

F&F
(383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

100,000

유지

현재주가

64,400

(25.10.15)

섬유의복업종

실적과 재료 등 모두 견비

- 3분기 내수는 디스커버리 부진, MLB는 회복세
- 중국 3분기에도 시장 대비 초과 성장하며 양호한 실적 전망
- 실적 개선 사이클 진입, 테일러메이드 이슈도 동사에게 유리한 상황

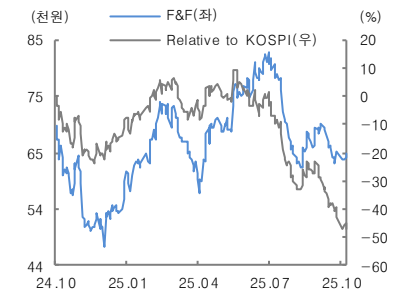
투자 의견 BUY와 목표주가 100,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 100,000원(2026년 예상 P/E 10배) 유지

25년 3분기부터 영업이익 증가 사이클 진입한 것으로 판단. 국내 시장에서 디스커버리 브랜드의 부진이 유일한 단점인데 이를 감안해도 2026년 기준 P/E 6배 수준으로 저평가 상태. 중국 시장에서 성장이 예상 보다 양호하고 중장기 적으로 디스커버리 성장 가능성도 열려 있어 valuation re-rating 가능성도 여전. 테일러메이드 이슈도 지분 매각 혹은 인수 어느 쪽으로든 동사로서는 유리한 상황. 이런 점 등을 고려할 때 지금이 매수 적기라고 판단됨

KOSPI	3657.28
시가총액	2,467십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	82,700원 / 47,300원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	10.59%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.82% 국민연금공단 8.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-18.4	1.6	1.4
상대수익률	-13.5	-28.2	-31.2	-27.0



3Q25 Preview: 국내 디스커버리 부진 아쉽지만 중국은 매우 양호

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4,588억원(yoy +2%), 1,184억원(yoy +9%)을 기록할 것으로 전망 **[국내]** 3분기 국내 부문은 MLB의 회복으로 전사 양호한 실적 기록할 전망. 다만 아웃도어 브랜드인 디스커버리의 부진(yoy -17%)이 3분기에도 이어진 것으로 보여 주력 브랜드의 노후화에 대한 우려는 여전. MLB 일반 내수 채널은 상반기에 이어 완만한 회복세를 보인 것으로 파악되며 면세 채널도 3분기 전년 대비 소폭 성장하며 회복 지속 파악

[중국] 3분기 7~8월 중국 소매 의류 판매액 증가율은 2~3% 수준인데 비해 동사의 매출액은 이를 상회하는 12%로 추정. 1분기 8%, 2분기 10% 성장(yoy 기준)에 이어 3분기에는 더 높은 성장률이 예상되는 등 하반기로 갈수록 성장세가 더 크게 나타나고 있는 점이 매우 고무적. 이는 출점은 거의 없었지만 점포 리뉴얼 효과로 인한 점당 매출 증가에 의한 것으로 동사의 브랜딩 전략이 적중했던 것으로 보임. 한편 디스커버리 중국은 런칭 초기인데다 3분기까지 비수기였기 때문에 이번 분기 실적에 큰 변수는 되지 못한 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2025	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	451	379	460	459	1.7	21.1	472	540	-1.3	17.6
영업이익	108	84	115	118	9.3	40.9	115	130	8.0	9.8
순이익	83	63	100	101	21.1	61.0	90	107	0.1	5.9

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,883	2,027	2,160
영업이익	552	451	456	503	546
세전순이익	555	477	472	520	565
총당기순이익	425	356	354	390	424
지배지분순이익	425	360	354	390	424
EPS	11,096	9,408	9,243	10,183	11,059
PER	8.0	5.8	7.4	6.7	6.1
BPS	33,689	40,781	48,358	56,876	66,270
PBR	2.6	1.3	1.3	1.1	1.0
ROE	38.4	25.3	20.7	19.4	18.0

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	1,928	2,045	1,883	2,027	-2.3	-0.9
영업이익	453	508	456	503	0.7	-1.1
지배지분순이익	352	394	354	390	0.7	-1.0
영업이익률	23.5	24.8	24.2	24.8		
순이익률	18.2	19.3	18.8	19.2		

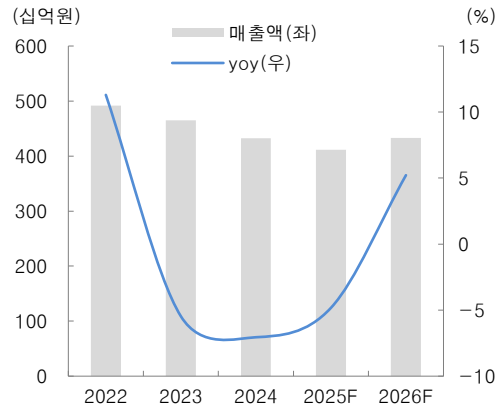
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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	451	547	506	379	459	540	1,895	1,883	2,027
Discovery	107	87	63	176	88	66	52	153	432	359	375
MLB	330	247	321	303	343	255	352	325	1,201	1,275	1,387
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	280	235	859	944	1,040
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	118	130	451	456	503
영업이익률	25.7	23.5	24.1	22.0	24.4	22.2	25.8	24.1	23.8	24.2	24.8
YoY											
매출액	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-3.2	1.7	-1.3	-4.2	-0.7	7.6
Discovery	-4.2	-1.9	-14.7	-9.8	-17.3	-23.9	-17.0	-13.0	-7.1	-16.8	4.3
MLB	5.5	-1.0	-10.7	-4.1	3.9	3.1	9.6	7.5	-3.4	6.2	8.8
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	11.9	9.6	5.6	9.9	10.2
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	9.3	8.0	-18.3	1.2	10.2

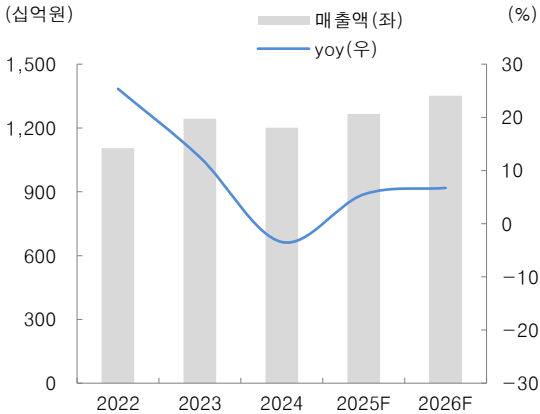
주: K-IFRS 연결기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

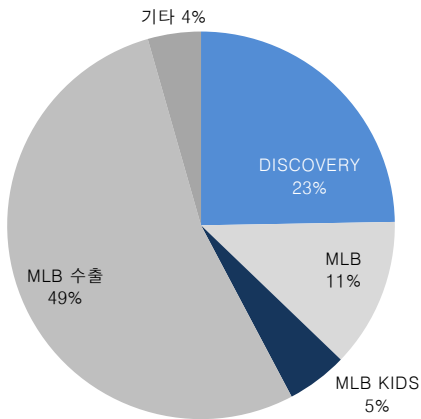
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장
- 자산 2조 2,860억원, 부채 7,090억원, 자본 1조 5,770억원
- 발행주식 수: 38,307,075주 (자기주식수: 164,334주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

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

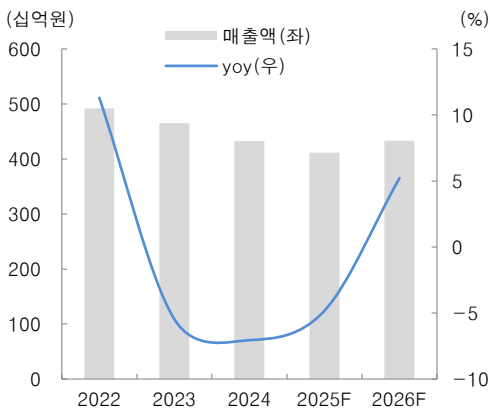
매출 비중 추이



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

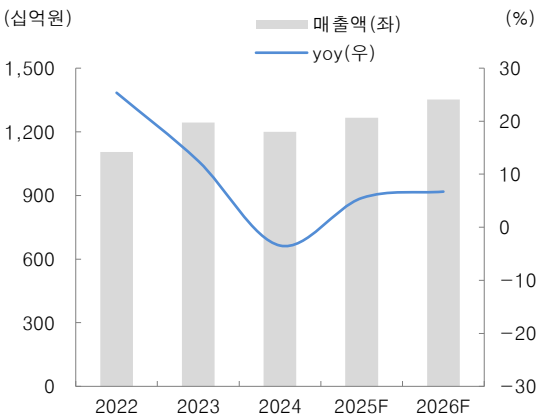
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,883	2,027	2,160
매출원가	632	649	635	645	677
매출총이익	1,346	1,247	1,248	1,382	1,483
판매비와관리비	794	796	792	879	937
영업이익	552	451	456	503	546
영업이익률	27.9	23.8	24.2	24.8	25.3
EBITDA	626	552	567	587	631
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	472	520	565
법인세비용	-130	-121	-118	-130	-141
계속사업순손익	425	356	354	390	424
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	425	356	354	390	424
당기순이익률	21.5	18.8	18.8	19.2	19.6
비지배자분순이익	0	-4	0	0	0
지배자분순이익	425	360	354	390	424
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	424	370	368	404	438
비지배자분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배자분포괄이익	426	370	368	404	438

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,096	9,408	9,243	10,183	11,059
PER	8.0	5.8	7.4	6.7	6.1
BPS	33,689	40,781	48,358	56,876	66,270
PBR	2.6	1.3	1.3	1.1	1.0
EBITDAPS	16,333	14,408	14,801	15,331	16,480
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.5	4.1	3.5
SPS	51,648	49,495	49,150	52,903	56,396
PSR	1.7	1.1	1.3	1.2	1.1
CFPS	16,458	14,576	14,718	15,248	16,397
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	-0.7	7.6	6.6
영업이익 증가율	5.1	-18.3	1.2	10.2	8.7
순이익 증가율	-4.0	-16.2	-0.5	10.2	8.6
수익성					
ROIC	89.3	44.4	33.5	34.2	35.1
ROA	30.9	21.0	19.3	19.8	19.6
ROE	38.4	25.3	20.7	19.4	18.0
안정성					
부채비율	52.2	44.9	30.3	20.4	14.2
순차입금비율	1.3	14.9	4.7	-4.3	-12.2
이자보상배율	47.8	38.1	41.6	52.5	63.5

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	746	637	694	831	1,005
현금및현금성자산	220	120	125	197	330
매출채권 및 기타채권	148	163	164	174	174
재고자산	341	325	314	338	360
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	2,649	2,927
유동부채	487	522	415	338	295
매입채무 및 기타채무	248	199	198	177	173
차입금	31	146	117	82	57
유동상채무	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	566	450	364
자본지분	1,291	1,562	1,852	2,179	2,539
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,574	1,900	2,259
기타자본변동	-19	-43	-42	-42	-42
비지배자분	27	15	18	21	25
자본총계	1,318	1,577	1,870	2,200	2,563
순차입금	18	234	88	-95	-313

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	477	399	432	397	441
당기순이익	425	356	354	390	424
비현금항목의 가감	205	202	210	194	204
감가상각비	74	101	111	85	85
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
지분법평가손익	-8	-28	-28	-28	-28
기타	139	135	130	140	151
자산부채의 증감	-13	-24	-12	-57	-47
기타현금흐름	-140	-135	-120	-130	-140
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	6	72	132
기초 현금	102	220	120	125	197
기말 현금	220	120	125	197	330
NOPLAT	423	336	342	377	410
FCF	423	-62	343	352	385

[Compliance Notice]

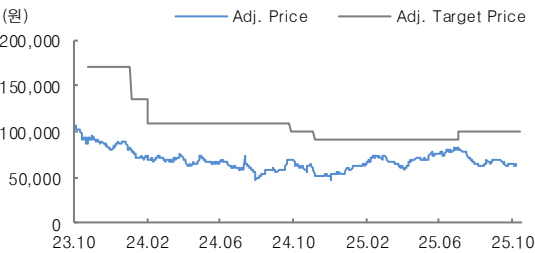
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.10.16	25.08.01	25.07.10	25.05.11	25.04.30	25.04.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	92,000	92,000	92,000
과리율(평균.%)		(31.87)	(24.83)	(17.01)	(32.50)	(32.86)
과리율(최대/최소.%)		(19.50)	(19.50)	(10.11)	(19.78)	(19.78)
제시일자	25.02.10	25.01.09	24.11.20	24.11.16	24.11.11	24.10.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	100,000
과리율(평균.%)	(33.55)	(38.95)	(42.15)	(44.08)	(44.13)	(37.74)
과리율(최대/최소.%)	(19.78)	(27.17)	(33.59)	(43.15)	(43.15)	(30.20)
제시일자	24.09.05	24.08.08	24.07.29	24.07.18	24.07.09	24.05.02
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과리율(평균.%)	(45.06)	(49.21)	(40.13)	(39.25)	(39.08)	(38.74)
과리율(최대/최소.%)	(37.09)	(45.82)	(30.45)	(30.45)	(30.45)	(30.45)
제시일자	24.03.27	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.10.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	110,000	110,000	136,000	170,000	170,000	
과리율(평균.%)	(37.45)	(36.68)	(46.51)	(48.54)	(46.95)	
과리율(최대/최소.%)	(30.45)	(33.45)	(41.10)	(43.71)	(43.71)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251013)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.6%	10.4%	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