

2023. 1. 9



▲ 화장품/의류

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **220,000 원**

현재주가 (1.6) **126,000 원**

상승여력 **74.6%**

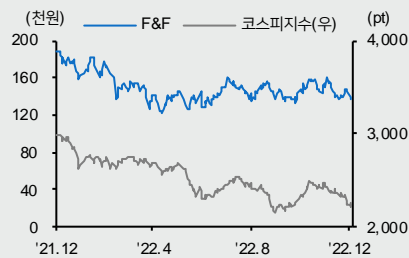
KOSPI	2,289.97pt
시가총액	48,267억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	40.19%
외국인비중	12.63%
52주 최고/최저가	182,400원/123,000원
평균거래대금	257.6억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9인	59.38
국민연금공단	7.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.7	-5.3	-27.8
상대주가	-15.0	-5.2	-8.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020											
2021	1,089.2	322.7	231.9	9,094		14,290	20.8	13.2	21.3	42.4	109.4
2022E	1,814.6	552.9	414.7	10,826	18.5	23,824	13.3	6.1	9.0	56.8	40.1
2023E	2,533.4	733.8	559.3	14,601	34.9	36,470	8.6	3.5	5.5	48.4	31.5
2024E	3,022.1	877.9	669.8	17,486	19.8	51,318	7.2	2.5	4.4	39.8	24.9

F&F 383220

4Q22E Preview: 너무 싸다

- ✓ 4Q22E 매출액 5,643억원(Flat), 영업이익 1,849억원(Flat, OPM 33%)
- ✓ 국내: 면세(-20%) 부진, 비면세(+2%) 미진 vs. 아동(+14%) 선방, 디커(+9%) 강세
- ✓ 중국: 도매(대리점 -8%) 물량 조정 vs. 소매(온라인 +28%/직영점 +77%) 수요 확장
- ✓ 재고 회전을 역대 최고, 중국 매출(FF > LG) AP 최대 vs. 시총 최저(FF < AP < LG)
- ✓ Valuation 밴드 최하단(2023E PER 8.6배) 보름 피싱 유효, 적극 매수 추천

4Q22E 하향해도 분기 최대 실적

F&F는 2022년 4분기 매출액 5,643억원(Flat YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,849억원(Flat, OPM 32.8%), 순이익 1,388억원(+7.5%)을 기록할 전망이다. 추정치를 하향에도 (매출 -15%, 영업이익 -10%) 분기 최대 실적이니, 절대 성과에 대한 의심은 없다.

[MLB] 국내: 면세(-22.0%)는 부진하고, 비면세(+2.0%)는 미진하겠다. 기저 부담에 소비 위축을 반영했다. 아동(+14.1%)의 경우 선방하는 모습이다. **중국:** 매출액으로 1,583억원(+5.3%)을 추정한다. 대리점(-7.5%)향 비계절성 제품 물량을 일시 조정할 것으로 본다. 온라인(+27.5%)과 직영점(+77.3%)의 경우 고성장 기조를 유지하겠다.

[Discovery] 예상 매출액은 2,323억원(+9.1%)이다. 성수기 효과를 감안했다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 220,000원 제시

과매도 구간이다(2023E PER 8.6배, 밴드 최하단). 보름 피싱이 유효하다는 판단, 적극 매수 접근을 추천한다. ① 재고: 중국 도매 사업이 고작 10개 분기에 들어선 지금, 재고 우려는 기우이다. 3Q22 누적 재고자산회전율은 4.6회로 역대 최고 수준이다(3Q18 3.0회, 3Q19 3.4회, 3Q20 2.7회, 3Q21 4.5회). 매장 출점(4Q22E +120개 QoQ)과 광군제(+38.0%) 호소가 실수요자향 브랜드력을 설명하고 있기도 하다.

② 실적: 2023E 중국 매출은 9,720억원(소매판매 기준 2조 1,810억원)으로 LG생건(8,867억원)과 아모레(7,891억원)를 상회, 연결 영업이익은 7,338억원으로 LG생건의 80%, 아모레의 208%에 달하겠다. 전일 기준 F&F의 시가총액은 4.8조원으로 LG생건의 43%, 아모레의 60%에 불과하다. ③ 모멘텀: 중국 투자성 증대가 반영되지 않았다. 실적 눈높이 조정 완료에 관련주와의 괴리율 확대를 감안, 상승 여력이 크다(2개월 주가: F&F -15% vs. 안타 +31%, LG생건 +27%, 아모레 +30%).

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	564.3	563.2	0.2	441.7	27.8	668.3	-15.6
영업이익	184.9	183.7	0.6	138.4	33.6	208.9	-11.5
순이익	138.8	129.1	7.5	109.9	26.2	161.4	-14.0
영업이익률(%)	32.8	32.6	0.1	31.3	1.4	31.3	1.5

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,814.6	2,533.4	1,913.2	2,670.5	-5.2	-5.1	1,918.0	2,380.5
영업이익	552.9	733.8	573.4	745.1	-3.6	-1.5	577.2	719.6
순이익	414.7	559.3	444.5	578.9	-6.7	-3.4	431.7	539.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	14,664	12개월 선행 지배주주 EPS
Target PER (배)	15	안타스포츠 12개월 선행 PER에 40% 할인 적용
적정주가 (원)	220,000	
현재주가 (원)	126,000	
상승여력 (%)	74.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	202.0	158.3	74.5	382.3	618.4	972.0
YoY	684.6	598.4	647.5	247.7	204.7	77.2	65.7	5.3	527.3	413.0	61.7	57.2
A. 온라인	10.4	12.5	8.9	29.0	17.0	17.6	13.5	37.0	37.9	62.3	85.0	98.1
YoY	75.1	56.6	26.5	70.9	63.1	40.8	29.6	27.5	220.0	64.3	36.5	15.3
일평균 매출액 (백만원)	115.7	60.4	96.9	94.0	188.7	78.0	146.7	96.9	70.6	95.8	127.4	134.3
특수 매출 (6/18 · 11/11)	-	7.0	-	20.3	-	10.5	-	28.0	12.1	27.3	38.5	49.0
B. 오프라인	39.1	48.0	113.0	121.4	133.9	89.6	188.5	121.4	37.0	320.0	533.4	873.9
YoY	-	-	1,120.6	354.8	-	-	69.1	0.0	-	764.9	66.7	63.8
대리점	36.4	44.4	108.0	110.7	124.7	85.2	176.7	102.4	32.3	298.1	489.0	806.0
일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.9	3.9	2.8	2.7	1.6	2.8	1.4	2.5	3.0	2.0	2.2
매장 수 (개)	108	230	372	474	539	656	728	848	71	472	848	1,168
직영점	2.7	3.6	5.0	10.7	9.2	4.4	11.8	19.0	4.7	21.9	44.4	67.9
일평균 매출액 (백만원)	7.5	6.1	4.5	6.3	4.5	2.0	3.9	5.0	4.3	4.6	3.9	4.3
매장 수 (개)	4	9	15	22	23	25	41	41	4	22	41	45

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	277.7	312.4	328.9	563.2	437.1	371.4	441.7	564.3	1,482.1	1,814.6	2,533.4
MLB 한국	126.5	160.6	130.1	176.2	161.2	145.9	126.2	164.7	597.4	598.0	624.6
성인 비면세	44.6	54.0	50.0	81.0	70.6	67.4	62.0	82.6	229.6	282.7	291.1
성인 면세	65.4	93.6	67.5	73.5	67.6	58.2	51.0	57.4	300.0	234.2	247.2
아동	16.5	13.0	12.6	21.7	22.9	20.3	13.2	24.8	67.8	81.2	86.2
MLB 중국	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	202.0	158.3	382.3	618.4	972.0
MLB 홍콩	10.2	9.5	9.0	13.5	10.4	11.7	11.4	16.3	42.1	49.8	59.6
Discovery	94.0	76.2	61.2	212.9	111.2	96.7	79.0	232.3	444.3	519.2	547.7
Stretch Angels	1.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.7	1.5	1.3	5.0	5.7	6.9
영업이익	69.2	75.4	95.7	183.7	134.6	95.0	138.4	184.9	424.1	552.9	733.8
영업이익률	24.9	24.1	29.1	32.6	30.8	25.6	31.3	32.8	28.6	30.5	29.0
순이익	56.5	56.2	71.1	129.1	96.4	69.6	109.9	138.8	312.9	414.7	559.3
순이익률	20.4	18.0	21.6	22.9	22.1	18.7	24.9	24.6	21.1	22.9	22.1
(% YoY)											
매출액	67.3	87.3	106.0	63.1	57.4	18.9	34.3	0.2	76.9	22.4	39.6
MLB 한국	38.3	82.1	39.2	48.3	27.4	-9.2	-3.0	-6.5	52.4	0.1	4.4
성인 비면세	8.1	44.3	27.5	66.6	58.2	24.8	24.0	2.0	37.9	23.1	3.0
성인 면세	91.0	158.7	63.5	45.0	3.5	-37.8	-24.5	-22.0	84.7	-21.9	5.6
아동	3.1	-10.9	-2.7	11.3	38.8	56.2	4.8	14.1	7.6	19.7	6.3
MLB 중국	684.6	598.4	647.5	247.7	204.7	77.2	65.7	5.3	413.0	61.7	57.2
MLB 홍콩	124.4	118.9	86.3	43.2	2.2	23.2	27.3	20.7	82.3	18.2	19.7
Discovery	48.0	16.4	18.1	18.9	18.3	27.0	29.1	9.1	23.5	16.9	5.5
영업이익	299.7	268.1	658.7	154.7	94.4	25.9	44.6	0.6	246.0	30.4	32.7
영업이익률	14.5	11.9	21.2	11.7	5.9	1.4	2.2	0.1	14.0	1.9	-1.5
순이익	306.9	295.8	734.8	162.3	70.7	23.9	54.6	7.5	264.7	32.6	34.9
(매출 비중)											
내수	55.4	46.7	38.4	57.1	47.2	51.0	36.8	59.4	50.6	49.5	42.0
Discovery	33.5	24.8	19.0	38.5	25.6	26.7	18.9	40.6	30.3	29.1	24.8
MLB 성인	15.9	17.6	15.5	14.6	16.3	18.6	14.8	14.5	15.7	15.8	13.2
MLB 아동	5.9	4.2	3.9	3.9	5.3	5.6	3.2	4.3	4.6	4.5	3.9
해외	44.6	53.3	61.6	42.9	52.8	49.0	63.2	40.6	49.4	50.5	58.0
MLB 중국	17.7	19.7	37.8	27.2	34.8	29.7	48.3	27.7	26.1	34.6	44.1
MLB 면세	23.3	30.5	21.0	13.3	15.6	16.1	12.2	10.0	20.5	13.1	11.2
MLB 홍콩	3.6	3.1	2.8	2.4	2.4	3.2	2.7	2.9	2.9	2.8	2.7

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	-	1,089.2	1,814.6	2,533.4	3,022.1
매출액증가율 (%)			66.6	39.6	19.3
매출원가	-	292.8	517.6	727.6	871.7
매출총이익	-	796.4	1,297.0	1,805.9	2,150.4
판매관리비	-	473.7	744.1	1,072.1	1,272.6
영업이익	-	322.7	552.9	733.8	877.9
영업이익률	-	29.6	30.5	29.0	29.0
금융손익	-	0.3	4.4	6.4	10.9
중속/관계기업손익	-	-1.2	10.0	10.0	10.0
기타영업외손익	-	0.8	2.2	2.2	2.3
세전계속사업이익	-	322.5	569.4	752.4	901.1
법인세비용	-	90.6	156.6	195.7	234.4
당기순이익	-	231.9	412.8	556.7	666.7
지배주주지분 손이익	-	231.9	414.7	559.3	669.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	-	584.0	617.9	1,212.1	1,844.5
현금및현금성자산	-	14.6	66.7	603.9	899.1
매출채권	-	100.1	115.5	122.2	194.3
재고자산	-	242.3	378.1	403.8	642.9
비유동자산	-	562.5	674.9	635.0	616.4
유형자산	-	71.5	63.6	37.3	30.2
무형자산	-	17.0	121.3	107.5	95.8
투자자산	-	375.6	365.9	366.2	366.4
자산총계	-	1,146.5	1,292.8	1,847.0	2,460.9
유동부채	-	563.7	333.9	404.5	451.6
매입채무	-	105.2	106.0	103.5	135.6
단기차입금	-	210.6	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	-	35.4	36.2	38.1	39.1
사채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	-	0.0	0.3	0.3	0.3
부채총계	-	599.1	370.1	442.5	490.7
자본금	-	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	-	313.9	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	-	1.2	9.3	9.3	9.3
이익잉여금	-	232.2	604.7	1,089.1	1,657.9
비지배주주지분	-	0.0	10.0	7.4	4.3
자본총계	-	547.4	922.7	1,404.5	1,970.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-	291.5	308.6	612.9	394.8
당기순이익(손실)	-	231.9	412.8	556.7	666.7
유형자산상각비	-	27.4	48.8	26.3	7.1
무형자산상각비	-	0.9	8.5	13.8	11.7
운전자본의 증감	-	-39.0	-134.7	16.0	-290.7
투자활동 현금흐름	-	-567.5	82.4	-0.8	1.4
유형자산의증가(CAPEX)	-	-12.0	-14.1	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-	-376.9	20.5	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	-	158.4	-337.9	-74.9	-101.0
차입금의 증감	-	271.0	-240.6	0.0	0.0
자본의 증가	-	317.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-	-114.5	52.1	537.2	295.2
기초현금	-	129.1	14.6	66.7	603.9
기말현금	-	14.6	66.7	603.9	899.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	-	42,708	47,369	66,135	78,892
EPS(지배주주)	-	9,094	10,826	14,601	17,486
CFPS	-	14,242	16,233	20,457	23,660
EBITDAPS	-	13,764	15,929	20,203	23,407
BPS	-	14,290	23,824	36,470	51,318
DPS	-	1,100	1,964	2,649	3,172
배당수익률(%)	-	0.6	1.4	2.1	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	-	20.8	13.3	8.6	7.2
PCR	-	13.3	8.9	6.2	5.3
PSR	-	4.4	3.1	1.9	1.6
PBR	-	13.2	6.1	3.5	2.5
EBITDA	-	351.0	610.2	773.9	896.7
EV/EBITDA	-	21.3	9.0	5.5	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-	42.4	56.8	48.4	39.8
EBITDA 이익률	-	32.2	33.6	30.5	29.7
부채비율	-	109.4	40.1	31.5	24.9
금융비용부담률	-	0.4	0.5	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-	68.1	63.2	674.7	807.2
매출채권회전율(x)	-	10.9	16.8	21.3	19.1
재고자산회전율(x)	-	4.5	5.8	6.5	5.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.24	기업분석	Buy	120,000	하누리	-15.6	-5.5	
2021.07.09	산업브리프	Buy	150,000	하누리	-20.2	-8.7	
2021.08.18	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-18.9	-11.1	
2021.10.12	산업브리프	Buy	200,000	하누리	-13.6	-11.2	
2021.10.28	산업분석	Buy	220,000	하누리	-20.2	-18.9	
2021.11.05	기업브리프	Buy	250,000	하누리	-29.2	-21.7	
2022.02.16	기업브리프	Buy	280,000	하누리	-43.9	-36.4	
2022.04.08	산업브리프	Buy	240,000	하누리	-42.3	-33.3	
2022.08.02	기업브리프	Buy	270,000	하누리	-46.1	-40.7	
2022.11.02	기업브리프	Buy	250,000	하누리	-41.1	-35.6	
2023.01.09	기업브리프	Buy	220,000	하누리	-	-	