

# F&F (383220)

유정현  
junghyun.yu@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **620,000**  
상향

현재주가 **519,000**  
(21.06.18)

섬유·복합재

KOSPI	3267.93
시가총액	3,976십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	532,000원 / 412,500원
120일 평균거래대금	441억원
외국인자본율	10.66%
주요주주	김창수 외 9 인 59.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.8	-	-	-
상대수익률	22.3	-	-	-

## 초창기 K-wave 열풍과는 다른 브랜드 성장 스토리

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 620,000원으로 상향(+36%)

- 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 620,000원(12개월 Forward P/E 20 배)으로 상향함(+36%). 목표주가 상향은 2021-2022년 실적을 상향 조정 한데 따름
- 중국 시장에서 매우 가파른 성장세를 보이고 있는데 이는 동사의 MLB 브랜드 기획력에 기인한 것. MLB 브랜드의 고성장은 이랜드 등 과거 국내 소비재 브랜드가 중국에서 무조건적인 성과를 보였던 초창기 K-wave 열풍과는 다른 성장 스토리라고 판단. 한국 브랜드 개념이 없는 MLB 브랜드를 중국 소비 트렌드의 중심에 올려 놓은 회사의 기획력이 성장의 가장 중요한 요소. 아직 MLB 브랜드의 중국 시장 성장이 시작 국면이라는 점에서 동사의 이러한 경쟁력은 기업가치에 지속적으로 반영될 것으로 전망

2Q21 Preview: 모든 채널에서 늘 그렇듯, 매우 양호한 실적

- 2분기 매출액과 영업이익은 각각 2,833억원, 600억원으로 전망(전년도 실적은 분할 전 수치이므로 비교 불가) [디스커버리] 2분기 매출 성장률 15%로 추정. 2분기 비수기 영향으로 1분기 성장률 50% 보다 낮아졌지만 지난해 2분기 매출 성장률이 30% 수준이었음을 고려하면 브랜드가 다시 고성장 국면으로 진입, 구조적 성장세가 지속되고 있는 것이 확인 [MLB] 국내 일반 채널 성장률은 디스커버리와 마찬가지로 비수기 접어들면서 1분기 대비 좀 낮아진 8%로 추정. 그러나 면세점 채널은 1분기 보다 성장률 더 확대되며 약 95% 성장한 것으로 보임. 또한 중국 법인의 경우 6월초 점포 수가 약 180개로 1분기말 112개 대비 증가한데다 올해 출점 속도가 가속화하면서 총판 판매가 더 크게 증가한 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	2Q20	1Q21		2Q21F			3Q21F			
		직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	NA	286	255	283	NA	-0.8	269	292	NA	3.0
영업이익	NA	70	49	60	NA	-14.8	57	47	NA	-21.7
순이익	NA	56	37	44	NA	-21.4	-	34	NA	-22.7

주: 2021년 인적분할로 전년동기 비교 불가. 자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	-	-	1,354	1,796	2,174
영업이익	-	-	283	353	424
세전순이익	-	-	280	349	420
총당기순이익	-	-	209	261	313
지배지분순이익	-	-	209	261	313
EPS	-	-	27,281	34,002	40,877
PER	-	-	19.0	15.3	12.7
BPS	-	-	59,627	59,627	59,627
PBR	-	-	8.7	8.7	8.7
ROE	-	-	91.5	57.0	68.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: F&F, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,226	1,519	1,354	1,796	10.4	18.2
영업이익	239	289	283	353	18.2	22.2
지배지분순이익	172	192	209	261	21.2	36.2
영업이익률	19.5	19.0	20.9	19.7		
순이익률	14.1	12.6	15.4	14.5		

주: 2021년 수치는 분할 전 실적(1-4월)을 포함한 것임  
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

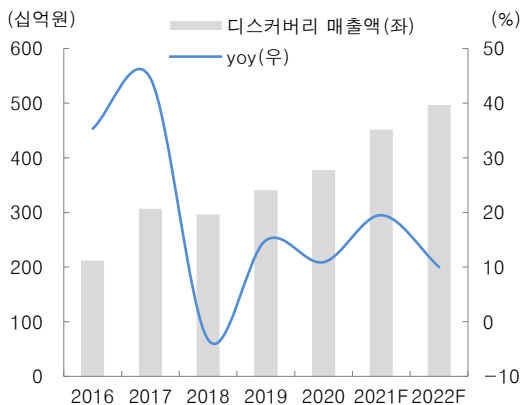
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	166	167	160	346	286	283	292	493	838	1,354	1,796
Discovery	64	65	52	197	94	75	62	217	378	448	493
MLB	82	83	105	126	160	180	203	241	396	784	1,162
면세점	34	36	41	50	65	71	58	68	162	261	300
비면세채널	42	38	47	32	46	41	51	35	160	173	182
MLB China	6	9	16	44	50	68	94	138	75	350	680
MLB KDS	16	13	14	20	22	15	16	21	63	73	81
MLB export	5	4	4	9	10	9	8	11	22	39	46
영업이익	17	20	13	72	70	60	47	107	123	283	353
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.5	21.1	16.0	21.7	14.6	20.9	19.7
YoY											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.9	72.2	69.8	82.7	42.7	-7.9	61.6	32.6
Discovery	11.4	29.4	-4.0	10.0	48.0	15.0	20.0	10.0	10.9	18.6	10.0
MLB	10.0	-26.7	-19.9	-1.0	95.0	117.0	93.3	91.1	-11.2	97.9	48.2
면세점	-14.5	-40.7	-48.3	-30.0	90.0	95.0	40.0	35.0	-35.9	61.3	15.0
비면세채널	20.1	1.6	1.9	-1.0	10.0	8.0	8.0	8.0	-10.1	8.5	5.0
MLB China			409.4	484.0	685.7	703.3	475.7	216.1	580.9	367.4	94.3
MLB KDS	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	35.0	10.0	10.0	10.0	-29.5	16.3	10.0
MLB export	-33.3	-50.0	-37.0	28.4	120.0	110.0	110.0	20.0	-26.2	74.0	20.0
영업이익	-9.2	-29.5	-61.2	2.5	304.2	191.1	270.4	48.4	-18.7	131.3	24.7

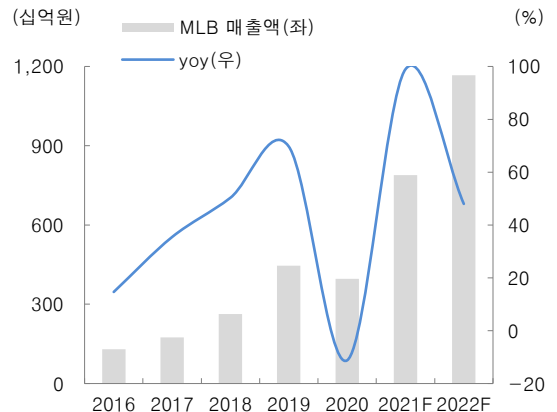
주: K-IFRS 연결기준, 2020년과 2021년 1분기 실적은 분할 전 수치이며 2021년 수치는 분할 전 실적(1-4월)을 포함한 것임  
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 1. 디스커버리 매출액(증가율)



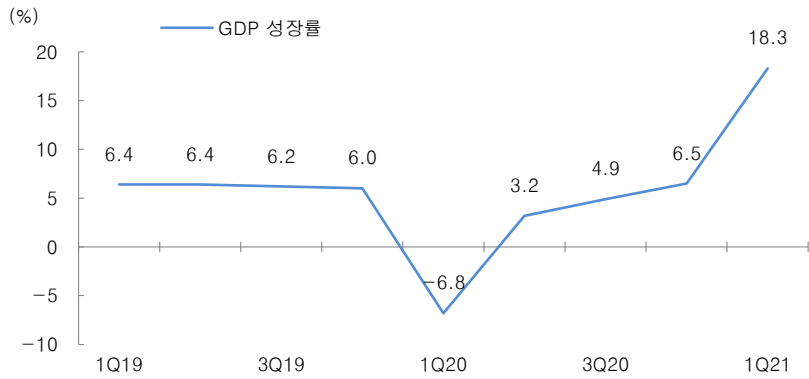
자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 2. MLB 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 3. 중국 GDP 성장률



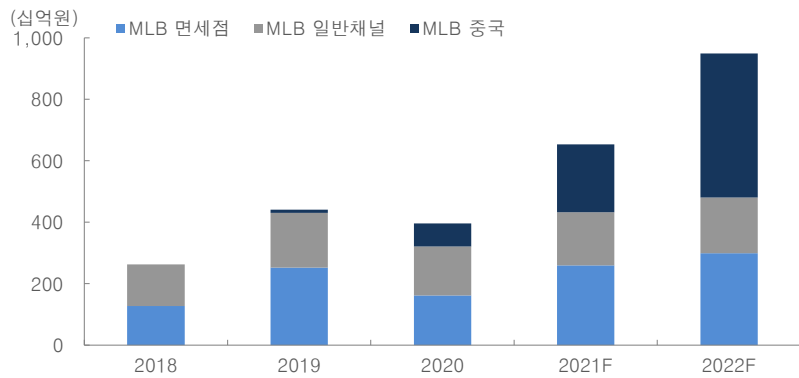
자료: CBIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 중국 소비자심리지수



자료: CBIC, 대신증권 Research Center

그림 5. MLB 매출액



자료: F&F, 대신증권 Research Center

### 1. 기업개요

#### 기업 및 경영진 현황

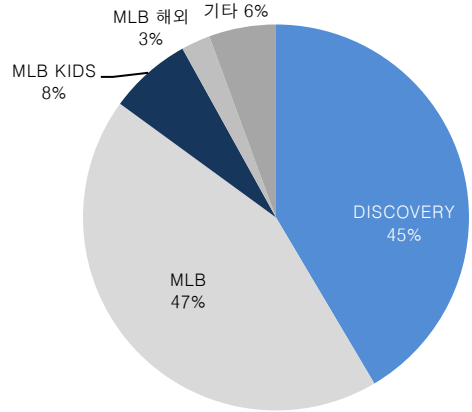
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장. MLB 브랜드의 Tmall 입점을 통해 중국 사업도 영위 중
- 자산총액: 4,102억원
- 부채총액: 1,457억원
- 발행주식 수: 7,661,415주

#### 주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

자료: F&F, 대신증권 Research Center

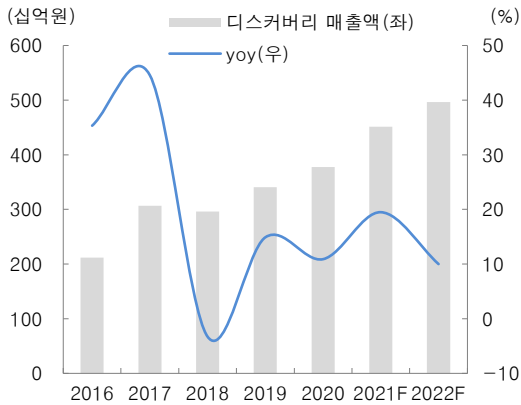
#### 매출 비중 추이



주: 2020 말 기준  
자료: F&F, 대신증권 Research Center

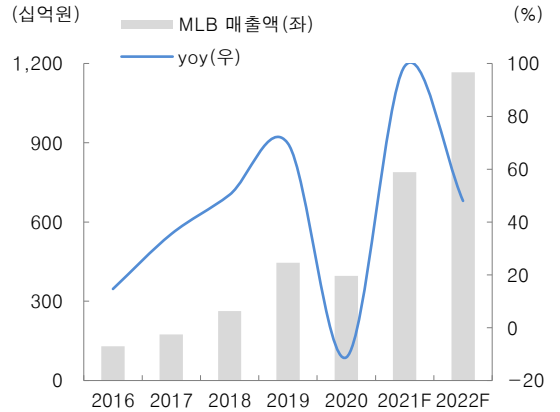
### 2. Earnings Driver

#### 디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

#### MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액			1,354	1,796	2,174
매출원가			422	555	669
매출총이익			932	1,241	1,505
판매비와관리비			649	888	1,081
영업이익			283	353	424
영업이익률			20.9	19.7	19.5
EBITDA			283	353	424
영업외손익			-3	-4	-4
관계기업손익			0	0	0
금융수익			1	1	1
외환관련이익			0	0	0
금융비용			-2	-3	-3
외환관련손실			0	0	0
기타			-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익			280	349	420
법인세비용			-71	-89	-107
계속사업순이익			209	261	313
중단사업순이익			0	0	0
당기순이익			209	261	313
당기순이익률			15.4	14.5	14.4
비재배분순이익			0	0	0
재배분순이익			209	261	313
매도가능금융자산평가			0	0	0
기타포괄이익			0	0	0
포괄순이익			209	261	313
비재배분포괄이익			0	0	0
재배분포괄이익			209	261	313

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS			27,281	34,002	40,877
PER			19.0	15.3	12.7
BPS			59,627	59,627	59,627
PBR			8.7	8.7	8.7
EBITDAPS			37,000	46,129	55,345
EV/EBITDA			13.5	10.9	9.1
SPS			176,718	234,400	283,732
PSR			2.9	2.2	1.8
CFPS			36,609	45,738	54,954
DPS			1,000	1,000	1,000

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율			na	32.6	21.0
영업이익 증가율			na	24.7	20.0
순이익 증가율			na	24.6	20.2
수익성					
ROC			160.5	95.1	110.7
ROA			92.3	56.2	65.0
ROE			91.5	57.0	68.6
안정성					
부채비율			34.4	41.0	44.4
순차입금비율			-32.9	-27.6	-29.8
이자보상배율			177.2	140.2	168.3

자료: F&F, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산			479	510	524
현금및현금성자산			3	4	4
매출채권 및 기타채권			75	90	109
재고자산			226	257	242
기타유동자산			175	160	170
비유동자산			135	134	136
유형자산			60	62	64
관계기업투자금			0	0	0
기타비유동자산			75	72	72
자산총계			614	644	660
유동부채			137	167	183
매입채무 및 기타채무			110	132	148
차입금			15	25	25
유동성채무			0	0	0
기타유동부채			12	10	10
비유동부채			20	20	20
차입금			0	0	0
전환증권			0	0	0
기타비유동부채			20	20	20
부채총계			157	187	203
자배지분			457	457	457
자본금			4	4	4
자본잉여금			3	3	3
이익잉여금			450	450	450
기타자본변동			0	0	0
비재배지분			0	0	0
자본총계			457	457	457
순차입금			-170	-147	-222

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름			-3	236	324
당기순이익			209	261	313
비현금항목의 가감			71	90	108
감가상각비			0	0	0
외환손익			-1	-1	-1
지분법평가손익			0	0	0
기타			72	91	109
자산부채의 증감			-211	-23	12
기타현금흐름			-72	-91	-109
투자활동 현금흐름			-33	-10	-10
투자자산			-33	0	0
유형자산			0	0	0
기타			0	-10	-10
재무활동 현금흐름			19	2	-8
단기차입금			15	10	0
사채			0	0	0
장기차입금			0	0	0
유상증자			4	0	0
현금배당			0	-8	-8
기타			0	0	0
현금의 증감			3	1	0
기초 현금			0	3	4
기말 현금			3	4	4
NOPLAT			211	264	316
FCF			211	264	316

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

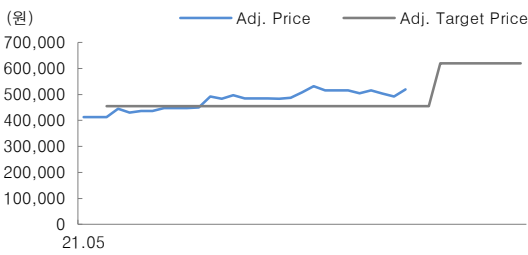
당사는 F&F홀딩스와 F&F 인적분할 업무의 어드바이저리 주관 업무를 수행하고 있습니다

(담당자:유정현)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

F&F(383220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.06.21	21.06.13	21.06.06	21.05.23	21.05.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	620,000	455,000	455,000	455,000	455,000
과리율(평균%)		6.20	4.45	1.14	
과리율(최대/최소%)		(5.49)	(5.49)	9.23	
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균%)					
과리율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균%)					
과리율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210619)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.2%	7.9%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상