

F&F
(007700)

유정현

junghyunyu@daishin.com

이나연

nayeonlee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

167,000

상향

현재주가

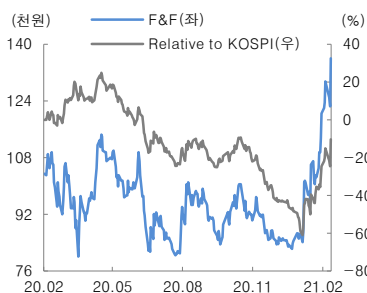
136,000

(21.02.17)

섬유의복업종

KOSPI	3133.73
시가총액	2,094십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	136,000원 / 80,100원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	10.29%
주요주주	김창수 외 8 인 58.82% 국민연금공단 9.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.7	48.0	34.7	24.2
상대수익률	32.6	19.9	3.4	-11.1



중국, 2021년 본게임 시작

투자의견 BUY 유지, 목표주가 167,000원으로 상향(+36%)

– 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 실적 상황과 중국 시장의 성장성을 고려하여 목표 P/E를 17배에서 20배로 상향 조정하여 산출(12M FWD P/E 20배)

4Q20 Review: 중국 패조의 출발, 국내 어려운 환경 속 양호한 실적

– 4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,457원(+5%, yoy), 721억원(+3%, yoy)을 기록 [MLB] 국내 면세 채널 매출은 30% 감소했으나 전분기 -48% 역성장 폭 대비 개선 [중국] 상해 법인 매출액은 483억원 기록하며 시장의 기대치, 약 250억원을 매우 큰 폭으로 상회. 전년도말 중국 내 매장 수가 4개에 불과했던 것이 2020년말 70개로 증가하였고 Tmall 매출액이 170억원 규모 (기존 분기 평균 50~60억원 내외)로 커지면서 폭발적인 매출 성장 기록함. 2020년 3분기 중국 법인 매출 누계액이 310억원이었던 점을 고려하면 4분기 483억원 매출액 규모는 가파르게 증가하는 중국내 MLB 브랜드의 수요를 짐작할 수 있음 [디스커버리] 4분기 아우터, 신발 등 주요 제품 라인업들의 매출 호조로 매출액 yoy 10% 증가. 11월 이후 사회적 거리두기 강화에 따른 국내 주요 유통채널의 트래픽 감소에도 불구하고 브랜드 기획력에 힘입어 주요 품목별 매출 호조

중국, 2021년 본게임 시작, 2021년도 매출액 2,000억원대 안착 예상

– 중국법인 마진은 2020년 고성장으로 OPM 기준 적자에서 mid-single% 수준으로 개선. 올해 매장이 전년말 70개에서 250~270개까지 증가할 전망. 분기당 중국 법인의 매출 규모가 400억원대 이상에서 안착하면서 2021년 동 법인의 매출액은 yoy 175% 증가한 2,060억원으로 대폭 성장할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	잠정치	4Q20			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	330	160	346	346	4.9	116.6	330	210	26.6	-39.2
영업이익	70	13	65	72	2.5	471.6	56	23	35.0	-67.6
순이익	51	9	48	49	-3.9	469.9	42	17	21.9	-65.1

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	668	910	838	1,080	1,449
영업이익	91	151	123	161	213
세전순이익	141	151	120	159	211
총당기순이익	109	110	85	119	157
지배지분순이익	109	110	85	119	157
EPS	7,089	7,156	5,529	7,703	10,214
PER	5.6	15.7	24.6	17.7	13.3
BPS	25,593	31,366	35,900	42,610	51,830
PBR	1.6	3.6	3.8	3.2	2.6
ROE	31.6	25.1	16.4	19.6	21.6

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020P	2021F	2020P	2021F	2020P	2021F
매출액	839	928	838	1,080	-0.1	14.1
영업이익	116	134	123	161	6.1	16.8
지배지분순이익	85	99	85	119	0.3	16.8
영업이익률	13.8	14.4	14.6	14.9		
순이익률	10.1	10.7	10.2	11		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

표 1. F&F 실적 추이 및 전망

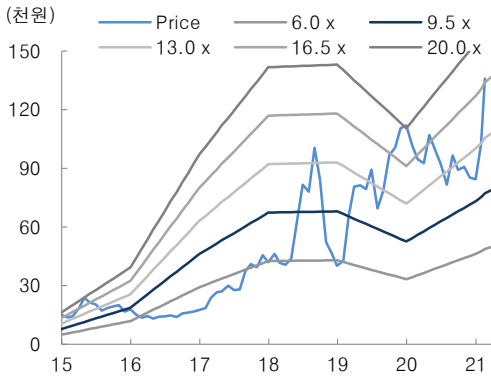
(단위: 십억원, %)

	2019				2020P				2019	2020P	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	163	202	216	330	166	167	160	346	910	838	1,080
Discovery	57	51	55	179	64	65	52	197	320	378	415
MLB	75	113	131	127	82	83	105	126	457	396	555
면세점	40	61	80	72	34	36	41	50	253	162	186
비면세채널	35	52	48	59	42	38	47	32	179	160	163
MLB China	-	-	3	8	6	9	16	44	11	75	206
MLB KIDS	23	21	21	25	16	13	14	20	94	63	69
MLB export	7	9	7	7	5	4	4	9	30	22	27
영업이익	19	29	33	70	17	20	13	72	151	123	161
영업이익률	11.6	14.4	15.0	21.4	10.4	12.3	7.9	20.9	16.6	14.6	14.9
YoY											
매출액	22.3	36.5	54.3	33.0	2.0	-17.2	-26.3	4.9	36.1	-7.9	28.9
Discovery	6.8	16.0	9.0	19.9	11.4	29.4	-4.0	10.0	8.1	10.9	9.9
MLB	32.3	43.9	107.9	96.5	10.0	-26.7	-19.9	-1.0	73.5	-11.2	40.0
면세점	73.9	55.0	153.7	110.6	-14.5	-40.7	-48.3	-30.0	-	-35.9	15.0
비면세채널	32.3	44.0	45.0	95.0	20.1	1.6	1.9	-1.0	-	-10.1	2.0
MLB China	-	-	-	-	-	-	409.4	484.0	-	580.9	175.0
MLB KIDS	13.8	14.0	27.7	28.0	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	21.0	-29.5	10.0
MLB export	248.4	93.4	27.7	28.0	-33.3	-50.0	-37.0	28.4	68.1	-26.2	20.0
영업이익	5.1	49.7	89.3	90.4	-9.2	-29.5	-61.2	2.5	64.8	-18.7	31.5

주: K-IFRS 연결기준

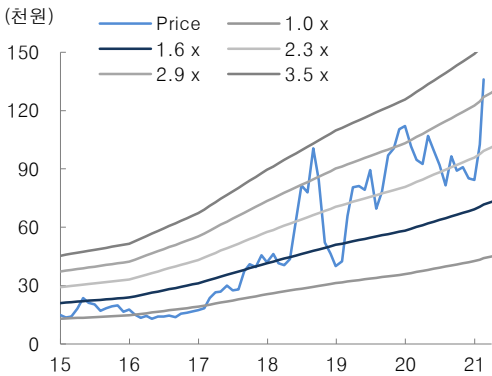
자료: F&F, 대신증권 Research Center

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

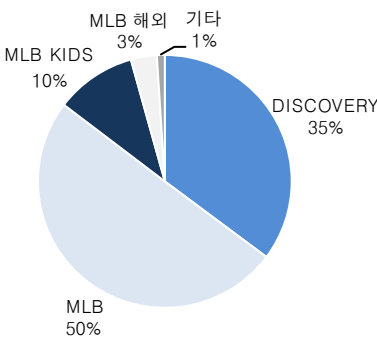
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장. MLB 브랜드의 Tmall 입점을 통해 중국 사업도 영위 중
- 자산 6,971원, 부채 1,918억원, 자본 5,052억원
- 발행주식 수: 15,400,000주 (자기주식수: 79,896주)

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

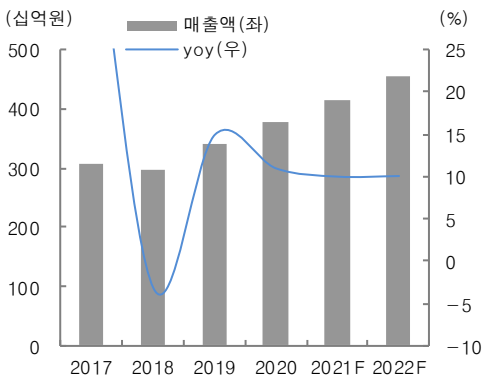
매출 비중 추이



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

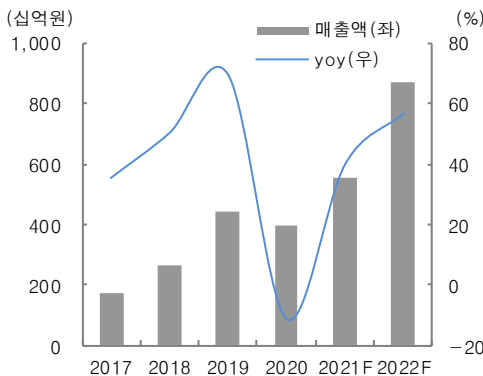
2. Earnings Driver

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	838	1,080	1,449
매출원가	228	293	272	350	473
매출총이익	440	617	566	730	977
판매비와관리비	349	466	443	569	763
영업이익	91	151	123	161	213
영업이익률	13.7	16.6	14.6	14.9	14.7
EBITDA	101	181	148	188	241
영업외손익	50	0	-2	-2	-2
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	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	141	151	120	159	211
법인세비용	-32	-41	-35	-40	-54
계속사업순이익	109	110	85	119	157
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	110	85	119	157
당기순이익률	16.4	12.1	10.2	11.0	10.9
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	109	110	85	119	157
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄손이익	108	109	84	117	156
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	108	109	84	117	156

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	7,089	7,156	5,529	7,703	10,214
PER	5.6	15.7	24.6	17.7	13.3
BPS	25,593	31,366	35,900	42,610	51,830
PBR	1.6	3.6	3.8	3.2	2.6
EBITDAPS	6,566	11,748	9,629	12,211	15,635
EV/EBITDA	5.7	9.1	13.1	10.2	7.7
SPS	43,399	59,113	54,425	70,130	94,099
PSR	0.9	1.9	2.5	1.9	1.4
CFPS	7,215	12,648	10,318	12,900	16,324
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	28.9	34.2
영업이익 증가율	-6.8	64.8	-18.7	31.5	32.1
순이익 증가율	45.9	0.6	-22.6	39.3	32.6
수익성					
ROIC	25.7	32.3	25.9	33.5	36.7
ROA	20.4	25.5	17.7	21.4	24.2
ROE	31.6	25.1	16.4	19.6	21.6
안정성					
부채비율	25.6	41.5	26.2	22.6	19.5
순차입금비율	-9.9	-14.5	-27.3	-28.0	-29.9
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	500	640
현금및현금성자산	17	45	72	81	105
매출채권 및 기타채권	90	90	84	106	129
재고자산	159	176	140	180	242
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	805	955
유동부채	100	161	123	126	133
매입채무 및 기타채무	80	101	93	104	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	148	156
자배지분	394	483	553	656	798
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	549	653	795
기타지분변동	0	-7	-7	-7	-7
비배지분	1	1	1	1	1
자본총계	395	484	554	657	799
순차입금	-39	-70	-151	-184	-239

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	27	162	156	104	124
당기순이익	109	110	85	119	157
비현금항목의 가감	2	85	74	80	94
감가상각비	10	30	26	27	28
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-8	54	48	53	67
자산부채의 증감	-59	-10	32	-54	-74
기타현금흐름	-25	-23	-35	-40	-54
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	27	9	24
기초 현금	32	17	45	72	81
기말 현금	17	45	72	81	105
NOPLAT	71	110	87	120	159
FCF	32	107	80	115	154

[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.

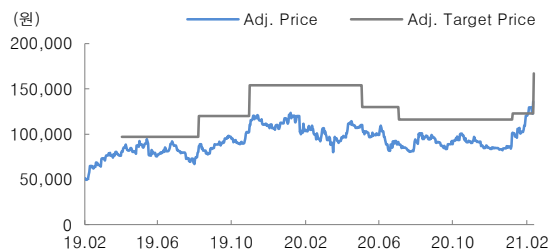
당사는 F&F 기업분할 주간사로 투자자 고지 의무가 있습니다

(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	21.02.18	21.01.14	20.11.13	20.11.08	20.07.10	20.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	167,000	123,000	116,000	116,000	116,000	130,000
과리율(평균.%)		(10.29)	(25.18)	(18.76)	(21.22)	(26.02)
과리율(최대/최소.%)		10.57	(12.50)	(16.47)	(12.93)	(15.77)
제시일자	20.05.06	19.11.06	19.08.14	19.04.09		
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy		
목표주가	154,000	154,000	120,000	97,000		
과리율(평균.%)	(28.73)	(30.89)	(25.17)	(16.21)		
과리율(최대/최소.%)	(28.57)	(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:20210215)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.1%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(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