

F&F (383220/KS)

국내 부진, 중국 회복 지속

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 100,000 원(상향)

현재주가: 82,700 원

상승여력: 20.9%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	3,168 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.82%
브이아이피자산운용	7.75%

Stock Data

주가(25/07/07)	82,700 원
KOSPI	3,059.47 pt
52주 최고가	82,700 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Preview: 영업이익 시장 컨센서스 하회 예상

동사는 2분기에 매출액 3,733억 원(-4.6% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 799억 원(-13.0%, OPM 21.4%) 기록한 것으로 추정한다. 국내사업에서 브랜드별 전년 동기 대비 매출액 성장률을 MLB 비면세 -4.4%, MLB 면세 -15.4%, Discovery -22.1% 기록해 역 성장 흐름을 지속했을 것으로 본다. 국내 의류 소비 업황이 부진했고('25년 4~5월 누적 의류 소매판매 -2.4%), 동사 브랜드의 국내 의류 산업 내 점유율이 하락했을 것으로 추정한다. MLB 중국 매출은 전년 동기 대비 +6.2% 성장한 것으로 본다. 중국의 '25년 4~5월 누적 의류 소매판매액은 전년 동기 대비 +3.2% 성장해 1분기에 이어 회복 추세를 유지했다. 여기에 더해 위안화 강세로 +2.7%의 원화 기준 중국 매출액 증가 효과가 있었을 것으로 추정한다.

상저하고의 실적을 전망

중국 정부가 작년부턴 소비 부양 정책을 적극적으로 시행하고 있으며, 이에 따라 중국 의류 소비 경기는 작년 4분기를 기점으로 회복 추세에 있다. 이러한 추세는 올해 연말까지 지속될 것이며, 따라서 동사의 MLB 중국 사업 매출은 하반기에 한 자리 수 중반대 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 국내 사업 매출은 내수 소비 경기의 부진과 동사 브랜드의 점유율 하락으로 역 성장 흐름이 지속되고 있다. MLB와 Discovery의 국내 점유율은 연말까지 하락 흐름을 지속할 것으로 전망한다. 다만 소비 업황의 경우 ① 정부의 민생회복지원금과(7월 중 지급 예정) ② 중국인 단체관광객 무비자 입국(3분기 중 시행 계획)으로 3분기부터 점진적으로 개선될 것으로 본다. 이에 따라 동사의 국내 사업 매출의 역 성장률은 상반기 대비 하반기에 완만해질 것으로 전망한다.

목표주가 상향, 투자의견 '매수' 유지

중국 의류 소비가 회복세를 시현함에 따라 동사의 피어그룹인 중국 스포츠웨어 브랜드 및 유통사의 12MF PER이 상승했다. 이를 반영해 동사의 Target PER을 직전 목표주가 변경 당시 적용했던 7.9 배에서 10.3 배로 상향하며, 목표주가를 100,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,809	1,978	1,896	1,900	1,991	2,099
영업이익	십억원	525	552	451	439	462	508
순이익(지배주주)	십억원	442	425	360	361	386	431
EPS	원	11,532	11,096	9,408	9,431	10,084	11,241
PER	배	12.5	8.0	5.8	8.8	8.2	7.4
PBR	배	5.9	2.6	1.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	9.4	5.5	4.2	6.2	5.7	5.0
ROE	%	60.4	38.4	25.3	21.2	19.4	18.6

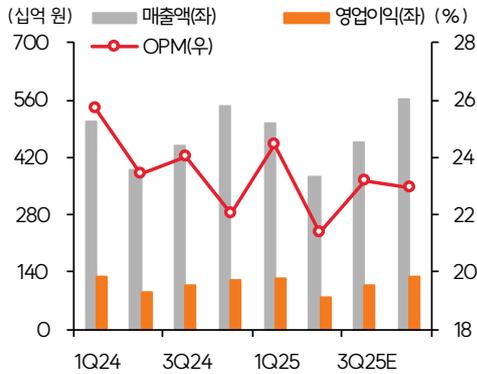
F&F 부문별 실적 추정치										(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E	
매출액	507	391	451	547	506	373	458	563	1,979	1,896	1,900	1,991	
YoY (%)	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-4.6	1.6	3.0	9.4	-4.2	0.2	4.8	
MLB 한국	111	109	85	110	103	97	82	108	499	416	391	395	
성인	91	92	71	89	84	80	69	86	418	342	320	323	
성인 면세	36	33	25	31	29	28	26	32	157	124	115	122	
성인 비면세	55	58	46	58	56	52	43	54	260	218	205	201	
아동	21	18	14	22	19	17	13	21	82	74	71	72	
MLB 중국	239	155	250	214	259	164	263	227	813	858	912	959	
MLB 홍콩	22	17	16	20	21	18	16	20	77	75	74	79	
Discovery	107	87	63	176	89	69	58	163	465	433	379	404	
한국	107	87	63	176	88	68	55	159	465	433	370	360	
중국	0	0	0	0	1	1	3	4	0	0	9	44	
기타	28	23	37	26	34	26	39	45	125	68	89	93	
영업이익	130	92	108	120	124	80	106	129	551	451	439	462	
OPM (%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.4	21.4	23.2	22.9	27.9	23.8	23.1	23.2	
YoY (%)	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-5.1	-13.0	-1.9	7.1	5.1	-18.3	-2.7	5.2	

자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	373.5	
발행주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	9,750	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	17.1	Anta, Li Ning, Xtep 의 과거 1M 평균치
멀티플 할인율	%	(E)	40	
Target PER	배	(F)	10.3	
목표주가	원	(G)	100,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(H)	82,700	
주가 업사이드	%	(I)	20.9	(G)/(H)-1

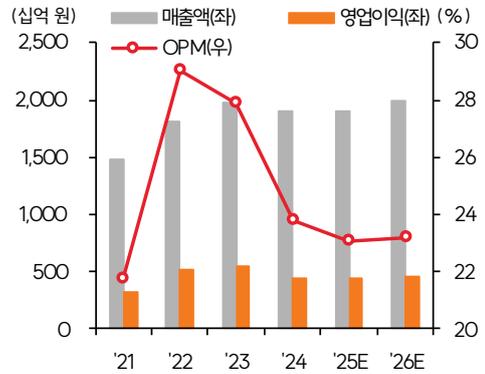
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



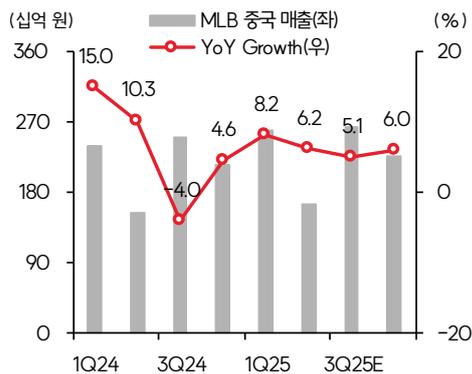
자료: F&F, SK 증권

F&F 연간 실적 추이 및 추정치



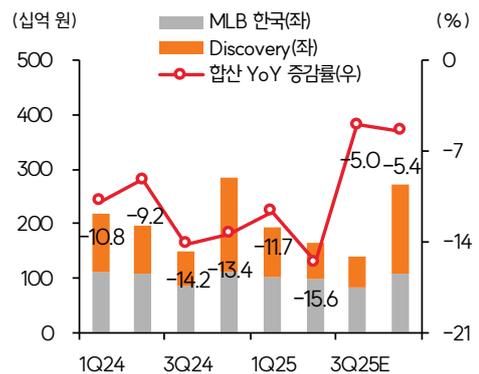
자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



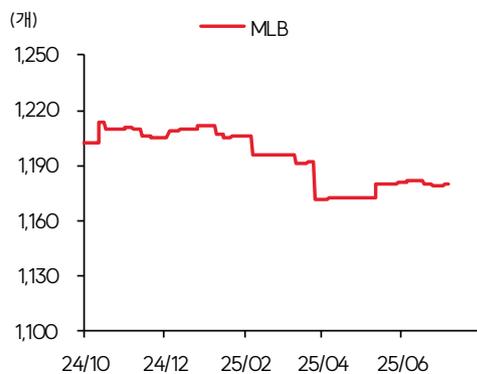
자료: F&F, SK 증권

F&F 브랜드별 국내 매출 추이 및 추정치



자료: F&F, SK 증권

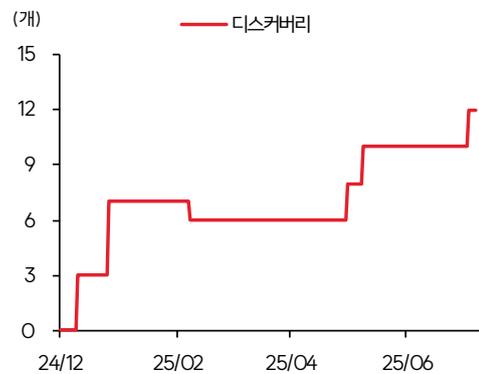
MLB 중국 매장 수 추이



자료: F&F China, SK 증권

주: 팝업 매장 포함 여부, 시차 등의 이유로 공식 매장 수와 다를 수 있음

디스커버리 중국 매장 수 추이



자료: F&F China, SK 증권

주: 팝업 매장 포함 여부, 시차 등의 이유로 공식 매장 수와 다를 수 있음

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	746	637	750	852	1,009
현금및현금성자산	220	120	152	225	348
매출채권 및 기타채권	148	163	181	190	200
재고자산	341	325	332	348	367
비유동자산	1,259	1,649	1,712	1,887	2,081
장기금융자산	20	13	40	171	308
유형자산	135	501	420	415	406
무형자산	178	214	222	233	254
자산총계	2,005	2,286	2,462	2,739	3,089
유동부채	487	522	446	439	459
단기금융부채	86	204	173	156	164
매입채무 및 기타채무	199	145	149	156	164
단기충당부채	0	2	2	2	2
비유동부채	201	186	165	152	141
장기금융부채	173	157	142	128	115
장기매입채무 및 기타채무	6	6	6	6	6
장기충당부채	3	2	2	2	2
부채총계	687	709	611	591	599
지배주주지분	1,291	1,562	1,840	2,142	2,489
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	1,581	1,903	2,270
비지배주주지분	27	15	11	6	1
자본총계	1,318	1,577	1,850	2,148	2,490
부채외자본총계	2,005	2,286	2,462	2,739	3,089

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	477	399	371	459	505
당기순이익(손실)	425	356	357	382	425
비현금성항목등	205	202	176	174	182
유형자산감가상각비	67	79	82	85	88
무형자산상각비	7	23	17	18	20
기타	132	101	77	71	74
운전자본감소(증가)	-13	-24	-80	-15	-18
매출채권및기타채권의감소(증가)	14	-10	-18	-9	-10
재고자산의감소(증가)	-19	30	-7	-16	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	-22	-23	4	7	8
기타	-284	-278	-183	-190	-206
법인세납부	-144	-142	-100	-108	-122
투자활동현금흐름	-100	-453	-186	-399	-429
금융자산의감소(증가)	-6	16	-30	-131	-138
유형자산의감소(증가)	-23	-435	0	-80	-80
무형자산의감소(증가)	-51	-64	-25	-30	-40
기타	-21	30	-131	-157	-171
재무활동현금흐름	-261	-45	-130	-115	-88
단기금융부채의증가(감소)	-165	107	-31	-17	8
장기금융부채의증가(감소)	-47	-54	-16	-14	-13
자본의증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금지급	-61	-65	-64	-64	-63
기타	8	-33	-20	-20	-20
현금의 증가(감소)	118	-100	32	73	123
기초현금	102	220	120	152	225
기말현금	220	120	152	225	348
FCF	454	-36	371	379	425

자료 : F&F, SK증권 추정

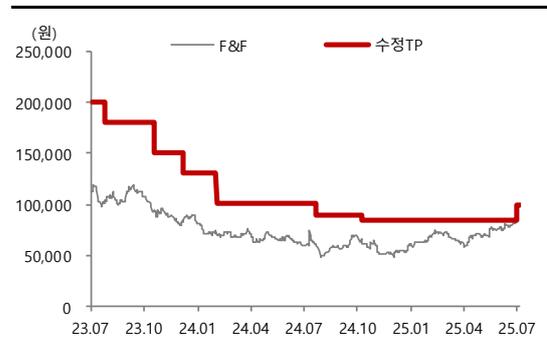
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,978	1,896	1,900	1,991	2,099
매출원가	632	649	680	718	746
매출총이익	1,346	1,247	1,220	1,273	1,353
매출총이익률(%)	68.0	65.8	64.2	63.9	64.5
판매비와 관리비	794	796	782	811	845
영업이익	552	451	439	462	508
영업이익률(%)	27.9	23.8	23.1	23.2	24.2
비영업손익	3	27	18	28	39
순금융손익	-6	-5	5	13	25
외환관련손익	4	9	1	4	4
관계기업등 투자손익	8	28	4	7	6
세전계속사업이익	555	477	457	490	547
세전계속사업이익률(%)	28.0	25.2	24.1	24.6	26.1
계속사업법인세	130	121	100	108	122
계속사업이익	425	356	357	382	425
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	425	356	357	382	425
순이익률(%)	21.5	18.8	18.8	19.2	20.3
지배주주	425	360	361	386	431
지배주주귀속 순이익률(%)	21.5	19.0	19.0	19.4	20.5
비지배주주	-0	-4	-4	-5	-5
총포괄이익	424	370	357	382	425
지배주주	426	370	357	382	425
비지배주주	-2	-0	-0	-0	-0
EBITDA	626	552	538	565	616

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	9.4	-4.2	0.2	4.8	5.4
영업이익	5.1	-18.3	-2.7	5.2	10.0
세전계속사업이익	-8.3	-14.0	-4.2	7.1	11.8
EBITDA	3.4	-11.8	-2.6	5.0	9.0
EPS	-3.8	-15.2	0.2	6.9	11.5
수익성 (%)					
ROA	23.8	16.6	15.0	14.7	14.6
ROE	38.4	25.3	21.2	19.4	18.6
EBITDA마진	31.6	29.1	28.3	28.4	29.3
안정성 (%)					
유동비율	153.2	122.0	168.0	194.1	219.8
부채비율	52.2	44.9	33.0	27.5	24.1
순차입금/자기자본	1.3	14.9	8.3	2.3	-3.2
EBITDA/이자비용(배)	54.2	46.6	45.5	54.0	62.6
배당성향	15.3	17.7	17.7	16.4	14.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,096	9,408	9,431	10,084	11,241
BPS	34,188	42,153	49,916	58,332	67,918
CFPS	13,024	12,049	12,014	12,774	14,056
주당 현금배당금	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	8.0	5.8	8.8	8.2	7.4
PBR	2.6	1.3	1.7	1.4	1.2
PCR	6.8	4.5	6.9	6.5	5.9
EV/EBITDA	5.5	4.2	6.2	5.7	5.0
배당수익률	1.9	3.1	2.1	2.1	2.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.07.08	매수	100,000원	6개월		
2024.10.15	매수	84,000원	6개월	-22.66%	-1.55%
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%



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 07월 08일 기준)

매수	96.82%	중립	3.18%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------