | 60.4   | 38.4   | 25.3   | 19.9   | 19.6   |
| ROIC(%)         | 115.5  | 75.6   | 36.8   | 29.5   | 32.2   |
| Multiples(x, %) |        |        |        |        |        |
| PER             | 12.5   | 8.0    | 5.8    | 8.9    | 7.7    |
| PBR             | 6.0    | 2.6    | 1.3    | 1.7    | 1.4    |
| PSR             | 3.1    | 1.7    | 1.1    | 1.6    | 1.5    |
| PCR             | 9.0    | 5.4    | 3.7    | 7.3    | 7.5    |
| EV/EBITDA       | 9.4    | 5.5    | 4.2    | 5.5    | 4.5    |
| 배당수익률           | 1.1    | 1.9    | 3.1    | 2.4    | 2.6    |
| 안정성(%)          |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 66.5   | 52.2   | 44.9   | 33.0   | 26.6   |
| Net debt/Equity | 14.5   | 1.3    | 14.9   | -0.4   | -14.1  |
| Net debt/EBITDA | 22.7   | 2.8    | 42.5   | -1.3   | -49.5  |
| 유동비율            | 104.4  | 153.2  | 122.0  | 192.9  | 282.5  |
| 이자보상배율(배)       | 50.1   | 47.8   | 38.1   | 38.7   | 54.6   |
| 자산구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 투자자본            | 33.1   | 36.5   | 51.9   | 50.1   | 45.6   |
| 현금+투자자산         | 66.9   | 63.5   | 48.1   | 49.9   | 54.4   |
| 자본구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 차입금             | 21.7   | 16.4   | 18.6   | 11.3   | 7.9    |
| 자기자본            | 78.3   | 83.6   | 81.4   | 88.7   | 92.1   |

## [ Compliance Notice ]

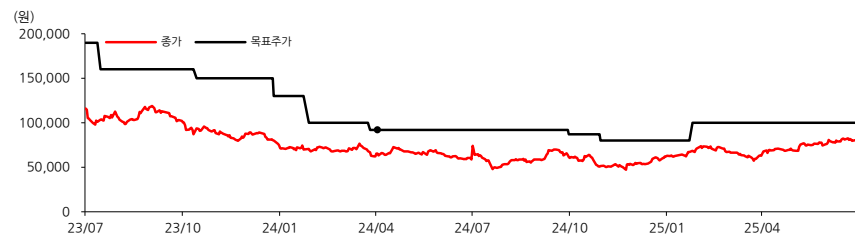
(공표일: 2025년 7월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ F&amp;F 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

|      |            |            |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시  | 2023.07.31 | 2023.10.13 | 2023.10.30 | 2023.11.01 | 2023.11.29 | 2023.12.28 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 160,000    | 160,000    | 150,000    | 150,000    | 150,000    | 150,000    |
| 일 시  | 2024.01.11 | 2024.01.26 | 2024.02.13 | 2024.04.11 | 2024.05.02 | 2024.07.09 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 130,000    | 130,000    | 100,000    | 92,000     | 92,000     | 92,000     |
| 일 시  | 2024.07.17 | 2024.07.29 | 2024.09.27 | 2024.10.16 | 2024.11.15 | 2025.01.22 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 92,000     | 92,000     | 92,000     | 87,000     | 80,000     | 80,000     |
| 일 시  | 2025.02.10 | 2025.04.03 | 2025.04.18 | 2025.04.25 | 2025.04.30 | 2025.05.30 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 100,000    | 100,000    | 100,000    | 100,000    | 100,000    | 100,000    |
| 일 시  | 2025.06.27 | 2025.07.15 |            |            |            |            |
| 투자의견 | Buy        | Buy        |            |            |            |            |
| 목표가격 | 100,000    | 100,000    |            |            |            |            |

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2023.07.31 | Buy  | 160,000 | -33.99  | -25.63      |
| 2023.10.30 | Buy  | 150,000 | -41.77  | -36.20      |
| 2024.01.11 | Buy  | 130,000 | -44.14  | -38.38      |
| 2024.02.13 | Buy  | 100,000 | -29.72  | -23.50      |
| 2024.04.11 | Buy  | 92,000  | -32.25  | -19.57      |
| 2024.10.16 | Buy  | 87,000  | -32.18  | -26.55      |
| 2024.11.15 | Buy  | 80,000  | -29.46  | -16.25      |
| 2025.02.10 | Buy  | 100,000 |         |             |

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

### [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

### [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025 년 6 월 30 일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 90.4% | 9.6% | 0.0% | 100.0% |