



# F&F (383220)

## 4Q25 Review : 아쉬운 가이드نس, 아쉬운 뉴스플로우

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 94,000원

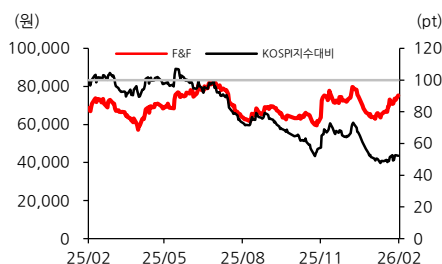
|                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 현재 주가(2/10)       | 77,500원          |
| 상승여력              | ▲21.3%           |
| 시가총액              | 29,688억원         |
| 발행주식수             | 38,307천주         |
| 52 주 최고가 / 최저가    | 82,700 / 57,200원 |
| 90 일 일평균 거래대금     | 80.8억원           |
| 외국인 지분율           | 11.3%            |
| 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        | 21.1 | 21.7 | 20.3  | 13.0  |
| 상대수익률(KOSPI) | 5.5  | -8.5 | -44.8 | -97.3 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2024  | 2025P  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 1,896 | 1,934  | 2,037  | 2,129  |
| 영업이익      | 451   | 469    | 516    | 530    |
| EBITDA    | 552   | 562    | 611    | 628    |
| 지배주주순이익   | 360   | 400    | 391    | 403    |
| EPS       | 9,408 | 10,638 | 10,405 | 10,732 |
| 순차입금      | 234   | -85    | -381   | -684   |
| PER       | 5.8   | 6.3    | 7.4    | 7.2    |
| PBR       | 1.3   | 1.3    | 1.3    | 1.2    |
| EV/EBITDA | 4.2   | 4.4    | 4.2    | 3.6    |
| 배당수익률     | 3.1   | 2.9    | 2.7    | 3.0    |
| ROE       | 25.3  | 23.1   | 19.0   | 17.0   |

### 주가 추이



### 4Q25 Review

F&F는 4Q25 매출액 5,753억원(+5.3% YoY), 영업이익 1,329억원(+10.3% YoY)을 기록해 시장 기대치에 부합했다. 4Q25 내수 회복에 따라 MLB 내수는 +10% YoY, Kids +6% YoY 성장했으며, 디스커버리는 -13% YoY 역성장을 지속했으나, 역성장 폭이 축소되는 모습이 었다. 듀베티카 4Q25 144억원(+52% YoY)을 기록하며 규모가 작지만 프리미엄 아우터 브랜드로서 자리매김하는 모습을 숫자로 확인할 수 있었다. 중국법인은 +16% YoY 성장했다. MLB가 기존 티몰 외 징동과 틱톡몰에 입점하면서 온라인 매출이 +36% YoY 성장하는 모습이 었다. 중국 디스커버리 점포 수는 4Q25 기준 24개점(+3개점 QoQ)이 었다. 중국 내 디스커버리의 성과는 아직까지 미진했던 것으로 추정된다.

### 아쉬움의 연속

내수 회복을 전망하며, 내수 매출에 대해서는 +mid single 수준의 성장을 가이드نس로 제시했다. 아쉬운 점은 중국법인이 었는 데, 중국법인의 26년 성장 가이드نس 역시 +4% YoY 수준이 제시된 것이다. 디스커버리 실적까지 포함됨을 감안하면, MLB의 성장률은 +3% YoY 내외에 그친다는 것으로 이해해볼 수 있겠다. 중국의 내수 부양의 방향성이 내구재에서 준내구재/서비스로 이동하고 있어 의류 매출 반등 가능성이 높아지고 있는 상황에서 아쉬운 전망이다. 당사는 이에 대해 본사차원에서의 보수적인 출고를 통한 현지 재고에 대한 효율화를 위함이라 설명하였다.

최근 인수보다는 매각을 고려하고 있다는 테일러메이드 관련 뉴스플로우도 아쉬움이 남는다. 당사는 4조원 중반 수준의 가격이라면, 인수를 통한 시너지를 도출하는 전략이 더 유효하다고 판단하고 있다. 당사에서는 아직까지 인수와 매각 관련해서 결정된 바 없다고 공식적으로 밝히고 있다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원 유지

F&F에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 9.4만원을 유지한다. 가이드نس가 아쉽지만, 이를 반영한 실적 전망치 대비 현 주가는 7배 수준에 불과하다.

[표1] F&amp;F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|           | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25P | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024  | 2025P | 2026E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 506  | 379  | 474  | 575   | 530   | 394   | 503   | 610   | 1,896 | 1,934 | 2,037 |
| YoY       | 0%   | -3%  | 5%   | 5%    | 5%    | 4%    | 6%    | 6%    | -4%   | 2%    | 5%    |
| MLB 한국    | 267  | 210  | 398  | 279   | 274   | 156   | 401   | 283   | 932   | 1,153 | 1,114 |
| 내수        | 56   | 55   | 48   | 64    | 59    | 58    | 50    | 67    | 218   | 222   | 233   |
| 면세        | 29   | 28   | 22   | 29    | 29    | 28    | 22    | 29    | 124   | 108   | 108   |
| MLB KIDS  | 26   | 21   | 26   | 28    | 27    | 22    | 26    | 29    | 103   | 101   | 104   |
| MLB 중국    | 259  | 171  | 283  | 248   | 276   | 177   | 292   | 257   | 858   | 960   | 1,003 |
| 오프라인      | 230  | 142  | 263  | 198   | 234   | 143   | 262   | 198   | 766   | 833   | 837   |
| 온라인       | 28   | 29   | 20   | 50    | 37    | 32    | 20    | 50    | 97    | 127   | 138   |
| MLB 홍콩    | 21   | 16   | 17   | 23    | 22    | 16    | 18    | 24    | 75    | 76    | 80    |
| DISCOVERY | 88   | 66   | 50   | 154   | 90    | 70    | 50    | 154   | 432   | 359   | 364   |
| Duvetica  | 5    | 3    | 4    | 14    | 7     | 5     | 6     | 20    | 26    | 27    | 38    |
| 영업이익      | 124  | 84   | 128  | 133   | 141   | 93    | 135   | 148   | 451   | 469   | 516   |
| OPM       | 24%  | 22%  | 27%  | 23%   | 27%   | 24%   | 27%   | 24%   | 24%   | 24%   | 25%   |
| YoY       | -5%  | -8%  | 18%  | 10%   | 14%   | 10%   | 5%    | 12%   | -18%  | 4%    | 10%   |

자료: F&amp;F, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산    | 2023  | 2024  | 2025P | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 1,978 | 1,896 | 1,934 | 2,037 | 2,129 |
| 매출총이익      | 1,346 | 1,247 | 1,292 | 1,343 | 1,404 |
| 영업이익       | 552   | 451   | 469   | 516   | 530   |
| EBITDA     | 626   | 552   | 562   | 611   | 628   |
| 순이자손익      | -5    | -2    | -5    | 0     | 3     |
| 외화관련손익     | 4     | 9     | -1    | 0     | 0     |
| 지분법손익      | 8     | 33    | 13    | 12    | 12    |
| 세전계속사업손익   | 555   | 477   | 542   | 528   | 545   |
| 당기순이익      | 425   | 356   | 403   | 391   | 403   |
| 지배주주순이익    | 425   | 360   | 400   | 391   | 403   |
| 증가율(%)     |       |       |       |       |       |
| 매출액        | 9.4   | -4.2  | 2.0   | 5.3   | 4.5   |
| 영업이익       | 5.1   | -18.3 | 4.0   | 10.1  | 2.8   |
| EBITDA     | 3.4   | -11.8 | 1.9   | 8.6   | 2.8   |
| 순이익        | -4.0  | -16.2 | 13.1  | -2.9  | 3.1   |
| 이익률(%)     |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률     | 68.0  | 65.8  | 66.8  | 65.9  | 65.9  |
| 영업이익률      | 27.9  | 23.8  | 24.2  | 25.3  | 24.9  |
| EBITDA 이익률 | 31.6  | 29.1  | 29.1  | 30.0  | 29.5  |
| 세전이익률      | 28.0  | 25.2  | 28.0  | 25.9  | 25.6  |
| 순이익률       | 21.5  | 18.8  | 20.8  | 19.2  | 18.9  |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산        | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | 477  | 399  | 427   | 389   | 404   |
| 당기순이익          | 425  | 356  | 403   | 391   | 403   |
| 자산상각비          | 74   | 101  | 94    | 95    | 97    |
| 운전자본증감         | -13  | -24  | -64   | -19   | -16   |
| 매출채권 감소(증가)    | 14   | -10  | -15   | -10   | -9    |
| 재고자산 감소(증가)    | -19  | 30   | -51   | -22   | -18   |
| 매입채무 증가(감소)    | -22  | -23  | 25    | 13    | 11    |
| 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  | 584   | 408   | 420   |
| (-)운전자본증가(감소)  | -32  | 88   | 31    | 19    | 16    |
| (-)설비투자        | 23   | 435  | 22    | 16    | 16    |
| (+)자산매각        | -50  | -64  | -3    | -3    | -3    |
| Free Cash Flow | 589  | -29  | 528   | 370   | 385   |
| (-)기타투자        | 66   | -94  | 30    | 3     | 3     |
| 잉여현금           | 523  | 65   | 498   | 368   | 382   |
| NOPLAT         | 423  | 336  | 348   | 382   | 392   |
| (+) Dep        | 74   | 101  | 94    | 95    | 97    |
| (-)운전자본투자      | -32  | 88   | 31    | 19    | 16    |
| (-)Capex       | 23   | 435  | 22    | 16    | 16    |
| OpFCF          | 505  | -85  | 389   | 441   | 458   |

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2023  | 2024  | 2025P | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산    | 746   | 637   | 945   | 1,224 | 1,504 |
| 현금성자산   | 242   | 127   | 391   | 637   | 890   |
| 매출채권    | 148   | 163   | 172   | 182   | 191   |
| 재고자산    | 341   | 325   | 361   | 383   | 402   |
| 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 | 2,585 | 2,869 | 3,156 |
| 유동부채    | 487   | 522   | 498   | 461   | 422   |
| 매입채무    | 248   | 199   | 217   | 231   | 242   |
| 유동성이자부채 | 86    | 204   | 166   | 116   | 66    |
| 비유동부채   | 201   | 186   | 177   | 178   | 179   |
| 비유동이자부채 | 173   | 157   | 140   | 140   | 140   |
| 부채총계    | 687   | 709   | 674   | 639   | 601   |
| 자본금     | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금   | 318   | 318   | 318   | 318   | 318   |
| 이익잉여금   | 988   | 1,283 | 1,619 | 1,939 | 2,263 |
| 자본조정    | -19   | -43   | -46   | -46   | -46   |
| 자기주식    | -19   | -53   | -56   | -56   | -56   |
| 자본총계    | 1,318 | 1,577 | 1,911 | 2,231 | 2,555 |

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산         | 2023   | 2024   | 2025P  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표            |        |        |        |        |        |
| EPS             | 11,096 | 9,408  | 10,638 | 10,405 | 10,732 |
| BPS             | 33,689 | 40,781 | 49,466 | 57,810 | 66,279 |
| DPS             | 1,700  | 1,700  | 1,900  | 2,100  | 2,300  |
| CFPS            | 16,458 | 14,576 | 15,241 | 10,654 | 10,962 |
| ROA(%)          | 23.8   | 16.8   | 16.4   | 14.3   | 13.4   |
| ROE(%)          | 38.4   | 25.3   | 23.1   | 19.0   | 17.0   |
| ROIC(%)         | 75.6   | 36.8   | 30.1   | 32.5   | 32.8   |
| Multiples(x, %) |        |        |        |        |        |
| PER             | 8.0    | 5.8    | 6.3    | 7.4    | 7.2    |
| PBR             | 2.6    | 1.3    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |
| PSR             | 1.7    | 1.1    | 1.3    | 1.5    | 1.4    |
| PCR             | 5.4    | 3.7    | 4.4    | 7.3    | 7.1    |
| EV/EBITDA       | 5.5    | 4.2    | 4.4    | 4.2    | 3.6    |
| 배당수익률           | 1.9    | 3.1    | 2.9    | 2.7    | 3.0    |
| 안정성(%)          |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 52.2   | 44.9   | 35.3   | 28.6   | 23.5   |
| Net debt/Equity | 1.3    | 14.9   | -4.4   | -17.1  | -26.8  |
| Net debt/EBITDA | 2.8    | 42.5   | -15.0  | -62.4  | -109.0 |
| 유동비율            | 153.2  | 122.0  | 189.9  | 265.6  | 356.5  |
| 이자보상배율(배)       | 47.8   | 38.1   | 41.2   | 48.8   | 60.2   |
| 자산구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 투자자본            | 36.5   | 51.9   | 45.2   | 41.5   | 38.4   |
| 현금+투자자산         | 63.5   | 48.1   | 54.8   | 58.5   | 61.6   |
| 자본구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 차입금             | 16.4   | 18.6   | 13.8   | 10.3   | 7.5    |
| 자기자본            | 83.6   | 81.4   | 86.2   | 89.7   | 92.5   |

## [ Compliance Notice ]

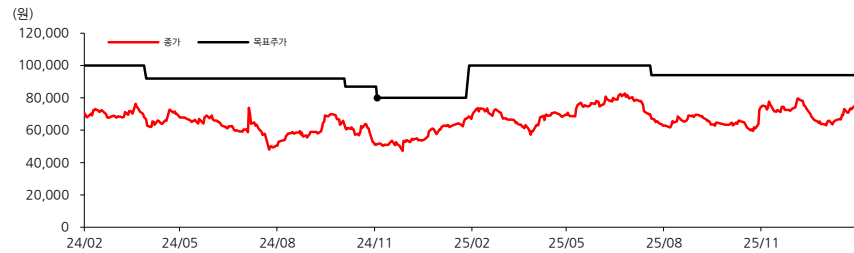
(공표일: 2026년 2월 11일)

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, 김나우)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ F&amp;F 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

|      |            |            |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시  | 2024.02.13 | 2024.04.11 | 2024.05.02 | 2024.07.09 | 2024.07.17 | 2024.07.29 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 100,000    | 92,000     | 92,000     | 92,000     | 92,000     | 92,000     |
| 일 시  | 2024.09.27 | 2024.10.16 | 2024.11.15 | 2025.01.22 | 2025.02.10 | 2025.04.03 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 92,000     | 87,000     | 80,000     | 80,000     | 100,000    | 100,000    |
| 일 시  | 2025.04.18 | 2025.04.25 | 2025.04.30 | 2025.05.30 | 2025.06.27 | 2025.07.15 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 100,000    | 100,000    | 100,000    | 100,000    | 100,000    | 100,000    |
| 일 시  | 2025.07.25 | 2025.08.01 | 2025.10.15 | 2025.11.11 | 2025.11.19 | 2026.01.09 |
| 투자의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 100,000    | 94,000     | 94,000     | 94,000     | 94,000     | 94,000     |
| 일 시  | 2026.02.11 |            |            |            |            |            |
| 투자의견 | Buy        |            |            |            |            |            |
| 목표가격 | 94,000     |            |            |            |            |            |

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 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 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 12 월 31 일)

| 투자등급       | 매수    | 중립    | 매도   | 합계     |
|------------|-------|-------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 87.0% | 13.0% | 0.0% | 100.0% |