



F&F (383220)

2Q25 Review : 실망하기엔 아직 일러요

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 94,000원

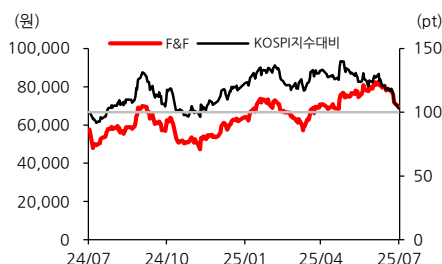
현재 주가(7/31)	69,900원
상승여력	▲34.5%
시가총액	26,777억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	82,700 / 47,300원
90 일 일평균 거래대금	56.06억원
외국인 지분율	11.1%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	62.8%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	7.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.5	-1.0	8.7	21.4
상대수익률(KOSPI)	-17.2	-27.9	-20.2	4.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,978	1,896	1,938	2,051
영업이익	552	451	448	489
EBITDA	626	552	545	587
지배주주순이익	425	360	327	370
EPS	11,096	9,408	8,691	9,832
순차입금	18	234	-12	-289
PER	8.0	5.8	8.0	7.1
PBR	2.6	1.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.9	4.1
배당수익률	1.9	3.1	2.7	3.0
ROE	38.4	25.3	19.3	18.7

주가 추이



2Q25 Review

F&F는 2Q25 매출액 3,789억원(-3.2% YoY), 영업이익 840억원(-8.5% YoY)을 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 기대치에 부합했다. 2Q25에도 국내 매출 부진을 중국법인이 상쇄하였다. 국내는 MLB(순수 내수) -5% YoY, 디스커버리 -24% YoY 역성장하였다. 2Q25까지 이어진 내수 부진이 주된 원인이라 판단된다. 디스커버리의 역성장 폭이 특히 강했는데, 시즌 제품 준비에 있어서 미흡했던 부분이 있었던 것으로 파악된다. 국내는 부진했지만, 중국법인은 +11% YoY 성장했다. 중국 내 MLB의 브랜드력이 견조하게 유지되고 있는 것으로 파악된다. 동사는 MLB의 양적 성장보다 질적 성장을 꾀하고 있는데, 지난해 하반기 리뉴얼한 점포 57개점은 상반기 리테일 매출 +11% YoY 성장한 것으로 파악되고 있다. 지금까지 누적 112개점을 리뉴얼했다. 디스커버리는 2Q25 기준 매장 12개를 출점하였다. 아웃도어 비수기만큼 매출 기여는 제한적인 것으로 파악된다. 성수기인 4Q25는 되어야 디스커버리 진출 성과를 확인할 수 있겠다.

디스커버리 중국 출점 가이드نس 하향

디스커버리에 대한 중국 출점 가이드نس를 하향했다. 기존에는 25년말까지 100개점 출점 목표였으나, 60개점으로 하향한 것이다. 출점 가이드نس가 보다 현실화되었다고 판단된다. 동사의 주가 상승을 견인하였던 것이 중국 아웃도어 시장 개화 단계에서 디스커버리 중국 진출에 대한 기대감이었다는 점을 감안 시, 금번 출점 가이드نس 하향으로 실망감이 생길 수 있는 것은 사실이다. 다만 아크테릭스, 코오롱스포츠 등 중국 내 자리매김을 한 아웃도어 브랜드의 성장 양상을 보면 점당 매출 성장이 매출 성장을 주로 견인하고 있기 때문에 점포 수 그 자체의 중요성은 떨어진다고 판단한다. 그보다는 4Q25에 확인할 수 있는 디스커버리 점당 매출액 수준이 중요하겠다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 9.4만원 하향

투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 실적 전망치 하향으로 9.4만원으로 소폭 하향한다. 출점 가이드نس 하향으로 실망하기에는 아직 이르다는 판단이다. 주가 조정 시, 비중확대 전략이 유효하겠다.

[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	507	391	451	547	506	379	486	568	1,896	1,938	2,051
YoY	2%	-3%	-8%	-6%	0%	-3%	8%	4%	-4%	2%	6%
MLB 한국	235	162	315	220	267	210	321	232	932	1,030	988
내수	55	58	46	58	56	55	45	56	218	212	212
면세	36	33	25	31	29	28	28	31	124	115	121
MLB KIDS	30	20	27	26	26	21	28	26	103	101	102
MLB 중국	239	155	250	214	259	171	281	243	858	953	1,044
오프라인	215	133	240	178	230	142	258	193	766	822	854
온라인	24	22	15	36	28	29	16	38	97	112	117
MLB 홍콩	22	17	16	20	21	16	16	20	75	72	76
DISCOVERY	107	87	63	176	88	66	56	158	432	369	369
Duvetica	8	2	6	10	5	3	8	12	26	29	35
Stretch Angels	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	130	92	108	120	124	84	110	131	451	448	489
OPM	26%	23%	24%	22%	24%	22%	23%	23%	24%	23%	24%
YoY	-13%	-17%	-27%	-16%	-5%	-8%	1%	9%	-18%	-1%	9%

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

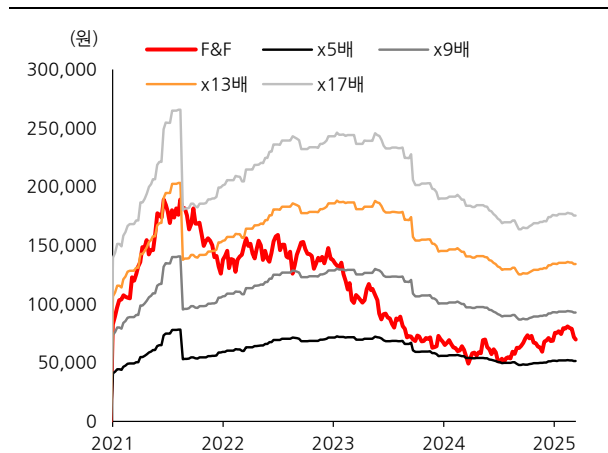
[표2] F&F P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	25E	비고
지배순이익	3,266	
Target P/E	11	
적정 시가총액	35,930	
발행주식 수	38,143	자사주 제외
적정주가	94,199	

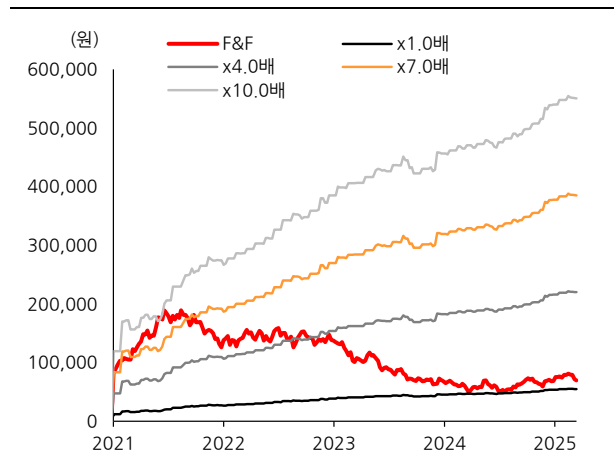
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] F&F P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] F&F P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,809	1,978	1,896	1,938	2,051
매출총이익	1,276	1,346	1,247	1,256	1,329
영업이익	525	552	451	448	489
EBITDA	605	626	552	545	587
순이자손익	-8	-5	-2	-5	-2
외화관련손익	-3	4	9	-3	0
지분법손익	89	8	33	8	12
세전계속사업손익	605	555	477	441	499
당기순이익	443	425	356	326	370
지배주주순이익	442	425	360	327	370
증가율(%)					
매출액	n/a	9.4	-4.2	2.2	5.8
영업이익	n/a	5.1	-18.3	-0.6	9.2
EBITDA	n/a	3.4	-11.8	-1.3	7.8
순이익	n/a	-4.0	-16.2	-8.4	13.3
이익률(%)					
매출총이익률	70.6	68.0	65.8	64.8	64.8
영업이익률	29.0	27.9	23.8	23.1	23.8
EBITDA 이익률	33.5	31.6	29.1	28.1	28.6
세전이익률	33.5	28.0	25.2	22.8	24.3
순이익률	24.5	21.5	18.8	16.8	18.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	369	477	399	277	368
당기순이익	443	425	356	326	370
자산상각비	80	74	101	97	98
운전자본증감	-114	-13	-24	-96	-22
매출채권 감소(증가)	-23	14	-10	-7	-12
재고자산 감소(증가)	-57	-19	30	-38	-25
매입채무 증가(감소)	-20	-22	-23	-43	15
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	411	390
(-)운전자본증가(감소)	91	-32	88	31	22
(-)설비투자	18	23	435	17	16
(+)자산매각	-36	-50	-64	-5	-5
Free Cash Flow	468	589	-29	359	347
(-)기타투자	130	66	-94	65	-1
잉여현금	338	523	65	294	349
NOPLAT	384	423	336	331	362
(+) Dep	80	74	101	97	98
(-)운전자본투자	91	-32	88	31	22
(-)Capex	18	23	435	17	16
OpFCF	355	505	-85	380	423

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	601	746	637	802	1,066
현금성자산	124	242	127	248	475
매출채권	161	148	163	170	181
재고자산	297	341	325	357	382
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	2,438	2,702
유동부채	576	487	522	417	381
매입채무	192	248	199	215	230
유동성이자부채	234	86	204	84	34
비유동부채	51	201	186	183	184
비유동이자부채	27	173	157	152	152
부채총계	627	687	709	600	566
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	1,283	1,546	1,844
자본조정	-22	-19	-43	-43	-43
자기주식	-19	-19	-53	-53	-53
자본총계	943	1,318	1,577	1,838	2,137

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	11,532	11,096	9,408	8,691	9,832
BPS	24,055	33,689	40,781	47,632	55,414
DPS	1,600	1,700	1,700	1,900	2,100
CFPS	16,008	16,458	14,576	10,721	10,176
ROA(%)	32.6	23.8	16.8	13.8	14.4
ROE(%)	60.4	38.4	25.3	19.3	18.7
ROIC(%)	115.5	75.6	36.8	28.7	30.8
Multiples(x, %)					
PER	12.5	8.0	5.8	8.0	7.1
PBR	6.0	2.6	1.3	1.5	1.3
PSR	3.1	1.7	1.1	1.4	1.3
PCR	9.0	5.4	3.7	6.5	6.9
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.2	4.9	4.1
배당수익률	1.1	1.9	3.1	2.7	3.0
안정성(%)					
부채비율	66.5	52.2	44.9	32.6	26.5
Net debt/Equity	14.5	1.3	14.9	-0.6	-13.5
Net debt/EBITDA	22.7	2.8	42.5	-2.1	-49.2
유동비율	104.4	153.2	122.0	192.6	279.4
이자보상배율(배)	50.1	47.8	38.1	37.5	51.5
자산구조(%)					
투자자본	33.1	36.5	51.9	49.7	45.6
현금+투자자산	66.9	63.5	48.1	50.3	54.4
자본구조(%)					
차입금	21.7	16.4	18.6	11.4	8.0
자기자본	78.3	83.6	81.4	88.6	92.0

[Compliance Notice]

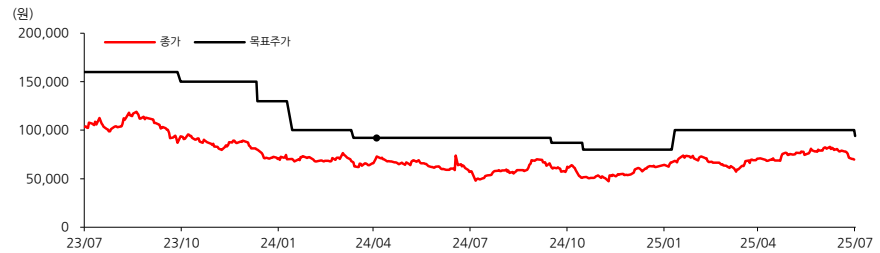
(공표일: 2025년 8월 1일)

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 종목의 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&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	2025.07.25	2025.08.01		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	100,000	100,000	100,000	94,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-28.22	-17.30
2025.08.01	Buy	94,000		

[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%