

F&F(007700)

MLB, 중국인의 마음을 저장하다

시장의 변화에 맞게 브랜드 가치 확장

F&F는 의류시장 성장이 둔화되는 비우호적 영업환경 속에서도 높은 브랜드력을 기반으로 시장 대비 높은 성장세를 실현하고 있다. 트렌드 변화에 맞추어 수많은 히트아이템을 배출하고 있기 때문이다. 라이프스타일 아웃도어 브랜드 디스커버리는 캐주얼 아웃도어 트렌드를 선도하고 있고, 신발과 가방 등으로 카테고리를 확장했다. 중국 시장에서의 성공적인 안착은 중장기 성장 여력을 크게 올리고 있다. 탁월한 브랜드 전개 능력이 국내를 넘어 중국 시장에 어떻게 자리매김할 지 주목할 필요가 있다.

1분기 영업이익 YoY 134% 증가 전망

1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기대비 47%, 134% 증가한 2,436억원, 405억원으로 예상된다. MLB 매출은 전년도 기저효과 및 의류 업황 회복세로 68% 성장할 전망이다. 순수 내수 매출은 15%, 면세 매출은 45% 증가할 것으로 예상된다(자회사향 매출 400억원 추정). 디스커버리 매출은 높은 브랜드 경쟁력 및 아웃도어 시장 재도약에 힘입어 25% 이상 고성장할 것으로 기대한다. MLB 키즈는 개학 시즌이 본격화됨에 따라 매출이 20% 회복세를 보일 전망이다. 중국 법인 매출은 440억원(YoY 598%) 수준으로 전망하는데, 온라인 매출 비중은 17%다. 전체 연결 영업이익률은 16.6%(YoY +6.2%p)로 전년대비 큰 폭 개선이 가능할 듯하다. 이는, 의류 외에 신발, 모자 등 잡화 비중 상승에 따른 카테고리 믹스 개선, 중국 고성장에 따른 영업레버리지 효과 때문이다.

목표주가 20만원, 투자 의견 '매수' 커버리지 개시

20만원은 국내와 중국 사업의 적정 PER 각각 15배와 25배를 적용, SOTP로 산출한 수치이다. F&F는 1) 높은 브랜드력 기반, 2) 트렌드를 선도하는 신규 카테고리 고신장, 3) 중국시장 진출로 높은 성장 여력을 확보하였다. 이를 바탕으로 2020~23년 매출 연평균 32%, 영업이익은 48% 고성장할 것으로 전망한다. 중국법인 실적 기여도 확대는 핵심적인 실적 및 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다. 면세점 채널 정상화는 추가적인 실적 개선 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 13.9배로 중국 진출 초입 국면 감안 시 여유 있는 밸류에이션 수준이다. 비중확대가 유효하다.

Initiation

BUY

| TP(12M): 200,000원 | CP(4월21일): 163,500원

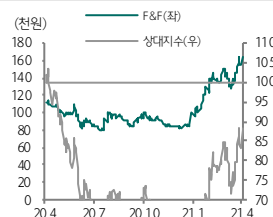
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,171.66
52주 최고/최저(원)	165,000/80,400
시가총액(십억원)	2,517.9
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	15,400.0
60일 평균 거래량(천주)	119.1
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0
21년 배당금(예상,원)	1,000
21년 배당수익률(예상,%)	0.61
외국인지분율(%)	10.38
주요주주 지분율(%)	
김창수 외 8인	58.82
국민연금공단	8.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.5 62.7 47.3
상대	10.7 21.6 (12.7)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,132.4	1,365.4
영업이익(십억원)	183.2	222.5
순이익(십억원)	132.5	161.3
EPS(원)	8,618	10,498
BPS(원)	43,615	53,188

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	910.3	837.6	1,230.4	1,621.7	1,905.7
영업이익	십억원	150.7	122.6	213.1	316.4	396.3
세전이익	십억원	151.0	120.4	211.9	315.4	395.6
순이익	십억원	110.2	85.8	155.5	234.6	294.2
EPS	원	7,156	5,571	10,094	15,232	19,104
증감율	%	0.95	(22.15)	81.19	50.90	25.42
PER	배	15.65	15.15	16.20	10.73	8.56
PBR	배	3.52	2.32	3.60	2.74	2.10
EV/EBITDA	배	9.15	7.21	9.45	6.20	4.47
ROE	%	25.13	16.59	25.02	29.28	28.02
BPS	원	31,812	36,358	45,458	59,696	77,805
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

Analyst 박종대
02-3771-8554
forsword@hanafn.com

CONTENTS

1. 투자 의견 및 Valuation	3
1) 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원 제시	3
2) 목표주가 산출 방식: SOTP	3
2. 실적 전망	4
1) 1분기 영업이익 YoY 134% 성장 전망	4
2) 2021년 연결 기준 매출 YoY 47%, 영업이익 74% 증가 전망	4
3. F&F 기업 개요	7
4. 인적분할 결정, 패션사업 부문 경쟁력 강화	8
5. 의류 저성장 기조 속, 브랜드 가치 확장	9
6. 투자포인트	10
1) 높은 트렌드 적응력	10
2) 카테고리 확장	12
3) 중국사업 전개, 밸류에이션 Re-rating의 시작	14
7. 매출 추정	18
1) MLB	
1-1) 면세점: 시장성장을 대비 아웃퍼폼	18
1-2) 순수 내수: 의류 업황 회복에 따른 성장세 전망	18
2) 디스커버리: 국내 소비 트렌드와 맞물려 고성장세	20
3) 중국	
3-1) 상해: 공격적인 매장 확대, 높은 실적 모멘텀 예상	21
3-2) 홍콩: 공격적 매장수 확대 보다 수익성 중심	22
4) 기타 매출	22
8. 비용 추정	23
1) 매출원가: 낮은 할인율로 정상가 판매율 상승	23
2) 판매관리비: 매출 성장에 따른 이익레버리지 효과 기대	23
9. 리스크 요인	25
1) 라이선스 재계약 여부	25
2) 중국 대리상 방식의 한계	25

1. 투자 의견 및 Valuation

1) 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원 제시

투자 의견 BUY, 목표주가 20만원으로 커버리지 신규 개시

F&F에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. F&F는 의류 시장 저성장 국면에서 i) 국내 라이프스타일 패션 선도업체로서 그동안 꾸준한 매출 성장과 수익성을 시현해왔고, ii) 시장의 특성 및 트렌드 변화에 맞추어 브랜드 경쟁력 강화, iii) 중국 중심 해외사업 확장으로 본격적인 외형 성장이 기대된다. 이를 바탕으로 매출은 2020~2023년 연평균 32%, 영업이익은 48% 고성장 할 것으로 전망한다. 중국 법인의 매출 기여도 확대와 점진적인 면세점 채널 정상화는 추가적인 실적 및 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다. 강력한 브랜드력 기반 국내 사업은 실적 가시성이 높고, 중국 사업은 잠재 성장 여력이 크다.

2) 목표주가 산출 방식: SOTP

목표주가 200,000원은 국내와 해외 각 사업부문별 적정 PER를 통해 산출된 부문별 사업가치를 합산하여 산출하였다. 국내 사업 목표 PER은 내수 의류 업종 평균 PER 10배보다 50% 프리미엄을 준 15배를, 해외는 대 중국 브랜드 업체들의 평균 PER보다 25%를 할증한 25배를 적용했다. F&F 브랜드가 국내 의류 업체들 대비 높은 성장률을 시현하고 있고, 중국에서 가파르게 매출이 성장하고 있기 때문이다. 현재 주가 12MF PER 13.9배로 주가 상승 여력은 22%이다. 현재 주가는 실적 개선 기대감이 선반영되어 YTD 90% 상승하였지만, 중국 진출 소비재 업체들의 과거 밸류에이션 리레이팅 사례를 감안할 때 주가 상단을 함부로 예단하기 어렵다.

표 1. F&F SoTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부문	항목	2021F	2022F	비고
국내	사업가치	2,202	3,068	
	수정순익	147	205	영업이익+금융손익-법인세
	적정PER	15.0	15.0	인지도 높은 브랜드 프리미엄 적용
중국	사업가치	416	845	
	수정순익	17	34	영업이익-법인세
	적정PER	25.0	25.0	중국 법인 가파른 성장세
적정시가총액		2,618	3,913	
주식수(천주)		15,400	15,400	
적정주가 I(원)		169,969	254,089	
적정주가 II(원)		198,009		연도별 시간가중치 적용
목표주가(원)		200,000		
현재주가(원)		163,500		4월 21일 주가
상승여력(%)		22.3		

자료: F&F, 하나금융투자

2. 실적 전망

1) 1분기 영업이익 YoY 134% 성장 전망

1분기 영업이익 전년동기대비
134% 증가한 405억원 전망

1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기대비 47%, 134% 증가한 2,436억원, 405억원을 예상한다. 경기가 점진적으로 정상화 됨에 따라 의류 소비도 회복의 모습을 보이고 있다. 의류 업황 회복에 따라 높은 브랜드 인지도를 보유한 F&F의 매출 성장률은 더욱 가파르게 나타날 것으로 보인다. 중국 법인을 중심으로 한 해외 매출은 공격적인 대리상 출점을 통해 고성장을 예상한다.

MLB 매출은 전년도 기저효과 및 의류 업황 회복세로 68% 성장할 것으로 전망한다. 순수 내수 매출은 15%, 면세 매출은 45% 증가할 것으로 추정한다(자회사항 매출 400억원). 디스커버리 매출은 높은 브랜드 경쟁력 및 아웃도어 시장의 재도약에 힘입어 25% 고성장할 것으로 기대한다. MLB 키즈는 개학 시즌이 본격화됨에 따라 매출이 20% 성장하며 회복세를 보일 전망이다.

중국 법인 매출은 440억원(YoY 598%) 성장을 전망하는데, 온라인 매출은 76억원, 오프라인 매출은 365억원이다(점포수 QoQ +37개 추정). 전체 연결 영업이익률은 16.6(YoY +6.2%)로 전년대비 큰 폭의 개선이 가능할 것으로 보인다. 이는, 의류 외에 신발, 모자 등 잡화 카테고리 비중이 상승함에 따라 카테고리 믹스 개선이 이루어지고, 중국 고성장에 따른 고정비 부담 완화 및 이익레버리지 효과 때문이다.

2) 2021년 매출액 YoY 47%, 영업이익 YoY 74% 증가 전망

F&F는 올해 영업환경, 사업구조
측면에서 모두 긍정적

2021년 연결 매출액은 1조 2,304억원(YoY 47%), 영업이익은 2,131억원(YoY 74%)를 전망한다. F&F는 올해 영업환경, 사업구조 측면에서 모두 긍정적이다. 첫째, 경기적 측면에서 의류 소비 회복이 본격화되면서 빠른 실적개선세가 예상된다. 특히 F&F는 높은 브랜드력 기반 시장 대비 높은 성장률을 시현하고 있다. 둘째, 사업구조 측면에서 아웃도어 브랜드 디스커버리가 견조한 성장세를 지속하고 있고, 신발 및 가방 등 카테고리 다각화를 통해 외연을 확대하고 있다. 셋째는 중국 모멘텀이다. 작년 2분기 중국 매출 비중은 5%에 불과했으나, 연말 오프라인 점포수는 75개, 매출 비중은 10% 이상을 뛰어넘으며 중국 내 MLB의 높은 브랜드 인지도를 입증하였다. 올해 중국 법인 매출은 YoY 304% 고신장하며 본격적인 실적 모멘텀을 형성할 전망이다. 향후 중국법인의 실적 기여도 확대와 점진적인 면세점 채널 정상화는 추가적인 실적 및 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다.

표 2. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결 매출액과 영업이익은
각각 전년 동기대비 47%, 134%
증가한 2,436억원, 405억원 추정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	166	167	160	345	838	244	249	250	488	1,230
국내	158	156	158	324	795	229	234	230	460	1,153
MLB	76	75	93	126	371	128	137	155	222	642
MLB Kids	16	14	13	18	61	19	18	15	22	74
Discovery	64	65	51	179	359	80	78	59	216	432
Stretch Angels	2	1	1	1	4	2	1	1	1	4
해외	12	14	26	54	106	52	68	83	138	341
홍콩	5	4	5	9	23	6	6	6	13	31
상하이	6	9	16	43	75	44	62	72	124	301
DUVETICA	1	1	5	2	8	1	1	5	2	9
영업이익	17	20	13	72	123	41	44	43	86	213
세전이익	19	20	12	69	120	40	43	43	86	212
순이익	14	14	8	49	85	29	32	31	63	155
영업이익률(%)	10.4	12.3	7.9	20.9	14.6	16.6	17.5	17.2	17.6	17.3
세전이익률(%)	11.7	11.9	7.7	19.9	14.4	16.5	17.4	17.0	17.6	17.2
순이익률(%)	8.3	8.4	5.3	14.2	10.2	12.1	12.7	12.4	12.8	12.6
매출(YoY,%)	2.0	-17.2	-26.3	4.7	-8.0	46.7	49.1	56.9	41.3	46.9
국내	1.0	-19.2	-22.6	1.4	-8.9	45.0	50.3	45.6	41.9	44.9
MLB	2.0	-34.3	-27.5	-1.0	-16.7	68.0	82.9	66.1	76.0	73.3
MLB Kids	-30.0	-35.0	-32.0	-31.2	-32.0	20.0	22.0	20.0	18.4	20.0
Discovery	12.0	29.0	-4.2	10.1	11.0	25.0	20.0	15.0	20.4	20.4
Stretch Angels	1.5	-82.0	-78.8	-75.1	-69.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
해외	54.3	20.5	57.8	208.1	99.1	323.9	399.8	222.8	155.4	222.7
홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	-24.0	33.9	33.9	33.9	33.9	33.9
상해		2,501.5	400.3	421.8	527.2	597.9	611.3	339.3	187.1	304.4
DUVETICA	16.4	-72.6	-11.9	-26.5	-24.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
영업이익(YoY,%)	-8.4	-29.2	-61.2	2.5	-18.7	134.0	112.9	240.9	19.1	73.9
세전이익(YoY,%)	1.4	-31.9	-62.8	-1.3	-20.3	107.4	118.0	248.4	24.4	76.0
순이익(YoY,%)	-3.8	-33.1	-64.9	-2.7	-22.4	113.1	124.8	266.9	27.5	81.2

자료: F&F, 하나금융투자

표 3. F&F 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

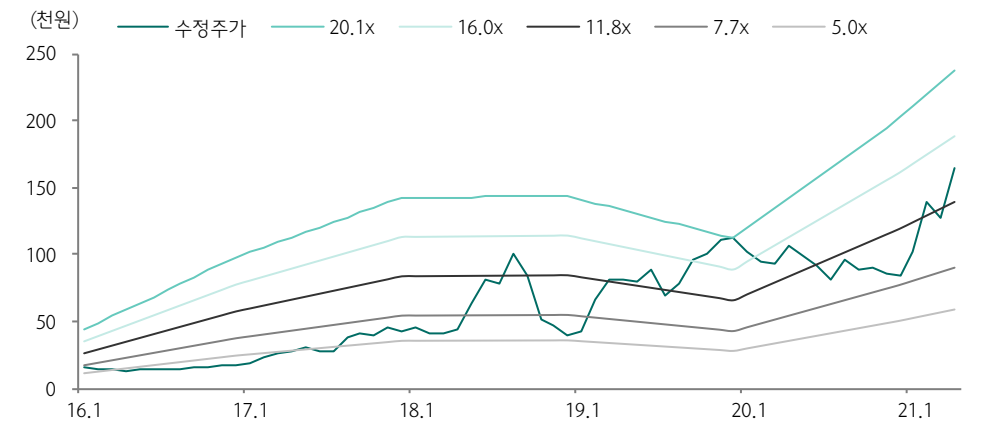
2021년 연결 매출액은 1조 2,304억 원(YoY 47%), 영업이익은 2,131억 원(YoY 74%)를 전망

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	910	838	1,230	1,622	1,906
국내	873	795	1,153	1,494	1,742
MLB	445	371	642	937	1,161
MLB Kids	90	61	74	83	87
Discovery	324	359	432	469	489
Stretch Angels	14	4	4	5	5
해외	53	106	341	630	830
홍콩	30	23	31	40	46
상해	12	75	301	579	773
DUVETICA.	11	8	9	10	11
영업이익	151	123	213	316	396
세전이익	151	120	212	315	396
지배순이익	110	86	155	235	294
적정시가총액	2,462	2,708	2,979	3,276	3,604
주식수(천주)	15,400	15,400	15,400	15,400	15,400
적정주가(원)	159,845	175,829	193,412	212,754	234,029
적정PER(배)	22.3	31.6	19.2	14.0	12.3
EPS(원)	7,156	5,571	10,094	15,232	19,104
영업이익률(%)	16.6	14.6	17.3	19.5	20.8
매출 (YoY,%)	36.1	-8.0	46.9	31.8	17.5
영업이익 (YoY,%)	64.7	-18.7	73.9	48.5	25.3
순이익 (YoY,%)	0.9	-22.1	81.2	50.9	25.4

자료: F&F, 하나금융투자

그림 1. F&F 12MF PER 밴드

현재 주가는 12MF PER 13.9배로
중국 진출 초입 국면 감안 시 여유
있는 밸류에이션 수준



자료: F&F, 하나금융투자

3. F&F 기업 개요

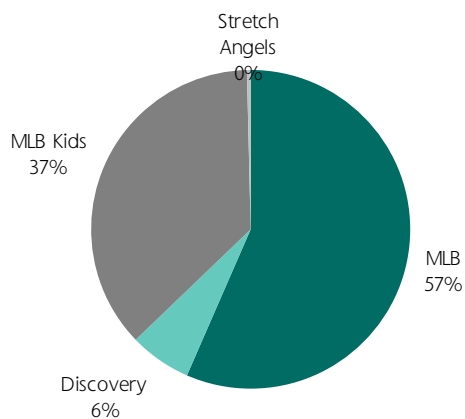
라이선스 브랜드 전개하는 패션사업
부의 매출 기여도 98%로 절대적

1992년 설립된 국내 패션 기업으로 라이선스 브랜드인 MLB, MLB Kids, DISCOVERY와 자체 브랜드인 Stretch Angels를 제조 및 판매하고 있다. 브랜드별 매출 비중은 2020년 기준 MLB 57%/ MLB Kids 6%/Discovery 37%/Stretch Angels 0.4% 이다. 1997년과 2012년 각각 MLB와 Discovery 라이선스를 획득한 이후 MLB, MLB Kids, Discovery 브랜드를 전개하고 있다. MLB는 홍콩, 마카오, 중국 아시아 지역 라이선스도 획득하여 2017년 9월 홍콩법인을 시작으로 2019년 1월에는 중국에 진출하여 해외 사업을 확장 중이다. 글로벌 사업전개의 일환으로 2018년 5월에는 이태리 프리미엄 패딩브랜드 DUVETICA를 인수하였고, 2019년 6월에는 중국 티몰에 입점하였다.

F&F는 패션부문, 물류부문, 임대부문 총 3개의 사업부로 이루어져있다. 패션 사업부의 매출 비중은 98%로 절대적이며, 대형 아웃렛 '콜렉티브'를 운영하고 있다. 임대사업부는 보유 부동산 임대를 통해 임대 수익(0.2%)를 취하고 있으며, 물류 사업부는 물류 대행 수수료 매출(1.1%)을 창출하고 있다.

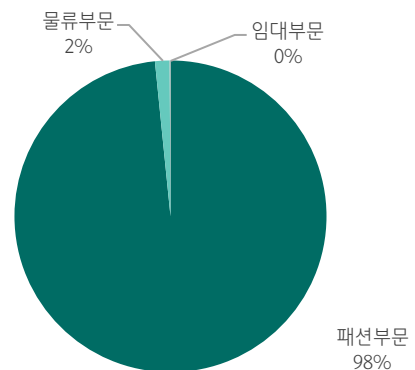
종속회사 에프앤에프 상하이(지분율 100%)는 MLB 중국 판권 계약 이후, 중국 내 대형 온라인 및 오프라인 유통채널을 통해 제품을 판매하고 있다. F&F 홍콩(지분율 100%)은 홍콩에 직접투자하여 설립한 회사로 중국인 등 해외 관광객 타겟으로 제품을 판매하고 있다. 2018년 5월 인수한 DUVETICA(94.56%)는 프리미엄 패딩 브랜드 DUVETICA의 인수 및 운영을 위해 설립되었다.

그림 2. 브랜드별 매출 비중(2020년 기준)



자료: F&F, 하나금융투자

그림 3. 사업부별 매출 비중(2020년 기준)



자료: F&F, 하나금융투자

표 4. F&F 전개 브랜드 현황

브랜드명	특성/컨셉	론칭 시기	매장수(개)	매출액(억원)	매출 비중(%)	라이선스 시기
Discovery	라이프스타일 아웃도어	2012년 8월	230	3,592	37	2027년 만료
MLB	아메리칸 컨템포러리 캐주얼	1997년 6월	170	3,705	57	
MLB Kids		2010년 2월	118	614	6	
Stretch Angels	프리미엄 라이프스타일 패션	2018년 5월	6	43	0.4	자체브랜드

주: 2020년 기준, 매장수는 추정치
자료: F&F, 하나금융투자

4. 인적분할 결정, 패션사업 부문 경쟁력 강화

인적분할 결정,
지주사는 투자전문,
사업회사는 패션부문에 집중

F&F는 작년 11월 20일 인적분할 결정을 공시했다. 분할 후 존속회사는 지주회사 부문(에프앤에프홀딩스(가칭))이며 분할 신규설립회사는 패션 사업부문(에프앤에프(가칭))이다. 분할비율은 0.5025055:0.4974945이다. 분할 기일은 2021년 5월1일, 분할 회사의 신주발행 기준일은 2021년 4월 30일, 신주 상장 예정일은 2021년 5월 21일이다. 4월 29일부터 5월 20일까지는 거래 정지 기간이며, 분할 이후 존속법인은 KOSPI에 변경 상장하고, 신설법인은 재상장할 예정이다. 분할의 목적은 분할회사는 자회사 관리 및 신규사업투자 등의 투자사업부문에, 분할신설회사는 패션사업부문에 집중하기 위함이다.

분할에 따른 기업가치 변화는 없다. 사업회사인 F&F가 주력 사업부문인 패션부문을 모두 승계하기 때문이다. 패션부문 외에 에프앤에프 상하이, 홍콩, 호치민 등 해외부문도 사업회사에 포함될 예정이다. 반면, 듀벤티카, F&F 미국법인, F&F 브랜드 그룹은 존속법인이 품을 예정이다. 오히려 적자 사업부문을 지주회사가 가져가기 때문에 F&F의 손익 개선에는 긍정적인 전망이다.

분할 재상장 후, 사업회사 주가
상승, 지주회사 주가 하락 예상

상장 후에는 사업회사인 F&F는 주가 상승, 지주회사는 하락할 것으로 예상한다. 이는 기존 연결 기준 회사 영업이익의 대부분을 차지했던 패션 사업부문이 분리되면서 지주회사에는 고밸류에이션을 적용할 만한 회사가 없기 때문이다. 신규설립되는 F&F는 지금과 같이 기존 브랜드 사업을 전개할 계획이다.

표 5. 분할 개요

구분	존속회사 F&F홀딩스	신설회사 주식회사 F&F
분할 비율	0.5025055	0.4974945
분할 목적	자회사 관리 및 신규사업투자 등 투자사업부문 집중	패션사업부문 사업경쟁력 강화
분할 수 상장유지 여부	예	재상장

자료: F&F, 하나금융투자

표 6. 분할 주요 일정

일정	내용
2020년 12월 31일	분할주주총회를 위한 주주확정일
2021년 2월 1일	증권신고서 제출일
2021년 3월 26일	분할계획서 승인을 위한 주주총회일
2021년 5월 1일	분할기일
2021년 4월 29일~변경상장 전일	매매거래정지기간
2021년 5월 21일	변경상장 및 재상장

주: 분할 일정은 제출일 현재 예상 일정으로, 관계법령상의 인허가 승인 및 관계기관과의 협의·승인 과정 등에 의해 변동될 수 있음
자료: F&F, 하나금융투자

5. 의류 저성장 기조 속, 브랜드 가치 확장

국내 패션 시장은 성숙기 진입과 소비 경기 침체 장기화 영향으로 저성장 기조를 보여왔다(2014~2020년 CAGR 1.2%). 경제가 성숙기에 접어들면서 가계 지출이 둔화되었고 의류비 지출 비중도 정체되어 왔다. 의류 업황 개선은 제한적인 가운데, 시대 변화에 유기적으로 적응해가고 있는 업체들에 대한 주목이 더욱 필요해졌다.

특히 패션 브랜드산업은 인지도 높은 수입브랜드의 국내 직진출과, 온라인을 통한 수입 브랜드로의 접근성 향상, 가성비 중시 소비자 증가로 경쟁력이 약화되었다. 더 이상 커지지 않는 전체 시장에서 브랜드력을 바탕으로 새로운 사업영역(신 카테고리) 확장 또는 해외시장 개척으로 집중해야 하는 상황이다. 그렇기 때문에 급변하는 유행 속에서 빠르게 대응력을 높이고 신성장동력을 발굴해 브랜드가치를 높이는 일이 더욱 중요해졌다.

의류 저성장 기조 속 브랜드산업 생존 전략: '브랜드력' 제고

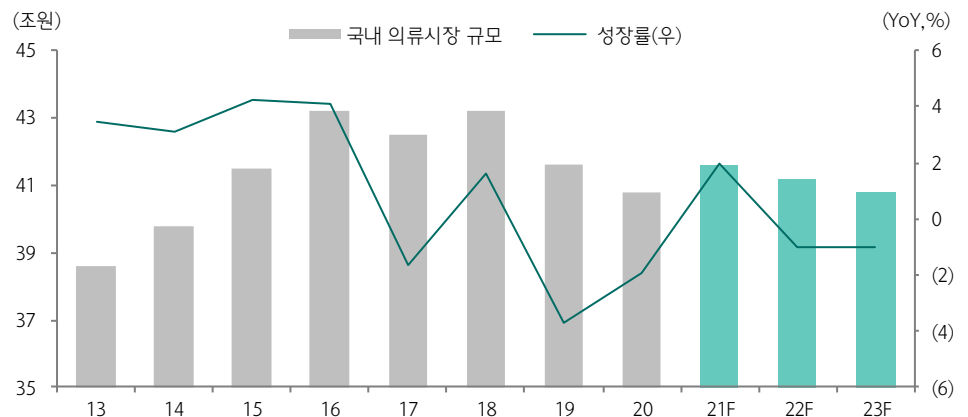
브랜드 가치를 형성하기 위해서는 첫째, 변화하는 시장 속에서 소비자 요구를 충족, 탁월하고 빠른 속도의 브랜드 인지도 확보 전략이 있어야 한다. 즉 트렌드에 맞는 히트 아이템들을 선점하여 시장에서 소비자에게 인정받아야 한다. 결국 경쟁력을 갖춘 상품은 소비자의 구매로 이어지며, 이는 브랜드 로열티를 형성한다. 빠른 유행 주기에 대응하지 못하거나 브랜드력이 약화되는 경우에는 오히려 급격한 실적 악화의 원인으로 작용하게 된다. 둘째, 히트 상품을 연속적으로 출시해야 한다. 하나의 상품 라인업으로 연간 30%의 고성장을 지속할 수 없다. 다양한 상품 믹스를 갖고 있어야 한다. 첫 상품라인업의 성공적인 런칭과 전개로 인지도를 올리고, 첫 상품 성장률이 둔화되기 전에 신규 상품라인업을 다시 런칭 시키면서 고성장을 이어가야 한다.

F&F, 높은 브랜드력 + 해외시장 진출 통한 높은 성장 잠재력 보유

위에 두 가지 조건을 모두 만족시키는 브랜드업체가 바로 F&F이다. 전체 의류 시장 성장은 둔화되고 있지만, F&F는 비우호적 영업환경 속에서도 높은 브랜드력 기반 시장을 상회하는 성장률을 구가하고 있다. 이는 F&F가 국내 시장의 특성 및 트렌드 변화에 맞추어 수많은 히트아이템을 배출한 것에 기인한다. 그와 동시에, 해외에서 신성장동력을 찾으며 실적과 밸류에이션 상승 또한 도모하고 있다. 탄탄한 내수 브랜드는 실적가시성이 높고 중국 진출을 통한 외형 성장 잠재력도 충분하다. 탁월한 브랜드 전개 능력 기반 중장기 성장 방향성에 의심이 없는 F&F에 주목할 필요가 있다.

그림 4. 국내 의류 시장규모와 성장을 추이 및 전망

국내 의류 시장은 2021년 전년동기 대비 2% 증가한 41.6조원 규모 전망



자료: 한국섬유산업협회, F&F, 하나금융투자

6. 투자포인트

1) 높은 트렌드 적중력

F&F는 두 개의 라이선스 브랜드(디스커버리, MLB)를 국내 시장의 트렌드 변화에 맞추어 라이프스타일 패션 브랜드로 재창출시켜 브랜드 인지도를 제고시켰다.

디스커버리는 2012년 F&F가 디스커버리 다큐멘터리 전문 채널로부터 한국 라이선스를 획득해 생산 판매하고 있는 아웃도어 브랜드다. 대형 아웃도어 업체들이 저조한 실적을 기록하는 가운데 F&F의 디스커버리는 고성장을 이어가고 있다. 2014~2020년 디스커버리 연평균 성장률은 24% 증가하였고, 연 매출 3,000억원 이상을 창출하는 메가브랜드로 성장하였다. 이는 변화하는 아웃도어 의류에 대한 소비자 요구를 충족, 빠른 속도의 인지도 확보 전략 때문으로 분석한다.

국내 아웃도어 시장은 2019년 기준 약 2조원(YoY -22%) 규모이다. 과거 30% 내외의 고성장을 지속해왔으나, 2014년을 기점으로 정체기에 진입했다. 이에 수많은 아웃도어 브랜드들이 최근 사업 정리에 들어가고 있다. LF가 '라퐁마'의 중단 결정을 발표했고, 삼성물산 패션부문도 빈폴스포츠 사업을 정리했다.

'라이프 스타일 아웃도어' 인기

디스커버리의 강점은 품질 좋은 상품력 기반, 반팔티셔츠, 레깅스 등 판매 카테고리 다양하고 세대폭이 넓다는 것이다. 먼저 디스커버리는 익숙한 다큐멘터리 채널 '디스커버리'를 브랜드에 사용해 20~30대의 낮은 연령층에 쉽게 다가섰다. 런칭 이후에는 최근 급부상하고 있는 애슬레저(운동+여가) 라이프 스타일에 맞춰, 그래픽 티셔츠, 레깅스, 래쉬가드 등 다양한 카테고리를 선보였다. 그래픽 티셔츠는 50여 가지의 다양한 스타일을 출시했고, 레깅스는 여행, 레저나 일상속에서 데일리 아이템으로 활용 가능한 디자인을 제안하였다. 소비자의 니즈를 담은 제품 디자인으로 아웃도어 비수기인 여름에도 매출 호조를 지속하고 있다.

디스커버리, 높은 트렌드 적중력으로 매출 고성장

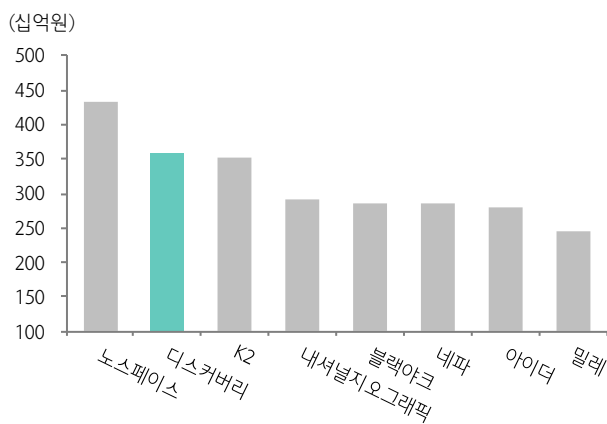
디스커버리는 올해 높은 브랜드 경쟁력 및 아웃도어 시장의 재도약에 힘입어 매출이 20% 이상 성장하면서 회복세를 보일 전망이다. 코로나 영향 해외여행이 불가능해지고, 실내 스포츠 활동이 어려워지자 캠핑, 등산 등으로 여가문화가 바뀌었다. 실제로 2018년 400만명으로 집계되던 캠핑 인구는 2020년 상반기 40%가량 늘어난 500만명 이상으로 추산된다(캠핑아웃도어진흥원 출처). 특히 과거 중장년층이 즐기던 캠핑과 등산 등의 취미생활이 혼자 산을 찾는 '혼산', 자동차를 이용한 캠핑 '차박' 트렌드로 부상하고 있다. 이에 따라 20~30대 세대들의 라이프스타일 아웃도어 용품 수요가 급증하고 있다. 이전과 다른 소비패턴 변화로 인한 아웃도어 시장의 급작스런 성장세는 분명 디스커버리에 기회요인으로 작용할 것이다.

그림 5. 일상에서 착용 가능한 아웃도어 의류를 강조한 디스커버리 확보



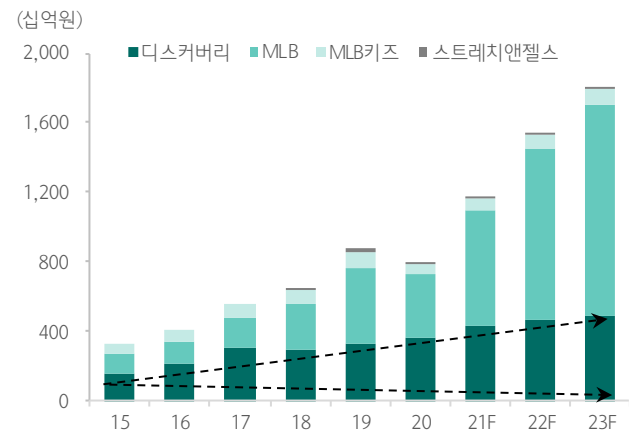
자료: F&F, 하나금융투자

그림 6. 2020년 주요 아웃도어 기업 및 브랜드 매출 규모



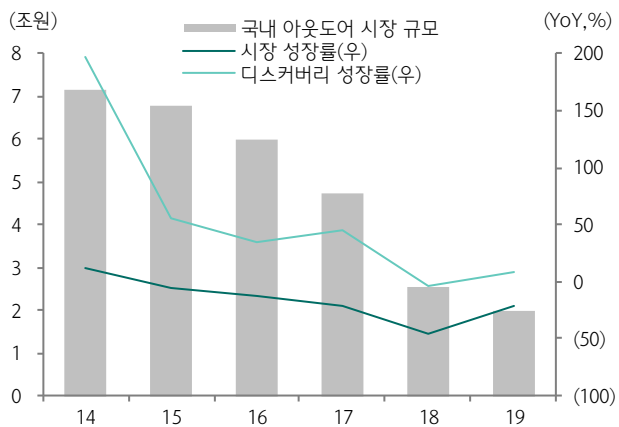
자료: F&F, 하나금융투자

그림 7. 디스커버리, F&F의 안정된 캐시카우 역할 지속할 전망



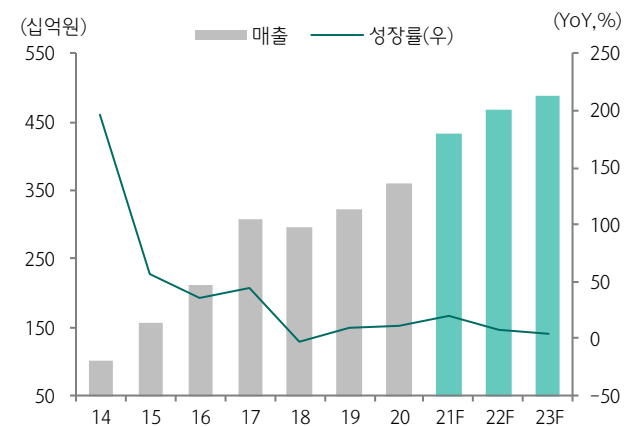
자료: F&F, 하나금융투자

그림 8. 국내 아웃도어 시장 규모와 디스커버리 성장률 추이



자료: 삼성패션연구소, 하나금융투자

그림 9. 디스커버리 매출과 성장률 추이 및 전망



자료: F&F, 하나금융투자

2) 카테고리 확장

카테고리 다격화를 통해 브랜드 지속 가능성 상승

신발 카테고리로의 확장은 F&F 브랜드 지속 가능성을 더욱 높였다. 2014년부터 17년까지 CAGR 45% 고성장이던 2018년 디스커버리가 역성장하자, 주가는 하락하였다. 중국인 인바운드 증가에 따른 MLB 면세점 실적 개선은 긍정적이었으나, 2018년 이후 아웃도어 시장 히트아이템이었던 롱패딩의 인기가 저하되자 디스커버리 실적 악화 우려로 F&F 주가는 하락세를 거듭했다. 이때 F&F의 주가 상승을 도모한 것은 신발(어글리슈즈) 출시였다.

2-1) 신발 카테고리 고성장세 지속

2019년에 출시한 어글리슈즈의 매출 호조세 지속

2019년 1월 F&F 브랜드 MLB는 '빅볼청키'를 선보였고, 디스커버리는 버킷디워커를 출시하였다. 빅볼청키는 어글리슈즈 특유의 청키한 디자인에 뉴욕양키스, LA다저스 등 유명 메이저리그 팀의 로고를 더해 브랜드 아이덴티티를 담아낸 것이 특징이다. 이후 SNS 상에서 '아이돌 신발', '인싸템'으로 유명세를 치르기 시작한 빅볼청키는 출시 1분기만에 5만족이 판매되었다. 가격 측면에서도 타 브랜드 대비 경쟁력을 확보하면서, 휠라 '디스럽터'나 엄브로 '범피', 푸마 '썬더' 등을 중심으로 한 어글리슈즈 운동화 시장에 성공적으로 안착할 수 있었다.

디스커버리도 같은 해 '버킷디워커'를 런칭하였다. 버킷디워커는 기존 어글리슈즈가 무겁다는데 착안해 무게를 낮추고 자체 개발 기술로 폭신한 착용감을 강조하였다. 그 결과 출시 1분기만에 12만족이 완판되었다. 특히, 코로나19로 해외 여행이 불가능해지고, 실내 스포츠 활동이 어려워지면서 젊은 세대 사이에서 등산과 캠핑이 트렌드로 자리잡았다. 이에 따라 등산 시 최소한 갖춰야하는 신발이 필수 용품으로 부상하며 급격히 디스커버리 신발 판매율이 급증하였다. 2019년 연간 약 660억원을 기록하였던 신발 매출은 2020년 약 1,120억원을 기록하며 MLB와 디스커버리 매출의 14%까지 확대되었다.

2-2) 카테고리별 매출 선순환

2018년까지 모자 매출 의존도 높았으나, 2019년 이후 의류와 신발 비중 확대

신발 출시 전 MLB는 모자 매출 의존도 70% 이상으로 높았으나, 최근 신발 및 의류 비중이 높아짐으로써 이익레버리지 본격화가 기대된다. 품목 다각화는 급변하는 유행 속에서 대응력을 높이고 브랜드 지속 가능성을 높인다. 디스커버리도 의류에서 신발 매출이 더해지며 성장세가 지속되고 있다. 또한 최근에는 가방 등 액세서리 매출 비중이 가파르게 늘어나고 있다. 신발이나 가방의 평균 판매 가격이 모자보다 높아 매출 성장에 크게 기여하는 동시에, 매출이 커지면서 전체 수익성 개선이 되는 점 또한 고무적이다. MLB 빅볼청키와 Discovery 버킷디워커 단가는 각각 89,000원 129,000원이다. 특히 신발 및 가방은 계절성이 적고 할인율이 낮아 국내 사업부문 실적 모멘텀으로 작용할 것이다.

하나의 상품 라인업으로 고성장을 지속하기는 힘들다. 첫 상품라인업의 성공적인 런칭과 전개로 인지도를 올리고, 첫 상품 성장률이 둔화되기 전에 신규 상품라인업을 다시 런칭 시켜야 고성장을 이어나갈 수 있다. 이런 면에서, F&F는 신발 라인업 확장을 통해 브랜드 인지도를 제고 시키고, 이를 바탕으로 중국 사업 진출도 진행하고 있어 향후 큰 폭 매출 신장이 기대된다.

그림 10. F&F주가 추이, 새로운 카테고리 확장을 통해 주가 상승 도모



자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 11. MLB 카테고리별 매출 비중, 모자 외에도 다양한 품목 비중 골고루 분산

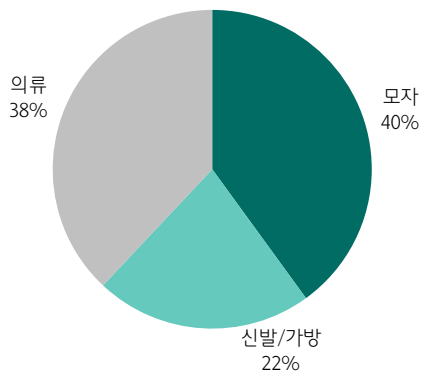
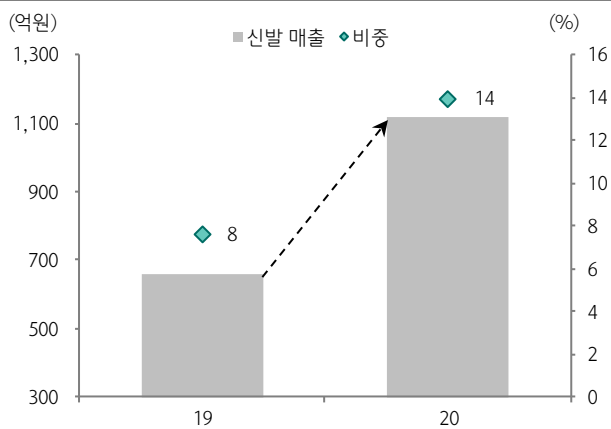
주: 2020년 기준
자료: F&F, 하나금융투자

그림 12. MLB 청키 조거와 디스커버리 조거 클래식



자료: F&F, 하나금융투자

그림 13. MLB+디스커버리 신발 매출 및 비중 추이



자료: F&F, 하나금융투자

3) 중국사업 전개, 밸류에이션 Re-rating의 시작

F&F의 성장 모멘텀은 이제 중국

이제 중국 진출이 F&F의 신성장동력으로 밸류에이션 상승을 기대할 수 있는 요소가 되었다. 과거 주요 소비재 업체들은 중국 매출 비중이 10%이상을 상승하면서 밸류에이션 상승이 가시화되었다. 아모레퍼시픽의 경우 밸류에이션 리레이팅이 본격화 되었던 시기는 2013~2016년이다. 중국 매출 비중은 2012년 9%에서 2016년 20%까지 상승했고 12MF PER은 20배에서 40배까지 올라갔다. 이제는 F&F의 높은 브랜드력 기반 중국향 모멘텀이 기대되는 시점이다.

3-1) 면세점 통해 중국 내 입지도 선입중

면세점 매출을 통해 중국 내 입지도 선입중

F&F의 중국 내 입지도는 이미 면세점 매출을 통해 입증되었다. 2017년 연초부터 발생한 면세점 매출은 2019년 YoY 98% 성장한 2,669억원으로 전체 MLB 매출비중 60%까지 상승했다. 2020년 기준 17개 매장에 입점해 있으며, 입점된 면세점들은 국내 전체 면세점에서 매출 비중이 높은 주요 상권인 롯데 소공점, 신세계 명동점, 신라 장충점 등으로 중국인 인바운드 회복 효과를 온전히 누릴 수 있을 것으로 예상된다. 특히 면세 매출에서 모자 비중이 60%이상이었는데, 최근에는 MLB의 인기가 모자에서 가방, 신발, 옷으로 확산되는 흐름이다.

3-2) 중국 사업 확대 본격화

2019년 2분기 발생한 중국 매출은 19년 연간 매출 199억원에서 20년 745억원까지 증가

F&F는 2017년 9월 아시아 비즈니스를 위해 에프앤에프 홍콩법인을 설립하였으며, 홍콩 몽콕 1호점을 시작으로 중국인 등 해외 관광객 타겟으로 제품을 판매하고 있다. 이후, 2019년 1월 MLB 중국 판권 라이선스를 체결한 이후, 에프앤에프 상하이를 중국 현지법인으로 설립하였다.

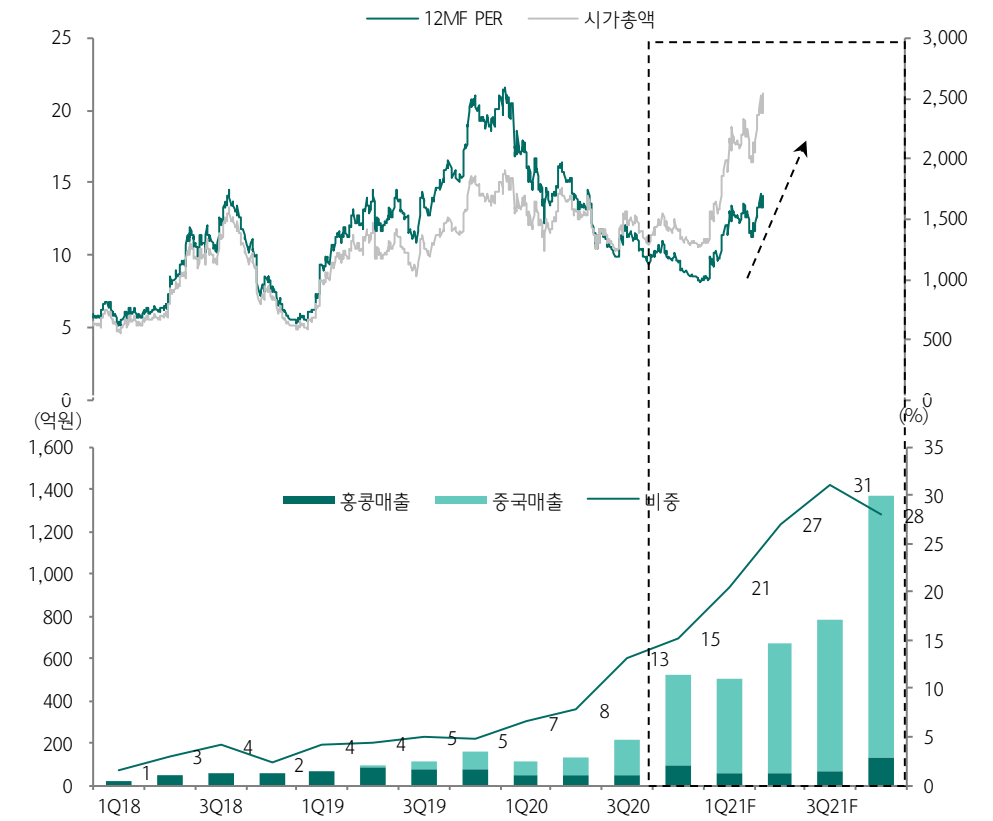
홍콩법인은 무분별한 오프라인 점포 확대보다는 홍콩, 마카오 내 핵심상권 중심 신중한 점포 확대 전략을 채택하고 있다. 이후 중국 시장 진출 시에도 2~3개 플래그십 스토어 오픈을 통해 브랜드이미지를 선 구축하고, 온라인 유통채널 판매를 통해 높은 이익률을 실현하고 있다. 중국 상해 법인은 2020년 말 기준 75개의 오프라인 점포가 있으며, 2019년 6월 티몰에 입점하였다. 2019년 2분기부터 시작했던 중국 매출은 2019년 매출 119억원에서 2020년 745억원까지 가파르게 증가하였다. 티몰 일평균 매출도 2019년 3~4천만원에서 2020년 3분기 7~8천만원까지 증가하며, 전년동기대비 약 3배 이상 꾸준히 증가하고 있다.

기존 2개의 오프라인 직영점으로 시작했던 중국법인은 2020년 하반기때 중국 현지 유통사를 통해 공격적으로 매장 확장을 도모하고 있다. 중국 대리점 형태로 임차료 등 고정비 부담은 제한적일 전망이다.

오프라인 매장 수는 2020년 연말까지 75개에서 2021년 말에는 270개에 달할 것으로 추정한다. 매장 출점 가속화로 연간 대리상 매출만 약 2,500억원 이상 기대한다. 향후 온오프라인 시너지로 중국법인 매출은 면세 실적 부진을 상쇄할 것으로 기대한다. 공격적 오프라인 채널 확장과 온라인 매출 고신장세 감안시 중국 사업이 본격화되는 2022년, 2023년 매출은 각각 5,280억원, 7,169억원에 달할 것으로 추정한다.

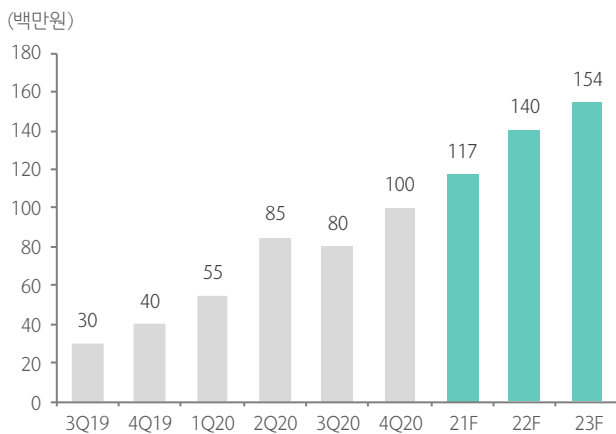
그림 14. 중국향 매출 비중 10% 이상 넘어가며 본격적으로 Re-rating 시작

2020년 말 기준 중국향 매출 비중
13% 기록



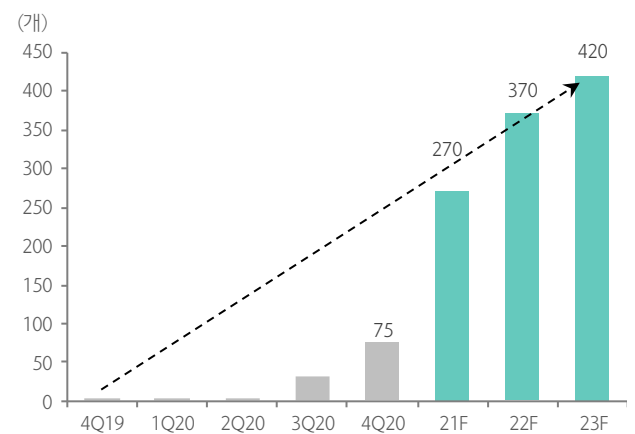
자료: F&F, 하나금융투자

그림 15. MLB 중국 온라인 일매출 추이 및 전망



자료: F&F, 하나금융투자

그림 16. MLB 중국 오프라인 매장 수 추이 및 전망



자료: F&F, 하나금융투자

3-3) 중국 내 MLB 브랜드력 제고

중국 스포츠웨어 시장 최근 5년간
연평균 10% 성장, MLB는 패션 스포츠
브랜드로 수혜 예상

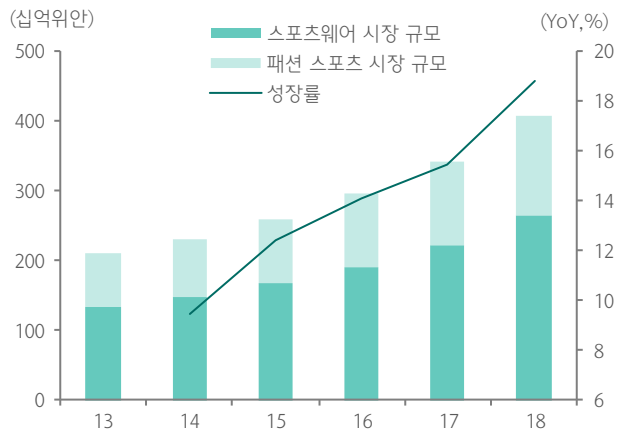
MLB 패션 아이템의 중국 내 인기는 앞으로 지속될 것으로 전망한다. 2019년 기준 중국의 의류 시장 규모는 약 344조원, 그 중 스포츠웨어 시장은 약 50조원 규모로 추정된다. 중국은 단연코 세계 최대의 소비국이다. 소비 여력을 갖춘 중국 중산층 증가에 따라 1인당 소비량도 증가하고 있다. 이와 더불어 중국 정부의 스포츠산업 장려 정책이 잇달아 시행됨으로써 향후 중국 스포츠웨어 시장 규모도 지속적으로 확대될 것으로 전망한다. 특히, 스포츠용 의류 가운데 비교적 빠른 성장세를 보이는 카테고리는 SI(Sports-Inspired: 패션 스포츠) 제품이다.

중국 스포츠웨어 시장은 최근 5년간 연평균 10% 성장하며 글로벌 스포츠 시장 성장을 선도하고 있다. 이 중에서도 패션 스포츠 의류는 스포츠웨어 가운데 비교적 빠른 성장세를 보이며 2013~2018년 연평균 8% 성장, 시장 규모는 약 24조원을 차지하고 있다. 패션 스포츠 시장이 급부상하게 된 데에는 젊은층의 소비 증가가 영향을 미쳤다. 중국 밀레니얼 세대는 디자인과 장식적 요소는 최소화하면서 자신이 걸친 물품의 가치를 드러낼 수 있는 스트리트 패션을 선호한다고 한다. 스트리트 패션이 추구하는 기능성과 편안함, 개성 있는 스타일과 함께 패션 스포츠 시장도 부상했다.

가파르게 성장하는 시장의 기회를 포착하기 위해 수많은 글로벌 브랜드들이 중국에 진출하여 상위 시장점유율을 차지하고 있다. 글로벌 스포츠 브랜드와 F&F의 차이점은 중국 상위 스포츠 아웃도어 브랜드인 나이키와 아디다스 등의 주요 아이템은 신발과 스포츠 의류인 반면, F&F는 모자, 신발, 가방 등의 액세서리 비중이 높다는 점이다(모자 비중 30%, 그 외 의류 60%, 신발 10% 추정). 특히 모자는 의류나 신발과 달리 경쟁할만한 회사가 없기 때문에 중국에서의 MLB 사업성은 나이키, 아디다스와 견준 말 하다는 생각이다. 특정 카테고리에 편중되지 않은 안정적인 포트폴리오가 기대된다.

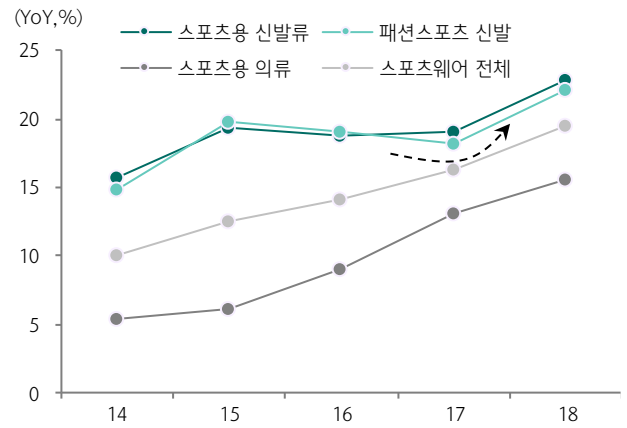
소비 세대 변화, 소득 증가, 정책적 지원 등의 중장기 성장 동력에 힘입어 중국 패션 스포츠 시장의 구조적인 성장은 지속될 전망이다. 향후 중국 스포츠웨어 시장에 대한 긍정적 관점에서 높은 브랜드 인지도와 패션 트렌드 적응력을 가지고 있는 MLB의 수혜가 예상된다. MLB는 중국 내 타 업체 대비 고급스러운 디자인과 세밀한 디테일 등 높은 품질 기반 좋은 반응을 얻고 있다. MLB의 스테디셀러인 야구모자와 빅볼청키슈즈, 보스턴백 등의 히트 아이템들이 중국의 스타일리시한 스트리트패션 트렌드와 맞물려 중국 내 존재감은 더욱 커질 것으로 전망한다.

그림 17. 중국 스포츠웨어 시장내 “패션스포츠” 시장 고성장



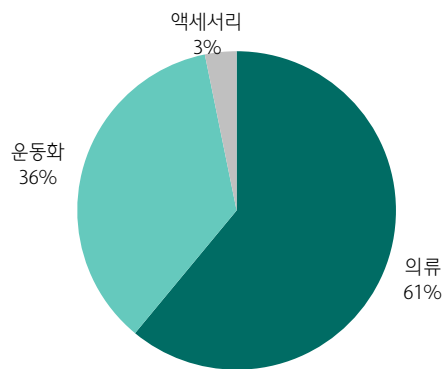
자료: KOTRA, 하나금융투자

그림 18. 스포츠용 신발류 매출액은 의류보다 가파른 성장세를 보임



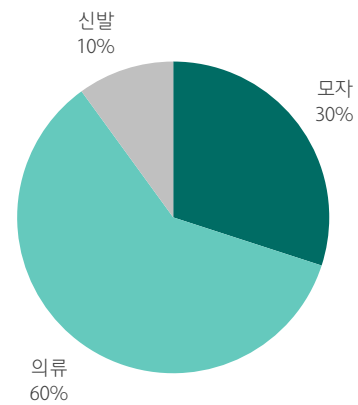
자료: KOTRA, 하나금융투자

그림 19. 안타스포츠 카테고리별 매출 비중



자료: ANTA, 하나금융투자

그림 20. MLB 중국 카테고리별 매출 비중



자료: F&F, 하나금융투자 추정

7. 매출 추정

F&F는 MLB와 디스커버리의 높은 브랜드력과 채널 확장으로 국내와 해외에서 모두 시장 성장률을 상회하는 성장률을 시현하고 있다. 이는 매크로적인 요소 보다는 동사의 개별 경쟁력이 중요함을 보여준다. 따라서 동사의 브랜드별 성장률을 추정해 전체 매출을 산출하는 방식이 적합하다고 판단한다.

1) MLB

1-1) 면세점: 시장성장률 대비 아웃퍼폼

2021년 면세점 채널 점진적 회복
전망

면세 매출은 MLB의 40%를 차지하는 만큼 실적을 좌우하는 핵심 요인이다. (면세점 40%, 백화점 및 직영/대리점 53%, 온라인 7%). MLB의 실적 추정에 앞서 면세 채널 실적 전망이 필요하다. 2017년 2월부터 발생한 면세점 매출은 2019년 YoY 98% 증가한 2,669억원, MLB 전체 매출 내 60% 비중까지 가파르게 상승했다. 다만, 작년에는 코로나19 타격으로 매출이 40% 역신장하였다. 2021년 들어 백신 접종률이 상승하며 해외 여행 재개 및 면세점 채널 실적 회복 기대감이 높아지고 있다. 면세 채널은 전년도 기저효과 만으로도 YoY 20% 이상 성장이 가능하며, MLB의 높은 브랜드 인지도 기반 시장 성장률 대비 아웃퍼폼할 것으로 예상된다. 전년도 기저효과 및 면세 채널의 점진적 회복세로 2021년 면세 채널 매출은 2,194억원(YoY 35%)을 전망한다.

1-2) 순수 내수: 의류 업황 회복에 따른 성장세 전망

의류 업황 회복과 높은 브랜드력
기반 2021년 연간 YoY 10% 이상
성장을 달성할 것으로 전망

2017년 면세 채널에 입점하기 이전 MLB 내수 매출은 성장 정체기 진입과 제한적인 매장 확대 영향 2012~2016년 연평균 4%에 불과하였다. 이후, 마진율이 높은 모자와 신발 카테고리 중심으로 카테고리 확장에 성공해 내수에서도 매출이 고신장하였다. 올해는 전방을 형성하고 있는 내수 소비경기가 빠르게 회복됨에 따라 의류 업황도 큰 폭으로 개선되고 있다. 특히 주요 타겟층인 학생들의 개학이 시작되면서 매출 성장폭은 더욱 확대될 것으로 전망한다. 이에 따라 2021년 순수 내수 매출은 YoY 12% 성장한 1,400억원을 예상한다.

MLB 비면세 매출에는 자회사향 수출 매출이 포함되어있다. 대부분 홍콩 및 중국 현지 법인으로 나가는 물량이다. 따라서 MLB 비면세 매출 추정 시, 순수 내수 부문과 수출 부문으로 나뉘어서 구분하였다. 수출 매출은 홍콩 및 중국 현지법인의 제품의 원가 기준을 적용하였다. MLB 비면세 매출은 전년동기대비 103% 증가한 4,225억원을 전망한다(자회사향 수출은 2,800억원 추정, 내부거래 연결 조정시 상계됨).

면세와 비면세 부문 모두 포함한 전체 MLB 매출액은 2020년 6,419억원(YoY 73%)을 추정한다.

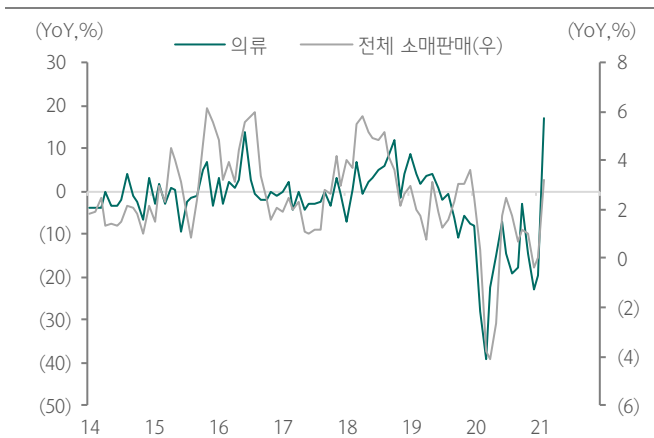
표 7. MLB 매출 추정

(단위: 억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전체 매출	4,448	3,705	6,419	9,370	11,612
수출+순수 내수	1,779	2,080	4,225	6,737	8,505
순수 내수	1,420	1,250	1,400	1,470	1,543
수출+순수 내수(YoY%)	39.0	16.9	103.2	59.4	65.4
순수 내수(YoY,%)	25.9	-11.9	12.0	5.0	5.0
면세	2,669	1,625	2,194	2,633	3,107
면세(YoY,%)	97.6	-39.1	35.0	20.0	18.0

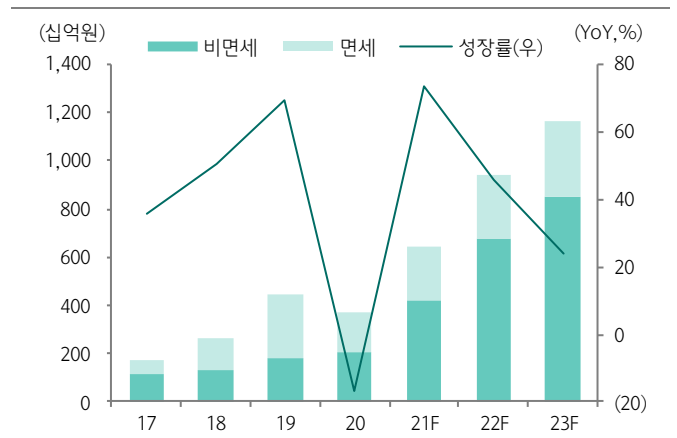
자료: F&F, 하나금융투자

그림 21. 코로나19 이후 의류 소매판매 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 22. MLB 연간 매출 추이 및 전망



자료: F&F, 하나금융투자

2) Discovery: 국내 소비 트렌드와 맞물려 고성장세

라이프스타일 아웃도어 선두주자로서, 안정적인 실적 성장세 전망

전체 의류 시장은 2014~2020년 연평균 성장률 1.2%로 저성장 기조를 보여왔다. 특히 아웃도어 시장은 같은 기간 연평균 20% 역신장하며 침체 장기화를 겪고 있지만, 디스커버리는 동 기간 24% 성장하며 시장 대비 높은 성장세를 기록하였다. 우호적인 소비 트렌드는 2021년에도 지속될 것으로 보이며, 디스커버리의 탁월한 브랜드력 기반 시장 내 지배력을 확대해나갈 것으로 기대한다.

디스커버리의 채널 구성은 백화점 40%, 대리점 40%, 온라인 매출 10% 등으로 오프라인 점포 비중이 80%로 대부분이다. 그렇기 때문에 디스커버리 매출은 백화점 및 대리점 등 오프라인 신규 출점 수가 핵심 변수이다. 높은 브랜드 인지도 기반 2021년 신규 출점 예상인 백화점에 모두 입점, 그 외 대리점 및 상설점은 보수적으로 증가하는 것으로 가정시, 2021년 매출은 YoY 20% 증가한 4,324억원, 2021년 9% 증가한 4,694억원 전망한다. 2022년부터는 출점수가 줄면서 기존 점포당 매출이 올라갈 것으로 예상한다.

표 8. 유통 3사 신규 출점 계획

(단위: 개)

	신세계	롯데	현대
2021	신세계 대전점 백화점	롯데백화점 동탄점 롯데아웃렛 의왕점	더현대서울 여의도 백화점
2022		롯데몰 송도점 롯데프리미엄아웃렛 울산점	
2023	스타필드 청라점 프리미엄아웃렛 경산점		
2024	스타필드 창원 스타필드 수원		현대시티아웃렛 청주점

자료: 각 사, 언론보도, 하나금융투자

표 9. 디스커버리 매출 추정

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출(A+B)	3,065	2,964	3,236	3,592	4,324	4,694	4,889
YoY %	45.0	-3.3	9.2	11.0	20.4	8.5	4.2
온라인(A)	2,912	2,816	3,046	3,233	3,857	4,133	4,273
YoY%	44.6	-3.3	8.2	6.1	19.3	7.2	3.4
매장수(개)	204	223	228	230	233	236	238
매장당 연간 매출	14.3	12.6	14.2	15.6	16.6	17.5	18.0
YoY%	31.1	-11.5	12.4	10.0	6.0	5.8	2.5
온라인(B)	153	148	190	359	467	560	616
YoY%		-3.3	28.2	89.1	30.0	20.0	10.0

자료: F&F, 하나금융투자

3) 중국

3-1) 상해: 공격적인 매장 확대, 높은 실적 모멘텀 예상

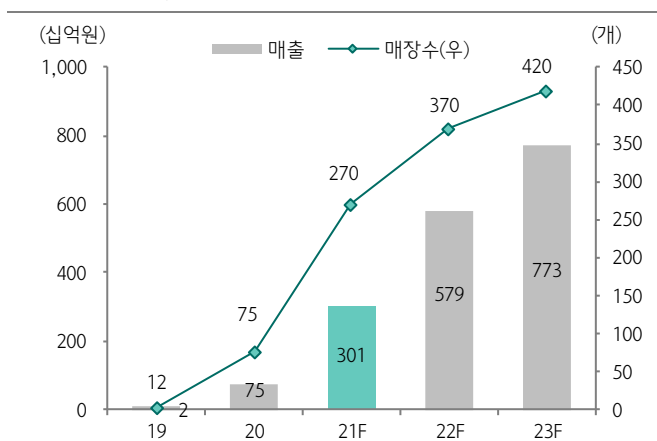
2020년 매출 745억원(YoY 527%)
전망

2021년은 MLB 중국 오프라인 채널 확장을 통한 외형 확장 및 브랜드 인지도 강화가 기대된다.

Tmall 일평균매출은 2019년 3~4천만원에서 2020년 3분기 기준 8~9천만원까지 증가하며, 작년 동기대비 약 3배 이상 꾸준히 증가하고 있다. 일매출이 매년 약 30%씩 증가한다는 가정하에 2021년 연간 온라인 채널 매출만 427억원 가능할 것으로 판단한다. 오프라인 채널의 경우, 2021년 누적 250개 점포수 가이드를 제시하였다. 높은 브랜드력 기반 중국 도소매업자들의 수요가 빠르게 증가하고 있고, 올해 6월부터는 MLB키즈 중국 런칭도 예정되어있다. 올해 말까지 직영 10개점, 대리점 30개 등 총 40개 매장 오픈을 준비 중인 만큼, 회사측 가이드스 대비 점포 수는 더 늘어날 수 있다.

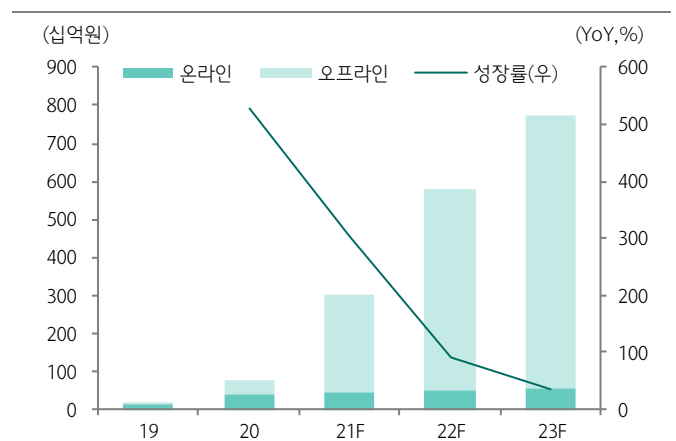
오프라인 매장 출점 가속화로 2021년 오프라인 매출은 약 2,588억원, 21년에는 연간 5,280억원을 전망한다.

그림 23. MLB 중국 매출과 매장수 추이 및 전망



자료: F&F, 하나금융투자

그림 24. 중국 법인 매출 추이 및 전망



자료: F&F, 하나금융투자

표 10. 중국 실적 추정

(단위: 억원)

	20	21F	22F	23F
매출액(온라인+오프라인)	745	3,015	5,792	7,733
온라인	375	427	512	564
일 매출	0.9	1.2	1.4	1.5
오프라인	370	2,588	5,280	7,169
매장수(개)	75	270	370	420
점당 월 매출	0.8	1.3	1.4	1.5

자료: F&F, 하나금융투자

3-2) 홍콩: 공격적 매장수 확대 보다 수익성 중심 전략

홍콩 법인의 경우 무분별한 오프라인 점포 확대보다는 홍콩, 마카오 내 핵심상권 중심 신중한 점포 확대 전략을 채택하고 있다. 홍콩 매장은 모두 관광객 타겟 중심 직영점들이다. 핵심 지역 위주로 선점하여 마케팅을 하는 것이 주 목적이기 때문에 공격적인 매장수 확대보다는 수익성 중심의 전략을 채택할 것으로 예상된다. 2020년 말 기준 총 19개의 오프라인 점포를 보유하고 있다. 2021년 총 5개의 매장수 증가, 점포당 매출은 신규 점포 출점으로 소폭 하락한다고 가정하였다. 이에 따라 2021년 홍콩법인 매출은 전년대비 34% 증가한 310억원을 전망한다.

4) 기타 매출

- ① MLB Kids: 코로나19로 늦어진 개학과 함께 의류, 신발, 백팩 등 전 품목 매출 저하로 2020년 30% 역신장하였다. 하지만, 2021년 기저효과 및 의류 업황 회복세에 힘입어 매출이 YoY 20% 성장할 것으로 기대한다. 2019년까지 MLB키즈 면세 채널 비중은 약 25%였는데, 2021년 면세 채널의 점진적인 개선은 추가적인 실적 개선 요인이다.
- ② Stretch Angels: 2018년 5월 런칭 이후, 2019년 면세 중심으로 매출이 성장(2019년 기준 면세 노출도 50%) 하였다. 디스커버리와 MLB 브랜드 대비 상대적으로 인지도가 낮다. 브랜드 인지도가 의미 있게 올라오기 전까지는 보수적으로 연간 매출 3% 성장에 그칠 것으로 전망한다.
- ③ Duvetica: 2018년 인수한 뒤 줄곧 매출은 급감한 동시에 적자 폭은 확대되고 있다. 지난해에 크로아티아 법인 영업을 중단하였고, 올해 1월에는 듀벤티카 불가리아의 영업중단을 결정했다. 성장률을 제고 시킬만한 요인이 나오지 않는 이상 적자가 지속 될 전망이다.

8. 비용 추정

1) 매출원가: 낮은 할인율로 정상이 판매율 상승

카테고리 믹스 개선+정상가 판매율
상승 영향 GPM 개선 폭 확대

F&F의 매출원가의 경우 외주가공비가 가장 큰 비중을 차지한다. F&F는 자체 제작 공장 없이 제품 전량을 외주로 제작하고 있기 때문이다. 2020년 연결 기준 F&F의 외주가공비는 매출원가의 83%를 차지한다. 전량 아웃소싱을 주고 있기 때문에 인건비, 원재료비 상승 등에 의한 원가 증가분은 판가에 대부분 전가시킨다. 따라서 원가율 변동은 제한적이다, 또한 탁월한 재고관리 능력을 보유하고 있어 재고자산평가손실/환입에 의한 변동 가능성도 제한적이다. 원가율에 변화를 줄 수 있는 요인은 할인율이다. 경기 둔화 시 할인율을 높여 구매를 촉진하는데 이 경우 원가율 상승을 야기한다.

하지만, F&F 매출총이익률은 2020년 기준 67.7%로 업계(신세계인터내셔널 56%, 월라홀딩스 49%, 한섬 59%) 대비 크게 상회하는 수준이다. 이는 정상이 판매율이 안정적으로 유지되고 있음을 보여준다. 전통적으로 신발은 의류에 비해 재고 부담이 적은 품목으로 향후 의류 외에 신발, 모자 등 잡화 카테고리 비중이 상승함에 따라 정상이 판매율은 더 높아질 것으로 전망한다. 2021년 매출원가율은 YoY 0.7%p 하락한 31.6%를 전망한다.

2) 판매관리비: 매출 성장에 따른 이익레버리지 효과 기대

지급수수료가 핵심

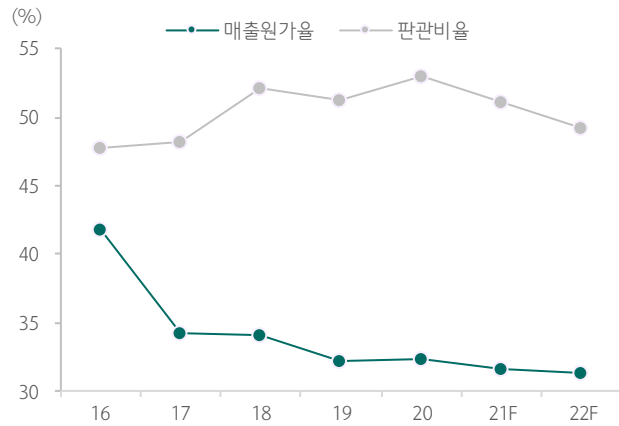
F&F의 판관비는 지급수수료 70%, 감가상각비 8%, 인건비 8%, 광고선전비+판매촉진비 6%, 임차료 3%, 기타 4%로 구성되어 있다(2020년 연결 기준). 절대적인 비중을 차지하는 것은 지급수수료이다. 지급수수료는 매출에 연동되어 발생하는 변동비이다. 매출과 함께 유통망이 늘어나면 중간수수료도 증가하는 구조다. 높은 면세점 수수료가 대부분을 차지할 것이다(유통 업체별 판매수수료는 면세점 50%, 홈쇼핑 32%, 백화점 30%, 온라인 10% 순).

2021년 판관비율은 YoY -2.0%p 감소한 51.1% 수준을 예상한다. 점차적으로 판관비율은 축소될 것으로 전망하는데, MLB와 디스커버리 고성장에 따른 비용 부담 완화로 점진적인 수익성 개선이 전망되기 때문이다. 향후 매장수 확대를 통해 높은 실적 모멘텀이 예상되며, 브랜드력 제고에 따른 F&F의 협상력이 지속적으로 높아질 것으로 기대한다.

작년에는 코로나19 타격으로 매출이 감소하며 지급수수료 부담이 적었지만, 올해는 매출이 가파른 회복세에 있는 만큼 지급수수료 비중은 확대될 것으로 본다. 다만, 중국 현지 유통사를 통한 대리상 방식은 지급수수료가 발생하지 않아 비용 부담은 적다.

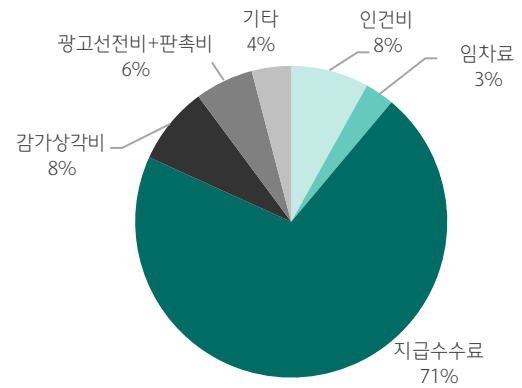
2021년까지 예정되어 있는 점포가 모두 출점한다고 가정하면 인건비, 임차료, 감가상각비 등 고정비 증가가 불가피하다. 하지만, 향후 오프라인 점포당 매출 규모 증가 및 고성장에 따라 고정비 부담 완화, 광고비 축소 효과 등으로 이익레버리지 확대가 기대된다. 이에 따라, 2021년 영업이익은 2,131억원(YoY 74%, OPM 17.3%, YoY +2.7%p)을 추정한다.

그림 25. 매출원가율과 판관비율 추이와 전망: 낮은 변동성



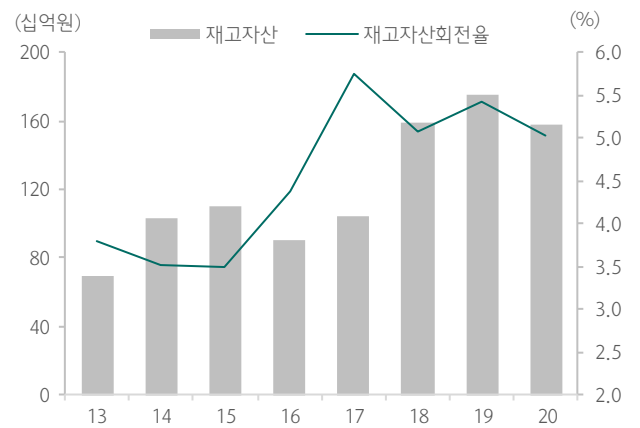
자료: F&F, 하나금융투자

그림 26. 판매관리비 구성



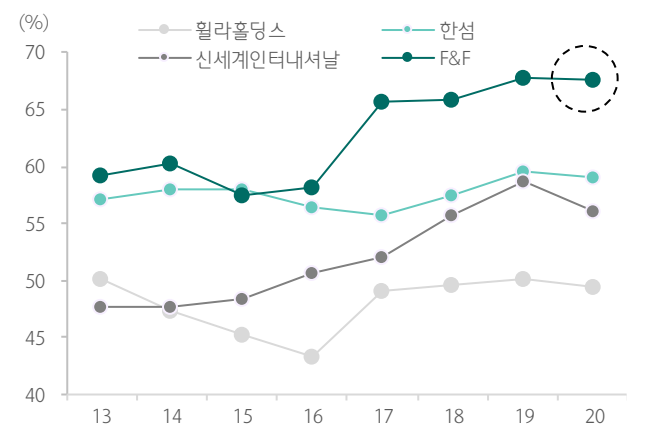
자료: F&F, 하나금융투자

그림 27. 재고자산 추이



자료: F&F, 하나금융투자

그림 28. 매출총이익률(타 업계 대비 높음)



자료: 각 사, 하나금융투자

9. 리스크 요인

1) 라이선스 재계약 여부

재계약 안 될 가능성 제한적

라이선스 사업의 가장 큰 우려 요인은 재계약 리스크다. 진출 초기에 해외 브랜드들은 특정업체에 국내 판권을 준 뒤 잘되면 계약이 끝나고 직진출하는 경우가 많다. 하지만 F&F의 경우 MLB와 디스커버리 계약이 모두 2027년까지 보장되어 있으며, 이전에도 계약은 꾸준히 갱신되어 왔다. 향후에도 재계약 리스크는 매우 낮다고 판단되는데 이는 MLB와 디스커버리가 패션브랜드 회사가 아니라, F&F에게 회사의 상표를 사용할 권리만 주고 로열티를 받는 입장이기 때문이다. F&F는 디자인, 개발, 마케팅, 유통 등 모든 과정을 담당하고 있다는 점에서 다른 라이선스 사업과 큰 차이가 있고 오히려 자체브랜드에 더 가깝다.

2) 중국 대리상 방식의 한계

중장기적인 브랜드 관리를 위해서는 생산부터 소비까지 직접 통제할 수 있어야 함

대리상에 의한 도매 판매 방식은 출점 속도가 직영점보다 빠르고, 매장 운용 등 고정비 부담이 없어 이익 기여도가 높다. 하지만, 이러한 판매 방식은 초기에 그쳐야 한다. 단기적으로 빠르게 매출을 올릴 수 있다는 장점이 있지만, 자칫 잘못하면 브랜드 이미지가 훼손되어 단기간에 도태될 수 있다. 대리상은 단기적인 이익에 급급할 수밖에 없기 때문에 중장기적인 브랜드 관리와는 거리가 멀다. 가격 통제 조항을 삽입하더라도 지켜지지 않는 경우가 허다하다. 지속 가능한 브랜드 비즈니스를 전개하려면 생산부터 소비자까지 품질과 가격을 통제할 수 있어야 한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	910.3	837.6	1,230.4	1,621.7	1,905.7
매출원가	293.4	270.8	388.8	507.3	594.4
매출총이익	616.9	566.8	841.6	1,114.4	1,311.3
판매비	466.2	444.3	628.5	798.0	915.0
영업이익	150.7	122.6	213.1	316.4	396.3
금융손익	0.3	(1.9)	(1.6)	(1.4)	(1.1)
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(0.1)	0.4	0.4	0.4
세전이익	151.0	120.4	211.9	315.4	395.6
법인세	41.0	35.0	57.2	82.0	102.8
계속사업이익	109.9	85.4	154.7	233.4	292.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	109.9	85.4	154.7	233.4	292.7
비지배주주지분 순이익	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.5)
지배주주순이익	110.2	85.8	155.5	234.6	294.2
지배주주지분포괄이익	109.0	85.3	155.4	234.6	294.2
NOPAT	109.8	86.9	155.6	234.1	293.3
EBITDA	180.9	158.1	241.0	338.3	413.5
성장성(%)					
매출액증가율	36.21	(7.99)	46.90	31.80	17.51
NOPAT증가율	54.87	(20.86)	79.06	50.45	25.29
EBITDA증가율	78.93	(12.60)	52.44	40.37	22.23
영업이익증가율	64.70	(18.65)	73.82	48.47	25.25
(지배주주)순이익증가율	0.92	(22.14)	81.24	50.87	25.40
EPS증가율	0.95	(22.15)	81.19	50.90	25.42
수익성(%)					
매출총이익률	67.77	67.67	68.40	68.72	68.81
EBITDA이익률	19.87	18.88	19.59	20.86	21.70
영업이익률	16.55	14.64	17.32	19.51	20.80
계속사업이익률	12.07	10.20	12.57	14.39	15.36

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	7,156	5,571	10,094	15,232	19,104
BPS	31,812	36,358	45,458	59,696	77,805
CFPS	12,648	10,361	15,501	21,751	26,526
EBITDAPS	11,748	10,269	15,651	21,969	26,853
SPS	59,113	54,391	79,899	105,306	123,747
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	15.65	15.15	16.20	10.73	8.56
PBR	3.52	2.32	3.60	2.74	2.10
PCFR	8.86	8.15	10.55	7.52	6.16
EV/EBITDA	9.15	7.21	9.45	6.20	4.47
PSR	1.89	1.55	2.05	1.55	1.32
재무비율(%)					
ROE	25.13	16.59	25.02	29.28	28.02
ROA	18.67	11.42	16.92	20.14	19.94
ROIC	33.67	24.49	43.49	60.77	71.37
부채비율	41.49	48.23	47.54	44.14	38.28
순부채비율	(14.53)	(29.12)	(38.20)	(48.43)	(58.04)
이자보상배율(배)	108.22	83.26	111.20	159.33	185.76

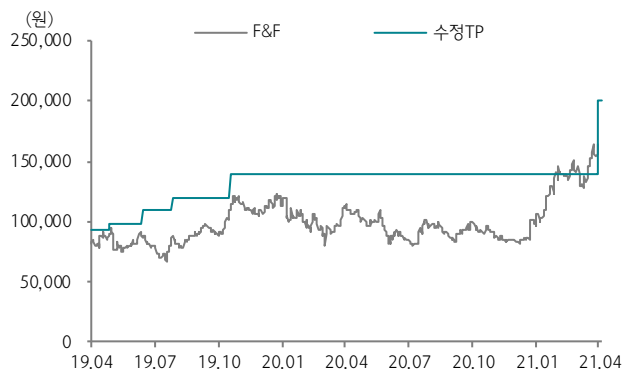
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	400.1	522.2	745.9	1,052.7	1,395.9
금융자산	123.3	261.9	363.5	548.8	803.7
현금성자산	44.9	75.4	171.4	351.1	601.9
매출채권	82.4	70.5	103.5	136.5	160.4
재고자산	175.9	157.5	231.4	305.0	358.4
기타유동자산	18.5	32.3	47.5	62.4	73.4
비유동자산	284.4	295.6	273.7	257.7	244.8
투자자산	44.9	45.0	51.0	57.0	61.3
금융자산	40.0	33.2	33.6	34.0	34.3
유형자산	160.6	165.9	138.5	117.0	100.2
무형자산	11.5	25.7	25.2	24.7	24.3
기타비유동자산	67.4	59.0	59.0	59.0	59.0
자산총계	684.4	817.8	1,019.6	1,310.4	1,640.7
유동부채	161.4	242.8	302.5	372.6	423.5
금융부채	18.8	83.8	82.1	91.0	97.5
매입채무	57.2	53.2	78.2	103.1	121.1
기타유동부채	85.4	105.8	142.2	178.5	204.9
비유동부채	39.3	23.3	26.0	28.7	30.7
금융부채	34.2	17.5	17.5	17.5	17.5
기타비유동부채	5.1	5.8	8.5	11.2	13.2
부채총계	200.7	266.1	328.5	401.3	454.2
지배주주지분	483.0	551.3	691.5	910.7	1,189.6
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
자본조정	(6.9)	(8.6)	(8.6)	(8.6)	(8.6)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	479.6	550.1	690.2	909.5	1,188.4
비지배주주지분	0.7	0.4	(0.4)	(1.6)	(3.1)
자본총계	483.7	551.7	691.1	909.1	1,186.5
순금융부채	(70.3)	(160.7)	(264.0)	(440.3)	(688.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	161.8	154.6	132.7	205.6	273.9
당기순이익	109.9	85.4	154.7	233.4	292.7
조정	6	3	3	2	2
감가상각비	30.2	35.6	27.9	21.9	17.2
외환거래손익	0.2	1.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	(24.5)	(34.7)	(24.9)	(19.9)	(15.2)
영업활동 자산부채 변동	(9.9)	40.3	(49.9)	(49.7)	(36.1)
투자활동 현금흐름	(109.5)	(139.5)	(11.6)	(11.5)	(8.4)
투자자산감소(증가)	(19.5)	0.1	(6.0)	(6.0)	(4.3)
자본증가(감소)	(32.1)	(19.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(57.9)	(119.7)	(5.6)	(5.5)	(4.1)
재무활동 현금흐름	(24.5)	16.6	(17.0)	(6.4)	(8.8)
금융부채증가(감소)	53.0	48.3	(1.7)	9.0	6.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(67.5)	(16.4)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(10.0)	(15.3)	(15.3)	(15.3)	(15.3)
현금의 증감	27.6	31.7	94.8	179.7	250.9
Unlevered CFO	194.8	159.6	238.7	335.0	408.5
Free Cash Flow	129.6	134.7	132.7	205.6	273.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

F&F



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.22	BUY	200,000		
19.11.7	BUY	140,000	-25.73%	17.86%
19.8.16	BUY	120,000	-24.84%	-7.92%
19.7.4	BUY	110,000	-30.13%	-20.45%
19.5.17	BUY	98,000	-15.89%	-3.37%
19.4.10	BUY	93,000	-8.87%	-0.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.23%	5.77%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2021년 4월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.