

F&F
(007700)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

이나연

nayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

123,000

상향

현재주가

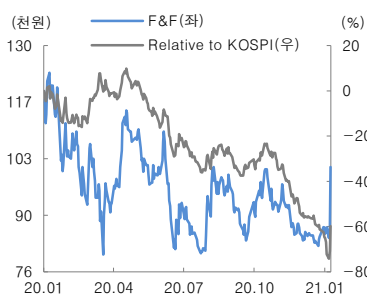
(21.01.13)

101,000

섬유의복업종

KOSPI	3148.29
시가총액	1,555십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	123,500원 / 80,100원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	9.60%
주요주주	김창수 외 8 인 58.82% 국민연금공단 9.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.1	7.1	15.4	-18.2
상대수익률	3.9	-18.2	-19.9	-42.1

매출이 예상 보다 좋으면
손익도 좋을 수 밖에...

투자의견 BUY 유지, 목표주가 123,000원으로 상향(+12%)

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 실적 상향에 따라 123,000원(2021년 P/E 17배)으로 12% 상향
- 중국 현지에서 올해 200개 추가 출점 예상. 출점이 진행될수록 현지 사업의 가파른 성장이 주가 re-rating을 견인할 것으로 전망. 매출 고성장 구간에서 예상되는 영업레버리지를 고려할 경우 향후 마진도 추가 개선 전망

4Q20 Preview: 중국 쾌조의 출발, 국내 어려운 환경 속 양호한 실적

- 4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,464억원(+5%, yoy), 651억원(-8%, yoy)을 기록할 것으로 추정. MLB 국내 면세채널 매출은 감소했으나 중국 매출 고성장, 디스커버리의 선전으로 총매출액이 (+) 성장하면서 영업이익도 기존 예상치를 크게 상회한 것으로 추정
- [MLB] 면세점 매출액은 3분기 보다 역성장폭 개선된 것으로 파악되며 국내 비면세채널 매출 성장률도 전분기대비 회복된 것으로 파악. 중국의 경우 점포 출점이 계획보다 원활히 진행되면서 호실적 기록한 것으로 보임. 지난해 말 기준 회사측 당초 계획치 50개를 상회하는 70개 출점으로 마감(직영점 4개 포함 총 74개). 여기에 11월 광군제 매출이 전년대비 2배 이상 급증, 온/오프라인 채널 모두 고성장하며 중국 법인 매출액은 yoy 216% 증가한 237억원을 기록한 것으로 추정. 중국 현지법인의 고성장, 그리고 국내 채널별 매출 회복에 힘입어 MLB 전체 매출액은 yoy 7% 성장하며 2-3분기 역성장에서 4분기에 (+) 성장 반전한 것으로 추정 [디스커버리] 4분기 아우터, 신발 등 주요 제품 라인업들의 매출 호조로 매출액은 yoy 8% 증가 추정

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	직전 추정	당사 추정	4Q20(F)			당사 추정	1Q21	
					YoY	QoQ	Consensus		YoY	QoQ
매출액	330	160	309	346	5.1	117.0	324	200	20.3	-42.3
영업이익	70	13	46	65	-7.6	415.6	55	22	28.3	-65.9
순이익	51	9	34	48	-4.4	467.2	37	16	16.7	-66.4

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	668	910	839	1,037	1,437
영업이익	91	151	116	151	195
세전순이익	141	151	115	150	194
총당기순이익	109	110	85	111	144
지배지분순이익	109	110	85	111	144
EPS	7,089	7,156	5,514	7,215	9,323
PER	5.6	15.7	18.3	14.0	10.8
BPS	25,593	31,366	35,886	42,107	50,436
PBR	1.6	3.6	2.8	2.4	2.0
ROE	31.6	25.1	16.4	18.5	20.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: F&F, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	802	909	839	1,037	46	14.1
영업이익	97	133	116	151	19.7	13.2
지배지분순이익	71	98	85	111	19.8	13.3
영업이익률	12.0	14.7	13.8	14.5		
순이익률	8.8	10.8	10.1	10.7		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

표 1. F&F 실적 추이 및 전망

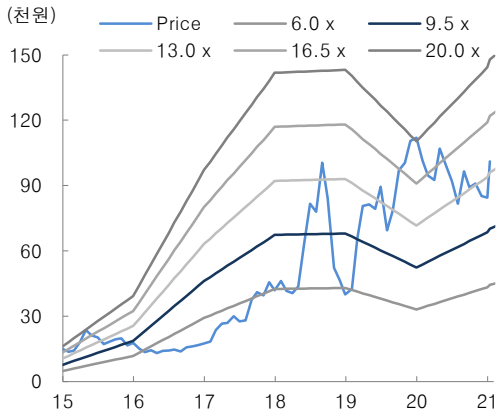
(단위: 십억원, %)

	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	163	202	216	330	166	167	160	346	910	839	1,037
Discovery	57	51	55	158	64	65	56	175	320	356	381
MLB	75	113	131	137	82	83	87	140	457	410	547
면세점	40	61	80	78	34	36	37	54	253	165	190
비면세채널	35	52	48	52	42	38	43	62	179	190	209
China	-	-	3	8	6	9	7	24	11	55	148
MLB KIDS	23	21	21	30	16	13	14	24	94	67	74
MLB export	7	9	7	7	5	4	4	5	30	18	21
영업이익	19	29	33	70	17	20	13	65	151	116	151
영업이익률	11.6	14.4	15.0	21.4	10.4	12.3	7.9	18.8	16.6	13.8	14.5
YoY											
매출액	22.3	36.5	54.3	32.7	2.0	-17.2	-26.3	5.1	36.1	-7.9	23.7
Discovery	6.8	16.0	9.0	6.0	11.4	28.0	3.0	8.0	8.1	9.9	7.0
MLB	32.3	43.9	107.9	112.1	10.0	-27.0	-33.8	7.2	73.5	-8.8	33.6
면세점	73.9	55.0	153.7	130.0	-14.5	-40.0	-54.0	-25.0	-	-34.5	15.0
비면세채널	32.3	44.0	45.0	95.0	20.1	1.0	-10.0	6.0	-	6.8	10.5
China	-	-	-	-	-	-	115.6	216.0	-	398.2	169.5
MLB KIDS	13.8	14.0	27.7	28.0	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	21.0	-24.7	10.0
MLB export	248.4	93.4	27.7	28.0	-33.3	-50.0	-50.0	-31.7	68.1	-40.8	20.0
영업이익	5.1	49.7	89.3	90.4	-8.8	-29.2	-61.2	-7.6	64.8	-23.4	30.7

주: K-IFRS 연결기준

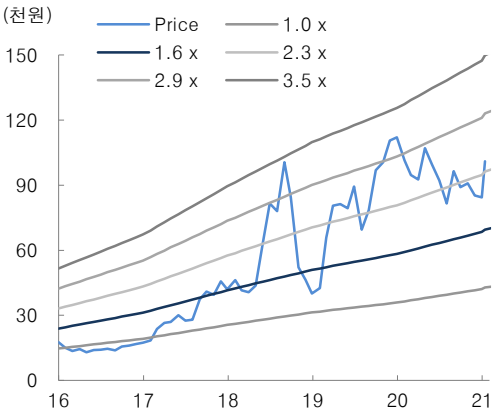
자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 1. F&F PER 밴드



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. F&F PBR 밴드



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

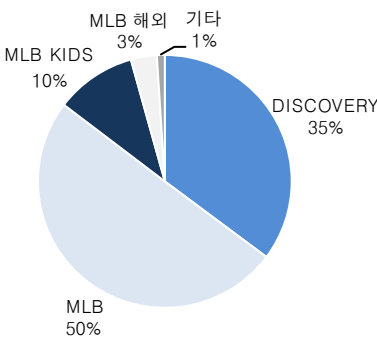
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장. 지난해 2분기부터 MLB 브랜드의 Tmall 입점을 통해 중국 사업 시작
- 자산 6,971원, 부채 1,918억원, 자본 5,052억원
- 발행주식 수: 15,400,000주 (자기주식수: 79,896주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

주: 자산 규모는 2020년 9월 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

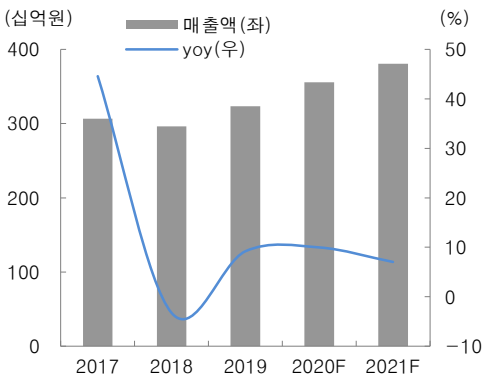
매출 비중 추이



주: 2019년 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

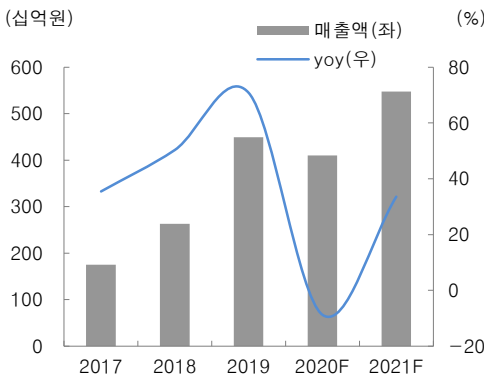
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	668	910	839	1,037	1,437
매출원가	228	293	265	336	469
매출총이익	440	617	574	701	968
판매비와관리비	349	466	459	550	773
영업이익	91	151	116	151	195
영업이익률	13.7	16.6	13.8	14.5	13.6
EBITDA	101	181	141	178	222
영업외손익	50	0	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	3	2	2	2
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-3	-1	-1	-1
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	48	0	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	141	151	115	150	194
법인세비용	-32	-41	-30	-39	-50
계속사업순이익	109	110	85	111	144
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	110	85	111	144
당기순이익률	16.4	12.1	10.1	10.7	10.0
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	109	110	85	111	144
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	108	109	84	110	142
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	108	109	84	110	142

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	7,089	7,156	5,514	7,215	9,323
PER	5.6	15.7	18.3	14.0	10.8
BPS	25,593	31,366	35,886	42,107	50,436
PBR	1.6	3.6	2.8	2.4	2.0
EBITDAPS	6,566	11,748	9,170	11,540	14,447
EV/EBITDA	5.7	9.1	10.0	7.7	6.0
SPS	43,399	59,113	54,467	67,355	93,296
PSR	0.9	1.9	1.9	1.5	1.1
CFPS	7,215	12,648	9,954	12,324	15,231
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	19.2	36.2	-7.9	23.7	38.5
영업이익 증가율	-6.8	64.8	-23.4	30.7	29.1
순이익 증가율	45.9	0.6	-22.8	30.9	29.2
수익성					
ROIC	25.7	32.3	25.6	31.5	33.7
ROA	20.4	25.5	16.7	20.2	22.5
ROE	31.6	25.1	16.4	18.5	20.1
안정성					
부채비율	25.6	41.5	26.3	22.5	19.9
순차입금비율	-9.9	-14.5	-27.2	-28.5	-28.3
이자보상배율	1,595.7	108.2	0.0	0.0	0.0

자료: F&F, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	291	400	403	489	618
현금및현금성자산	17	45	71	82	86
매출채권 및 기타채권	90	90	84	102	128
재고자산	159	176	140	173	239
기타유동자산	24	89	108	133	164
비유동자산	205	284	296	306	315
유형자산	140	161	167	173	177
관계기업투자금	0	5	10	15	19
기타비유동자산	65	119	119	119	119
자산총계	496	684	699	795	933
유동부채	100	161	123	124	133
매입채무 및 기타채무	80	101	93	101	116
차입금	0	0	1	2	3
유동성채무	0	19	0	0	0
기타유동부채	20	42	29	20	14
비유동부채	1	39	22	22	22
차입금	0	10	5	5	5
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	29	17	17	17
부채총계	101	201	145	146	155
자배지분	394	483	553	648	777
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	549	645	773
기타지분변동	0	-7	-7	-7	-7
비배지분	1	1	1	1	1
자본총계	395	484	553	649	778
순차입금	-39	-70	-151	-185	-220

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	27	162	156	106	104
당기순이익	109	110	85	111	144
비현금항목의 가감	2	85	68	79	91
감가상각비	10	30	26	27	28
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-8	54	43	52	63
자산부채의 증감	-59	-10	32	-45	-80
기타현금흐름	-25	-23	-30	-39	-50
투자활동 현금흐름	-33	-109	-56	-62	-69
투자자산	-27	-35	-5	-5	-5
유형자산	-48	-32	-32	-32	-32
기타	42	-42	-19	-25	-32
재무활동 현금흐름	-12	-24	-57	-32	-32
단기차입금	-2	0	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	10	-5	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-10	-15	-15	-15
기타	0	-25	-37	-18	-18
현금의 증감	-15	28	26	10	4
기초 현금	32	17	45	71	82
기말 현금	17	45	71	82	86
NOPLAT	71	110	85	112	144
FCF	32	107	79	106	140

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

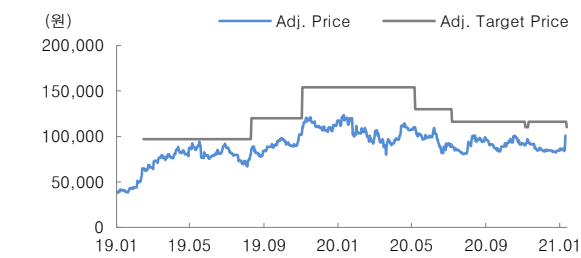
당사는 F&F 기업분할 주간사로 투자자 고지 의무가 있습니다

(담당자:유정현)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

F&F(007700) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.01.14	20.11.13	20.11.08	20.07.10	20.06.10	20.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	123,000	116,000	110,000	116,000	130,000	154,000
과리율(평균.%)		(25.50)	(14.33)	(21.22)	(26.02)	(28.73)
과리율(최대/최소.%)		(12.93)	(11.91)	(12.93)	(15.77)	(28.57)
제시일자	19.11.06	19.08.14	19.02.17			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	154,000	120,000	97,000			
과리율(평균.%)	(30.89)	(25.17)	(18.69)			
과리율(최대/최소.%)	(19.81)	(14.58)	(2.37)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.7%	9.4%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상