

F&F (383220/KS)

국내 부진, 중국 회복

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 84,000 원(유지)

현재주가: 70,700 원

상승여력: 18.8%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,708 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.82%
국민연금공단	7.31%

Stock Data

주가(25/04/29)	70,700 원
KOSPI	2,565.42pt
52주 최고가	74,000 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 부합

동사의 1 분기 실적은 매출액 5,056 억 원(-0.3% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,236 억 원(-5.1%, OPM 24.4%) 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스에 부합했다. 지역별 매출액 성장률은 국내 -12.2%, 중국 +8.2% 기록했다. 국내는 소비 경기 약세와 면세 채널 부진의 영향이 지속됨에 따라 매출액 약세 압력을 받았으며, 디스커버리의 아웃도어 산업 내 시장 점유율이 하락했다. 중국은 소비 부양책의 효과(1 분기 의류 소매판매 +3.4%), 기존점 효율화의 결과로(누적 60 개 점포) 위안화 기준 MLB 점포당 홀세일 매출 +0.6% 성장했으며, 원화 대비 위안화 강세 효과(+8.0%)로 매출액 +8.2% 성장했다. 1 분기 말 오프라인 매장 수는 MLB 1,075 개(-15 개 QoQ), 디스커버리 6 개(+1 개 QoQ)다. 전사 영업이익률은 국내 부문의 매출액이 역성장한 영향으로 수익성이 감소해 1.3%p 감소했다.

2분기에 국내는 부진하고, 중국은 회복하는 흐름 지속

2 분기에는 매출액 3,763 억 원(-3.9%), 영업이익 852 억 원(-7.2%) 기록할 것으로 전망한다. 국내는 소비 경기, 면세 채널 부진과 동사 브랜드의 점유율 하락으로 인해 매출이 감소(-14.9%)하고, 중국은 내수 부양책과 MLB 매장 효율화로 매출이 회복(+5.8%)하는 흐름 지속될 것으로 전망한다. 국내 부문 매출액 감소에 따른 수익성 감소를 고려해 영업이익률은 0.9%p 감소할 것으로 본다.

확실한 한 방이 필요해

중국 내수 소비 회복에 대한 기대감이 구체화되면서 중국 매출 비중이 높은 동사에 대한 투자センチ먼트가 회복되고 있다. 다만 기대감을 충족시킬 만한 펀더멘탈 개선은 아직 명확하게 보이지 않는다. 위안화 기준 MLB 중국 점포당 홀세일 매출이 이번 분기 성장 전환했으나(+0.6%) 여전히 중국 의류 소비 시장 성장률(+3.4%)을 밑돈다. 국내 브랜드, 특히 디스커버리의 국내 시장 점유율 하락도 우려된다. 이러한 상황을 반전시킬 확실한 한 방이 필요해 보인다. MLB 매장 효율화를 통해 시장 성장률, 또는 그 이상의 점포당 홀세일 매출 성장률이 가시화되는 것과, 디스커버리의 중국 사업 성과에 기대를 걸어볼 만하다. F&F 목표주가 84,000 원과 투자의견 '매수'를 유지한다.

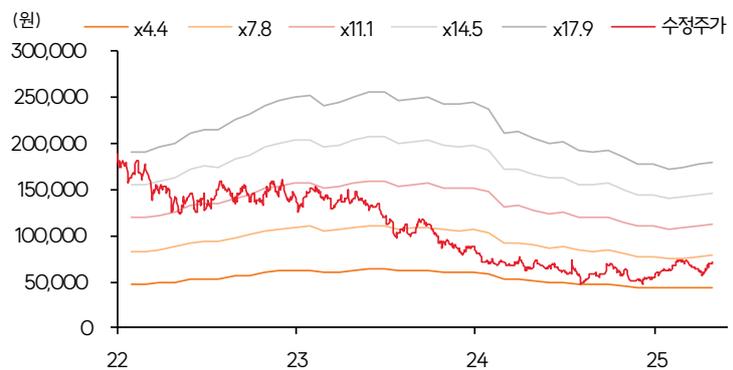
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,809	1,978	1,896	1,903	2,038	2,148
영업이익	십억원	525	552	451	435	463	510
순이익(지배주주)	십억원	442	425	360	361	390	411
EPS	원	11,532	11,096	9,408	9,436	10,169	10,732
PER	배	12.5	8.0	5.8	7.5	7.0	6.6
PBR	배	5.9	2.6	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	9.4	5.5	4.2	4.5	4.1	3.6
ROE	%	60.4	38.4	25.3	20.9	18.9	17.3

F&F 부문별 실적 추정치										(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E	
매출액	507	391	451	547	506	376	457	564	1,979	1,896	1,903	2,038	
YoY (%)	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-3.9	1.2	3.2	9.4	-4.2	0.4	7.1	
QoQ (%)	-13.1	-22.8	15.2	21.2	-7.5	-25.6	21.3	23.6	-	-	-	-	
MLB 한국	111	109	85	110	103	99	80	105	499	416	388	401	
성인	91	92	71	89	84	82	67	83	418	342	316	323	
성인 면세	36	33	25	31	29	28	24	29	157	124	109	110	
성인 비면세	55	58	46	58	56	54	43	54	260	218	207	213	
아동	21	18	14	22	19	17	13	22	82	74	72	77	
MLB 중국	239	155	250	214	259	164	261	221	813	858	904	946	
Discovery	107	87	63	176	89	69	59	173	465	433	389	449	
한국	107	87	63	176	88	68	55	167	465	433	378	397	
중국	0	0	0	0	1	1	3	6	0	0	11	52	
기타	28	23	37	26	34	27	41	46	125	68	92	101	
영업이익	130	92	108	120	124	85	102	124	551	451	435	463	
OPM (%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.4	22.6	22.3	22.1	27.9	23.8	22.9	22.7	
YoY (%)	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-5.1	-7.2	-5.9	3.4	5.1	-18.3	-3.5	6.5	
QoQ (%)	-9.6	-29.5	18.0	11.2	2.7	-31.1	19.6	22.2	-	-	-	-	

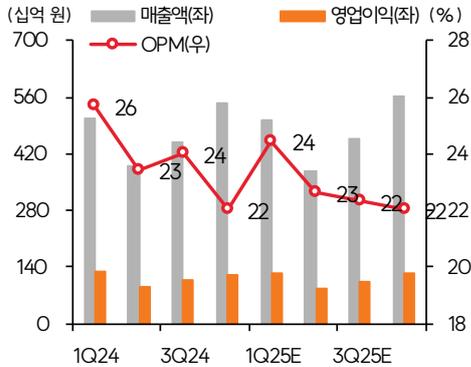
자료: F&F, SK 증권

F&F 12MF PER 밴드차트



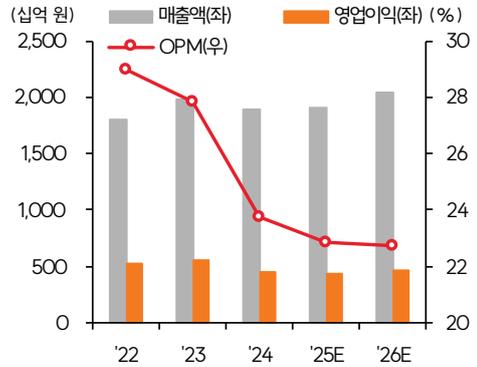
자료: Quantwise, SK 증권

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



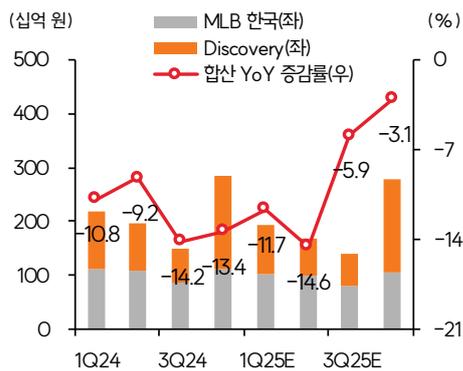
자료: F&F, SK 증권

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



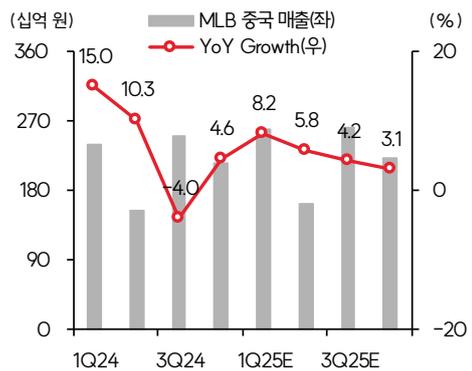
자료: F&F, SK 증권

국내 부문 브랜드별 매출 추이 및 추정치



자료: F&F, SK 증권

국내 부문 브랜드별 매출 추이 및 추정치



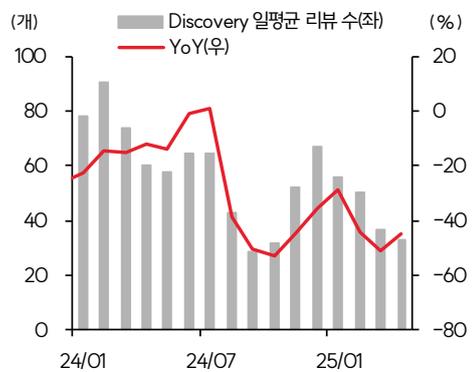
자료: F&F, SK 증권

무신사 월별 일평균 리뷰 수 (MLB)



자료: 무신사, SK 증권
주: '25/04 수치는 4월 28일 기준임

무신사 월별 일평균 리뷰 수 (Discovery)



자료: 무신사, SK 증권
주: '25/04 수치는 4월 28일 기준임

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	746	637	814	907	1,044
현금및현금성자산	220	120	215	265	368
매출채권 및 기타채권	148	163	181	194	205
재고자산	341	325	333	356	376
비유동자산	1,259	1,649	1,712	1,905	2,100
장기금융자산	20	13	40	171	308
유형자산	135	501	420	415	406
무형자산	178	214	222	233	254
자산총계	2,005	2,286	2,526	2,812	3,144
유동부채	487	522	446	444	464
단기금융부채	86	204	173	156	164
매입채무 및 기타채무	199	145	149	159	168
단기충당부채	0	2	2	2	2
비유동부채	201	186	165	153	141
장기금융부채	173	157	142	128	115
장기매입채무 및 기타채무	6	6	6	6	6
장기충당부채	3	2	2	2	3
부채총계	687	709	611	596	605
지배주주지분	1,291	1,562	1,904	2,210	2,538
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
기타자본구성요소	-19	-53	-73	-93	-113
자기주식	-19	-53	-73	-93	-113
이익잉여금	988	1,283	1,645	1,971	2,319
비지배주주지분	27	15	11	6	1
자본총계	1,318	1,577	1,914	2,216	2,539
부채외자본총계	2,005	2,286	2,526	2,812	3,144

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	477	399	371	440	496
당기순이익(손실)	425	356	357	385	406
비현금성항목등	205	202	172	173	203
유형자산감가상각비	67	79	82	85	88
무형자산상각비	7	23	17	18	20
기타	132	101	73	70	95
운전자본감소(증가)	-13	-24	-80	-22	-18
매출채권및기타채권의감소(증가)	14	-10	-18	-13	-10
재고자산의감소(증가)	-19	30	-8	-24	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	-22	-23	4	11	9
기타	-284	-278	-179	-221	-232
법인세납부	-144	-142	-100	-127	-137
투자활동현금흐름	-100	-453	-186	-403	-440
금융자산의감소(증가)	-6	16	-30	-132	-138
유형자산의감소(증가)	-23	-435	0	-80	-80
무형자산의감소(증가)	-51	-64	-25	-30	-40
기타	-21	30	-131	-162	-182
재무활동현금흐름	-261	-45	-66	-115	-87
단기금융부채의증가(감소)	-165	107	-31	-17	8
장기금융부채의증가(감소)	-47	-54	-16	-14	-13
자본의증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금지급	-61	-65	0	-63	-63
기타	8	-33	-20	-20	-20
현금의 증가(감소)	118	-100	95	50	103
기초현금	102	220	120	215	265
기말현금	220	120	215	265	368
FCF	454	-36	371	360	416

자료 : F&F, SK증권 추정

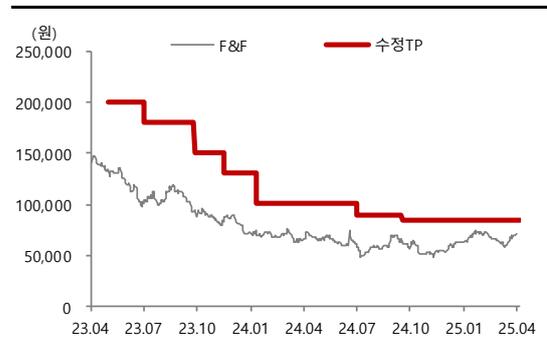
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,978	1,896	1,903	2,038	2,148
매출원가	632	649	690	719	746
매출총이익	1,346	1,247	1,213	1,319	1,402
매출총이익률(%)	68.0	65.8	63.7	64.7	65.3
판매비와 관리비	794	796	778	856	892
영업이익	552	451	435	463	510
영업이익률(%)	27.9	23.8	22.9	22.7	23.7
비영업손익	3	27	22	48	33
순금융손익	-6	-5	9	19	29
외환관련손익	4	9	1	4	0
관계기업등 투자손익	8	28	4	21	0
세전계속사업이익	555	477	457	511	543
세전계속사업이익률(%)	28.0	25.2	24.0	25.1	25.3
계속사업법인세	130	121	100	127	137
계속사업이익	425	356	357	385	406
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	425	356	357	385	406
순이익률(%)	21.5	18.8	18.8	18.9	18.9
지배주주	425	360	361	390	411
지배주주귀속 순이익률(%)	21.5	19.0	19.0	19.1	19.1
비지배주주	-0	-4	-4	-5	-5
총포괄이익	424	370	357	385	406
지배주주	426	370	357	385	406
비지배주주	-2	-0	-0	-0	-0
EBITDA	626	552	534	566	618

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	9.4	-4.2	0.4	7.1	5.4
영업이익	5.1	-18.3	-3.4	6.5	10.1
세전계속사업이익	-8.3	-14.0	-4.2	11.8	6.2
EBITDA	3.4	-11.8	-3.2	6.0	9.1
EPS	-3.8	-15.2	0.3	7.8	5.5
수익성 (%)					
ROA	23.8	16.6	14.8	14.4	13.6
ROE	38.4	25.3	20.9	18.9	17.3
EBITDA마진	31.6	29.1	28.1	27.8	28.8
안정성 (%)					
유동비율	153.2	122.0	182.4	204.4	225.1
부채비율	52.2	44.9	31.9	26.9	23.8
순차입금/자기자본	1.3	14.9	4.7	0.4	-3.9
EBITDA/이자비용(배)	54.2	46.6	45.2	54.2	62.9
배당성향	15.3	0.0	17.5	16.2	15.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,096	9,408	9,436	10,169	10,732
BPS	34,188	42,153	51,588	60,102	69,191
CFPS	13,024	12,049	12,019	12,859	13,546
주당 현금배당금	1,700	0	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	8.0	5.8	7.5	7.0	6.6
PBR	2.6	1.3	1.4	1.2	1.0
PCR	6.8	4.5	5.9	5.5	5.2
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.5	4.1	3.6
배당수익률	1.9	0.0	2.8	2.8	2.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.15	매수	84,000원	6개월		
2024.07.29	매수	90,000원	6개월	-35.08%	-22.33%
2024.02.08	매수	101,000원	6개월	-33.84%	-24.26%
2023.12.14	매수	130,000원	6개월	-39.59%	-31.38%
2023.10.24	매수	150,000원	6개월	-41.05%	-36.20%
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	-40.73%	-33.89%
2023.05.30	매수	200,000원	6개월	-39.92%	-32.40%



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 30일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------