

F&F (383220)

유정현 junghyun.yu@daishin.com 이나연 nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 신규
6개월 목표주가 **455,000**
분할 재상장
평가가격 **180,000**
(21.05.20)

섬유의복업종

KOSPI	31.28
시가총액	-
시가총액비중	-
자본금(보통주)	7.7십억원
52주 최고/최저	-
120일 평균거래대금	-
외국인자본율	9.86%
주요주주	김창수 외 59.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-	-	-	-
상대수익률	-	-	-	-

K-패션 대장주, 2021년은 재도약 원년

투자 의견 BUY, 목표주가 455,000원 신규 제시

- 투자 의견 BUY와 목표주가 455,000원(12개월 Forward P/E 25배)을 신규 제시함. 동사는 지주사 체제로 전환, 5월 21일 분할 재상장 예정. 이번 분할로 F&F홀딩스가 존속 법인, F&F 사업회사가 신설 법인으로 분할. 사업회사의 국내외 시장에서의 높은 성장성과 중국 소비주들의 높은 peer valuation을 고려하면 사업회사는 재상장 후 초기에 강한 주가 상승 흐름을 보일 가능성이 높음. 당사가 목표주가 산출을 위해 제시한 P/E 25배는 분할 전 평균 valuation 보다 높지만 이제는 한단계 높아진 영업마진, 중국의 고성장을 고려하면 valuation re-rating이 일면 당연하다는 판단

올해 연간 실적 서프라이즈 지속될 듯

- 국내 시장에서 소비가 가파르게 회복되며 디스커버리, MLB 매출이 크게 회복 중. 지난 해 이들 브랜드의 성장이 높았던 점 고려하면 이러한 고성장은 단순 소비 회복 이상의 브랜드 경쟁력에서 비롯된 것이라는 판단
- 동사 브랜드가 소비자들에게 인기를 끄는 이유는, 주 타겟층(20~30대)이 선호하는 캐주얼 복종에서의 전략적이면서도 유연한 시장 대응 때문. 동사의 주요 복종인 캐주얼 시장은 정장 시장에 비해 키즈 라인까지 타겟 연령층이 넓어 수요가 꾸준하다는 장점이 있음. 또한, 운동화, 가방 등 카테고리 확장도 용이. 이는 다시 말해 동사와 같은 브랜드 기획력이 뛰어난 기업은 국내 의류 소비 경기와 무관하게 성장 여력이 크다는 것을 의미

물 만난 중국 사업

- 중국은 팬데믹 상황에서도 양호한 내수 소비 성장을 보이고 있음. 중국 내수 소비는 팬데믹 영향이 점차 완화되면서 GDP 성장을 회복과 함께 가파르게 회복되고 있는데, 이는 중국 현지에서 브랜드 사업을 하는 국내 기업들의 실적에 긍정적. F&F의 중국 매장은 1분기말 112개에서 연말에 약 250개까지 매장이 증가할 것으로 예상. 동사로서는 중국 내수 소비 회복 기조 속에 출점 전략의 효과가 배가 될 수 있는 호기를 맞이함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	-	-	1,226	1,586	2,124
영업이익	-	-	249	297	322
세전순이익	-	-	174	200	233
총당기순이익	-	-	130	149	174
지배지분순이익	-	-	130	149	174
EPS	-	-	16,961	19,430	22,709
PER	-	-	-	-	-
BPS	-	-	59,627	59,627	72,680
PBR	-	-	-	-	-
ROE	-	-	56.9	32.6	34.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 2021년 분할로 2021년 이전 실적은 존속회사로 귀속
자료: F&F, 대신증권 Research Center

올해 연간 실적 서프라이즈 지속될 듯...

전략적이고 유연한 시장 대응이 동사의 최대 강점

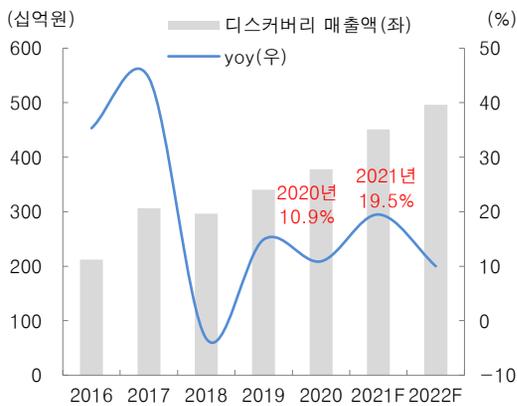
동사의 지난 1분기 분할 전 매출액은 yoy 72% 증가한 2,857억원, 영업이익은 yoy 304% 급증한 700억원을 기록하며 예측 범위를 크게 벗어나는 서프라이즈를 기록했다(영업이익 시장 컨센서스: 337억원, 대신증권 추정치 350억원). 브랜드별 매출 성장률(yoy 기준)은 디스커버리 약 +50%, MLB 면세 채널 약 +90%, MLB 비면세 채널(일반 채널+ 수출) high single% 성장한 것으로 나타났으며 MLB 키즈도 35% 가량 성장하였다. MLB 중국법인 매출액도 지난 해 4분기 438억원과 유사한 495억원을 기록하며 고성장(yoy +686%) 추세를 지속하였다.

국내 매출액은 1분기 소비가 가파르게 회복되며 디스커버리, MLB 일반 채널 매출이 회복되었고 등교일 수 증가에 따른 키즈 매출도 크게 증가했다. 지난 해 1분기 매출 성장률이 디스커버리 +11%, MLB 일반 채널 +20%을 기록했던 점을 고려하면 이러한 고성장세는 단순히 소비 회복 이상의 동사의 브랜드 경쟁력에서 비롯된 것이라는 판단이다.

동사 브랜드의 매출 고성장세, 즉 브랜드가 소비자들에게 인기를 끄는 이유는 주 타겟층(20~30대)이 선호하는 복종에서의 전략적이면서도 유연한 시장 대응을 꼽을 수 있다. 최근 코로나19로 등산을 즐기는 젊은 층이 증가하고 있는데, 동사는 디스커버리 브랜드를 최초 기획 단계부터 기존 아웃도어 브랜드의 노후한 이미지와 차별화한 점이 젊은 소비자들에게 크게 어필하였고, 이 때문에 브랜드 성숙기로 구분되는 출시 5년차 이후에도 고성장을 유지하고 있다. MLB의 경우 최근 고가 명품에서 많이 사용되는 모노그램 디자인을 접목시켜 스트리트 패션에 적용하는 등 유연한 시장 대응으로 유행에 민감한 젊은 소비자들에게 타사와 차별화된 모습으로 인기를 끌고 있다.

동사의 주요 복종인 캐주얼 시장은 정장 시장에 비해 키즈라인까지 타겟 연령층이 넓어 수요가 꾸준하다는 장점이 있다. 또한, 운동화, 가방 등 카테고리 확장도 용이하다. 이는 다시 말해 동사와 같은 브랜드 기획력이 뛰어난 기업은 국내 의류 소비 경기와 무관하게 여전히 성장 여력이 크다는 것을 의미한다고 할 수 있다.

그림 1. 디스커버리 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 2. MLB 모노그램 디자인



자료: F&F, 대신증권 Research Center

물 만난 중국사업

중국 GDP 성장률, 소비심리 회복 시기에 공격적인 투자로 효과 극대화

중국은 팬데믹 상황에서도 전세계에서 가장 양호한 내수 소비 성장을 보이는 나라 중 하나이다. 코로나19로 먼저 몸살을 앓았지만 중앙 정부의 강력한 방역 조치로 가장 빠른 내수 회복세를 보이고 있다. 지난 해 중국의 1분기 GDP 성장률은 코로나19 영향으로 -6.8%를 기록하였는데, 2분기 3.2%, 3분기 4.9%, 4분기 6.5%를 기록하며 빠른 회복세를 기록하였으며 올해 1분기에 18.3% 대폭 성장하였다.

지난 해 어려움을 겪었던 중국 내수 소비는 팬데믹 영향이 점차 완화되면서 GDP 성장률 회복과 함께 가파르게 회복되고 있는데, 이는 중국 현지에서 브랜드 사업을 하는 국내 기업들의 실적에 긍정적일 수 밖에 없다. F&F의 중국 매장은 1분기말 기준 112개(대리점 108개, 직영점 4개)이며 잘 알려진 대로 연말에 약 250개까지 매장이 증가할 것으로 예상되고 있어, 동사로서는 중국 내수 소비 회복 기조 속에 출점 전략의 효과가 배가될 수 있는 호기를 맞이하고 있다. Tmall의 경우 1분기 매출액이 100억원을 기록한 것으로 보이는데, 동 채널 역시 이제 일 매출액 1억원 이상에서 안착하며 고성장을 견인할 것으로 예상된다.

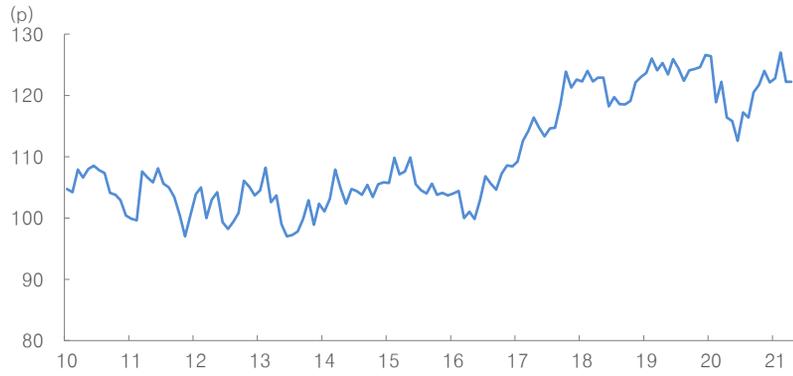
올해 동사는 중국 현지 사업의 매출 규모를 대략 1,200~1,500억원 수준으로 전망한다고 밝힌 바 있는데, 1분기 실적과 현재의 고성장 추이를 고려하면 당사가 예상하는 2,200억원 수준의 매출액 달성에는 무리가 없다는 판단이다.

그림 3. 중국 GDP 성장률



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 4. 중국 소비자심리지수



자료: CEC, 대신증권 Research Center

그림 5. MLB 매출액



자료: F&F, 대신증권 Research Center

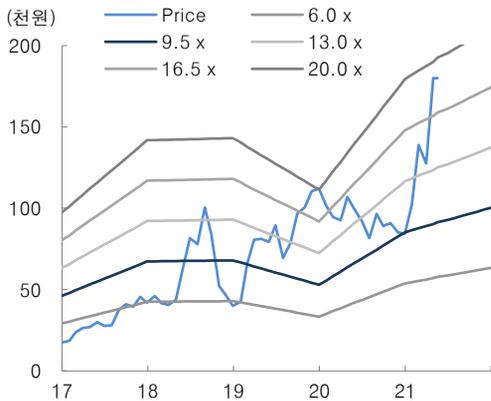
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	166	167	160	346	286	255	261	424	838	1,226	1,586
Discovery	64	65	52	197	94	78	62	217	378	451	496
MLB	82	83	105	126	160	149	172	172	396	653	949
면세점	34	36	41	50	65	65	62	68	162	260	299
비면세채널	42	38	47	32	46	41	51	35	160	173	182
MLB China	6	9	16	44	50	42	59	69	75	220	468
MLB KDS	16	13	14	20	22	15	16	21	63	73	81
MLB export	5	4	4	9	10	9	8	11	22	39	46
영업이익	17	20	13	72	70	49	39	91	123	249	297
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.5	19.2	14.9	21.6	14.6	20.3	18.7
YoY											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.9	72.2	52.9	63.7	22.6	-7.9	46.3	29.4
Discovery	11.4	29.4	-4.0	10.0	48.0	20.0	20.0	10.0	10.9	19.5	10.0
MLB	10.0	-26.7	-19.9	-1.0	95.0	79.0	64.4	36.1	-11.2	64.8	45.3
면세점	-14.5	-40.7	-48.3	-30.0	90.0	80.0	50.0	35.0	-35.9	60.5	15.0
비면세채널	20.1	1.6	1.9	-1.0	10.0	8.0	8.0	8.0	-10.1	8.5	5.0
MLB China			409.4	484.0	685.7	395.5	264.4	58.0	580.9	194.0	112.6
MLB KDS	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	35.0	10.0	10.0	10.0	-29.5	16.3	10.0
MLB export	-33.3	-50.0	-37.0	28.4	120.0	110.0	110.0	20.0	-26.2	74.0	20.0
영업이익	-9.2	-29.5	-61.2	2.5	304.2	138.4	208.1	26.8	-18.7	103.3	19.0

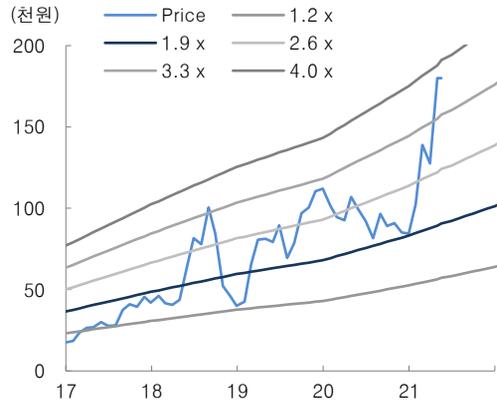
주: K-IFRS 연결기준, 2020년 실적은 분할 전 수치임
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 6. F&F PER 밴드(분할 전 기준)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 7. 분할 전 F&F PBR 밴드(분할 전 기준)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

5월 21일 F&F홀딩스(존속법인), F&F(신설법인) 분할 재상장

F&F 신설법인 : 투자
의견 BUY, 목표주가
455,000원 신규 제시

동사는 지난 4월 29일부터 5월 20일까지 분할 재상장을 위해 거래가 정지된 상태이며 5월 21일 분할 재상장 예정이다. 이번 분할로 F&F 홀딩스가 존속 법인, F&F 사업회사가 신설 법인이 되며 기존 주주는 F&F 1주당 지주사 0.5025주, 사업회사 주식 0.4974주를 받게 된다.

상장 후 F&F(신설법인)는 평가가격(180,000원)의 50~200%(90,000원~360,000원)에서 시초가격이 형성될 예정이다. 동사의 국내외 시장에서의 높은 성장성과 중국 소비주들의 높은 peer valuation을 고려하면 동사는 재상장 후 초기에 강한 주가 상승 흐름을 보일 가능성이 높다. 반면 F&F홀딩스(존속법인)의 경우 아직 투자회사 가치가 크지 않아 상장 초기에 주가는 약세 흐름을 보일 가능성이 높다.

당사는 신설법인 F&F에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 455,000원(12개월 Forward P/E 25배)를 신규 제시한다. 목표주가 산출을 위해 제시한 P/E 25배는 과거 분할 전 평균 P/E valuation 보다 높지만 이제는 한단계 높아진 영업마진, 중국의 고성장성을 고려하면 valuation re-rating이 일면 당연한 것으로 판단된다. 한편 존속법인 F&F홀딩스의 공식 투자 의견과 목표주가는 따로 제시하지 않았다. 아래 표 2에 제시된 F&F홀딩스 Target Price는 거래소 중형 지주사의 평균 P/B 0.4배를 적용하여 산출한 값으로 참고 사항으로 제시한다.

표 2. F&F 분할 재상장 시 기업가치 산출

(단위: 십억원)

구분	F&F(신설법인)		F&F 홀딩스(존속법인)
	2021F	2022F	2021F
매출액	1,226	1,586	35
영업이익	249	297	3
순이익	130	149	15
주식수(천주)	7,661	7,661	7,739
EPS/BPS(원)	16,961	19,430	38,121
Target P/E(P/B) (X)	25	25	0.4
Target Price(원)	403,562	476,189	15,248
12개월 Forward 목표주가	455,000 원		

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

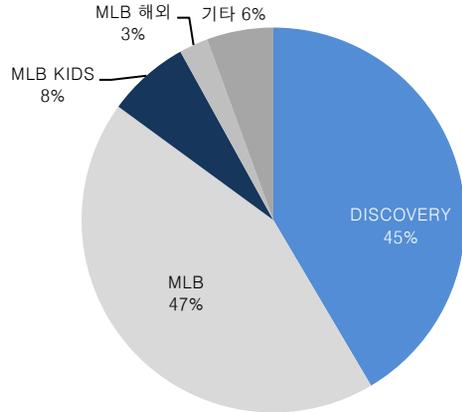
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장. MLB 브랜드의 Tmall 입점을 통해 중국 사업도 영위 중
- 자산총액: 4,102억원
- 부채총액: 1,457억원
- 발행주식 수: 7,661,415주

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

자료: F&F, 대신증권 Research Center

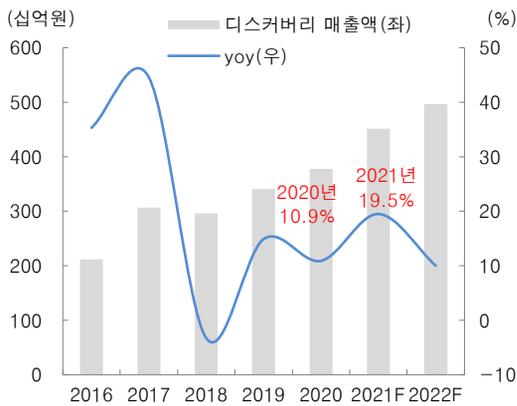
매출 비중 추이



주: 2020 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

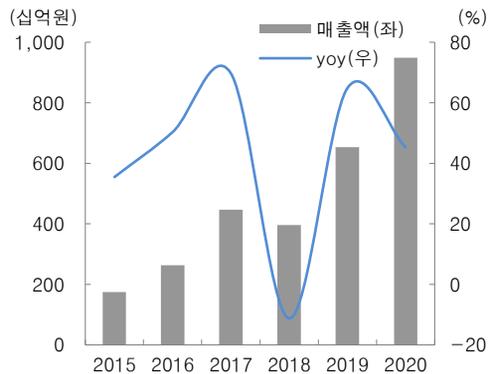
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액			1,226	1,586	2,124
매출원가			381	489	665
매출총이익			846	1,097	1,458
판매비와관리비			596	801	1,136
영업이익			249	297	322
영업이익률			20.3	18.7	15.2
EBITDA			249	297	322
영업외손익			-75	-97	-89
관계기업손익			-40	-50	-40
금융수익			1	1	1
외환관련이익			0	0	0
금융비용			-18	-30	-30
외환관련손실			0	0	0
기타			-18	-18	-20
법인세비용차감전순이익			174	200	233
법인세비용			-44	-51	-59
계속사업순이익			130	149	174
중단사업순이익			0	0	0
당기순이익			130	149	174
당기순이익률			10.6	9.4	8.2
비재배분순이익			0	0	0
재배분순이익			130	149	174
매도가능금융자산평가			0	0	0
기타포괄이익			0	0	0
포괄순이익			130	149	174
비재배분포괄이익			0	0	0
재배분포괄이익			130	149	174

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS			16,961	19,430	22,709
PER			-	-	-
BPS			59,627	59,627	72,680
PBR			-	-	-
EBITDAPS			32,525	38,706	42,058
EV/EBITDA			-	-	-
SPS			160,028	207,029	277,184
PSR			-	-	-
CFPS			22,606	25,915	30,311
DPS			1,000	1,000	1,000

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
성장성					
매출액 증가율			na	29.4	33.9
영업이익 증가율			na	19.0	8.7
순이익 증가율			na	14.6	16.9
수익성					
ROC			152.6	86.7	86.1
ROA			82.3	48.7	48.3
ROE			56.9	32.6	34.3
안정성					
부채비율			32.6	34.2	29.4
순차입금비율			-37.3	-32.3	-39.9
이자보상배율			0.0	0.0	0.0

자료: F&F, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산			471	476	582
현금및현금성자산			23	10	70
매출채권 및 기타채권			68	79	106
재고자산			204	227	236
기타유동자산			175	160	170
비유동자산			135	137	139
유형자산			60	62	64
관계기업투자금			0	0	0
기타비유동자산			75	75	75
자산총계			606	613	721
유동부채			129	136	144
매입채무 및 기타채무			102	119	132
차입금			15	10	5
유동성채무			0	0	0
기타유동부채			12	7	7
비유동부채			20	20	20
차입금			0	0	0
전환증권			0	0	0
기타비유동부채			20	20	20
부채총계			149	156	164
자배지분			457	457	557
자본금			4	4	4
자본잉여금			3	3	3
이익잉여금			450	450	550
기타자본변동			0	0	0
비재배지분			0	0	0
자본총계			457	457	557
순차입금			-170	-147	-222

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름			-62	132	149
당기순이익			130	149	174
비현금항목의 가감			43	50	58
감가상각비			0	0	0
외환손익			-1	-1	-1
지분법평가손익			0	0	0
기타			44	51	59
자산부채의 증감			-191	-16	-24
기타현금흐름			-44	-51	-59
투자활동 현금흐름			-33	-10	-10
투자자산			-33	0	0
유형자산			0	0	0
기타			0	-10	-10
재무활동 현금흐름			19	-13	-13
단기차입금			15	-5	-5
사채			0	0	0
장기차입금			0	0	0
유상증자			4	0	0
현금배당			0	-8	-8
기타			0	0	0
현금의 증감			23	-13	60
기초 현금			0	23	10
기말 현금			23	10	70
NOPLAT			186	221	240
FCF			186	221	240

[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.

(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(383220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210518)													
		구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)										
<table border="1"> <tr> <td>제시일자</td> <td>21.05.21</td> </tr> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>455,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td></td> </tr> </table>		제시일자	21.05.21	투자의견	Buy	목표주가	455,000	과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		비율	89.7%	9.4%	1.0%
제시일자	21.05.21														
투자의견	Buy														
목표주가	455,000														
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr> <td>제시일자</td> <td>투자의견</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>과리율(평균%)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>과리율(최대/최소%)</td> </tr> </table>		제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)	산업 투자의견 - Overweigh(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							
제시일자	투자의견														
목표주가	과리율(평균%)														
과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)														
<table border="1"> <tr> <td>제시일자</td> <td>투자의견</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>과리율(평균%)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>과리율(최대/최소%)</td> </tr> </table>		제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)	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							
제시일자	투자의견														
목표주가	과리율(평균%)														
과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)														
<table border="1"> <tr> <td>제시일자</td> <td>투자의견</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>과리율(평균%)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>과리율(최대/최소%)</td> </tr> </table>		제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)								
제시일자	투자의견														
목표주가	과리율(평균%)														
과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)														
<table border="1"> <tr> <td>제시일자</td> <td>투자의견</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>과리율(평균%)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>과리율(최대/최소%)</td> </tr> </table>		제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)								
제시일자	투자의견														
목표주가	과리율(평균%)														
과리율(최대/최소%)	과리율(최대/최소%)														