

2020. 8. 11



▲ 화장품/섬유이복

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 (8.10) **89,200 원**

상승여력 **45.7%**

KOSPI 2,386.38pt

시가총액 13,737억원

발행주식수 1,540만주

유동주식비율 40.66%

외국인비중 10.33%

52주 최고/최저가 123,500원/74,300원

평균거래대금 105.1억원

주요주주(%)

김창수 외 8 인 58.82

국민연금공단 7.13

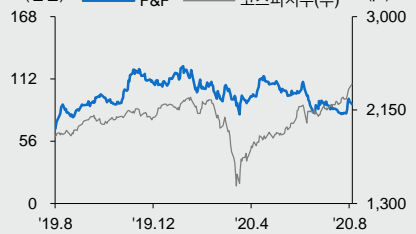
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.8 -13.4 20.1

상대주가 -9.2 -20.1 -2.5

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	829.8	109.2	85.6	5,559	-22.3	34,837	16.0	2.6	9.0	16.8	32.6
2021E	1,005.4	152.1	118.2	7,672	38.4	41,515	11.6	2.1	6.6	20.1	23.0
2022E	1,193.0	192.9	149.3	9,694	26.4	50,214	9.2	1.8	5.1	21.1	17.1

F&F 007700

2Q20 Review: 중국 보고 가자

- ✓ 2Q20 매출액 1,668억원(-17% YoY, 이하 YoY), 영업이익 205억(-29%) 기록
- ✓ ① MLB: 비면세 건조, 중국 최고치 경신 vs. 면세 급감, 키즈 등교 지연 영향
- ✓ ② Discovery: 레저 활동(등산, 캠핑 등) 확산 수혜로 고성장(+28%) 시현
- ✓ ③ 기타: Duvetica 비수기, Stretch Angels 역기저 영향으로 판매 부진
- ✓ 중국 사업 강화 통한 국내 면세 부진 타개 긍정적, 업종 내 최선호주 의견 유지

2Q20 Review: 중국 역대 최고치 재경신

F&F는 2분기 매출액 1,668억원(-17.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 205억(-29.2%), 순이익 142억원(-32.7%)을 기록했다. 대체로 당사 예상치에 부합하는 결과였다.

[MLB] 국내는 면세와 비면세로 각각 362억원(-51.8%), 384억원(+1.5%; 관광 상권 제외 시 +10.0%)을 실현했다. 중국은 매출액 87억원으로(+40.4% QoQ) 역대 최고치를 재경신했다. 618 행사가 한 몫 했다. 영업 레버리지 효과가 본격화되고 있기도 하다. 영업이익률이 두 자릿수에 달한 것으로 보인다(11.6%). 키즈는(-35.0%) 등교 지연, 홍콩은(-49.7%) 록다운 영향으로 역성장이 불가피했다.

[Discovery] 매출액 654억원으로 전년동기대비 +28% 늘었다. 등산, 캠핑 등 레저 활동 확산으로 판매 신장이 강했다.

투자 의견 Buy 및 적정주가 130,000원 유지

F&F에 대한 투자 의견 Buy 및 적정주가 130,000원을 유지하며, 업종 내 최선호주로서 재차 추천한다. 중국 사업 강화를 통해 국내 면세 부진을 타개한다. 중국 매출 비중은 2020E 5%에서 2021E 11%로 확대, 2022E에는 면세를 넘어설 전망이다.

- ① 오프라인: 현지 유통사를 통한 대리상 사업이 본격화된다. 재고 부담이 없고, 지급수수료가 발생하지 않아 수익성에도 긍정적이다. 중화그룹과의 MOU 체결 이후, 현재까지 4개 점포가 출점했다. 이달 중 5개점이 추가될 예정이다(하이난 면세 2개점 포함). 중국 오프라인 매장 수는 2020E 55개(대리 50개, 직영 5개), 2021E 225개(대리 225개, 직영 10개)에 달할 것으로 추정한다.
- ② 온라인: 카테고리 확장을 통해 신규 수요를 확보한다. 지난 5월, 티몰에 키즈를 입점시키기도 했다.

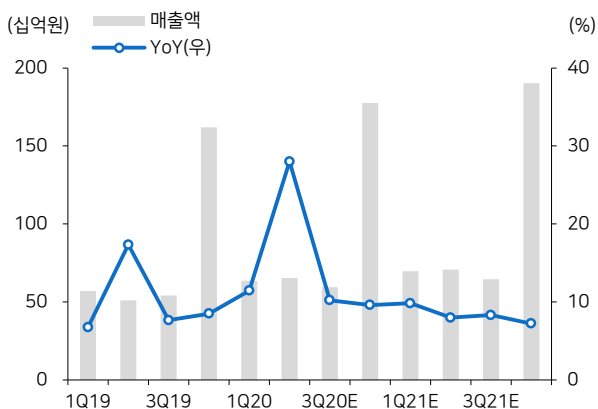
표1 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	162.7	201.5	216.5	329.6	166.0	166.8	174.1	322.8	910.3	829.8	1,005.4
MLB 한국	74.8	113.0	130.1	130.2	76.0	74.6	84.1	95.1	448.1	329.8	381.0
<i>MLB 한국 - 면세</i>	<i>40.4</i>	<i>75.1</i>	<i>82.9</i>	<i>71.6</i>	34.2	36.2	40.1	38.8	270.0	149.3	189.6
<i>MLB 한국 - 비면세</i>	<i>34.4</i>	<i>37.8</i>	<i>47.2</i>	<i>58.6</i>	41.8	38.4	44.0	56.4	178.1	180.5	191.4
MLB 키즈	22.9	22.4	19.1	25.0	16.0	14.6	17.4	27.0	89.4	75.0	86.1
MLB 중국	-	0.3	3.3	8.3	6.3	8.7	6.8	16.0	11.9	37.8	109.2
MLB 홍콩	6.7	8.7	7.8	7.2	4.5	4.4	5.1	6.0	30.4	20.1	30.8
Discovery	57.0	51.1	54.0	162.0	63.5	65.4	59.5	177.5	324.1	366.0	395.2
Duvetica	1.2	2.4	5.4	2.2	1.4	0.7	2.2	4.6	11.1	8.9	10.7
Stretch Angels	1.8	5.9	3.3	2.2	1.8	1.1	1.6	1.6	13.2	6.0	7.7
영업이익	18.9	28.9	32.5	70.4	17.3	20.5	20.2	51.2	150.7	109.2	152.1
영업이익률	11.6	14.4	15.0	21.4	10.4	12.3	11.6	15.9	16.6	13.2	15.1
중국 영업이익률	-	-84.1	-18.1	-3.8	7.8	11.6	11.6	13.6	-10.3	11.8	16.7
순이익	14.4	21.1	24.2	50.5	13.9	14.2	16.0	41.5	110.2	85.6	118.2
순이익률	8.8	10.5	11.2	15.3	8.4	8.5	9.2	12.9	12.1	10.3	11.8
(% YoY)											
매출액	22.3	36.5	54.9	33.0	2.0	-17.2	-19.6	-2.1	36.2	-8.9	21.2
MLB 한국	32.3	43.5	106.3	101.0	1.6	-34.0	-35.4	-27.0	70.3	-26.4	15.5
<i>MLB 한국 - 면세</i>	<i>59.8</i>	<i>73.5</i>	<i>156.2</i>	<i>122.0</i>	-15.3	-51.8	-51.6	-45.9	102.8	-44.7	27.0
<i>MLB 한국 - 비면세</i>	<i>10.0</i>	<i>6.9</i>	<i>53.8</i>	<i>80.2</i>	21.4	1.5	-6.9	-3.8	37.1	1.4	6.0
MLB 키즈	13.2	24.3	17.2	7.9	-30.1	-35.0	-8.6	7.8	15.1	-16.1	14.8
MLB 중국	-	-	-	-	-	2,510.0	108.0	93.3	-	218.1	188.8
MLB 홍콩	248.5	93.3	34.9	26.1	-32.8	-49.7	-34.0	-16.6	69.8	-34.1	53.6
Discovery	6.7	17.3	7.6	8.5	11.5	28.0	10.2	9.6	9.3	12.9	8.0
Duvetica	-	-16.5	-4.9	-60.8	16.5	-69.0	-59.1	112.3	-20.9	-20.0	20.0
Stretch Angels	-	4,771.3	879.5	257.9	1.5	-81.5	-52.4	-27.4	1,123.6	-54.2	28.3
영업이익	5.2	49.7	89.3	90.4	-8.4	-29.2	-37.8	-27.3	64.8	-27.5	39.2
순이익	-70.4	6.0	82.0	68.8	-3.5	-32.7	-33.9	-17.8	-1.4	-22.3	38.0
매출 비중											
내수	70.6	56.3	56.3	74.8	73.5	71.2	69.9	81.1	65.5	75.2	67.2
MLB 비면세	21.1	18.8	21.8	17.8	25.2	23.0	25.3	17.5	19.6	21.8	19.0
MLB 키즈	14.1	11.1	8.8	7.6	9.6	8.7	10.0	8.4	9.8	9.0	8.6
Discovery	35.0	25.4	25.0	49.1	38.3	39.2	34.2	55.0	35.6	44.1	39.3
Duvetica/SA	0.4	1.0	0.7	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	0.3
해외	30.4	44.9	46.7	27.5	28.6	30.4	31.7	20.4	36.4	26.4	34.3
MLB 면세	24.8	37.3	38.3	21.7	20.6	21.7	23.0	12.0	29.7	18.0	18.9
MLB 중국	-	0.2	1.5	2.5	3.8	5.2	3.9	5.0	1.3	4.6	10.9
MLB 홍콩	4.1	4.3	3.6	2.2	2.7	2.6	3.0	1.9	3.3	2.4	3.1
Duvetica/SA	1.4	3.1	3.3	1.0	1.5	0.9	1.8	1.6	2.1	1.5	1.5
연결 조정	-1.0	-1.2	-3.0	-2.2	-2.1	-1.6	-1.5	-1.5	-2.0	-1.7	-1.5

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	166.8	201.5	-17.2	166.0	0.5	178.1	-6.3	169.4	-1.5
영업이익	20.5	28.9	-29.2	17.3	18.3	21.2	-3.3	18.4	11.4
순이익	14.2	21.1	-32.7	13.9	2.2	15.7	-9.6	14.6	-2.8
영업이익률(%)	12.3	14.4	-2.1	10.4	1.9	11.9	0.4	10.9	1.4
순이익률(%)	8.5	10.5	-2.0	8.4	0.1	8.8	-0.3	8.6	-0.1

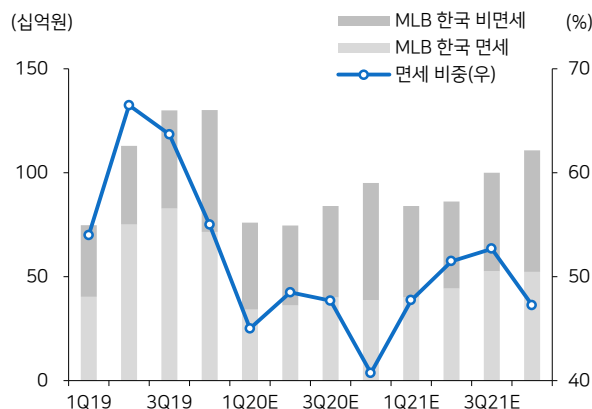
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림1 Discovery: 판매 신장 견조



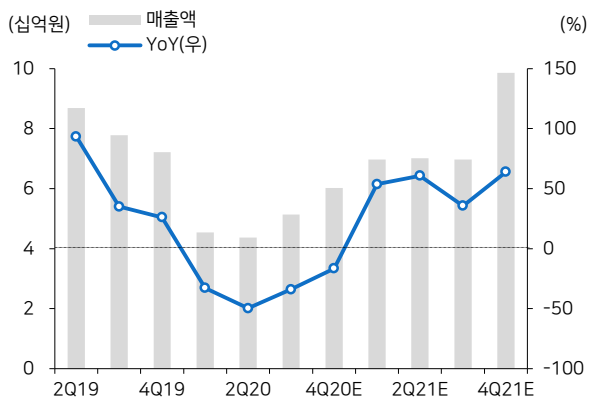
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림2 MLB 한국: 면세 vs. 비면세



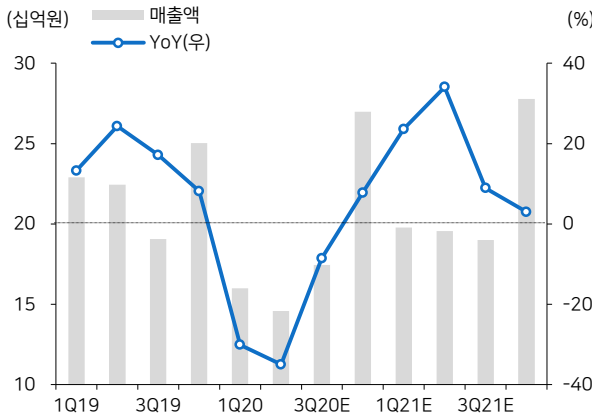
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림3 MLB 홍콩: 4Q20E 성장 전환 예상



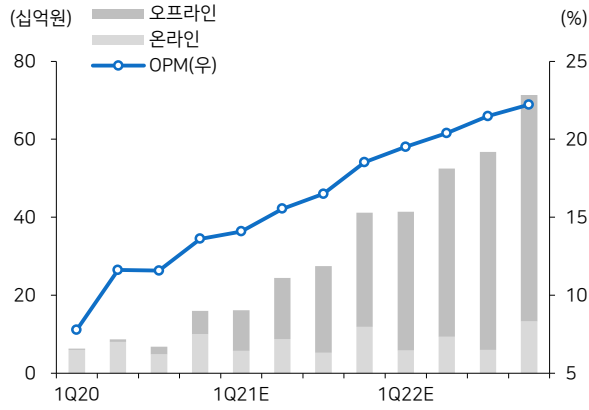
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MLB 키즈: 4Q20E 성장 전환 예상



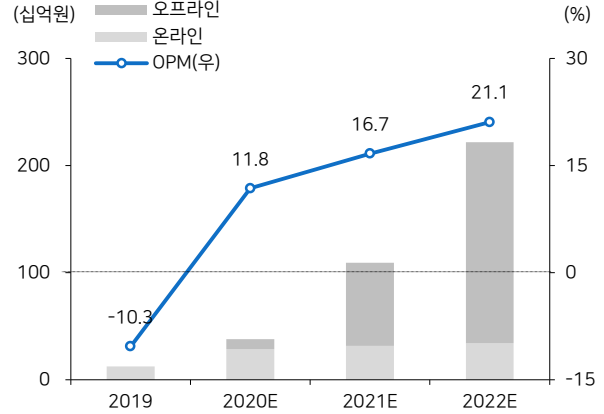
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림5 MLB 중국: 분기 매출액 및 OPM 추이



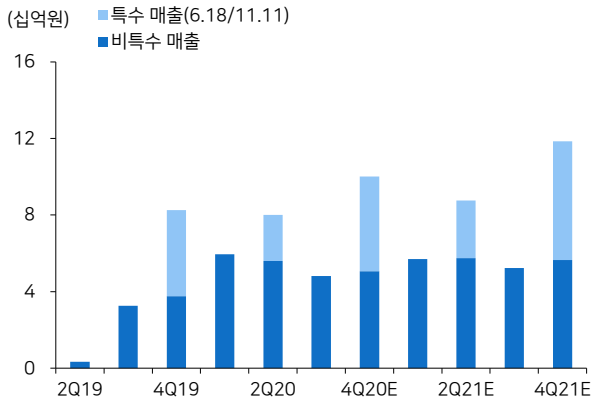
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림6 MLB 중국: 연간 매출액 및 OPM 추이



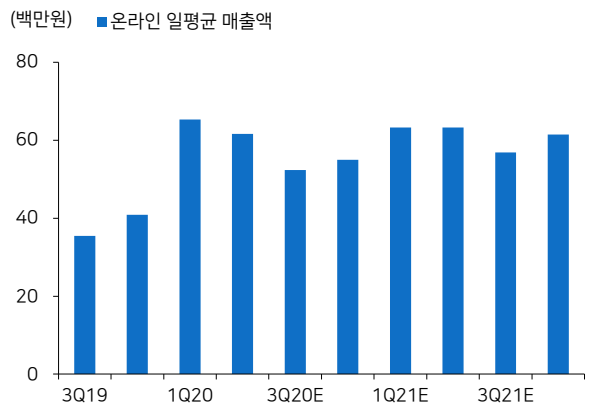
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림7 MLB 중국 온라인: 특수 vs. 비특수



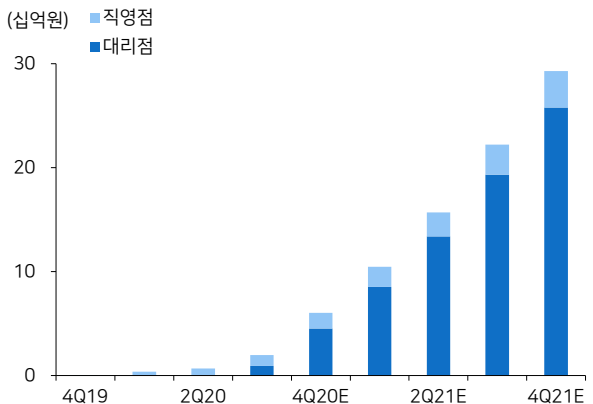
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림8 MLB 중국 온라인: 일평균 매출액 추이



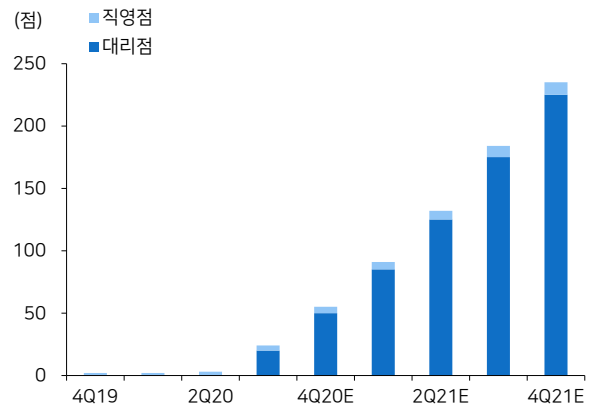
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림9 MLB 중국 오프라인: 대리점 vs. 직영점



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림10 MLB 중국 오프라인: 유형별 매장 수 추이



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (007700)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	668.4	910.3	829.8	1,005.4	1,193.0
매출액증가율 (%)	19.2	36.2	-8.9	21.2	18.7
매출원가	228.1	293.4	261.3	315.5	370.9
매출총이익	440.3	617.0	568.5	689.8	822.1
판매관리비	348.8	466.2	459.3	537.8	629.2
영업이익	91.5	150.7	109.2	152.1	192.9
영업이익률	13.7	16.6	13.2	15.1	16.2
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	112.4	155.5	196.4
법인세비용	31.7	41.1	27.0	37.3	47.1
당기순이익	109.3	109.9	85.4	118.2	149.3
지배주주지분 순이익	109.2	110.2	85.6	118.2	149.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	291.1	400.1	412.2	469.9	557.5
현금및현금성자산	17.3	44.9	50.6	77.5	97.5
매출채권	84.3	82.4	84.8	90.7	105.2
재고자산	159.1	175.9	184.2	200.8	230.9
비유동자산	204.7	284.4	300.7	317.9	349.6
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	54.8	55.7	56.6
자산총계	495.8	684.4	712.9	787.9	907.0
유동부채	99.8	161.4	138.7	118.1	105.0
매입채무	39.4	57.2	56.0	58.8	62.3
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	36.7	29.5	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	175.4	147.6	132.8
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	534.5	637.3	771.3
비지배주주지분	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
자본총계	394.8	483.7	537.5	640.3	774.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27.3	161.6	79.6	120.6	126.5
당기순이익(손실)	109.3	109.9	85.4	118.2	149.3
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	-24.7	-33.2	-64.0
투자활동 현금흐름	-33.0	-109.4	-45.2	-60.2	-91.3
유형자산의증가(CAPEX)	-47.8	-32.2	-34.1	-52.0	-72.0
투자자산의감소(증가)	-25.1	-19.8	-9.9	-0.9	-0.9
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	5.7	26.9	19.9
기초현금	32.3	17.3	44.9	50.6	77.5
기말현금	17.3	44.9	50.6	77.5	97.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	43,399	59,113	53,881	65,282	77,466
EPS(지배주주)	7,089	7,156	5,559	7,672	9,694
CFPS	7,215	12,648	9,073	12,235	15,163
EBITDAPS	6,566	11,748	9,324	12,188	15,204
BPS	25,593	31,366	34,837	41,515	50,214
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	16.0	11.6	9.2
PCR	5.6	8.9	9.8	7.3	5.9
PSR	0.9	1.9	1.7	1.4	1.2
PBR	1.6	3.6	2.6	2.1	1.8
EBITDA	101.1	180.9	143.6	187.7	234.1
EV/EBITDA	5.7	9.1	9.0	6.6	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.6	25.1	16.8	20.1	21.1
EBITDA 이익률	15.1	19.9	17.3	18.7	19.6
부채비율	25.6	41.5	32.6	23.0	17.1
금융비용부담률	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	1,595.7	108.2	85.1	144.9	306.7
매출채권회전율(x)	7.7	10.9	9.9	11.5	12.2
재고자산회전율(x)	5.1	5.4	4.6	5.2	5.5

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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

