



F&F (383220)

1Q25 Review : 중국 모멘텀 확대 전망

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

현재 주가(4/29)	70,700원
상승여력	▲41.4%
시가총액	27,083억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	74,000 / 47,300원
90 일 일평균 거래대금	43.38억원
외국인 지분율	11.5%

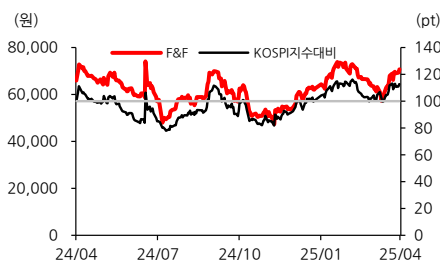
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	62.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
브이아이퍼자산운용 (외 1 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.8	13.1	24.3	7.1
상대수익률(KOSPI)	10.5	12.0	26.3	11.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,978	1,896	1,997	2,132
영업이익	552	451	470	513
EBITDA	626	552	566	612
지배주주순이익	425	360	343	385
EPS	11,096	9,408	9,139	10,251
순차입금	18	234	-1	-286
PER	8.0	5.8	7.7	6.9
PBR	2.6	1.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.8	4.0
배당수익률	1.9	3.1	2.7	3.0
ROE	38.4	25.3	20.2	19.3

주가 추이



1Q25 Review

F&F는 1Q25 매출액 5,056억원(-0.3% YoY), 영업이익 1,236억원(-5.1% YoY)을 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 기대치를 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 디스커버리 내수 매출이 -17% YoY를 기록하며 예상보다 부진했으나, 우려와 달리 MLB 내수는 +1% YoY로 소폭 성장했으며, 중국법인 매출도 당사 추정치인 +3% YoY를 상회하는 +8% YoY 성장률을 기록했다. 국내외에서 브랜드 노후화 우려가 컸던 MLB의 성장이 나타난 점이 반갑다. 내수에서는 지난해 두 자릿 수 역성장 추세에서 성장 전환하였으며, 중국법인의 성장률도 3Q24 -4% YoY를 저점으로 반등 추세를 보이고 있다. 턴어라운드 추세 확인 시, MLB 브랜드력에 대한 우려는 해소될 수 있겠다. 디스커버리 중국 매장 수는 1Q25 기준 6개(+1개 QoQ)를 기록했으며, 4월 기준으로는 8개로 파악된다. 동사는 하반기 출점 본격화 기조를 유지하고 있으며, 연간 가이던스 100개 역시 유지했다.

모멘텀 확대 전망

지난해 하반기부터 확인해왔던 바와 같이 실적의 다운사이드 리스크는 제한적이다. 반면 중국 소비 부양책, 디스커버리 중국 진출 등 영향으로 실적의 업사이드 리스크는 부각될 수 있는 구간이다. 당사는 지난 4월 8일 자료를 통해 중국 정부가 의류에 대한 소비 부양책을 꺼내들 수 있다고 전망한 바 있다. 현실화 시 중국 매출 비중이 50%를 차지하는 동사의 수혜가 기대된다. 디스커버리 중국 진출 시점도 적절하다. 중국 내 아웃도어 의류 시장이 개화되고 있기 때문이다. 중국 아웃도어 시장규모는 지난해 +23% YoY 성장했으며, 28년까지 두 자리 수 성장률이 기대된다. 이미 아머스포츠의 아크테릭스와 코오롱스포츠 등 브랜드가 지난해 각각 +54% YoY, +72% YoY 중국에서 성장하며, 아웃도어 시장 개화의 수혜를 보고 있다. 디스커버리가 중국 내에서 브랜드가 안착할 경우, 아웃도어 브랜드의 상대적 높은 효율(캐주얼 브랜드 대비 점당 매출액 2배 이상)로 동사의 중국법인 성장을 확대에 기여하는 폭이 크겠다. 당사는 중국법인 성장률 중 약 5%가 디스커버리를 통해 창출될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 10만원 유지

[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	507	391	451	547	506	383	510	598	1,896	1,997	2,132
YoY	2%	-3%	-8%	-6%	0%	-2%	13%	9%	-4%	5%	7%
MLB 한국	235	162	315	220	267	155	327	233	932	983	1,002
내수	55	58	46	58	56	58	46	58	218	218	218
면세	36	33	25	31	29	28	28	31	124	115	120
MLB KIDS	30	20	27	26	26	20	28	26	103	100	102
중국법인	239	155	250	214	259	165	299	261	858	984	1,094
오프라인	215	133	240	178	230	141	268	202	766	841	859
온라인	24	22	15	36	28	23	16	38	97	105	111
MLB 홍콩	22	17	16	20	21	18	16	21	75	76	80
DISCOVERY	107	87	63	176	88	74	59	167	432	389	389
Duvetica	8	2	6	10	5	3	8	12	26	28	34
Stretch Angels	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	130	92	108	120	124	87	118	142	451	470	513
OPM	26%	23%	24%	22%	24%	23%	23%	24%	24%	23.6%	24.1%
YoY	-13%	-17%	-27%	-16%	-5%	-5%	9%	18%	-18%	4%	9%

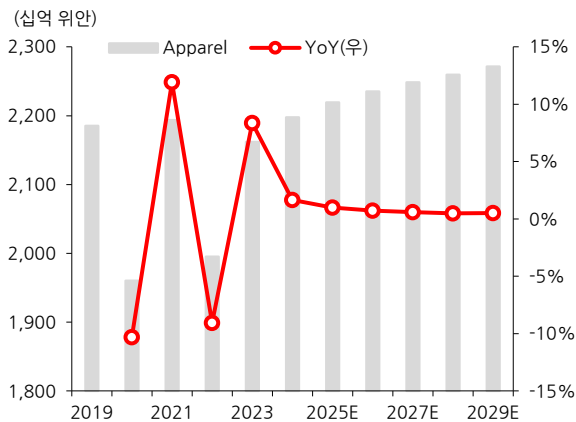
자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[표2] F&F 기업가치 제고 계획

	목표 및 계획 수립
① 성장성	'24~'27 매출액 CAGR 10% - MLB 글로벌 경쟁력 강화 - DISCOVERY 해외 진출 - 신규성장동력 발굴
② 수익성	'25~'27 ROE 3년 평균 20% 이상 - 매출 성장 기반 수익 확대
③ 주주환원	'25~'27 (별도)주주환원을 3년 평균 25% 이상 - 배당+자사주매입 기준 - 최소배당금 1,700원 도입 - 3년간 자사주 600억원 이상 매입

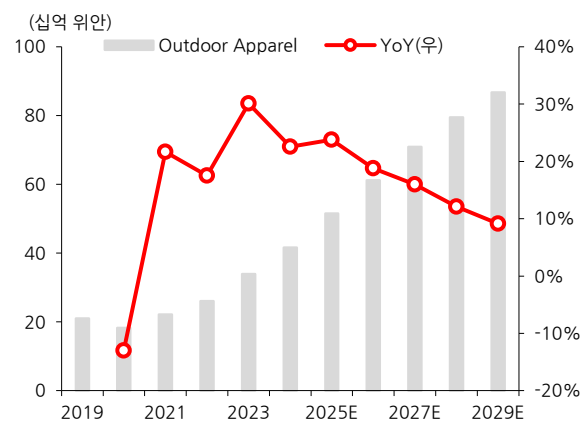
자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 중국 의류 시장 규모 및 전망



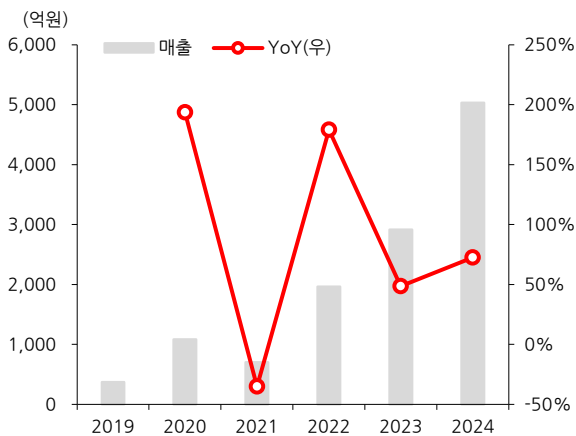
자료: 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 아웃도어 의류 시장 규모 및 전망



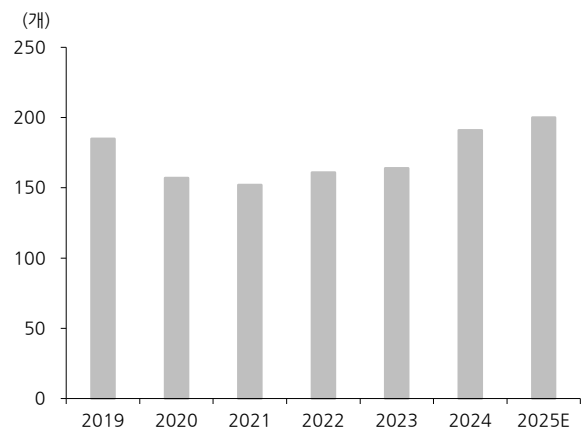
자료: 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 코오롱 스포츠 China Holdings 매출액 및 성장률 추이



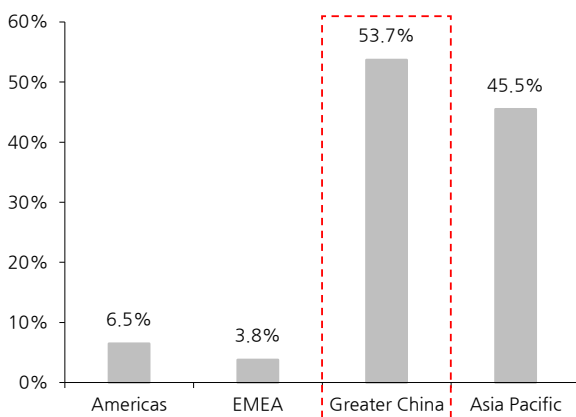
자료: 코오롱인더스트리, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 코오롱 매장 수 추이



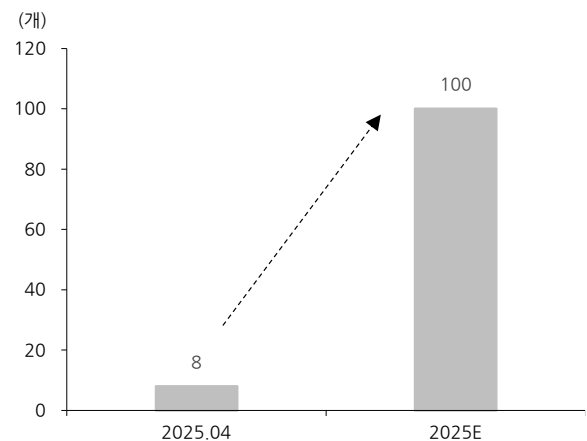
자료: Anata Sports, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Amer Sports 24년 지역별 매출액 성장률



자료: Amer Sports, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 디스커버리 중국 내 매장 수 전망



자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,809	1,978	1,896	1,997	2,132
매출총이익	1,276	1,346	1,247	1,298	1,385
영업이익	525	552	451	470	513
EBITDA	605	626	552	566	612
순이자손익	-8	-5	-2	-6	-4
외화관련손익	-3	4	9	0	0
지분법손익	89	8	33	12	12
세전계속사업손익	605	555	477	462	521
당기순이익	443	425	356	343	385
지배주주순이익	442	425	360	343	385
증가율(%)					
매출액	n/a	9.4	-4.2	5.3	6.8
영업이익	n/a	5.1	-18.3	4.3	9.0
EBITDA	n/a	3.4	-11.8	2.6	8.0
순이익	n/a	-4.0	-16.2	-3.7	12.4
이익률(%)					
매출총이익률	70.6	68.0	65.8	65.0	65.0
영업이익률	29.0	27.9	23.8	23.6	24.1
EBITDA 이익률	33.5	31.6	29.1	28.4	28.7
세전이익률	33.5	28.0	25.2	23.1	24.4
순이익률	24.5	21.5	18.8	17.2	18.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	369	477	399	326	384
당기순이익	443	425	356	343	385
자산상각비	80	74	101	96	99
운전자본증감	-114	-13	-24	-39	-22
매출채권 감소(증가)	-23	14	-10	-15	-12
재고자산 감소(증가)	-57	-19	30	-51	-26
매입채무 증가(감소)	-20	-22	-23	27	15
투자현금흐름	-171	-100	-453	-27	-28
유형자산처분(취득)	-18	-23	-435	-16	-16
무형자산 감소(증가)	-36	-51	-64	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-10	-6	16	0	0
재무현금흐름	-109	-261	-45	-114	-121
차입금의 증가(감소)	-51	-212	53	-50	-50
자본의 증가(감소)	-58	-61	-98	-64	-71
배당금의 지급	-42	-61	-65	-64	-71
총현금흐름	613	630	558	365	406
(-)운전자본증가(감소)	91	-32	88	39	22
(-)설비투자	18	23	435	16	16
(+)자산매각	-36	-50	-64	-12	-12
Free Cash Flow	468	589	-29	298	356
(-)기타투자	130	66	-94	-1	-1
잉여현금	338	523	65	299	357
NOPLAT	384	423	336	349	379
(+) Dep	80	74	101	96	99
(-)운전자본투자	91	-32	88	39	22
(-)Capex	18	23	435	16	16
OpFCF	355	505	-85	390	440

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	601	746	637	888	1,161
현금성자산	124	242	127	312	547
매출채권	161	148	163	179	191
재고자산	297	341	325	376	401
비유동자산	969	1,259	1,649	1,656	1,663
투자자산	759	947	934	945	956
유형자산	77	135	501	498	495
무형자산	133	178	214	213	212
자산총계	1,570	2,005	2,286	2,544	2,824
유동부채	576	487	522	499	465
매입채무	192	248	199	226	241
유동성이자부채	234	86	204	154	104
비유동부채	51	201	186	187	188
비유동이자부채	27	173	157	157	157
부채총계	627	687	709	687	653
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	1,283	1,563	1,877
자본조정	-22	-19	-43	-43	-43
자기주식	-19	-19	-53	-53	-53
자본총계	943	1,318	1,577	1,857	2,171

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	11,532	11,096	9,408	9,139	10,251
BPS	24,055	33,689	40,781	48,080	56,273
DPS	1,600	1,700	1,700	1,900	2,100
CFPS	16,008	16,458	14,576	9,518	10,606
ROA(%)	32.6	23.8	16.8	14.2	14.4
ROE(%)	60.4	38.4	25.3	20.2	19.3
ROIC(%)	115.5	75.6	36.8	29.9	31.5
Multiples(x, %)					
PER	12.5	8.0	5.8	7.7	6.9
PBR	6.0	2.6	1.3	1.5	1.3
PSR	3.1	1.7	1.1	1.4	1.3
PCR	9.0	5.4	3.7	7.4	6.7
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.2	4.8	4.0
배당수익률	1.1	1.9	3.1	2.7	3.0
안정성(%)					
부채비율	66.5	52.2	44.9	37.0	30.1
Net debt/Equity	14.5	1.3	14.9	0.0	-13.2
Net debt/EBITDA	22.7	2.8	42.5	-0.1	-46.8
유동비율	104.4	153.2	122.0	177.8	249.8
이자보상배율(배)	50.1	47.8	38.1	33.1	42.0
자산구조(%)					
투자자본	33.1	36.5	51.9	48.6	44.8
현금+투자자산	66.9	63.5	48.1	51.4	55.2
자본구조(%)					
차입금	21.7	16.4	18.6	14.3	10.7
자기자본	78.3	83.6	81.4	85.7	89.3

[Compliance Notice]

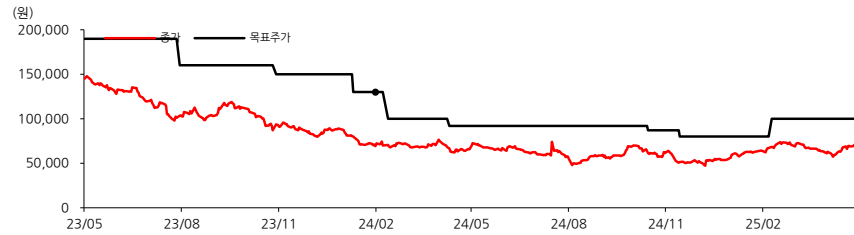
(공표일: 2025년 4월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[F&F 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.03	2023.07.31	2023.10.13	2023.10.30	2023.11.01	2023.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	190,000	160,000	160,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2023.12.28	2024.01.11	2024.01.26	2024.02.13	2024.04.11	2024.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	130,000	130,000	100,000	92,000	92,000
일 시	2024.07.09	2024.07.17	2024.07.29	2024.09.27	2024.10.16	2024.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	92,000	92,000	87,000	80,000
일 시	2025.01.22	2025.02.10	2025.04.03	2025.04.18	2025.04.25	2025.04.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.31	Buy	160,000	-33.99	-25.63
2023.10.30	Buy	150,000	-41.77	-36.20
2024.01.11	Buy	130,000	-44.14	-38.38
2024.02.13	Buy	100,000	-29.72	-23.50
2024.04.11	Buy	92,000	-32.25	-19.57
2024.10.16	Buy	87,000	-32.18	-26.55
2024.11.15	Buy	80,000	-29.46	-16.25
2025.02.10	Buy	100,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%