

2023. 5. 3

금융/소비재팀

최지호

Analyst

jiho1.choi@samsung.com

## F&F (383220)

### 중국 MLB가 쏘아 올린 적시타

- F&F의 23년 1분기 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 3%, 6% 상회.
- 1분기 호실적을 견인한 주역은 중국. 집밖 활동 정상화에 따른 의류 소비 반등 효과가 당초 기대치를 상회. 2Q에는 그 효과가 더욱 강하게 나타날 것으로 기대.
- 업종 내 Top-pick 투자의견 견지. 중국 소비자들의 MLB를 향한 강한 선호도가 이어지고 있는 상황에서, 중국 의류 소비 반등의 최대 수혜가 예상되기 때문.

▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	220,000원	51.4%
현재주가	145,300원	
시가총액	5,6조원	
Shares (float)	38,307,075주 (40.2%)	
52주 최저/최고	123,000원/161,000원	
60일-평균거래대금	176.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
F&F (%)	4.2	-0.8	2.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.2	-8.2	9.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	220,000	220,000	0.0%
2023E EPS	13,123	13,102	0.2%
2024E EPS	13,541	15,569	-13.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	207,714
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

**1Q23 실적 Review- 컨센서스 상회:** F&F의 1Q23 매출액은 4,974억원 (14% y-y), 영업이익은 1,488억원 (11% y-y) 기록하며 (영업이익률 29.9%), 컨센서스 대비 매출액은 3%, 영업이익은 6% 상회하는 호실적 달성.

- **호실적의 주역- 중국:** 중국 매출액 38% y-y 증가 (vs 1Q22 205% y-y). 1분기 붉어진 재고 관련 우려를 무색게 하는 호실적 시현. 대리점 수는 32개 q-q 증가로, 당초 예상에는 못 미쳤으나 (vs 22년 분기 평균 80개 q-q), 기존점 매출액이 3월부터 강하게 반등하며, 대리상들의 높은 리스팅 수요가 반영되었기 때문으로 추정 (SSSG: 3월 30%→4월 50% y-y).
- **국내 매출액- 소비 위축 우려 대비 선방:** 면세점을 제외한 국내 MLB 매출액은 13% y-y 두 자릿수 성장하며, 강한 브랜드력을 입증 (vs 1Q22 58% y-y). 면세점의 경우 38% y-y 감소하였는데 (vs 1Q22 3.5% y-y), 본격적인 매출액 반등 시점은 하반기일 것으로 예상.

**2분기 가속 성장을 기대:** 2Q23 매출액은 22% y-y, 영업이익은 31.5% y-y 성장하며 (영업이익률 27.6%; +2.0%pts y-y), 1Q 대비 그 성장률이 가속화될 것으로 기대. 실적의 핵심은 중국으로, 매출액 56% y-y 성장할 전망. 대리점포 70개 q-q 증가할 것으로 기대될 뿐만 아니라, 점포 당 매출액마저 본격적으로 성장할 것으로 예상되기 때문.

**업종 내 Top-pick 투자의견 견지:** 추정치 미세 조정함에 따라, 목표주가 22만원 유지하며 (23E P/E 16.5배 적용), 업종 내 최선호주로 추천. 1분기 보다 2분기가, 2분기 보다 하반기가 더욱 기대되는 회사. 시장 성장률을 능가하는 기존점 성장률 추이를 통해, 중국 소비자들의 MLB를 향한 강한 선호도가 이어지고 있음을 엿볼 수 있음. 이에, 중국 의류 소비가 반등할 때, 실적의 개선 폭이 업종을 크게 아웃퍼폼할 것으로 기대. 현재 주가는 23년 PER 11배로, 중국 진출 초기(2019년) 밸류에이션 하단인 13배에도 못 미치는 수준에서 거래되는 중.

분기 실적

(십억원)	1Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	497	13.8	(11.0)	2.0	3.3
영업이익	149	10.6	(5.2)	4.2	6.0
세전이익	152	12.9	(32.1)	8.0	8.2
순이익	119	23.3	(29.0)	16.8	17.8
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	29.9				
세전이익	30.5				
순이익	23.9				

자료: F&F, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2022	2023E	2024E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	12.5	11.1	10.7
P/B	7.0	4.5	3.3
EV/EBITDA	8.2	7.3	6.8
Div yield (%)	1.1	1.2	1.3
EPS 증가율 (%)	30.5	13.5	3.2
ROE (%)	51.5	38.5	29.3
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	11,561	13,123	13,541
BVPS	20,675	32,316	44,113
DPS	1,600	1,800	1,900

## 연결 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	437	371	442	559	497	453	557	705	1,482	1,809	2,213	2,342
MLB 국내	138	126	114	138	122	124	127	169	519	515	542	565
MLB Kids	23	20	15	27	22	20	16	28	77	86	86	86
중국	151	107	202	121	208	167	288	215	382	581	878	963
아시아*	10	12	11	17	19	19	18	22	42	51	79	83
Discovery	111	97	79	205	111	102	81	232	444	491	526	536
기타	3	10	21	51	19	21	26	35	18	85	102	110
매출총이익	316	256	312	392	344	317	403	519	1,079	1,276	1,583	1,673
영업이익	135	95	138	157	149	125	175	217	428	525	666	705
순이익	96	69	109	168	119	90	135	159	311	443	503	519
<b>이익률 (%)</b>												
매출총이익	72.2	69.0	70.7	70.1	69.2	70.0	72.3	73.6	72.8	70.6	71.6	71.5
영업이익	30.8	25.6	31.3	28.1	29.9	27.6	31.4	30.8	28.9	29.0	30.1	30.1
순이익	22.1	18.6	24.8	30.0	23.9	19.9	24.3	22.5	21.0	24.5	22.7	22.1
<b>성장률 (전년대비, %)</b>												
매출액	57.4	18.9	34.3	(0.8)	13.8	22.0	26.1	26.2	76.9	22.1	22.3	5.8
MLB 국내	25.7	(13.6)	1.1	(8.7)	(11.8)	(1.2)	12.2	22.5	57.6	(0.6)	5.3	4.1
MLB Kids	16.6	26.4	1.3	3.8	(3.1)	0.0	3.0	0.9	22.1	11.3	0.0	0.0
중국	204.7	77.2	65.7	(19.6)	37.9	55.7	42.6	77.7	413.0	52.0	51.1	9.6
아시아*	2.4	23.0	27.0	28.2	85.3	65.0	60.0	26.7	82.3	20.5	55.0	5.0
Discovery	18.3	27.0	29.1	(4.0)	(0.2)	5.0	3.0	13.4	23.5	10.6	7.0	2.0
기타	nm	110.3	114.7	458.0	460.2	111.2	28.1	(30.5)	nm	376.3	20.4	7.6
매출총이익	54.0	16.1	30.9	(5.5)	9.1	23.8	29.0	32.4	90.4	18.3	24.0	5.7
영업이익	94.4	25.9	44.5	(14.6)	10.6	31.5	26.3	38.5	249.1	22.7	26.8	5.9
순이익	75.2	23.3	53.9	29.8	23.3	30.1	23.4	(5.4)	264.8	42.2	13.5	3.2

참고: 2021년 3분기 이전 실적은 인적분할 전 패션 사업부 실적 기준

\*홍콩, 대만, 마카오

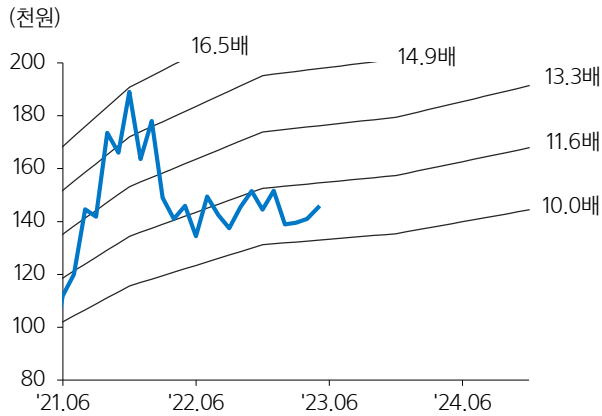
자료: F&amp;F, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치

(십억원)	2022	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,809	2,213	2,342	2,294	2,614	(3.5)	(10.4)
영업이익	525	666	705	691	815	(3.7)	(13.5)
경상이익	605	670	710	692	823	(3.2)	(13.6)
순이익	443	503	519	502	597	0.2	(13.1)
EBITDA	694	761	800	783	907	(2.9)	(11.8)
EPS (원)	11,561	13,123	13,541	13,102	15,569	0.2	(13.0)

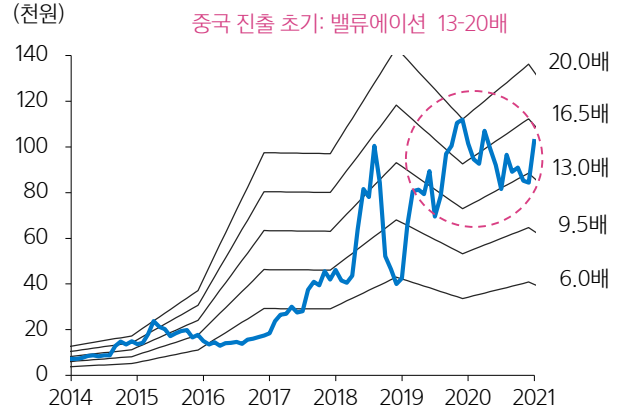
자료: F&F, 삼성증권 추정

F&F: Forward P/E band



자료: F&F, 삼성증권 추정

인적분할 전 F&F: Forward P/E band



자료: FnGuide, F&F홀딩스, 삼성증권

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2021	1,089	323	314	226	8,858	nm	21.3	9.2	41.7	21.5	218
2022	1,809	525	605	443	11,561	30.5	12.5	7.0	51.5	8.2	98
2023E	2,213	666	670	503	13,123	13.5	11.1	4.5	38.5	7.3	(28)
2024E	2,342	705	710	519	13,541	3.2	10.7	3.3	29.3	6.8	(164)
2025E	2,483	748	758	553	14,441	6.6	10.1	2.6	24.5	6.2	(323)

참고: \*일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: F&F, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	2,213	2,342	2,483
매출원가	293	533	629	669	711
매출총이익	796	1,276	1,583	1,673	1,772
(매출총이익률, %)	73.1	70.6	71.6	71.5	71.4
판매 및 일반관리비	474	751	917	968	1,023
영업이익	323	525	666	705	748
(영업이익률, %)	29.6	29.0	30.1	30.1	30.1
영업외손익	(8)	80	4	5	9
금융수익	8	14	18	18	21
금융비용	8	23	22	21	19
자본법손익	(9)	89	7	7	7
기타	1	1	1	1	1
세전이익	314	605	670	710	758
법인세	89	163	168	192	205
(법인세율, %)	28.2	26.9	25.0	27.0	27.0
계속사업이익	226	443	503	519	553
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	226	443	503	519	553
(순이익률, %)	20.7	24.5	22.7	22.1	22.3
지배주주순이익	226	442	502	518	552
비지배주주순이익	0	1	1	1	1
EBITDA	346	694	761	800	846
(EBITDA 이익률, %)	31.8	38.4	34.4	34.2	34.1
EPS (지배주주)	8,852	11,532	13,093	13,511	14,411
EPS (연결기준)	29,467	11,556	13,120	13,539	14,441
수정 EPS (원)*	8,858	11,561	13,123	13,541	14,441

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	292	344	567	595	632
당기순이익	226	443	503	519	553
현금유출입이없는 비용 및 수익	239	(5)	84	90	93
유형자산 감가상각비	27	49	53	56	59
무형자산 상각비	1	32	32	32	32
기타	210	(86)	(1)	2	3
영업활동 자산부채 변동	(173)	(93)	(20)	(14)	(15)
투자활동에서의 현금흐름	(568)	(146)	(40)	(50)	(60)
유형자산 증감	(17)	(116)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(563)	(86)	0	0	0
기타	13	57	(40)	(50)	(60)
재무활동에서의 현금흐름	158	(109)	(437)	(435)	(442)
차입금의 증가(감소)	240	(18)	(36)	(26)	(29)
자본금의 증가(감소)	318	0	0	0	0
배당금	0	(42)	(61)	(69)	(72)
기타	(400)	(49)	(340)	(340)	(340)
현금증감	(115)	87	90	110	130
기초현금	0	15	102	192	302
기말현금	(115)	102	192	302	432
Gross cash flow	464	437	587	609	646
Free cash flow	72	418	192	204	227

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: F&amp;F, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388	601	1,045	1,488	1,953
현금 및 현금등가물	15	102	192	302	432
매출채권	118	161	185	196	208
재고자산	242	297	315	331	349
기타	13	41	353	659	965
비유동자산	752	969	956	950	951
투자자산	563	645	645	645	645
유형자산	72	77	64	58	59
무형자산	17	133	133	133	133
기타	100	114	114	114	114
자산총계	1,140	1,570	2,001	2,438	2,904
유동부채	564	576	564	552	539
매입채무	188	192	214	228	242
단기차입금	211	195	160	135	108
기타 유동부채	165	189	189	189	189
비유동부채	35	51	50	48	47
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	35	51	49	48	47
부채총계	599	627	613	600	586
지배주주지분	541	921	1,365	1,815	2,296
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314	314
이익잉여금	226	625	1,067	1,517	1,998
기타	(2)	(22)	(19)	(19)	(19)
비지배주주지분	0	22	22	22	22
자본총계	541	943	1,387	1,837	2,318
순부채	218	98	(28)	(164)	(323)

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	n/a	66.1	22.3	5.8	6.0
영업이익	n/a	62.7	26.8	5.9	6.1
순이익	n/a	96.1	13.5	3.2	6.7
수정 EPS**	n/a	30.5	13.5	3.2	6.6
주당지표					
EPS (지배주주)	8,852	11,532	13,093	13,511	14,411
EPS (연결기준)	29,467	11,556	13,120	13,539	14,441
수정 EPS**	8,858	11,561	13,123	13,541	14,441
BPS	20,564	20,675	32,316	44,113	56,717
DPS (보통주)	5,500	1,600	1,800	1,900	2,000
Valuations (배)					
P/E***	21.3	12.5	11.1	10.7	10.1
P/B***	9.2	7.0	4.5	3.3	2.6
EV/EBITDA	21.5	8.2	7.3	6.8	6.2
비율					
ROE (%)	41.7	51.5	38.5	29.3	24.5
ROA (%)	39.6	32.7	28.2	23.4	20.7
ROIC (%)	33.1	34.1	27.9	22.2	19.0
배당성향 (%)	18.6	13.8	13.7	14.0	13.8
배당수익률 (보통주, %)	0.6	1.1	1.2	1.3	1.4
순부채비율 (%)	40.2	10.4	(2.0)	(8.9)	(13.9)
이자보상배율 (배)	68.1	50.1	72.0	90.0	113.7

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 5월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 5월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/10/31	2023/2/2
투자의견	BUY	BUY
TP (₩)	190,000	220,000
과리율 (평균)	-23.41	
과리율 (최대or최소)	-15.26	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

### 기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

### 산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA