



F&F (007700)

[1Q21 Preview] 다 좋다!

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 217,000원

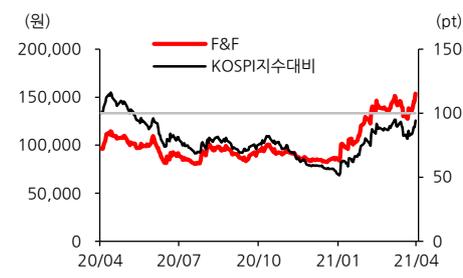
현재 주가(4/12)	157,000원
상승여력	▲38.2%
시가총액	24,178억원
발행주식수	15,400천주
52 주 최고가 / 최저가	157,000 / 80,400원
90 일 일평균 거래대금	180.52억원
외국인 지분율	10.5%
주주 구성	
김정수 (외 9인)	58.8%
국민연금공단 (외 1인)	8.1%
자사주 (외 1인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.8	80.9	64.6	62.4
상대수익률(KOSPI)	7.1	80.6	34.1	-6.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	910	838	1,108	1,300
영업이익	151	129	183	221
EBITDA	181	173	233	280
지배주주순이익	110	86	130	157
EPS	7,156	5,556	8,427	10,170
순차입금	-70	-146	-234	-351
PER	15.7	15.2	18.6	15.4
PBR	3.6	2.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	9.1	6.7	9.4	7.4
배당수익률	0.9	1.2	0.7	0.7
ROE	25.1	16.5	21.4	21.3

주가 추이



1Q21 실적은 전 부문에서 성장을 기록할 것으로 예상합니다. 내수 소비 회복에 따른 내수 매출액이 성장하며, 중국향 매출이 브랜드력에 힘입어 고성장을 기록할 것으로 전망합니다. 과거 중국에서의 FILA 브랜드 매출 성장 속도보다 MLB 브랜드 매출 성장 속도가 빠르게 진행되고 있어 중국 성장이 의미하는 바가 크다고 판단합니다.

1Q21 Preview: 다 좋다!

1Q21 연결 기준 매출액 2,366억원(+42.5%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 339억원(+95.9%)으로 전 부문에서의 실적 성장이 기대된다. 최근 2월부터 빠르게 진행되는 내수 소비 회복에 따라 내수 매출액이 성장하는 가운데 중국향 매출액이 브랜드력에 힘입어 예상보다도 빠르게 올라오고 있는 것으로 추정된다. 각 사업부문별 매출액 성장률은 디스커버리 +18.0%, MLB 국내 +15%, MLB 면세점 +38%, MLB 상해 +542.7%, MLB 홍콩 +65%, MLB 키즈 +30% 기록할 것으로 전망한다. 특히 MLB 면세점과 상해법인 매출액이 가장 성수기인 4분기와 유사한 실적을 기록할 것으로 예상되는 점이 의미가 크다고 판단한다.

높아진 기대도 상회하는 중국 현지 성장성

주력 브랜드인 MLB는 2017년부터 면세점 채널을 중심으로 중국 성장성이 시작되었다. 2019년 2월 중국 판권 체결 후 6월 이커머스 Tmall에 진출하며 중국 현지에서의 사업을 본격적으로 전개하였다. 2020년에는 코로나19 위기 속에서도 중국 대형 유통사 중화그룹과 대리상 계약을 통해 매장 확장을 진행하였다. 작년 말 기준 대리상 매장수 71개 점이 출점되었고, 매출 300억원 이상을 기록했다. 2021년 매장수는 250개 이상으로 확장될 계획이다. 중국 현지에서의 고성장으로 2021년 실적은 연결 매출액 1조 1,079억원(+32.2%), 영업이익 1,831억원(+49.4%), 중국 사업 매출액은 2,381억원(+219.5%) 예상한다. 중국 법인 성장의 의미가 크다. 동사는 중국 현지 진출 2-3년만에 2,000억원 이상을 기록할 것으로 예상되는데 과거 FILA 브랜드가 중국 현지에서 2,000억원의 매출을 기록하는데 걸리는 시간은 6년 이상이었다. 중국 현지 사업의 고성장을 바탕으로 밸류에이션 리레이팅은 지속될 것으로 전망한다. 목표주가는 실적 추정치를 상향하여 21.7만원으로 상향하고 투자의견 Buy를 유지한다.

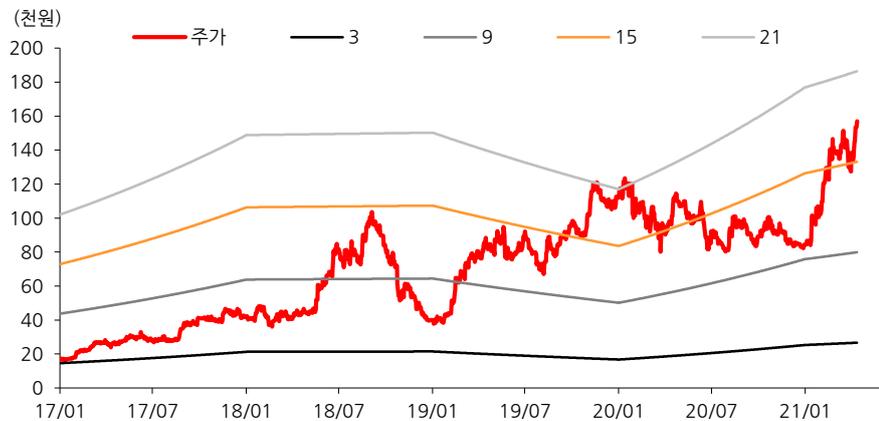
[표1] F&F 1Q21 실적 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	166.0	166.8	159.6	345.2	236.6	42.5	-31.5	204.6	15.7
영업이익	17.3	20.5	12.6	72.1	33.9	95.9	-53.0	25.2	34.5
지배주주순이익	13.9	14.2	8.5	49.2	24.2	74.2	-50.8	20.1	20.3
영업이익률(%)	10.4	12.3	7.9	20.9	14.3			12.3	
순이익률(%)	8.4	8.5	5.3	14.3	10.2			9.8	

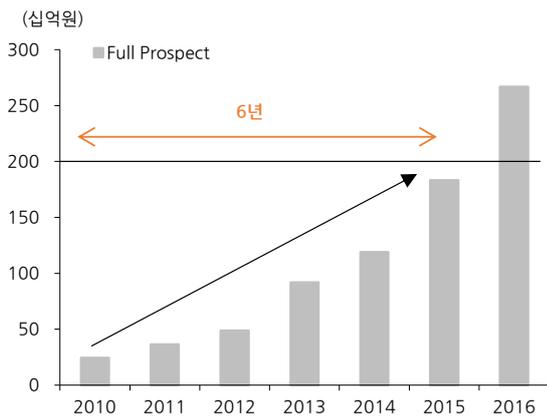
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] F&F 12M FWD PER 밴드 추이



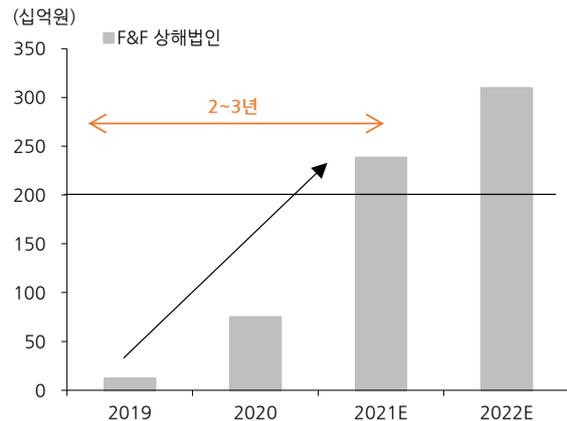
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 휠라홀딩스 중국 법인(Full Prospect) 실적 추이



자료: 휠라홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] F&F 상해 법인 실적 추이 및 전망



자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[표2] F&F 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	166.0	166.8	159.6	345.7	236.6	225.9	233.2	412.3	838.1	1,107.9	1,300.2
growth %	2.2	-17.1	-26.2	4.6	42.5	35.4	46.1	19.2	-7.9	32.2	17.4
의류	166.3	170.3	173.2	343.4	239.5	233.7	244.8	422.3	852.7	1,140.3	1,345.9
yoy %	1.1	-17.8	-19.1	5.8	43.9	37.2	41.3	23.2	-6.3	33.7	18.0
sales %	100.2	102.1	108.5	99.3	101.2	103.5	105.0	102.4	101.7	102.9	103.5
DISCOVERY	63.7	65.5	52.0	178.5	75.2	68.8	59.8	190.9	359.7	394.8	414.5
yoy %	11.8	28.0	-4.0	10.7	18.0	5.0	15.0	7.0	11.2	9.7	5.0
sales %	38.4	39.3	32.6	51.6	31.8	30.5	25.7	46.3	42.9	35.6	31.9
MLB	85.6	87.8	101.6	141.4	142.5	143.9	162.0	203.0	415.9	651.3	831.5
yoy %	5.1	-27.4	-24.5	8.2	66.5	63.8	59.4	44.1	-11.1	56.6	27.7
sales %	51.6	52.7	63.7	40.9	60.2	63.7	69.5	49.2	49.6	58.8	63.9
면세점	37.0	36.0	43.7	51.6	51.0	48.6	54.7	61.9	168.3	216.2	317.1
yoy %	-16.0	-52.0	-50.0	-34.0	38.0	35.0	25.0	20.0	-40.9	28.5	46.7
sales %	22.3	21.6	27.4	14.9	21.6	21.5	23.4	15.0	20.1	19.5	24.4
국내	37.8	38.8	36.8	36.6	43.5	42.7	40.5	40.2	150.0	166.9	171.9
yoy %	23.0	5.0	2.0	-0.9	15.0	10.0	10.0	10.0	6.6	11.3	3.0
sales %	22.8	23.3	23.0	10.6	18.4	18.9	17.3	9.8	17.9	15.1	13.2
홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	7.5	5.6	6.2	10.8	23.1	30.2	33.2
yoy %	-32.8	-50.0	-38.2	30.0	65.0	30.0	30.0	15.0	-24.2	30.8	10.0
sales %	2.7	2.6	3.0	2.7	3.2	2.5	2.7	2.6	2.8	2.7	2.6
상해	6.3	8.7	16.3	43.8	40.6	46.9	60.6	90.0	74.5	238.1	309.3
yoy %		2,501.9	400.3	428.4	542.7	441.7	271.6	108.1	527.3	219.5	299
sales %	3.8	5.2	10.2	12.7	17.1	20.8	26.0	21.8	8.9	21.5	23.8
MLB KIDS	15.6	14.6	13.3	19.0	20.2	18.3	16.7	23.8	62.5	79.0	84.5
yoy %	-32.0	-35.0	-30.0	-28.0	30.0	25.0	25.0	25.0	-31.2	26.2	7.0
sales %	9.4	8.8	8.3	5.5	8.6	8.1	7.1	5.8	7.5	7.1	6.5
영업이익	17.3	20.5	12.6	72.1	33.9	33.1	27.9	88.2	122.6	183.1	220.8
growth %	-8.1	-29.0	-61.1	2.2	95.9	61.4	120.9	22.3	-18.7	49.4	20.6
margin %	10.4	12.3	7.9	20.9	14.3	14.6	12.0	21.4	14.6	16.5	17.0
세전이익	19.4	19.9	12.3	68.8	34.1	33.2	28.0	88.4	120.3	183.7	221.7
growth %	1.7	-31.8	-62.7	-1.6	75.7	67.2	128.6	28.4	-20.3	52.6	20.7
margin %	11.7	11.9	7.7	19.9	14.4	14.7	12.0	21.4	14.4	16.6	17.0
지배주주순이익	13.9	14.2	8.5	49.0	24.2	23.5	19.4	62.6	85.6	129.8	156.6
growth %	-3.5	-32.7	-64.8	-3.1	74.3	65.7	128.0	27.9	-22.4	51.7	20.7
margin %	8.4	8.5	5.3	14.2	10.2	10.4	8.3	15.2	10.2	11.7	12.0

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	668	910	838	1,108	1,300
매출총이익	440	617	567	751	884
영업이익	91	151	129	183	221
EBITDA	101	181	173	233	280
순이자손익	2	0	0	1	1
외화관련손익	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	141	151	120	184	222
당기순이익	109	110	85	130	157
지배주주순이익	109	110	86	130	157
증가율(%)					
매출액	19.2	36.2	-7.9	32.2	17.4
영업이익	-6.8	64.8	-14.3	41.7	20.6
EBITDA	-4.5	78.9	-4.4	34.9	20.1
순이익	45.9	0.6	-22.6	52.4	20.7
이익률(%)					
매출총이익률	65.9	67.8	67.7	67.8	68.0
영업이익률	13.7	16.6	15.4	16.5	17.0
EBITDA 이익률	15.1	19.9	20.6	21.0	21.5
세전이익률	21.1	16.6	14.4	16.6	17.0
순이익률	16.4	12.1	10.2	11.7	12.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	27	162	118	173	209
당기순이익	109	110	85	130	157
자산상각비	10	30	44	50	59
운전자본증감	-59	-10	18	-7	-8
매출채권 감소(증가)	-2	0	13	-4	-5
재고자산 감소(증가)	-54	-25	4	-9	-9
매입채무 증가(감소)	-1	18	11	4	5
투자현금흐름	-33	-109	-9	-72	-77
유형자산처분(취득)	-48	-32	-23	-52	-57
무형자산 감소(증가)	0	-1	-8	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-27	-71	57	-3	-3
재무현금흐름	-12	-24	-14	-23	-25
차입금의 증가(감소)	-2	-8	1	-7	-8
자본의 증가(감소)	-10	-10	-15	-16	-17
배당금의 지급	-10	-10	-15	-16	-17
총현금흐름	111	195	140	180	216
(-)운전자본증가(감소)	55	-18	8	7	8
(-)설비투자	48	32	23	52	57
(+)자산매각	0	0	-8	-13	-13
Free Cash Flow	8	180	102	108	138
(-)기타투자	-38	34	9	4	4
잉여현금	46	146	92	104	134
NOPLAT	71	110	91	129	156
(+) Dep	10	30	44	50	59
(-)운전자본투자	55	-18	8	7	8
(-)Capex	48	32	23	52	57
OpFCF	-22	126	104	120	150

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	291	400	481	575	699
현금성자산	39	123	208	288	398
매출채권	87	87	87	91	96
재고자산	159	176	176	185	195
비유동자산	205	284	276	295	310
투자자산	53	112	100	104	108
유형자산	140	161	156	159	157
무형자산	11	11	20	32	44
자산총계	496	684	757	870	1,009
유동부채	100	161	164	169	172
매입채무	69	88	88	93	97
유동성이자부채	0	19	33	31	28
비유동부채	1	39	38	34	29
비유동이자부채	0	34	28	23	18
부채총계	101	201	203	202	201
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	549	663	803
자본조정	0	-7	-9	-9	-9
자기주식	0	-7	-9	-9	-9
자본총계	395	484	554	667	807

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	7,089	7,156	5,556	8,427	10,170
BPS	25,593	31,366	35,782	43,159	52,229
DPS	650	1,000	1,050	1,100	1,150
CFPS	7,215	12,645	9,116	11,705	14,046
ROA(%)	24.4	18.7	11.9	16.0	16.7
ROE(%)	31.6	25.1	16.5	21.4	21.3
ROIC(%)	23.7	28.8	22.5	30.8	35.1
Multiples(x, %)					
PER	5.6	15.7	15.2	18.6	15.4
PBR	1.6	3.6	2.4	3.6	3.0
PSR	0.9	1.9	1.6	2.2	1.9
PCR	5.6	8.9	9.3	13.4	11.2
EV/EBITDA	5.7	9.1	6.7	9.4	7.4
배당수익률	1.6	0.9	1.2	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	25.6	41.5	36.6	30.3	24.9
Net debt/Equity	-9.9	-14.5	-26.4	-35.1	-43.5
Net debt/EBITDA	-38.5	-38.8	-84.7	-100.4	-125.4
유동비율	291.8	247.9	292.5	341.2	406.1
이자보상배율(배)	1,595.7	108.2	98.9	152.6	184.0
자산구조(%)					
투하자본	79.4	63.3	57.0	52.5	47.4
현금+투자자산	20.6	36.7	43.0	47.5	52.6
자본구조(%)					
차입금	0.0	9.9	10.0	7.5	5.4
자기자본	100.0	90.1	90.0	92.5	94.6

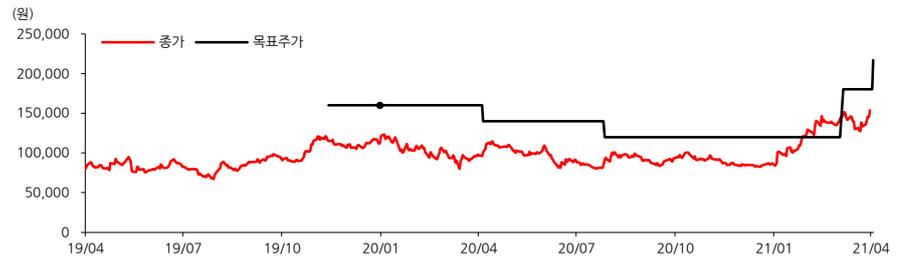
[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 4월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[F&F 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.11.22	2019.11.22	2020.01.07	2020.02.04	2020.02.24	2020.04.14
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	160,000	160,000	160,000	160,000	140,000
일 시	2020.05.11	2020.06.02	2020.08.05	2021.03.15	2021.04.13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	140,000	140,000	120,000	180,000	217,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.22	Buy	160,000	-34.52	-22.81
2020.04.14	Buy	140,000	-31.42	-18.21
2020.08.04	Buy	120,000	-17.48	22.08
2021.03.15	Buy	180,000	-21.83	-14.72
2021.04.13	Buy	217,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%