

## F&amp;F(007700)

Not rated

## MLB가 견인하는 재평가 가능성에 주목

## 1분기 영업이익 180억원(+22% YoY)

1분기 매출액은 1,330억원(+18.2% YoY), 영업이익은 180억원(+22.3% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 한편 세전이익은 631억원(+304.9% YoY)을 기록했는데 이는 투자부동산처분이익(448억원) 반영에 기인한다. 주요 브랜드별 매출액은 디스커버리 534억원(+10.3% YoY), MLB 565억원(+34.1% YoY), MLB Kids 202억원(+5% YoY)을 기록했다.

## 단연 돋보이는 MLB 매출 증가

MLB의 매출액이 디스커버리를 넘어선 점이 고무적이다. 17년 매출 증가율 35%를 기록한 MLB의 1분기 매출 증가율이 34%를 기록하며 기대치를 크게 상회했다. 17년 MLB 매출 증가분의 대부분이 작년부터 시작한 면세점 출점 효과로 추정된다. 우리가 MLB에 주목하는 이유는 면세점의 상품 구성이 모자 중심으로 이루어져 있어 영업 레버리지 효과가 크기 때문이다. 모자는 상대적으로 마진이 높은 품목으로 의류 대비 재고 부담 및 계절성이 덜하다. 올해 MLB 매출액은 우리 추정치인 2,215억원(+26.6% YoY) 달성은 무난할 것으로 전망되며 2,400억원 이상의 매출도 가능할 것으로 보인다. 디스커버리에 이어 확실한 성장 엔진으로 자리매김할 것이다.

## 재평가가 필요한 시점

올해 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 19.9%와 14.5% 증가한 6,719억원과 1,123억원으로 예상된다. 영업이익률은 전년 대비 소폭 하락할 것으로 추정하였는데, MLB 해외 진출에 따른 초기 비용 부담과 마케팅 비용 증가 가능성 등을 반영했기 때문이다. 일회성 이익을 제외한 올해 예상 실적 기준 PER은 8배에 불과하다. 업종 내 돋보이는 성장세를 감안할 때 저평가되어 있다. 면세점 매출이 견인하는 MLB의 높은 성장성은 내수 중심의 동종 업체들과의 밸류에이션 차별화 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 실적 호조 지속과 주가 재평가 측면에서 긍정적 주가 흐름이 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	301	12	14	908	66.9	19	16.5	15.7	1.2	7.6	1.0
2015A	370	19	12	808	(11.0)	26	22.0	12.8	1.4	6.4	1.1
2016A	439	46	30	1,963	142.9	53	8.9	4.9	1.2	14.2	2.0
2017A	561	98	75	4,863	147.7	106	8.6	5.6	2.2	28.7	1.5
2018F	672	112	126	8,192	68.5	121	5.7	5.1	1.8	35.6	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Value	Growth	Turn around	Issue
-------	--------	-------------	-------

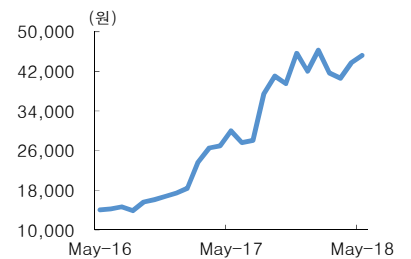
## Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	45,200
시가총액(십억원)	696
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저가(원)	48,100/26,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,846
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.2/22.4
주요주주(%)	김창수 외 8 인 58.8

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.6	12.4	51.7
KOSPI 대비(%p)	5.5	14.8	44.3

## 주가추이



자료: WISEfn

이동운

leedy@truefriend.com

## 견고한 디스커버리

캐쉬카우 브랜드인 디스커버리는 2012년 8월 런칭 이후 작년 매출 3,000억원을 돌파하며 높은 증가율이 지속되고 있다. 같은 기간 아웃도어 시장의 성장세가 둔화된 점과 대조되는 상황이다. 강력한 브랜드 파워를 바탕으로 정상가 판매율이 높게 유지되고 있는 것으로 추정된다. 작년 롱패딩 효과로 디스커버리의 매출 증가율이 45% 달한 점을 감안할 때 올해는 작년과 같은 매출 증가율을 기대하기에는 무리가 있다. 그러나 신규 출점과 아이템 확장을 통해 두 자리 수 이상의 성장은 무난해 보인다. 디스커버리 1분기 매출액은 534억원(+10.3% YoY)을 기록했으며 올해 연간 예상 매출액은 전년 대비 14.3% 증가한 3,502억원이다.

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	112.5	102.7	102.6	242.7	133.0	(45.2)	18.2	129.1
영업이익	14.7	14.5	14.7	54.1	18.0	(66.8)	22.3	17.4
영업이익률(%)	13.1	14.1	14.3	22.3	13.5			13.5
세전이익	15.6	14.4	14.9	54.5	63.1	15.8	304.9	64.0
순이익	12.0	11.1	10.8	41.1	48.6	18.4	306.7	30.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 브랜드별 1분기 매출액 비교

(단위: 십억원, %)

	1Q18	1Q17	증가율
디스커버리	53.4	48.4	10.3
MLB	56.5	42.2	34.1
MLB Kids	20.2	19.2	5.0

자료: 한국투자증권

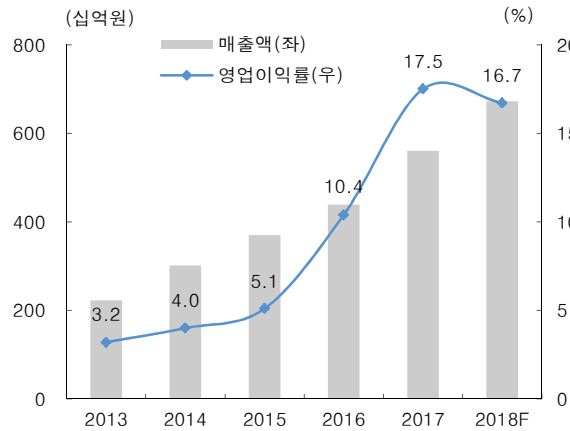
〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2016	2017	2018F
매출액	91.7	84.8	91.9	170.6	112.5	102.7	102.6	242.7	133.0	439.0	560.5	671.9
디스커버리	37.0	30.7	34.3	110.0	48.4	40.0	47.0	171.1	53.4	212.0	306.5	350.2
MLB	25.7	28.8	33.3	41.4	42.2	44.1	38.7	50.0	56.5	129.2	175.0	221.5
MLB Kids	17.5	14.5	13.2	16.3	19.2	16.2	14.7	19.5	20.2	61.6	69.6	73.3
기타	11.5	10.8	11.1	2.9	2.7	2.4	2.2	2.1	2.9	36.2	9.4	26.9
영업이익	4.6	5.3	6.1	29.6	14.7	14.5	14.7	54.1	18.0	45.6	98.1	112.3
영업이익률	5.1	6.3	6.6	17.3	13.1	14.2	14.4	22.3	13.5	10.4	17.5	16.7

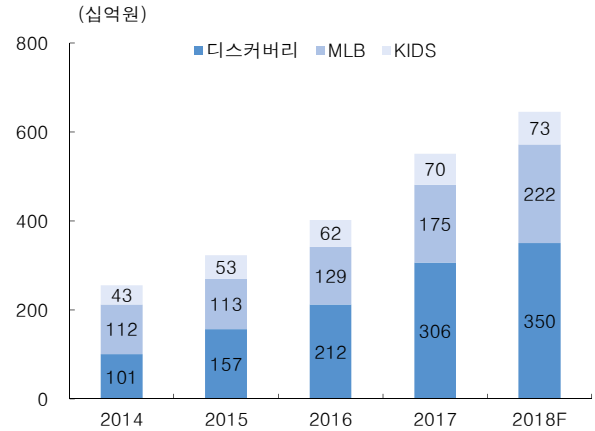
자료: F&F, 한국투자증권

[그림 1] 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 2] 브랜드 별 매출 추이 및 전망



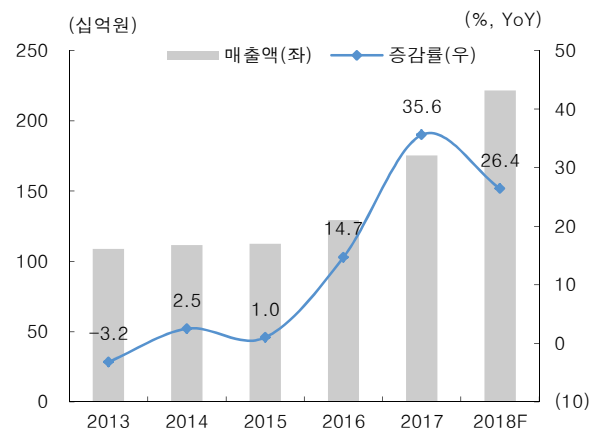
자료: F&amp;F, 한국투자증권

[그림 3] MLB 면세점



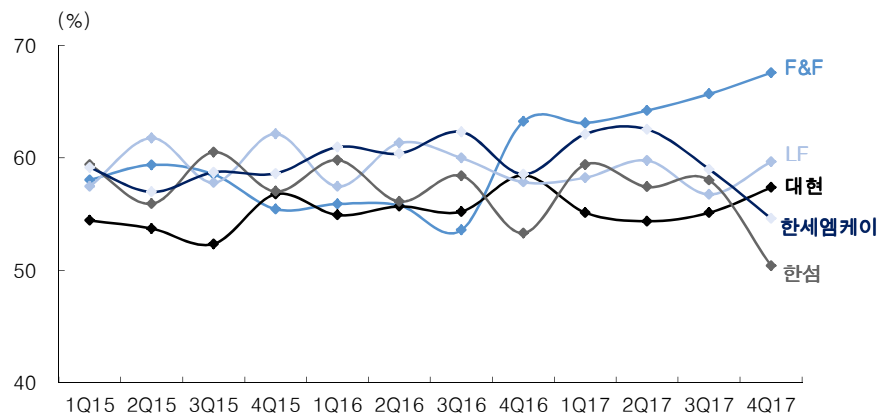
자료: 언론자료

[그림 4] MLB 연간 매출액 추이 및 전망



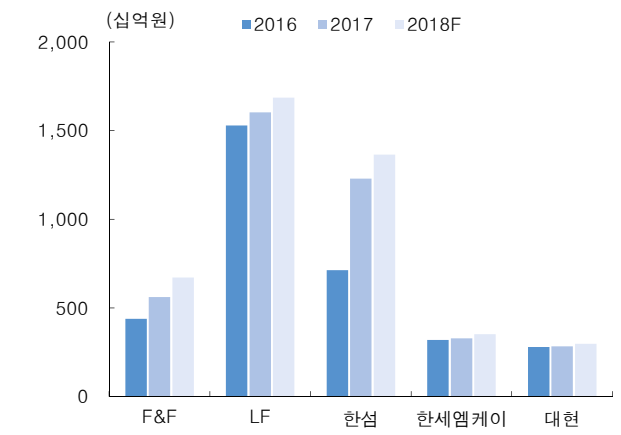
자료: F&amp;F, 한국투자증권

[그림 5] 국내 주요 의류업체와의 매출총이익률 비교



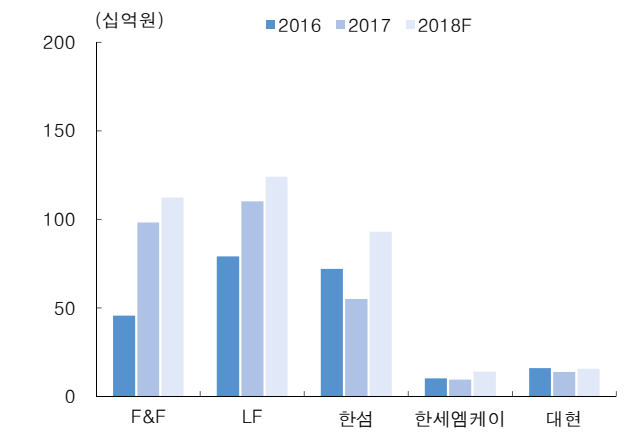
자료: 한국투자증권

[그림 6] 국내 주요 의류업체와의 매출액 비교



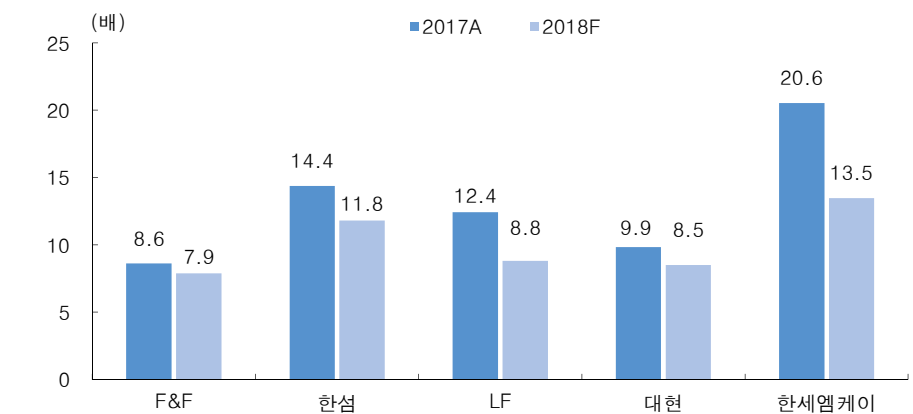
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 7] 국내 주요 의류업체와의 영업이익 비교



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] 주요 의류업체와의 PER 비교



주: 5월 14일 종가 기준, F&F는 일회성 이익 제거 후 기준  
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

#### 기업개요 및 용어해설

F&F는 패션 유통사업을 영위하고 있는 업체로 라이선스 브랜드 중심으로 사업을 전개하고 있다. 보유 브랜드로는 디스커버리(Discovery Expedition)와 MLB(MLB Kids포함)가 있다. 매출 비중(2017년)은 디스커버리 54.6%, MLB 31.2%, MLB Kids 12.4%, 기타 1.8%다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
유동자산	155	164	163	255	358
현금성자산	0	0	10	32	67
매출채권및기타채권	51	54	62	96	112
재고자산	103	110	90	104	132
비유동자산	168	170	143	145	185
투자자산	25	26	1	0	0
유형자산	95	81	77	82	112
무형자산	1	1	1	3	4
자산총계	323	333	306	400	542
유동부채	69	109	65	104	130
매입채무및기타채무	45	50	52	80	97
단기차입금및단기사채	2	29	0	0	0
유동성장기부채	14	19	0	0	0
비유동부채	64	25	14	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	52	12	0	0	0
부채총계	133	134	79	104	131
지배주주지분	190	200	227	296	412
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	179	189	216	286	402
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	190	200	227	296	412

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
영업활동현금흐름	(19)	16	56	67	114
당기순이익	14	12	30	75	126
유형자산감가상각비	6	7	7	8	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(38)	(9)	13	(26)	(21)
기타	(1)	6	6	10	0
투자활동현금흐름	(0)	(5)	17	(39)	(69)
유형자산투자	(15)	(7)	(4)	(11)	(39)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	0	21	(21)	(0)
무형자산순증	(0)	0	(0)	(2)	(1)
기타	15	2	0	(5)	(29)
재무활동현금흐름	19	(11)	(63)	(5)	(10)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	21	(9)	(60)	0	0
배당금지급	(2)	(2)	(3)	(5)	(10)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	(0)	(0)	0
현금의증가	0	(0)	10	22	35

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

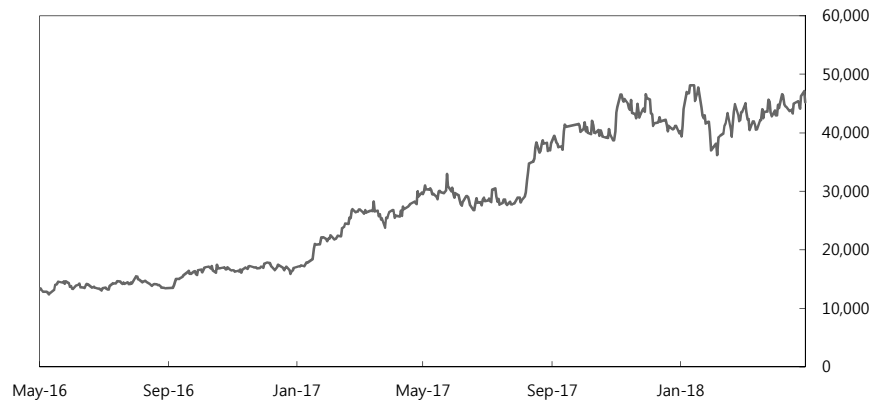
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	301	370	439	561	672
매출원가	120	158	183	192	230
매출총이익	182	212	256	368	442
판매관리비	170	194	210	270	330
영업이익	12	19	46	98	112
금융수익	0	0	0	1	2
이자수익	0	0	0	0	1
금융비용	3	3	1	1	1
이자비용	3	3	1	0	0
기타영업외손익	6	(0)	(0)	2	51
관계기업관련손익	2	1	(3)	0	0
세전계속사업이익	17	17	41	99	164
법인세비용	3	4	11	25	37
연결당기순이익	14	12	30	75	126
지배주주지분순이익	14	12	30	75	126
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	14	12	30	75	126
지배주주지분포괄이익	14	12	30	75	126
EBITDA	19	26	53	106	121

## 주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
주당지표(원)					
EPS	908	808	1,963	4,863	8,192
BPS	12,307	12,964	14,721	19,218	26,744
DPS	150	200	350	650	650
성장성(% , YoY)					
매출증가율	35.5	22.8	18.6	27.7	19.9
영업이익증가율	67.9	55.4	143.2	115.1	14.5
순이익증가율	66.9	(11.0)	143.0	147.7	68.5
EPS증가율	66.9	(11.0)	142.9	147.7	68.5
EBITDA증가율	57.7	40.9	100.8	101.1	14.5
수익성(%)					
영업이익률	4.0	5.1	10.4	17.5	16.7
순이익률	4.6	3.4	6.9	13.4	18.8
EBITDA Margin	6.2	7.1	12.0	18.9	18.0
ROA	4.7	3.8	9.5	21.2	26.8
ROE	7.6	6.4	14.2	28.7	35.6
배당수익률	1.0	1.1	2.0	1.5	1.4
배당성향	16.5	24.8	17.8	13.4	7.9
안정성					
순차입금(십억원)	68	59	(10)	(53)	(111)
차입금/자본총계비율(%)	36.1	29.8	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	16.5	22.0	8.9	8.6	5.7
PBR	1.2	1.4	1.2	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.7	12.8	4.9	5.6	5.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
F&F(007700)	2016.02.03	NR	—	—	—
	2017.02.03	1년경과	—	—	—



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 15일 현재 F&F 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.