



기업분석 | 음식료/의류

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가	170,000 원
현재주가	136,000 원

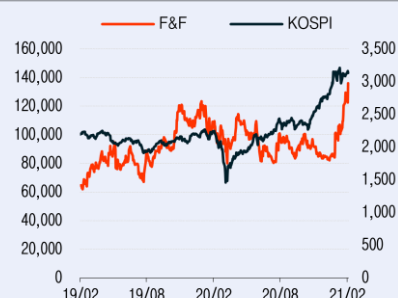
컨센서스 대비(4Q20P 영업이익 대비)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(2/17)	3,133.73 pt
시가총액	20,944 억원
발행주식수	15,400 천주
52주 최고가/최저가	136,000 / 80,100 원
90일 일평균거래대금	122.56 억원
외국인 지분율	10.2%
배당수익률(20.12E)	0.7%
BPS(20.12E)	35,781 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 33.1%
	6개월 4.5%
	12개월 -15.6%
주주구성	김창수 (외 9인) 53.8%
	국민연금공단 (외 1인) 9.7%
	자사주 (외 1인) 0.5%

Stock Price



F&F (000080)

4Q20 Review: 중국 믿고 갑시다

4Q20 Review(P): 상상 이상의 서프라이즈

F&F의 4Q20 잠정 연결 실적은 매출액 3,457억원(YoY +5%), 영업이익 721억원(YoY +3%)을 기록, 영업이익 기준 당사 기존 추정치 대비 170%, 기존 컨센서스 대비 282% 가장 큰 폭의 실적 서프라이즈를 달성했다. 호실적 달성의 주 원인은 1) MLB 중국의 4Q20 매출증가를 YoY +429%, 2)디스커버리 매출 증가율 +11% 등으로 파악된다.

1)국내 MLB: 면세 부문의 경우 작년 연말의 긍정적 면세 데이터에도 불구하고 20년 연간매출 및 4Q20P 매출이 모두 YoY -40% 가장 역성장한 것으로 파악되었다. 비면세 부문의 경우 연결조정 차감값인 수출 물량을 제외하면 연간 전년동기와 유사한 수준을 달성했다. 키즈 부문의 경우 4Q20P 매출이 -22% 역성장했다. 전체적으로 국내의 경우 아직 업황에 불확실성이 높은 상황이다. **2)중국 MLB:** 오프라인 매장 수가 빠르게 늘어나며 4Q20P 기준 온라인 비중이 39%까지 낮아졌는데(연간 50% 가량) 이를 통한 영업 레버리지 효과가 크게 발생해 4Q20P 매출 438억원(YoY +429%)을 달성했다. **3)MLB 홍콩:** 마찬가지로 오프라인과 온라인의 동반 성장을 통해 4Q20P 매출 94억원(YoY +30.4%)을 달성했다. **4)디스커버리:** 성수기의 날씨효과 및 전체 카테고리 호조로 4Q20P 매출 1,791억원(YoY +11%)을 달성했다.

2021E Preview: 중국 오프라인 매장 확대에 따른 영업 레버리지 기대

동사의 작년 1H20 중국 온라인 채널 비중은 약 90% 초반 정도였는데, 이후 공격적인 오프라인 매장 수 확대를 이어나가며 온라인+오프라인 채널 동시 성장에 따른 레버리지 효과를 이어나가고 있다. 20년 말 기준 오프라인 매장은 직영점 4개, 대리점 71개이며 현재 95개점 수준으로 파악되며 21년 말까지의 대리점 확장 목표는 250개 수준이다. 이에 중국법인 쪽에서 올해 약 두 배의 외형성장이 가능할 것으로 판단해 21E 중국법인 추정치를 기존 750억원대 수준에서 현재 1,400억원대로 크게 상향했다. 향후 사업전개 속도가 확인되면 추정치 상향 여력이 아직 남아있다.

투자의견 Buy, 목표주가 170,000원으로 상향. 의류 Top-picks 유지

1)중국 실적 추정치를 크게 상승시키고 국내 등 중국 외 다른 사업부는 아직 시장 불확실성을 고려해 성장률을 기존과 비슷하게 유지하여 21년 지배순이익 추정치를 소폭 상향했다. 2)Target Multiple 산정의 기준인 글로벌 스포츠 Peer의 21E 12m fwd PER이 기존 31.7x에서 33.5x로 소폭 상승했고, 동사의 빠른 성장속도를 감안해 Peer PER 할인율을 기존 30%에서 10%대로 감소시켰다. 3)전개하는 사업의 성질이 비슷해 이를 바탕으로 2021년 전체 지배 순이익 기준으로 영업가치를 산정하고, 자산가치를 더해 적정 시가총액을 구한 후 유통주수로 나눠 목표주가를 산정했다. 기존 120,000원에서 170,000원으로 목표주가를 41.7% 상향하고 전체 의류 커버리지 내에서 Top-picks를 유지한다.

표1 F&F 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	166.0	166.8	159.6	345.7	184.6	190.6	217.7	397.8	910.3	838.1	990.8
MLB 한국(면세 제외)	37.8	38.4	53.2	31.5	43.7	45.3	61.2	36.1	151.4	160.9	186.3
MLB 면세	37.0	36.2	41.3	50.9	33.9	37.0	47.1	55.2	275.7	165.4	173.2
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.8	14.9	17.4	27.8	83.6	11.9	75.1	143.7
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	4.6	4.5	5.2	10.1	30.4	23.1	24.4
MLB Kids	15.6	14.6	13.0	20.6	17.5	16.1	15.1	22.6	90.8	63.8	71.3
Discovery	63.7	65.4	51.8	179.1	67.0	68.5	57.7	188.4	323.6	360.0	381.6
Duvetica	1.4	0.6	1.7	1.5	1.3	0.6	1.9	1.7	11.2	5.2	5.4
Stretch Angels	1.8	1.1	1.6	0.1	1.7	1.2	1.8	0.1	13.1	4.2	4.8
매출액 YoY (%)	2.2	-17.1	-26.2	4.6	11.2	14.3	36.4	15.1	36.2	-7.9	18.2
MLB 한국(면세 제외)	8.6	-11.9	47.4	-14.7	15.6	18.0	15.0	14.6	18.2	6.3	15.8
MLB 면세	-7.5	-48.3	-52.8	-34.9	-8.5	2.3	14.0	8.5	104.2	-40.0	4.7
MLB 중국	0.0	2501.9	400.3	428.4	135.7	100.9	70.5	90.9	-	531.9	91.4
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.3	30.4	2.1	3.6	7.5	7.9	70.0	-24.2	5.9
MLB Kids	-31.9	-35.1	-31.6	-22.0	12.3	10.0	16.5	9.7	17.0	-29.7	11.8
Discovery	11.8	27.7	-4.4	11.1	5.2	4.8	11.3	5.2	9.1	11.2	6.0
Duvetica	16.7	-75.0	-68.5	-31.8	-10.0	-5.0	12.4	10.2	-20.0	-53.6	3.7
Stretch Angels	0.0	-81.4	-51.5	-95.2	-5.0	12.0	11.5	14.0	1210.0	-67.9	15.2
영업이익 (%)	17.3	20.5	12.6	72.1	18.6	21.9	38.1	39.0	150.7	122.6	117.7
YoY	-8.1	-29.0	-61.1	2.2	7.6	7.0	201.9	-46.0	64.8	-18.7	-4.0
OPM	10.4	12.3	7.9	20.9	10.1	11.5	17.5	9.8	16.6	14.6	11.9
지배 순이익	13.9	14.2	8.5	49.0	13.8	15.3	26.7	25.1	110.2	85.6	81.0
NPM (%)	8.4	8.5	5.3	14.2	7.5	8.0	12.3	6.3	12.1	10.2	8.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 4Q20 세부 사업부별 매출액은 잠정실적 및 추정치의 혼합으로 향후 연결 확정실적 발표 시 일부 변경될 수 있음. 과거 사업부별 데이터도 일부 추정치 존재

표2 F&F 순이익 기준 Valuation

구분	추정치	비고
21E 지배 순이익	81.0	(a)
Target P/E	30.2	(b) - 글로벌 스포츠 브랜드 Peer 평균 12m fwd PER 33.5배에 10% 할인
영업가치	2,441.5	① = (a) x (b)
자산가치	77.0	② = (c) x (d)
순현금	69.6	(c) 2021E 추정 기준
적정 시가총액	2,588.1	① + ②
유통 주수 (천주)	15,320	③
적정주가	168,937.5	(① + ②) / ③
목표주가 (원)	170,000	적정주가에서 반올림해서 산출
현재주가(원)	136,000	-
상승여력	25.0%	-

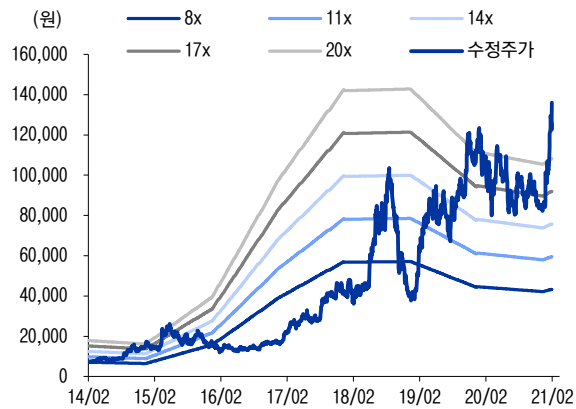
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 4Q20 기준 컨센서스 및 당사 추정치 대비 실제치 대비

(십억원)	컨센서스	당사추정치	실제치	추정치대비	컨센대비
매출액	330	319	345.7	8.4%	4.6%
영업이익	18.9	26.8	72.1	169.2%	281.7%
당기순이익	14.1	19.3	49.0	153.6%	246.8%

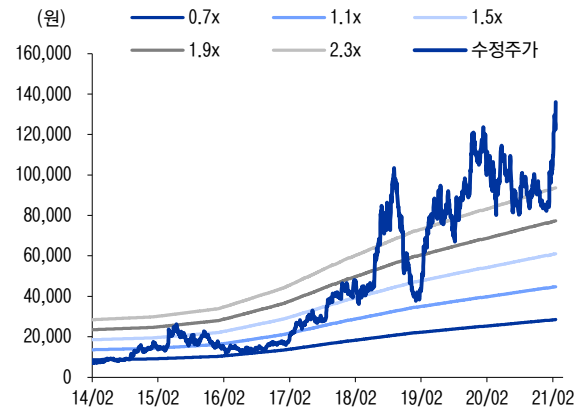
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 F&F PER 밴드



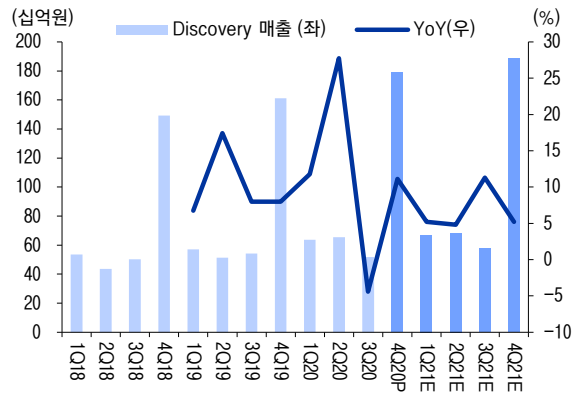
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 F&F PBR 밴드



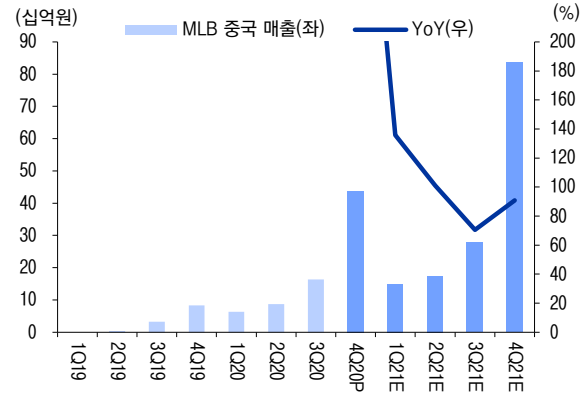
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 Discovery 실적 추이 및 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 MLB 중국 부문 실적 추이 및 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

F&F (007700)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	291	400	510	581	655
현금 및 현금성자산	17	45	51	61	101
매출채권 및 기타채권	87	87	117	134	144
재고자산	159	176	265	305	327
기타유동자산	28	93	77	80	84
비유동자산	205	284	297	314	335
관계기업투자등	0	8	10	10	11
유형자산	140	161	167	167	170
무형자산	11	11	20	33	45
자산총계	496	684	806	895	990
유동부채	100	161	214	237	250
매입채무 및 기타채무	69	88	138	159	170
단기금융부채	0	19	33	33	33
기타유동부채	30	55	43	45	46
비유동부채	1	39	38	39	39
장기금융부채	0	34	28	28	28
기타비유동부채	1	5	10	11	11
부채총계	101	201	253	276	289
지배주주지분	394	483	551	617	698
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	549	615	696
비지배주주지분(연결)	1	1	3	3	3
자본총계	395	484	554	619	700

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27	162	40	81	114
당기순이익(손실)	109	110	85	81	96
비현금수익비용가감	2	85	47	35	36
유형자산감가상각비	10	30	35	35	35
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	1	12	1	1
영업활동 자산부채변동	-59	-10	-51	-35	-19
매출채권 감소(증가)	-3	-2	-29	-18	-10
재고자산 감소(증가)	-54	-25	-85	-40	-22
매입채무 증가(감소)	6	19	50	21	11
기타자산, 부채변동	-7	-2	13	1	1
투자활동 현금	-33	-109	-21	-55	-59
유형자산처분(취득)	-48	-32	-25	-35	-38
무형자산 감소(증가)	0	-1	-8	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-27	-71	57	-3	-3
기타투자활동	42	-6	-45	-4	-4
재무활동 현금	-12	-24	-14	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-2	-8	1	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-10	-15	-15	-15
배당금의 지급	10	10	15	15	15
기타재무활동	0	-7	1	0	0
현금의 증가	-15	28	6	10	40
기초현금	32	17	45	51	61
기말현금	17	45	51	61	101

자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	668	910	838	991	1,073
매출원가	228	293	267	320	338
매출총이익	440	617	571	671	735
판매비 및 관리비	349	466	449	553	596
영업이익	91	151	123	118	139
(EBITDA)	101	181	158	153	175
금융손익	1	1	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	48	0	-3	-3	-3
세전계속사업이익	141	151	120	116	138
계속사업법인세비용	32	41	35	35	41
계속사업이익	109	110	85	81	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	110	85	81	96
지배주주	109	110	86	81	96
총포괄이익	109	110	85	81	96
매출총이익률 (%)	65.9	67.8	68.2	67.7	68.5
영업이익률 (%)	13.7	16.6	14.6	11.9	13.0
EBITDA마진률 (%)	15.1	19.9	18.8	15.4	16.3
당기순이익률 (%)	16.4	12.1	10.2	8.2	9.0
ROA (%)	24.4	18.7	11.5	9.5	10.2
ROE (%)	31.6	25.1	16.5	13.9	14.7
ROIC (%)	23.7	28.8	19.4	16.0	17.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	5.6	15.6	24.4	25.8	21.7
P/B	1.6	3.6	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	5.7	9.1	12.9	13.3	11.3
P/CF	5.6	8.9	15.9	18.0	15.8
배당수익률 (%)	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	19.2	36.2	-7.9	18.2	8.3
영업이익	-6.8	64.8	-18.7	-4.0	18.6
세전이익	41.7	7.1	-20.3	-3.9	18.9
당기순이익	45.9	0.6	-22.6	-4.9	18.9
EPS	45.8	1.4	-22.4	-5.3	18.9
안정성 (%)					
부채비율	25.6	41.5	45.6	44.5	41.3
유동비율	291.8	247.9	238.0	245.3	262.1
순차입금/자기자본(x)	-9.9	-14.5	-10.2	-11.2	-16.0
영업이익/금융비용(x)	1,595.7	108.2	90.9	81.6	96.7
총차입금 (십억원)	0	53	61	61	61
순차입금 (십억원)	-39	-70	-57	-70	-112
주당지표(원)					
EPS	7,089	7,185	5,578	5,280	6,280
BPS	25,593	31,366	35,781	40,043	45,301
CFPS	7,215	12,645	8,553	7,560	8,591
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000

F&F 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고	최저	평균				최고	최저	평균
						대비	대비	대비				대비	대비	대비
			2019.09.16	Buy	120,000	-7.9		-21.8						
			2019.11.07	Buy	164,000	-24.7		-31.2						
			2020.02.04	Buy	150,000	-23.7		-33.8						
			2020.07.06	Buy	130,000	-22.3		-30.9						
			2021.01.11	변경	심지현									
			2021.01.11	Buy	120,000	13.3		-10.2						
			2021.02.18	Buy	170,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 총목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)