

## 4Q20 Review : 중국 성장 기대 이상

### Analyst 정혜진

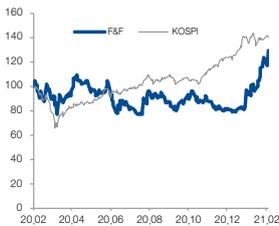
02-3787-2370 heajin.jung@hmsec.com

현재주가 (2/17)	136,000원		
상승여력	25.0%		
시가총액	2,094십억원		
발행주식수	15,400천주		
자본금/액면가	8십억원/500원		
52주 최고가/최저가	136,000원/80,100원		
일평균 거래대금 (60일)	13십억원		
외국인지분율	10.17%		
주요주주	김창수 외 8 인 58.82%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	34.7	48.0	34.7
상대주가(%p)	32.6	19.9	3.4

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	4,802	7,284	135,000
After	5,909	8,758	170,000
Consensus	5,130	7,117	127,300
Cons. 차이	15.2%	23.1%	33.5%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 4분기, 시장 컨센서스와 동사 추정치를 상회하는 실적 기록. 전분기비 전반적인 실적 개선 분위기 속에서 Discovery 판매 호조로 인한 안정적 이익에 MLB중국과 MLB홍콩 탑라인과 수익성 개선이 전사 실적 성장에 기여
- MLB중국 오프라인 매장 출점 효과로 매출액 438억원 기록, MLB홍콩은 흑자전환 성공. 21년말까지 중국 점포 수 250여개까지 확대됨에 따라 21F MLB중국 탑라인 1,500억원 수준 달성 전망
- 이익 추정치 상향에 따라 목표주가 170,000원으로 상향 조정, 업종 내 최선호주 유지

### 주요이슈 및 실적전망

- 20년 4분기, 매출액 3457억원(+4.9%YoY, +116.6%QoQ), 영업이익 721억원(+2.5%YoY, +471.6%QoQ) 수준으로 시장 컨센서스와 당사 추정치를 상회하는 실적 기록. 전분기비 전반적인 실적 개선 분위기 속에서 Discovery 판매 호조로 인한 안정적 이익에 MLB 중국과 MLB 홍콩 탑라인과 수익성 개선이 전사 실적 성장에 기여
- Discovery, 매출액 +11%YoY 증가한 1,793억원 추정. 계절성에 따른 4분기 성수기 효과에 기인한 낮은 영향으로 판매량 호조. 코로나19 영향 불구 2020년 연간 매출 10% 이상 성장 달성
- MLB 한국, 매출액 1,261억원 수준 기록 추정. MLB 면세 채널, -30%YoY 감소, +20%QoQ 증가한 503억원 추정. MLB 비면세 채널, 내수 판매채널 부진 지속되고 있으나 전분기비 개선되었으며, 수출 부문 양호한 실적 영향으로 +30%YoY 증가한 758억원 기록 추정. MKB KIDS, 매출 -28%YoY 감소한 191억원 추정
- MLB 해외, 중국(상해)과 홍콩 매출 각각 +428%YoY 증가한 438억원, +31%YoY 증가한 94억원 수준 추정. 중국 상해, Tmall 역직구 온라인 채널 비중 약 40% 추정. 오프라인 채널, 점포 수 확대 효과(4Q20 기준 대리점 70개)에 따른 탑라인 성장, 시장 기대치 및 동사 전망치보다 호실적 기록. 2021년 말까지 점포 수 250여개점으로 확대 지속될 예정이며 2021년 연간 MLB 중국 매출액 1,500억원 수준 달성 가능할 것으로 전망
- 자체 브랜드 매출, Duvetica 약 -30%YoY 감소한 15억원, Stretch Angels 약 -74%YoY 감소한 7억원 수준 추정

### 주가전망 및 Valuation

- 중국 성장 모멘텀 감안 시 밸류에이션 Multiple 부담스럽지 않은 수준, 추가적 주가 상승 여력 존재하며 주가는 중국 성과 확인하며 우상향 흐름 이어갈 전망. Target P/E multiple, P/E 18.5x 유지함에도 불구하고 12mF 순이익 전망치 상향 조정함에 따라 목표주가 170,000원으로 상향 조정

### 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 (%)
2018	668	91	109	101	7,089	45.8	5.6	1.6	5.7	31.6	1.6
2019	910	151	110	181	7,156	0.9	15.7	3.6	9.0	25.1	0.9
2020F	838	125	91	161	5,909	-17.4	14.3	2.3	8.3	17.5	1.2
2021F	1,023	189	135	227	8,758	48.2	15.5	3.1	8.2	21.9	0.8
2022F	1,202	224	160	263	10,385	18.6	13.1	2.6	6.7	21.4	0.8

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> F&F 4분기 잠정 실적

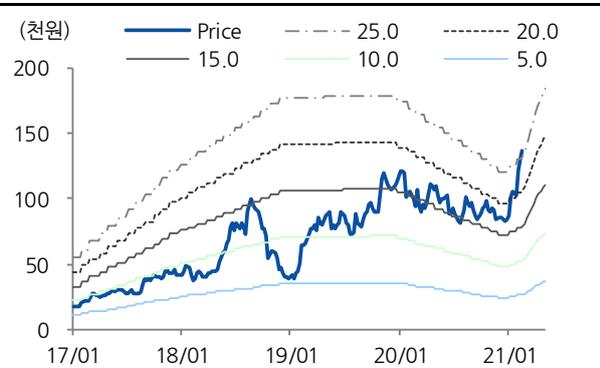
(단위: 억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q19	3Q20	4Q20P	(YoY)	(QoQ)	4Q20	Diff.	4Q20	Diff.
매출액	330	160	346	4.9%	116.6%	317	9.1%	330	4.6%
영업이익	70	13	72	2.5%	471.6%	51	41.4%	56	27.7%
세전이익	70	12	69	-1.3%	461.4%	53	29.8%	57	21.1%
지배주주순이익	51	9	49	-3.1%	474.6%	37	32.3%	42	16.6%

자료 : F&F, Fnguide, 현대차증권

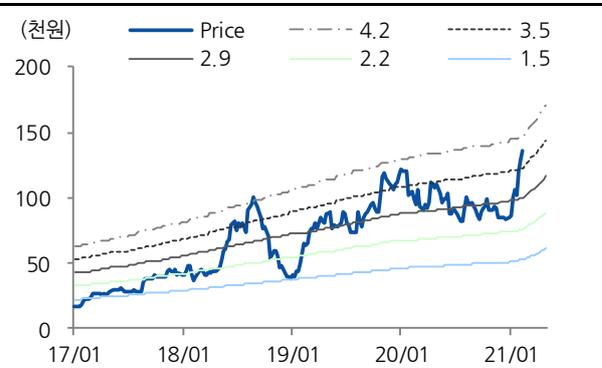
주 : K-IFRS 연결 기준

<그림1> P/E band chart



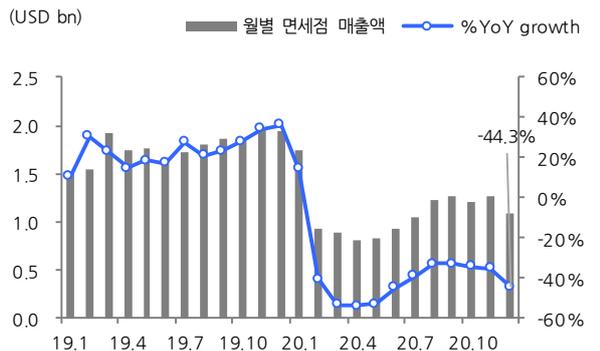
자료 : F&F, 현대차증권

<그림2> P/B band chart



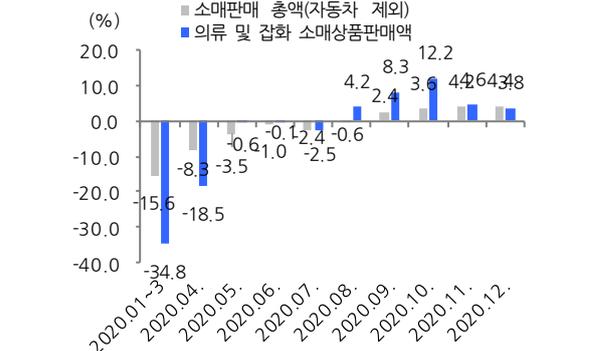
자료 : F&F, 현대차증권

<그림3> 월별 면세점 매출액 추이



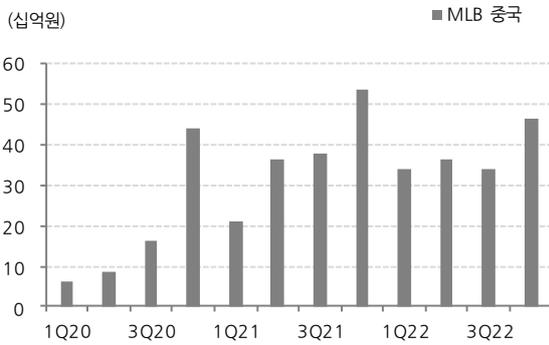
자료 : 한국면세점협회, 현대차증권

<그림4> 중국 월별 의류 소매 판매 성장 추이



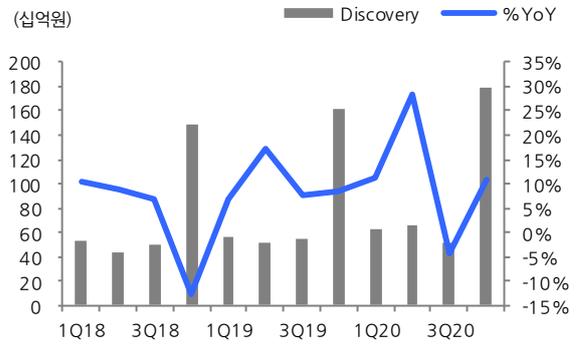
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림5> MLB 중국(상해) 매출 성장 전망



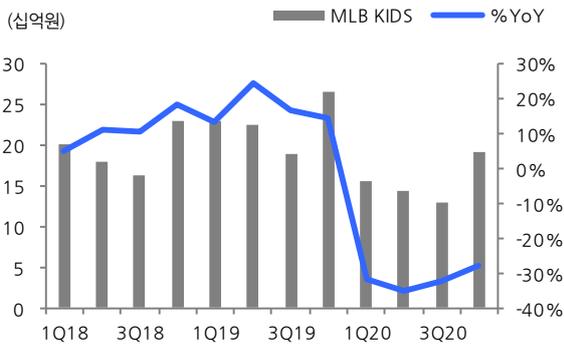
자료 : F&F, 현대차증권 추정치

<그림6> Discovery 매출 추이



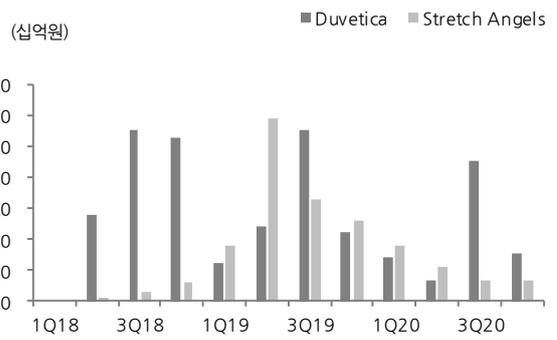
자료 : F&F, 현대차증권 추정치

<그림7> MLB KIDS 매출 추이



자료 : F&F, 현대차증권 추정치

<그림8> 자체 브랜드 매출액 추이



자료 : F&F, 현대차증권 추정치

<표2> F&F 상세 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F
<b>매출액</b>	166.0	166.8	159.6	345.7	168.2	193.4	234.2	427.6	910.3	838.2	1023.4
MLB 한국	76.0	74.6	94.6	126.1	84.2	96.7	129.0	170.9	448.1	371.3	480.8
MLB 면세	34.2	36.2	41.6	50.3	40.4	52.5	70.7	90.6	270.8	162.3	254.2
MLB 면세 외	41.8	38.4	53.0	75.8	43.9	44.2	58.3	80.3	177.3	209.0	226.7
MLB KIDS	15.6	14.5	12.9	19.1	20.3	18.9	19.4	27.7	90.8	62.1	86.1
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.8	20.9	36.1	37.6	53.7	11.9	75.1	148.4
MLB 홍콩	4.5	4.4	4.8	9.4	5.0	5.1	6.7	9.9	30.3	23.1	26.6
Discovery	63.5	65.5	51.7	179.3	69.9	68.8	60.0	197.3	324.1	360.1	395.9
Duvetica	1.4	0.7	4.6	1.5	1.5	1.4	6.6	1.6	11.2	8.1	11.1
Stretch Angels	1.8	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	13.5	4.3	3.1
<b>%YoY</b>											
매출액	2.0%	-17.2%	-26.3%	4.9%	1.4%	15.9%	46.7%	23.7%	36.2%	-7.9%	22.1%
MLB 한국	1.6%	-34.0%	-27.9%	-3.1%	10.9%	29.6%	36.4%	35.5%	70.3%	-17.3%	29.5%
MLB 면세	-15.8%	-51.9%	-49.8%	-30.0%	18.0%	45.0%	70.0%	80.0%	102.7%	-40.0%	56.6%
MLB 면세 외	22.2%	1.9%	9.5%	30.0%	5.0%	15.0%	10.0%	6.0%	37.0%	17.0%	8.5%
MLB KIDS	-31.9%	-35.3%	-32.1%	-28.0%	30.0%	30.0%	50.0%	45.0%	17.0%	-31.6%	38.8%
MLB 중국		2800.0%	393.9%	427.7%	232.4%	315.4%	130.7%	22.5%		531.1%	97.6%
MLB 홍콩	-32.8%	-49.4%	-37.7%	30.6%	10.0%	15.0%	40.0%	5.0%	69.3%	-23.8%	15.2%
Discovery	11.4%	28.2%	-4.2%	10.7%	10.0%	5.0%	16.0%	10.0%	9.3%	11.1%	10.0%
Duvetica	16.7%	-72.9%	-17.3%	-30.0%	5.0%	120.0%	45.0%	4.0%	-17.6%	-28.0%	36.4%
Stretch Angels	0.0%	-81.3%	-79.4%	-73.7%	-60.0%	-35.0%	20.0%	20.0%	1249.0%	-68.6%	-28.0%
<b>%Sales</b>											
MLB 한국	45.8%	44.7%	59.3%	36.5%	50.1%	50.0%	55.1%	40.0%	49.2%	44.3%	47.0%
MLB 면세	20.6%	21.7%	26.1%	14.6%	24.0%	27.1%	30.2%	21.2%	29.7%	19.4%	24.8%
MLB 면세 외	25.2%	23.0%	33.2%	21.9%	26.1%	22.8%	24.9%	18.8%	19.5%	24.9%	22.1%
MLB KIDS	9.4%	8.7%	8.1%	5.5%	12.1%	9.7%	8.3%	6.5%	10.0%	7.4%	8.4%
MLB 중국	3.8%	5.2%	10.2%	12.7%	12.4%	18.7%	16.1%	12.6%	1.3%	9.0%	14.5%
MLB 홍콩	2.7%	2.6%	3.0%	2.7%	2.9%	2.6%	2.9%	2.3%	3.3%	2.8%	2.6%
Discovery	38.3%	39.3%	32.4%	51.9%	41.5%	35.6%	25.6%	46.1%	35.6%	43.0%	38.7%
Duvetica	0.8%	0.4%	2.9%	0.4%	0.9%	0.7%	2.8%	0.4%	1.2%	1.0%	1.1%
Stretch Angels	1.1%	0.7%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	1.5%	0.5%	0.3%
<b>영업이익</b>	17.3	20.5	10.9	75.1	16.9	32.6	38.4	101.1	150.7	123.8	189.0
%YoY	-8.3%	-29.1%	-66.5%	6.7%	-2.2%	58.9%	252.2%	34.7%	64.8%	-17.9%	52.7%
OPM(%)	10.4%	12.3%	6.8%	21.7%	10.1%	16.8%	16.4%	23.7%	16.6%	14.8%	18.5%

자료 : F&F, 현대차증권 추정치  
 주 : K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	668	910	838	1,023	1,202
증가율 (%)	19.1	36.2	-7.9	22.1	17.5
매출원가	228	293	268	322	373
매출원가율 (%)	34.1	32.2	32.0	31.5	31.0
매출총이익	440	617	570	701	828
매출이익률 (%)	65.9	67.8	68.0	68.5	68.9
증가율 (%)	19.6	40.2	-7.6	23.0	18.1
판매관리비	349	466	445	512	604
판매비율 (%)	52.2	51.2	53.1	50.0	50.2
EBITDA	101	181	161	227	263
EBITDA 이익률 (%)	15.1	19.9	19.2	22.2	21.9
증가율 (%)	-4.7	79.2	-11.0	41.0	15.9
영업이익	91	151	125	189	224
영업이익률 (%)	13.6	16.6	14.9	18.5	18.6
증가율 (%)	-7.1	65.9	-17.2	51.2	18.5
영업외손익	49	0	2	2	2
금융수익	2	3	5	5	4
금융비용	1	3	4	4	3
기타영업외손익	48	0	1	1	1
종속/관계기업관련손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	141	151	128	191	227
세전계속사업이익률	21.1	16.6	15.3	18.7	18.9
증가율 (%)	42.4	7.1	-15.2	49.2	18.8
법인세비용	32	41	38	57	67
계속사업이익	109	110	91	135	160
중단사업이익	-0	0	0	0	0
당기순이익	109	110	91	135	160
당기순이익률 (%)	16.3	12.1	10.9	13.2	13.3
증가율 (%)	45.3	0.9	-17.3	48.4	18.5
지배주주지분 순이익	109	110	91	135	160
비지배주주지분 순이익	0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	-1	-1	-0	0	0
총포괄이익	108	109	91	135	160

(단위:십억원)					
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	27	162	-59	104	157
당기순이익	109	110	91	135	160
유형자산 상각비	10	30	35	37	38
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-59	-10	-155	-68	-41
기타	-33	32	-30	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-33	-109	-29	-47	-44
투자자산의 감소(증가)	-25	-20	-15	-4	-2
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-48	-32	-20	-40	-40
기타	40	-57	6	-3	-2
재무활동으로인한현금흐름	-12	-24	51	-31	-38
차입금의 증가(감소)	0	10	1	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-10	-10	-15	-15	-15
기타	-2	-24	65	-16	-23
기타현금흐름	3	-0	1	0	0
현금의증가(감소)	-15	28	-35	26	75
기초현금	32	17	45	9	36
기말현금	17	45	9	36	111

\* KIFRS 연결 기준

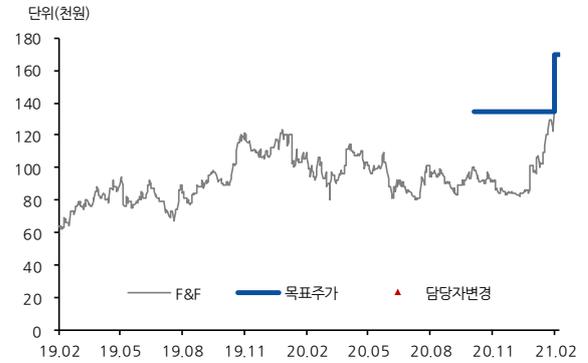
(단위:십억원)					
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	291	400	690	863	1,026
현금성자산	17	45	9	36	111
단기투자자산	22	63	12	15	17
매출채권	84	82	100	124	138
채고자산	159	176	449	555	618
기타유동자산	9	18	58	72	80
비유동자산	205	284	298	305	309
유형자산	140	161	161	164	166
무형자산	11	11	16	16	16
투자자산	25	45	60	64	67
기타비유동자산	29	67	61	61	60
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	496	684	988	1,168	1,335
유동부채	100	161	359	405	419
단기차입금	0	0	80	67	48
매입채무	39	57	126	156	173
유동성장기부채	0	19	18	15	13
기타유동부채	61	85	135	167	185
비유동부채	1	39	70	84	93
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	10	11	11	11
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	29	59	73	82
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	101	201	429	489	512
지배주주지분	394	483	557	677	821
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
자본조정 등	0	-7	-9	-9	-9
기타포괄이익누계액	-0	-0	0	0	0
이익잉여금	384	480	555	674	819
비지배주주지분	1	1	3	2	2
자본총계	395	484	560	679	823

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	7,097	7,139	5,883	8,736	10,359
EPS(지배순이익 기준)	7,089	7,156	5,909	8,758	10,385
BPS(자본총계 기준)	25,636	31,411	36,334	44,075	53,439
BPS(지배지분 기준)	25,593	31,366	36,161	43,924	53,315
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000
P/E(당기순이익 기준)	5.6	15.7	14.3	15.6	13.1
P/E(지배순이익 기준)	5.6	15.7	14.3	15.5	13.1
P/B(자본총계 기준)	1.6	3.6	2.3	3.1	2.5
P/B(지배지분 기준)	1.6	3.6	2.3	3.1	2.6
EV/EBITDA(Reported)	5.7	9.0	8.3	8.2	6.7
배당수익률	1.6	0.9	1.2	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	45.9	0.6	-17.6	48.5	18.6
EPS(지배순이익 기준)	45.8	0.9	-17.4	48.2	18.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.6	25.0	17.4	21.7	21.2
ROE(지배순이익 기준)	31.6	25.1	17.5	21.9	21.4
ROA	24.4	18.6	10.8	12.5	12.7
안정성 (%)					
부채비율	25.6	41.5	76.7	72.1	62.2
순차입금비율	순현금	순현금	4.7	순현금	순현금
이자보상배율	1,595.7	108.2	75.6	53.2	78.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.10.22	BUY	135,000	-29.86	0.74
2021.02.18	BUY	170,000		

▶ 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 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 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 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	89%
보유	18건	11%
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.