

## 단기 실적보다 23F 업사이드에 집중

### Analyst 정혜진

02-3787-2370 heajin.jung@hmsec.com

### RA 김유진

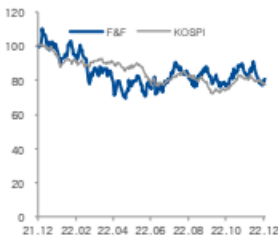
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

현재주가 (12/26)	143,000원		
상승여력	67.8%		
시가총액	5,478십억원		
발행주식수	38,307천주		
자본금/액면가	4십억원/100원		
52주 최고가/최저가	195,800원/123,000원		
일평균 거래대금 (60일)	23십억원		
	12.61%		
외국인지분율	F&F홀딩스 외 9인		
주요주주	59.38%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.1	-1.4	4.0
상대주가(%p)	3.0	-5.5	6.2

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	11,470	14,050	240,000
After	11,126	14,042	240,000
Consensus	11,296	14,082	224,615
Cons. 차이	-1.5%	-0.3%	6.8%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 4Q22 영업이익 소폭 하향 조정. 4분기 매출 비중이 연 매출의 약 40% 차지하는 동사, 11월 예년 대비 따뜻했던 날씨 탓에 판매 다소 부진했던 것으로 추정되는 데에 기인
- 다만 12월 들어 기온 다시 낮아지며 아웃도어 상품 위주로 빠른 회복세 보이고 있는 것으로 파악되며, 4Q22 순수 내수 매출 flat 성장 가정하더라도 이익단 영향은 -150~200억 수준에 그칠 것으로 추정
- 중국, 4분기에도 베이징, 광저우 등 현지 주요도시 국소적인 영업제한 이어진 것으로 파악. 국소 락다운 및 신규 출점 매장 3분기비 축소(계절성) 영향으로 중국 오프라인 -15%QoQ 추정
- 중장기, 중국 매장 출점에 따른 물리적 매출 증가 구간이라는 동사 투자 포인트 불변. 23F, 당사 의류 업종 유니버스 내 가장 큰 폭의 영업이익 성장세(F&F +26%YoY vs 당사 의류 브랜드사 커버리지 평균 +15%YoY) 시현할 것으로 전망. 투자의견 BUY 및 목표주가 240,000원 유지

### 주요이슈 및 실적전망

- 4Q22, 매출액 6,080억원(+8.0%YoY, +37.6%QoQ), 영업이익 1,970억원(+7.2%YoY, +42.3%QoQ) 추정
- 내수, 따뜻해진 날씨 영향 가장 많이 받았던 브랜드 MLB의 순수 내수 매출액 826억원(+2.0%YoY), 면세 매출액 600억원(-18.0%YoY) 수준으로 산정. 다만 12월 들어 다시 추워진 날씨 영향으로 아웃도어 비중 높은 Discovery 및 MLB kids 매출 성장세 회복한 것으로 파악
- 해외, MLB 중국(상해) 매출 1,938억원(+29.2%YoY) 전망. 채널별, 온라인 342억(+20.0%YoY), 오프라인 1,596억원(+31.4%YoY) 추정. 중국, 폐점매장 제외 매장 수 추이는 9월말(3분기말) 770여개점, 11월말 810여개점, 연간 누계 매장 추정 22F 850여개점, 23F 1,150여개점 유지. 4분기 현지 주요도시 국소 락다운 지속된 영향으로 휴점매장 비중이 11월 하순 20% 수준까지 높아졌던 것으로 파악, 오프라인 매출은 -15%QoQ 축소될 것으로 추정. 현지 방역 완화 기조 방향성 유효, 올해 대비 23F 기저효과에 따른 추가 업사이드 확보 가능할 것

### 주가전망 및 Valuation

- 실적 추정치 변동 폭 미미, 목표주가 240,000원 유지. 동사 주가는 국내 날씨와 중국 국소 락다운 지속에 따른 단기 실적 우려로 중국 리오프닝 기대감 반영 전 수준으로 조정, 밸류에이션 부담 재차 낮아진 상황(23F P/E 10.2x 수준). 중장기 관점 저점 매수 접근 여전히 유효 판단

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2021	1,089	323	232	351	9,094	N/A	20.8	13.2	21.3	42.4	0.6
2022F	1,858	565	426	634	11,126	22.3	12.9	5.9	8.5	57.9	1.4
2023F	2,312	710	538	791	14,042	26.2	10.2	4.0	6.4	46.6	1.8
2024F	2,625	809	616	884	16,083	14.5	8.9	2.9	5.3	37.5	2.1

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> F&F 4분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q21	3Q22	4Q22F	%YoY	%QoQ	4Q22F	대비
매출액	563	442	608	8.0%	37.6%	673	-9.7%
영업이익	184	138	197	7.2%	42.3%	212	-7.0%
세전순이익	181	154	194	7.3%	26.2%	207	-6.2%
순이익	129	109	150	16.0%	37.3%	152	-1.7%

자료 : F&F, Fnguide, 현대차증권

주 : K-IFRS 연결 기준

<표2> F&F 상세 실적 전망

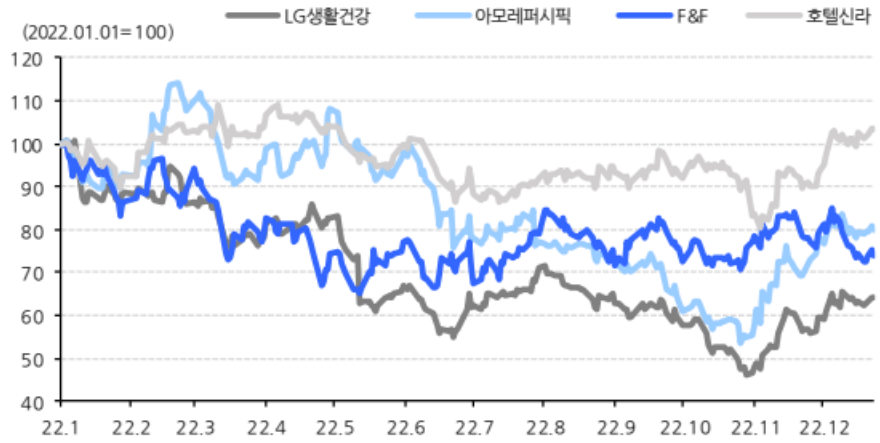
(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	285.7	312.4	328.9	563.2	437.1	371.4	441.7	608.0	837.6	1,490.1	1,858.2	2,311.5
MLB	152.0	185.9	249.8	294.2	263.0	171.0	313.5	294.3	371.3	881.9	1,041.8	1,325.5
MLB 면세	65.4	93.4	67.5	73.2	67.6	58.0	51.3	60.0	162.3	299.5	236.9	277.3
MLB 면세 외	86.6	92.5	182.3	221.0	195.4	113.0	262.2	234.2	209.0	582.5	804.8	1,048.2
MLB KIDS	21.5	17.9	23.6	32.0	30.0	21.0	27.5	32.1	62.1	95.1	110.6	119.1
MLB 중국	49.5	60.5	123.5	150.0	150.9	107.0	202.0	193.8	75.1	383.5	653.7	896.8
MLB 홍콩	10.2	9.5	9.0	13.5	10.4	11.7	11.4	16.2	23.1	42.1	49.7	55.0
Discovery	93.7	75.7	60.5	209.4	111.2	96.6	79.0	217.8	360.0	439.3	504.6	569.3
%YoY												
매출액	72.1%	87.3%	106.0%	63.1%	53.0%	18.9%	34.3%	8.0%	-8.0%	77.9%	24.7%	24.4%
MLB	100.0%	149.2%	164.1%	133.3%	73.0%	-8.0%	25.5%	0.0%	-17.3%	137.5%	18.1%	27.2%
MLB 면세	91.1%	158.0%	62.3%	45.5%	3.4%	-37.9%	-24.0%	-18.0%	-40.0%	84.5%	-20.9%	17.0%
MLB 면세 외	107.3%	140.9%	244.0%	191.6%	125.5%	22.2%	43.8%	6.0%	17.0%	178.7%	38.2%	30.2%
MLB KIDS	38.0%	23.7%	83.0%	67.7%	39.4%	17.0%	16.5%	0.2%	-31.6%	53.1%	16.3%	7.7%
MLB 중국	685.7%	595.4%	657.7%	242.5%	204.8%	76.9%	63.6%	29.2%	531.1%	410.7%	70.5%	37.2%
MLB 홍콩	126.7%	115.0%	86.9%	43.6%	2.0%	23.7%	27.1%	20.0%	-23.8%	82.4%	18.0%	10.6%
Discovery	47.6%	15.6%	17.0%	16.8%	18.7%	27.6%	30.5%	4.0%	11.1%	22.0%	14.9%	12.8%
%Sales												
MLB 중국	17.3%	19.4%	37.5%	26.6%	34.5%	28.8%	45.7%	31.9%	9.0%	25.7%	35.2%	38.8%
MLB 홍콩	3.6%	3.0%	2.7%	2.4%	2.4%	3.1%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.4%
Discovery	32.8%	24.2%	18.4%	37.2%	25.4%	26.0%	17.9%	35.8%	43.0%	29.5%	27.2%	24.6%
영업이익	70.0	75.4	95.7	183.7	134.6	95.0	138.4	197.0	122.6	424.9	565.0	709.6
%YoY	304.2%	268.1%	658.7%	154.7%	92.3%	25.9%	44.6%	7.2%	-18.7%	246.6%	33.0%	25.6%
OPM(%)	24.5%	24.1%	29.1%	32.6%	30.8%	25.6%	31.3%	32.4%	14.6%	28.5%	30.4%	30.7%

자료 : F&F, 현대차증권 추정치

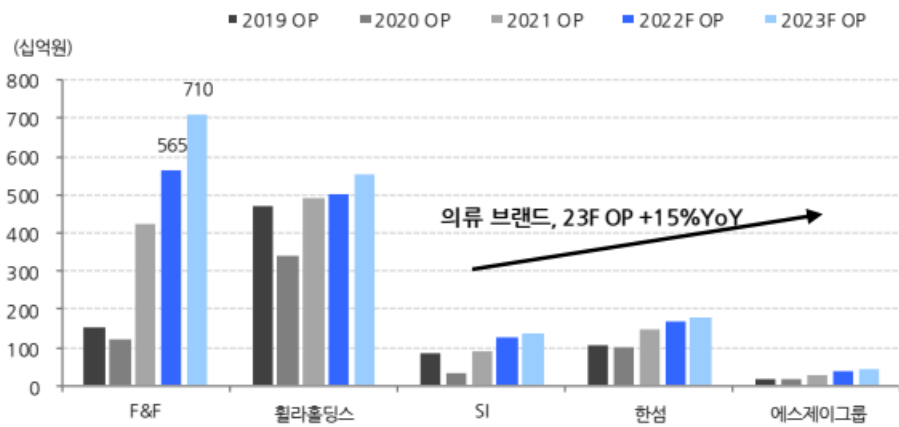
주 : K-IFRS 연결 기준, 2Q21 및 이전 실적은 인적분할 전 패션사업부문(현 F&F홀딩스) 기준 손익

<그림1> 주요 대중국 소비재 업체(화장품, 면세 포함) 주가 추이



자료 : Quantwise, 현대차증권

<그림2> 의류 브랜드 업체 연간 영업이익 전망치



자료 : 현대차증권 추정치

COMPANY NOTE

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	N/A	1,089	1,858	2,312	2,625
증가율 (%)	N/A	N/A	70.6	24.4	13.5
매출원가	N/A	293	529	656	745
매출원가율 (%)	N/A	26.9	28.5	28.4	28.4
매출총이익	N/A	796	1,329	1,655	1,879
매출이익률 (%)	N/A	73.1	71.5	71.6	71.6
증가율 (%)	N/A	N/A	67.0	24.5	13.5
판매관리비	N/A	474	764	946	1,070
판매비율 (%)	N/A	43.5	41.1	40.9	40.8
EBITDA	N/A	351	634	791	884
EBITDA 이익률 (%)	N/A	32.2	34.1	34.2	33.7
증가율 (%)	N/A	N/A	80.6	24.8	11.8
영업이익	N/A	323	565	710	809
영업이익률 (%)	N/A	29.7	30.4	30.7	30.8
증가율 (%)	N/A	N/A	74.9	25.7	13.9
영업외손익	N/A	1	0	-4	1
금융수익	N/A	8	16	8	11
금융비용	N/A	8	15	12	10
기타영업외손익	N/A	1	-1	0	0
종속(관계)기업관련손익	N/A	-1	11	11	11
세전계속사업이익	N/A	323	576	717	821
세전계속사업이익률	N/A	29.7	31.0	31.0	31.3
증가율 (%)	N/A	N/A	78.3	24.5	14.5
법인세비용	N/A	91	152	179	205
계속사업이익	N/A	232	425	538	616
중단사업이익	N/A	0	0	0	0
당기순이익	N/A	232	425	538	616
당기순이익률 (%)	N/A	21.3	22.9	23.3	23.5
증가율 (%)	N/A	N/A	83.2	26.6	14.5
지배주주지분 순이익	N/A	232	426	538	616
비지배주주지분 순이익	N/A	0	-1	0	0
기타포괄이익	N/A	1	8	0	0
총포괄이익	N/A	233	433	538	616

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	292	280	543	646
당기순이익	N/A	232	425	538	616
유형자산 상각비	N/A	27	58	58	52
무형자산 상각비	N/A	1	11	24	23
외환손익	N/A	-2	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	N/A	-39	-188	-66	-34
기타	N/A	73	-22	-11	-11
투자활동으로인한현금흐름	N/A	-568	24	-161	-112
투자자산의 감소(증가)	N/A	-374	-8	-90	-41
유형자산의 감소	N/A	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-12	-47	-50	-50
기타	N/A	-182	79	-21	-21
재무활동으로인한현금흐름	N/A	158	25	-253	-212
차입금의 증가(감소)	N/A	30	1	-0	-0
사채의 증가(감소)	N/A	0	0	0	0
자본의 증가	N/A	318	0	0	0
배당금	N/A	0	-42	-77	-98
기타	N/A	-190	66	-176	-114
기타현금흐름	N/A	3	-1	0	0
현금의증가(감소)	N/A	-115	327	128	322
기초현금	N/A	129	15	342	470
기말현금	N/A	15	342	470	792

\* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	N/A	584	956	1,245	1,649
현금성자산	N/A	15	342	470	792
단기투자자산	N/A	7	8	10	11
매출채권	N/A	100	108	136	151
채고자산	N/A	242	262	330	365
기타유동자산	N/A	220	238	299	331
비유동자산	N/A	562	725	814	861
유형자산	N/A	72	87	80	78
무형자산	N/A	17	119	116	113
투자자산	N/A	376	394	495	547
기타비유동자산	N/A	97	125	123	123
기타금융영업자산	N/A	0	0	0	0
자산총계	N/A	1,146	1,682	2,058	2,510
유동부채	N/A	564	710	625	557
단기차입금	N/A	211	329	145	26
매입채무	N/A	105	114	143	158
유동성장기부채	N/A	0	0	0	0
기타유동부채	N/A	248	267	337	373
비유동부채	N/A	35	37	38	39
사채	N/A	0	0	0	0
장기차입금	N/A	0	0	0	0
장기금융부채	N/A	30	30	30	30
기타비유동부채	N/A	5	7	8	9
기타금융영업부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	599	747	663	596
지배주주지분	N/A	547	924	1,385	1,903
자본금	N/A	4	4	4	4
자본잉여금	N/A	314	314	314	314
자본조정 등	N/A	-4	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	N/A	1	9	9	9
이익잉여금	N/A	232	616	1,077	1,596
비지배주주지분	N/A	0	11	11	11
자본총계	N/A	547	935	1,396	1,914

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	9,094	11,088	14,042	16,083
EPS(지배순이익 기준)	N/A	9,094	11,126	14,042	16,083
BPS(자본총계 기준)	N/A	14,290	24,400	36,429	49,964
BPS(지배지분 기준)	N/A	14,290	24,124	36,154	49,689
DPS	0	1,100	2,021	2,559	2,931
P/E(당기순이익 기준)	N/A	20.8	12.9	10.2	8.9
P/E(지배순이익 기준)	N/A	20.8	12.9	10.2	8.9
P/B(자본총계 기준)	N/A	13.2	5.9	3.9	2.9
P/B(지배지분 기준)	N/A	13.2	5.9	4.0	2.9
EV/EBITDA(Reported)	N/A	21.3	8.5	6.4	5.3
배당수익률	N/A	0.6	1.4	1.8	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	21.9	26.6	14.5
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	22.3	26.2	14.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	42.4	57.3	46.2	37.2
ROE(지배순이익 기준)	N/A	42.4	57.9	46.6	37.5
ROA	N/A	20.2	30.0	28.8	27.0
안정성 (%)					
부채비율	N/A	109.4	79.9	47.5	31.1
순차입금비용	-	45.6	4.6	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	68.1	54.5	61.6	158.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.09.03	BUY	170,000	-13.90	-9.06
2021.10.07	BUY	174,000	-0.60	2.53
2021.11.05	BUY	210,000	-15.76	-6.76
2022.02.16	BUY	220,000	-34.49	-19.09
2022.08.03	BUY	230,000	-35.77	-31.09
2022.09.22	BUY	240,000	-39.26	-32.92
2022.12.27	BUY	240,000		

▶ 최근 2년간 F&F 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 경혜진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2021.10.01~2022.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	168건	90.8%
보유	17건	9.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.