

# F&F (383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**800,000**

상향

현재주가

**685,000**

(21.08.17)

섬유의복업종

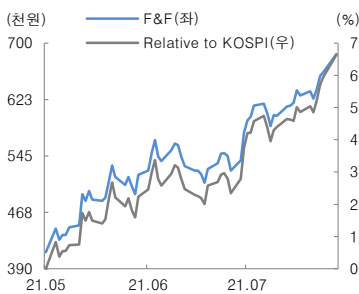
## 글로벌 브랜드 사업자 지위에 맞는 valuation 예상

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 800,000원으로 상향(+29%)

- 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 800,000원(12개월 Forward P/E 22배)으로 상향(+29%), 목표주가 상향은 2021-2022년 실적을 상향 조정하였고, target P/E를 기존 20배에서 22배로 상향하였기 때문. Target P/E 22배는 주요 중국 소비주의 평균 P/E 28배를 20% 할인한 수치임
- 올해 실적의 특이점은 OPM 레벨이 한단계 높아졌다는 점. 과거 OPM은 10% 초중반 수준이었으나 올해 들어 성수기, 비수기 무관하게 20%대로 상승. 현재 동사는 국내와 중국 시장에서 고성장으로 영업레버리지가 크게 발생하는 상황이며 골프 브랜드, <TaylorMade> 인수에 전략적 투자자로 참여하면서 글로벌 브랜드 운영 사업자로 지위 격상. 향후 동사의 valuation은 이러한 수익성 개선 및 글로벌 브랜드 사업자의 지위를 반영하여 P/E 20배 수준에서 안착할 것으로 예상

KOSPI	3143.09
시가총액	5,248십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	685,000원 / 412,500원
120일 평균거래대금	325억원
외국인지분율	10.42%
주요주주	김창수 외 9인 59.34% 국민연금공단 5.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.5	0.0	0.0	0.0
상대수익률	36.0	0.0	0.0	0.0



### 2Q21 Review: 거침 없는 고성장

- 분할 후 2분기 공표 매출액과 영업이익은 각각 1,972억원, 432억원을 기록. 그러나 이는 분할 후 5-6월 2개월치만 반영된 것으로 4-6월 실질 매출액과 영업이익은 각각 3,124억원(+87%, yoy) 754억원(+268%, yoy)으로 집계됨 [디스커버리] 2분기 매출 성장률 yoy +16% 기록. 지난 해 2분기 매출 성장률이 30% 수준이었음을 고려하면 브랜드가 다시 고성장 국면으로 진입, 구조적 성장세가 지속되고 있는 것이 확인 [MLB] 국내 일반 채널(수출 포함) 성장률은 yoy +128% 기록하였으며 면세점 채널은 yoy +60% 증가. 중국 법인 매출액은 605억원을 기록하며 1분기 495억원 대비 +22% 성장. 2분기말 중국 현지 점포 수는 224개로 1분기 대비 112개 증가하였으며 8월 현재 약 280개까지 출점이 진행된 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	2Q20	1Q21	2Q21				3Q21			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	NA	286	283	312	NA	9.3	274	308	-	-1.4
영업이익	NA	70	60	75	NA	7.8	59	62	-	-17.5
순이익	NA	56	44	56	NA	-1.7	42	46	-	-17.8

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	-	-	1,386	1,936	2,354
영업이익	-	-	317	398	486
세전순이익	-	-	313	394	481
총당기순이익	-	-	234	294	359
지배지분순이익	-	-	234	294	359
EPS	-	-	30,508	38,376	46,866
PER	-	-	22.5	17.8	14.6
BPS	-	-	59,627	59,627	59,627
PBR	-	-	11.5	11.5	11.5
ROE	-	-	102.3	64.4	78.6

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	1,354	1,796	1,386	1,936	2.4	7.8
영업이익	283	353	317	398	11.7	12.7
지배지분순이익	209	261	234	294	11.8	12.9
영업이익률	20.9	19.7	22.8	20.6		
순이익률	15.4	14.5	16.9	15.2		

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

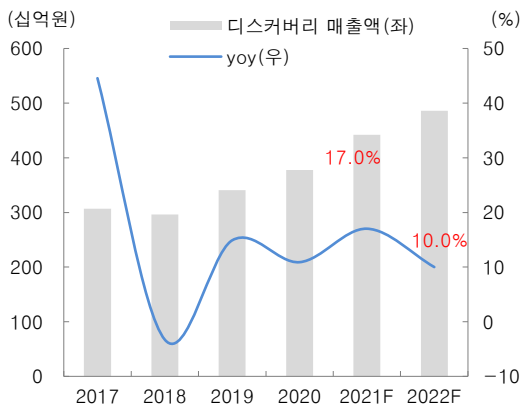
표 1. F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	166	167	160	346	286	312	308	480	838	1,386	1,936
Discovery	64	65	52	197	94	76	55	217	378	442	486
MLB	82	83	105	126	160	206	224	228	396	819	1,306
면세점	34	36	41	50	65	58	62	68	162	253	303
비면세채널	42	38	47	32	46	88	76	48	160	257	323
MLB China	6	9	16	44	50	61	87	112	75	309	680
MLB KDS	16	13	14	20	22	17	17	21	63	77	84
MLB export	5	4	4	9	10	9	8	11	22	39	46
영업이익	17	20	13	72	70	75	62	109	123	317	398
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.5	24.1	20.2	22.7	14.6	22.8	20.6
YoY											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.9	72.2	87.3	92.9	38.9	-7.9	65.4	39.7
Discovery	11.4	29.4	-4.0	10.0	48.0	16.0	7.0	10.0	10.9	17.0	10.0
MLB	10.0	-26.7	-19.9	-1.0	95.0	148.0	113.9	80.9	-11.2	106.6	59.5
면세점	-14.5	-40.7	-48.3	-30.0	90.0	60.0	50.0	35.0	-35.9	56.0	20.0
비면세채널	20.1	1.6	1.9	-1.0	10.0	128.3	60.0	50.0	-10.1	61.3	25.4
MLB China			409.4	484.0	685.7	611.8	431.9	156.0	580.9	312.3	120.2
MLB KDS	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	35.0	24.0	20.0	10.0	-29.5	21.6	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	268.1	393.0	51.1	-18.7	158.3	25.8

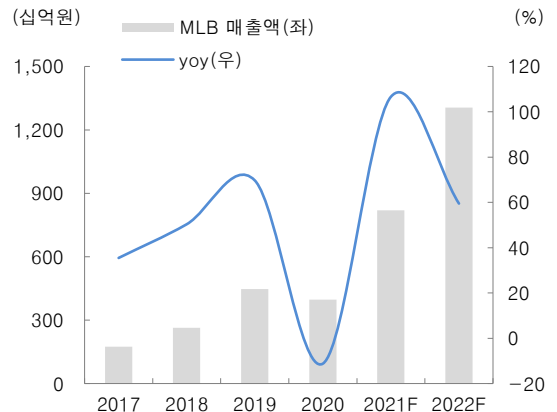
주: K-IFRS 연결기준, 2020년과 2021년 1분기 실적은 분할 전 수치이며 2021년 수치는 분할 전 실적(1-4월)을 포함한 것임  
 자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 1. 디스커버리 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 2. MLB 매출액(증가율)



자료: F&F, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

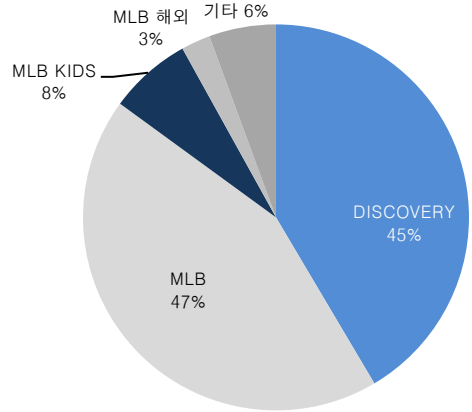
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장. MLB 브랜드의 Tmall 입점을 통해 중국 사업도 영위 중
- 자산 6,458억원, 부채 2,932억원, 자본 3,527억원
- 발행주식 수: 7,661,415주 (자기주식수: 8,817주)

### 주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

자료: F&F, 대신증권 Research Center

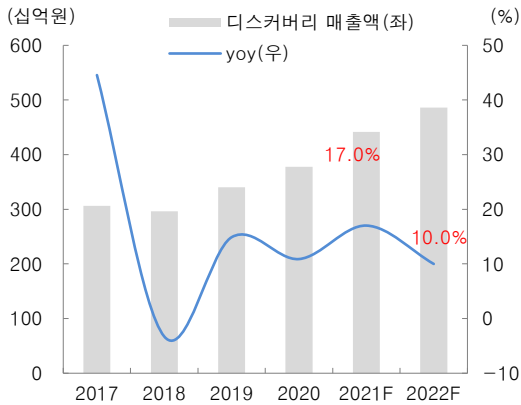
### 매출 비중 추이



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

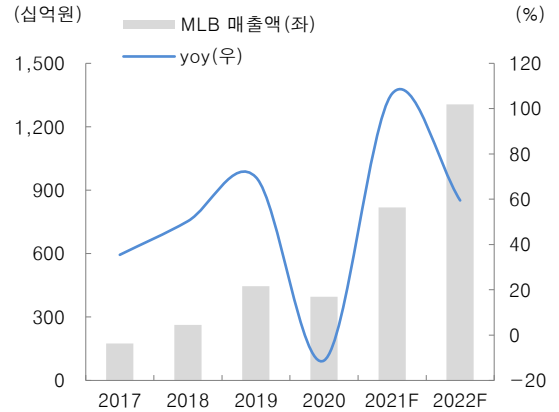
## 2. Earnings Driver

### 디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

### MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액			1,386	1,936	2,354
매출원가			424	592	741
매출총이익			963	1,345	1,613
판매비와관리비			646	947	1,128
영업이익			317	398	486
영업이익률			22.8	20.6	20.6
EBITDA			317	398	486
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			313	394	481
법인세비용			-80	-100	-122
계속사업순이익			234	294	359
중단사업순이익			0	0	0
당기순이익			234	294	359
당기순이익률			16.9	15.2	15.3
비재배분순이익			0	0	0
지배지분순이익			234	294	359
매도가능금융자산평가			0	0	0
기타포괄이익			0	0	0
포괄순이익			234	294	359
비재배분포괄이익			0	0	0
지배지분포괄이익			234	294	359

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS			30,508	38,376	46,866
PER			22.5	17.8	14.6
BPS			59,627	59,627	59,627
PBR			11.5	11.5	11.5
EBITDAPS			41,326	51,993	63,374
EV/EBITDA			16.0	12.9	10.5
SPS			180,956	252,753	307,232
PSR			3.8	2.7	2.2
CFPS			40,934	51,602	62,982
DPS			1,000	1,000	1,000

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율			na	39.7	21.6
영업이익 증가율			na	25.8	21.9
순이익 증가율			na	25.8	22.1
수익성					
ROC			175.9	102.9	119.1
ROA			102.8	62.8	73.4
ROE			102.3	64.4	78.6
안정성					
부채비율			34.9	42.9	46.7
순차입금비율			-36.8	-28.0	-30.1
이자보상배율			197.9	158.1	192.7

자료: F&F, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산			504	539	555
현금및현금성자산			21	6	6
매출채권 및 기타채권			77	97	118
재고자산			231	277	262
기타유동자산			175	160	170
비유동자산			112	114	116
유형자산			60	62	64
관계기업투자금			0	0	0
기타비유동자산			52	52	52
자산총계			616	653	670
유동부채			139	176	193
매입채무 및 기타채무			112	141	158
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			159	196	213
자배지분			457	457	457
자본금			4	4	4
자본잉여금			3	3	3
이익잉여금			450	450	450
기타자본변동			0	0	0
비지배지분			0	0	0
자본총계			457	457	457
순차입금			-168	-128	-138

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름			17	256	370
당기순이익			234	294	359
비현금항목의 가감			80	101	123
감가상각비			0	0	0
외환손익			-1	-1	-1
지분법평가손익			0	0	0
기타			81	102	124
자산부채의 증감			-216	-37	12
기타현금흐름			-81	-102	-124
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			21	-16	0
기초 현금			0	21	6
기말 현금			21	6	6
NOPLAT			236	297	362
FCF			236	297	362

[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.

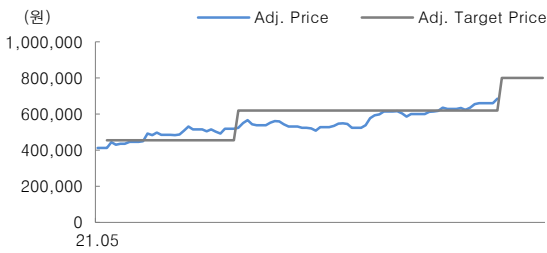
당사는 F&F홀딩스와 F&F 인적분할 업무의 어드바이저리 주관 업무를 수행하고 있습니다

(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	21.08.18	21.06.21	21.06.13	21.06.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	800,000	620,000	455,000	455,000
과리율(평균%)		(12.66)	6.64	4.45
과리율(최대/최소%)		(6.94)	(5.49)	(5.49)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210815)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.0%	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