

F&F
(383220)

1Q25 Review:
여전히 중국 대표 실적주

투자의견

BUY(유지)

목표주가

95,000 원(상향)

현재주가

70,700 원(04/29)

시가총액

2,708(십억원)

유통/화장품/패션 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 1Q25P 매출액 5,056억원(-0.3%, 이하 yoy), 영업이익 1,236억원(-5.1%) 기록
- **매출액**: MLB 843억원(-5.1%, 이하 yoy), MLB KIDS 191억원(-7.7%), MLB 중국 2,585억원(+8.2%), MLB 홍콩 207억원(-6.8%), 디스커버리 882억원(-17.3%)
- 국내(MLB, 디스커버리) **비면세**는 비우호적인 날씨로 SS 시즌 제품 판매 지연되었고 소비 심리 악화 영향으로 실적 둔화. **면세**는 2H23부터 시작된 타이공 구매 제한 영향이 일단락되며 올해는 270~280억 분기 매출 체력 유지할 것
- 중국 소매 판매 분기 누적 성장률 +4.6%(의류 +2.7%) 대비 중국 MLB 매출 선방하면서 브랜드력 증명. 향후 중국 소비 회복에 따라 함께 수혜 받을 가능성 높음. MLB에 이어 라이프스타일 트렌드 반영한 디스커버리 역시 하반기 매출 기대
- 디스커버리 중국: 24년말 기준 매장수 5개, 1Q25 매장수 8개, 연간 매장수 100개 목표 유지
- 중국 뿐만 아니라 기타 해외 권역(동남아, 중동)으로의 진출 활발히 진행중. 동남아 누적 매장수 85개, 두바이 2개
- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 95,000원 상향. 브랜드력 매력도 높아 중국 소비 회복 시기에 매출 탄력성 높다는 판단

주가(원,04/29)	70,700
시가총액(십억원)	2,708

발행주식수(천주)	38,307천주
52주 최고가(원)	76,400원
최저가(원)	47,150원
52주 일간 Beta	1.14
60일 일평균거래대금(억원)	44억원
외국인 지분율(%)	0.0%
배당수익률(2023E)(%)	2.8%

주주구성	
F&F홀딩스 (외 10인)	62.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%
브이아이피자산운용 (외 1인)	6.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-16.3	-6.3	-10.9
상대기준	-12.2	0.0	-0.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	95,000	90,000	▲
영업이익(25)	472	472	-
영업이익(26)	510	510	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,978	1,896	2,000	2,100
영업이익	552	451	472	510
세전손익	555	477	500	538
당기순이익	425	356	395	425
EPS(원)	11,096	9,408	10,314	11,101
증감률(%)	-3.8	-15.2	9.6	7.6
PER(배)	8.0	5.8	6.9	6.4
ROE(%)	38.4	25.3	22.9	20.7
PBR(배)	2.6	1.3	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.5	4.2	5.3	4.4

자료: 유진투자증권

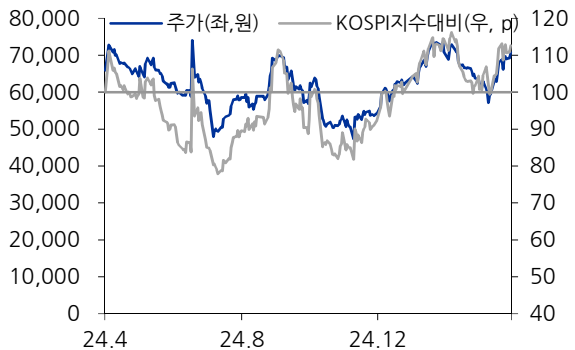


도표 1. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025E	2026E
매출액	507.0	391.5	451.0	546.5	505.6	389.1	475.3	630.1	1,978.5	1,896.0	2,000.0	2,100.4
MLB	88.8	92.0	71.2	88.5	84.3	89.6	75.7	85.3	417.6	340.5	334.9	330.8
면세	33.5	33.1	25.0	30.5	28.5	28.4	26.3	28.6	157.4	122.1	111.7	103.2
비면세	55.3	58.9	46.2	58.0	55.8	61.2	49.4	56.8	260.2	218.4	223.2	227.6
MLB KIDS	20.7	16.1	13.9	21.8	19.1	14.5	14.2	25.5	81.5	72.5	73.2	75.5
면세	2.5	2.4	2.4	3.1	2.4	2.0	2.5	3.5	15.0	10.4	10.5	10.8
비면세	18.2	13.7	11.5	18.7	16.7	12.4	11.6	22.0	67.5	62.1	62.7	64.7
MLB 중국	239.0	154.5	250.2	214.2	258.5	166.1	271.8	221.6	813.3	857.9	917.0	950.4
MLB 홍콩	22.2	17.0	15.6	20.3	20.7	18.7	17.5	23.4	77.1	75.1	80.3	85.7
디스커버리	106.7	87.4	62.6	175.8	88.2	72.5	62.5	239.2	464.5	432.5	462.4	512.3
영업이익	130.2	91.8	108.3	120.4	123.6	89.8	112.4	146.7	551.8	450.7	472.5	509.8
OPM(%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.4	23.1	23.6	23.3	27.9	23.8	23.6	24.3
지배순이익	95.7	74.2	83.5	107.0	83.5	74.3	91.5	145.9	425.1	360.4	395.1	425.3
NPM(%)	18.9	19.0	18.5	19.6	16.5	19.1	19.2	23.2	21.5	19.0	19.8	20.2
<% yoy>												
매출액	1.9	(3.5)	(8.5)	(6.2)	(0.3)	(0.6)	5.4	15.3	9.4	(4.2)	5.5	5.0
MLB 전체	(19.9)	(15.8)	(18.0)	(20.1)	(5.1)	(2.6)	6.3	(3.6)	(18.9)	(18.5)	(1.6)	(1.2)
면세	(21.0)	(16.4)	(19.1)	(31.5)	(14.9)	(14.2)	5.0	(6.3)	(33.8)	(22.4)	(8.5)	(7.7)
비면세	(19.2)	(15.5)	(17.4)	(12.4)	0.9	3.9	7.0	(2.1)	(6.1)	(16.1)	2.2	2.0
MLB KIDS	(7.2)	(16.1)	(8.6)	(12.1)	(7.7)	(10.2)	1.9	16.8	(4.6)	(11.0)	0.9	3.2
MLB 중국	15.0	10.3	(4.0)	4.6	8.2	7.5	8.6	3.4	40.0	5.5	6.9	3.6
MLB 홍콩	15.0	(10.5)	(10.9)	(4.7)	(6.8)	10.0	12.0	15.3	52.4	(2.6)	6.9	6.8
디스커버리	(4.2)	(1.0)	(10.6)	(9.8)	(17.3)	(17.0)	(0.2)	36.1	(5.5)	(6.9)	6.9	10.8
영업이익	(12.5)	(16.9)	(27.1)	(16.4)	(5.1)	(2.2)	3.8	21.8	5.1	(18.3)	4.8	7.9
지배순이익	(19.3)	(13.5)	(29.9)	5.3	(12.8)	0.1	9.6	36.4	(3.8)	(15.2)	9.6	7.6

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 F&F 홀딩스로부터 분할 상장. MLB, MLB KIDS 수출 제외 수치

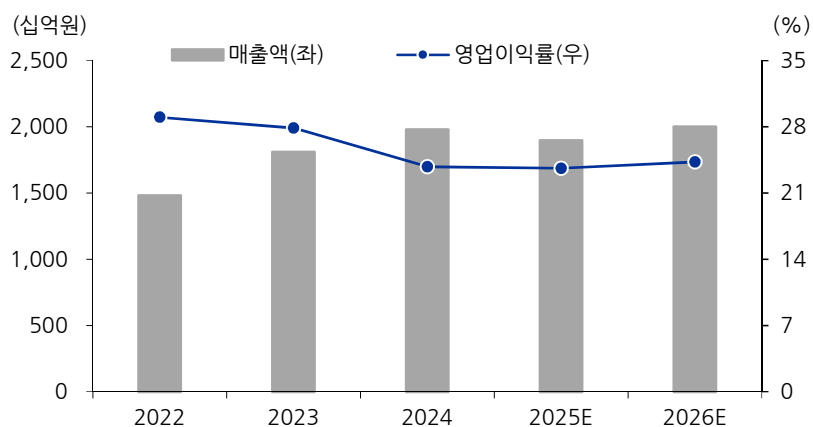


도표 2. 중국 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
전체 매출액	239.0	154.5	250.2	214.2	258.5	166.1	271.8	221.6	813.3	857.9	917.0	950.4
yoy	15.0	10.3	(4.0)	4.6	8.2	7.5	8.6	3.4	40.0	5.5	6.9	3.6
A. 온라인	23.9	21.6	15.0	42.8	25.9	23.7	16.5	45.5	93.6	103.4	111.5	120.8
yoy	15.0	(3.5)	(4.0)	23.1	8.4	9.5	10.0	6.1	9.6	10.4	7.9	8.3
비중	10.0	14.0	6.0	20.0	10.0	14.3	6.1	20.5	11.5	12.1	12.2	12.7
일평균 매출액	0.26	0.24	0.16	0.47	0.29	0.26	0.18	0.06	0.26	0.28	0.31	0.17
B. 오프라인	215.1	132.9	235.2	171.4	231.6	142.4	255.3	176.1	719.7	754.5	805.5	829.6
yoy	15.0	12.9	(4.0)	0.9	7.7	7.2	8.5	2.8	45.2	4.8	6.8	3.0
비중	90.0	86.0	94.0	80.0	89.6	85.7	93.9	79.5	88.5	87.9	87.8	87.3
매장수	1,104	1,094	1,104	1,090	1,075	1,075	1,075	1,075	1,100	1,090	1,075	1,075
점당 매출액	0.19	0.12	0.21	0.16	0.22	0.13	0.24	0.16	0.65	0.69	0.75	0.77
일평균 매출액	2.36	1.46	2.56	1.86	2.57	1.57	2.77	1.91	1.97	2.06	2.21	1.14

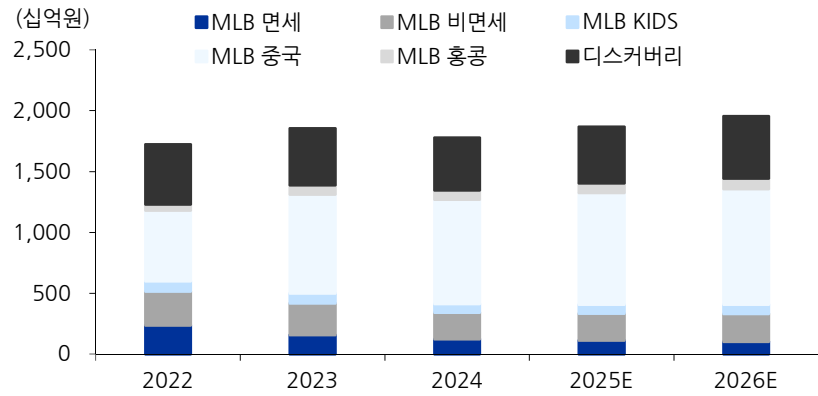
자료: 회사 자료, 유진투자증권
주: 2021.05.27 분할상장

도표 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



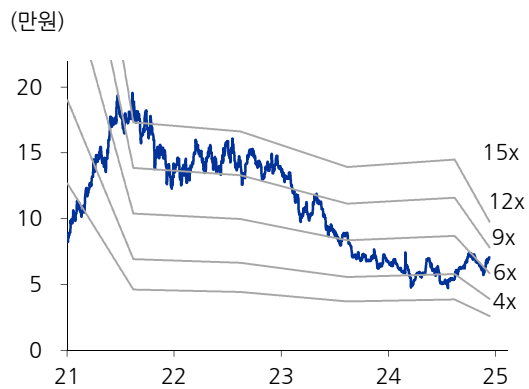
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 4. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



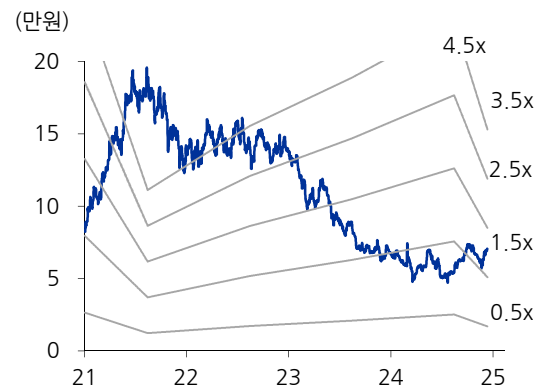
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 5. PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 6. PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권



도표 7. Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	412.7	12MF 지배주주 EPS
EPS(원)	10,773	
목표주가(원)	95,000	
Target PER(X)	8.8	
현재주가(원)	70,700	
현재주가 PER(X)	6.6	
Upside(%)	34.4	

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 8. Key Indicator

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액							1,089	1,809	1,978
영업이익							323	525	552
세전이익							314	605	555
순이익							226	443	425
지배순이익							226	442	425
EPS							5,893	11,532	11,096
BPS							na	95.7	-3.8
DPS							32.1	12.5	8.0
PER							na	60.4	38.4
ROE							2.7	6.0	2.6
PBR							21.3	9.4	5.5
EV/EBITDA							351	605	626
EBITDA							70,647	24,055	33,689
배당수익률							1,100	1,600	1,700
순차입금							0.6	1.1	1.9

자료: 회사자료, 유진투자증권



F&F(383220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,005	2,286	2,648	3,005	3,364
유동자산	746	637	995	1,340	1,680
현금성자산	242	127	390	719	1,066
매출채권	148	163	188	193	190
재고자산	341	325	396	406	401
비유동자산	1,259	1,649	1,653	1,665	1,684
투자자산	947	934	972	1,012	1,053
유형자산	135	501	487	478	472
기타	178	214	194	176	159
부채총계	687	709	750	758	758
유동부채	487	522	563	570	568
매입채무	248	199	238	244	241
유동성이자부채	86	204	204	204	204
기타	152	120	121	122	123
비유동부채	201	186	187	188	189
비유동이자부채	173	157	157	157	157
기타	28	29	30	31	32
자본총계	1,318	1,577	1,898	2,247	2,606
지배지분	1,291	1,562	1,883	2,232	2,591
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,615	1,963	2,322
기타	(19)	(43)	(53)	(53)	(53)
비지배지분	27	15	15	15	15
자본총계	1,318	1,577	1,898	2,247	2,606
충차입금	259	361	361	361	361
순차입금	18	234	(29)	(358)	(705)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	477	399	276	356	379
당기순이익	425	356	395	425	440
자산상각비	74	101	36	29	24
기타비현금성손익	132	101	(282)	(272)	(272)
운전자본증감	(13)	(24)	(55)	(8)	5
매출채권감소(증가)	14	(10)	(25)	(5)	2
재고자산감소(증가)	(19)	30	(71)	(10)	5
매입채무증가(감소)	(22)	(23)	39	6	(3)
기타	13	(22)	1	1	1
투자현금	(100)	(453)	51	49	48
단기투자자산감소	(6)	16	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	(0)	64	63	62
설비투자	23	435	0	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(51)	(64)	(2)	(2)	(2)
재무현금	(261)	(45)	(64)	(77)	(80)
차입금증가	(212)	53	0	0	0
자본증가	(61)	(98)	(64)	(77)	(80)
배당금지급	61	65	64	77	80
현금 증감	118	(100)	263	329	346
기초현금	102	220	120	383	712
기말현금	220	120	383	712	1,058
Gross Cash flow	630	558	331	364	374
Gross Investment	108	493	4	(42)	(54)
Free Cash Flow	523	65	327	406	427

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	2,000	2,100	2,115
증가율(%)	9.4	(4.2)	5.5	5.0	0.7
매출원가	632	649	685	716	718
매출총이익	1,346	1,247	1,315	1,385	1,397
판매 및 일반관리비	794	796	843	875	870
기타영업손익	6	0	6	4	(1)
영업이익	552	451	472	510	527
증가율(%)	5.1	(18.3)	4.8	7.9	3.4
EBITDA	626	552	508	539	551
증가율(%)	3.4	(11.8)	(7.9)	6.0	2.3
영업외손익	3	27	28	28	29
이자수익	6	10	6	8	8
이자비용	12	12	14	14	14
지분법손익	8	33	91	91	91
기타영업외손익	1	(5)	(55)	(56)	(55)
세전순이익	555	477	500	538	556
증가율(%)	(8.3)	(14.0)	4.8	7.6	3.4
법인세비용	130	121	105	113	117
당기순이익	425	356	395	425	440
증가율(%)	(4.0)	(16.2)	11.0	7.6	3.4
지배주주지분	425	360	395	425	440
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	9.6	7.6	3.4
비지배지분	(0)	(4)	0	0	0
EPS(원)	11,096	9,408	10,314	11,101	11,475
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	9.6	7.6	3.4
수정EPS(원)	11,096	9,408	10,314	11,101	11,475
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	9.6	7.6	3.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,096	9,408	10,314	11,101	11,475
BPS	33,689	40,781	49,166	58,267	67,643
DPS	1,700	1,700	2,000	2,100	2,200
밸류에이션(배, %)					
PER	8.0	5.8	6.9	6.4	6.2
PBR	2.6	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/ EBITDA	5.5	4.2	5.3	4.4	3.6
배당수익율	1.9	3.1	2.8	3.0	3.1
PCR	5.4	3.7	8.2	7.4	7.3
수익성(%)					
영업이익율	27.9	23.8	23.6	24.3	24.9
EBITDA이익율	31.6	29.1	25.4	25.6	26.1
순이익율	21.5	18.8	19.8	20.2	20.8
ROE	38.4	25.3	22.9	20.7	18.2
ROIC	75.6	36.8	32.1	34.3	35.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	1.3	14.9	(1.5)	(15.9)	(27.0)
유동비율	153.2	122.0	177.0	235.1	295.6
이자보상배율	47.8	38.1	32.7	35.3	36.5
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	12.8	12.2	11.4	11.0	11.0
재고자산회전율	6.2	5.7	5.5	5.2	5.2
매입채무회전율	9.0	8.5	9.2	8.7	8.7



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

