

EARNINGS  
REVIEW

## F&amp;F (383220/KS)

## 중국 성장 견조

의류: 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

**Signal:** 3분기 영업이익 시장 컨센서스 상회**Key:** 중국 매출 두 자릿수 성장, 전사 수익성 개선**Step:** 개선되는 업황 대비 밸류에이션 매력 존재

## 매수(유지)

목표주가: 90,000 원(상향)

현재주가: 63,700 원

상승여력: 41.3%

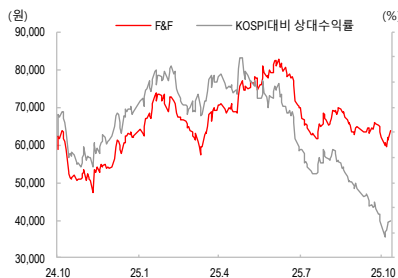
## STOCK DATA

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/11/10) | 63,700 원    |
| KOSPI        | 4,073.24 pt |
| 52 주 최고가     | 82,700 원    |
| 60 일 평균 거래대금 | 4 십억원       |

## COMPANY DATA

|              |           |
|--------------|-----------|
| 발행주식수        | 3,831 만주  |
| 시가총액         | 2,440 십억원 |
| 주요주주         |           |
| F&F 홀딩스(외 9) | 62.82%    |
| 국민연금공단       | 8.32%     |
| 외국인 지분율      | 10.88%    |

## 주가 및 상대수익률



## 3Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 4,743 억 원(+5.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,280 억 원(+18.2%, OPM 27.0%) 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스인 1,149 억 원을 상회했다. [국내] MLB 매출 3.3% 증가(면세 제외), 디스커버리 매출 19.8% 감소했다. MLB 는 국내 소비경기 회복되며 매출 회복되었으나(국내 의류 소매판매 +3.7%), 디스커버리는 시장점유율이 하락하며 매출이 크게 감소했다. [중국] 매출 13.5% 증가했다(위완화 기준 10.9% 증가). MLB 브랜드력 견조한 가운데 중국 소비경기의 회복세가 이어졌다. 디스커버리 중국 매장 수는 20 개로 3 분기에 8 개 증가했다. 전사 영업이익률은 3.0%p 증가했는데, 탑라인 성장에 따른 영업 레버리지 효과의 영향이다. 한편 실적 호조에도 연말까지 디스커버리 중국 매장 철점 목표를 기준 60 개에서 25 개로 하향한 점은 동사의 미래 실적 성장 기대감을 낮추는 요인이라는 점에서 다소 아쉽다.

## 목표주가 상향

중국 법인의 매출이 예상 대비 높은 성장률 기록하며 모처럼 좋은 실적을 보여줬다. 4분기 실적은 전반적으로 3 분기와 유사한 흐름 속에 국내 실적이 추가적으로 개선될 것으로 전망한다. 소비 업황이 4 분기에도 개선되는 흐름이며, 이에 따라 MLB 국내 매출은 +4.6%(면세 제외) 성장할 것으로 전망하며, 디스커버리 매출은 -10.0% 기록해 역성장 폭이 둔화될 것이다. MLB 중국 매출은 3분기와 유사한 +11.9% 성장을 전망한다. '25 년과 '26 년 이익 추정치를 상향하며 목표주가를 90,000 원으로 상향하며, 투자 의견 '매수' 유지한다. 현재 동사 주가는 시장 컨센서스 기준 12MF PER 5.9 배에 거래되고 있어 과거 대비 실적 개선 구간인 점에 비하면 저평가 상태라 판단한다.

## 추정치 변경 및 컨센서스 비교

|              | 25년 3분기   |              |       |      |       | 25년 연간실적  |           |       |       |       |
|--------------|-----------|--------------|-------|------|-------|-----------|-----------|-------|-------|-------|
|              | 실적<br>확정치 | SK 증권<br>추정치 | 차이(%) | 컨센서스 | 차이(%) | 신규<br>추정치 | 이전<br>추정치 | 차이(%) | 컨센서스  | 차이(%) |
| 매출액(십억원)     | 474       | 461          | 1.3   | 468  | -2.6  | 1,919     | 1,891     | 1.5   | 1,933 | -0.7  |
| 영업이익(십억원)    | 128       | 113          | 5.7   | 115  | -2.6  | 468       | 443       | 5.6   | 458   | 2.2   |
| 지배주주순이익(십억원) | 98        | 90           | 6.0   | 92   | -4.3  | 385       | 365       | 5.5   | 377   | 2.1   |
| 영업이익률(%)     | 27        | 24.5         | -     | 24.6 | -     | 24.4      | 23.4      | -     | 23.7  | -     |
| 지배주주순이익률(%)  | 20.7      | 19.6         | -     | 19.7 | -     | 20.1      | 19.3      | -     | 19.5  | -     |

자료: SK 증권

| F&F 부문별 실적 추정치 |      |      |      |      |      |      |       |       | (단위: 십억 원, %) |       |       |       |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|
|                | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25E | '23           | '24   | '25E  | '26E  |
| 매출액            | 507  | 391  | 451  | 547  | 506  | 379  | 474   | 560   | 1,979         | 1,896 | 1,919 | 1,995 |
| YoY (%)        | 2    | -3   | -8   | -6   | 0    | -3   | 5     | 3     | 9             | -4    | 1     | 4     |
| MLB 한국         | 111  | 109  | 85   | 110  | 103  | 102  | 84    | 111   | 499           | 416   | 400   | 408   |
| 성인             | 91   | 92   | 71   | 89   | 84   | 84   | 70    | 88    | 418           | 342   | 326   | 332   |
| 성인 면세          | 36   | 33   | 25   | 31   | 29   | 28   | 22    | 27    | 157           | 124   | 106   | 109   |
| 성인 비면세         | 55   | 58   | 46   | 58   | 56   | 55   | 48    | 61    | 260           | 218   | 219   | 224   |
| 아동             | 21   | 18   | 14   | 22   | 19   | 18   | 15    | 23    | 82            | 74    | 74    | 76    |
| MLB 중국         | 239  | 155  | 250  | 214  | 259  | 171  | 284   | 240   | 813           | 858   | 953   | 1,009 |
| MLB 홍콩         | 22   | 17   | 16   | 20   | 21   | 16   | 17    | 21    | 77            | 75    | 75    | 78    |
| Discovery 국내   | 107  | 87   | 63   | 176  | 88   | 66   | 50    | 158   | 465           | 433   | 363   | 344   |
| 기타             | 28   | 23   | 37   | 26   | 34   | 23   | 35    | 26    | 125           | 68    | 72    | 76    |
| 영업이익           | 130  | 92   | 108  | 120  | 124  | 84   | 128   | 132   | 551           | 451   | 468   | 506   |
| OPM (%)        | 26   | 23   | 24   | 22   | 24   | 22   | 27    | 24    | 28            | 24    | 24    | 25    |
| YoY (%)        | -13  | -17  | -27  | -16  | -5   | -8   | 18    | 10    | 5             | -18   | 4     | 8     |

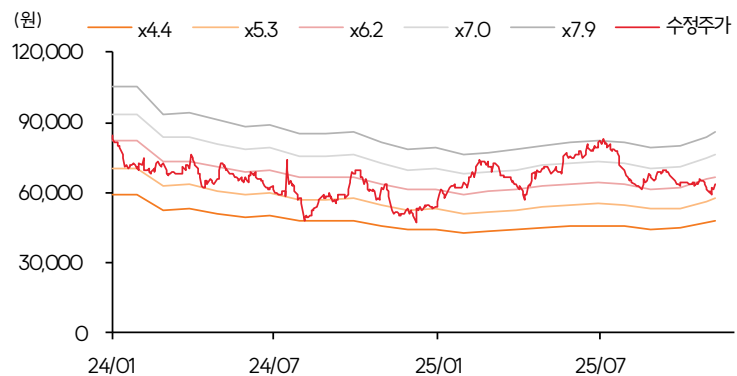
자료: F&amp;F, SK 증권

## F&amp;F 목표주가 산정 로직

| 항목                  | 단위   | 구분  | 내용         | 산식                              |
|---------------------|------|-----|------------|---------------------------------|
| 12MF 지배주주순이익        | 십억 원 | (A) | 419.2      |                                 |
| 발행주식 수              | 주    | (B) | 38,307,075 |                                 |
| 12MF EPS            | 원    | (C) | 10,944     | (A)/(B)                         |
| Peer Group 12MF PER | 배    | (D) | 16.6       | Anta, Li Ning, Xtep 의 과거 3M 평균치 |
| 멀티플 할인율             | %    | (E) | 50         |                                 |
| Target PER          | 배    | (F) | 8.3        |                                 |
| 목표주가                | 원    | (G) | 90,000     | (C)*(D)                         |
| 현재 주가               | 원    | (H) | 63,700     |                                 |
| 주가 업사이드             | %    | (I) | 41.3       | (G)/(H)-1                       |

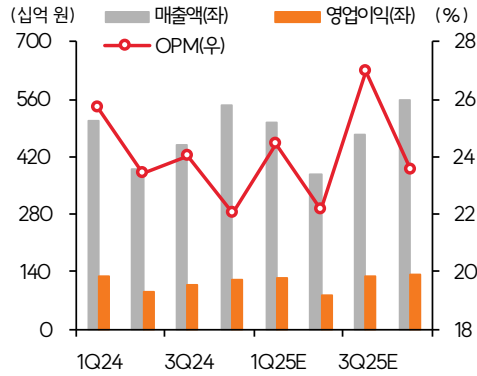
자료: SK 증권

## F&amp;F 12MF PER 밴드 차트



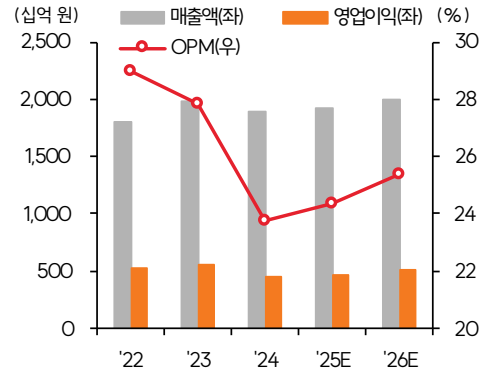
자료: Quantwise, SK 증권

F&amp;F 분기 실적 추이 및 추정치



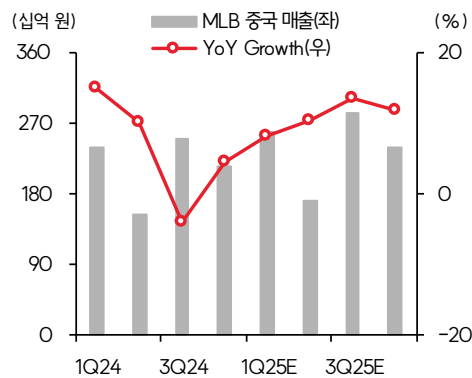
자료: F&amp;F, SK 증권

F&amp;F 분기 실적 추이 및 추정치



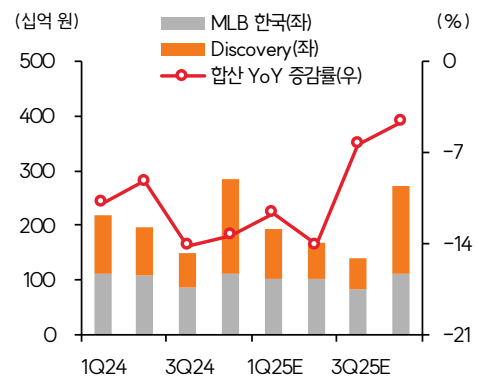
자료: F&amp;F, SK 증권

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



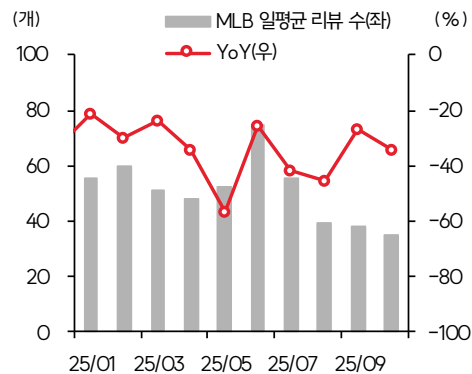
자료: F&amp;F, SK 증권

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



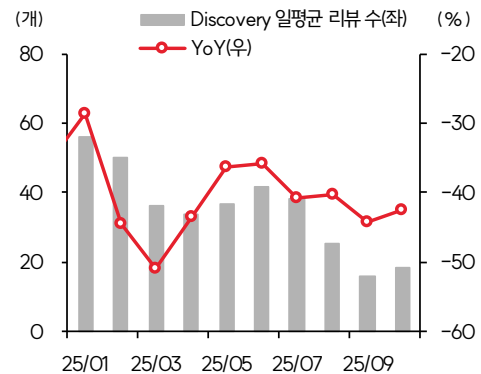
자료: F&amp;F, SK 증권

MLB 무신사 월별 일평균 리뷰 추이



자료: 무신사, SK 증권

Discovery 무신사 월별 일평균 리뷰 추이



자료: 무신사, SK 증권

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 746   | 637   | 773   | 917   | 1,117 |
| 현금및현금성자산       | 220   | 120   | 170   | 290   | 457   |
| 매출채권 및 기타채권    | 148   | 163   | 182   | 190   | 200   |
| 재고자산           | 341   | 325   | 335   | 349   | 367   |
| <b>비유동자산</b>   | 1,259 | 1,649 | 1,712 | 1,880 | 2,074 |
| 장기금융자산         | 20    | 13    | 40    | 171   | 308   |
| 유형자산           | 135   | 501   | 420   | 415   | 406   |
| 무형자산           | 178   | 214   | 222   | 233   | 254   |
| <b>자산총계</b>    | 2,005 | 2,286 | 2,485 | 2,798 | 3,191 |
| <b>유동부채</b>    | 487   | 522   | 446   | 437   | 457   |
| 단기금융부채         | 86    | 204   | 173   | 156   | 164   |
| 매입채무 및 기타채무    | 199   | 145   | 149   | 155   | 163   |
| 단기충당부채         | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| <b>비유동부채</b>   | 201   | 186   | 165   | 152   | 141   |
| 장기금융부채         | 173   | 157   | 142   | 128   | 115   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 장기충당부채         | 3     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| <b>부채총계</b>    | 687   | 709   | 612   | 589   | 598   |
| <b>지배주주지분</b>  | 1,291 | 1,562 | 1,863 | 2,203 | 2,594 |
| 자본금            | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금          | 318   | 318   | 318   | 318   | 318   |
| 기타자본구성요소       | -19   | -53   | -73   | -93   | -113  |
| 자기주식           | -19   | -53   | -73   | -93   | -113  |
| 이익잉여금          | 988   | 1,283 | 1,604 | 1,964 | 2,375 |
| 비지배주주지분        | 27    | 15    | 10    | 5     | -1    |
| <b>자본총계</b>    | 1,318 | 1,577 | 1,873 | 2,208 | 2,593 |
| <b>부채와자본총계</b> | 2,005 | 2,286 | 2,485 | 2,798 | 3,191 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 477  | 399  | 390   | 499   | 548   |
| 당기순이익(손실)         | 425  | 356  | 380   | 419   | 468   |
| 비현금성항목등           | 205  | 202  | 182   | 181   | 185   |
| 유형자산감가상각비         | 67   | 79   | 82    | 85    | 88    |
| 무형자산상각비           | 7    | 23   | 17    | 18    | 20    |
| 기타                | 132  | 101  | 83    | 78    | 77    |
| 운전자본감소(증가)        | -13  | -24  | -84   | -13   | -18   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | 14   | -10  | -19   | -7    | -10   |
| 재고자산의감소(증가)       | -19  | 30   | -10   | -13   | -19   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | -22  | -23  | 4     | 6     | 8     |
| 기타                | -284 | -278 | -196  | -209  | -223  |
| 법인세납부             | -144 | -142 | -108  | -120  | -135  |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -100 | -453 | -186  | -392  | -428  |
| 금융자산의감소(증가)       | -6   | 16   | -30   | -131  | -138  |
| 유형자산의감소(증가)       | -23  | -435 | 0     | -80   | -80   |
| 무형자산의감소(증가)       | -51  | -64  | -25   | -30   | -40   |
| 기타                | -21  | 30   | -131  | -151  | -171  |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | -261 | -45  | -130  | -115  | -88   |
| 단기금융부채의증가(감소)     | -165 | 107  | -31   | -17   | 8     |
| 장기금융부채의증가(감소)     | -47  | -54  | -16   | -14   | -13   |
| 자본의증가(감소)         | 4    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -61  | -65  | -64   | -64   | -63   |
| 기타                | 8    | -33  | -20   | -20   | -20   |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 118  | -100 | 50    | 120   | 166   |
| 기초현금              | 102  | 220  | 120   | 170   | 291   |
| 기말현금              | 220  | 120  | 170   | 291   | 457   |
| FCF               | 454  | -36  | 390   | 419   | 468   |

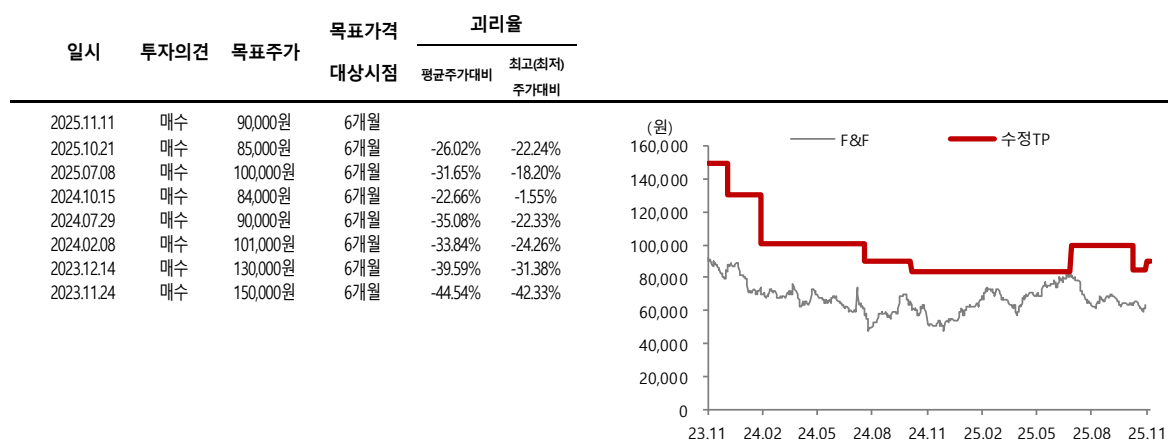
자료 : F&amp;F, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,978 | 1,896 | 1,919 | 1,995 | 2,102 |
| <b>매출원가</b>     | 632   | 649   | 659   | 675   | 701   |
| <b>매출총이익</b>    | 1,346 | 1,247 | 1,260 | 1,320 | 1,402 |
| 매출총이익률(%)       | 68.0  | 65.8  | 65.7  | 66.2  | 66.7  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 794   | 796   | 792   | 814   | 848   |
| <b>영업이익</b>     | 552   | 451   | 468   | 506   | 554   |
| 영업이익률(%)        | 27.9  | 23.8  | 24.4  | 25.4  | 26.3  |
| <b>비영업손익</b>    | 3     | 27    | 20    | 33    | 50    |
| 순금융손익           | -6    | -5    | 6     | 18    | 35    |
| 외환관련손익          | 4     | 9     | 1     | 4     | 4     |
| 관계기업등 투자손익      | 8     | 28    | 4     | 7     | 6     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 555   | 477   | 487   | 539   | 604   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 28.0  | 25.2  | 25.4  | 27.0  | 28.7  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 130   | 121   | 108   | 120   | 135   |
| <b>계속사업이익</b>   | 425   | 356   | 380   | 419   | 468   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 425   | 356   | 380   | 419   | 468   |
| 순이익률(%)         | 21.5  | 18.8  | 19.8  | 21.0  | 22.3  |
| <b>지배주주</b>     | 425   | 360   | 385   | 424   | 474   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 21.5  | 19.0  | 20.0  | 21.3  | 22.5  |
| <b>비지배주주</b>    | -0    | -4    | -5    | -5    | -6    |
| <b>총포괄이익</b>    | 424   | 370   | 380   | 419   | 468   |
| <b>지배주주</b>     | 426   | 370   | 380   | 419   | 468   |
| <b>비지배주주</b>    | -2    | -0    | -0    | -0    | -0    |
| <b>EBITDA</b>   | 626   | 552   | 567   | 609   | 662   |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | 9.4    | -4.2   | 1.2    | 3.9    | 5.4    |
| 영업이익                   | 5.1    | -18.3  | 3.8    | 8.2    | 9.5    |
| 세전계속사업이익               | -8.3   | -14.0  | 2.1    | 10.6   | 12.0   |
| EBITDA                 | 3.4    | -11.8  | 2.7    | 7.5    | 8.6    |
| EPS                    | -3.8   | -15.2  | 6.7    | 10.3   | 11.7   |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROA                    | 23.8   | 16.6   | 15.9   | 15.9   | 15.6   |
| ROE                    | 38.4   | 25.3   | 22.5   | 20.9   | 19.8   |
| EBITDA마진               | 31.6   | 29.1   | 29.5   | 30.5   | 31.5   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 153.2  | 122.0  | 173.2  | 209.8  | 244.5  |
| 부채비율                   | 52.2   | 44.9   | 32.7   | 26.7   | 23.0   |
| 순차입금/자기자본              | 1.3    | 14.9   | 7.2    | -0.8   | -7.3   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 54.2   | 46.6   | 48.0   | 58.3   | 67.3   |
| 배당성향                   | 15.3   | 17.7   | 16.6   | 14.9   | 13.2   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 11,096 | 9,408  | 10,037 | 11,073 | 12,372 |
| BPS                    | 34,188 | 42,153 | 50,522 | 59,931 | 70,651 |
| CFPS                   | 13,024 | 12,049 | 12,621 | 13,763 | 15,187 |
| 주당 현금배당금               | 1,700  | 1,700  | 1,700  | 1,700  | 1,700  |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 8.0    | 5.8    | 6.3    | 5.8    | 5.1    |
| PBR                    | 2.6    | 1.3    | 1.3    | 1.1    | 0.9    |
| PCR                    | 6.8    | 4.5    | 5.0    | 4.6    | 4.2    |
| EV/EBITDA              | 5.5    | 4.2    | 4.6    | 4.0    | 3.5    |
| 배당수익률                  | 1.9    | 3.1    | 2.6    | 2.6    | 2.6    |



## COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 11일 기준)

매수 92.64% 중립 7.36% 매도 0.00%