

2022. 2. 16



▲ 화장품/섬유이복

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

RA **오지우**  
02. 6454-4905  
jiwoo.oh@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 1,400,000 원**

**현재주가 (2.15) 880,000 원**

**상승여력 59.1%**

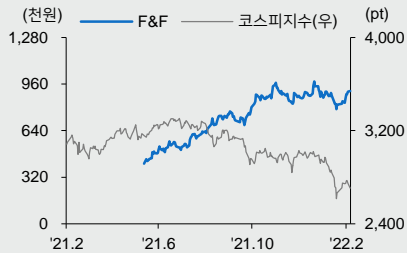
KOSPI	2,676.54pt
시가총액	67,420억원
발행주식수	766만주
유동주식비율	40.61%
외국인비중	14.82%
52주 최고/최저가	979,000원/412,500원
평균거래대금	357.8억원

**주요주주(%)**

F&F홀딩스 외 9 인	59.39
국민연금공단	5.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	33.3	0.0
상대주가	5.8	58.0	0.0

**주가그래프**



**F&F 383220**

**4Q21 Review: 매분기 신기록**

- ✓ 4Q21: 매출액 5,632억원(+63%), 영업이익 1,824억(+153%, OPM +12%p)
- ✓ MLB국내: 브랜드력 및 재구매율 상승 → 비면세 +59%, 키즈 +63%, 면세 +45%
- ✓ MLB중국: 기존점 성장 & 출점 & 광군제 = +248%(오프라인 +355%, 온라인 +71%)
- ✓ Discovery: 아웃도어 훈풍 + 카테고리 확장 → 분기 최대 매출 2,094억원 달성
- ✓ 실적 & Valuation & 모멘텀 모두 최우수 → 최선호주로서 적극 매수 추천

**4Q21 사상 최대 분기 실적**

F&F는 2021년 4분기 매출액 5,632억원(+63.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,824억(+152.8%; OPM 32.4%), 순이익 1,281억원(+160.3%)을 기록, 예상치를 상회했다.

[MLB] ① 국내(수출 제외): 비면세(성인 +59.2%, 키즈 +63.1%)와 면세(+45.0% vs. 시장 +12.9%) 모두 강했다. 브랜드 선호도 증가(무신사 브랜드 순위 10위권 지속)와 재구매율 상승(점당 매출액 +45.9%, 매장 수 +5.1%)이 동반되는 모습이다.

② 중국: 매출액 1,504억원(+247.7%; +23.4% QoQ)으로 신기록을 갈아치웠다. 온라인(+70.9%; 광군제 제외 일평균 매출 +18.9%)은 판매량 증가에 광군제 효과가(203억원, +110.0%) 더해졌다. 오프라인(+354.8%)은 대리점(+350.0%) 출점(순증 +122개 QoQ) 효과에 직영점(+123.3%) 기존점(일평균 매출 +46.2%) 성장이 두드러졌다.

[Discovery] 매출액 2,094억원(+16.9%)으로 역대 최고 실적을 실현, 경쟁사와의 격차를 더욱 좁혔다(2021E 아웃도어 매출액: 1위 노스페이스 4,920억원, 2위 디스커버리 4,407억원). 야외 레저 확산 수혜로 복종 전반에 수요가 지속 증가 추세이다.

**투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 1,400,000원(상향) 제시**

실적과 Valuation, 모멘텀까지 어느 하나 손색이 없다. 최선호주로서 적극 매수 접근을 추천한다. ① 실적: 중화권향 저변 확장과 내수 브랜드력 향상을 기반으로, 매분기 역대 최고 실적을 기록할 전망이다(2021년 중국 매장 수: MLB 494개 → 2022E 804개 vs. 휠라 1,979개). ② Valuation: 프리미엄 적용이 아깝지 않다. OPM은 28.6%(vs. 안타스포츠 24.6%, LVMH 26.8%), ROE는 47.2%(vs. 안타 28.4%, LVMH 24.2%)로 글로벌 소비자 최고 수준이나, 12개월 선행 PER은 16배에 불과하다(vs. 안타 29배, LVMH 25배). ③ 모멘텀: 테일러메이드(지분율 57%)의 연결 편입 또한 시간 싸움이다. 편입 시 매출은 +70%, 영업이익은 +50% 상향 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019											
2020											
2021P	1,482.1	422.8	311.9	40,703	-	83,078	19.7	9.6	13.2	49.0	79.3
2022E	1,774.9	507.8	394.1	51,438	27.0	134,815	17.1	6.5	11.7	47.2	29.8
2023E	2,199.1	648.4	501.6	65,476	27.3	200,674	13.4	4.4	8.8	39.0	9.9

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	563.2	345.2	63.1	328.9	71.2	535.0	5.3	548.0	2.8
영업이익	182.4	72.1	152.8	95.7	90.5	154.6	18.0	162.0	12.6
순이익	128.1	49.2	160.3	71.1	80.1	125.1	2.4	134.5	-4.8
영업이익률(%)	32.4	20.9	11.5	29.1	3.3	28.9	3.5	29.6	2.8

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021P	2022E	2021E	2022E	2021P	2022E	2021E	2022E
매출액	1,482.1	1,774.9	1,467.0	1,741.9	1.0	1.9	1,343.3	1,867.1
영업이익	422.8	507.8	402.4	497.3	5.1	2.1	366.0	527.3
순이익	311.9	394.1	318.3	412.9	-2.0	-4.6	276.6	403.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	52,669	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	26	안타스포츠 12개월 선행 PER에 10% 할인 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>1,400,000</b>	<b>반올림</b>
현재주가 (원)	880,000	
상승여력 (%)	59.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2019	2020	2021P	2022E
<b>매출액</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>121.9</b>	<b>150.4</b>	<b>11.9</b>	<b>74.5</b>	<b>382.3</b>	<b>647.0</b>
YoY	-	2,501.9	400.3	421.8	684.6	598.4	647.5	247.7	-	527.3	412.9	69.2
<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>8.9</b>	<b>29.0</b>	<b>11.9</b>	<b>37.9</b>	<b>60.8</b>	<b>71.7</b>
YoY	-	-	116.3	105.2	75.1	56.6	26.5	70.9	-	220.0	60.3	17.9
일평균 매출액 (백만원)	65.3	61.3	76.6	79.1	115.7	60.4	96.9	94.0	37.5	70.6	91.7	93.6
특수 매출	-	2.4	-	9.7	-	7.0	-	20.3	4.5	12.1	27.3	37.5
<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>121.4</b>	<b>-</b>	<b>37.0</b>	<b>321.5</b>	<b>575.3</b>
YoY	-	-	-	-	-	-	1,120.6	354.8	-	-	768.9	78.9
<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>110.7</b>	<b>-</b>	<b>32.3</b>	<b>299.5</b>	<b>534.6</b>
일평균 매출액 (백만원)	-	-	2.8	5.3	4.5	2.9	3.9	5.5	-	2.5	2.9	2.3
매장 수 (개)	-	-	30	71	108	230	372	494	-	71	494	804
<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>10.7</b>	<b>-</b>	<b>4.7</b>	<b>22.0</b>	<b>40.7</b>
일평균 매출액 (백만원)	2.0	3.0	4.2	5.7	7.5	4.4	3.6	5.3	-	4.3	4.6	4.7
매장 수 (개)	2	3	4	4	4	9	15	22	2	4	22	25

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	3Q21	4Q21P	2020	2021P	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>563.2</b>	<b>837.6</b>	<b>1,482.1</b>	<b>1,774.9</b>
MLB 한국	92.0	89.2	107.5	145.6	173.4	203.2	272.7	327.1	434.2	976.4	1,283.4
성인 면세	34.2	36.2	41.3	50.7	65.4	93.6	67.5	73.5	162.4	300.0	315.8
성인 비면세	41.3	37.4	39.2	48.6	44.6	51.8	44.7	77.4	166.5	218.5	243.9
성인 수출	0.5	1.0	14.0	26.8	42.0	39.6	137.0	144.4	42.3	362.9	617.8
아동 면세 + 비면세	16.0	14.6	13.0	19.5	19.6	16.1	15.0	26.3	63.0	77.0	78.8
아동 수출	-	-	-	-	1.8	2.1	8.5	5.5	-	17.9	27.2
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.3	49.5	60.5	121.9	150.4	74.5	382.3	647.0
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	10.2	9.5	9.0	13.5	23.1	42.2	52.7
Discovery	63.5	65.4	51.8	179.1	94.0	76.2	61.2	209.4	359.8	440.7	470.2
<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>182.4</b>	<b>122.6</b>	<b>422.8</b>	<b>507.8</b>
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.9	24.1	29.1	32.4	14.6	28.5	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>128.1</b>	<b>85.8</b>	<b>311.8</b>	<b>394.1</b>
순이익률	8.4	8.5	5.3	14.3	20.4	18.0	21.6	22.7	10.2	21.0	22.2
<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>63.1</b>	<b>-8.0</b>	<b>76.9</b>	<b>19.8</b>
MLB 한국	-5.8	-34.1	-28.0	-4.5	88.5	127.8	153.8	124.7	-18.8	124.9	31.4
성인 면세	-15.3	-51.8	-50.2	-29.2	91.0	158.7	63.5	45.0	-39.9	84.7	5.2
성인 비면세	21.4	1.5	-16.9	-17.1	8.1	38.5	14.0	59.2	-6.5	31.2	11.6
아동 면세 + 비면세	-30.1	-35.0	-32.1	-12.3	34.0	24.5	81.5	63.1	-27.2	50.5	11.7
MLB 중국	-	2,501.9	400.3	421.8	684.6	598.4	647.5	247.7	527.3	412.9	69.2
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	124.4	118.9	86.3	43.4	-24.0	82.4	25.0
Discovery	11.5	28.0	-4.1	10.6	48.0	16.4	18.1	16.9	11.0	22.5	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>152.8</b>	<b>-18.7</b>	<b>244.9</b>	<b>20.1</b>
영업이익률	-1.2	-2.1	-7.1	-0.5	14.5	11.9	21.2	11.5	-1.9	13.9	0.1
<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>160.3</b>	<b>-22.1</b>	<b>263.5</b>	<b>26.4</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>55.3</b>	<b>46.4</b>	<b>37.7</b>	<b>56.7</b>	<b>68.4</b>	<b>50.1</b>	<b>43.7</b>
Discovery	37.6	38.9	30.1	50.8	32.9	24.5	19.1	37.9	41.7	30.0	25.9
MLB 성인	24.4	22.2	22.8	13.8	15.6	16.7	14.0	14.0	19.3	14.9	13.4
MLB 아동	9.5	8.7	7.5	5.5	6.9	5.2	4.7	4.8	7.3	5.2	4.3
<b>해외</b>	<b>26.7</b>	<b>29.2</b>	<b>36.3</b>	<b>29.3</b>	<b>43.7</b>	<b>52.7</b>	<b>61.9</b>	<b>43.0</b>	<b>30.2</b>	<b>49.3</b>	<b>55.9</b>
<b>MLB 중국</b>	<b>3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>9.5</b>	<b>12.3</b>	<b>17.3</b>	<b>19.5</b>	<b>38.1</b>	<b>27.2</b>	<b>8.6</b>	<b>26.0</b>	<b>35.6</b>
MLB 면세	20.2	21.5	24.0	14.4	22.8	30.2	21.1	13.3	18.8	20.4	17.4
MLB 홍콩	2.7	2.6	2.8	2.7	3.6	3.1	2.8	2.4	2.7	2.9	2.9

자료: F&amp;F, 메리츠증권 리서치센터

## F&F (383220)

### Income Statement

(십억원)	2021P	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,482.1</b>	<b>1,774.9</b>	<b>2,199.1</b>
매출액증가율 (%)		19.8	23.9
매출원가	427.3	501.8	621.3
매출총이익	1,054.8	1,273.1	1,577.7
판매관리비	648.1	765.3	929.4
<b>영업이익</b>	<b>422.8</b>	<b>507.8</b>	<b>648.4</b>
영업이익률	27.4	28.6	29.5
금융손익	3.3	9.1	11.8
중속/관계기업손익	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	8.5	8.7
세전계속사업이익	411.3	525.5	668.9
법인세비용	97.2	131.4	167.2
<b>당기순이익</b>	<b>310.4</b>	<b>394.1</b>	<b>501.6</b>
지배주주지분 순이익	311.9	394.1	501.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>160.6</b>	<b>323.8</b>	<b>433.5</b>
당기순이익(손실)	314.0	394.1	501.6
유형자산상각비	26.1	21.5	7.0
무형자산상각비	0.9	1.4	1.3
운전자본의 증감	-216.3	-93.3	-76.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-13.2</b>	<b>-1.4</b>	<b>-3.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-8.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-18.7	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>321.8</b>	<b>-200.0</b>	<b>-166.6</b>
차입금의 증감	430.2	-200.0	-166.6
자본의 증가	323.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	473.5	122.4	263.9
기초현금	0.0	602.6	724.9
기말현금	602.6	724.9	988.8

### Balance Sheet

(십억원)	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>945.5</b>	<b>1,165.5</b>	<b>1,520.9</b>
현금및현금성자산	602.6	724.9	988.8
매출채권	73.9	100.1	117.8
재고자산	234.9	299.0	362.5
<b>비유동자산</b>	<b>192.9</b>	<b>170.0</b>	<b>161.7</b>
유형자산	59.5	37.9	30.9
무형자산	14.9	13.5	12.3
투자자산	18.0	18.0	18.0
<b>자산총계</b>	<b>1,138.4</b>	<b>1,335.4</b>	<b>1,682.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>469.8</b>	<b>272.7</b>	<b>118.2</b>
매입채무	73.4	76.4	88.4
단기차입금	366.6	166.6	0.0
유동성장기부채	29.8	29.8	29.8
<b>비유동부채</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>
사채	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>503.6</b>	<b>306.5</b>	<b>152.0</b>
자본금	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	319.2	319.2	319.2
기타포괄이익누계액	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	315.9	712.3	1,216.9
비지배주주지분	-1.7	-4.0	-6.9
<b>자본총계</b>	<b>634.8</b>	<b>1,028.9</b>	<b>1,530.5</b>

### Key Financial Data

	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>			
SPS	193,448	231,672	287,031
EPS(지배주주)	40,703	51,438	65,476
CFPS	57,364	71,807	87,429
EBITDAPS	58,717	69,279	85,711
BPS	83,078	134,815	200,674
DPS		0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>			
PER	19.7	17.1	13.4
PCR	13.9	12.3	10.1
PSR	4.1	3.8	3.1
PBR	9.6	6.5	4.4
EBITDA	449.9	530.8	656.7
EV/EBITDA	13.2	11.7	8.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>			
자기자본이익률(ROE)	49.0	47.2	39.0
EBITDA 이익률	30.4	29.9	29.9
부채비율	79.3	29.8	9.9
금융비용부담률	0.4	0.6	0.2
이자보상배율(x)	68.3	47.1	147.9
매출채권회전율(x)	20.1	20.4	20.2
재고자산회전율(x)	6.3	6.6	6.6

**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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**F&F (383220) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

