

2023. 5. 3



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (5.2) 145,300 원

상승여력 51.4%

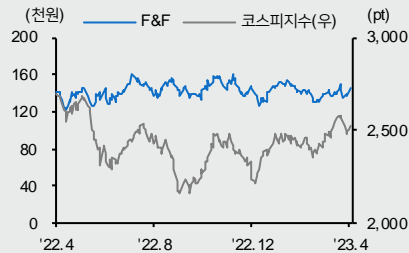
KOSPI	2,524.39pt
시가총액	55,660억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	40.19%
외국인비중	12.64%
52주 최고/최저가	161,000원/123,000원
평균거래대금	176.7억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인	59.38
국민연금공단	8.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-0.8	2.7
상대주가	2.2	-8.2	9.3

주가그래프



(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	2,334.8	669.2	514.6	13,435	16.5	35,897	10.8	4.0	6.7	44.8	47.0
2024E	3,117.5	884.7	679.8	17,746	32.1	51,787	8.2	2.8	5.2	40.5	34.1
2025E	3,738.9	1,065.2	816.5	21,315	20.1	70,650	6.8	2.1	3.8	34.8	27.1

F&F 383220

1Q23 Review: 프프가 돌아왔다

- ✓ 1Q23 매출액 4,974억원 (+14%), 영업이익 1,488억 (+11%, OPM 30%)
- ✓ 해외: 중국 (+38%) 역대 최고치, 홍콩 (+85%) 신기록 경신, 동남아 (+100%) 최대
- ✓ 국내: 판매량 ↑ > 고기온 ASP ↓ (디커 Flat), 관광 상권 강세 (MLB 가두 +13%)
- ✓ 23E 매출/선행 PER: F&F +29%/10배 vs. 생건 +4%/19배, 아모레P +2%/33배
- ✓ 실적 차별화 & 주가 저평가 → 최선호주 의견 유지 및 적극 매수 추천

1Q23 해외 신기록 경신

F&F는 2023년 1분기 매출액 4,974억원 (+13.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,488억 (+10.6%, OPM 29.9%), 순이익 1,186억원 (+23.0%)을 기록했다. 해외 사업이 역대 최고치를 경신하며, 시장 기대치를 웃돌았다 (컨센서스 대비 영업이익 +6.5%).

[해외] 중국: 매출액 2,079억원 (+37.8%)으로 신기록을 달성했다. 브랜드력 증대에 리오프닝 효과가 더해진 결과이다. B2C 사업이 (온라인 208억원/일평균 매출 2.3억원/+22.4%, 직영점 222억원/+141.8%) 분기 최대 매출을 실현했고, B2B (대리점 1,649억원/+32.2%, 매장 1Q23 +32개 vs. 2Q23E~4Q23E+ 90개 QoQ) 또한 기존점 향 수요 확장이 두드러졌다. **홍콩:** 매출액으로 193억원 (+85.0%)을 시현, 역대 최고 성과를 자랑했다. 출점 (+2개 QoQ)에 점당 매출액 (+27.9%) 성장이 동반됐다. **동남아:** 동남아 수출 (100억원 추정)도 크게 늘어난 모습이다.

[국내] 고기온에도 선방했다 (합산 Flat; 비면세 +5.1%, 면세 -35.6%; MLB 비면세 +13.3%/면세 -37.4%, MLB 키즈 Flat, Discovery +0.2%). 특히, MLB 성과가 고무적이다. 인바운드 확대로 관광 상권이 활성화, 가두점 판매가 크게 늘었다 (+13.3%). 중국 현지와의 상충 방지를 위해 면세점은 보수적으로 전개하는 모습이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 220,000원 제시

주가는 실적에 수렴한다. 서프와 쇼크에 따른 박스권 횡보를 두고, 모멘텀 약화라는 악평에 묻혀 왔다 (컨센 대비 이익/주가: 3Q22 +11%/+14%, 4Q22 -21%/-12%). 아시아 확장과 브랜드 추가에 기반한 차별화된 실적에도 불구하고, 현저히 저평가되어 있다 (23E/24E 매출/12개월 선행 PER: F&F +29%/+34%/10배 vs. 생건 +4%/+5%/19배, 아모레P +2%/+7%/33배). 최선호주 의견을 유지하며, 적극 매수를 추천한다.

(십억원)	1Q23	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	497.4	437.1	13.8	558.7	-11.0	480.7	3.5
영업이익	148.8	134.6	10.6	156.9	-5.2	139.7	6.5
순이익	118.6	96.4	23.0	165.8	-28.4	102.5	15.7
영업이익률(%)	29.9	30.8	-0.9	28.1	1.8	29.1	0.9

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,334.8	3,117.5	2,344.3	3,008.5	-0.4	3.6	2,229.0	2,574.5
영업이익	669.2	884.6	668.8	858.7	0.1	3.0	665.2	777.4
순이익	514.6	679.8	503.3	648.0	2.3	4.9	504.3	590.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	14,936	12개월 선행 지배주주 EPS
Target PER (배)	14.8	안타스포츠 12개월 선행 PER에 35% 할인 적용
적정주가 (원)	220,000	
현재주가 (원)	145,300	
상승여력 (%)	51.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	150.9	107.2	202.0	121.0	207.9	160.1	294.1	241.9	382.3	581.1	904.0	1,267.8
YoY	204.7	77.2	65.7	-19.6	37.8	49.3	45.6	100.0	413.0	52.0	55.6	40.2
A. 온라인	17.0	17.6	13.5	32.4	20.8	18.3	14.2	34.3	62.3	80.5	87.5	97.7
YoY	63.1	40.8	29.6	12.0	22.4	3.8	5.0	5.8	64.3	29.3	8.7	11.6
일평균 매출액 (백만원)	188.7	78.0	146.7	87.7	231.0	81.9	154.1	92.1	95.8	125.1	139.4	146.7
특수 매출 (6/18 · 11/11)	-	10.5	-	24.4	-	10.8	-	25.8	27.3	34.9	36.7	44.0
B. 오프라인	133.9	89.6	188.5	88.5	187.1	141.8	280.0	207.6	320.0	500.5	816.5	1,170.1
YoY	242.5	86.7	69.1	-27.1	39.7	58.2	48.5	134.5	764.9	56.4	63.1	43.3
대리점	124.7	85.2	176.7	72.3	164.9	130.1	257.5	188.6	298.1	458.9	741.1	1,088.9
일평균 매출액 (백만원)	2.7	1.6	2.8	1.0	2.3	1.6	2.9	2.0	3.0	2.0	2.1	2.4
매장 수 (개)	539	656	728	797	829	909	994	1,100	472	797	1,100	1,330
직영점	9.2	4.4	11.8	16.2	22.2	11.7	22.4	19.0	21.9	41.6	75.3	81.2
일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.0	3.9	3.2	3.9	2.1	4.0	3.3	4.6	2.5	3.2	3.4
매장 수 (개)	23	25	41	68	60	61	62	63	22	68	63	67

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	437.1	371.4	441.7	558.7	497.4	500.5	602.3	734.5	1,808.9	2,334.8	3,117.5
MLB 한국	161.2	145.9	126.2	161.7	145.3	134.8	122.7	160.5	595.0	563.3	583.2
성인 비면세	70.6	67.4	62.0	76.1	80.0	70.8	65.1	83.8	276.2	299.7	313.6
성인 면세	67.6	58.2	51.0	62.1	42.3	43.7	44.4	52.8	238.9	183.1	188.6
아동	22.9	20.3	13.2	23.5	22.9	20.4	13.3	24.0	79.9	80.5	81.0
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	121.0	207.9	160.1	294.1	241.9	581.1	904.0	1,267.8
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	19.3	21.0	21.0	26.8	50.8	88.2	155.7
Discovery	111.2	96.7	79.0	205.0	111.4	96.7	79.0	215.3	491.9	502.3	519.6
Stretch Angels	1.2	1.7	1.5	1.6	1.3	1.8	1.6	1.7	6.0	6.3	6.8
영업이익	134.6	95.0	138.4	156.9	148.8	130.4	186.9	203.2	524.9	669.2	884.6
영업이익률	30.8	25.6	31.3	28.1	29.9	26.0	31.0	27.7	29.0	28.7	28.4
순이익	96.4	69.6	109.9	165.8	118.6	97.3	147.3	151.4	441.8	514.6	679.8
순이익률	22.1	18.7	24.9	29.7	23.9	19.4	24.5	20.6	24.4	22.0	21.8
(% YoY)											
매출액	57.4	18.9	34.3	-0.8	13.8	34.8	36.4	31.5	22.1	29.1	33.5
MLB 한국	27.4	-9.2	-3.0	-8.2	-9.9	-7.6	-2.7	-0.8	-0.4	-5.3	3.5
성인 비면세	58.2	24.8	24.0	-6.0	13.3	5.0	5.0	10.0	20.3	8.5	4.7
성인 면세	3.5	-37.8	-24.5	-15.6	-37.4	-25.0	-13.0	-15.0	-20.4	-23.4	3.0
아동	38.8	56.2	4.8	8.3	0.0	0.5	0.5	2.0	17.9	0.8	0.6
MLB 중국	204.7	77.2	65.7	-19.6	37.8	49.3	45.6	100.0	52.0	55.6	40.2
MLB 홍콩	2.4	23.0	27.0	28.2	85.0	80.0	85.0	55.0	20.5	73.6	76.6
Discovery	18.3	27.0	29.1	-3.7	0.2	0.0	0.0	5.0	10.7	2.1	3.4
영업이익	94.4	25.9	44.5	-14.6	10.6	37.3	35.1	29.5	23.8	27.5	32.2
영업이익률	5.9	1.4	2.2	-4.5	-0.9	0.5	-0.3	-0.4	0.4	-0.4	-0.3
순이익	70.7	23.9	54.6	34.9	23.0	39.9	34.0	-8.7	44.0	16.5	32.1
(매출 비중)											
내수	47.2	51.0	36.8	60.3	44.3	45.5	30.4	50.1	49.3	42.9	36.2
Discovery	25.6	26.7	18.9	40.6	23.0	23.4	15.3	33.4	28.6	24.4	20.6
MLB 성인	16.3	18.6	14.8	15.1	16.5	17.2	12.6	13.0	16.1	14.6	12.4
MLB 아동	5.3	5.6	3.2	4.7	4.7	4.9	2.6	3.7	4.6	3.9	3.2
해외	52.8	49.0	63.2	39.7	55.7	54.5	69.6	49.9	50.7	57.1	63.8
MLB 중국	34.8	29.7	48.3	24.0	43.0	38.8	56.9	37.5	33.8	43.9	50.2
MLB 면세	15.6	16.1	12.2	12.3	8.8	10.6	8.6	8.2	13.9	8.9	7.5
MLB 홍콩	2.4	3.2	2.7	3.4	4.0	5.1	4.1	4.2	3.0	4.3	6.2

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089.2	1,808.9	2,334.8	3,117.5	3,738.9
매출액증가율 (%)		66.1	29.1	33.5	19.9
매출원가	292.8	532.7	711.3	964.3	1,160.3
매출총이익	796.4	1,276.2	1,623.5	2,153.2	2,578.6
판매관리비	473.7	751.3	954.2	1,268.5	1,513.4
영업이익	322.7	524.9	669.2	884.7	1,065.2
영업이익률	29.6	29.0	28.7	28.4	28.5
금융손익	0.3	-9.7	4.7	10.0	12.0
중속/관계기업손익	-9.4	88.9	12.7	12.7	12.7
기타영업외손익	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4
세전계속사업이익	314.3	605.2	687.9	908.6	1,091.4
법인세비용	88.6	162.5	172.2	227.4	273.2
당기순이익	225.8	442.7	515.7	681.2	818.2
지배주주지분 손이익	225.8	441.8	514.6	679.8	816.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	585.3	497.4	779.2
당기순이익(손실)	225.8	442.7	515.7	681.2	818.2
유형자산상각비	27.4	48.5	38.8	14.8	8.6
무형자산상각비	0.9	31.8	70.3	26.4	9.9
운전자본의 증감	-39.0	-139.1	-39.5	-225.0	-57.6
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	-6.7	-3.2	-9.4
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	-17.9	-5.1	-5.9	-6.0
투자자산의감소(증가)	-572.4	7.2	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	-113.8	-107.2	-123.7
차입금의 증감	271.0	-10.2	-52.8	-36.1	-29.8
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	87.4	464.9	387.0	646.0
기초현금	129.1	14.6	102.0	566.9	953.9
기말현금	14.6	102.0	566.9	953.9	1,599.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388.5	601.2	1,190.2	1,862.5	2,654.1
현금및현금성자산	14.6	102.0	566.9	953.9	1,599.9
매출채권	100.1	129.4	157.4	223.6	257.5
재고자산	242.3	297.5	365.4	549.2	641.0
비유동자산	751.9	969.0	865.1	830.0	817.5
유형자산	71.5	77.2	43.5	34.7	32.0
무형자산	17.0	132.9	62.6	36.1	26.2
투자자산	563.0	644.7	644.8	645.0	645.1
자산총계	1,140.3	1,570.2	2,055.4	2,692.4	3,471.6
유동부채	563.7	575.9	598.9	619.1	667.6
매입채무	105.2	99.7	99.1	139.4	162.5
단기차입금	210.6	195.0	150.0	117.0	90.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	58.7	65.4	71.8
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	657.5	684.5	739.3
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	-2.5	-2.5	-2.5
이익잉여금	226.0	625.4	1,079.0	1,687.7	2,410.3
비지배주주지분	0.0	21.7	22.8	24.1	25.8
자본총계	541.3	943.2	1,397.8	2,007.9	2,732.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	42,708	47,221	60,948	81,382	97,604
EPS(지배주주)	8,852	11,532	13,435	17,746	21,315
CFPS	14,242	16,008	20,830	24,504	28,247
EBITDAPS	13,764	15,799	20,318	24,169	28,293
BPS	14,130	24,055	35,897	51,787	70,650
DPS	1,100	1,600	1,864	2,462	2,957
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.3	1.7	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	12.5	10.8	8.2	6.8
PCR	13.3	9.0	7.0	5.9	5.1
PSR	4.4	3.1	2.4	1.8	1.5
PBR	13.4	6.0	4.0	2.8	2.1
EBITDA	351.0	605.2	778.3	925.8	1,083.8
EV/EBITDA	21.3	9.4	6.7	5.2	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.7	60.4	44.8	40.5	34.8
EBITDA 이익률	32.2	33.5	33.3	29.7	29.0
부채비율	110.7	66.5	47.0	34.1	27.1
금융비용부담률	0.4	0.6	0.4	0.2	0.2
이자보상배율(x)	68.1	50.1	70.0	113.8	169.4
매출채권회전율(x)	10.9	15.8	16.3	16.4	15.5
재고자산회전율(x)	4.5	6.7	7.0	6.8	6.3

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	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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	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	-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	-	-	