2023. 7. 31

▲ 화장품/의류
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

F&F 383220

2Q23 Review: 바겐 세일

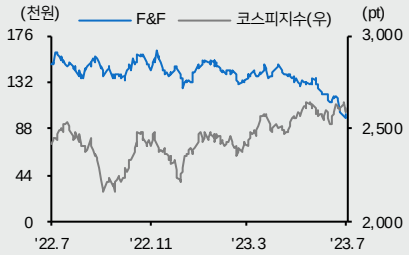
- ✓ 2Q23 매출액 4,055억원 (+9%), 영업이익 1,101억원 (+16%, OPM 27%)
- ✓ 해외: 중국 (+31%) 2/4분기 최고치, 홍콩 (+63%) 리오프닝, 동남아 (+129%) 확장
- ✓ 국내: 기저 부담 및 수요 약화 (MLB 성인 –12%, 키즈 –5%, 디스커버리 –9%)
- ✓ 보수적 실적 추정 & 합리적 Valuation 적용 = 적정주가 20만원, 상승여력 +98%
- ✓ 저변 확장 (듀베티카/수프라/세르지오 해외), F&F홀딩스 매집 → 초저가 매수 기회

Buy

적정주가 (12 개월)	**200,000 원**
현재주가 (7.28)	**101,100 원**
상승여력	**97.8%**
KOSPI	2,608.32pt
시가총액	38,728억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	39.48%
외국인비중	13.89%
52주 최고/최저가	161,000원/97,800원
평균거래대금	178.0억원
주요주주(%)	
F&F홀딩스 외 9 인	60.09
국민연금공단	8.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.2	-31.2	-32.8
상대주가	-17.6	-34.5	-37.3

주가그래프



2Q23 기대치 하회

F&F는 2023년 2분기 매출액 4,055억원 (+9.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,101억원 (+15.9%, OPM 27.1%), 순이익 857억원 (+23.2%)으로, 시장 기대치를 밑돌았다 (컨센서스 대비 영업이익 –8.8%).

중국: 매출액 1,401억원 (+30.7%)으로, 2/4분기 최대치를 경신했다. B2C 강세가 돋보인다. 온라인 (+26.2%; 비중 16%)은 행사 효과로 (티몰 618 GMV +40%), 직영점은 (+407.7%; 비중 16%; 매장 수 +176%, 점당 매출액 +89%) 접점 확대로 고성장했다. B2B는 상대적으로 미진했다 (대리점 +12.1%; 비중 68%; 매장 수 +85개 QoQ). 전방 소비력 약화를 감안, 대리상이 보수적으로 재고를 운영하는 모습이다. 도매 사업은 매장 수와 매출 규모가 동행하지 않는다. **기타 아시아**: 홍콩 (190억원/+63.0%)은 리오프닝 효과, 동남아 (102억원/+129.3%)는 지역 확장이 돋보였다.

국내: 내수는 약세다 (MLB 성인 –11.8%, 키즈 –5.4%, 디스커버리 –8.5%; 면세 합산). 기저 정도를 감안, 4Q23E에 반등하겠다 (내수 합산 4Q22 –4.8% 역신장 전환).

투자의견 Buy 및 적정주가 200,000원 제시

10만원은 과하다. 보수적인 실적 추정 (① 중국 대리점 점당 매출액 2023E –10%, ② 내수 2023E –4%, ③ 신사업 반영 연결 판관비율 2023E +1.5%p)과 합리적인 Valuation 적용에도 (12개월 선행 PER 14배, 안타 30% 할인), 적정주가는 20만원, 상승여력은 +98%에 달한다. 사업 저변은 지속 확장된다 (설립~2016년: 내수 성장 – 아동 2위/아웃도어 2위, 2017~2022년: MLB 해외 – 면세/홍콩/중국/동남아, 2023E~ 브랜드 추가: 듀베티카/수프라 중국 진출, 세르지오타키니 글로벌 성장, 테일러메이드 연결). F&F홀딩스마저 매집 중이다. 초저가 매수 기회, 놓치지 말자.

(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	2,117.4	613.1	474.0	12,373	8.4	33,239	8.2	3.0	5.6	43.2	53.1
2024E	2,434.5	707.2	541.2	14,128	14.2	45,640	7.2	2.2	4.6	35.8	38.3
2025E	2,701.4	786.0	600.7	15,682	11.0	59,350	6.4	1.7	3.4	29.9	29.9

표1 F&F 2Q23 실적 Review

(십억원)	2Q23	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**405.5**	371.4	**9.2**	497.4	-18.5	441.7	-8.2
영업이익	**110.1**	95.0	**15.9**	148.8	-26.1	120.7	-8.8
순이익	**85.7**	69.6	**23.2**	118.6	-27.7	89.7	-4.4
영업이익률(%)	**27.1**	25.6	**1.6**	29.9	-2.8	27.3	-0.2

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표2 F&F 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	**2,117.4**	**2,434.5**	2,108.5	2,619.1	**0.4**	**-7.0**	2,188.6	2,518.6
영업이익	**613.1**	**707.2**	637.2	799.3	**-3.8**	**-11.5**	650.1	756.7
순이익	**474.0**	**541.2**	495.4	622.2	**-4.3**	**-13.0**	503.8	582.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 F&F 적정주가 산출

(원, 배, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	13,602	12개월 선행 지배주주 EPS
Targer PER (배)	14	안타스포츠 12개월 선행 PER에 30% 할인 적용
적정주가 (원)	**200,000**	
현재주가 (원)	101,100	
상승여력 (%)	97.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 F&F 중국 법인 실적

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**150.9**	**107.2**	**202.0**	**121.0**	**207.9**	**140.1**	**243.5**	**204.0**	**382.3**	**581.1**	**795.5**	**969.1**
YoY	204.7	77.2	65.7	-19.6	37.8	30.7	20.5	68.6	413.0	52.0	36.9	21.8
A. 온라인	**17.0**	**17.6**	**13.5**	**32.4**	**20.8**	**22.2**	**13.9**	**34.6**	**62.3**	**80.5**	**91.5**	**97.3**
YoY	63.1	40.8	29.6	12.0	22.4	26.2	3.0	6.5	64.3	29.3	13.6	6.4
일평균 매출액 (백만원)	188.7	79.6	146.7	87.7	231.0	84.6	151.1	89.4	95.8	125.5	138.7	143.1
특수 매출 (6/18 · 11/11)	-	10.4	-	24.4	-	14.5	-	26.3	27.3	34.7	40.8	44.9
B. 오프라인	**133.9**	**89.6**	**188.5**	**88.5**	**187.1**	**117.9**	**229.6**	**169.5**	**320.0**	**500.5**	**704.1**	**871.8**
YoY	242.5	86.7	69.1	-27.1	39.7	31.6	21.8	91.4	764.9	56.4	40.7	23.8
대리점	**124.7**	**85.2**	**176.7**	**72.3**	**164.9**	**95.5**	**206.9**	**143.2**	**298.1**	**458.9**	**610.5**	**755.5**
점당 일평균 매출액 (백만원)	2.7	1.6	2.8	1.0	2.3	1.2	2.3	1.5	3.0	2.0	1.8	1.8
매장 수 (개)	**539**	**656**	**728**	**797**	**829**	**914**	**1,004**	**1,079**	**472**	**797**	**1,079**	**1,259**
직영점	**9.2**	**4.4**	**11.8**	**16.2**	**22.2**	**22.4**	**22.7**	**26.3**	**21.9**	**41.6**	**93.6**	**116.3**
점당 일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.0	3.9	3.2	3.9	3.8	3.5	3.9	4.6	2.5	3.6	3.9
매장 수 (개)	23	25	41	68	60	69	72	75	22	68	75	89

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 F&F 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**437.1**	**371.4**	**441.7**	**558.7**	**497.4**	**405.5**	**514.8**	**699.7**	**1,808.9**	**2,117.4**	**2,434.5**
MLB 한국	156.6	145.7	128.8	165.6	133.6	128.5	124.4	164.6	596.7	551.1	568.3
성인 비면세	66.1	67.2	62.4	76.0	68.4	69.7	64.9	80.6	271.7	283.6	292.1
성인 면세	67.6	58.2	51.0	62.1	42.3	39.6	43.4	55.9	238.9	181.1	186.6
아동	22.9	20.3	15.4	27.5	22.9	19.2	16.2	28.2	86.1	86.4	89.7
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	121.0	207.9	140.1	243.5	204.0	581.1	795.5	969.1
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	19.3	19.0	19.3	26.0	50.8	83.6	100.3
MLB 동남아	4.5	4.4	7.4	6.1	11.6	10.2	11.2	12.3	22.5	45.4	61.6
Discovery	111.2	96.7	79.0	205.0	111.4	88.5	73.5	220.3	491.9	493.6	508.4
영업이익	**134.6**	**95.0**	**138.4**	**156.9**	**148.8**	**110.1**	**153.6**	**200.6**	**524.9**	**613.1**	**707.2**
영업이익률	30.8	25.6	31.3	28.1	29.9	27.1	29.8	28.7	29.0	29.0	29.1
순이익	**96.4**	**69.6**	**109.9**	**165.8**	**118.6**	**85.7**	**118.0**	**151.6**	**441.8**	**474.0**	**541.2**
순이익률	22.1	18.7	24.9	29.7	23.9	21.1	22.9	21.7	24.4	22.4	22.2
(% YoY)											
매출액	**57.4**	**18.9**	**34.3**	**-0.8**	**13.8**	**9.2**	**16.6**	**25.3**	**22.1**	**17.1**	**15.0**
MLB 한국	23.3	-9.6	-2.1	-6.2	-14.7	-11.8	-3.4	-0.6	0.1	-7.6	3.1
성인 비면세	53.7	29.5	27.3	-0.7	3.5	3.7	4.0	6.0	23.3	4.4	3.0
성인 면세	3.5	-37.8	-24.5	-15.6	-37.4	-32.0	-15.0	-10.0	-20.4	-24.2	3.0
아동	22.5	29.3	2.7	4.2	0.0	-5.4	5.0	2.5	13.6	0.4	3.7
MLB 중국	204.7	77.2	65.7	-19.6	37.8	30.7	20.5	68.6	52.0	36.9	21.8
MLB 홍콩	2.4	23.0	27.0	28.2	85.0	63.0	70.0	50.0	20.5	64.6	20.0
MLB 동남아	127.0	111.9	221.7	103.1	155.5	129.3	51.0	102.3	139.2	101.4	35.9
Discovery	18.3	27.0	29.1	-3.7	0.2	-8.5	-7.0	7.5	10.7	0.3	3.0
영업이익	**94.4**	**25.9**	**44.5**	**-14.6**	**10.6**	**15.9**	**11.0**	**27.8**	**23.8**	**16.8**	**15.4**
영업이익률	5.9	1.4	2.2	-4.5	-0.9	1.6	-1.5	0.6	0.4	-0.1	0.1
순이익	**70.7**	**23.9**	**54.6**	**34.9**	**23.0**	**23.2**	**7.4**	**-8.6**	**44.0**	**7.3**	**14.2**
(매출 비중)											
내수	**46.2**	**50.4**	**36.6**	**59.9**	**41.9**	**45.9**	**32.7**	**52.5**	**48.7**	**43.9**	**40.3**
Discovery	25.6	26.4	18.4	39.8	23.0	22.9	15.6	35.1	28.2	25.1	23.0
MLB 성인	15.2	18.4	14.6	14.8	14.1	18.0	13.8	12.8	15.6	14.4	13.2
MLB 아동	5.3	5.6	3.6	5.3	4.7	5.0	3.4	4.5	4.9	4.4	4.1
해외	**53.8**	**49.6**	**63.4**	**40.1**	**58.1**	**54.1**	**67.3**	**47.5**	**51.3**	**56.1**	**59.7**
MLB 중국	**34.8**	**29.3**	**47.1**	**23.5**	**43.0**	**36.3**	**51.6**	**32.5**	**33.3**	**40.4**	**43.9**
MLB 면세	15.6	15.9	11.9	12.1	8.8	10.2	9.2	8.9	13.7	9.2	8.5
MLB 홍콩 및 동남아	3.4	4.4	4.4	4.5	6.4	7.6	6.5	6.1	4.2	6.5	7.3

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,089.2**	**1,808.9**	**2,117.4**	**2,434.5**	**2,701.4**
매출액증가율(%)		66.1	17.1	15.0	11.0
매출원가	292.8	532.7	628.1	713.8	792.1
매출총이익	796.4	1,276.2	1,489.3	1,720.7	1,909.3
판매관리비	473.7	751.3	876.2	1,013.5	1,123.3
영업이익	**322.7**	**524.9**	**613.1**	**707.2**	**786.0**
영업이익률(%)	29.6	29.0	29.0	29.0	29.1
금융손익	0.3	-9.7	1.4	4.4	6.9
종속/관계기업손익	-9.4	88.9	17.7	19.7	18.7
기타영업외손익	0.8	1.0	-0.6	-0.6	-0.5
세전계속사업이익	314.3	605.2	631.5	730.7	811.0
법인세비용	88.6	162.5	151.8	182.9	203.0
당기순이익	**225.8**	**442.7**	**479.8**	**547.8**	**608.0**
지배주주지분 순이익	225.8	441.8	474.0	541.2	600.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**291.5**	**344.1**	**380.5**	**482.0**	**728.5**
당기순이익(손실)	225.8	442.7	479.8	547.8	608.0
유형자산상각비	27.4	48.5	50.6	17.7	9.0
무형자산상각비	0.9	31.8	8.8	7.9	7.3
운전자본의 증감	-39.0	-139.1	-158.5	-91.4	104.2
투자활동 현금흐름	**-567.5**	**-145.8**	**-17.2**	**-13.8**	**-7.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	-17.9	-7.8	-5.9	-6.0
투자자산의감소(증가)	-572.4	7.2	-9.7	-8.9	-0.1
재무활동 현금흐름	**158.4**	**-108.9**	**-80.8**	**-102.2**	**-105.3**
차입금의 증감	271.0	-10.2	17.7	-36.1	-29.8
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	87.4	283.6	366.0	615.9
기초현금	129.1	14.6	102.0	385.6	751.6
기말현금	14.6	102.0	385.6	751.6	1,367.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388.5	601.2	1,024.9	1,508.8	2,060.8
현금및현금성자산	14.6	102.0	385.6	751.6	1,367.4
매출채권	100.1	129.4	126.1	142.9	129.1
재고자산	242.3	297.5	440.1	531.2	486.7
비유동자산	751.9	969.0	967.5	956.8	946.6
유형자산	71.5	77.2	46.2	34.4	31.4
무형자산	17.0	132.9	129.4	121.5	114.2
투자자산	563.0	644.7	653.6	662.5	662.6
자산총계	**1,140.3**	**1,570.2**	**1,992.4**	**2,465.6**	**3,007.3**
유동부채	563.7	575.9	608.0	596.7	603.0
매입채무	105.2	99.7	79.0	88.6	96.5
단기차입금	210.6	195.0	156.6	123.6	96.6
유동성장기부채	0.0	0.0	37.7	37.7	37.7
비유동부채	35.4	51.1	83.3	86.1	89.1
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**	**691.3**	**682.9**	**692.1**
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	-1.9	-1.9	-1.9
이익잉여금	226.0	625.4	976.6	1,451.7	1,976.9
비지배주주지분	0.0	21.7	27.8	34.4	41.7
자본총계	**541.3**	**943.2**	**1,301.1**	**1,782.7**	**2,315.3**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	42,708	47,221	55,275	63,553	70,520
EPS(지배주주)	8,852	11,532	12,373	14,128	15,682
CFPS	14,242	16,008	18,327	19,595	20,984
EBITDAPS	13,764	15,799	17,554	19,130	20,943
BPS	14,130	24,055	33,239	45,640	59,350
DPS	1,100	1,600	1,734	1,980	2,198
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.7	2.0	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	12.5	8.2	7.2	6.4
PCR	13.3	9.0	5.5	5.2	4.8
PSR	4.4	3.1	1.8	1.6	1.4
PBR	13.4	6.0	3.0	2.2	1.7
EBITDA(십억원)	351.0	605.2	672.5	732.8	802.3
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.6	4.6	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.7	60.4	43.2	35.8	29.9
EBITDA 이익률	32.2	33.5	31.8	30.1	29.7
부채비율	110.7	66.5	53.1	38.3	29.9
금융비용부담률	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	68.1	50.1	46.9	61.0	78.5
매출채권회전율(x)	10.9	15.8	16.6	18.1	19.9
재고자산회전율(x)	4.5	6.7	5.7	5.0	5.3

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 (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)	

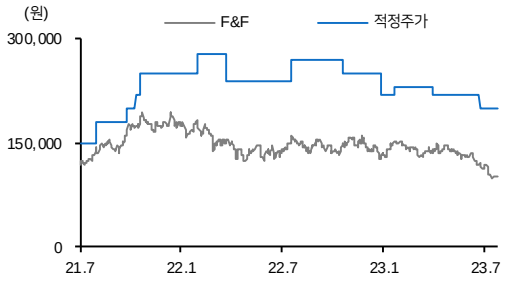
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-38.4	-33.5
2023.04.11	산업분석	Buy	220,000	하누리	-38.5	-32.1
2023.07.03	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이