2025-10-21

F&F (383220/KS)

국내 부진, 중국 성장

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 85,000 원(하향)
현재주가: 64,600 원
상승여력: 31.6%

3Q25 Preview: 영업이익 시장 컨센서스 부합 추정

동사의 3 분기 실적은 매출액 4,605 억 원(+2.1% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,127 억 원(+4.1%, OPM 24.5%) 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스에 부합할 것으로 본다. **[국내]** MLB 와 디스커버리 매출은 각각 2.4%, 20.2% 감소했을 것이다. 3 분기에 정부의 소비 부양 정책으로 전반적인 의류 소비 경기는 2 분기 대비 회복되었으나, 동사의 브랜드는 시장 점유율이 하락함에 따라 매출액이 감소한 것으로 파악한다. **[중국]** MLB 매출은 8.5% 성장했을 것으로 본다. 3 분기에 의류 소매판매금액이 3.3% 성장해 회복세를 지속한 가운데, 점포 리뉴얼 효과 및 MLB 브랜드의 견조한 브랜드력이 매출 성장을 견인했을 것이다. 디스커버리는 2 분기 대비 7 개 증가한 19 개 매장을 운영 중이다.

국내 실적에 가려진 중국 실적

중국 사업의 실적이 높은 한 자릿수의 견조한 성장을 기록했을 것으로 추정되나, 국내 매출이 9.9% 감소함에 따라 전사 매출액 성장률은 +2.1%에 그칠 것으로 본다. 전사 실적 모멘텀이 약한 가운데 디스커버리 브랜드의 중국 매장 수도 당사의 예상보다 더디게 증가하고 있어 내러티브 측면에서의 모멘텀도 약하다고 판단한다. 동사의 주가도 최근 횡보 중인데, 상승 구간으로의 진입을 위해서는 ① 국내 실적의 바닥 확인, ② 디스커버리 중국 사업의 실적 가시성이 필요해 보인다.

목표주가 85,000 원으로 하향

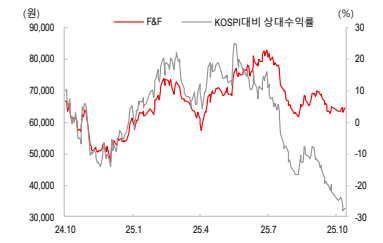
피어그룹인 중국 스포츠웨어 소비재 기업의 밸류에이션 멀티플이 하락했고, 예상 대비 부진한 동사의 국내 실적을 반영해 밸류에이션 멀티플 할인율을 50%로 확대 적용함에 따라 목표주가를 기존 100,000 원에서 85,000 원으로 하향하며 투자의견은 '매수'를 유지한다. 실적 모멘텀은 약한 구간이지만, 밸류에이션 멀티플이 12MF PER 기준 6.4 로 역사적으로 낮은 수준이기에 밸류에이션 매력 존재한다.

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

Company Data	
발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,475 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.82%
국민연금공단	8.32%

Stock Data	
주가(25/10/20)	64,600 원
KOSPI	3,814.69 pt
52주 최고가	82,700 원
52주 최저가	47,300 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,809	1,978	1,896	1,891	1,965	2,071
영업이익	십억원	525	552	451	443	462	508
순이익(지배주주)	십억원	442	425	360	365	388	432
EPS	원	11,532	11,096	9,408	9,520	10,118	11,285
PER	배	12.5	8.0	5.8	6.8	6.4	5.7
PBR	배	5.9	2.6	1.3	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	9.4	5.5	4.2	4.9	4.4	3.9
ROE	%	60.4	38.4	25.3	21.4	19.4	18.6

F&F 부문별 실적 추정치 (단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E
매출액	**507**	**391**	**451**	**547**	**506**	**379**	**461**	**546**	**1,979**	**1,896**	**1,891**
YoY (%)	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-3.2	2.1	-0.2	9.4	-4.2	-0.3
MLB 한국	111	109	85	110	103	102	83	109	499	416	397
성인	91	92	71	89	84	84	69	86	418	342	323
성인 면세	36	33	25	31	29	28	26	32	157	124	115
성인 비면세	55	58	46	58	56	55	43	54	260	218	208
아동	21	18	14	22	19	18	14	22	82	74	73
MLB 중국	239	155	250	214	259	171	271	234	813	858	934
Discovery	107	87	63	176	89	68	54	155	465	433	366
영업이익	**130**	**92**	**108**	**120**	**124**	**84**	**113**	**123**	**551**	**451**	**443**
OPM (%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.4	22.2	24.5	22.4	27.9	23.8	23.4
YoY (%)	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-5.1	-8.5	4.1	1.7	5.1	-18.3	-1.7

자료: F&F, SK 증권

F&F 실적 추정치 변동 내역 (단위: 십억 원, %)

구분	변경 전		변경 후		변경율 (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,900	1,991	1,891	1,965	-0.5	-1.3
영업이익	439	462	443	462	0.9	0.0
순이익	357	382	365	388	2.2	1.6
OPM	23	23	23	24	-	-

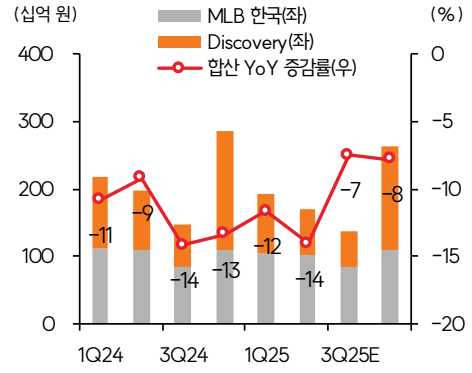
자료: SK 증권

F&F 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	384.5	
발행주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	10,037	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	17.0	Anta, Li Ning, Xtep 의 과거 3M 평균치
멀티플 할인율	%	(E)	50	
Target PER	배	(F)	8.5	
목표주가	원	(G)	85,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(H)	64,600	
주가 상승여력	%	(I)	31.6	(G)/(H)-1

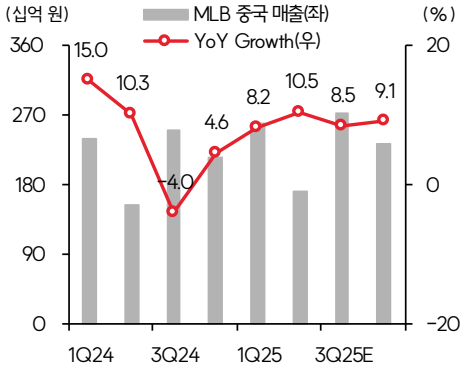
자료: SK 증권

MLB, Discovery 국내 매출 추이 및 추정치



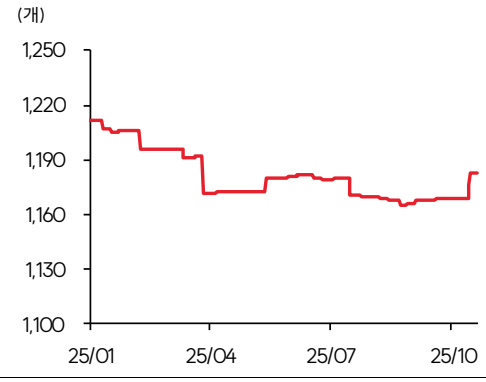
자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



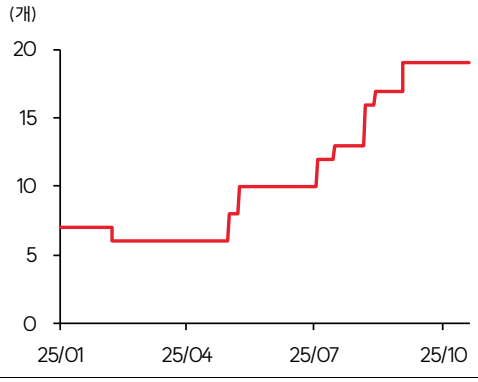
자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 매장 수 추이



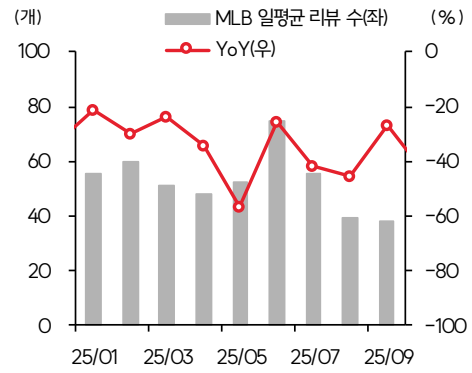
자료: F&F China, SK 증권

Discovery 중국 매장 수 추이



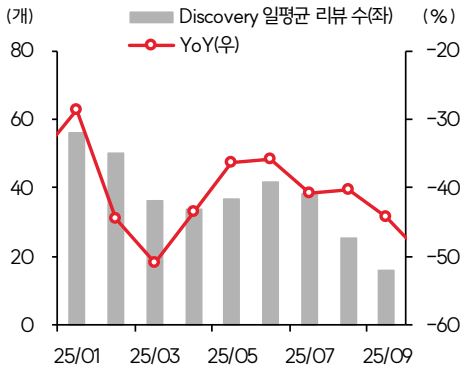
자료: F&F China, SK 증권

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	753	861	1,020
현금및현금성자산	220	120	157	242	367
매출채권 및 기타채권	148	163	180	187	198
재고자산	341	325	331	344	362
비유동자산	1,259	1,649	1,712	1,880	2,073
장기금융자산	20	13	40	171	308
유형자산	135	501	420	415	406
무형자산	178	214	222	233	254
자산총계	2,005	2,286	2,465	2,741	3,094
유동부채	487	522	446	437	457
단기금융부채	86	204	173	156	164
매입채무 및 기타채무	199	145	149	155	163
단기충당부채	0	2	2	2	2
비유동부채	201	186	165	152	140
장기금융부채	173	157	142	128	115
장기매입채무 및 기타채무	6	6	6	6	6
장기충당부채	3	2	2	2	2
부채총계	687	709	611	589	597
지배주주지분	1,291	1,562	1,843	2,147	2,496
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	1,584	1,908	2,277
비지배주주지분	27	15	11	6	1
자본총계	1,318	1,577	1,854	2,153	2,496
부채와자본총계	2,005	2,286	2,465	2,741	3,094

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,978	1,896	1,891	1,965	2,071
매출원가	632	649	672	704	731
매출총이익	1,346	1,247	1,219	1,261	1,340
매출총이익률(%)	68.0	65.8	64.5	64.2	64.7
판매비와 관리비	794	796	776	799	832
영업이익	552	451	443	462	508
영업이익률(%)	27.9	23.8	23.4	23.5	24.5
비영업손익	3	27	19	29	42
순금융손익	-6	-5	5	14	27
외환관련손익	4	9	1	4	4
관계기업등 투자손익	8	28	4	7	6
세전계속사업이익	555	477	462	491	549
세전계속사업이익률(%)	28.0	25.2	24.4	25.0	26.5
계속사업법인세	130	121	101	108	122
계속사업이익	425	356	360	383	427
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	425	356	360	383	427
순이익률(%)	21.5	18.8	19.1	19.5	20.6
지배주주	425	360	365	388	432
지배주주귀속 순이익률(%)	21.5	19.0	19.3	19.7	20.9
비지배주주	-0	-4	-4	-5	-5
총포괄이익	424	370	360	383	427
지배주주	426	370	360	383	427
비지배주주	-2	-0	-0	-0	-0
EBITDA	626	552	542	565	616

현금흐름표

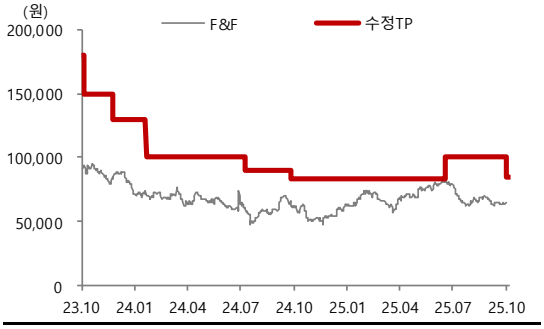
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	477	399	376	463	507
당기순이익(손실)	425	356	360	383	427
비현금성항목등	205	202	177	174	180
유형자산감가상각비	67	79	82	85	88
무형자산상각비	7	23	17	18	20
기타	132	101	78	70	72
운전자본감소(증가)	-13	-24	-77	-12	-17
매출채권및기타채권의감소(증가)	14	-10	-17	-7	-10
재고자산의감소(증가)	-19	30	-6	-13	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	-22	-23	4	6	8
기타	-284	-278	-184	-190	-205
법인세납부	-144	-142	-101	-108	-122
투자활동현금흐름	-100	-453	-186	-392	-428
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	-151	-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	37	85	126
기초현금	102	220	120	157	242
기말현금	220	120	157	242	367
FCF	454	-36	376	383	427

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	9.4	-4.2	-0.3	3.9	5.4
영업이익	5.1	-18.3	-1.8	4.4	9.9
세전계속사업이익	-8.3	-14.0	-3.3	6.5	11.8
EBITDA	3.4	-11.8	-1.8	4.3	8.9
EPS	-3.8	-15.2	1.2	6.3	11.5
수익성 (%)					
ROA	23.8	16.6	15.2	14.7	14.6
ROE	38.4	25.3	21.4	19.4	18.6
EBITDA마진	31.6	29.1	28.7	28.8	29.7
안정성 (%)					
유동비율	153.2	122.0	168.8	197.0	223.3
부채비율	52.2	44.9	33.0	27.4	23.9
순차입금/자기자본	1.3	14.9	8.0	1.5	-4.0
EBITDA/이자비용(배)	54.2	46.6	45.9	54.1	62.6
배당성향	15.3	17.7	17.5	16.3	14.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,096	9,408	9,520	10,118	11,285
BPS	34,188	42,153	50,004	58,458	68,091
CFPS	13,024	12,049	12,103	12,808	14,099
주당 현금배당금	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	8.0	5.8	6.8	6.4	5.7
PBR	2.6	1.3	1.3	1.1	0.9
PCR	6.8	4.5	5.3	5.0	4.6
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.9	4.4	3.9
배당수익률	1.9	3.1	2.6	2.6	2.6

자료 : F&F, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.10.21	매수	85,000원	6개월		
2025.07.08	매수	100,000원	6개월	-31.65%	-18.20%
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%
2023.10.20	매수	180,000원	6개월	-48.72%	-48.72%



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 10 월 21 일 기준)

매수	91.98%	중립	8.02%	매도	0.00%