

# F&F

# BUY(유지)

007700 기업분석 | 의류

목표주가(하향)	66,000원	현재주가(01/29)	42,550원	Up/Downside	+55.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 01. 30

## 잠재력에 베팅할 시간

### Comment

**디스커버리 부진, 신규 브랜드 비용 증가로 어닝쇼크:** 4Q18 연결매출 2,484억원(+2.4%YoY), 영업이익 370억원(-31.6%YoY)으로 당사 추정 영업이익(557억원)과 컨센서스(569억원)를 대폭 하회하는 실적을 발표했다. 신규 브랜드의 플래그십 스토어 확대로 전반적인 영업비용이 증가한 것이 이익 부진의 주요인이다. 프리뷰에서 언급했지만 기후 영향으로 디스커버리 브랜드의 성수기 시즌 효과가 예상보다 더 저조했던 것으로도 보인다. 디스커버리 브랜드 매출이 10%YoY 내외 감소한 것으로 추정되는데 줄점 효과가 사라진 가운데 기존점 성장이 부진했고, 2017년에 유행했던 롱패딩 수요 공백이 발생하면서 베이스 부담을 높아진 것으로 보인다. 연매출 3천억대로 올라서면서 내수 시장에서 성장 한계가 느껴지는 시점이다. 한편 MLB는 면세점 매출 성장이 둔화되면서 YoY 매출 성장이 30% 이하로 낮아졌을 것으로 추정되나 내수 패션 시장과 비교할 때 성장성은 여전히 높다.

**해외 성장 고무적, 신규 브랜드 성과 기대:** 신규 브랜드 전개를 위한 영업비용 증가는 상반기에도 지속될 것으로 판단된다. DUVETICA의 판매 채널 확장이 속도를 내게 되면서 고정비가 증가하고, STRETCH ANGELS를 비롯한 일부 브랜드의 마케팅 강화 및 인력 충원으로 올해 이익률이 크게 개선되는 어려울 수 있다. 성숙기에 진입한 디스커버리 브랜드의 실적 기대치를 재조정할 필요가 있으며 다만 MLB 해외 매출이 출점효과를 동반해 실적 성장을 견인할 것으로 보인다. MLB키즈 매출도 10% 이상씩 꾸준히 증가해 타 브랜드 대비 여전히 강한 모멘텀을 가지고 있다고 판단한다.

### Action

**성장 위한 투자 고려하면 추가 하락 과도:** 추정치와 목표주가를 하향한다. 롱패딩 관련한 베이스 부담이 완화되어 상반기 성장률이 개선될 것으로 보이며, 해외사업으로 내수 한계를 벗어나려는 시도가 긍정적이다. 아무리 단기 실적이 부진해도 최근 추가 하락은 과도해 보여 매수 관점을 유지한다.

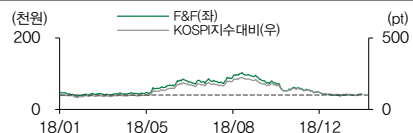
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	439	561	669	747	835
(증가율)	18.6	27.7	19.3	11.7	11.8
영업이익	46	98	91	103	123
(증가율)	143.2	115.1	-6.7	12.6	19.1
순이익	30	75	109	79	96
EPS	1,963	4,863	7,093	5,120	6,202
PER (H/L)	9.3/6.1	9.9/3.3	5.6	8.4	7.0
PBR (H/L)	1.2/0.8	2.5/0.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (H/L)	5.0/3.3	6.3/1.8	4.7	4.2	3.1
영업이익률	10.4	17.5	13.7	13.8	14.7
ROE	14.2	28.7	31.6	18.4	18.8

#### Stock Data

52주 최저/최고	36,150/103,500원
KOSDAQ /KOSPI	711/2,183pt
시가총액	6,553억원
60일-평균거래량	129,650
외국인지분율	17.7%
60일-외국인지분율변동추이	-2.2%p
주요주주	김창수 외 8인 58.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	6.2	-17.2	-11.5
상대기준	-0.7	-24.3	5.3

도표 1. F&amp;F 4Q18 실적 Review

(단위: 억원 %)

	4Q18	4Q17	%YoY	3Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	2,484	2,427	2.4	1,397	77.8	2,756	-9.9	2,743	-9.4
영업이익	370	541	-31.6	172	115.5	557	-33.5	569	-34.9
순이익	271	411	-34.2	134	101.9	395	-31.5	460	-41.2

자료: DB금융투자

도표 2. F&amp;F 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	16	17	18P	19E
<b>연결매출</b>	<b>1,330</b>	<b>1,477</b>	<b>1,397</b>	<b>2,484</b>	<b>1,499</b>	<b>1,682</b>	<b>1,595</b>	<b>2,794</b>	<b>4,390</b>	<b>5,605</b>	<b>6,688</b>	<b>7,468</b>
%YoY	18.2	43.8	36.1	2.4	12.7	13.9	14.1	12.5	18.6	27.7	19.3	11.7
의류부문	1,302	1,404	1,298	2,391	1,338	1,505	1,396	2,557	4,272	5,515	6,395	6,796
디스커버리	534	436	502	1,540	496	453	519	1,601	2,120	3,065	3,011	3,070
MLB	565	787	630	626	611	850	690	682	1,292	1,750	2,609	2,832
MLB키즈	202	180	163	218	222	201	180	244	616	696	763	847
스트레치엔젤	1	0	3	7	9	1	7	30	-	4	12	46
기타	28	73	99	94	161	177	199	237	118	90	294	672
%YoY												
의류부문	18.6	39.6	29.3	-0.7	2.8	7.2	7.5	7.0	19.6	29.1	16.0	6.3
디스커버리	10.3	8.8	6.8	-10.0	-7.0	4.0	3.5	4.0	35.3	44.6	-1.8	2.0
MLB	34.1	78.4	63.1	25.0	8.0	8.0	9.4	9.0	14.7	35.5	49.1	8.6
MLB키즈	5.0	11.3	10.6	12.0	10.0	11.5	10.5	12.0	16.1	13.1	9.6	11.0
스트레치엔젤	-	-	296.5	500.0	1,000.0	100.0	100.0	300.0	-	-	225.3	283.5
기타	4.6	234.8	347.1	372.4	478.9	142.0	101.2	153.5	-8.8	-23.2	224.7	128.8
매출원가	450	485	471	801	510	555	542	857	1,834	1,922	2,207	2,464
%of sales	33.9	32.9	33.7	32.2	34.0	33.0	34.0	30.7	41.8	34.3	33.0	33.0
<b>매출총이익</b>	<b>880</b>	<b>992</b>	<b>926</b>	<b>1,683</b>	<b>990</b>	<b>1,127</b>	<b>1,053</b>	<b>1,937</b>	<b>2,556</b>	<b>3,683</b>	<b>4,481</b>	<b>5,003</b>
%of sales	66.1	67.1	66.3	67.8	66.0	67.0	66.0	69.3	58.2	65.7	67.0	67.0
판매비	700	798	755	1,313	790	907	856	1,420	2,100	2,702	3,566	3,973
%of sales	52.6	54.1	54.0	52.9	52.7	53.9	53.7	50.8	47.8	48.2	53.3	53.2
<b>영업이익</b>	<b>180</b>	<b>193</b>	<b>172</b>	<b>370</b>	<b>199</b>	<b>220</b>	<b>196</b>	<b>517</b>	<b>456</b>	<b>981</b>	<b>915</b>	<b>1,031</b>
%of sales	13.5	13.1	12.3	14.9	13.3	13.1	12.3	18.5	10.4	17.5	13.7	13.8
%YoY	22.3	32.9	16.6	-31.6	10.9	14.0	14.2	39.8	143.2	115.1	-6.7	12.6

자료: DB금융투자 주: 4Q18 부문별 세부 실적은 확정 실적 발표 후 다시 업데이트 예정

도표 3. F&amp;F 실적 추정치 변경

(단위: 억원 %)

	19E			20E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	7,468	7,755	-3.7	8,350	8,715	-4.2
영업이익	1,031	1,187	-13.2	1,227	1,377	-10.9
순이익	789	906	-13.0	955	1,054	-9.4

자료: DB금융투자

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	163	255	346	396	429
현금및현금성자산	10	32	88	108	99
매출채권및기타채권	62	96	97	105	119
재고자산	90	104	134	149	167
비유동자산	143	145	159	167	178
유형자산	77	82	96	104	115
무형자산	1	3	3	3	3
투자자산	1	0	0	0	0
자산총계	306	400	505	563	607
유동부채	65	104	110	99	57
매입채무및기타채무	52	80	106	120	144
단기차입금및단기차채	0	0	-20	-45	-80
유동성장기부채	0	0	0	0	-30
비유동부채	14	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	79	104	110	99	58
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	216	286	385	454	539
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	227	296	395	464	550

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	439	561	669	747	835
매출원가	183	192	221	246	274
매출총이익	256	368	448	500	561
판매비	210	270	357	397	438
영업이익	46	98	91	103	123
EBITDA	53	106	103	116	137
영업외손익	-4	2	50	4	4
금융손익	-1	0	1	2	2
투자손익	-3	0	47	0	0
기타영업외손익	0	2	2	2	2
세전이익	41	99	141	107	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	75	109	79	96
자배주주지분순이익	30	75	109	79	96
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	30	75	109	79	96
증감률(%YoY)					
매출액	18.6	27.7	19.3	11.7	11.8
영업이익	143.2	115.1	-6.7	12.6	19.1
EPS	143.0	147.7	45.9	-27.8	21.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	56	67	114	78	94
당기순이익	30	75	109	79	96
현금유출이없는비용및수익	22	30	42	38	43
유형및무형자산상각비	7	8	12	12	14
영업관련자산부채변동	13	-26	-6	-12	-13
매출채권및기타채권의감소	-9	-31	-1	-8	-14
재고자산의감소	22	-8	-29	-16	-18
매입채무및기타채무의증가	1	18	26	14	23
투자활동현금흐름	17	-39	-28	-23	-28
CAPEX	-4	-11	-25	-21	-25
투자자산의순증	21	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-63	-5	-30	-35	-75
사채및차입금의 증가	-60	0	-20	-25	-65
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-3	-5	-10	-10	-10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	10	22	56	20	-9
기초현금	0	10	32	88	108
기말현금	10	32	88	108	99

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	1,963	4,863	7,093	5,120	6,202
BPS	14,721	19,218	25,661	30,131	35,683
DPS	350	650	650	650	650
Multiple(배)					
P/E	8.9	8.6	5.6	8.4	7.0
P/B	1.2	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.9	5.6	4.7	4.2	3.1
수익성(%)					
영업이익률	10.4	17.5	13.7	13.8	14.7
EBITDA마진	12.0	18.9	15.4	15.5	16.4
순이익률	6.9	13.4	16.3	10.6	11.4
ROE	14.2	28.7	31.6	18.4	18.8
ROA	9.5	21.2	24.1	14.8	16.3
ROC	18.6	40.8	35.4	34.8	38.5
안정성및기타					
부채비율(%)	34.8	35.2	27.9	21.4	10.5
이자보상배율(배)	47.5	2,758.8	0.0	0.0	0.0
배당성향(배)	17.8	13.4	9.2	12.7	10.5

자료: F&F, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)**

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**F&F 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/12	Buy	120,000	-40.3	-20.2					
18/11/15	Buy	90,000	-49.7	-34.3					
19/01/17	Buy	76,000	-46.7	-43.2					
19/01/30	Buy	66,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경