

2022. 8. 2



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 270,000 원

현재주가 (8.1) 160,000 원

상승여력 68.8%

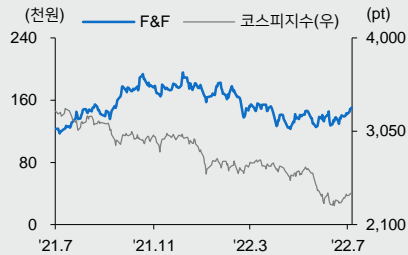
KOSPI	2,452.25pt
시가총액	61,291억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	40.18%
외국인비중	12.38%
52주 최고/최저가	195,800원/120,000원
평균거래대금	202.3억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인	59.39
국민연금공단	7.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.5	-2.2	33.3
상대주가	18.0	6.2	74.1

주가그래프



F&F 383220

2Q22 Review: Strong Buy

- ✓ 2Q22 매출액 3,268억원(+19%), 영업이익 950억(+26%, OPM 29%)
- ✓ MLB 국내: 비면세 브랜드력 증대(성인 +30%, 키즈 +16%), 면세(-38%) 이동 통제
- ✓ MLB 중국: 온라인(+41%) 및 오프라인(+87%) 강세 → 매출 1,072억원(+77%) 달성
- ✓ Discovery: 아웃도어 강세 기반 판매 호조 지속(+27%)
- ✓ 성장성 및 수익성 최고, Valuation 매력 부각 → 적극 매수 접근 추천

2Q22 또 서프라이즈!

F&F는 2022년 2분기 매출액 3,268억원(+18.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 950억(+25.9%, OPM 29.1%), 순이익 696억원(+23.9%)으로, 시장 기대치를 상회했다(영업 이익 컨센서스 대비 +8.5%). 내수 강세에 중국 회복이 두드러졌다.

[MLB] 국내: 브랜드력 증대 기반의 고성장이 이어졌다(전체 매출액/점당 매출액: 성인 +30.1%/+18.1%, 키즈 +16.2%/+30.9%). 면세(-37.8%)는 중국 이동 통제 및 물량 영향으로 줄었다. **중국:** 매출액 1,072억원(+77.2%)으로 예상치(756억원)를 크게 웃돌았다. 봉쇄 영향에도 불구하고, 온라인(+40.8%; 티몰 618 105억원 포함)과 오프라인(+86.7%; 대리점 656개/직영점 25개) 모두 견조했다. **[Discovery]** 매출액 967억원(+27.0%)을 달성했다. 카테고리 확장 및 아웃도어 강세가 계속되는 모습이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 270,000원 제시

도시 봉쇄에도 2Q22 중국 매출은 +77% 성장(vs. LG생건 -31.9%, 아모레 -9.8%) 했다. 3Q22E부터는 다시 역대 최고 매출 경신 가도에 들어서겠다(중국: 3Q22E 1,671억원, 4Q22E 1,938억원). 중국 MLB 소매 매출은 2022E 1조 3,719억원(vs. LG생건 9,645억, 아모레 9,652억원), 2023E 2조 3,030억원(vs. LG생건 1조 1,101억, 아모레 1조 565억원)을 달성할 전망이다(대리점 판가 = 소비자의 40%).

2021년 테일러 메이드(글로벌 3위 골프용품), 2022년 세르지오 타키니(글로벌 3위 테니스의류) 인수 등 브랜드 포트폴리오 다각화도 계속된다. (연결/중국 매출 성장률: 2022E +28.6%/+61.9%, 2023E +39.8%/+62.9%), 최고 수익성을 자랑한다(2022E ROE 55.1%, OPM 30.7%). Valuation 매력 마저 돋보인다(전일 기준 12개월 선행 PER 11배). 업종 내 최선호주 의견을 유지, 적극 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019											
2020											
2021	1,089.2	322.7	231.9	9,094		14,290	20.8	13.2	21.3	42.4	109.4
2022E	1,906.2	571.8	394.1	10,288	20.7	23,032	15.6	6.9	9.9	55.1	45.0
2023E	2,664.0	829.3	501.6	13,095	44.9	37,025	12.2	4.3	6.5	43.6	32.1

(십억원)	2Q22	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	371.4	312.4	18.9	437.1	-15.0	353.9	5.0
영업이익	95.0	75.4	25.9	134.6	-29.5	87.6	8.5
순이익	69.6	56.2	23.9	96.4	-27.9	63.1	10.2
영업이익률(%)	29.1	24.1	1.4	30.8	-1.7	24.8	4.3

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,861.6	2,664.0	1,768.7	2,353.1	5.3	13.2	1,836.3	2,260.6
영업이익	571.8	829.3	536.1	742.1	6.7	11.8	550.2	678.4
순이익	421.3	609.2	407.0	564.2	3.5	8.0	408.3	505.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, %)	순이익	Target PER	적정가치	비고
순이익	547		10,287	12개월 선행 순이익 기준
1) 해외	339	21	7,177	안타스포츠 12개월 선행 PER 적용
2) 국내	207	15	3,109	내수 의류 브랜드 12개월 선행 Implied PER 평균
적정 시가총액			10,287	
주식 수 (D)			38,231	
적정주가 (원)			270,000	
현재주가 (원)			160,000	
상승여력 (%)			68.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	167.1	193.8	74.5	382.3	619.0	1,008.0
YoY	684.6	598.4	647.5	247.7	204.7	77.2	37.1	28.8	527.3	413.0	61.9	62.9
A. 온라인	10.4	12.5	8.9	29.0	17.0	17.6	9.6	38.0	37.9	60.8	82.2	96.0
YoY	75.1	56.6	26.5	70.9	63.1	40.8	8.0	31.0	220.0	60.3	35.2	16.8
일평균 매출액 (백만원)	115.7	60.4	96.9	94.0	188.7	78.0	104.7	103.5	70.6	91.7	118.5	129.5
특수 매출	-	7.0	-	20.3	-	10.5	-	28.4	12.1	27.3	38.9	48.7
B. 오프라인	39.1	48.0	113.0	121.4	133.9	89.6	157.5	155.8	37.0	321.5	536.8	912.1
YoY	-	-	1,120.6	354.8	-	-	39.4	28.3	-	768.9	66.9	69.9
① 대리점	36.4	44.4	108.0	110.7	124.7	85.2	149.8	142.2	32.3	299.5	501.9	863.3
일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.9	3.9	2.8	2.7	1.6	2.3	2.0	2.5	3.0	2.1	2.4
매장 수 (개)	108	230	372	474	539	656	736	816	71	474	816	1,116
② 직영점	2.7	3.6	5.0	10.7	9.2	4.4	7.7	13.6	4.7	22.0	34.9	48.7
일평균 매출액 (백만원)	7.5	6.1	4.5	6.3	4.5	2.0	3.6	6.3	4.3	4.6	4.2	5.1
매장 수 (개)	4	9	15	22	23	25	23	24	4	22	24	28

주: 특수 매출 = 6.18, 11.11 쇼핑절

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터 추정

표5 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	277.7	312.4	328.9	563.2	437.1	326.8	417.7	679.9	1,482.1	1,861.6	2,664.0
MLB 한국	129.6	161.5	127.2	177.2	161.2	145.9	134.3	193.4	595.5	634.8	696.0
성인 비면세	44.6	51.8	44.7	77.4	70.6	67.4	53.6	89.0	218.5	280.7	304.9
성인 면세	65.4	93.6	67.5	73.5	67.6	58.2	62.1	73.5	300.0	261.5	290.1
아동	19.6	16.1	15.0	26.3	22.9	20.3	18.6	30.9	77.0	92.6	101.0
MLB 중국	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	167.1	193.8	382.3	619.0	1,008.0
MLB 홍콩	10.2	9.5	9.0	13.5	10.4	11.7	10.9	16.4	42.1	49.4	57.0
Discovery	94.0	76.2	61.2	212.9	111.2	96.7	74.5	253.2	444.3	535.6	579.4
Stretch Angels	1.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.7	1.3	1.3	5.0	5.6	6.7
영업이익	69.2	75.4	95.7	183.7	134.6	95.0	120.2	222.1	424.1	571.8	829.3
영업이익률	24.9	24.1	29.1	32.6	30.8	29.1	28.8	32.7	28.6	30.7	31.1
순이익	56.5	56.2	71.1	129.1	96.4	69.6	90.4	164.9	312.9	421.3	609.2
순이익률	20.4	18.0	21.6	22.9	22.1	21.3	21.6	24.3	21.1	22.6	22.9
(% YoY)											
매출액	67.3	87.3	106.0	63.1	57.4	18.9	27.0	20.7	76.9	28.6	39.8
MLB 한국	41.7	83.1	36.1	49.1	24.3	-9.6	5.6	9.1	51.9	6.6	9.6
성인 면세	91.0	158.7	63.5	45.0	3.5	-37.8	-8.0	0.0	84.7	-12.8	10.9
성인 비면세	8.1	38.5	14.0	59.2	58.2	30.1	20.0	15.0	31.2	28.4	8.6
아동	34.0	24.5	81.5	63.1	38.5	16.2	21.7	21.5	50.5	24.4	11.4
MLB 중국	684.6	598.4	647.5	247.7	204.7	77.2	37.1	28.8	413.0	61.9	62.9
MLB 홍콩	124.4	118.9	86.3	43.2	2.2	23.2	21.6	21.6	82.3	17.3	15.3
Discovery	48.0	16.4	18.1	18.9	18.3	27.0	21.8	18.9	23.5	20.6	8.2
영업이익	299.7	268.1	658.7	154.7	94.4	25.9	25.5	20.9	246.0	34.8	45.0
영업이익률	14.5	11.9	21.2	11.7	5.9	1.4	-0.3	0.0	14.0	1.4	1.1
순이익	306.9	295.8	734.8	162.3	70.7	23.9	27.1	27.8	264.7	34.7	44.6
(매출 비중)											
내수	55.9	46.8	37.9	57.1	47.2	51.0	37.9	56.8	50.5	49.4	42.1
Discovery	33.2	24.8	19.2	38.4	25.6	26.7	19.3	38.6	30.3	29.1	24.8
MLB 성인	15.8	16.8	14.0	14.0	16.3	18.6	13.9	13.5	14.9	15.3	13.0
MLB 아동	6.9	5.2	4.7	4.7	5.3	5.6	4.8	4.7	5.3	5.0	4.3
해외	44.1	53.2	62.1	42.9	52.8	49.0	62.1	43.2	49.5	50.6	57.9
MLB 중국	17.5	19.7	38.2	27.1	34.8	29.7	43.2	29.5	26.1	33.7	43.1
MLB 면세	23.1	30.4	21.1	13.3	15.6	16.1	16.1	11.2	20.5	14.2	12.4
MLB 홍콩	3.6	3.1	2.8	2.4	2.4	3.2	2.8	2.5	2.9	2.7	2.4

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액	1,089.2	1,906.2	2,664.0
매출액증가율 (%)		75.0	39.8
매출원가	292.8	533.0	722.2
매출총이익	796.4	1,373.3	1,941.9
판매관리비	473.7	801.4	1,112.6
영업이익	322.7	571.8	829.3
영업이익률	29.6	30.0	31.1
금융손익	0.3	-3.0	-3.3
중속/관계기업손익	-1.2	-0.9	0.0
기타영업외손익	0.8	8.3	8.5
세전계속사업이익	322.5	576.2	834.5
법인세비용	90.6	155.8	225.3
당기순이익	231.9	420.3	609.2
지배주주지분 순이익	231.9	394.1	501.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	291.5	415.9	622.8
당기순이익(손실)	231.9	420.3	609.2
유형자산상각비	27.4	35.4	13.2
무형자산상각비	0.9	1.8	1.8
운전자본의 증감	-39.0	-33.6	-1.3
투자활동 현금흐름	-567.5	-33.0	-1.1
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	-2.5	0.0
투자자산의감소(증가)	-376.9	-7.0	-0.3
재무활동 현금흐름	158.4	-298.6	-76.3
차입금의 증감	271.0	-246.5	0.0
자본의 증가	317.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	84.7	545.5
기초현금	129.1	14.6	99.2
기말현금	14.6	99.2	644.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022E	2023E
유동자산	584.0	709.4	1,313.8
현금및현금성자산	14.6	99.2	644.7
매출채권	100.1	78.8	85.1
재고자산	242.3	277.7	302.3
비유동자산	562.5	575.0	560.3
유형자산	71.5	47.0	33.9
무형자산	17.0	37.5	35.7
투자자산	375.6	381.7	382.0
자산총계	1,146.5	1,284.4	1,874.2
유동부채	563.7	367.0	422.1
매입채무	105.2	139.0	140.8
단기차입금	210.6	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	31.5	33.2
사채	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3
부채총계	599.1	398.5	455.3
자본금	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	1.2	1.5	1.5
이익잉여금	232.2	571.1	1,107.1
비지배주주지분	0.0	3.7	0.5
자본총계	547.4	886.0	1,418.9

Key Financial Data

	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)			
SPS	42,708	49,762	69,544
EPS(지배주주)	9,094	10,288	13,095
CFPS	14,242	16,127	21,917
EBITDAPS	13,764	15,901	22,040
BPS	14,290	23,032	37,025
DPS	1,100	2,000	2,898
배당수익률(%)	0.6	1.3	1.8
Valuation(Multiple)			
PER	20.8	15.6	12.2
PCR	13.3	9.9	7.3
PSR	4.4	3.2	2.3
PBR	13.2	6.9	4.3
EBITDA	351.0	609.1	844.3
EV/EBITDA	21.3	9.9	6.5
Key Financial Ratio(%)			
자기자본이익률(ROE)	42.4	55.1	43.6
EBITDA 이익률	32.2	32.0	31.7
부채비율	109.4	45.0	32.1
금융비용부담률	0.4	0.3	0.0
이자보상배율(x)	68.1	108.5	1,239.1
매출채권회전율(x)	10.9	21.3	32.5
재고자산회전율(x)	4.5	7.3	9.2

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 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.24	기업분석	Buy	120,000	하누리	-15.6	-5.5	
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	-	-	