

2021. 4. 13



▲ 화장품/섬유이복

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 200,000 원

현재주가 (4.12) 157,000 원

상승여력 27.4%

KOSPI	3,135.59pt
시가총액	24,178억원
발행주식수	1,540만주
유동주식비율	40.66%
외국인비중	10.48%
52주 최고/최저가	157,000원/80,400원
평균거래대금	165.7억원

주요주주(%)

김창수 외 8 인	58.82
국민연금공단	8.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.8	64.6	62.4
상대주가	6.9	26.2	-3.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	910.3	150.7	110.2	7,156	0.6	31,366	15.7	3.6	9.1	25.1	41.5
2020	837.6	122.6	85.8	5,571	-22.4	35,801	15.1	2.4	7.2	16.6	48.2
2021E	1,198.8	200.3	152.0	9,871	77.2	44,627	15.9	3.5	9.1	24.5	31.7
2022E	1,528.4	269.1	204.5	13,279	34.5	56,812	11.8	2.8	6.6	26.2	20.8
2023E	1,747.5	325.2	247.2	16,054	20.9	71,771	9.8	2.2	5.0	25.0	16.0

F&F 007700

1Q21 Preview: 늦기 전에 사자

- ✓ 1Q21E: 매출액 2,510억원(+51%), 영업이익 393억(+127%), 순이익 315억원(+127%)
- ✓ ① MLB 국내: 국내 전 채널 회복(비면세 성인 +7%, 키즈 +22%, 면세 +20%)
- ✓ ② MLB 해외: 중국(+468%) 최고치 재경신, 홍콩(+56%) 영업 정상화
- ✓ ③ Discovery: 레저 활동 확산 수혜, 고성장(+23.5%) 기조 유지
- ✓ 중국 성장 & 인적 분할 & 낮은 유동비율 → 거래 정지(4/29~5/20) 전 매수 유효

1Q21E 매출액 +51%, 영업이익 +127%

F&F는 2021년 1분기 매출액 2,510억원(+51.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 393억(+126.9%), 순이익 315억원(+126.5%)을 기록할 것으로 예상된다. 전 사업부가 강한 성장을 실현할 것으로 본다.

[MLB] 국내: 내수 회복과 기저 효과에 힘입어 전 사업부가 성장 전환할 전망이다 (비면세 성인 +7.4%; 중복 계상분 수출 300억원 제외, 키즈 +22.2%, 면세+20.0%), **중국:** 매출액 358억원(+467.7%)으로 또 다시 신기록을 경신하겠다(광군제 특수 제거, 온라인(티몰 103억원; 일평균 1.15억원) 및 오프라인(직영 21억원) 모두 견조한 가운데, 도매(대리점 235억원; +37개점 QoQ)가 늘어난 결과이다. **홍콩:** 예상 매출액은 71억원(+55.9%)이다. 영업 환경 개선과 온라인 입점 확대에 따른 판매 호조를 반영했다. **[Discovery]** 매출액 784억원(+23.5%)으로, 고성장 기조를 이어가겠다. 등산, 캠핑 등 레저 활동 확산으로 전 카테고리의 판매 신장이 나타날 전망이다.

투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 200,000원(상향) 제시

F&F에 대한 적정주가를 +43% 상향한다(12개월 선행 EPS +20% 및 적용 멀티플 +12% 조정). 2021E 중국 매출은 3.4배 증가(2022E 1.8배), 연결 매출의 21%(2022E 31%)를 기여할 전망이다. 출점 효과(F&F MLB 중국 112개 vs. 상해아이동 MLB 1천 여개)에 키즈 추가(4Q21E 기존 대리점 흡인숍 입점)까지, 기대 가득하다.

소비재 업체의 실적과 주가는 중국에 기반한 외형 확대가 나타날 때 동반 성장한다. 국내 화장품 상장사들과 동종 업체 힐라홀딩스 등 모두가 그러했다. 중국 성장 성과 인적 분할 및 낮은 유동비율을 감안, 거래 정지 전에 매수 접근을 추천한다 (거래 정지 기간: 4/29 ~ 5/20).

표1 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	166.0	166.8	159.6	345.2	251.0	242.4	255.9	449.4	837.6	1,198.8	1,528.4
MLB 한국	92.0	89.2	107.5	145.6	131.2	126.7	143.5	161.1	434.2	562.5	632.8
성인 면세	34.2	36.2	41.3	50.7	41.1	43.4	45.8	57.3	162.4	187.6	217.0
성인 비면세	41.8	38.4	53.2	75.4	70.5	66.6	81.6	79.3	208.8	298.1	330.2
아동 전체	16.0	14.6	13.0	19.5	19.6	16.7	16.1	24.5	63.0	76.7	85.6
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.3	35.8	49.1	60.1	108.1	74.5	253.1	460.5
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	7.1	7.4	7.4	13.8	23.1	35.7	40.1
Discovery	63.5	65.4	51.8	179.1	78.4	69.6	60.6	212.2	359.8	420.8	439.1
Duvetica	1.4	0.6	4.8	1.6	2.1	1.2	5.2	3.1	8.4	11.5	13.3
Stretch Angels	1.8	1.1	1.3	0.8	1.6	1.2	1.4	1.1	5.0	5.2	6.3
영업이익	17.3	20.5	12.6	72.1	39.3	35.1	31.2	94.7	122.6	200.3	269.1
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	15.7	14.5	12.2	21.1	14.6	16.7	17.6
중국 영업이익률	7.8	12.4	0.1	4.1	9.0	9.7	9.6	10.9	4.5	10.1	12.0
순이익	13.9	14.2	8.5	49.2	31.5	26.4	23.4	70.7	85.8	152.0	204.5
순이익률	8.4	8.5	5.3	14.3	12.5	10.9	9.2	15.7	10.2	12.7	13.4
(% YoY)											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.7	51.2	45.3	60.3	30.2	-8.0	43.1	27.5
MLB 한국	-5.8	-34.1	-28.0	-6.2	42.6	42.1	33.6	10.6	-19.2	29.5	12.5
성인 면세	-15.3	-51.8	-50.2	-29.2	20.0	20.0	11.0	13.0	-39.9	15.5	15.7
성인 비면세	21.4	1.5	12.7	28.6	68.8	73.4	53.4	5.2	17.2	42.8	10.8
아동 전체	-30.1	-35.0	-32.1	-22.1	22.2	14.2	24.1	25.4	-29.5	21.7	11.5
MLB 중국	-	2,501.9	400.3	421.8	467.7	467.3	268.3	149.8	527.3	239.5	82.0
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	55.9	69.7	54.3	46.5	-24.0	54.3	12.4
Discovery	11.5	28.0	-4.1	10.6	23.5	6.4	17.0	18.5	11.0	17.0	4.3
영업이익	-8.4	-29.2	-61.2	2.5	126.9	71.3	147.5	31.2	-18.7	63.4	34.3
순이익	-3.5	-32.7	-64.8	-2.6	126.5	86.4	175.1	43.7	-22.1	77.2	34.5
매출 비중											
내수	73.5	71.2	74.4	79.5	67.4	63.3	62.2	70.5	75.7	66.6	56.1
MLB 성인	25.2	23.0	33.3	21.8	28.1	27.5	31.9	17.6	24.9	24.9	21.6
MLB 아동	9.6	8.7	8.1	5.6	7.8	6.9	6.3	5.4	7.5	6.4	5.6
Discovery	38.3	39.2	32.4	51.9	31.2	28.7	23.7	47.2	43.0	35.1	28.7
Duvetica/SA	0.4	0.2	0.5	0.1	0.3	0.2	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2
해외	28.6	30.3	42.4	30.5	34.6	42.0	46.5	40.7	32.4	40.9	48.0
MLB 면세	20.6	21.7	25.9	14.7	16.4	17.9	17.9	12.8	19.4	15.7	14.2
MLB 중국	3.8	5.2	10.2	12.5	14.3	20.3	23.5	24.0	8.9	21.1	30.1
MLB 홍콩	2.7	2.6	3.0	2.7	2.8	3.0	2.9	3.1	2.8	3.0	2.6
Duvetica/SA	1.5	0.8	3.3	0.6	1.2	0.8	2.2	0.8	1.3	1.2	1.1
연결 조정	-2.1	-1.5	-16.8	-10.0	-2.0	-5.3	-8.7	-11.1	-8.1	-7.5	-4.2

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표2 F&F 1Q21 실적 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	251.0	166.0	51.2	345.2	-27.3	207.4	21.0
영업이익	39.3	17.3	126.9	72.1	-45.5	25.2	55.9
지배순이익	31.5	13.9	126.5	49.2	-36.0	20.1	56.6
영업이익률(%)	15.7	10.4	5.2	20.9	-5.2	12.2	3.5

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표3 F&F 연간 실적 추정치 변동

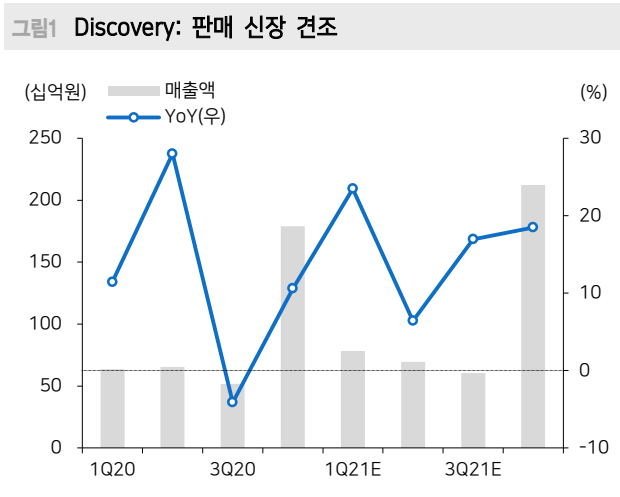
(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,198.8	1,528.4	1,020.5	1,219.2	17.5	25.4	1,071.8	1,283.0
영업이익	200.3	269.1	172.7	224.4	16.0	19.9	169.0	209.3
순이익	152.0	204.5	130.2	169.2	16.8	20.9	122.3	151.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

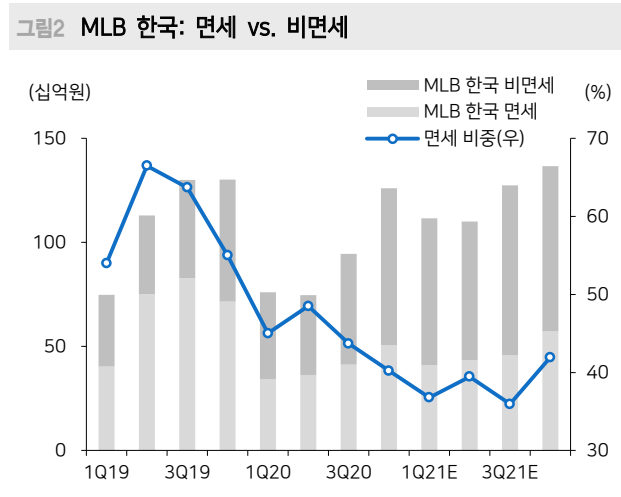
표4 F&F 적정주가 산출

(원, 배, %)	적정 가치 비교
12개월 선행 EPS (원)	11,007 12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	18 휠라홀딩스 중국 사업 고성장 (매출 성장률 > +60%) 시기 (1Q18~4Q19) 평균 12개월 선행 PER 적용
적정주가 (원)	200,000 반올림
현재주가 (원)	157,000
상승여력 (%)	27.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

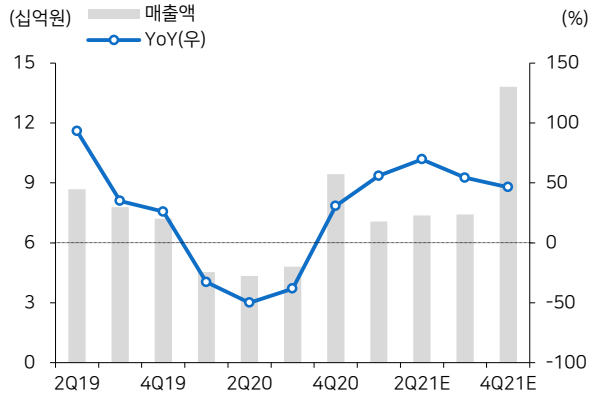


자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터



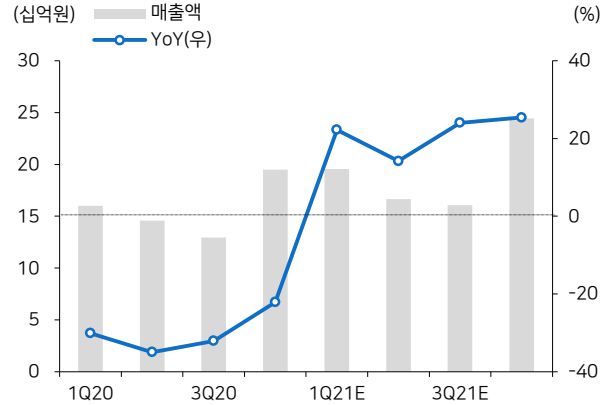
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림3 MLB 홍콩: 4Q20 성장 전환



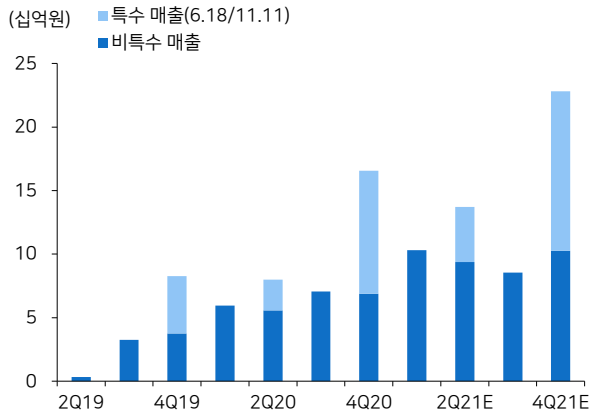
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MLB 아동: 1Q21E 성장 전환 예상



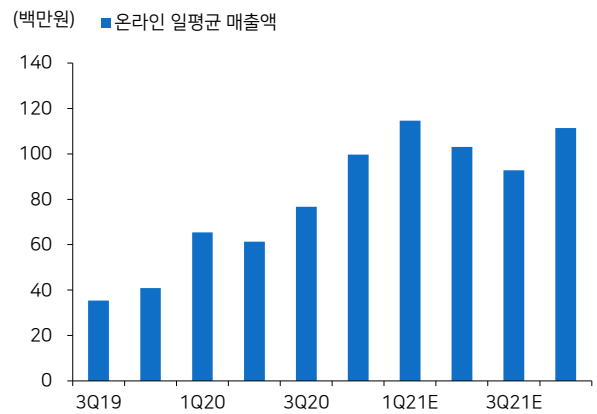
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림5 MLB 중국 온라인: 특수 vs. 비특수



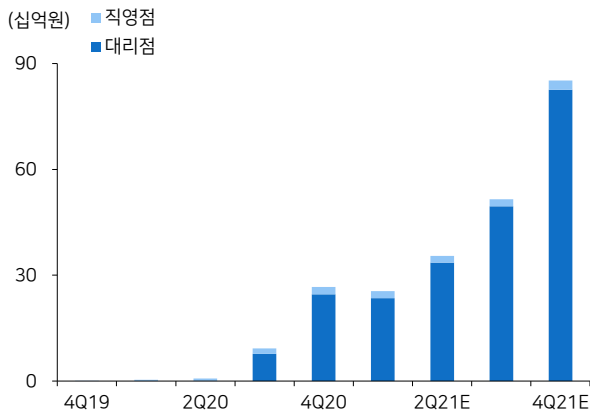
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림6 MLB 중국 온라인: 일평균 매출액 추이



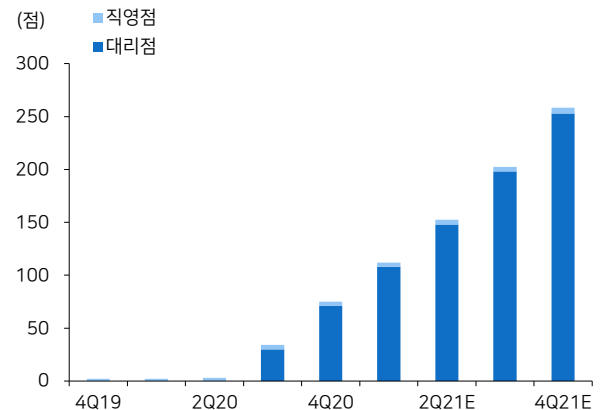
자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림7 MLB 중국 오프라인: 대리점 vs. 직영점



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

그림8 MLB 중국 오프라인: 유형별 매장 수 추이



자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (007700)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	910.3	837.6	1,198.8	1,528.4	1,747.5
매출액증가율 (%)	36.2	-8.0	43.1	27.5	14.3
매출원가	293.4	270.8	385.5	483.7	547.5
매출총이익	617.0	566.8	813.3	1,044.6	1,200.0
판매관리비	466.2	444.3	612.9	775.5	874.8
영업이익	150.7	122.6	200.3	269.1	325.2
영업이익률	16.6	14.6	16.7	17.6	18.6
금융손익	0.3	-1.9	-1.9	-2.0	-2.2
중속/관계기업손익	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-0.1	0.5	0.6	0.6
세전계속사업이익	151.0	120.4	199.0	267.7	323.7
법인세비용	41.1	35.0	47.8	64.3	77.7
당기순이익	109.9	85.4	151.2	203.5	246.0
지배주주지분 순이익	110.2	85.8	152.0	204.5	247.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	400.1	522.2	621.6	778.8	1,011.9
현금및현금성자산	44.9	75.4	144.1	277.7	491.3
매출채권	82.4	70.5	76.1	78.4	80.0
재고자산	175.9	157.5	174.9	187.1	198.3
비유동자산	284.4	295.6	283.3	276.6	267.3
유형자산	160.6	165.9	150.2	138.7	128.5
무형자산	11.5	25.7	25.2	25.7	24.2
투자자산	44.9	45.0	48.9	53.2	55.5
자산총계	684.4	817.8	904.9	1,055.4	1,279.2
유동부채	161.4	242.8	196.1	168.3	162.7
매입채무	57.2	53.2	59.1	63.8	65.7
단기차입금	0.0	53.9	45.9	35.9	21.9
유동성장기부채	0.0	10.7	10.7	10.7	10.7
비유동부채	39.3	23.3	21.9	13.6	13.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	200.7	266.1	218.0	181.9	176.6
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	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	479.6	550.1	686.0	873.7	1,104.0
비지배주주지분	0.7	0.4	-0.4	-1.4	-2.7
자본총계	483.7	551.7	686.9	873.5	1,102.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	161.8	154.6	139.4	192.9	266.5
당기순이익(손실)	109.9	85.4	151.2	203.5	246.0
유형자산상각비	30.1	35.1	35.8	31.5	28.2
무형자산상각비	0.1	0.5	1.5	1.5	1.5
운전자본의 증감	-9.9	40.3	-49.1	-43.5	-9.2
투자활동 현금흐름	-109.5	-139.5	-26.2	-28.3	-22.0
유형자산의증가(CAPEX)	-32.2	-19.9	-20.0	-20.0	-18.0
투자자산의감소(증가)	-19.8	-0.4	-3.9	-4.3	-2.3
재무활동 현금흐름	-24.5	16.6	-44.5	-30.9	-30.9
차입금의 증감	53.0	48.3	-29.2	-14.8	-14.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.6	30.5	68.7	133.7	213.6
기초현금	17.3	44.9	75.4	144.1	277.7
기말현금	44.9	75.4	144.1	277.7	491.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	59,113	54,391	77,841	99,244	113,477
EPS(지배주주)	7,156	5,571	9,871	13,279	16,054
CFPS	12,648	10,361	15,270	19,337	22,618
EBITDAPS	11,748	10,269	15,426	19,615	23,044
BPS	31,366	35,801	44,627	56,812	71,771
DPS	1,000	1,000	1,050	1,100	1,100
배당수익률(%)	0.9	1.2	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	15.7	15.1	15.9	11.8	9.8
PCR	8.9	8.1	10.3	8.1	6.9
PSR	1.9	1.6	2.0	1.6	1.4
PBR	3.6	2.4	3.5	2.8	2.2
EBITDA	180.9	158.2	237.6	302.1	354.9
EV/EBITDA	9.1	7.2	9.1	6.6	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.1	16.6	24.5	26.2	25.0
EBITDA 이익률	19.9	18.9	19.8	19.8	20.3
부채비율	41.5	48.2	31.7	20.8	16.0
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	108.2	83.3	101.0	160.8	245.7
매출채권회전율(x)	10.9	11.0	16.4	19.8	22.1
재고자산회전율(x)	5.4	5.0	7.2	8.4	9.1

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

F&F (007700) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

