

F&F (383220)

3Q25 Preview: 중국 성장 확실, 내수 회복 신호

투자의견

BUY(유지)

목표주가

95,000 원(하향)

현재주가

65,100 원(10/02)

시가총액

2,494(십억원)

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

- **3Q25E 매출액 4,751억원(+5.4%, 이하 yoy), 영업이익 1,117억원(+3.2%) 전망**
- 부문별 매출액: MLB 730억원(+2.5%, 이하 yoy), MLB KIDS 148억원(+6.5%), MLB 중국 2,817억원(+12.6%), MLB 홍콩 148억원(-5.0%), 디스커버리 573억원(-8.5%)
- 국내(MLB, 디스커버리): 가장 비수기인 분기로 7~8월은 다소 부진했으나 9월은 회복 흐름. 디스커버리는 더블디짓 정도의 역신장폭 예상. MLB는 상반기보다는 완화된 역신장폭 기대
- 국내(면세): 일부 면세점의 인천공항 철수 여파는 크지 않을 것. 이미 연간 면세점 매출 1,000억원대로 낮아져있는 상황
- **중국(MLB): 상반기부터 소비 심리 개선 이어지고 있어 기존 예상과 비슷한 수준인 더블디짓 성장 기대. 우량점 위주 점포 운영**
- **중국(디스커버리): 9월 중순경 매장 19개로 전분기의 12개 대비 7개 순증 흐름, 연간 매장수 60개 목표 유지. FW부터는 본격적인 매장 확대와 로컬라이즈된 제품 판매 시작. 주력 제품은 아웃도어 의류(패딩, 바람막이 등)로 한국 가격대 예상**
- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 95,000원으로 하향. 괴리율 축소 반영

주가(원,10/02)	65,100
시가총액(십억원)	2,475

발행주식수(천주)	38,307천주
52주 최고가(원)	83,500원
최저가(원)	47,250원
52주 일간 Beta	0.59
60일 일평균거래대금(억원)	44억원
외국인 지분율(%)	10.5%
배당수익률(2025E)(%)	3.1%

주주구성	
F&F홀딩스 (외 10인)	62.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%
브이아이피자산운용 (외 1인)	7.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	(0.5)	5.0	(6.9)
상대기준	(12.3)	(36.6)	(45.4)

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	95,000	105,000	▼
영업이익(25)	461	464	▼
영업이익(26)	501	502	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,978	1,896	1,952	2,066
영업이익	552	451	461	501
세전손익	555	477	485	526
당기순이익	425	356	383	415
EPS(원)	11,096	9,408	9,999	10,845
증감률(%)	-3.8	-15.2	6.3	8.5
PER(배)	8.0	5.8	6.5	6.0
ROE(%)	38.4	25.3	22.3	20.4
PBR(배)	2.6	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	5.5	4.2	4.6	3.9

자료: 유진투자증권

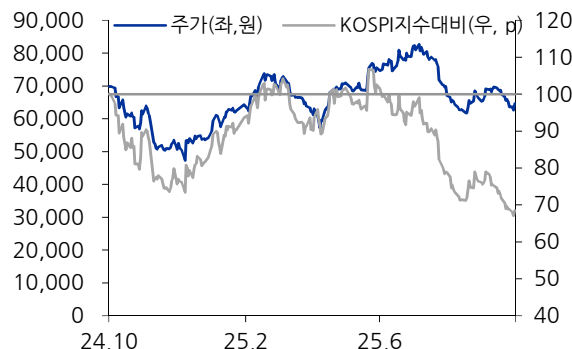


도표 1. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	507.0	391.5	451.0	546.5	505.6	378.9	475.1	592.5	1,978.5	1,896.0	1,952.1	2,065.8
MLB	88.8	92.0	71.2	88.5	84.3	83.8	73.0	91.0	417.6	340.5	332.1	325.2
면세	33.5	33.1	25.0	30.5	28.5	28.4	25.4	31.0	157.4	122.1	113.3	106.0
비면세	55.3	58.9	46.2	58.0	55.8	55.4	47.6	60.0	260.2	218.4	218.8	219.2
MLB KIDS	20.7	16.1	13.9	21.8	19.1	17.8	14.8	20.2	81.5	72.5	71.9	74.2
면세	2.5	2.4	2.4	3.1	2.4	2.7	2.6	2.8	15.0	10.4	10.5	10.8
비면세	18.2	13.7	11.5	18.7	16.7	15.1	12.2	17.4	67.5	62.1	61.5	63.4
MLB 중국	239.0	154.5	250.2	214.2	258.5	170.7	281.7	236.8	813.3	857.9	947.7	1,008.6
MLB 홍콩	22.2	17.0	15.6	20.3	20.7	15.7	14.8	20.4	77.1	75.1	71.6	75.8
디스커버리	106.7	87.4	62.6	175.8	88.2	66.3	57.3	184.4	464.5	432.5	396.1	436.5
영업이익	130.2	91.8	108.3	120.4	123.6	84.0	111.7	141.8	551.8	450.7	461.1	501.4
OPM(%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.4	22.2	23.5	23.9	27.9	23.8	23.6	24.3
지배순이익	95.7	74.2	83.5	107.0	83.0	62.8	91.3	145.9	425.1	360.4	383.0	415.4
NPM(%)	18.9	19.0	18.5	19.6	16.4	16.6	19.2	24.6	21.5	19.0	19.6	20.1
<% yoy>												
매출액	1.9	(3.5)	(8.5)	(6.2)	(0.3)	(3.2)	5.4	8.4	9.4	(4.2)	3.0	5.8
MLB 전체	(19.9)	(15.8)	(18.0)	(20.1)	(5.1)	(8.9)	2.5	2.9	(18.9)	(18.5)	(2.5)	(2.1)
면세	(21.0)	(16.4)	(19.1)	(31.5)	(14.9)	(14.2)	1.5	1.8	(33.8)	(22.4)	(7.2)	(6.5)
비면세	(19.2)	(15.5)	(17.4)	(12.4)	0.9	(5.9)	3.1	3.5	(6.1)	(16.1)	0.2	0.2
MLB KIDS	(7.2)	(16.1)	(8.6)	(12.1)	(7.7)	10.5	6.5	(7.2)	(4.6)	(11.0)	(0.8)	3.2
MLB 중국	15.0	10.3	(4.0)	4.6	8.2	10.5	12.6	10.5	40.0	5.5	10.5	6.4
MLB 홍콩	15.0	(10.5)	(10.9)	(4.7)	(6.8)	(7.6)	(5.0)	0.6	52.4	(2.6)	(4.6)	5.8
디스커버리	(4.2)	(1.0)	(10.6)	(9.8)	(17.3)	(24.1)	(8.5)	4.9	(5.5)	(6.9)	(8.4)	10.2
영업이익	(12.5)	(16.9)	(27.1)	(16.4)	(5.1)	(8.5)	3.2	17.7	5.1	(18.3)	2.3	8.7
지배순이익	(19.3)	(13.5)	(29.9)	5.3	(13.3)	(15.3)	9.3	36.4	(3.8)	(15.2)	6.3	8.5

자료: 회사 자료, 유진투자증권

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

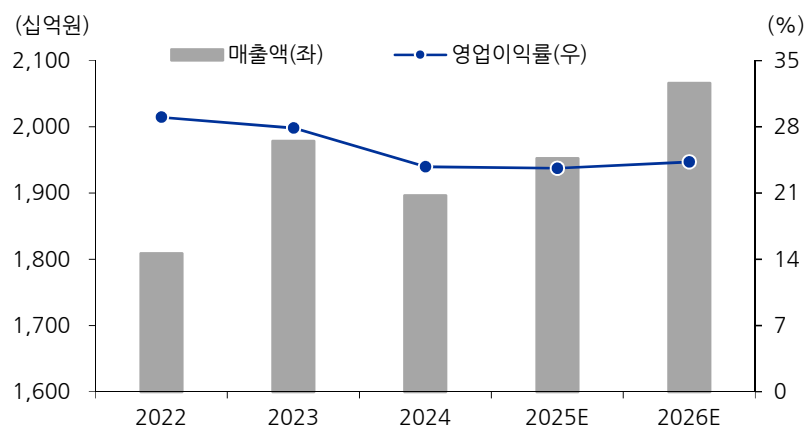


도표 2. 중국 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	2Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
전체 매출액	239.0	154.5	250.2	214.2	258.5	170.7	281.7	236.8	813.3	857.9	947.7	1,008.6
yoy	15.0	10.3	(4.0)	4.6	8.2	10.5	12.6	10.5	40.0	5.5	10.5	6.4
A. 온라인	23.9	21.6	15.0	42.8	25.9	29.0	16.4	40.3	93.6	103.4	111.5	120.9
yoy	15.0	(3.5)	(4.0)	23.1	8.4	34.2	9.0	(6.0)	9.6	10.4	7.9	8.4
비중	10.0	14.0	6.0	20.0	10.0	17.0	5.8	17.0	11.5	12.1	11.8	12.0
일평균 매출	0.26	0.24	0.16	0.47	0.29	0.32	0.18	0.05	0.26	0.28	0.31	0.33
B. 오프라인	215.1	132.9	235.2	171.4	232.6	141.7	265.4	196.5	719.7	754.5	836.1	887.7
yoy	15.0	12.9	(4.0)	0.9	8.1	6.6	12.8	14.7	45.2	4.8	10.8	6.2
비중	90.0	86.0	94.0	80.0	90.0	83.0	94.2	83.0	88.5	87.9	88.2	88.0
매장수	1,104	1,094	1,104	1,090	1,075	1,075	1,075	1,075	1,100	1,090	1,075	1,100
점당 매출액	0.19	0.12	0.21	0.16	0.22	0.13	0.25	0.18	0.65	0.69	0.78	0.81
일평균 매출	2.36	1.46	2.56	1.86	2.58	1.56	2.88	2.14	1.97	2.06	2.29	2.43

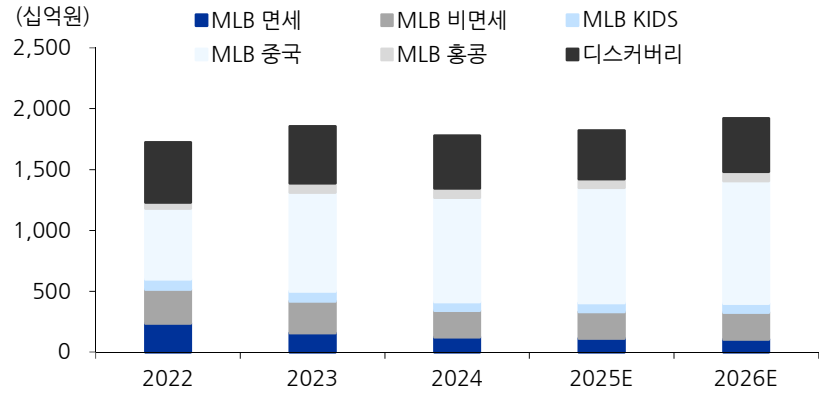
자료: 회사 자료, 유진투자증권
주: 2021.05.27 분할상장

도표 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



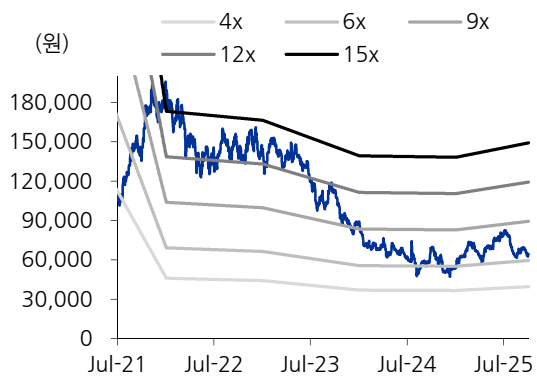
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 4. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



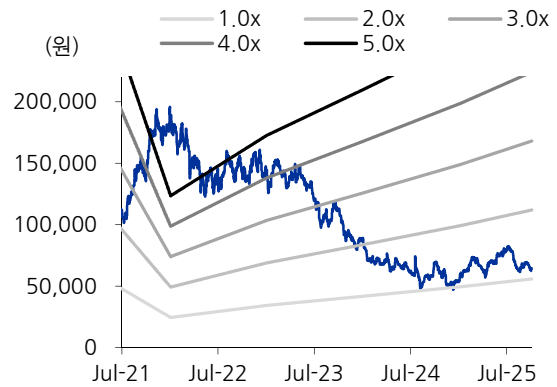
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 5. PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 6. PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권



도표 7. Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	407.3	
12MF 지배주주 EPS (원)	10,634	
목표주가(원)	95,000	
Target PER(X)	8.9	중국 피어 12MF PER 20% 할인 적용
현재주가(원)	64,600	
현재주가 PER(X)	6.1	
Upside(%)	47.1	

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 8. Key Indicator

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액					1,322	1,089	1,809	1,978	1,896
영업이익					122	323	525	552	451
세전이익					222	314	605	555	477
순이익					161	226	443	425	356
지배순이익					160	226	442	425	360
EPS					7,004	5,893	11,532	11,096	9,408
증감률(%)					451.6	na	95.7	-3.8	-15.2
PER					7.3	32.1	12.5	8.0	5.8
ROE					29.3	na	60.4	38.4	25.3
PBR					1.9	2.7	6.0	2.6	1.3
EV/EBITDA					10.4	21.3	9.4	5.5	4.2
EBITDA					183	351	605	626	552
BPS					27,257	70,647	24,055	33,689	40,781
DPS					345	1,100	1,600	1,700	1,700
배당수익률					0.7	0.6	1.1	1.9	3.1
순차입금					747	249	137	18	234

자료: 회사자료, 유진투자증권



F&F(383220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,005	2,286	2,555	2,906	3,264
유동자산	746	637	944	1,286	1,628
현금성자산	242	127	287	609	967
매출채권	148	163	159	165	161
재고자산	341	325	475	490	479
비유동자산	1,259	1,649	1,612	1,620	1,635
투자자산	947	934	998	1,038	1,080
유형자산	135	501	423	409	400
기타	178	214	191	172	156
부채총계	687	709	672	684	679
유동부채	487	522	493	504	498
매입채무	248	199	289	299	291
유동성이자부채	86	204	83	83	83
기타	152	120	121	122	123
비유동부채	201	186	179	180	181
비유동이자부채	173	157	142	142	142
기타	28	29	36	38	39
자본총계	1,318	1,577	1,883	2,222	2,585
지배지분	1,291	1,562	1,870	2,209	2,572
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	988	1,283	1,602	1,941	2,303
기타	(19)	(43)	(53)	(53)	(53)
비지배지분	27	15	13	13	13
자본총계	1,318	1,577	1,883	2,222	2,585
총차입금	259	361	226	226	226
순차입금	18	234	(62)	(383)	(741)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	477	399	390	443	484
당기순이익	425	356	383	415	443
자산상각비	74	101	67	33	27
기타비현금성손익	132	101	64	4	4
운전자본증감	(13)	(24)	(48)	(10)	10
매출채권감소(증가)	14	(10)	(6)	(5)	4
재고자산감소(증가)	(19)	30	(169)	(16)	12
매입채무증가(감소)	(22)	(23)	108	9	(7)
기타	13	(22)	18	1	1
투자현금	(100)	(453)	(29)	(45)	(47)
단기투자자산감소	(6)	16	6	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	(0)	(15)	(31)	(32)
설비투자	23	435	13	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(51)	(64)	(2)	(1)	(1)
재무현금	(261)	(45)	(202)	(77)	(80)
차입금증가	(212)	53	(138)	0	0
자본증가	(61)	(98)	(64)	(77)	(80)
배당금지급	61	65	64	77	80
현금 증감	118	(100)	160	321	357
기초현금	102	220	120	279	601
기말현금	220	120	279	601	958
Gross Cash flow	630	558	516	453	475
Gross Investment	108	493	83	55	37
Free Cash Flow	523	65	433	398	438

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,952	2,066	2,149
증가율(%)	9.4	(4.2)	3.0	5.8	4.0
매출원가	632	649	668	704	729
매출총이익	1,346	1,247	1,284	1,362	1,420
판매 및 일반관리비	794	796	823	860	884
기타영업손익	6	0	3	5	3
영업이익	552	451	461	501	536
증가율(%)	5.1	(18.3)	2.3	8.7	6.8
EBITDA	626	552	528	535	563
증가율(%)	3.4	(11.8)	(4.2)	1.2	5.3
영업외손익	3	27	24	24	25
이자수익	6	10	5	8	8
이자비용	12	12	10	9	9
지분법손익	8	33	(3)	(3)	(3)
기타영업손익	1	(5)	32	29	29
세전순이익	555	477	485	526	561
증가율(%)	(8.3)	(14.0)	1.6	8.5	6.6
법인세비용	130	121	102	110	118
당기순이익	425	356	383	415	443
증가율(%)	(4.0)	(16.2)	7.6	8.5	6.6
지배주주지분	425	360	383	415	443
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	6.3	8.5	6.6
비지배지분	(0)	(4)	0	0	0
EPS(원)	11,096	9,408	9,999	10,845	11,563
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	6.3	8.5	6.6
수정EPS(원)	11,096	9,408	9,999	10,845	11,563
증가율(%)	(3.8)	(15.2)	6.3	8.5	6.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,096	9,408	9,999	10,845	11,563
BPS	33,689	40,781	48,824	57,669	67,132
DPS	1,700	1,700	2,000	2,100	2,200
밸류에이션(배, %)					
PER	8.0	5.8	6.5	6.0	5.6
PBR	2.6	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/ EBITDA	5.5	4.2	4.6	3.9	3.1
배당수익율	1.9	3.1	3.1	3.3	3.4
PCR	5.4	3.7	4.8	5.5	5.2
수익성(%)					
영업이익율	27.9	23.8	23.6	24.3	24.9
EBITDA이익율	31.6	29.1	27.1	25.9	26.2
순이익율	21.5	18.8	19.6	20.1	20.6
ROE	38.4	25.3	22.3	20.4	18.5
ROIC	75.6	36.8	31.8	34.7	37.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	1.3	14.9	(3.3)	(17.2)	(28.7)
유동비율	153.2	122.0	191.2	255.1	326.9
이자보상배율	47.8	38.1	44.5	56.0	59.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	12.8	12.2	12.1	12.7	13.2
재고자산회전율	6.2	5.7	4.9	4.3	4.4
매입채무회전율	9.0	8.5	8.0	7.0	7.3



당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역				F&F(383220.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비
2023-10-23	Buy	160,000	1년	-42.8	-40.2
2023-11-27	Buy	150,000	1년	-44.9	-40.5
2024-01-22	Buy	110,000	1년	-36.6	-30.5
2024-04-24	Buy	100,000	1년	-38.2	-26
2024-05-02	Buy	100,000	1년	-38.4	-26
2024-05-21	Buy	100,000	1년	-39.1	-26
2024-11-13	Buy	77,000	1년	-29	-18.3
2025-01-21	Buy	82,000	1년	-22	-18.3
2025-02-10	Buy	90,000	1년	-25.1	-18
2025-04-14	Buy	90,000	1년	-25	-21.4
2025-04-30	Buy	95,000	1년	-20	-12.9
2025-05-28	Buy	95,000	1년	-17.3	-12.9
2025-07-16	Buy	105,000	1년	-35.5	-24.9
2025-10-10	Buy	95,000	1년		

F&F(383220.KS) 추가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 이해니