

2023. 10. 30



▲ 화장품/의류

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **140,000 원**

현재주가 (10/27) **87,000 원**

상승여력 **60.9%**

KOSPI	2,302.81pt
시가총액	33,327억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	39.07%
외국인비중	13.08%
52주 최고/최저가	161,000원/87,000원
평균거래대금	173.8억원

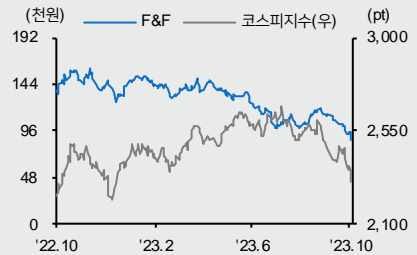
주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인	60.51
국민연금공단	7.33
브이아이피자산운용	5.27

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.0	-36.4	-36.5
상대주가	-17.6	-31.1	-36.9

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	2,031.1	594.9	458.9	11,978	3.9	34,423	7.3	2.5	4.6	41.0	43.6
2024E	2,313.5	679.1	512.4	13,375	11.7	46,142	6.5	1.9	3.8	33.2	31.9
2025E	2,553.6	750.3	567.1	14,803	10.7	59,096	5.9	1.5	2.8	28.1	25.1

F&F 383220

3Q23 Review: 가치주

- ✓ 3Q23 매출액 4,919억원 (+11%), 영업이익 1,485억원 (+7%, OPM 30%)
- ✓ 중국: 출점 확대 (MLB +86개, 듀벤티카 +9개, 수프라 +4개) 기반 신기록 경신
- ✓ 기타: 홍콩 (+54%) 리오프닝 효과, 동남아 (+219%) 지역 확장
- ✓ 국내: 기저 부담 및 고온다습 영향 → MLB 성인 -21%, 디스커버리 -11%
- ✓ 투자 지표 (ROE 33%, PER 7배) 및 사업 저변 (테일러메이드 가치) → 저가 매수

3Q23 해외 강세 vs. 국내 약세

F&F는 2023년 3분기 매출액 4,919억원 (+11.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,485억원 (+7.4%, OPM 30.2%), 순이익 1,191억원 (+8.3%)으로, 기대치를 밑돌았다 (컨센서스 대비: 매출 -8.2%, 영업이익 -6.8%). 내수 부진 (3Q23 국내 의류 소매판매 Flat)과 환율 영향 (원/위안 평균 환율 -7.4%)이 예상보다 컸던 탓이다.

[해외] 중국: 매출액 2,606억원 (+29.0%)으로, 신기록을 경신했다. 출점 효과가 돋보였다 (매장 수/순증 QoQ: 대리점 982개/+68개, 직영점 87개/+18개, 듀벤티카 +9개, 수프라 +4개). 업태별로는 직영점 (+63.5%), 대리점 (+28.5%), 온라인 (+6.2%) 순으로 좋았다 (매출 비중: 대리점 87%, 직영점 7%, 온라인 6%). **홍콩** (175억원/+54.0%)은 리오프닝 효과, **동남아** (237억원/+219.2%)는 지역 확장이 돋보였다. [국내] 내수 판매는 부진했다 (MLB 성인 -20.7%/비면세 -10.3%, 면세 -39.5%, 디스커버리 -11.1%, MLB 키즈 -1.0%). 기저 부담 (4Q21~3Q22 의류 리오프닝 특수)에 고온다습 영향으로 영업 환경이 녹록하지 못했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 140,000원 제시

불편한 종목이다. 기피 투자처, 중국에 대한 의존도가 가장 높다 (2023E 중국 영업이익 기여도: F&F 61%, LG생활건강 10%, 아모레퍼시픽 -30%; 영업적자). 출점 약화로 성장성이 둔화된다 (F&F 중국: 2022년 +52.0% → 2023E +39.3% → 2024E +20.0%). 내수 시장에서 점유율이 하락 반전하기도 했다 (내수 의류 소매판매/F&F 비면세: 2021년 +15.2%/+26.3% → 2022 +7.5%/+15.2% → 2023E +6.6%/-2.4%).

그래도 저렴하다. 매력적인 투자 지표 (2024E ROE 33%, PER 7배)와 사업 저변 (아시아 확장, 테일러메이드 대주주, 매물대 (PER 10배) 시도)는 주효하다고 판단한다.

(십억원)	3Q23	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	491.9	441.7	11.4	405.5	21.3	535.9	-8.2	572.9	-14.1
영업이익	148.5	138.4	7.4	110.4	34.5	159.4	-6.8	168.0	-11.6
순이익	119.1	109.9	8.3	85.8	38.9	122.9	-3.1	128.3	-7.2
영업이익률(%)	30.2	31.3	-1.1	27.2	3.0	29.7	0.5	29.3	0.9

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,031.1	2,313.5	2,173.3	2,486.9	-6.5	-7.0	2,109.4	2,441.7
영업이익	594.9	679.1	627.8	719.4	-5.2	-5.6	609.8	712.6
순이익	458.8	512.4	478.9	536.6	-4.2	-4.5	479.1	554.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	13,199	12개월 선행 지배주주 EPS
Target PER (배)	11	안타스포츠 12개월 선행 PER에 40% 할인 적용
적정주가 (원)	140,000	
현재주가 (원)	87,000	
상승여력 (%)	60.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	150.9	107.2	202.0	121.0	207.9	140.1	260.6	200.7	382.3	581.1	809.3	970.7
YoY	204.7	77.2	65.7	-19.6	37.8	30.7	29.0	65.9	413.0	52.0	39.3	20.0
A. 온라인	17.0	17.6	13.5	32.4	20.8	22.2	14.3	34.2	62.3	80.5	91.5	96.8
YoY	63.1	40.8	29.6	12.0	22.4	26.2	6.2	5.3	64.3	29.3	13.6	5.8
일평균 매출액 (백만원)	188.7	79.6	146.7	87.7	231.0	84.6	155.8	87.7	95.8	125.5	139.4	142.5
특수 매출 (6/18 · 11/11)	-	10.4	-	24.4	-	14.5	-	26.1	27.3	34.7	40.6	44.7
B. 오프라인	133.9	89.6	188.5	88.5	187.1	117.9	246.3	166.5	320.0	500.5	717.8	873.9
YoY	242.5	86.7	69.1	-27.1	39.7	31.6	30.6	88.1	764.9	56.4	43.4	21.8
대리점	124.7	85.2	176.7	72.3	164.9	95.5	227.0	140.2	298.1	458.9	627.5	755.5
점당 일평균 매출액 (백만원)	2.7	1.6	2.8	1.0	2.3	1.2	2.6	1.5	3.0	2.0	1.9	1.8
매장 수 (개)	539	656	728	797	829	914	982	1,057	472	797	1,057	1,227
직영점	9.2	4.4	11.8	16.2	22.2	22.4	19.3	26.4	21.9	41.6	90.3	118.4
점당 일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.0	3.9	3.2	3.9	3.8	2.7	3.2	4.6	2.5	3.1	3.4
매장 수 (개)	23	25	41	68	60	69	87	90	22	68	90	100

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 F&F 실적 추이 및 전망												
(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E	
매출액	437.1	371.4	441.7	558.7	497.4	405.5	491.9	636.3	1,808.9	2,031.1	2,313.5	
MLB 한국	156.6	145.7	128.8	165.6	133.6	128.5	102.1	145.2	596.7	509.4	526.6	
성인 비면세	66.1	67.2	62.4	76.0	68.4	69.7	56.0	76.8	271.7	270.9	277.9	
성인 면세	67.6	58.2	51.0	62.1	42.3	39.6	30.9	40.3	238.9	153.1	160.8	
아동	22.9	20.3	15.4	27.5	22.9	19.2	15.2	28.1	86.1	85.4	88.0	
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	121.0	207.9	140.1	260.6	200.7	581.1	809.3	970.7	
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	19.3	19.0	17.5	25.1	50.8	80.9	97.1	
MLB 동남아	4.5	4.4	7.4	6.1	11.6	10.2	23.7	16.6	22.5	62.1	80.9	
Discovery	111.2	96.7	79.0	205.0	111.4	88.5	70.2	206.0	491.9	476.1	490.6	
영업이익	134.6	95.0	138.4	156.9	148.8	110.1	148.5	187.1	524.9	594.6	679.1	
영업이익률	30.8	25.6	31.3	28.1	29.9	27.1	30.2	29.4	29.0	29.3	29.4	
순이익	96.4	69.6	109.9	165.8	118.6	85.8	119.1	135.4	441.8	458.8	512.4	
순이익률	22.1	18.7	24.9	29.7	23.9	21.1	24.2	21.3	24.4	22.6	22.1	
(% YoY)												
매출액	57.4	18.9	34.3	-0.8	13.8	9.2	11.4	13.9	22.1	12.3	13.9	
MLB 한국	23.3	-9.6	-2.1	-6.2	-14.7	-11.8	-20.7	-12.3	0.1	-14.6	3.4	
성인 비면세	53.7	29.5	27.3	-0.7	3.5	3.7	-10.3	1.0	23.3	-0.3	2.6	
성인 면세	3.5	-37.8	-24.5	-15.6	-37.4	-32.0	-39.5	-35.0	-20.4	-35.9	5.0	
아동	22.5	29.3	2.7	4.2	0.0	-5.4	-1.0	2.0	13.6	-0.8	3.0	
MLB 중국	204.7	77.2	65.7	-19.6	37.8	30.7	29.0	65.9	52.0	39.3	20.0	
MLB 홍콩	2.4	23.0	27.0	28.2	85.0	63.0	54.0	45.0	20.5	59.4	20.0	
MLB 동남아	127.0	111.9	221.7	103.1	155.5	129.3	219.2	172.1	139.2	175.8	30.2	
Discovery	18.3	27.0	29.1	-3.7	0.2	-8.5	-11.1	0.5	10.7	-3.2	3.1	
영업이익	94.4	25.9	44.5	-14.6	10.6	15.9	7.4	19.2	23.8	13.3	14.2	
영업이익률	5.9	1.4	2.2	-4.5	-0.9	1.6	-1.1	1.3	0.4	0.3	0.1	
순이익	70.7	23.9	54.6	34.9	23.0	23.3	8.3	-18.4	44.0	3.9	11.7	
(매출 비중)												
내수	46.2	50.4	36.6	59.9	41.9	45.9	29.8	52.4	48.7	43.0	39.5	
Discovery	25.6	26.4	18.4	39.8	23.0	22.9	14.8	34.7	28.2	24.6	22.7	
MLB 성인	15.2	18.4	14.6	14.8	14.1	18.0	11.8	12.9	15.6	14.0	12.8	
MLB 아동	5.3	5.6	3.6	5.3	4.7	5.0	3.2	4.7	4.9	4.4	4.1	
해외	53.8	49.6	63.4	40.1	58.1	54.1	70.2	47.6	51.3	57.0	60.5	
MLB 중국	34.8	29.3	47.1	23.5	43.0	36.3	55.0	33.8	33.3	41.8	44.8	
MLB 면세	15.6	15.9	11.9	12.1	8.8	10.2	6.5	6.8	13.7	7.9	7.4	
MLB 홍콩 및 동남아	3.4	4.4	4.4	4.5	6.4	7.6	8.7	7.0	4.2	7.4	8.2	

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089.2	1,808.9	2,031.1	2,313.5	2,553.6
매출액증가율(%)		66.1	12.3	13.9	10.4
매출원가	292.8	532.7	639.2	719.0	793.7
매출총이익	796.4	1,276.2	1,391.9	1,594.5	1,759.8
판매관리비	473.7	751.3	797.0	915.3	1,009.6
영업이익	322.7	524.9	594.9	679.1	750.3
영업이익률(%)	29.6	29.0	29.3	29.4	29.4
금융손익	0.3	-9.7	-1.4	2.8	5.8
중속/관계기업손익	-9.4	88.9	12.7	12.7	12.7
기타영업외손익	0.8	1.0	-1.0	-0.6	-0.5
세전계속사업이익	314.3	605.2	605.2	694.1	768.2
법인세비용	88.6	162.5	145.4	180.7	200.0
당기순이익	225.8	442.7	459.8	513.4	568.2
지배주주지분 순이익	225.8	441.8	458.9	512.4	567.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	501.1	490.6	677.3
당기순이익(손실)	225.8	442.7	459.8	513.4	568.2
유형자산상각비	27.4	48.5	60.5	23.6	10.0
무형자산상각비	0.9	31.8	23.0	21.8	17.3
운전자본의 증감	-39.0	-139.1	-18.1	-68.2	81.7
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	-50.5	-12.7	-7.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.0	-17.9	-12.4	-5.9	-6.0
투자자산의 감소(증가)	-572.4	7.2	-17.6	-8.9	-0.1
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	-153.8	-99.6	-100.6
차입금의 증감	271.0	-10.2	-43.8	-36.1	-29.8
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	87.4	296.3	378.4	568.9
기초현금	129.1	14.6	102.0	398.3	776.7
기말현금	14.6	102.0	398.3	776.7	1,345.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388.5	601.2	946.6	1,414.1	1,936.8
현금및현금성자산	14.6	102.0	398.3	776.7	1,345.6
매출채권	100.1	129.4	83.3	92.9	85.0
재고자산	242.3	297.5	372.3	441.4	409.3
비유동자산	751.9	969.0	979.9	949.3	928.0
유형자산	71.5	77.2	53.0	35.3	31.3
무형자산	17.0	132.9	126.7	104.9	87.5
투자자산	563.0	644.7	660.7	669.6	669.6
자산총계	1,140.3	1,570.2	1,926.6	2,363.4	2,864.9
유동부채	563.7	575.9	503.8	488.3	489.8
매입채무	105.2	99.7	64.1	70.9	77.0
단기차입금	210.6	195.0	132.6	99.6	72.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	80.8	83.2	85.8
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	584.6	571.5	575.5
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	-1.6	-1.6	-1.6
이익잉여금	226.0	625.4	1,021.7	1,470.6	1,966.8
비지배주주지분	0.0	21.7	23.3	24.4	25.5
자본총계	541.3	943.2	1,342.0	1,791.9	2,289.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	42,708	47,221	53,020	60,393	66,661
EPS(지배주주)	8,852	11,532	11,978	13,375	14,803
CFPS	14,242	16,008	18,467	19,073	20,114
EBITDAPS	13,764	15,799	17,709	18,915	20,299
BPS	14,130	24,055	34,423	46,142	59,096
DPS	1,100	1,600	1,663	1,857	2,056
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.9	2.1	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	12.5	7.3	6.5	5.9
PCR	13.3	9.0	4.7	4.6	4.3
PSR	4.4	3.1	1.6	1.4	1.3
PBR	13.4	6.0	2.5	1.9	1.5
EBITDA(십억원)	351.0	605.2	678.4	724.6	777.6
EV/EBITDA	21.3	9.4	4.6	3.8	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.7	60.4	41.0	33.2	28.1
EBITDA 이익률	32.2	33.5	33.4	31.3	30.5
부채비율	110.7	66.5	43.6	31.9	25.1
금융비용부담률	0.4	0.6	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	68.1	50.1	51.4	79.8	107.7
매출채권회전율(x)	10.9	15.8	19.1	26.3	28.7
재고자산회전율(x)	4.5	6.7	6.1	5.7	6.0

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-38.4	-33.5	
2023.04.11	Indepth	Buy	220,000	하누리	-38.5	-32.1	
2023.07.03	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-45.5	-39.4	
2023.10.10	기업브리프	Buy	170,000	하누리	-42.7	-37.9	
2023.10.30	기업브리프	Buy	140,000	하누리	-	-	