

2020. 7. 6



▲ 화장품/섬유업의복

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

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

Buy

적정주가 (12개월) **130,000 원**

현재주가 (7.3) **92,500 원**

상승여력 **40.5%**

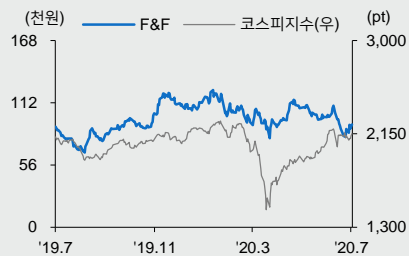
KOSPI	2,152.41pt
시가총액	14,245억원
발행주식수	1,540만주
유동주식비율	40.66%
외국인비중	10.97%
52주 최고/최저가	123,500원/67,100원
평균거래대금	104.6억원

주요주주(%)

김창수 외 8 인	58.82
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-21.3	4.4
상대주가	-8.6	-20.4	1.7

주가그래프



(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	867.7	115.5	90.4	5,872	-18.0	35,150	15.8	2.6	8.9	17.7	32.9
2021E	1,011.3	154.4	119.9	7,787	33.0	41,942	11.9	2.2	6.8	20.2	22.5
2022E	1,135.4	179.7	139.5	9,058	16.3	50,005	10.2	1.8	5.7	19.7	16.5

F&F 007700

2Q20P: '비'면세의 함의

- ✓ 2Q20P 매출액 1,694억원(-15.9% YoY), 영업이익 184억(-36.4% YoY) 예상
- ✓ ① MLB: 비면세 견조, 중국 최고치 경신 vs. 면세 시장 부합, 키즈 등교 지연 영향
- ✓ ② Discovery: 레저 활동(등산, 캠핑 등) 확산 수혜, 두 자리 수 성장 지속
- ✓ ③ 기타: Duvetica 기저, Stretch Angels 역기저 발생
- ✓ 내수(비면세) 및 외수(티몰) 호실적 = 소비자 실수로 방증, 매수 접근 추천

2Q20P 비면세 호조 vs. 면세 부진

F&F는 2020년 2분기 매출액 1,694억원(-15.9% YoY), 영업이익 184억(-36.4% YoY), 순이익 146억원(-30.7% YoY)을 기록할 전망이다. 부문별 성과가 극명하게 갈릴 것으로 보인다. 면세 부진과 비면세 호조를 말한다.

[MLB] 면세는 378억원(-49.7% YoY)으로 시장 성장에 부합하겠다. 개별 여행객 비중이 높아, 이용객 수 급감에 따른 피해가 불가피하다. 비면세는 더할 나위 없이 견조하다. 매출액 417억원(+10.3% YoY)으로 두 자리수 성장을 이어가겠다. 중국은 618 행사에 힘입어, 역대 최고치를 경신할 것으로 기대된다(매출액 85억원). 키즈는(-21.7% YoY) 등교 지연, 홍콩은(-64.2% YoY) 시위 영향으로 역성장할 전망이다.

[Discovery] 코로나 수혜 복종이다. 등산, 캠핑 등 레저 활동 확산으로 판매 신장이 좋았던 것으로 파악된다. 예상 매출액은 585억원(+14.5% YoY)이다.

[기타] Duvetica(+4.1% YoY)는 기저, Stretch Angels(-60.7% YoY)의 경우 역기저 영향이 두드러지겠다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 130,000원으로 하향

F&F에 대한 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 130,000원으로 13% 하향한다 (예상 EPS 조정: 2020E -21.6%, 2021E -12.5%). 매수 관점에서 접근을 추천한다. 면세가 발목임에는 이견이 없다. 단, 소비자의 실수요는 분명 탄탄하다. 내수에서는 비면세 실적, 외수에서는 중국 티몰 성과가 이를 방증한다(비면세 - 2020년 1~6월 매출 두 자리수 성장, 중국 - 2019년 6월 최초 입점 이후 일평균 매출액 최고치 경신 지속).

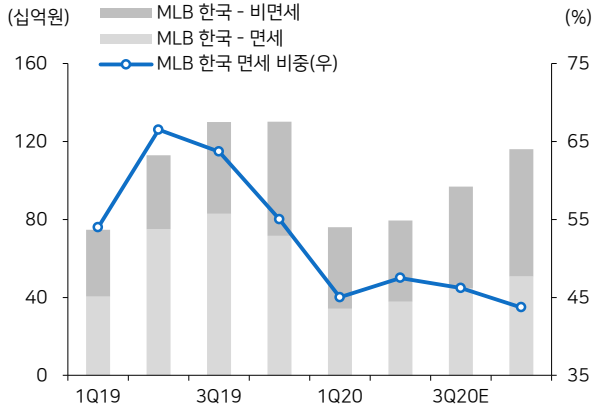
표1 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	162.7	201.5	216.5	329.6	166.0	169.4	193.9	338.4	910.3	867.7	1,011.3
MLB	104.4	144.4	160.2	170.8	101.0	108.7	127.9	161.1	579.8	498.7	611.5
MLB 한국	74.8	113.0	130.1	130.2	76.0	79.5	96.9	116.1	448.1	368.5	451.2
MLB 한국 - 면세	40.4	75.1	82.9	71.6	34.2	37.8	44.8	50.8	270.0	167.5	234.4
MLB 한국 - 비면세	34.4	37.8	47.2	58.6	41.8	41.7	52.1	65.3	178.1	201.0	216.8
MLB 키즈	22.9	22.4	19.1	25.0	16.0	17.6	19.1	26.6	89.4	79.3	91.1
MLB 중국	-	0.3	3.3	8.3	6.3	8.5	6.8	12.6	11.9	34.2	42.1
MLB 홍콩	6.7	8.7	7.8	7.2	2.7	3.1	5.1	5.8	30.4	16.7	27.3
Discovery	57.0	51.1	54.0	162.0	63.5	58.5	60.1	177.5	324.1	359.6	388.3
Duvetica	1.2	2.4	5.4	2.2	1.4	2.5	5.6	2.3	11.1	11.7	14.0
Stretch Angels	1.8	5.9	3.3	2.1	1.8	2.3	3.2	2.7	13.2	10.0	12.9
영업이익	18.9	28.9	32.5	70.4	17.3	18.4	22.5	57.3	150.7	115.5	154.4
영업이익률	11.6	14.4	15.0	21.4	10.4	10.9	11.6	16.9	16.6	13.3	15.3
순이익	14.4	21.1	24.2	50.5	13.9	14.6	17.8	44.1	110.2	90.4	119.9
순이익률	8.8	10.5	11.2	15.3	8.4	8.6	9.2	13.0	12.1	10.4	11.9
(% YoY)											
매출액	22.3	36.5	54.9	33.0	2.0	-15.9	-10.4	2.7	36.2	-4.7	16.6
MLB	32.7	42.6	88.3	82.4	-3.3	-24.8	-20.1	-5.6	61.7	-14.0	22.6
MLB 한국	32.3	43.5	106.3	101.1	1.6	-29.6	-25.5	-10.8	70.3	-17.8	22.4
MLB 한국 - 면세	59.8	73.5	156.2	122.2	-15.3	-49.7	-46.0	-29.1	102.8	-38.0	39.9
MLB 한국 - 비면세	10.0	6.9	53.8	80.3	21.4	10.3	10.4	11.5	37.1	12.9	7.8
MLB 키즈	13.2	24.3	17.2	8.2	-30.1	-21.7	0.2	6.4	15.1	-11.3	14.8
MLB 중국	-	-	-	-	-	2,450.3	108.6	51.5	-	187.5	23.1
MLB 홍콩	248.5	93.3	34.9	26.1	-60.6	-64.2	-34.3	-19.2	69.8	-45.1	63.1
Discovery	6.7	17.3	7.6	8.5	11.5	14.5	11.3	9.6	9.3	11.0	8.0
Duvetica	-	-16.5	-4.9	-60.8	16.5	4.1	3.0	4.7	-20.9	5.0	20.0
Stretch Angels	-	4,771.3	879.5	246.7	1.5	-60.7	-2.4	25.7	1,123.6	-23.7	28.3
영업이익	5.2	49.7	89.3	90.4	-8.4	-36.4	-30.7	-18.6	64.8	-23.4	33.6
순이익	-70.4	6.0	82.0	68.8	-3.5	-30.7	-26.4	-12.7	-1.4	-17.9	32.6

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표2 F&F 적정주가 산정			
(십억원, 천주, %, 배)	NOPLAT	Target P/E	적정가치 비교
영업가치 (A)			1,907
MLB/Discovery/Duvetica/Stretch Angels	142	13	1,907 글로벌 멀티 브랜드 평균 12개월 선행 PER에 40% 할인
자산가치 (B)			41
순현금			35 1Q20 장부가 기준
투자부동산			6 1Q20 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			1,948 (A)+(B)
주식 수 (D)			15,400
적정주가 (원)			130,000 (C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			92,500
상승여력 (%)			40.5

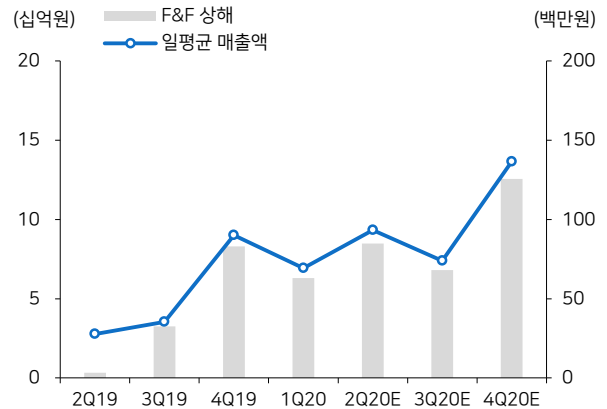
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 MLB 한국: 면세 vs. 비면세



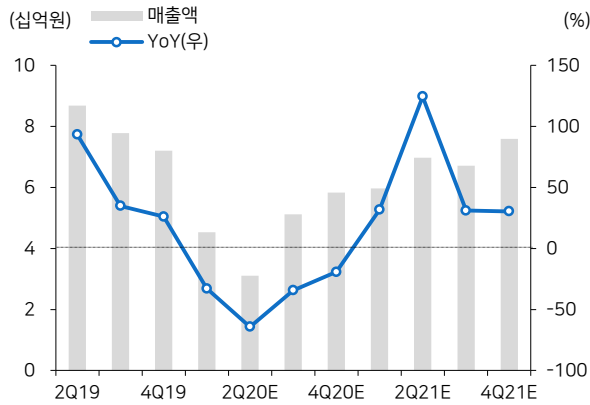
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림2 MLB 중국: 일평균 매출액 고성장 지속



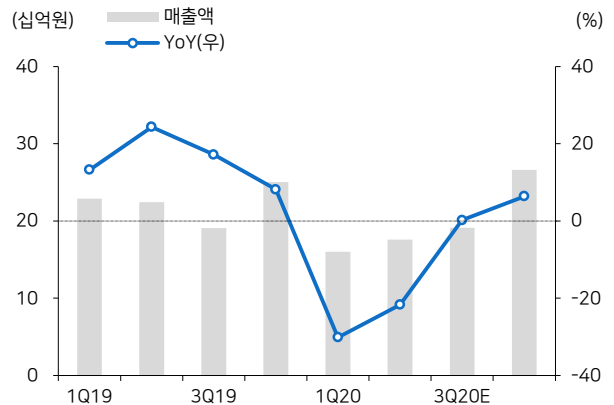
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림3 MLB 홍콩: 1Q21E 고성장 재개 예상



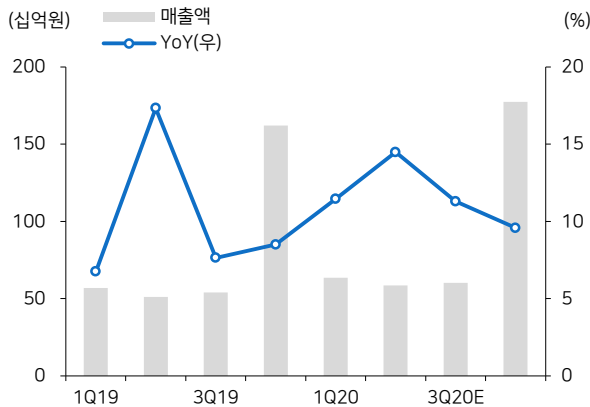
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MLB 키즈: 3Q20E 성장 전환 예상



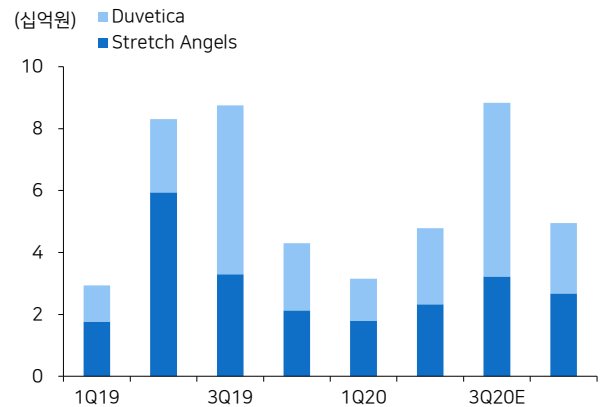
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Discovery: 두 자리 수 고성장 유지



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림6 F&F 자체 브랜드 매출액 추이



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (007700)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	668.4	910.3	867.7	1,011.3	1,135.4
매출액증가율 (%)	19.2	36.2	-4.7	16.6	12.3
매출원가	228.1	293.4	273.1	318.4	356.3
매출총이익	440.3	617.0	594.5	693.0	779.1
판매관리비	348.8	466.2	479.0	538.6	599.4
영업이익	91.5	150.7	115.5	154.4	179.7
영업이익률	13.7	16.6	13.3	15.3	15.8
금융손익	1.5	0.3	2.2	2.2	2.3
중속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	48.0	0.1	1.0	1.2	1.2
세전계속사업이익	141.0	151.0	118.7	157.8	183.2
법인세비용	31.7	41.1	28.5	37.9	43.7
당기순이익	109.3	109.9	90.2	119.9	139.5
지배주주지분 손이익	109.2	110.2	90.4	119.9	139.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27.3	161.6	86.5	117.6	120.6
당기순이익(손실)	109.3	109.9	90.2	119.9	139.5
유형자산상각비	9.6	30.1	34.1	35.4	40.9
무형자산상각비	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	-58.7	-10.0	-22.6	-37.9	-60.1
투자활동 현금흐름	-33.0	-109.4	-45.4	-60.0	-85.0
유형자산의증가(CAPEX)	-47.8	-32.2	-34.1	-52.0	-72.0
투자자산의감소(증가)	-25.1	-19.8	-10.2	-0.7	-0.5
재무활동 현금흐름	-12.0	-24.5	-29.5	-33.5	-15.3
차입금의 증감	0.0	53.0	-10.9	-18.2	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-15.0	27.6	12.4	24.1	20.4
기초현금	32.3	17.3	44.9	57.3	81.4
기말현금	17.3	44.9	57.3	81.4	101.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	291.1	400.1	419.7	474.7	548.7
현금및현금성자산	17.3	44.9	57.3	81.4	101.8
매출채권	84.3	82.4	84.8	90.7	100.7
재고자산	159.1	175.9	184.2	200.8	228.9
비유동자산	204.7	284.4	300.9	318.0	349.2
유형자산	140.1	160.6	165.3	182.0	213.0
무형자산	11.1	11.5	16.5	16.2	15.9
투자자산	25.2	44.9	55.1	55.7	56.2
자산총계	495.8	684.4	720.6	792.7	897.9
유동부채	99.8	161.4	141.4	116.2	99.0
매입채무	39.4	57.2	58.7	56.9	56.3
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	37.0	29.6	27.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	10.4	7.8	0.0	0.0
부채총계	101.0	200.7	178.4	145.8	126.9
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	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	383.9	479.6	539.3	643.9	768.1
비지배주주지분	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
자본총계	394.8	483.7	542.3	646.9	771.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	43,399	59,113	56,343	65,672	73,726
EPS(지배주주)	7,089	7,156	5,872	7,787	9,058
CFPS	7,215	12,648	9,486	12,381	14,291
EBITDAPS	6,566	11,748	9,734	12,340	14,343
BPS	25,593	31,366	35,150	41,942	50,005
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.6	0.9	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	15.7	15.8	11.9	10.2
PCR	5.6	8.9	9.8	7.5	6.5
PSR	0.9	1.9	1.6	1.4	1.3
PBR	1.6	3.6	2.6	2.2	1.8
EBITDA	101.1	180.9	149.9	190.0	220.9
EV/EBITDA	5.7	9.1	8.9	6.8	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.6	25.1	17.7	20.2	19.7
EBITDA 이익률	15.1	19.9	17.3	18.8	19.5
부채비율	25.6	41.5	32.9	22.5	16.5
금융비용부담률	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	1,595.7	108.2	90.0	147.2	285.6
매출채권회전율(x)	7.7	10.9	10.4	11.5	11.9
재고자산회전율(x)	5.1	5.4	4.8	5.3	5.3

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	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

F&F (007700) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

