

2023. 4. 4



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) **230,000 원**

현재주가 (4.3) **140,600 원**

상승여력 **63.6%**

KOSPI	2,472.34pt
시가총액	53,860억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	40.19%
외국인비중	12.53%
52주 최고/최저가	161,000원/123,000원
평균거래대금	227.8억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인	59.38
국민연금공단	7.31

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	2.3	-9.9
상대주가	-3.0	-10.9	-0.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,089.2	322.7	225.8	8,852	-	14,130	21.4	13.4	21.3	41.7	110.7
2022	1,808.9	524.9	441.8	11,532	30.5	24,055	12.5	6.0	9.4	60.4	66.5
2023E	2,344.3	668.8	503.3	13,137	13.9	35,599	10.7	3.9	5.7	44.0	47.8
2024E	3,008.5	858.7	648.0	16,917	28.8	50,701	8.3	2.8	4.7	39.2	37.1
2025E	3,680.8	1,058.0	796.9	20,802	23.0	69,166	6.8	2.0	3.4	34.7	30.4

F&F 383220

1Q23E Preview: 이유가 있다

- ✓ 1Q23E 매출액 4,921억원(+13%), 영업이익 1,373억원(+2%, OPM 28%)
- ✓ 해외: 중국(+22%) 기존점 강세, 홍콩(+80%) 리오프닝 및 신규 지역 추가
- ✓ 국내: MLB 면세(-35%) 수수료 인하, 비면세(-7%) 기저, Discovery(-2%) 기온 상승
- ✓ 실적(매출액 +30%, OPM 29%) 최고 vs. 발류 최저(PER 2023E 11배, 2024E 8배)
- ✓ 가치주 탈 쓴 성장주(매출액 +30%, OPM 29%, PER 10배), 업종 내 최선호주 유지

1Q23E 판매 성장 > 마진 확장

F&F는 2023년 1분기 매출액 4,921억원(+12.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,373억원(+2.0%, OPM 27.9%), 순이익 984억원(+2.0%)을 기록할 전망이다. 판매 성과 대비 마진 확장이 미진하겠다. 제품(평균기온: 1Q23 +2.1도 vs. 1Q22 -1.6도 → 판가↓)과 채널(송객수수료율 인하 → 면세↓) 모두 믹스 훼손이 불가피하다. 1Q22 이익률이 비경상적으로 높기도 했다(경상 OPM 4Q > 1Q vs. 2022년 최초로 OPM 1Q > 4Q).

[해외] 중국: 매출액으로 1,838억원(+21.8%)을 추산한다. 기존점(점당 매출액 QoQ +101.2%) 강세로 출점 지연(·: 춘절, 양회)을 상쇄하겠다(매장 순증 QoQ: 1Q +37개, 2Q 61개, 3Q 86개, 4Q 76개 추정). **홍콩:** 예상 매출액은 187억원(+80.0%)이다. 리오프닝 효과에 신규 지역 추가로 매분기 신기록을 경신할 것으로 본다.

[국내] MLB: 면세(-35.0%)는 수수료 영향, 비면세(-7.0%)와 아동(-4.9%)은 기저 부담을 감안했다(1Q22: 성인 +58.2%, 아동 +38.8%). **Discovery:** 기온 상승을 반영, 보수적으로 추정했다(매출액 -2.0%).

투자 의견 Buy 및 적정주가 230,000원 제시

가치주의 탈 쓴 성장주다. 구조적 외형 확대(매출액: 2022년 +22.1%, 2023E +29.6%, 2024E +28.3%)와 최고의 영업 수익성(OPM 29%)에도, PER은 10배 수준 이다(2023E 11배, 2024E 8배). 신사업(2H23E 세르지오타키니 국내 직접 사업 시작, 듀벤티카 중국 진출)과 지분 가치(4Q22 테일러메이드 재평가, 장부가 +800억원 기타영업외수익 반영)는 전혀 반영되고 있지 않다. 업종 내 최선호주 의견을 유지하며, 적극 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	492.1	437.1	12.6	558.7	-11.9	493.4	-0.3
영업이익	137.3	134.6	2.0	156.9	-12.5	148.6	-7.6
순이익	98.4	96.4	2.0	165.8	-40.7	107.2	-8.2
영업이익률(%)	27.9	30.8	-2.9	28.1	-0.2	30.1	-2.2

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,344.3	3,008.5	2,278.5	2,882.8	2.9	4.4	2,228.2	2,575.0
영업이익	668.8	858.7	664.6	848.7	0.6	1.2	672.3	791.7
순이익	503.3	648.0	502.7	641.1	0.1	1.1	502.1	594.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	14,143	12개월 선행 지배주주 EPS
Target PER (배)	16	안타스포츠 12개월 선행 PER에 30% 할인 적용
적정주가 (원)	230,000	
현재주가 (원)	140,600	
상승여력 (%)	63.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	150.9	107.2	202.0	121.0	183.8	205.9	289.4	273.8	382.3	581.1	953.0	1,308.0
YoY	204.7	77.2	65.7	-19.6	21.8	92.0	43.3	126.3	413.0	52.0	64.0	37.3
A. 온라인	17.0	17.6	13.5	32.4	17.8	20.1	14.2	37.7	62.3	80.5	89.8	100.8
YoY	63.1	40.8	29.6	12.0	5.0	13.9	5.0	16.3	64.3	29.3	11.5	12.2
일평균 매출액 (백만원)	188.7	78.0	146.7	87.7	198.2	81.9	154.1	92.1	95.8	125.1	131.3	138.1
특수 매출 (6/18 · 11/11)	-	10.5	-	24.4	-	12.6	-	29.3	27.3	34.9	41.9	50.2
B. 오프라인	133.9	89.6	188.5	88.5	166.0	185.9	275.2	236.1	320.0	500.5	863.2	1,207.3
YoY	242.5	86.7	69.1	-27.1	24.0	107.4	46.0	166.7	764.9	56.4	72.4	39.9
대리점	124.7	85.2	176.7	72.3	152.3	170.2	258.9	216.9	298.1	458.9	798.3	1,134.3
일평균 매출액 (백만원)	2.7	1.6	2.8	1.0	2.1	2.2	3.0	2.3	3.0	2.0	2.4	2.6
매장 수 (개)	539	656	728	798	835	895	980	1,055	472	798	1,055	1,285
직영점	9.2	4.4	11.8	16.2	13.7	15.6	16.3	19.1	21.9	41.6	64.8	73.0
일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.0	3.9	4.3	3.6	4.0	4.1	4.7	4.6	3.6	4.1	4.2
매장 수 (개)	23	25	41	42	42	43	44	45	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
매출액	437.1	371.4	441.7	558.7	492.1	519.5	609.7	723.0	1,808.9	2,344.3	3,008.5
MLB 한국	161.2	145.9	126.2	161.7	131.4	146.5	131.7	174.1	595.0	583.7	606.5
성인 비면세	70.6	67.4	62.0	76.1	65.7	64.0	60.1	82.2	276.2	272.1	283.7
성인 면세	67.6	58.2	51.0	62.1	44.0	62.9	58.7	67.0	238.9	232.5	244.1
아동	22.9	20.3	13.2	23.5	21.8	19.6	12.9	24.8	79.9	79.1	78.6
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	121.0	183.8	205.9	289.4	273.8	581.1	953.0	1,308.0
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	18.7	21.0	20.5	24.2	50.8	84.5	143.7
Discovery	111.2	96.7	79.0	205.0	109.0	93.8	79.0	213.2	491.9	495.0	512.0
Stretch Angels	1.2	1.7	1.5	1.6	1.4	1.8	1.7	1.8	6.0	6.7	7.2
영업이익	134.6	95.0	138.4	156.9	137.3	140.6	186.1	204.7	524.9	668.8	858.7
영업이익률	30.8	25.6	31.3	28.1	27.9	27.1	30.5	28.3	29.0	28.5	28.5
순이익	96.4	69.6	109.9	165.8	98.4	103.8	149.5	151.5	441.8	503.3	648.0
순이익률	22.1	18.7	24.9	29.7	20.0	20.0	24.5	21.0	24.4	21.5	21.5
(% YoY)											
매출액	57.4	18.9	34.3	-0.8	12.6	39.9	38.0	29.4	22.1	29.6	28.3
MLB 한국	27.4	-9.2	-3.0	-8.2	-18.5	0.4	4.4	7.7	-0.4	-1.9	3.9
성인 비면세	58.2	24.8	24.0	-6.0	-7.0	-5.0	-3.0	8.0	20.3	-1.5	4.3
성인 면세	3.5	-37.8	-24.5	-15.6	-35.0	8.0	15.0	8.0	-20.4	-2.7	5.0
아동	38.8	56.2	4.8	8.3	-4.9	-3.5	-2.1	5.6	17.9	-1.0	-0.6
MLB 중국	204.7	77.2	65.7	-19.6	21.8	92.0	43.3	126.3	52.0	64.0	37.3
MLB 홍콩	2.4	23.0	27.0	28.2	80.0	80.0	80.0	40.0	20.5	66.4	70.0
Discovery	18.3	27.0	29.1	-3.7	-2.0	-3.0	0.0	4.0	10.7	0.6	3.4
영업이익	94.4	25.9	44.5	-14.6	2.0	48.1	34.5	30.5	23.8	27.4	28.4
영업이익률	5.9	1.4	2.2	-4.5	-2.9	1.5	-0.8	0.2	0.4	-0.5	0.0
순이익	70.7	23.9	54.6	34.9	2.0	49.2	36.0	-8.6	44.0	13.9	28.8
(매출 비중)											
내수	47.2	51.0	36.8	60.3	44.3	38.0	29.2	46.7	49.3	40.0	34.0
Discovery	25.6	26.7	18.9	40.6	24.6	20.1	15.2	31.1	28.6	23.4	19.9
MLB 성인	16.3	18.6	14.8	15.1	14.8	13.7	11.6	12.0	16.1	12.9	11.0
MLB 아동	5.3	5.6	3.2	4.7	4.9	4.2	2.5	3.6	4.6	3.7	3.1
해외	52.8	49.0	63.2	39.7	55.7	62.0	70.8	53.3	50.7	60.0	66.0
MLB 중국	34.8	29.7	48.3	24.0	41.5	44.1	55.6	40.0	33.8	45.0	50.9
MLB 면세	15.6	16.1	12.2	12.3	9.9	13.5	11.3	9.8	13.9	11.0	9.5
MLB 홍콩	2.4	3.2	2.7	3.4	4.2	4.5	3.9	3.5	3.0	4.0	5.6

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089.2	1,808.9	2,344.3	3,008.5	3,680.8
매출액증가율 (%)		66.1	29.6	28.3	22.3
매출원가	292.8	532.7	713.0	923.9	1,134.6
매출총이익	796.4	1,276.2	1,631.3	2,084.6	2,546.2
판매관리비	473.7	751.3	962.5	1,225.9	1,488.2
영업이익	322.7	524.9	668.8	858.7	1,058.0
영업이익률	29.6	29.0	28.5	28.5	28.7
금융손익	0.3	-9.7	0.7	6.9	9.2
중속/관계기업손익	-9.4	88.9	11.0	11.0	11.0
기타영업외손익	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4
세전계속사업이익	314.3	605.2	681.8	877.9	1,079.5
법인세비용	88.6	162.5	177.5	228.5	281.0
당기순이익	225.8	442.7	504.3	649.4	798.5
지배주주지분 손이익	225.8	441.8	503.3	648.0	796.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388.5	601.2	1,822.5	2,505.2	3,310.3
현금및현금성자산	14.6	102.0	1,173.7	1,390.2	2,011.8
매출채권	100.1	129.4	165.0	292.9	341.1
재고자산	242.3	297.5	382.7	679.9	791.8
비유동자산	751.9	969.0	226.7	190.3	177.7
유형자산	71.5	77.2	41.1	31.0	28.2
무형자산	17.0	132.9	62.6	36.1	26.2
투자자산	563.0	644.7	8.9	9.0	9.1
자산총계	1,140.3	1,570.2	2,049.2	2,695.5	3,488.0
유동부채	563.7	575.9	604.6	664.7	742.0
매입채무	105.2	99.7	95.8	140.2	163.3
단기차입금	210.6	195.0	195.0	195.0	195.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	58.2	64.6	70.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	599.1	627.0	662.8	729.3	812.8
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	1.2	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
이익잉여금	226.0	625.4	1,067.6	1,646.1	2,353.4
비지배주주지분	0.0	21.7	22.7	24.1	25.7
자본총계	541.3	943.2	1,386.4	1,966.3	2,675.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	536.4	283.5	714.4
당기순이익(손실)	225.8	442.7	504.3	649.4	798.5
유형자산상각비	27.4	48.5	36.2	10.0	2.8
무형자산상각비	0.9	31.8	70.3	26.4	9.9
운전자본의 증감	-39.0	-139.1	-74.3	-402.3	-96.8
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	635.1	2.5	-3.4
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	-17.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-572.4	7.2	635.9	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	-99.8	-69.5	-89.5
차입금의 증감	271.0	-10.2	-38.8	0.0	0.0
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	87.4	1,071.8	216.5	621.6
기초현금	129.1	14.6	102.0	1,173.7	1,390.2
기말현금	14.6	102.0	1,173.7	1,390.2	2,011.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	42,708	47,221	61,199	78,537	96,086
EPS(지배주주)	8,852	11,532	13,137	16,917	20,802
CFPS	14,242	16,008	20,242	23,252	27,596
EBITDAPS	13,764	15,799	20,237	23,367	27,949
BPS	14,130	24,055	35,599	50,701	69,166
DPS	1,100	1,600	1,823	2,347	2,886
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.3	1.7	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	12.5	10.7	8.3	6.8
PCR	13.3	9.0	6.9	6.0	5.1
PSR	4.4	3.1	2.3	1.8	1.5
PBR	13.4	6.0	3.9	2.8	2.0
EBITDA	351.0	605.2	775.2	895.1	1,070.7
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.7	4.7	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.7	60.4	44.0	39.2	34.7
EBITDA 이익률	32.2	33.5	33.1	29.8	29.1
부채비율	110.7	66.5	47.8	37.1	30.4
금융비용부담률	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	68.1	50.1	65.5	86.0	105.9
매출채권회전율(x)	10.9	15.8	15.9	13.1	11.6
재고자산회전율(x)	4.5	6.7	6.9	5.7	5.0

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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 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	-	-	