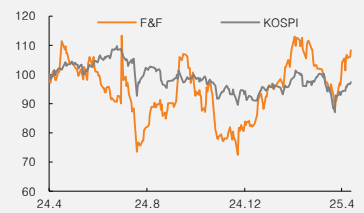


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 100,000원
현재주가(25/4/29)	70,700원
상승여력	41.4%

영업이익(25F,십억원)	479
Consensus 영업이익(25F,십억원)	473
EPS 성장률(25F,%)	4.3
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.3
P/E(25F,x)	7.2
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSPI	2,565.42
시가총액(십억원)	2,708
발행주식수(백만주)	38
유동주식비율(%)	35.3
외국인 보유비중(%)	11.5
베타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	47,300
52주 최고가(원)	74,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.8	24.3	7.1
상대주가	10.5	26.8	12.2



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

F&F

중국 자신감 재확인

1Q25 Review: 중국이 기대치를 상회

F&F의 1Q25 실적은 매출액 5,056억원(YoY Flat), 영업이익 1,236억원(YoY -5%)으로 시장 기대치에 부합했다. 내수 부진을 중국 호실적으로 상쇄하였다.

내수 매출은(YoY) MLB +1%, 디스커버리 -17%를 기록했다. 내수 의류 소비 전반 미미했던 가운데(1~2월 누계 의류 소매판매 Flat), 디스커버리 역성장이 특히 컸다. 날씨를 많이 타는 아웃도어 특성상 뒤늦은 추위로 인해 2~3월 SS 판매가 약했던 것으로 파악된다. 다만 전체 복종 대비 하락 폭이 큰 점은 아쉽다(1분기 아웃도어 전체 YoY -2% 추정). 하절기 시즌 제품 판매를 통해 브랜드력을 증명할 필요가 있다.

중국이 매출액 2,585억원(YoY +8%) 호실적을 기록했다. 매장 효율화로 인해 매장 수는 축소되었으나, 점당 효율이 개선되어 성장이 가속화되고 있다(중국 성장률 YoY: 3Q24 -4%, 4Q24 +5%, 1Q25 +8%). 특히 출폐점 영향 없이 소비 동향을 보다 직접적으로 반영하는 온라인 반응이 더 가파르게 나타났다(중국 온라인 성장률 YoY: 3Q24 -4%, 4Q24 +23%, 1Q25 +19%). 금번 분기도 MLB 점당 리테일 매출은 높은 수준을 유지한 것으로 파악되며, 디스커버리는 동절기 성수기에 본격 확장할 계획으로 금번 분기 아직 유의미한 출점 및 매출은 확인되지 않았다.

중국 외 해외도 양호했다. 홍콩은 현지 소비 둔화와 고베이스 영향으로 YoY -7% 하락했으나 예상 수준이었으며, 동남아도 회계 매출 기준으로(100% 도매 수출 형태) 30% 이상 성장했다. 신규 지역으로는 두바이를 시작으로 중동이 추가되었다.

중국, MLB 여전한 가운데 디스커버리 하반기 기대감 유효

사측은 중국 업황에 대해 지난 하반기를 저점으로 꾸준히 회복 중으로 판단하고 있다. 현재 중국 내수에 대해 기업별로 느끼는 온도차가 존재하는 상황에서 동사의 시각과 실적이 가장 긍정적이다. MLB의 브랜드력이 여전히 유지되고 있고(1분기 중국 의류 소매판매 YoY +3% vs MLB YoY +8%), 아웃도어 모멘텀이 강한 시점에 디스커버리 본격 진출을 앞두고 있기 때문이다(1분기 중국 스포츠 소매판매 YoY+25%).

대부분 기업들이 중국에서 성장보다 효율화에 집중하고 있는 가운데, 동사는 중국 성장 가이던스를 재확인하였다. 중국 소비 투자심리가 개선되는 구간에서 돋보일 것으로 예상한다. Target PER을 기존 8배에서 10배로 조정, 목표주가도 8.5만원에서 10만원으로 상향한다. 현재 주가 12MF PER 7배로 부담 없다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,978	1,896	2,002	2,089	2,146
영업이익 (십억원)	552	451	479	504	522
영업이익률 (%)	27.9	23.8	23.9	24.1	24.3
순이익 (십억원)	425	360	376	396	411
EPS (원)	11,096	9,408	9,808	10,347	10,737
ROE (%)	38.4	25.3	21.9	19.5	17.4
P/E (배)	8.0	5.8	7.2	6.8	6.6
P/B (배)	2.6	1.3	1.4	1.2	1.0
배당수익률 (%)	1.9	3.1	2.8	3.0	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. F&F 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,809	1,978	1,896	2,002	2,089	2,146
국내	1,616	1,715	1,556	1,599	1,626	1,641
MLB	992	1,071	932	1,021	1,064	1,093
MLB Kids	110	115	104	105	108	112
Discovery	491	465	432	397	374	355
기타	19	40	50	50	52	55
해외	632	891	933	1,027	1,096	1,142
홍콩	51	78	75	75	78	80
상해	581	813	858	952	1,018	1,061
영업이익	525	552	451	479	504	522
세전이익	605	555	477	498	525	545
순이익	443	425	356	371	392	406
영업이익률(%)	29.0	27.9	23.8	23.9	24.1	24.3
매출액 (YoY %)	21.4	9.4	(4.2)	5.6	4.3	2.7
국내	14.1	6.1	(9.3)	2.7	1.7	0.9
MLB	12.2	7.9	(12.9)	9.5	4.2	2.7
MLB Kids	24.8	4.9	(10.1)	1.0	3.6	2.9
Discovery	12.0	(5.4)	(7.0)	(8.2)	(5.7)	(5.2)
기타						
해외	48.2	41.0	4.7	10.1	6.7	4.1
홍콩	20.4	52.8	(3.3)	0.5	3.5	2.8
상해	51.6	40.0	5.5	11.0	7.0	4.2
영업이익 (YoY %)	23.5	5.1	(18.3)	6.3	5.3	3.4
순이익 (YoY %)	41.5	(4.0)	(16.2)	4.3	5.5	3.7

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. F&F 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	507	391	451	547	1,896	506	388	517	592	2,002
국내	398	286	426	446	1,556	398	273	464	464	1,599
MLB	235	162	315	220	932	267	163	351	240	1,021
MLB Kids	31	20	27	26	104	26	20	28	31	105
Discovery	107	87	63	176	432	88	74	65	169	397
기타	26	17	22	24	88	17	16	20	24	76
해외	261	172	266	235	933	279	184	298	266	1,027
홍콩	22	17	16	20	75	21	18	16	21	75
상해	239	155	250	214	858	259	166	282	245	952
영업이익	130	92	108	120	451	124	86	129	140	479
세전이익	128	98	110	141	477	111	88	143	156	498
순이익	96	74	80	106	356	83	66	107	115	371
영업이익률(%)	25.7	23.5	24.0	22.0	23.8	24.4	22.3	24.9	23.7	23.9
매출액 (YoY %)	1.9	(3.5)	(8.5)	(6.2)	(4.2)	(0.3)	(1.0)	14.6	8.3	5.6
국내	(2.3)	(12.3)	(11.4)	(11.0)	(9.3)	(0.1)	(4.5)	9.0	3.9	2.7
MLB	(7.8)	(19.7)	(12.6)	(13.1)	(12.9)	13.5	0.3	11.8	8.8	9.5
MLB Kids	5.2	(13.9)	(12.6)	(18.9)	(10.1)	(14.4)	0.0	2.4	18.3	1.0
Discovery	(3.9)	(1.0)	(10.6)	(10.2)	(7.0)	(17.3)	(14.8)	4.0	(3.7)	(8.2)
기타										
해외	15.0	7.8	(4.6)	3.8	4.7	6.9	7.0	12.3	13.5	10.1
홍콩	15.1	(10.6)	(13.8)	(4.5)	(3.3)	(6.8)	3.1	5.3	2.6	0.5
상해	14.9	10.3	(4.0)	4.7	5.5	8.2	7.4	12.8	14.6	11.0
영업이익 (YoY %)	(12.5)	(16.9)	(27.1)	(16.4)	(18.3)	(5.1)	(6.0)	18.9	16.7	6.3
순이익 (YoY %)	(19.0)	(15.4)	(33.0)	6.2	(16.2)	(13.8)	(11.2)	34.1	9.0	4.3

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. F&F 중국 매출 추정

(억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
중국 매출액	2,390	1,545	2,502	2,142	2,585	1,660	2,821	2,454	8,579	9,520	10,183
YoY %	14.9	10.3	(4.0)	4.2	8.2	7.4	12.8	14.6	5.5	11.0	7.0
MLB	2,390	1,545	2,502	2,133	2,577	1,643	2,677	2,293	8,570	9,189	9,458
YoY %	14.9	10.3	(4.0)	4.2	7.8	6.3	7.0	7.5	5.4	7.2	2.9
온라인	239	216	150	428	284	238	158	463	1034	1143	1240
YoY %	14.9	(3.5)	0.1	23.1	19.0	10.0	5.0	8.2	11.2	10.6	8.5
오프라인	2,151	1,329	2,351	1,705	2,293	1,405	2,519	1,829	7,536	8,046	8,218
YoY %	14.9	12.9	(4.3)	0.3	6.6	5.7	7.1	7.3	4.6	6.8	2.1
매장 수(개)	1,128	1,118	1,121	1,118	1,109	1,110	1,111	1,116	1118	1116	1121
점당 월 매출	0.6	0.4	0.7	0.5	0.7	0.4	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
디스커버리				9	8	17	144	162	9	331	725
매장 수(개)				5	6	15	65	100	5	100	130
점당 월 매출				0.6	0.5	0.6	1.2	0.7		0.5	0.5

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

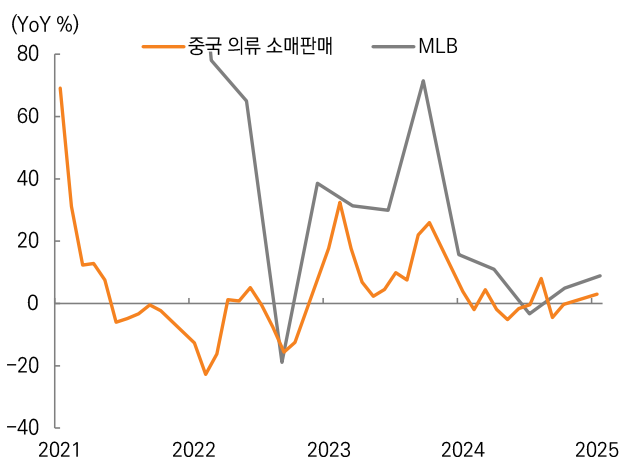
표 4. F&F Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	9,8650	
Target PER(배)	10	
적정 주가	98,655	
목표 주가	100,000	
현재 주가	70,700	
상승 여력(%)	41.4	

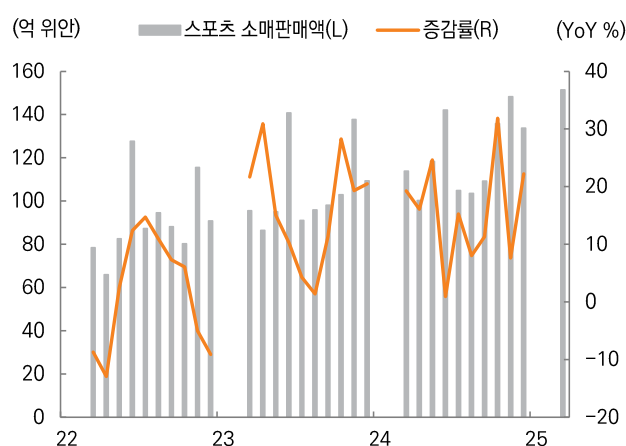
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 중국 의류 소매판매 vs 중국 MLB



자료: 중국국가통계국, F&F, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 스포츠 소매판매 추이



자료: 중국국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

F&F (383220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,896	2,002	2,089	2,146
매출원가	649	685	710	722
매출총이익	1,247	1,317	1,379	1,424
판매비와관리비	796	838	875	902
조정영업이익	451	479	504	522
영업이익	451	479	504	522
비영업손익	26	19	21	23
금융손익	-5	-6	1	8
관계기업등 투자손익	28	18	18	19
세전계속사업손익	477	498	525	545
계속사업법인세비용	121	127	133	138
계속사업이익	356	371	392	406
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	356	371	392	406
지배주주	360	376	396	411
비지배주주	-4	-5	-5	-5
총포괄이익	370	371	392	406
지배주주	370	371	392	406
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	552	544	564	580
FCF	-36	382	371	380
EBITDA 마진율 (%)	29.1	27.2	27.0	27.0
영업이익률 (%)	23.8	23.9	24.1	24.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	18.8	19.0	19.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	637	923	1,192	1,478
현금 및 현금성자산	120	363	589	830
매출채권 및 기타채권	153	166	172	177
재고자산	325	352	387	426
기타유동자산	39	42	44	45
비유동자산	1,649	1,704	1,756	1,800
관계기업투자등	652	707	737	757
유형자산	501	492	487	485
무형자산	214	224	234	243
자산총계	2,286	2,627	2,948	3,277
유동부채	522	553	557	558
매입채무 및 기타채무	145	157	161	164
단기금융부채	204	208	211	213
기타유동부채	173	188	185	181
비유동부채	186	189	190	191
장기금융부채	157	157	157	157
기타비유동부채	29	32	33	34
부채총계	709	742	747	749
지배주주지분	1,562	1,875	2,195	2,527
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318
이익잉여금	1,283	1,595	1,916	2,249
비지배주주지분	15	10	6	1
자본총계	1,577	1,885	2,201	2,528

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	399	422	411	420
당기순이익	356	371	392	406
비현금수익비용가감	202	198	194	190
유형자산감가상각비	79	50	45	42
무형자산상각비	23	15	15	16
기타	100	133	134	132
영업활동으로인한자산및부채의변동	-24	-14	-41	-44
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-11	-6	-4
재고자산 감소(증가)	30	-27	-35	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-23	9	2	2
법인세납부	-142	-127	-133	-138
투자활동으로 인한 현금흐름	-453	-26	-30	-28
유형자산처분(취득)	-435	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	-64	-25	-25	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-1	0	0
기타투자활동	31	40	35	37
재무활동으로 인한 현금흐름	-45	-188	-194	-202
장단기금융부채의 증가(감소)	102	5	3	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-65	-64	-75	-79
기타재무활동	-82	-129	-122	-125
현금의 증가	-100	243	226	241
기초현금	220	120	363	589
기말현금	120	363	589	830

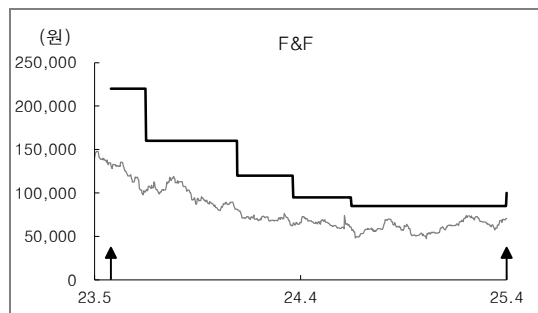
자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	5.8	7.2	6.8	6.6
P/CF (x)	3.7	4.8	4.6	4.5
P/B (x)	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	4.2	5.0	4.4	3.9
EPS (원)	9,408	9,808	10,347	10,737
CFPS (원)	14,576	14,863	15,277	15,556
BPS (원)	42,153	50,293	58,681	67,358
DPS (원)	1,700	2,000	2,100	2,200
배당성향 (%)	17.9	20.3	20.2	20.3
배당수익률 (%)	3.1	2.8	3.0	3.1
매출액증가율 (%)	-4.2	5.6	4.3	2.7
EBITDA증가율 (%)	-11.8	-1.5	3.8	2.7
조정영업이익증가율 (%)	-18.3	6.3	5.3	3.4
EPS증가율 (%)	-15.2	4.3	5.5	3.8
매출채권 회전율 (회)	15.0	14.4	14.1	14.0
재고자산 회전율 (회)	5.7	5.9	5.7	5.3
매입채무 회전율 (회)	6.6	6.4	6.3	6.3
ROA (%)	16.6	15.1	14.0	13.1
ROE (%)	25.3	21.9	19.5	17.4
ROIC (%)	37.1	31.3	31.6	30.9
부채비율 (%)	44.9	39.4	33.9	29.6
유동비율 (%)	122.0	166.8	214.1	264.9
순차입금/자기자본 (%)	14.9	-0.2	-10.4	-18.5
조정영업이익/금융비용 (x)	38.1	34.4	35.9	36.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
F&F (383220)				
2025.04.30	매수	100,000	-	-
2024.07.29	매수	85,000	-28.56	-13.18
2024.04.17	매수	95,000	-31.57	-22.11
2024.01.09	매수	120,000	-41.03	-33.08
2023.07.31	매수	160,000	-39.07	-25.63
2023.05.30	매수	220,000	-45.38	-38.55



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.