



BUY (유지)

F&F (383220)

디스커버리, 아시아 지역 11개국 라이선스 취득

목표주가(12M) 100,000원
현재주가(7.17) 74,000원

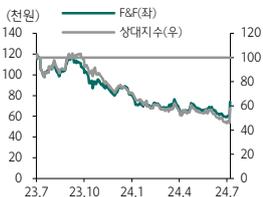
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,843.29
52주 최고/최저(원)	119,000/58,800
시가총액(십억원)	2,834.7
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	38,307.1
60일 평균 거래량(천주)	159.8
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9
외국인지분율(%)	12.62
주요주주 지분율(%)	
F&F홀딩스 외 9인	62.19
브이아이피자산운용	6.65

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,083.4	2,252.5
영업이익(십억원)	535.3	583.9
순이익(십억원)	409.2	447.0
EPS(원)	10,663	11,649
BPS(원)	41,655	49,721

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,808.9	1,978.5	2,105.0	2,265.0
영업이익	524.9	551.8	546.6	591.6
세전이익	605.2	554.9	545.2	589.1
순이익	441.8	425.1	408.9	441.9
EPS	11,532	11,096	10,675	11,536
증감율	30.28	(3.78)	(3.79)	8.07
PER	12.53	8.04	6.93	6.41
PBR	5.88	2.61	1.71	1.40
EV/EBITDA	9.41	5.53	3.82	3.10
ROE	60.40	38.43	27.96	24.24
BPS	24,554	34,188	43,170	53,019
DPS	1,600	1,700	1,700	1,700

디스커버리, 해외 전개 시작

F&F는 디스커버리(Discovery) 브랜드의 중국, 일본 및 동남아시아 등 11개국 아시아지역 독점 라이선스를 취득하기로 결정했다고 공시했다. 기존에 라이선스 사업을 운영하던 사업회사로부터 영업권 및 자산 일체를 524억원에 인수했으며, 본 계약은 25일에 최종적으로 마무리될 예정이다. 계약 기간은 2039년까지 총 15년 이며, 이후 추가 15년 연장에 대한 우선협상권도 확보하였다. 하반기 중국 상해에 첫 매장을 출점할 계획이며, 연말까지 4개~10개 매장을 오픈할 전망이다. 디스커버리도 해외사업 전개가 가능해지며 추가적인 성장동력을 확보했다는 점에서 고무적이다.

대 중국 브랜드 인지도 + 해외 매출 비중 관건

MLB처럼 디스커버리가 중국 내 브랜드 인지도 제고와 해외 매출 비중을 상승 시킬 수 있을지 여부가 관건이다. MLB의 경우 2017~18년 면세점 매출을 통해 대 중국 인지도를 선입증하고 진출한 케이스다. 2017년 연초부터 발생한 면세 매출은 2019년 MLB 매출 비중의 60%까지 확대되었다. 반면, 디스커버리의 면세 매출은 2023년 기준 약 130억원 내외로 디스커버리 매출의 3% 수준에 불과하다. 다만 긍정적인 부분은, 디스커버리는 매출 규모가 4,700억원이나 되는 메가브랜드로 국내에서 높은 브랜드 인지도를 보유하고 있다. 또한, F&F는 MLB를 통해 중국 내 대리상과 유통망을 이미 확보하고 있고, 탁월한 디자인 역량 기반 기존 사업자보다 외형 성장을 빠르게 확장시킬 것으로 기대한다. MLB의 중국 매출은 2019년 진출 초기 119억원(온오프라인 합산, 매장수 2개 기준)에서 2020년 745억원, 2021년 3,823억원, 2022년 5,811억원까지 커지며, 순수 국내 매출의 2배 이상 늘어났다.

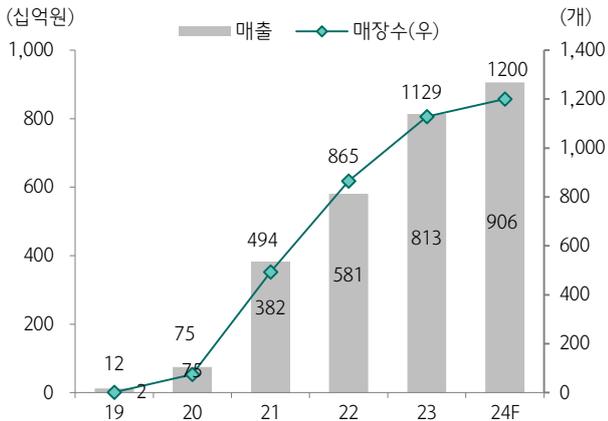
목표주가 100,000원, 투자 의견 '매수' 유지

다만 주가 측면에서 본격적으로 밸류에이션 상승이 가시화하려면 해외 매출 비중이 10% 이상을 넘겨야 한다. F&F도 2020년 4분기 중국향 매출 비중이 13%를 넘어서면서 본격적으로 12MF PER 10배에서 20배까지 re-rating 진행되었다. 금일 26%의 주가 상승에도 불구하고 현재 주가 12MF PER 6.6배로 밸류에이션 부담은 없다. 다만, 디스커버리 해외진출 기대감은 주가에 충분히 반영되었다 판단, 3분기 이후 매장수 오픈 속도와 실적 기여도 확인하면서 접근 유효하다.



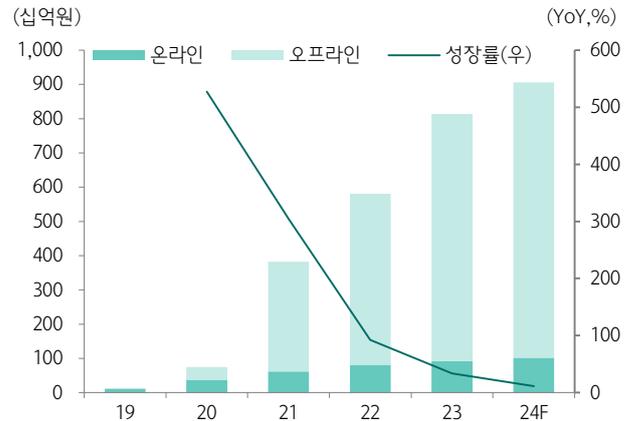
Analyst 서현정 @hanafn.com

도표 1. F&F 중국법인 매장수와 매출 규모 추이



자료: F&F, 하나증권

도표 2. F&F 중국법인 성장률 추이 및 전망



자료: F&F, 하나증권

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

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출	1,809	1,978	2,105	2,265	2,370
국내	1,622	1,722	1,775	1,881	1,966
MLB	992	1,071	1,089	1,151	1,198
MLB Kids	111	116	117	125	132
Discovery	492	465	479	505	525
해외	632	891	999	1,097	1,157
홍콩	51	78	93	104	110
상해	581	813	906	993	1,047
영업이익	525	551	547	592	620
세전이익	605	555	545	589	618
지배순이익	442	425	409	442	464
적정시가총액	3,166	3,483	3,831	4,215	4,636
주식수(천주)	38,307	38,307	38,307	38,307	38,307
적정주가(원)	82,660	90,926	100,018	110,020	121,022
적정PER(배)	7.2	8.2	9.4	9.5	10.0
EPS(원)	11,532	11,096	10,675	11,536	12,102
영업이익률(%)	29.0	27.9	26.0	26.1	26.2
매출 (YoY,%)	22.1	9.4	6.4	7.6	4.7
영업이익 (YoY,%)	23.8	5.1	-0.9	8.2	4.9
순이익 (YoY,%)	41.9	-3.8	-3.8	8.1	4.9

자료: F&F, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,808.9	1,978.5	2,105.0	2,265.0	2,370.4
매출원가	532.7	632.3	673.4	725.3	759.8
매출총이익	1,276.2	1,346.2	1,431.6	1,539.7	1,610.6
판매비	751.3	794.4	885.1	948.1	990.2
영업이익	524.9	551.8	546.6	591.6	620.4
금융손익	(9.6)	0.1	0.7	1.2	1.8
종속/관계기업손익	88.9	7.7	2.3	0.7	0.2
기타영업외손익	1.0	(4.7)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
세전이익	605.2	554.9	545.2	589.1	618.1
법인세	162.5	129.9	136.3	147.3	154.5
계속사업이익	442.7	425.0	408.9	441.9	463.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	442.7	425.0	408.9	441.9	463.5
비배주주지분 순이익	0.9	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	441.8	425.1	408.9	441.9	463.6
지배주주지분포괄이익	437.7	426.4	410.9	444.0	465.8
NOPAT	383.9	422.6	409.9	443.7	465.3
EBITDA	605.2	625.7	584.0	612.2	633.2
성장성(%)					
매출액증가율	66.08	9.38	6.39	7.60	4.65
NOPAT증가율	65.62	10.08	(3.01)	8.25	4.87
EBITDA증가율	72.42	3.39	(6.66)	4.83	3.43
영업이익증가율	62.66	5.12	(0.94)	8.23	4.87
(지배주주)순이익증가율	95.66	(3.78)	(3.81)	8.07	4.91
EPS증가율	30.28	(3.78)	(3.79)	8.07	4.91
수익성(%)					
매출총이익률	70.55	68.04	68.01	67.98	67.95
EBITDA이익률	33.46	31.62	27.74	27.03	26.71
영업이익률	29.02	27.89	25.97	26.12	26.17
계속사업이익률	24.47	21.48	19.43	19.51	19.55

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	11,532	11,096	10,675	11,536	12,102
BPS	24,554	34,188	43,170	53,019	63,433
CFPS	16,008	16,458	14,905	15,334	15,588
EBITDAPS	15,799	16,333	15,245	15,981	16,529
SPS	47,221	51,648	54,951	59,128	61,880
DPS	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700
주가지표(배)					
PER	12.53	8.04	6.93	6.41	6.11
PBR	5.88	2.61	1.71	1.40	1.17
PCFR	9.03	5.42	4.96	4.83	4.75
EV/EBITDA	9.41	5.53	3.82	3.10	2.41
PSR	3.06	1.73	1.35	1.25	1.20
재무비율(%)					
ROE	60.40	38.43	27.96	24.24	20.96
ROA	32.60	23.78	18.67	17.14	15.49
ROIC	97.77	68.58	56.70	62.84	66.40
부채비율	66.48	52.16	42.88	36.51	31.39
순부채비율	14.54	1.34	(18.81)	(31.67)	(41.62)
이자보상배율(배)	50.11	47.80	47.14	50.25	51.97

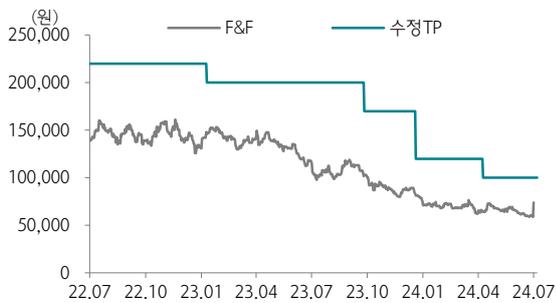
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	601.2	745.6	1,111.6	1,490.0	1,888.8
금융자산	123.5	241.8	575.6	913.1	1,285.1
현금성자산	102.0	220.0	552.4	888.2	1,259.0
매출채권	129.4	119.8	127.4	137.1	143.5
재고자산	297.5	341.1	362.9	390.5	408.6
기타유동자산	50.8	42.9	45.7	49.3	51.6
비유동자산	969.0	1,259.5	1,262.7	1,293.4	1,314.5
투자자산	644.7	654.1	694.7	746.0	779.8
금융자산	8.7	20.2	20.2	20.3	20.3
유형자산	77.2	135.2	104.8	90.8	84.5
무형자산	132.9	177.7	170.7	164.0	157.7
기타비유동자산	114.2	292.5	292.5	292.6	292.5
자산총계	1,570.2	2,005.1	2,374.3	2,783.3	3,203.2
유동부채	575.9	486.9	510.3	539.9	559.4
금융부채	233.7	86.4	89.9	94.4	97.4
매입채무	99.7	94.2	100.2	107.8	112.8
기타유동부채	242.5	306.3	320.2	337.7	349.2
비유동부채	51.1	200.5	202.3	204.5	206.0
금융부채	27.0	173.0	173.0	173.0	173.0
기타비유동부채	24.1	27.5	29.3	31.5	33.0
부채총계	627.0	687.4	712.5	744.4	765.3
지배주주지분	921.5	1,290.5	1,634.6	2,011.9	2,410.8
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	317.5	317.5	317.5	317.5
자본조정	(19.1)	(19.1)	(19.1)	(19.1)	(19.1)
기타포괄이익누계액	(2.5)	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	625.4	987.8	1,331.9	1,709.1	2,108.1
비배주주지분	21.7	27.2	27.2	27.1	27.1
자본총계	943.2	1,317.7	1,661.8	2,039.0	2,437.9
순금융부채	137.2	17.6	(312.6)	(645.7)	(1,014.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369.3	477.0	440.2	454.0	471.8
당기순이익	442.7	425.0	408.9	441.9	463.5
조정	40.5	65.1	40.3	23.4	15.8
감가상각비	80.3	73.8	37.4	20.6	12.7
외환거래손익	2.5	0.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(88.9)	(7.8)	0.0	0.0	0.0
기타	46.6	(1.7)	2.9	2.8	3.1
영업활동 자산부채 변동	(113.9)	(13.1)	(9.0)	(11.3)	(7.5)
투자활동 현금흐름	(171.0)	(100.3)	(42.0)	(53.1)	(35.0)
투자자산감소(증가)	7.2	27.6	(40.6)	(51.3)	(33.8)
자본증가(감소)	(17.9)	(23.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(160.3)	(104.7)	(1.4)	(1.8)	(1.2)
재무활동 현금흐름	(108.9)	(62.6)	(64.2)	(63.1)	(64.7)
금융부채증가(감소)	(10.2)	(1.4)	3.6	4.5	3.0
자본증가(감소)	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(56.6)	(3.9)	(3.0)	(3.0)	(3.1)
배당지급	(42.1)	(61.0)	(64.8)	(64.6)	(64.6)
현금의 증감	89.3	314.2	266.6	335.8	370.8
Unlevered CFO	613.2	630.5	571.0	587.4	597.1
Free Cash Flow	351.4	453.8	440.2	454.0	471.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

F&F



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.25	BUY	100,000		
24.1.5	BUY	120,000	-41.18%	-32.17%
23.10.12	BUY	170,000	-47.40%	-39.29%
23.1.26	BUY	200,000	-36.46%	-23.50%
22.4.19	BUY	220,000	-35.35%	-26.82%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)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 2024년 7월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2024년 7월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- **투자 의견의 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.98%	5.56%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 17일