

F&F (383220/KS)

국내 부진, 중국은 회복세 지속

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 100,000 원(유지)

현재주가: 69,900 원

상승여력: 43.1%



Analyst
형권훈

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

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,678 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.82%
브이아이피자산운용	7.75%

Stock Data

주가(25/07/31)	69,900 원
KOSPI	3,245.44 pt
52주 최고가	82,700 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 부합

동사는 2분기에 매출액 3,789억 원(-3.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 840억 원(-8.5%, OPM 22.2%) 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스에 부합했다. [국내 사업] 매출액은 1,679억(-14.7%) 기록해 1분기 대비 역 성장 폭이 확대되었는데, MLB 매출이 7.1% 감소했고, 디스커버리 매출이 24.1% 감소했다. 디스커버리 브랜드의 국내 시장 점유율이 크게 하락했고, 의류 소비 업황이 1분기 대비 악화된 점이 국내 실적 부진의 주요 원인인 것으로 본다. [중국 사업] 매출액은 1,707억 원(+10.5%, 위안화 기준 +7.6%) 기록해 양호한 실적을 기록했다. 중국 정부의 부양책으로 작년 말부터 의류 소비가 회복되고 있는데, 2분기 의류 소매판매가 2.7% 성장해 1분기에 이어 회복세를 이어갔다. 작년 초부터 지속된 MLB 매장 효율화 작업도 매출 회복에 기여했다(총 112개 매장 효율화 완료, 효율화 완료 매장의 상반기 매출 11% 성장). 당사의 계산을 기준으로 홀세일 매출 기준 시장 점유율이 개선된 점도 고무적이다. 연결 영업이익률은 1.3%p 감소했는데, 매출액 감소로 고정비 부담이 증가한 영향이 컸다.

하반기에 중국은 회복세가 지속되고, 국내는 역 성장 폭이 완화될 것

3Q25 실적은 매출액 4,647억 원(+3.0%), 영업이익 1,140억 원(+5.3%, OPM 24.5%) 기록할 것으로 전망한다. 3분기를 시작으로 하반기에는 실적이 턱여라운드할 것으로 보는데, ① 정부의 국내 소비 부양책으로 국내 사업 매출의 역성장 폭이 둔화되고, ② MLB 중국 매출 회복세가 하반기에도 지속될 것으로 전망하기 때문이다. ③ 또한 동사는 하반기에 디스커버리의 중국 진출을 본격화할 계획이다. 연말 기준 목표 출점 수는 당초 제시했던 100개에서 60개로 하향 제시했으나, F/W 시즌에는 중국 현지화 제품의 비중을 절반 가까이 확보할 예정인 점과, 물품 출점 수를 줄이는 대신 상권이 좋은 지역 위주로 출점할 예정임을 고려해 올해 연간 약 130억 원의 매출을 기록할 것으로 전망한다. 국내 실적 부진은 이미 시장이 예상했던 있던 악재이며, 하반기에 국내 부문의 추가적인 실적 악화가 제한될 것으로 전망하기에 중국 실적 모멘텀을 보고 투자할 만하다고 판단한다. F&F 목표주가 100,000 원, 투자 의견 '매수' 유지한다.

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	7.4	6.9	6.2
PBR	배	5.9	2.6	1.3	1.4	1.2	1.0
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	2Q25P	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	507	391	451	547	506	379	465	567	1,979	1,896	1,916	1,995
YoY (%)	2	-3	-8	-6	0	-3	3	4	9	-4	1	4
QoQ (%)	-13	-23	15	21	-7	-25	23	22	-	-	-	-
MLB 한국	111	109	85	110	103	102	83	109	499	416	397	396
성인	91	92	71	89	84	84	69	86	418	342	323	321
성인 면세	36	33	25	31	29	28	26	32	157	124	115	117
성인 비면세	55	58	46	58	56	55	43	54	260	218	208	204
아동	21	18	14	22	19	18	15	22	82	74	74	75
MLB 중국	239	155	250	214	259	171	267	228	813	858	925	959
MLB 홍콩	22	17	16	20	21	16	15	20	77	75	71	75
Discovery	107	87	63	176	89	68	60	165	465	433	382	415
한국	107	87	63	176	88	66	55	159	465	433	369	358
중국	0	0	0	0	1	1	5	6	0	0	13	56
영업이익	130	92	108	120	124	84	114	130	551	451	452	473
OPM (%)	26	23	24	22	24	22	25	23	28	24	24	24
YoY (%)	-13	-17	-27	-16	-5	-8	5	8	5	-18	0	5
QoQ (%)	-10	-29	18	11	3	-32	36	14	-	-	-	-

자료: F&F, SK 증권

실적추정치 변동 내역						(단위: 십억 원, %)
구분	변경 전		변경 후		변경율 (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,900	1,991	1,917	1,995	0.9	0.2
영업이익	439	462	452	473	3.0	2.4
순이익	357	382	367	391	2.8	2.4
OPM	23	23	24	24	-	-

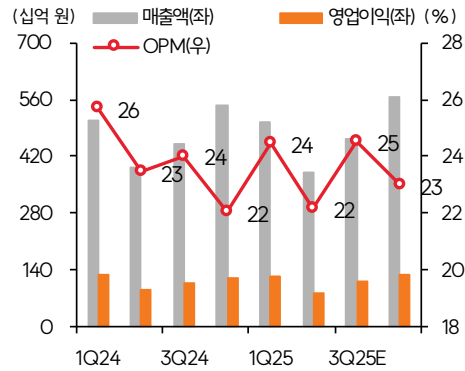
자료: SK 증권

F&F 12MF PER 밴드차트



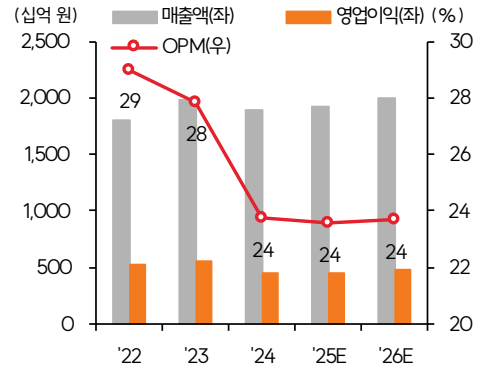
자료: Quantiwise, SK 증권

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



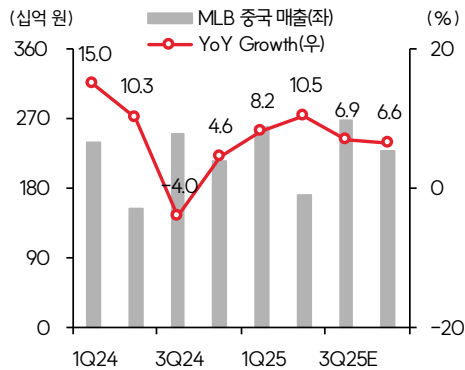
자료: F&F, SK 증권

F&F 연간 실적 추이 및 추정치



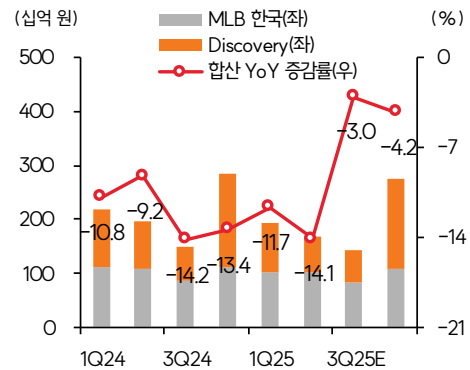
자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



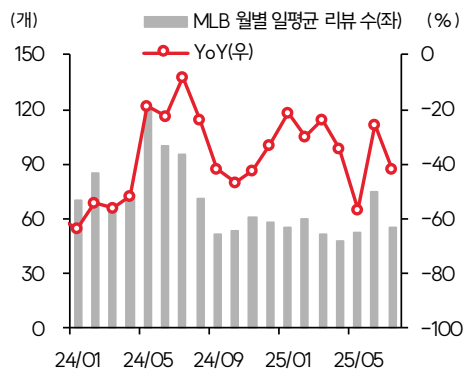
자료: F&F, SK 증권

국내 매출 추이 및 추정치



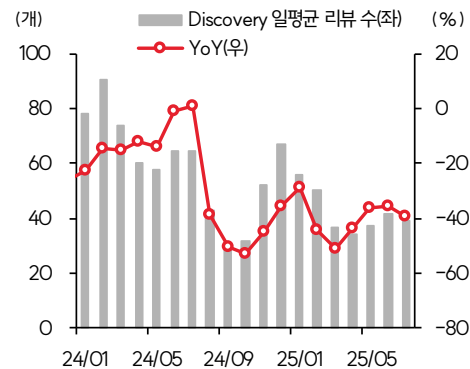
자료: F&F, SK 증권

MLB 무신사 리뷰 트래픽 추이



자료: 무신사, SK 증권

Discovery 무신사 리뷰 트래픽 추이



자료: 무신사, SK 증권

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
부채와자본총계	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

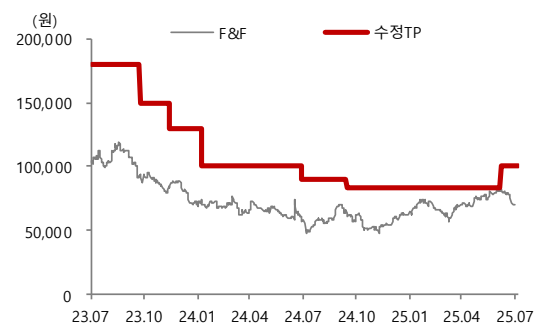
포괄손익계산서

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	7.4	6.9	6.2
PBR	2.6	1.3	1.4	1.2	1.0
PCR	6.8	4.5	5.8	5.5	5.0
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) 주가대비
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 기관투자자 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 08월 01일 기준)

매수	95.57%	중립	4.43%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------