



F&F (383220)

4Q25 Preview : 중국 소비 부양 방향성 전환과 테일러메이드

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 94,000원

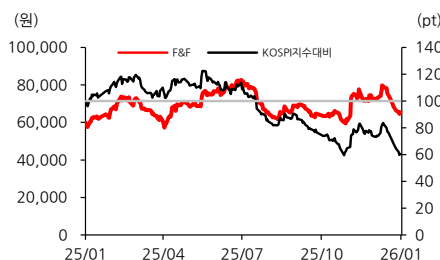
현재 주가(1/8)	63,800원
상승여력	▲47.3%
시가총액	24,440억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	82,700 / 57,200원
90 일 일평균 거래대금	72.08억원
외국인 지분율	10.8%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	62.8%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	8.7%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.1	-1.4	-20.9	6.3
상대수익률(KOSPI)	-21.7	-29.7	-67.1	-74.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,896	1,921	2,056	2,137
영업이익	451	472	530	540
EBITDA	552	566	624	638
지배주주순이익	360	347	401	411
EPS	9,408	9,232	10,673	10,925
순차입금	234	-39	-343	-656
PER	5.8	7.2	6.0	5.8
PBR	1.3	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.2	4.4	3.4	2.8
배당수익률	3.1	2.9	3.3	3.6
ROE	25.3	20.4	20.0	17.6

주가 추이



4Q25 Preview

F&F는 4Q25 매출액 5,626억원(+2.9% YoY), 영업이익 1,364억원(+13.3% YoY)을 기록해 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 4Q25부터 뚜렷해진 소비 회복에 따라 동사의 내수 매출도 개선되었는데, MLB 내수 +5% YoY, 디스커버리 -10% YoY가 추정된다. 디스커버리는 여전히 절대적으로 부진하나, 1Q25~3Q25까지 -20% YoY 내외의 매출 감소 폭에서 반등하는 모습이다. 중국법인은 +10% YoY 성장이 예상된다. 전분기 +13% YoY 대비 성장 폭은 둔화되었으나, 여전히 MLB를 중심으로 중국 의류 시장을 아웃퍼폼하고 있다. 중국 디스커버리 점포 수는 가이던스인 25개에 부합하는 24개로 마감한 것으로 파악된다.

중국 소비 부양의 방향성 전환과 임박한 테일러메이드

중국의 소비 부양 정책이 지속되고 있지만 그 방향성은 이구한신 정책으로 대표되는 내구재 중심에서 비내구재/서비스 중심의 소프트 소비로 바뀌고 있다. 스포츠/여행 등 외부활동을 강조하고 있으며, 이는 의류 소비 반등세에 긍정적이라 판단된다. MLB를 중심으로 중국 소비시장 내에서 M/S를 확대하고 있는 동사의 수혜가 예상된다. 디스커버리의 중국 내 성과는 시장 기대치에 미치지 못한 상황이라 판단되지만, 아웃도어 의류 시장이 커지고 있음은 분명해 중장기적 관점에서 바라볼 필요가 있겠다. 또한 내수 소비 반등도 반가운 소식이다.

단기적으로 주가의 변동성을 만들어 내는 이슈는 테일러메이드 인수겠다. 현재 우선협상대상자로 올드툼이 내정되었다고 하는 데, 최종 선정될 경우, F&F는 우선매수권을 행사할 지를 14일 내에 결정해야한다. 4조 중반 수준의 가격이 거론되는 데, 최근 아쿠쉬네트의 시가총액이 7조원 수준까지 상승한 상황에서 합리적 가격대라 판단된다. 따라서 인수 결정 시, 고가 인수 논란보다는 테일러메이드 실적 편입에 따른 손익 개선 및 어패럴 등 시너지 효과에 시장은 보다 집중할 것이라 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원 유지

F&F에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 9.4만원을 유지한다.

[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	506	379	474	563	524	396	535	602	1,896	1,921	2,056
YoY	0%	-3%	5%	3%	4%	4%	13%	7%	-4%	1%	7%
MLB 한국	267	210	398	233	274	158	415	242	932	1,108	1,089
내수	56	55	48	61	57	57	48	61	218	220	223
면세	29	28	22	27	30	30	23	28	124	106	111
MLB KIDS	26	21	26	26	27	22	26	26	103	99	101
MLB 중국	259	171	283	236	272	183	326	267	858	948	1,047
오프라인	230	142	263	190	236	147	290	210	766	825	883
온라인	28	29	20	40	31	32	22	44	97	117	129
MLB 홍콩	21	16	17	21	22	16	18	22	75	75	78
DISCOVERY	88	66	50	158	88	66	50	158	432	363	363
Duvetica	5	3	4	11	6	4	5	14	26	24	29
영업이익	124	84	128	136	138	93	153	145	451	472	530
OPM	24%	22%	27%	24%	26%	24%	29%	24%	24%	25%	26%
YoY	-5%	-8%	18%	13%	12%	11%	19%	7%	-18%	5%	12%

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,978	1,896	1,921	2,056	2,137
매출총이익	1,346	1,247	1,272	1,361	1,415
영업이익	552	451	472	530	540
EBITDA	626	552	566	624	638
순이자손익	-5	-2	-5	0	3
외화관련손익	4	9	-1	0	0
지분법손익	8	33	13	12	12
세전계속사업손익	555	477	471	542	555
당기순이익	425	356	349	401	411
지배주주순이익	425	360	347	401	411
증가율(%)					
매출액	9.4	-4.2	1.3	7.0	3.9
영업이익	5.1	-18.3	4.7	12.2	2.0
EBITDA	3.4	-11.8	2.5	10.3	2.1
순이익	-4.0	-16.2	-2.0	15.0	2.4
이익률(%)					
매출총이익률	68.0	65.8	66.2	66.2	66.2
영업이익률	27.9	23.8	24.6	25.8	25.3
EBITDA 이익률	31.6	29.1	29.5	30.4	29.8
세전이익률	28.0	25.2	24.5	26.4	26.0
순이익률	21.5	18.8	18.2	19.5	19.2

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	477	399	381	397	413
당기순이익	425	356	349	401	411
자산상각비	74	101	94	95	97
운전자본증감	-13	-24	-57	-22	-14
매출채권 감소(증가)	14	-10	-11	-12	-8
재고자산 감소(증가)	-19	30	-43	-25	-16
매입채무 증가(감소)	-22	-23	20	15	10
투자현금흐름	-100	-453	-44	-22	-23
유형자산처분(취득)	-23	-435	-22	-16	-16
무형자산 감소(증가)	-51	-64	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-6	16	-21	-1	-1
재무현금흐름	-261	-45	-141	-121	-129
차입금의 증가(감소)	-212	53	-74	-50	-50
자본의 증가(감소)	-61	-98	-67	-71	-79
배당금의 지급	-61	-65	-64	-71	-79
총현금흐름	630	558	531	418	427
(-)운전자본증가(감소)	-32	88	24	22	14
(-)설비투자	23	435	22	16	16
(+)자산매각	-50	-64	-3	-3	-3
Free Cash Flow	589	-29	482	378	395
(-)기타투자	66	-94	30	3	3
잉여현금	523	65	452	376	392
NOPLAT	423	336	350	392	400
(+) Dep	74	101	94	95	97
(-)운전자본투자	-32	88	24	22	14
(-)Capex	23	435	22	16	16
OpFCF	505	-85	397	449	467

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	746	637	887	1,178	1,464
현금성자산	242	127	345	599	861
매출채권	148	163	168	180	187
재고자산	341	325	353	378	394
비유동자산	1,259	1,649	1,641	1,646	1,652
투자자산	947	934	1,020	1,034	1,049
유형자산	135	501	423	423	423
무형자산	178	214	198	189	180
자산총계	2,005	2,286	2,528	2,823	3,116
유동부채	487	522	493	458	417
매입채무	248	199	213	227	237
유동성이자부채	86	204	166	116	66
비유동부채	201	186	177	178	179
비유동이자부채	173	157	140	140	140
부채총계	687	709	670	636	596
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,566	1,896	2,228
자본조정	-19	-43	-46	-46	-46
자기주식	-19	-53	-56	-56	-56
자본총계	1,318	1,577	1,858	2,188	2,519

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	11,096	9,408	9,232	10,673	10,925
BPS	33,689	40,781	48,086	56,693	65,352
DPS	1,700	1,700	1,900	2,100	2,300
CFPS	16,458	14,576	13,861	10,917	11,152
ROA(%)	23.8	16.8	14.4	15.0	13.8
ROE(%)	38.4	25.3	20.4	20.0	17.6
ROIC(%)	75.6	36.8	30.4	33.5	33.5
Multiples(x, %)					
PER	8.0	5.8	7.2	6.0	5.8
PBR	2.6	1.3	1.4	1.1	1.0
PSR	1.7	1.1	1.3	1.2	1.1
PCR	5.4	3.7	4.8	5.8	5.7
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.4	3.4	2.8
배당수익률	1.9	3.1	2.9	3.3	3.6
안정성(%)					
부채비율	52.2	44.9	36.0	29.1	23.7
Net debt/Equity	1.3	14.9	-2.1	-15.7	-26.0
Net debt/EBITDA	2.8	42.5	-6.8	-54.9	-102.8
유동비율	153.2	122.0	180.0	257.4	350.8
이자보상배율(배)	47.8	38.1	41.5	50.1	61.3
자산구조(%)					
투자자본	36.5	51.9	45.9	42.0	38.6
현금+투자자산	63.5	48.1	54.1	58.0	61.4
자본구조(%)					
차입금	16.4	18.6	14.1	10.5	7.6
자기자본	83.6	81.4	85.9	89.5	92.4

[Compliance Notice]

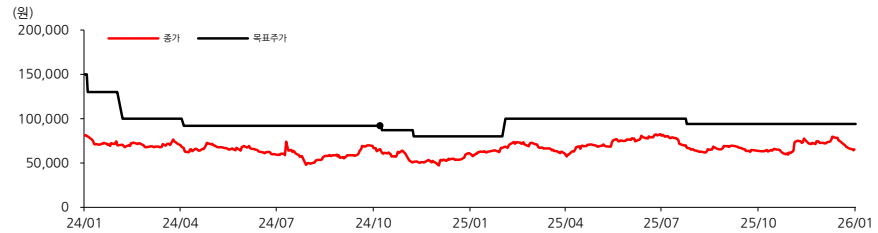
(공표일: 2026년 1월 9일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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	2024.01.11	2024.01.26	2024.02.13	2024.04.11	2024.05.02	2024.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	100,000	92,000	92,000	92,000
일 시	2024.07.17	2024.07.29	2024.09.27	2024.10.16	2024.11.15	2025.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	92,000	87,000	80,000	80,000
일 시	2025.02.10	2025.04.03	2025.04.18	2025.04.25	2025.04.30	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.06.27	2025.07.15	2025.07.25	2025.08.01	2025.10.15	2025.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	94,000	94,000	94,000
일 시	2025.11.19	2026.01.08				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	94,000	94,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-28.23	-17.30
2025.08.01	Buy	94,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	83.0%	17.0%	0.0%	100.0%