

2021. 5. 24



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

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **600,000 원**

현재주가 (5.21) **412,500 원**

상승여력 **45.5%**

KOSPI 3,156.42pt

시가총액 31,603억원

발행주식수 7,661만주

유동주식비율 40.66%

외국인비중 10.61%

52주 최고/최저가 412,500원/412,500원

평균거래대금 2,397.2억

### 주요주주(%)

김창수 외 10 인 59.34

### 주가그래프



# F&F 383220

## 기다리는 조정은 없다

- ✓ 중국: 확장 속도, 힐라 대비 3배 · LG생건/아모레 대비 4배 빠른 수준 (F&F 상해 법인 매출: 2021E 2,502억, 2022E 4,561억)
- ✓ 국내: 기저 효과 + 시장 회복 + 보복 소비 + 레저 확산 + 품목 추가
- ✓ 재무: 수익성 지표 및 재고 회전 최우수(2021E OPM: F&F 19.4% > LG생건 15.9%)
- ✓ 실적 성장성 및 재무 안정성 모두 우수한 바, 자유소비재 최선호주로서 적극 추천

### 흠 잡을 데가 없다

MLB는 이미 FILA를 넘어섰다. F&F의 중국 매출은 힐라홀딩스 대비 2021E 377%, 2022E 528%, 2023E 660%로 확대되겠다. 확장 속도에 있어서도 F&F가 우월하다. 사업 3년차인 2022E, 소매판매 1조원을 달성할 전망이다. FILA 대비 3배 빠르다 (JV 9년차). 현재까지 출점된 매장 수는 150개다(vs. FILA 2,036개).

화장품사와 비교해도 우월하다. 성장성은 4배 빠른데, PER은 절반에도 못 미친다. F&F의 중국 매출은 진출 3년차에 5천억원 수준을 기록하겠다(2022E 4,561억원; 2019년 MLB). 아모레퍼시픽(2014년 4,670억원; 2002년 라네즈)과 LG생활건강(2018년 5,460억원; 2006년 후)이 각각 12년을 소요한 점과 비교하면, 5G급 속도다.

국내 사업 또한 견조하다. 애슬레저 강세와 레저 활동 확산에는 Discovery, 스트리트 캐주얼 인기는 MLB로 대응한다. 아동복 수요는 Kids 카테고리가 흡수하고 있다. 품목 다각화에 대한 노력이 빛을 발하면서 잡화 비중이 늘기도 했다.

수익성 지표도 최고다. 2021E 영업이익률은 19.4%로, 시가총액 24조원의 LG생활건강(15.9%)과, 로열티를 수취하는 힐라홀딩스(15.3%) 보다 높다. 운전자본 활용력 또한 탁월하다. 구조적인 재고자산회전을 상승이 현금전환주기를 단축시킨다.

### 올해의 주식

F&F에 대해 투자 의견 Buy와 적정주가 600,000원을 제시한다. SoTP로 부문별 적정가치를 산출하여 합산하였다. 전일 기준 12개월 선행 PER은 13.8배다. 중국 사업 확장 속도와 국내 브랜드 인지도 상승을 감안, 프리미엄 적용이 아깝지 않다. 실적 성장성과 재무 안정성 모두 우수한 바, 자유소비재 최선호주로서 적극 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2019	910.3	150.7	110.2	14,384	0.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2020	837.6	122.6	85.8	11,198	-22.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2021E	1,261.7	244.7	193.3	25,225	125.3	N/A	16.4	N/A	N/A	N/A
2022E	1,579.4	331.2	259.7	33,890	34.4	N/A	12.2	N/A	N/A	N/A
2023E	1,913.4	419.0	328.0	42,811	26.3	N/A	9.6	N/A	N/A	N/A

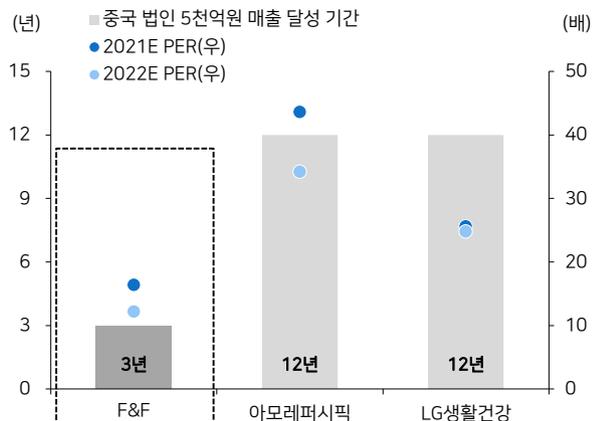
# Contents

---

Key Chart	3
1. 투자 포인트	4
중국, 빠르다	4
국내, 단단하다	7
재무, 건강하다	11
2. 실적 전망	13
3. 투자의견	17
4. 기업 개요	19

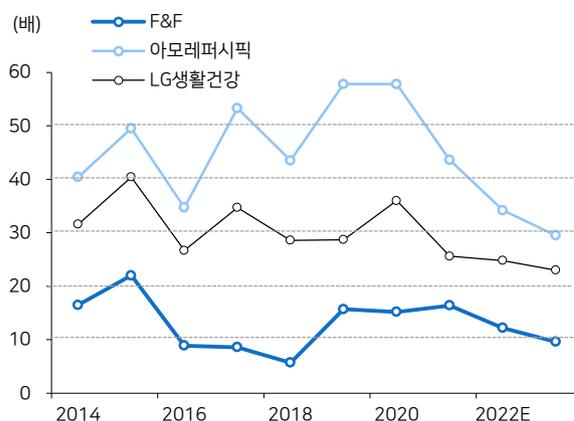
## Key Chart

그림1 중국 법인 매출 5천억: F&F 3년 vs. 화장품 12년



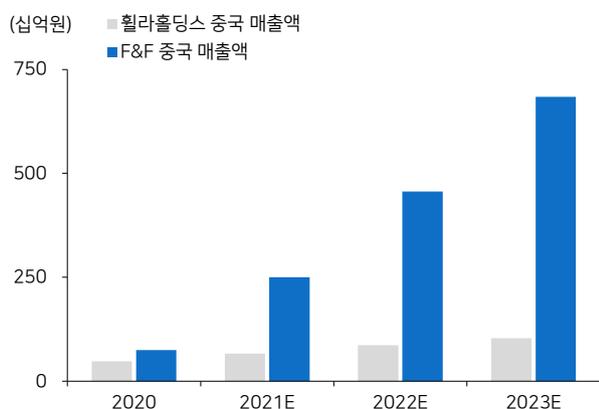
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림2 중국 소비주 2022E PER: F&F 12배 vs. 아모레 34배



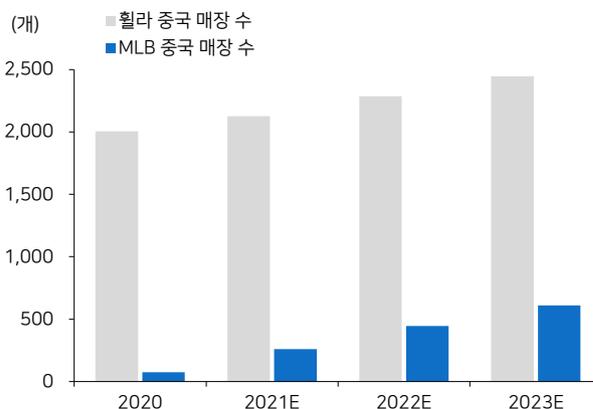
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 본사 인식 중국 매출: F&F > 휠라홀딩스



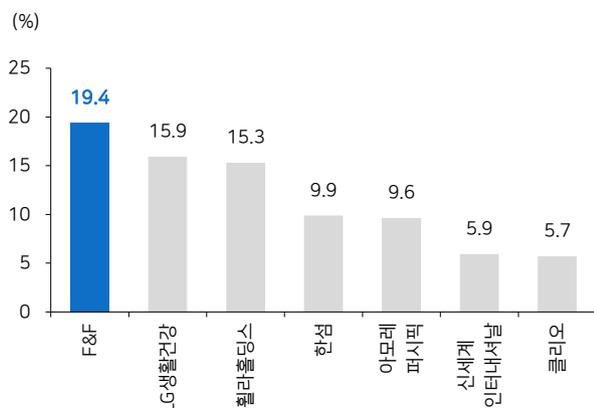
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 매장 수: 휠라홀딩스 > F&F



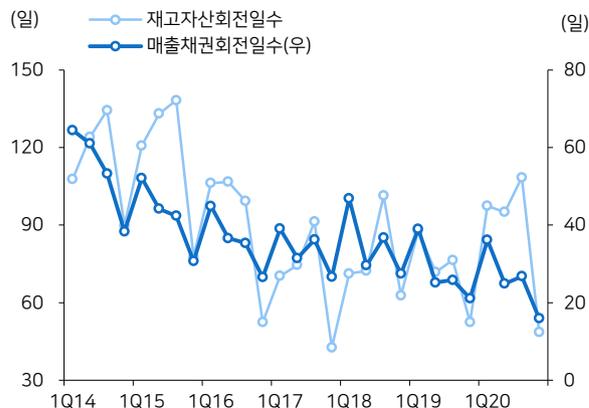
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 당사 자유 소비재 커버리지 OPM (2021E)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 F&F 재고자산 및 매출채권회전일수



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

**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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**F&F (383220) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

