



F&F (007700)

1분기는 우려보다 양호 예상

▶Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Buy (유지)

목표주가(하향): 140,000원

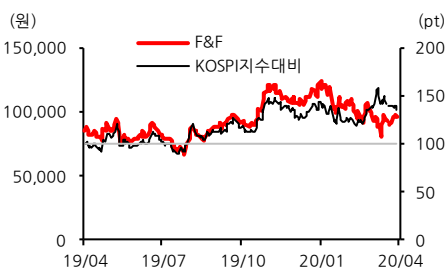
현재 주가(4/13)	96,200원
상승여력	▲45.5%
시가총액	14,815억원
발행주식수	15,400천주
52 주 최고가 / 최저가	123,500 / 67,100원
90 일 일평균 거래대금	112.41억원
외국인 지분율	12.0%
주주 구성	
김정수 (외 9인)	58.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
자사주신탁 (외 1인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.7	-22.1	4.2	12.5
상대수익률(KOSPI)	-0.4	-4.0	14.9	30.8

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	668	910	940	1,129
영업이익	91	151	167	210
EBITDA	101	181	192	231
지배주주순이익	109	110	123	154
EPS	7,089	7,156	7,972	9,981
순차입금	-39	-70	-222	-377
PER	5.6	15.7	12.1	9.6
PBR	1.6	3.6	2.4	2.0
EV/EBITDA	5.7	9.1	6.6	4.8
배당수익률	1.6	0.9	1.1	1.1
ROE	31.6	25.1	22.5	22.8

주가 추이



1Q20 실적은 코로나 19 영향이 있었음에도 불구하고 국내에서 신발 신제품 판매 호조로 우려보다 양호한 실적을 예상합니다. 다만 베이스가 올라가는 2분기는 좀 더 타격을 받을 것으로 전망합니다. 단기적으로 코로나 19 영향에 따른 실적 악화가 우려될 수 있으나, 이는 회복되는 이슈라 판단됩니다.

1Q20 Preview: 우려보다 양호

1Q20 연결 기준 매출액 1,652억원(+1.5%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 177억원(-6.4%)으로 예상한다. 코로나19 영향을 받았지만 국내에서 신발 신제품 판매 호조로 우려보다는 양호한 실적을 기록할 것으로 전망한다. 브랜드별 매출액 성장률은 디스커버리 +7.7%, MLB +2.6%, MLB KIDS -8%를 기록할 것으로 추정된다. MLB 면세점 성장률은 -7% 예상한다. 면세점 시장 성장률보다 감소폭이 양호한 이유는 전년 기저가 낮기 때문이다. 홍콩법인은 트래픽 감소 영향으로 매출액은 44억원(-35%) 예상한다. 상해법인 매출액은 45억원 추정한다. 상해법인은 오프라인 매장이 2개에 불과하기 때문에 우려보다 타격이 크지 않을 것으로 예상한다.

2분기는 베이스가 부담

1분기는 우려보다 양호했으나, 베이스 부담이 올라가는 면세점 채널은 2분기에 부진이 지속된다면 타격이 불가피할 것으로 전망한다. 이에 실적 감소폭은 1분기 대비 2분기 확대 가능성이 존재한다. 다만 이는 브랜드 수요의 감소보다는 베이스 부담과 외부 환경의 요인으로서 코로나19 진정시 회복되는 이슈라 판단된다.

단기 타격은 있으나, 이는 회복 가능한 이슈라 판단

코로나19 확산에 따라 관광객 수요 감소에 영향 받는 국내 면세점 채널과 홍콩 법인은 단기적으로 타격이 불가피할 것으로 예상한다. 정확히 회복 시점을 예측하기는 어려우나, 이는 펀더멘탈을 훼손하지 않은 회복되는 이슈라 판단된다. 최근 어려운 국내 환경 속에서도 신발 신제품 판매 호조로 양호한 성장세가 나타나고 있어 브랜드 경쟁력에서는 여전히 우위에 있다고 판단한다. 상반기 실적 둔화를 반영하여 목표주가는 14만원으로 소폭 하향 조정한다. 그러나 코로나19 진정시 실적 회복은 바로 나타날 것으로 예상되어 투자의견 Buy를 유지한다.

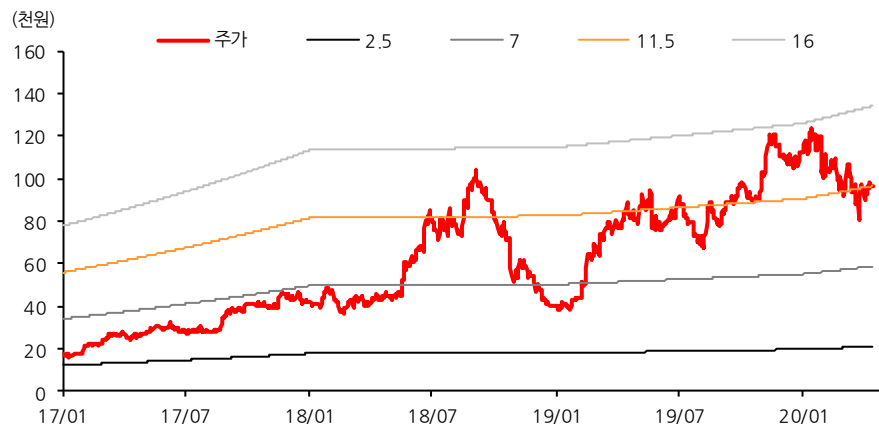
[표1] F&F 1Q20 실적 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E (a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	162.7	201.5	216.5	329.6	165.2	1.5	-49.9	173.9	-5.0
영업이익	18.9	28.9	32.5	70.4	17.7	-6.5	-74.9	19.8	-10.5
지배주주순이익	14.4	21.1	24.2	50.5	13.5	-6.2	-73.3	16.1	-16.3
영업이익률(%)	11.6	14.4	15.0	21.4	10.7			11.4	
순이익률(%)	8.8	10.5	11.2	15.3	8.1			9.3	

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] F&F 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] F&F 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	162.7	201.5	216.5	329.5	165.2	167.9	242.6	364.6	910.2	940.4	1,129.1
growth %	22.3	36.5	54.9	32.7	1.5	-16.7	12.1	10.7	36.1	3.3	20.1
의류	164.6	207.1	214.2	323.7	167.6	172.2	254.2	371.8	909.6	965.9	1,166.4
yoy %	24.2	44.8	63.8	35.2	1.8	-16.8	18.7	14.9	40.8	6.2	20.8
sales %	101.2	102.8	98.9	98.2	101.5	102.6	104.8	102.0	99.9	102.7	103.3
DISCOVERY	57.0	51.2	54.2	161.2	61.4	54.8	58.0	172.5	323.6	346.7	364.0
yoy %	6.8	17.5	8.0	8.0	7.7	7.0	7.0	7.0	9.2	7.1	5.0
sales %	35.0	25.4	25.0	48.9	37.2	32.6	23.9	47.3	35.6	36.9	32.2
MLB	81.5	121.0	134.5	129.6	83.6	93.2	167.9	162.5	466.7	507.2	680.7
yoy %	39.4	45.4	95.5	84.0	2.6	-23.0	24.8	25.3	66.1	8.7	34.2
sales %	50.1	60.0	62.2	39.3	50.6	55.5	69.2	44.6	51.3	53.9	60.3
면세점	44.0	75.0	87.5	78.2	40.9	41.3	111.5	100.3	284.7	294.0	432.6
yoy %	87.2	68.5	165.0	130.0	-7.0	-45.0	27.5	28.3	110.9	3.3	47.1
sales %	27.0	37.2	40.4	23.7	24.8	24.6	46.0	27.5	31.3	31.3	38.3
국내	30.8	37.0	36.1	36.9	33.8	40.7	38.9	39.9	140.7	153.3	161.0
yoy %	-6.9	8.1	20.0	20.0	10.0	10.0	8.0	8.0	9.9	9.0	5.0
sales %	18.9	18.4	16.7	11.2	20.5	24.2	16.0	10.9	15.5	16.3	14.3
홍콩	6.7	8.7	7.8	7.2	4.4	4.8	9.3	8.9	30.4	27.4	36.6
yoy %	248.5	93.3	34.9	25.0	-35.0	-45.0	20.0	25.0	69.5	-9.6	33.5
sales %	4.1	4.3	3.6	2.2	2.7	2.8	3.8	2.5	3.3	2.9	3.2
상해	0.0	0.3	3.3	7.4	4.5	6.5	8.1	13.4	11.0	32.5	50.5
yoy %						1,837.3	149.5	80.8		195.3	55.6
sales %	0.0	0.2	1.5	2.2	2.7	3.8	3.4	3.7	1.2	3.5	4.5
MLB KIDS	22.9	22.5	19.0	26.4	21.1	21.4	21.9	30.4	90.9	94.7	104.2
yoy %	13.3	24.7	17.0	16.0	-8.0	-5.0	15.0	15.0	17.0	4.3	10.0
sales %	14.1	11.2	8.8	8.0	12.8	12.7	9.0	8.3	10.0	10.1	9.2
영업이익	18.9	28.9	32.5	70.4	17.7	21.4	41.2	87.0	150.7	167.3	209.6
growth %	5.2	49.7	89.3	90.4	-6.4	-25.9	26.7	23.6	64.8	11.0	25.3
margin %	11.6	14.4	15.0	21.4	10.7	12.8	17.0	23.9	16.6	17.8	18.6
세전이익	19.1	29.2	32.9	69.7	18.0	21.7	41.5	87.3	151.0	168.6	210.9
growth %	-69.7	30.8	88.1	83.4	-5.9	-25.4	26.1	25.2	7.1	11.7	25.1
margin %	11.8	14.5	15.2	21.2	10.9	12.9	17.1	23.9	16.6	17.9	18.7
지배주주순이익	14.4	21.1	24.2	50.5	13.5	15.7	30.5	63.1	110.2	122.8	153.7
growth %	-70.4	6.0	82.0	84.8	-6.3	-25.7	26.1	24.9	0.9	11.4	25.2
margin %	8.8	10.5	11.2	15.3	8.2	9.3	12.6	17.3	12.1	13.1	13.6

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	561	668	910	940	1,129
매출총이익	368	440	617	637	767
영업이익	98	91	151	167	210
EBITDA	106	101	181	192	231
순이자손익	0	2	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	99	141	151	169	211
당기순이익	75	109	110	123	154
지배주주순이익	75	109	110	123	154
증가율(%)					
매출액	27.7	19.2	36.2	3.3	20.1
영업이익	115.1	-6.8	64.8	11.0	25.3
EBITDA	101.1	-4.5	78.9	5.9	20.8
순이익	147.7	45.9	0.6	11.7	25.2
이익률(%)					
매출총이익률	65.7	65.9	67.8	67.7	67.9
영업이익률	17.5	13.7	16.6	17.8	18.6
EBITDA 이익률	18.9	15.1	19.9	20.4	20.5
세전이익률	17.7	21.1	16.6	17.9	18.7
순이익률	13.4	16.4	12.1	13.1	13.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	67	27	162	148	177
당기순이익	75	109	110	123	154
자산상각비	8	10	30	24	22
운전자본증감	-26	-59	-10	1	1
매출채권 감소(증가)	-34	-2	0	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-8	-54	-25	-1	-1
매입채무 증가(감소)	12	-1	18	1	1
투자현금흐름	-39	-33	-109	0	-8
유형자산처분(취득)	-11	-48	-32	0	0
무형자산 감소(증가)	-2	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-21	-27	-71	-3	-3
재무현금흐름	-5	-12	-24	0	-16
차입금의 증가(감소)	0	-2	-8	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-10	-10	0	-16
배당금의 지급	5	10	10	0	16
총현금흐름	104	111	195	147	176
(-)운전자본증가(감소)	9	55	-18	-1	-1
(-)설비투자	11	48	32	0	0
(+)자산매각	-2	0	0	-1	-1
Free Cash Flow	82	8	180	148	176
(-)기타투자	22	-38	34	-3	4
잉여현금	60	46	146	151	172
NOPLAT	74	71	110	122	153
(+) Dep	8	10	30	24	22
(-)운전자본투자	9	55	-18	-1	-1
(-)Capex	11	48	32	0	0
OpFCF	61	-22	126	147	176

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	255	291	400	553	711
현금성자산	53	39	123	275	430
매출채권	92	87	87	88	89
재고자산	104	159	176	176	177
비유동자산	145	205	284	257	240
투자자산	60	53	112	109	113
유형자산	82	140	161	136	115
무형자산	3	11	11	12	12
자산총계	400	496	684	811	952
유동부채	104	100	161	165	168
매입채무	67	69	88	89	90
유동성이자부채	0	0	19	19	19
비유동부채	0	1	39	40	40
비유동이자부채	0	0	34	34	34
부채총계	104	101	201	204	208
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	286	384	480	602	740
자본조정	0	0	-7	-7	-7
자기주식	0	0	-7	-7	-7
자본총계	296	395	484	606	744

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	4,863	7,089	7,156	7,972	9,981
BPS	19,218	25,593	31,366	39,337	48,269
DPS	650	650	0	1,050	1,100
CFPS	6,785	7,215	12,645	9,567	11,414
ROA(%)	21.2	24.4	18.7	16.4	17.4
ROE(%)	28.7	31.6	25.1	22.5	22.8
ROIC(%)	32.2	23.7	28.8	30.8	40.7
Multiples(x, %)					
PER	8.6	5.6	15.7	12.1	9.6
PBR	2.2	1.6	3.6	2.4	2.0
PSR	1.2	0.9	1.9	1.6	1.3
PCR	6.2	5.6	8.9	10.1	8.4
EV/EBITDA	5.6	5.7	9.1	6.6	4.8
배당수익률	1.5	1.6	0.9	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	35.2	25.6	41.5	33.7	27.9
Net debt/Equity	-17.9	-9.9	-14.5	-36.5	-50.7
Net debt/EBITDA	-50.1	-38.5	-38.8	-115.7	-163.0
유동비율	245.0	291.8	247.9	336.2	423.4
이자보상배율(배)	2,758.8	1,595.7	108.2	139.4	174.7
자산구조(%)					
투하자본	68.3	79.4	63.3	50.1	40.3
현금+투자자산	31.7	20.6	36.7	49.9	59.7
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	9.9	8.0	6.6
자기자본	100.0	100.0	90.1	92.0	93.4

[Compliance Notice]

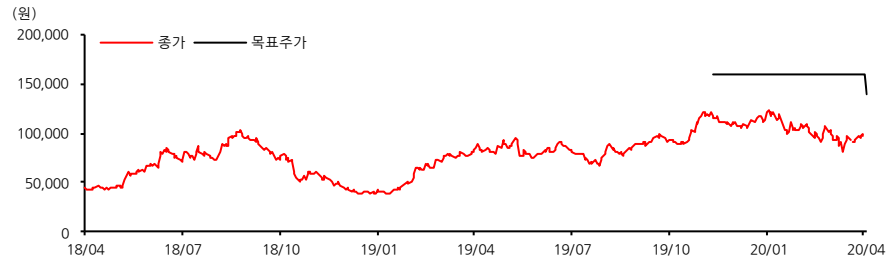
(공표일: 2020년 4월 14일)

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)

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

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.22	Buy	160,000	-34.39	-22.81
2020.04.14	Buy	140,000		

[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: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%