

2020. 5. 11



▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA 정은수
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 150,000 원

현재주가 (5.8) 110,000 원

상승여력 36.4%

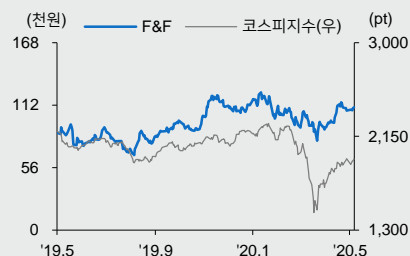
KOSPI	1,945.82pt
시가총액	16,940억원
발행주식수	1,540만주
유동주식비율	40.67%
외국인비중	12.61%
52주 최고/최저가	123,500원/67,100원
평균거래대금	96.6억원

주요주주(%)

김창수 외 8 인	58.82
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	-4.8	19.2
상대주가	5.9	4.6	32.8

주가그래프



F&F 007700

1Q20R: 견조함 그 자체

- ✓ 1Q20 내수/중국 호조 vs. 면세/홍콩 부진
- ✓ 투자 의견 Buy 및 적정주가 150,000원 유지
- ✓ ① 내수: 카테고리 확장 (2020E 신발 매출: MLB +27.6%, Discovery +87.3% YoY)
- ✓ ② 중국: 판매 확대 지속, 키즈 티몰 입점 및 오프라인 추가 출점 기대 유효
- ✓ ③ 고수익성: 2020E OPM 16.6%, ROE 21.7%(로열티 차감 전 OPM 21.1%)

1Q20 내수/중국 호조 vs. 면세/홍콩 부진

F&F는 2020년 1분기 매출액 1,660억원(+2.0% YoY), 영업이익 173억(-8.4% YoY), 순이익 139억원(-3.5% YoY)을 기록했다. 매출액과 순이익은 기대치에 부합했으나, 영업이익은 하회했다. 홍콩 법인이 고정비 부담을 이기지 못해, 손실을 기록한 탓이다(홍콩 법인 -27억원 YoY: 1Q20 19억 손실 vs. 1Q19 8억 이익). 별도 영업이익은 전년동기대비 +9.3% 늘어난 것으로 추정한다.

내수는 코로나가 무색했다. MLB 한국 비면세는 +21.4%, Discovery의 경우 +11.5%, Duvetica가 +16.5%, Stretch Angels는 +1.5%만큼 매출이 늘었다(YoY). 중국 성과 또한 돋보였다. 매출액 63억원을 기록하며, 고성장세를 이어갔다(광군제 제외 티몰 일평균 +68.4% QoQ). MLB 키즈는 개학 연기 영향으로 부진했다(-30.1% YoY). 항 공편 축소로 인해, 면세(-15.3% YoY)와 홍콩(-33.8% YoY)에의 타격은 불가피했다.

투자 의견 Buy, 적정주가 150,000원 유지

F&F에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 150,000원을 유지한다. 홍콩 법인의 비용 증가를(50억원) 반영하였으나, 가치 산정에는 변동이 없다. 업종 내 최선호주로서 재차 추천한다. ① 내수: 카테고리 확장 효과가 두드러진다. 잡화 기여 확대에 기인한다. 2020E 신발 매출 신장률로 MLB +27.6%, Discovery +87.3% YoY를 추산한다. ② 중국: 판매 증가가 계속된다. 키즈 티몰 입점(4Q20E) 및 오프라인 출점 계획(2H20E +8개) 모두 변함 없다. ③ 고수익성: 2020E 영업이익률과 ROE는 각각 16.6%, 21.7%를 기록할 전망이다. 브랜드 사용료 지급을 감안하면, 실질 영업이익률은 21.1%에 달할 것으로 본다(로열티율 판가 대비 5.0% 추산).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	668.4	91.5	109.2	7,089	45.9	25,593	5.6	1.6	5.7	31.6	25.6
2019	910.3	150.7	110.2	7,156	0.6	31,366	15.7	3.6	9.1	25.1	41.5
2020E	913.1	151.6	115.5	7,497	4.7	37,816	14.7	2.9	8.1	21.7	31.3
2021E	1,075.4	181.1	137.5	8,926	19.4	45,492	12.3	2.4	6.6	21.4	28.3
2022E	1,215.3	209.5	159.0	10,327	15.7	54,373	10.7	2.0	5.3	20.7	26.4

표1 F&F 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	162.7	201.5	216.5	329.6	166.0	170.9	206.7	369.5	910.3	913.1	1,075.4
MLB	104.4	144.4	160.2	170.7	102.8	111.4	142.1	198.7	579.7	555.0	691.0
MLB 한국	74.8	113.0	130.1	130.2	76.0	79.2	105.2	144.3	448.0	404.7	493.7
MLB 한국 - 면세	40.4	75.1	82.9	71.6	34.2	37.2	54.4	81.6	270.0	207.4	285.2
MLB 한국 - 비면세	34.4	37.8	47.2	58.6	41.8	42.0	50.8	62.7	178.1	197.3	208.6
MLB 키즈	22.9	22.4	19.1	25.0	16.0	20.0	20.4	29.8	89.4	86.2	95.7
MLB 홍콩	6.7	8.7	7.8	7.2	4.5	5.2	8.6	9.8	30.4	28.1	44.7
MLB 중국	-	0.3	3.3	8.3	6.3	7.0	7.9	14.8	11.9	36.0	56.9
Discovery	57.0	51.1	54.0	162.0	63.5	57.0	58.5	171.0	324.1	350.0	374.5
Duvetica	1.2	2.4	5.4	2.2	1.4	2.5	5.7	2.3	11.1	11.8	13.6
Stretch Angels	1.8	5.9	3.3	2.2	1.8	2.6	3.6	3.1	13.2	11.1	12.7
영업이익	18.9	28.9	32.5	70.4	17.3	20.9	32.1	81.3	150.7	151.7	180.7
영업이익률	11.6	14.4	15.0	21.4	10.4	12.3	15.5	22.0	16.6	16.6	16.8
순이익	14.4	21.1	24.2	50.5	13.9	16.6	25.2	59.7	110.2	115.4	137.1
순이익률	8.8	10.5	11.2	15.3	8.4	9.7	12.2	16.2	12.1	12.6	12.8
(% YoY)											
매출액	22.3	36.5	54.9	33.0	2.0	-15.2	-4.5	12.1	36.2	0.3	17.8
MLB	32.7	42.6	88.3	82.3	-1.6	-22.8	-11.3	16.4	61.6	-4.3	24.5
MLB 한국	32.3	43.5	106.3	101.0	1.6	-29.9	-19.1	10.8	70.3	-9.7	22.0
MLB 한국 - 면세	59.8	73.5	156.2	122.0	-15.3	-50.5	-34.3	14.0	102.8	-23.2	37.5
MLB 한국 - 비면세	10.0	6.9	53.8	80.2	21.4	10.9	7.6	7.0	37.1	10.8	5.7
MLB 키즈	13.2	24.3	17.2	7.9	-30.1	-11.0	7.1	19.5	15.1	-3.5	11.0
MLB 홍콩	248.5	93.3	34.9	26.1	-33.8	-39.9	10.4	35.8	69.8	-7.7	59.1
MLB 중국	-	-	-	-	-	2,015.3	142.5	78.3	-	203.2	57.9
Discovery	6.7	17.3	7.6	8.5	11.5	11.4	8.3	5.6	9.3	8.0	7.0
Duvetica	-	-16.5	-4.9	-60.8	16.5	5.1	4.0	6.3	-20.9	6.0	15.0
Stretch Angels	-	4,771.3	879.5	257.9	1.5	-55.8	7.6	41.8	1,130.0	-16.0	14.5
영업이익	5.2	49.7	89.3	90.4	-8.4	-27.6	-1.3	15.5	64.8	0.6	19.1
순이익	-70.4	6.0	82.0	68.8	-3.5	-21.3	4.3	18.2	-1.4	4.7	18.8

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표2 F&F 1Q20 실적 Review

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	166.0	162.7	2.0	329.6	-49.6	167.5	-0.9	153.3	8.3
영업이익	17.3	18.9	-8.4	70.4	-75.4	18.9	-8.4	18.0	-3.8
순이익	13.9	14.4	-3.5	50.5	-72.5	14.1	-1.5	14.2	-2.2
영업이익률(%)	10.4	11.6	-1.2	21.4	-10.9	11.3	-0.8	11.7	-1.3
순이익률(%)	8.4	8.8	-0.5	15.3	-7.0	8.4	-0.1	9.3	-0.9

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표3 F&F 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	913	1,075	921	1,074	-0.9	0.1	991	1,143
영업이익	152	181	152	180	-0.2	0.3	163	194
순이익	115	137	119	141	-3.1	-3.0	124	148

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 F&F 적정주가 산정

(십억원, 천주, %, 배)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)			2,196	
MLB/Discovery/Duvetica/Stretch Angels	168	13.0	2,196	글로벌 멀티 브랜드 평균 12개월 선행 PER에 50% 할인
자산가치 (B)			77	
순현금			70	4Q19말 장부가 기준
투자부동산			7	4Q19말 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			2,273	(A)+(B)
주식 수 (D)			15,400	
적정주가 (원)			150,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			110,000	
상승여력 (%)			36.4	

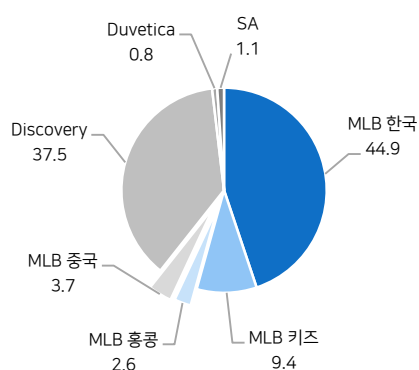
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 멀티 브랜드 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
VF	28,019	13,866	11,837	1,760	1,045	1,446	814	19.7	35.6	5.4	5.3	27.4	14.2	13.4	18.6
Anta Sports	28,853	6,355	7,985	1,504	2,002	1,016	1,392	29.1	21.1	6.9	5.6	26.1	30.3	17.1	13.1
평균								24.4	28.4	6.1	5.5	26.7	22.2	15.3	15.8

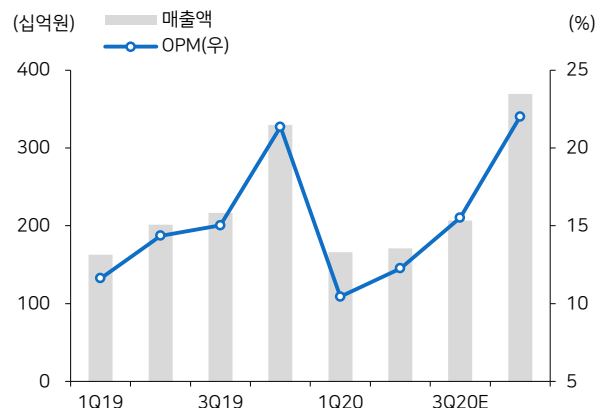
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 F&F 부문별 매출 비중 (1Q20)



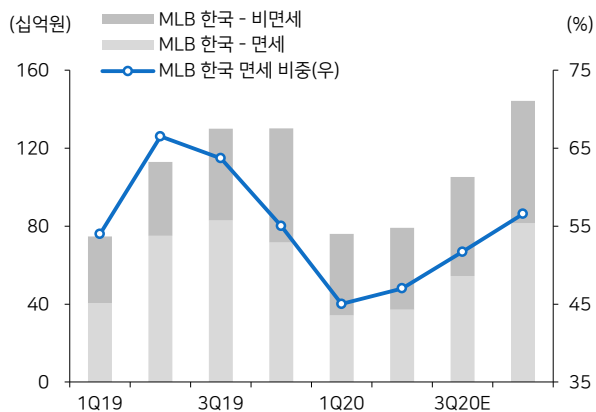
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림2 F&F 분기별 실적 추이 및 전망



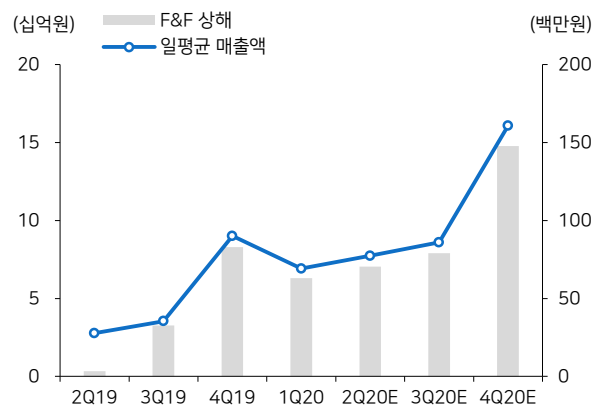
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림3 MLB 한국: 면세 vs. 비면세



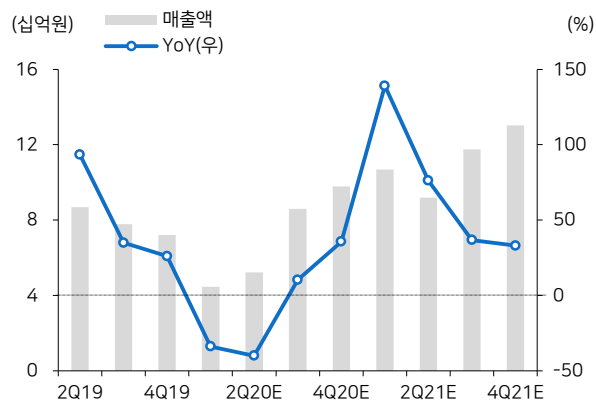
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MLB 중국: 일평균 매출액 고성장 지속



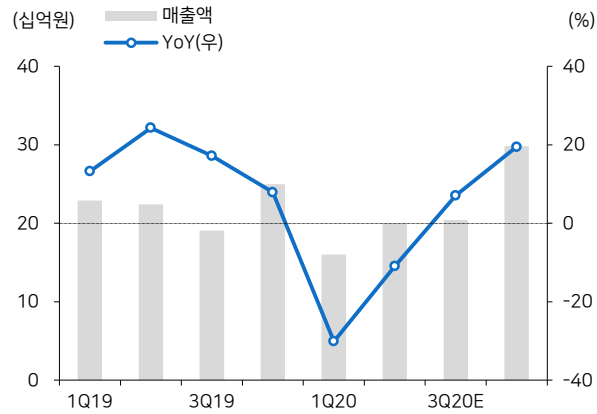
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림5 MLB 홍콩: 3Q20E 성장 전환 예상



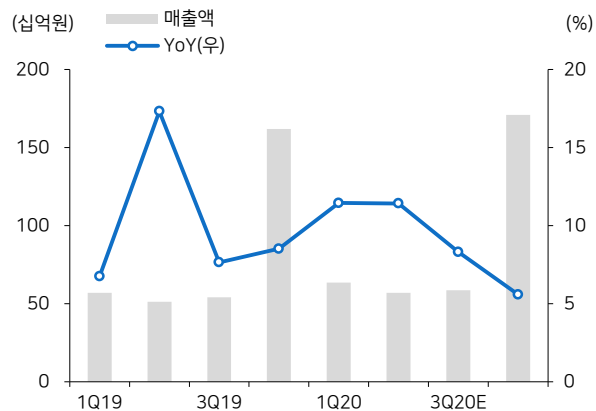
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림6 MLB 키즈: 3Q20E 성장 전환 예상



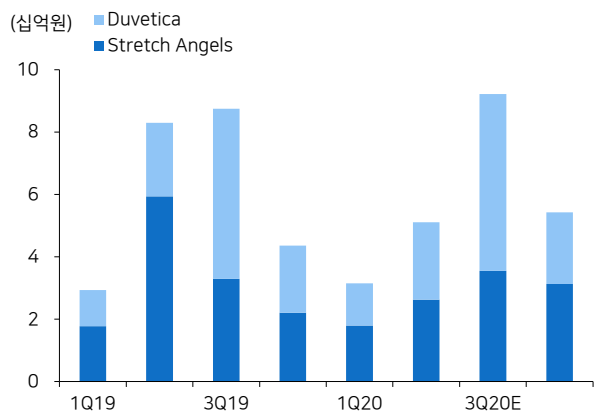
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Discovery: 한 자리 수 후반대 성장률 유지



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림8 F&F 자체 브랜드 매출액 추이 및 전망



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (007700)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	668.4	910.3	913.1	1,075.4	1,215.3
매출액증가율 (%)	19.2	36.2	0.3	17.8	13.0
매출원가	228.1	293.4	293.1	344.8	389.6
매출총이익	440.3	617.0	620.0	730.6	825.7
판매관리비	348.8	466.2	468.4	549.5	616.2
영업이익	91.5	150.7	151.6	181.1	209.5
영업이익률	13.7	16.6	16.6	16.8	17.2
금융손익	1.5	0.3	0.3	0.3	0.6
중속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	48.0	0.1	1.6	1.9	1.9
세전계속사업이익	141.0	151.0	153.5	183.3	212.0
법인세비용	31.7	41.1	38.4	45.8	53.0
당기순이익	109.3	109.9	115.1	137.5	159.0
지배주주지분 순이익	109.2	110.2	115.5	137.5	159.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27.3	161.6	149.0	153.9	173.7
당기순이익(손실)	109.3	109.9	115.1	137.5	159.0
유형자산상각비	9.6	30.1	35.4	31.0	27.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-58.7	-10.0	-3.1	-16.2	-13.9
투자활동 현금흐름	-33.0	-109.4	-21.7	-31.6	-27.0
유형자산의증가(CAPEX)	-47.8	-32.2	-20.0	-18.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-25.1	-19.8	-0.0	-0.9	-0.8
재무활동 현금흐름	-12.0	-24.5	-34.2	-26.5	-19.2
차입금의 증감	0.0	53.0	-18.8	-10.4	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-15.0	27.6	93.1	95.7	127.6
기초현금	32.3	17.3	44.9	138.0	233.8
기말현금	17.3	44.9	138.0	233.8	361.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	291.1	400.1	496.2	642.6	813.4
현금및현금성자산	17.3	44.9	138.0	233.8	361.3
매출채권	84.3	82.4	82.4	86.8	90.2
재고자산	159.1	175.9	178.6	210.4	237.7
비유동자산	204.7	284.4	268.9	256.7	245.3
유형자산	140.1	160.6	145.2	132.1	120.1
무형자산	11.1	11.5	11.4	11.3	11.2
투자자산	25.2	44.9	44.9	45.8	46.5
자산총계	495.8	684.4	765.1	899.2	1,058.7
유동부채	99.8	161.4	153.4	168.4	190.3
매입채무	39.4	57.2	57.3	67.5	76.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	18.8	10.4	0.0	0.0
비유동부채	1.3	39.3	29.0	29.9	30.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	10.4	0.0	0.0	0.0
부채총계	101.0	200.7	182.3	198.3	221.0
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	383.9	479.6	579.0	697.2	833.9
비지배주주지분	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
자본총계	394.8	483.7	582.7	700.9	837.7

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	43,399	59,113	59,292	69,831	78,916
EPS(지배주주)	7,089	7,156	7,497	8,926	10,327
CFPS	7,215	12,648	12,349	14,001	15,589
EBITDAPS	6,566	11,748	12,147	13,780	15,368
BPS	25,593	31,366	37,816	45,492	54,373
DPS	650	1,000	1,052	1,256	1,453
배당수익률(%)	1.6	0.9	1.0	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	15.7	14.7	12.3	10.7
PCR	5.6	8.9	8.9	7.9	7.1
PSR	0.9	1.9	1.9	1.6	1.4
PBR	1.6	3.6	2.9	2.4	2.0
EBITDA	101.1	180.9	187.1	212.2	236.7
EV/EBITDA	5.7	9.1	8.1	6.6	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.6	25.1	21.7	21.4	20.7
EBITDA 이익률	15.1	19.9	20.5	19.7	19.5
부채비율	25.6	41.5	31.3	28.3	26.4
금융비용부담률	0.0	0.2	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	1,595.7	108.2	45.9	53.3	59.9
매출채권회전율(x)	7.7	10.9	11.1	12.7	13.7
재고자산회전율(x)	5.1	5.4	5.2	5.5	5.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

F&F (007700) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

