

2023. 2. 2



▲ 화장품/의류

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

**Buy**

**적정주가 (12개월) 230,000 원**

**현재주가 (2.1) 151,000 원**

**상승여력 52.3%**

KOSPI	2,449.80pt
시가총액	57,844억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	40.19%
외국인비중	12.67%
52주 최고/최저가	182,400원/123,000원
평균거래대금	286.2억원

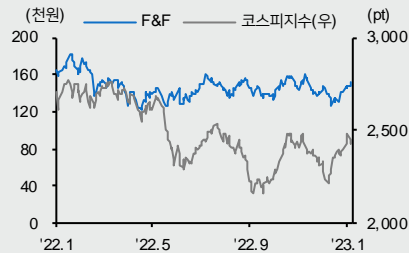
**주요주주(%)**

F&F홀딩스 외 9 인	59.38
국민연금공단	7.31

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.5	-5.6	-7.7
상대주가	-4.6	-5.5	0.3

**주가그래프**



# F&F 383220

## 4Q22 Review: 우려 끝, 기대 시작

- ✓ 4Q22 매출액 5,589억원(-1%), 영업이익 1,545억(-16%, OPM 28%)
- ✓ 국내: 가두 고기온 vs. 면세 선방 → 전체/면세 MLB -8%/-15%, 디커 -4%/+32%
- ✓ 해외: 중국 납품 축소 vs. 실수요 강세(대리 -35%, 직영 +52%), 홍콩 신기록 경신
- ✓ 2023E 매출: 연결 +26%(생건 +5%, 아모 +7%), 중국 +57%(LG +9%, AP +2%)
- ✓ 중국(OPM 44%) 기여 확대 → 연결 OPM 29%(LG 10%, AP 9%), 최선호주 유지

### 4Q22 중국 조정 완료

F&F는 2022년 4분기 매출액 5,589억원(-0.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,545억(-15.9%, OPM 27.6%), 순이익 1,100억원(-14.8%)을 기록했다.

**[국내]** 고기온 영향에 소비력 저하로 내수 판매는 부진했다(가두점 기준 Discovery -3.7%, MLB 성인 -6.0%, MLB 아동 +8.3%). 4Q 매출에 과반을 기여하는 11월, 평균 기온이 전년동월대비 1.8도 상승하면서 전체 의류 시장(-6.6%)을 끌어내렸다. 면세 성과는 상대적으로 고무적이다(시장 -15.1% vs. MLB -15.5%, LG생건 -31.3%, 아모레퍼시픽 -43.6%). 특히, Discovery(+31.6%) 강세에 돋보였다.

**[해외] 중국:** 매출액은 1,210억원(-19.6%)에 그쳤다. 리오프닝을 앞둔 중국 법인인, 판매량 증가와 정상율 상승 동반을 위해 기존점향 비계절성 재고 납품을 의도적으로 축소시킨 영향이다(대리점 -34.7%, 직영점(+51.9%) 및 온라인(+12.0%) 강세와 출점(+71개 QoQ)으로 최종 소비자의 강한 수요는 확인했다. **홍콩:** 매출액 173억원(+28.1%)으로 역대 최고치를 경신했다. 리오프닝 효과가 본격화되는 모습이다.

### 투자의견 Buy 및 적정주가 230,000원 제시

유일한 성장주다. 업종 내 최선호주 의견을 유지하며, 적극 매수 접근을 추천한다. 해외(중국 초기 출점 구간, 홍콩/대만/마카오 수요 확대, 싱가포르/인니/말레이시아 추가 진출) 저변과 브랜드 포트폴리오(국내 세르지오 타키니 시작, 중국 MLB 키즈 확대, Discovery 면세 통한 해외 간접 진출) 확장에 기반한 외연 확대는 계속된다. 2023E 매출액은 연결 +25.9%(생건 +4.7%, 아모레 +6.9%), 중국 +56.7%(생건 +8.9%, 아모레 +2.0%; 면세 합산) 증가, 고마진 중국(OPM 44.2%) 기여(매출 비중 40%/+7.9%p) 확대로 영업이익률은 29.2%(생건 10.5%, 아모레 8.6%)에 달하겠다.

(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
2022P	1,809.1	522.5	385.9	10,075	10.9	23,073	14.3	6.3	9.5	53.9	41.1
2023E	2,278.5	664.6	502.7	13,122	30.2	34,364	11.5	4.4	7.8	45.7	30.4
2024E	2,882.8	848.7	641.1	16,735	27.5	48,714	9.0	3.1	6.3	40.3	24.9

(십억원)	4Q22	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	558.9	563.2	-0.8	441.7	26.5	621.0	-10.0
영업이익	154.5	183.7	-15.9	138.4	11.6	195.8	-21.1
순이익	110.0	129.1	-14.8	109.9	0.0	149.8	-26.6
영업이익률(%)	27.6	32.6	-5.0	31.3	-3.7	31.5	-3.9

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,278.5	2,882.8	2,533.4	3,022.1	-10.1	-4.6	1,918.0	2,380.5
영업이익	664.6	848.7	733.8	877.9	-9.4	-3.3	577.2	719.6
순이익	502.7	641.1	559.3	669.8	-10.1	-4.3	431.7	539.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	13,481	12개월 선행 지배주주 EPS
Target PER (배)	17	안타스포츠 12개월 선행 PER에 45% 할인 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>230,000</b>	
현재주가 (원)	151,000	
상승여력 (%)	52.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>49.5</b>	<b>60.5</b>	<b>121.9</b>	<b>150.4</b>	<b>150.9</b>	<b>107.2</b>	<b>202.0</b>	<b>121.0</b>	<b>382.3</b>	<b>581.1</b>	<b>910.3</b>	<b>1,245.0</b>
YoY	684.6	598.4	647.5	247.7	204.7	77.2	65.7	-19.6	413.0	52.0	56.7	36.8
<b>A. 온라인</b>	<b>10.4</b>	<b>12.5</b>	<b>10.4</b>	<b>29.0</b>	<b>17.0</b>	<b>17.6</b>	<b>13.5</b>	<b>32.4</b>	<b>62.3</b>	<b>80.5</b>	<b>92.3</b>	<b>103.8</b>
YoY	75.1	56.6	47.7	70.9	63.1	40.8	29.6	12.0	64.3	29.3	14.6	12.5
일평균 매출액 (백만원)	115.7	60.4	113.2	94.0	188.7	78.0	146.7	87.7	95.8	125.1	130.0	136.7
특수 매출 (6/18 · 11/11)	-	7.0	-	20.3	-	10.5	-	24.4	27.3	34.9	44.8	53.8
<b>B. 오프라인</b>	<b>39.1</b>	<b>48.0</b>	<b>111.5</b>	<b>121.4</b>	<b>133.9</b>	<b>89.6</b>	<b>188.5</b>	<b>88.6</b>	<b>320.0</b>	<b>500.6</b>	<b>818.0</b>	<b>1,141.2</b>
YoY	-	-	1,104.4	354.8	-	-	69.1	-27.1	764.9	56.4	63.4	39.5
<b>대리점</b>	<b>36.4</b>	<b>44.4</b>	<b>106.6</b>	<b>110.7</b>	<b>124.7</b>	<b>85.2</b>	<b>176.7</b>	<b>72.3</b>	<b>298.1</b>	<b>458.9</b>	<b>751.8</b>	<b>1,066.8</b>
일평균 매출액 (백만원)	4.4	2.9	3.8	2.8	2.7	1.6	2.8	1.0	3.0	2.0	2.2	2.4
<b>매장 수 (개)</b>	<b>112</b>	<b>230</b>	<b>380</b>	<b>472</b>	<b>539</b>	<b>656</b>	<b>728</b>	<b>798</b>	<b>472</b>	<b>798</b>	<b>1,078</b>	<b>1,308</b>
<b>직영점</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>4.9</b>	<b>10.7</b>	<b>9.2</b>	<b>4.4</b>	<b>11.8</b>	<b>16.3</b>	<b>21.9</b>	<b>41.7</b>	<b>66.2</b>	<b>74.5</b>
일평균 매출액 (백만원)	7.5	6.1	4.4	6.3	4.5	2.0	3.9	4.3	4.6	3.6	4.2	4.3
매장 수 (개)	4	9	15	22	23	25	41	42	22	42	45	49

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>437.1</b>	<b>371.4</b>	<b>441.7</b>	<b>558.9</b>	<b>481.4</b>	<b>496.0</b>	<b>621.1</b>	<b>680.0</b>	<b>1,809.1</b>	<b>2,278.5</b>	<b>2,882.8</b>
MLB 한국	161.2	145.9	126.2	161.7	148.8	145.7	131.7	174.1	595.0	600.3	623.7
성인 비면세	70.6	67.4	62.0	76.1	65.0	63.4	60.1	82.2	276.2	270.7	282.3
성인 면세	67.6	58.2	51.0	62.1	62.2	62.9	58.7	67.0	238.9	250.8	263.3
아동	22.9	20.3	13.2	23.5	21.6	19.4	12.9	24.8	79.9	78.8	78.1
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	121.0	170.1	193.6	300.9	245.6	581.1	910.3	1,245.0
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	17.7	17.6	17.1	24.2	50.8	76.6	116.2
Discovery	111.2	96.7	79.0	205.0	106.8	93.8	77.4	211.2	491.9	489.1	505.9
Stretch Angels	1.2	1.7	1.5	1.6	1.5	1.9	1.7	1.8	6.0	6.9	7.4
<b>영업이익</b>	<b>134.6</b>	<b>95.0</b>	<b>138.4</b>	<b>154.5</b>	<b>150.4</b>	<b>123.8</b>	<b>188.4</b>	<b>202.0</b>	<b>522.4</b>	<b>664.6</b>	<b>848.7</b>
영업이익률	30.8	25.6	31.3	27.6	31.2	25.0	30.3	29.7	28.9	29.2	29.4
<b>순이익</b>	<b>96.4</b>	<b>69.6</b>	<b>109.9</b>	<b>110.0</b>	<b>107.8</b>	<b>91.4</b>	<b>151.1</b>	<b>152.3</b>	<b>385.9</b>	<b>502.7</b>	<b>641.1</b>
순이익률	22.1	18.7	24.9	19.7	22.4	18.4	24.3	22.4	21.3	22.1	22.2
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>57.4</b>	<b>18.9</b>	<b>34.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>10.1</b>	<b>33.5</b>	<b>40.6</b>	<b>21.7</b>	<b>22.1</b>	<b>25.9</b>	<b>26.5</b>
MLB 한국	27.4	-9.2	-3.0	-8.2	-7.7	-0.2	4.4	7.7	-0.4	0.9	3.9
성인 비면세	58.2	24.8	24.0	-6.0	-8.0	-6.0	-3.0	8.0	20.3	-2.0	4.3
성인 면세	3.5	-37.8	-24.5	-15.6	-8.0	8.0	15.0	8.0	-20.4	5.0	5.0
아동	38.8	56.2	4.8	8.3	-5.6	-4.2	-2.1	5.6	17.9	-1.4	-0.9
MLB 중국	204.7	77.2	65.7	-19.6	12.8	80.6	48.9	103.0	52.0	56.7	36.8
MLB 홍콩	2.2	23.2	27.3	28.1	70.0	50.0	50.0	40.0	20.6	50.7	51.8
Discovery	18.3	27.0	29.1	-3.7	-4.0	-3.0	-2.0	3.0	10.7	-0.6	3.4
<b>영업이익</b>	<b>94.4</b>	<b>25.9</b>	<b>44.5</b>	<b>-15.9</b>	<b>11.7</b>	<b>30.4</b>	<b>36.1</b>	<b>30.8</b>	<b>23.2</b>	<b>27.2</b>	<b>27.7</b>
영업이익률	5.9	1.4	2.2	-5.0	0.5	-0.6	-1.0	2.1	0.3	0.3	0.3
<b>순이익</b>	<b>70.7</b>	<b>23.9</b>	<b>54.6</b>	<b>-14.8</b>	<b>11.8</b>	<b>31.4</b>	<b>37.5</b>	<b>38.5</b>	<b>23.4</b>	<b>30.2</b>	<b>27.5</b>
<b>(매출 비중)</b>											
<b>내수</b>	<b>47.2</b>	<b>51.0</b>	<b>36.8</b>	<b>60.3</b>	<b>43.6</b>	<b>39.2</b>	<b>28.5</b>	<b>48.6</b>	<b>49.3</b>	<b>40.4</b>	<b>34.8</b>
Discovery	25.6	26.7	18.9	40.6	24.1	20.8	14.7	32.2	28.6	23.6	20.3
MLB 성인	16.3	18.6	14.8	15.1	14.7	14.1	11.4	12.6	16.1	13.0	11.3
MLB 아동	5.3	5.6	3.2	4.7	4.9	4.3	2.5	3.8	4.6	3.8	3.1
<b>해외</b>	<b>52.8</b>	<b>49.0</b>	<b>63.2</b>	<b>39.7</b>	<b>56.4</b>	<b>60.8</b>	<b>71.5</b>	<b>51.4</b>	<b>50.7</b>	<b>59.6</b>	<b>65.2</b>
<b>MLB 중국</b>	<b>34.8</b>	<b>29.7</b>	<b>48.3</b>	<b>24.0</b>	<b>38.4</b>	<b>43.0</b>	<b>57.1</b>	<b>37.5</b>	<b>33.8</b>	<b>43.8</b>	<b>50.0</b>
MLB 면세	15.6	16.1	12.2	12.3	14.0	13.9	11.1	10.2	13.9	12.1	10.6
MLB 홍콩	2.4	3.2	2.7	3.4	4.0	3.9	3.2	3.7	3.0	3.7	4.7

자료: F&amp;F, 메리츠증권 리서치센터

## F&F (383220)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출액</b>	-	<b>1,089.2</b>	<b>1,809.1</b>	<b>2,278.5</b>	<b>2,882.8</b>
매출액증가율 (%)			66.1	25.9	26.5
매출원가	-	292.8	525.1	674.9	856.1
매출총이익	-	796.4	1,284.1	1,603.6	2,026.6
판매관리비	-	473.7	761.6	939.0	1,177.9
<b>영업이익</b>	-	<b>322.7</b>	<b>522.5</b>	<b>664.6</b>	<b>848.7</b>
영업이익률	-	29.6	28.9	29.2	29.4
금융손익	-	0.3	2.6	10.3	14.8
중속/관계기업손익	-	-1.2	10.0	11.0	11.0
기타영업외손익	-	0.8	-1.3	-0.9	-0.9
세전계속사업이익	-	322.5	533.8	685.0	873.6
법인세비용	-	90.6	147.3	181.6	231.6
<b>당기순이익</b>	-	<b>231.9</b>	<b>386.5</b>	<b>503.4</b>	<b>642.0</b>
지배주주지분 손이익	-	231.9	385.9	502.7	641.1

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	-	<b>584.0</b>	<b>590.0</b>	<b>1,098.5</b>	<b>1,732.1</b>
현금및현금성자산	-	14.6	39.7	339.9	331.6
매출채권	-	100.1	115.5	157.1	295.9
재고자산	-	242.3	378.1	519.0	977.4
<b>비유동자산</b>	-	<b>562.5</b>	<b>674.8</b>	<b>634.9</b>	<b>616.3</b>
유형자산	-	71.5	63.6	37.3	30.2
무형자산	-	17.0	121.3	107.5	95.8
투자자산	-	375.6	365.9	366.1	366.3
<b>자산총계</b>	-	<b>1,146.5</b>	<b>1,264.8</b>	<b>1,733.4</b>	<b>2,348.4</b>
<b>유동부채</b>	-	<b>563.7</b>	<b>332.3</b>	<b>366.3</b>	<b>429.3</b>
매입채무	-	105.2	104.3	89.0	138.1
단기차입금	-	210.6	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	-	<b>35.4</b>	<b>36.1</b>	<b>37.4</b>	<b>38.8</b>
사채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	-	0.0	0.3	0.3	0.3
<b>부채총계</b>	-	<b>599.1</b>	<b>368.4</b>	<b>403.7</b>	<b>468.1</b>
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	576.0	1,008.5	1,558.2
비지배주주지분	-	0.0	12.6	13.3	14.2
<b>자본총계</b>	-	<b>547.4</b>	<b>896.4</b>	<b>1,329.7</b>	<b>1,880.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	-	<b>291.5</b>	<b>281.4</b>	<b>369.7</b>	<b>81.3</b>
당기순이익(손실)	-	231.9	386.5	503.4	642.0
유형자산상각비	-	27.4	48.8	26.3	7.1
무형자산상각비	-	0.9	8.5	13.8	11.7
운전자본의 증감	-	-39.0	-135.6	-173.9	-579.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-	<b>-567.5</b>	<b>82.6</b>	<b>0.7</b>	<b>1.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-	-12.0	-14.1	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-	-376.9	20.6	-0.2	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	-	<b>158.4</b>	<b>-337.9</b>	<b>-70.1</b>	<b>-91.4</b>
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	25.2	300.2	-8.4
기초현금	-	129.1	14.6	39.7	339.9
기말현금	-	14.6	39.7	339.9	331.6

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	-	42,708	47,227	59,479	75,254
EPS(지배주주)	-	9,094	10,075	13,122	16,735
CFPS	-	14,242	15,305	18,756	23,098
EBITDAPS	-	13,764	15,134	18,399	22,647
BPS	-	14,290	23,073	34,364	48,714
DPS	-	1,100	1,839	2,395	3,055
배당수익률(%)	-	0.6	1.3	1.6	2.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	20.8	14.3	11.5	9.0
PCR	-	13.3	9.4	8.1	6.5
PSR	-	4.4	3.1	2.5	2.0
PBR	-	13.2	6.3	4.4	3.1
EBITDA	-	351.0	579.7	704.8	867.5
EV/EBITDA	-	21.3	9.5	7.8	6.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-	42.4	53.9	45.7	40.3
EBITDA 이익률	-	32.2	32.0	30.9	30.1
부채비율	-	109.4	41.1	30.4	24.9
금융비용부담률	-	0.4	0.5	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-	68.1	59.8	611.2	780.4
매출채권회전율(x)	-	10.9	16.8	16.7	12.7
재고자산회전율(x)	-	4.5	5.8	5.1	3.9

**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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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	-36.3	-31.0	
2023.02.02	기업브리프	Buy	230,000	하누리	-	-	