

2021. 11. 5



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

## Buy

**적정주가 (12개월)** 1,250,000 원

**현재주가 (11.4)** 892,000 원

**상승여력** 40.1%

KOSPI 2,983.22pt

시가총액 68,340억원

발행주식수 766만주

유동주식비율 40.61%

외국인비중 12.98%

52주 최고/최저가 892,000원/412,500원

평균거래대금 302.0억원

### 주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인 59.39

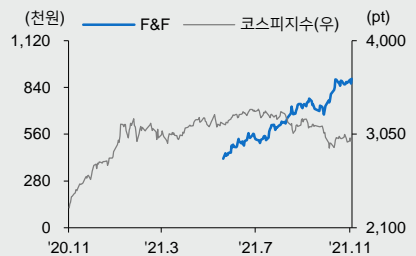
국민연금공단 5.26

**주가상승률(%)** 1개월 6개월 12개월

절대주가 22.4 0.0 0.0

상대주가 23.8 0.0 0.0

### 주가그래프



# F&F 383220

## 3Q21 Review: 서프가 취미

- ✓ 3Q21 신기록 경신: 매출액 3,289억원(+106%), 영업이익 957억(+659%; OPM 29.1%)
- ✓ MLB 해외: 품목 추가 + 매장 출점 = 폭발적 성장세 (중국 +657%; 홍콩 +86%)
- ✓ MLB 국내: 비면세(성인 +27%, 키즈 +16%) 약진, 면세(+64% vs. 시장 +13%) 강세
- ✓ Discovery: 아웃도어 훈풍 + 카테고리 확장 → 매출액 +18%
- ✓ 성장성 & 수익성 & 모멘텀 모두 최우수 → 최선호주로서 적극 매수 추천

### 3Q21 사상 최대 분기 실적

F&F는 2021년 3분기 매출액 3,289억원(+106.0% YoY, 이하 YoY), 영업이익 957억(+658.7%; OPM 29.1%), 순이익 711억원(+734.8%)을 기록, 예상치를 크게 상회했다.

[MLB] ① **국내(수출 제외):** 비면세(성인 +27.4%, 키즈 +15.8%) 약진에 면세(+63.5% vs. 시장 +12.8%) 강세가 이어졌다. 중국 사업 확장이 품선(= 면세 판매 잠식)이 아닌 역풍선(= 면세 판매 확대) 효과를 일으키는 모습이다. ② **중국:** 매출액 1,235억원(+657.2%)으로 신기록을 갈아치웠다. 온라인(+48.9%; 일평균 매출 1.15 억원)은 품목 추가, 오프라인(+1,120.6%; 대리점 372개, 직영점 17개)은 출점(순증 +150개 QoQ) 효과가 두드러졌다. ③ **기타 아시아:** 홍콩/마카오/대만 등 전 지역이 호조를 보이며, 고성장 기초를 이어갔다(매출액 +86.4%). [Discovery] 매출액으로 612억원(+18.1%)을 달성했다. 레저 활동 확산으로 아웃도어 복종 전반에 훈풍이 부는 가운데, 카테고리 확장(신발 판매량 +20.6%) 또한 더해졌다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 1,250,000원(상향) 제시

최선호주로서 적극 매수 접근을 추천한다. 실적 성장성, 수익성 지표, 주가 모멘텀 까지, 어느 하나 손색이 없다. ① **성장성:** 중화권향 출점 기반 구조적 외형 확대가 계속된다(중국 매장 수: MLB 2021E 437개 → 2022E 707개 vs. 2Q21 월라 1,979개). ② **수익성:** 글로벌 럭셔리 업체 보다 우수하다. 2022E OPM은 29.0%로 루이비통(25.8%)을, ROE는 50.1%로 에르메스(33.9%)를 넘어서겠다. ③ **모멘텀:** MSCI 편입에 따른 우호적 수급이 기대된다. 전일 기준 외인율은 12.9%로, 경쟁사 대비 현저히 낮다(힐라홀딩스 48.4%, LG생활건강 44.3%). 테일러메이드(지분율 57%)의 상장 또한 머지 않았다(2H22E 상장 구체화 → 1H23E 상장 및 연결 편입 예상).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2021E	1,417.6	384.3	304.5	52,505	-	81,264	17.0	11.0	17.6	48.5	86.1
2022E	1,756.1	501.6	415.9	54,323	3.4	135,586	16.4	6.6	13.0	50.1	32.6
2023E	2,183.9	642.5	530.7	69,310	27.6	204,896	12.9	4.4	9.4	40.7	9.4

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	328.9	159.6	106.0	312.4	5.3	306.8	7.2	303.2	8.5
영업이익	95.7	12.6	658.7	75.4	26.9	74.4	28.7	76.4	25.3
순이익	71.1	8.5	734.8	56.2	26.6	55.0	29.2	60.8	16.9
영업이익률(%)	29.1	7.9	21.2	24.1	5.0	24.2	4.9	25.2	3.9

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,417.6	1,756.1	1,383.3	1,781.3	2.5	-1.4	1,401.5	1,815.7
영업이익	384.3	501.6	346.9	479.1	10.8	4.7	346.5	460.4
순이익	304.5	415.9	286.2	397.4	6.4	4.7	260.5	346.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	53,140	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	23	안타스포츠 12개월 선행 PER에 20% 할인 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>1,250,000</b>	<b>반올림</b>
현재주가 (원)	892,000	
상승여력 (%)	40.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, 백만원, 개)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>6.3</b>	<b>8.7</b>	<b>16.3</b>	<b>43.3</b>	<b>49.5</b>	<b>60.5</b>	<b>123.5</b>	<b>130.1</b>	<b>11.9</b>	<b>74.5</b>	<b>363.6</b>	<b>593.7</b>
YoY (%)	-	2,501.9	400.3	421.8	684.6	598.4	657.2	200.8	-	527.3	387.9	63.3
<b>A. 온라인</b>	<b>5.9</b>	<b>8.0</b>	<b>7.1</b>	<b>17.0</b>	<b>10.4</b>	<b>12.5</b>	<b>10.5</b>	<b>28.0</b>	<b>11.9</b>	<b>37.9</b>	<b>61.4</b>	<b>74.6</b>
YoY (%)	-	-	116.3	105.2	75.1	56.6	48.9	64.9	-	220.0	61.8	21.6
일평균 매출액 (백만원)	65.3	61.3	76.6	79.1	115.7	60.4	114.1	146.1	37.5	70.6	109.2	123.8
특수 매출 (십억원)	-	2.4	-	9.7	-	7.0	-	14.5	4.5	12.1	21.5	29.4
<b>B. 오프라인</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>9.3</b>	<b>26.7</b>	<b>39.1</b>	<b>48.0</b>	<b>113.0</b>	<b>102.2</b>	<b>0.0</b>	<b>37.0</b>	<b>302.3</b>	<b>519.1</b>
YoY (%)	-	-	-	-	-	-	1,120.6	282.6	-	-	716.8	71.7
<b>① 대리점</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7.7</b>	<b>24.6</b>	<b>36.4</b>	<b>44.4</b>	<b>108.0</b>	<b>93.6</b>	<b>-</b>	<b>32.3</b>	<b>282.4</b>	<b>483.6</b>
일평균 매출액 (백만원)	-	-	2.8	5.3	4.5	2.9	3.9	5.0	-	2.5	3.0	2.2
매장 수 (개)	-	-	30	71	108	230	372	437	-	71	437	757
<b>② 직영점</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>5.0</b>	<b>8.5</b>	<b>0.0</b>	<b>4.7</b>	<b>19.8</b>	<b>35.6</b>
일평균 매출액 (백만원)	2.0	3.0	4.2	5.7	7.5	4.4	4.6	5.3	0.0	4.3	4.9	5.0
매장 수 (개)	2	3	4	4	4	9	17	18	2	4	18	21

주: 특수 매출 = 6.18, 11.11 쇼핑절

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표5 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>166.0</b>	<b>166.8</b>	<b>159.6</b>	<b>345.2</b>	<b>277.7</b>	<b>312.4</b>	<b>328.9</b>	<b>498.6</b>	<b>837.6</b>	<b>1,417.6</b>	<b>1,756.1</b>
MLB 한국	92.0	89.2	107.5	145.6	173.9	203.2	272.7	312.5	434.2	962.3	1,304.2
성인 면세	34.2	36.2	41.3	50.7	65.4	93.6	67.5	76.1	162.4	302.5	337.6
성인 비면세	41.3	37.4	39.2	48.6	44.6	53.3	50.0	59.7	166.5	207.6	199.2
성인 수출	0.5	1.0	14.0	26.8	42.0	38.1	131.7	146.0	42.3	357.8	648.4
아동 면세 + 비면세	16.0	14.6	13.0	19.5	20.1	16.1	15.0	20.5	63.0	71.7	76.8
아동 수출	-	-	-	-	1.8	2.1	8.5	10.2	-	22.6	42.3
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.3	49.5	60.5	123.5	130.1	74.5	363.6	593.7
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	10.2	9.5	9.0	15.1	23.1	43.8	54.7
Discovery	63.5	65.4	51.8	179.1	94.0	76.2	61.2	214.5	359.8	445.9	475.7
<b>영업이익</b>	<b>17.3</b>	<b>20.5</b>	<b>12.6</b>	<b>72.1</b>	<b>69.2</b>	<b>75.4</b>	<b>95.7</b>	<b>143.9</b>	<b>122.6</b>	<b>384.3</b>	<b>501.6</b>
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.9	24.1	29.1	28.9	14.6	27.1	28.6
<b>순이익</b>	<b>13.9</b>	<b>14.2</b>	<b>8.5</b>	<b>49.2</b>	<b>56.5</b>	<b>56.2</b>	<b>71.1</b>	<b>120.7</b>	<b>85.8</b>	<b>304.5</b>	<b>415.9</b>
순이익률	8.4	8.5	5.3	14.3	20.4	18.0	21.6	24.2	10.2	21.5	23.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>2.0</b>	<b>-17.2</b>	<b>-26.3</b>	<b>4.7</b>	<b>67.3</b>	<b>87.3</b>	<b>106.0</b>	<b>44.5</b>	<b>-8.0</b>	<b>69.2</b>	<b>23.9</b>
MLB 한국	-5.8	-34.1	-28.0	-4.5	89.0	127.8	153.8	114.6	-18.8	121.6	35.5
성인 면세	-15.3	-51.8	-50.2	-29.2	91.0	158.7	63.5	50.0	-39.9	86.3	11.6
성인 비면세	21.4	1.5	-16.9	-17.1	8.1	42.5	27.4	22.9	-6.5	24.7	-4.1
아동 면세 + 비면세	-30.1	-35.0	-32.1	-12.3	25.8	10.1	15.8	5.2	-27.2	13.7	7.1
MLB 중국	-	2,501.9	400.3	421.8	684.6	598.4	657.2	200.8	527.3	387.9	63.3
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	124.4	118.9	86.4	60.5	-24.0	89.4	25.0
Discovery	11.5	28.0	-4.1	10.6	48.0	16.4	18.1	19.8	11.0	23.9	6.7
<b>영업이익</b>	<b>-8.4</b>	<b>-29.2</b>	<b>-61.2</b>	<b>2.5</b>	<b>299.7</b>	<b>268.1</b>	<b>658.7</b>	<b>99.4</b>	<b>-18.7</b>	<b>213.5</b>	<b>30.5</b>
영업이익률	-1.2	-2.1	-7.1	-0.5	14.5	11.9	21.2	8.0	-1.9	12.5	1.5
<b>순이익</b>	<b>-3.5</b>	<b>-32.7</b>	<b>-64.8</b>	<b>-2.6</b>	<b>306.9</b>	<b>295.8</b>	<b>734.8</b>	<b>145.4</b>	<b>-22.1</b>	<b>254.9</b>	<b>36.6</b>
<b>(매출 비중)</b>											
<b>내수</b>	<b>71.5</b>	<b>69.8</b>	<b>60.5</b>	<b>70.1</b>	<b>55.4</b>	<b>46.7</b>	<b>38.6</b>	<b>57.0</b>	<b>68.4</b>	<b>50.3</b>	<b>43.1</b>
Discovery	37.6	38.9	30.1	50.8	32.8	24.4	18.7	41.4	41.7	30.9	27.3
MLB 성인	24.4	22.2	22.8	13.8	15.6	17.1	15.3	11.5	19.3	14.4	11.4
MLB 아동	9.5	8.7	7.5	5.5	7.0	5.2	4.6	4.0	7.3	5.0	4.4
<b>해외</b>	<b>26.7</b>	<b>29.2</b>	<b>36.3</b>	<b>29.3</b>	<b>43.6</b>	<b>52.5</b>	<b>61.1</b>	<b>42.8</b>	<b>30.2</b>	<b>49.2</b>	<b>56.5</b>
MLB 중국	3.7	5.1	9.5	12.3	17.3	19.4	37.7	25.1	8.6	25.2	34.0
MLB 면세	20.2	21.5	24.0	14.4	22.8	30.0	20.6	14.7	18.8	21.0	19.3
MLB 홍콩	2.7	2.6	2.8	2.7	3.6	3.0	2.7	2.9	2.7	3.0	3.1

자료: F&amp;F, 메리츠증권 리서치센터

## F&amp;F (383220)

## Income Statement

(십억원)	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,417.6</b>	<b>1,756.1</b>	<b>2,183.9</b>
매출액증가율 (%)		23.9	24.4
매출원가	387.0	468.1	582.4
매출총이익	1,030.6	1,288.0	1,601.5
판매관리비	646.3	786.5	959.0
<b>영업이익</b>	<b>384.3</b>	<b>501.6</b>	<b>642.5</b>
영업이익률	27.1	28.6	29.4
금융손익	0.6	2.2	3.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.5	13.5	13.8
세전계속사업이익	393.5	517.3	660.0
법인세비용	93.3	103.5	132.0
<b>당기순이익</b>	<b>303.0</b>	<b>413.8</b>	<b>528.0</b>
지배주주지분 순이익	304.5	415.9	530.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>249.3</b>	<b>361.9</b>	<b>490.7</b>
당기순이익(손실)	300.1	413.8	528.0
유형자산상각비	10.1	6.5	5.3
무형자산상각비	0.2	0.0	0.0
운전자본의 증감	-72.3	-58.3	-42.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-427.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>-6.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-22.6	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>365.5</b>	<b>-200.0</b>	<b>-200.2</b>
차입금의 증감	464.9	-200.0	-200.2
자본의 증가	324.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	189.2	158.6	283.6
기초현금	0.0	318.4	477.0
기말현금	318.4	477.0	760.7

## Balance Sheet

(십억원)	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>566.8</b>	<b>789.5</b>	<b>1,132.5</b>
현금및현금성자산	318.4	477.0	760.7
매출채권	57.0	76.3	88.3
재고자산	141.6	178.1	212.3
<b>비유동자산</b>	<b>188.8</b>	<b>182.4</b>	<b>177.1</b>
유형자산	62.3	55.9	50.6
무형자산	14.0	14.0	14.0
투자자산	22.6	22.6	22.6
<b>자산총계</b>	<b>1,155.6</b>	<b>1,371.9</b>	<b>1,709.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>499.5</b>	<b>302.0</b>	<b>111.7</b>
매입채무	69.7	72.1	82.1
단기차입금	400.2	200.2	0.0
유동성장기부채	29.7	29.7	29.7
<b>비유동부채</b>	<b>35.0</b>	<b>35.0</b>	<b>35.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>534.6</b>	<b>337.0</b>	<b>146.8</b>
자본금	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	320.3	320.3	320.3
기타포괄이익누계액	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	301.7	717.9	1,248.9
비지배주주지분	-1.6	-3.9	-7.0
<b>자본총계</b>	<b>621.0</b>	<b>1,034.9</b>	<b>1,562.8</b>

## Key Financial Data

	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>			
SPS	246,702	229,216	285,050
EPS(지배주주)	52,505	54,323	69,310
CFPS	71,069	69,343	86,689
EBITDAPS	68,673	66,310	84,542
BPS	81,264	135,586	204,896
DPS		0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>			
PER	17.0	16.4	12.9
PCR	12.6	12.9	10.3
PSR	3.6	3.9	3.1
PBR	11.0	6.6	4.4
EBITDA	394.6	508.0	647.7
EV/EBITDA	17.6	13.0	9.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>			
자기자본이익률(ROE)	48.5	50.1	40.7
EBITDA 이익률	27.8	28.9	29.7
부채비율	86.1	32.6	9.4
금융비용부담률	0.5	0.7	0.2
이자보상배율(x)	59.4	43.1	122.3
매출채권회전율(x)	24.9	26.4	26.5
재고자산회전율(x)	10.0	11.0	11.2

**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	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**F&F (383220) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

