

F&F
(383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

100,000

유지

현재주가

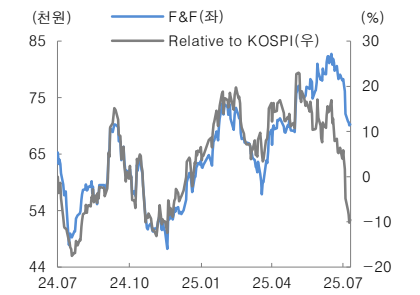
69,900

(25.07.31)

섬유의복업종

KOSPI	3245.44
시가총액	2,678십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	82,700원 / 47,300원
120일 평균거래대금	50억원
외국인지분율	11.12%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.82% 브이아이피자산운용 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.5	-1.0	8.7	21.4
상대수익률	-16.3	-22.0	-15.7	3.6



중국은 잘 되고 있으니 내수 부진 회복에 더 신경 써야...

- 2분기 내수는 부진, 중국은 양호한 성장세
- 하반기 중국 디스커버리 좀 더 치밀한 전략에 따라 출점하기로 수정
- 내수 브랜드 노후화 문제 극복에 좀 더 신경 써야

투자 의견 BUY와 목표주가 100,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 100,000원(12개월 예상 P/E 9배)

회사측은 올해 중국 디스커버리 점포 출점 계획을 기존 110개에서 60개로 하향 조정. 점포 출점 계획 조정은 중국 시장 상황에 맞게 양적, 질적 성장을 추구하려는 계획에 따른 것으로 판단. 당사는 디스커버리 중국 출점이 하반기에 몰려 있는 점을 고려할 때 점포 수 조정이 올해~내년 실적에 미치는 영향이 크지 않을 것으로 전망함. 또한 MLB와 달리 가격대가 높고 이미 글로벌 브랜드의 시장 점유율이 높은 점을 고려할 때 적절한 대응이라고 판단됨. 다만 국내 시장에서 디스커버리 브랜드 노후화 문제가 생각 보다 더 크게 나타나고 있는 것으로 보여 이에 대한 대응 전략과 성과를 보여줘야 할 것으로 판단

한편 테일러메이드 M&A 이슈와 관련하여 당사는 이전보다 적극적으로 대응하는 모습을 보이고 있는데 회사의 전략상 합리적인 가격으로 협상에 나설 것으로 보여 테일러메이드와 관련하여 제기되는 일부 우려는 과도하다고 판단

2Q25 Review: 중국은 잘 되고 있으나 내수 부진

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,789억원(yoy -3%), 840억원(yoy -9%)을 기록 **[국내]** 2분기 초 4~5월은 평년대비 낮은 기온에 아웃도어 매출 부진. 여기에 브랜드 노후화 영향으로 24% 감소. MLB 일반 내수 채널은 다이공 매출 감소 영향에서 벗어났으나 1분기 성장을 이어가지 못하고 2분기에 매출이 5% 감소했고 면세 채널은 대체로 부진하며 14% 매출 감소

[중국 및 기타] 2분기 중국 소매 의류 시장 성장률 약 3%를 초과 성장하는 10% 성장 기록. 전년동기대비 매장 수는 유사했지만 점포 효율화 효과로 매출 10% 성장하며 양호한 성장세 기록. 올해 양적 성장 보다 질적 성장에 중점을 두고 사업을 진행 중인데 이 전략의 실효가 나타나고 있는 중

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25				3Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	391	506	387	379	-3.2	-25.1	385	460	1.9	21.3
영업이익	92	124	83	84	-8.5	-32.0	84	115	6.1	36.8
순이익	74	83	72	63	-15.5	-24.5	69	100	19.7	59.4

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,928	2,045	2,194
영업이익	552	451	453	508	555
세전순이익	555	477	469	526	573
총당기순이익	425	356	352	394	430
지배지분순이익	425	360	352	394	430
EPS	11,096	9,408	9,179	10,290	11,222
PER	8.0	5.8	8.4	7.5	6.9
BPS	33,689	40,781	48,295	56,919	66,477
PBR	2.6	1.3	1.4	1.2	1.1
ROE	38.4	25.3	20.6	19.6	18.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: F&F, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,936	2,059	1,928	2,045	-0.4	-0.7
영업이익	451	511	453	508	0.3	-0.6
지배지분순이익	351	396	352	394	0.3	-0.6
영업이익률	23.3	24.8	23.5	24.8		
순이익률	18.1	19.3	18.2	19.3		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

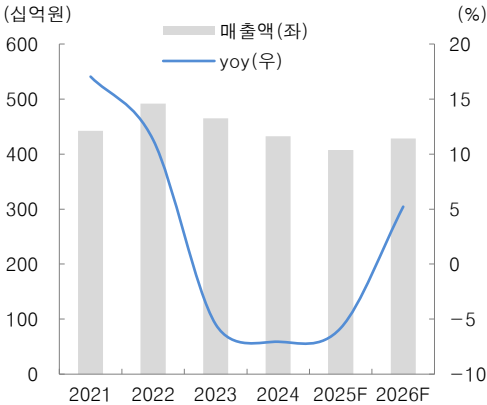
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	507	391	450	547	506	379	460	584	1,895	1,928	2,045
Discovery	107	87	63	176	88	66	64	188	432	407	428
MLB	330	247	321	303	343	255	341	334	1,201	1,272	1,353
MLB 면세	36	33	25	31	29	28	26	31	124	114	120
MLB 비면세	55	58	46	58	56	55	47	59	218	217	228
MLB China	239	155	250	214	259	171	268	244	859	941	1,005
MLB KDS	21	20	27	20	20	18	28	21	88	87	92
MLB 홍콩	22	17	15	19	21	16	16	20	73	72	76
영업이익	130	92	108	120	124	84	115	130	451	453	508
영업이익률	25.7	23.5	24.1	22.0	24.4	22.2	25.0	22.3	23.8	23.5	24.8
YoY											
매출액	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-3.2	2.1	6.8	-4.2	1.7	6.1
Discovery	-4.2	-1.9	-14.7	-9.8	-17.3	-23.9	3.0	7.0	-7.1	-5.8	5.2
MLB	5.5	-1.0	-10.7	-4.1	3.9	3.1	6.0	10.5	-3.4	6.0	6.3
MLB 면세	-16.3	-16.4	-19.1	-31.5	-19.7	-14.2	3.0	3.0	-21.2	-8.1	5.0
MLB 비면세	-11.4	-16.2	-17.4	-12.4	0.9	-5.1	1.0	2.0	-16.3	-0.4	5.0
MLB China	15.0	10.9	-4.0	4.5	8.2	9.8	7.3	13.8	5.6	9.6	6.8
MLB KDS	-27.9	-14.7	-12.6	-37.2	-8.5	-10.1	5.0	5.0	-23.7	-1.6	5.0
MLB 홍콩	23.3	-10.5	-13.1	-10.0	-6.8	-7.6	5.0	5.0	-2.9	-1.5	5.0
영업이익	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-5.1	-8.5	6.1	8.2	-18.3	0.5	12.2

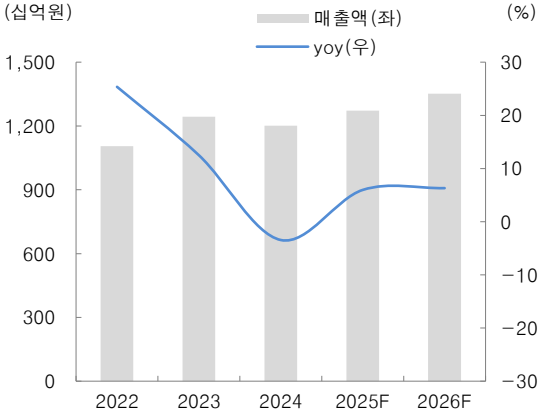
주: K-IFRS 연결기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 1. 디스커버리 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 2. MLB 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

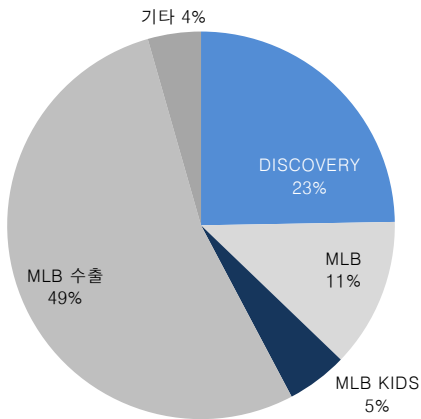
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 2,860억원, 부채 7,090억원, 자본 1조 5,770억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 디스커버리 국내 매출 회복 및 중국 진출 상황 흐름 등

주: 자산 규모는 2024년 12월 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

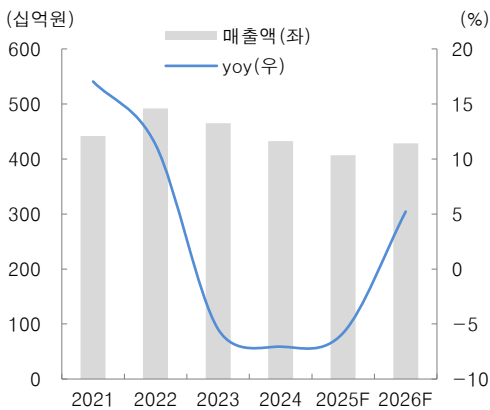
매출 비중 추이



주: 2024년 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

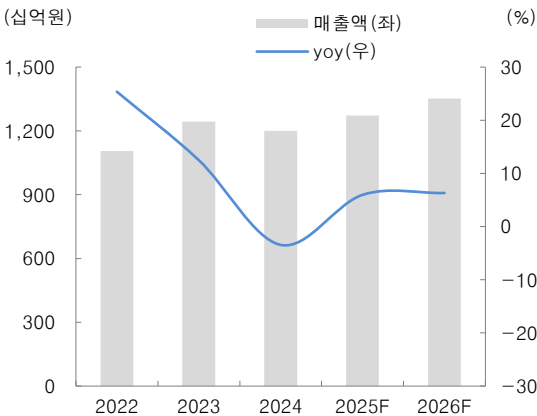
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,928	2,045	2,194
매출원가	632	649	643	650	686
매출총이익	1,346	1,247	1,285	1,396	1,507
판매비와관리비	794	796	832	887	953
영업이익	552	451	453	508	555
영업이익률	27.9	23.8	23.5	24.8	25.3
EBITDA	626	552	564	593	640
영업외손익	3	27	16	17	18
관계기업손익	8	28	23	23	23
금융수익	27	37	29	29	29
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-27	-30	-26	-25	-24
외환관련손실	12	14	11	11	11
기타	-5	-9	-9	-9	-9
법인세비용차감전순손익	555	477	469	526	573
법인세비용	-130	-121	-117	-131	-143
계속사업순손익	425	356	352	394	430
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	425	356	352	394	430
당기순이익률	21.5	18.8	18.2	19.3	19.6
비지배지분순이익	0	-4	0	0	0
지배지분순이익	425	360	352	394	430
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	424	370	366	408	444
비지배지분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	426	370	366	408	444

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,096	9,408	9,179	10,290	11,222
PER	8.0	5.8	8.4	7.5	6.9
BPS	33,689	40,781	48,295	56,919	66,477
PBR	2.6	1.3	1.4	1.2	1.1
EBITDAPS	16,333	14,408	14,716	15,473	16,698
EV/EBITDA	5.5	4.2	5.0	4.4	3.7
SPS	51,648	49,495	50,325	53,392	57,263
PSR	1.7	1.1	1.4	1.3	1.2
CFPS	16,458	14,576	14,633	15,390	16,615
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	9.4	-4.2	1.7	6.1	7.3
영업이익 증가율	5.1	-18.3	0.5	12.2	9.2
순이익 증가율	-4.0	-16.2	-1.2	12.1	9.1
수익성					
ROIC	89.3	44.4	33.2	34.4	35.5
ROA	30.9	21.0	19.2	20.0	19.9
ROE	38.4	25.3	20.6	19.6	18.2
안정성					
부채비율	52.2	44.9	30.4	20.5	14.2
순차입금비율	1.3	14.9	5.3	-4.2	-12.3
이자보상배율	47.8	38.1	41.3	53.0	64.4

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	746	637	694	833	1,014
현금및현금성자산	220	120	115	195	332
매출채권 및 기타채권	148	163	167	176	176
재고자산	341	325	321	341	366
기타유동자산	36	29	91	121	141
비유동자산	1,259	1,649	1,742	1,819	1,923
유형자산	135	501	537	554	573
관계기업투자금	634	652	681	709	737
기타비유동자산	490	495	525	555	613
자산총계	2,005	2,286	2,437	2,652	2,937
유동부채	487	522	417	339	296
매입채무 및 기타채무	248	199	201	177	175
차입금	31	146	117	82	57
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	208	178	100	80	64
비유동부채	201	186	151	111	69
차입금	0	0	0	0	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	200	186	151	111	69
부채총계	687	709	569	450	366
자배지분	1,291	1,562	1,850	2,180	2,547
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,571	1,901	2,267
기타지분변동	-19	-43	-42	-42	-42
비자배지분	27	15	18	21	25
자본총계	1,318	1,577	1,868	2,201	2,571
순차입금	18	234	99	-93	-315

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	477	399	422	406	445
당기순이익	425	356	352	394	430
비현금항목의 가감	205	202	209	195	207
감가상각비	74	101	111	85	85
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
지분법평가손익	-8	-28	-28	-28	-28
기타	139	135	129	142	153
자산부채의 증감	-13	-24	-20	-52	-49
기타현금흐름	-140	-135	-119	-132	-142
투자활동 현금흐름	-100	-453	-178	-145	-135
투자자산	-9	6	-28	-28	-28
유형자산	-23	-435	-80	-80	-80
기타	-68	-25	-69	-36	-26
재무활동 현금흐름	-261	-45	-147	-153	-142
단기차입금	-165	107	-29	-35	-24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-61	-65	-64	-64	-64
기타	-36	-88	-54	-54	-54
현금의 증감	118	-100	-5	81	136
기초 현금	102	220	120	115	196
기말 현금	220	120	115	196	332
NOPLAT	423	336	340	381	416
FCF	423	-62	341	356	391

[Compliance Notice]

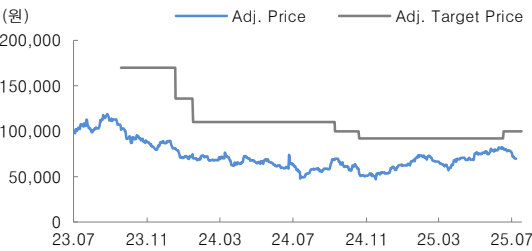
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

F&F(383220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.01	25.07.10	25.05.11	25.04.30	25.04.14	25.02.10
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	92,000	92,000	92,000	92,000
과리율(평균.%)		(24.29)	(17.01)	(32.50)	(32.86)	(33.55)
과리율(최대/최소.%)		(19.50)	(10.11)	(19.78)	(19.78)	(19.78)
제시일자	25.01.09	24.11.20	24.11.16	24.11.11	24.10.02	24.09.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	100,000	110,000
과리율(평균.%)	(38.95)	(42.15)	(44.08)	(44.13)	(37.74)	(45.06)
과리율(최대/최소.%)	(27.17)	(33.59)	(43.15)	(43.15)	(30.20)	(37.09)
제시일자	24.08.08	24.07.29	24.07.18	24.07.09	24.06.02	24.03.27
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과리율(평균.%)	(49.21)	(40.13)	(39.25)	(39.08)	(38.74)	(37.45)
과리율(최대/최소.%)	(45.82)	(30.45)	(30.45)	(30.45)	(30.45)	(30.45)
제시일자	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.10.29	23.10.11	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	110,000	136,000	170,000	170,000	170,000	
과리율(평균.%)	(36.68)	(46.51)	(47.51)	(45.77)	(43.30)	
과리율(최대/최소.%)	(33.45)	(41.10)	(39.29)	(39.29)	(39.29)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250730)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상