



F&F (383220)

디스커버리 중국 및 동남아, 11개국 독점 라이선스 취득

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(유지): 92,000원

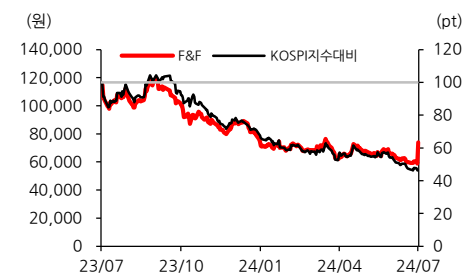
현재 주가(7/17)	74,000원
상승여력	▲ 24.3%
시가총액	28,347억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	119,000 / 58,800원
90 일 일평균 거래대금	108.81억원
외국인 지분율	13.0%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	62.2%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	6.7%
국민연금공단 (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.3	13.0	3.6	-36.2
상대수익률(KOSPI)	8.7	3.0	-13.1	-44.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,809	1,978	2,092	2,245
영업이익	525	552	530	558
EBITDA	605	626	621	659
지배주주순이익	442	425	396	421
EPS	11,532	11,096	10,389	11,038
순차입금	137	18	-244	-540
PER	12.5	8.0	7.1	6.7
PBR	6.0	2.6	1.8	1.4
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.2	3.5
배당수익률	1.1	1.9	2.8	3.1
ROE	60.4	38.4	27.2	23.5

주가 추이



디스커버리, 중국, 일본 및 동남아 독점 라이선스 취득

F&F는 17일 공시를 통해 아웃도어 브랜드인 디스커버리의 중국, 일본, 동남아 국가 등 11개국에서 의류, 소품, 악세서리 등 독점 라이선스를 원 상표권자인 Warner Bros로부터 취득하였다고 밝혔다. 계약 기간은 2039년까지 15년이며, 만료된 이후 추가 15년 연장에 대한 우선협상권을 확보하였으며, 취득 금액은 약 524억원 수준이다.

동사는 금번 라이선스 확보 이후, 연내 상해 1호점을 출점할 계획이며 24년 말까지 총 4 ~ 10개 매장을 오픈할 것으로 전망하며, 형태는 기존 중국법인인 MLB와 유사하게 대리상에 대한 도매 판매 형태가 될 가능성이 높아보인다.

관건은 중국 성장률에 대한 기어

중국 법인의 성장률에 따라 동사의 밸류에이션은 변동되었다. MLB가 중국에 진출 초기 시기인 21년 중국 법인의 성장률은 400% 이상을 기록했고, 동사의 P/E 밸류에이션은 17배까지 확장되었다. 이후 22년 성장률이 50% 수준으로 둔화되면서 밸류에이션은 평균 11~12배 수준을 기록했고, 15%로 둔화된 올해 동사의 P/E는 5배 수준으로 하락했다. MLB 이후 세컨 브랜드인 듀베티카와 수프라는 기대만큼 중국 성장률 반등에 기여하지 못했는데, 국내에서 인지도가 높은 디스커버리가 중국에 신규로 진출하는 만큼 성장률 반등을 이끌어 낼 수 있는 지가 향후 관전 포인트가 되겠다.

참고로 중국 현지에서 약 160개 점포를 운영하고 있는 Kolon(Anta Sports와 코오롱인더의 JV가 운영)의 지난해 매출액 규모는 2,917억원(+49% YoY)으로 파악된다. 이는 리테일 기준 매출액 규모일 것으로 추정되기 때문에 마크업을 제외한 도매 판매 매출은 이보다는 작을 것으로 추정된다.

투자의견 BUY, 목표주가 9.2만원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 9.2만원을 유지한다. 아직 구체적인 사업 계획이 수립되고 시장에 공유되기엔 이른 시기이다. 향후 계획이 구체화된다면 실적 전망치와 목표주가의 변동을 검토하도록 하겠다.

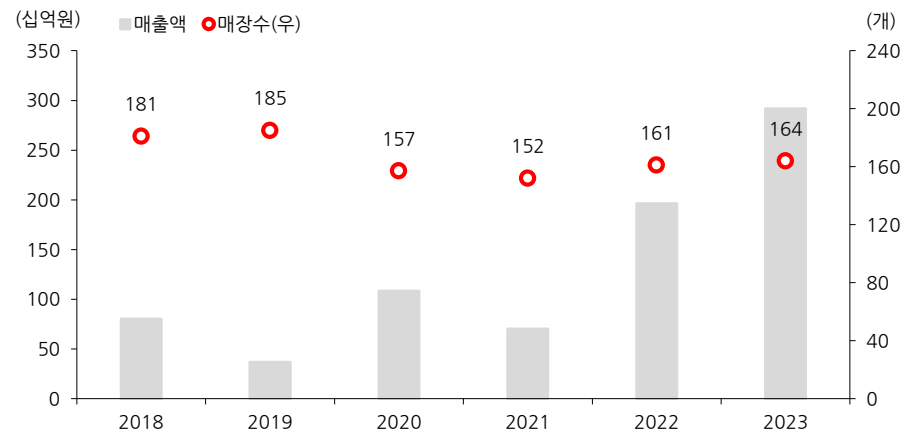
[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	497	405	492	583	507	407	563	615	1,978	2,092	2,245
YoY	14%	9%	11%	4%	2%	0%	14%	5%	9%	6%	7%
MLB 한국	255	202	361	254	235	229	354	276	1,071	1,094	1,204
내수	68	70	56	66	55	57	49	58	260	219	225
면세	42	40	31	45	36	32	25	36	157	128	144
MLB KIDS	29	23	31	32	30	22	31	32	116	115	123
MLB 중국	208	140	261	205	239	161	313	224	813	938	998
오프라인	187	118	246	170	215	136	290	183	721	824	851
온라인	21	22	14	35	24	24	16	36	92	100	102
MLB 홍콩	19	19	18	21	22	19	21	25	77	88	101
DISCOVERY	111	88	72	195	107	86	76	205	467	472	487
Duvetica	2	1	8	6	8	5	11	7	17	31	34
Stretch Angels	1	1	1	0	0	0	0	0	3	0	0
영업이익	149	110	149	144	130	92	156	152	551	530	558
OPM	30%	27%	30%	25%	26%	23%	28%	25%	27.9%	25.3%	24.9%
YoY	11%	16%	7%	-8%	-13%	-16%	5%	5%	5%	-4%	5%

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코오롱스포츠 중국 내 매출액 및 점포수 추이



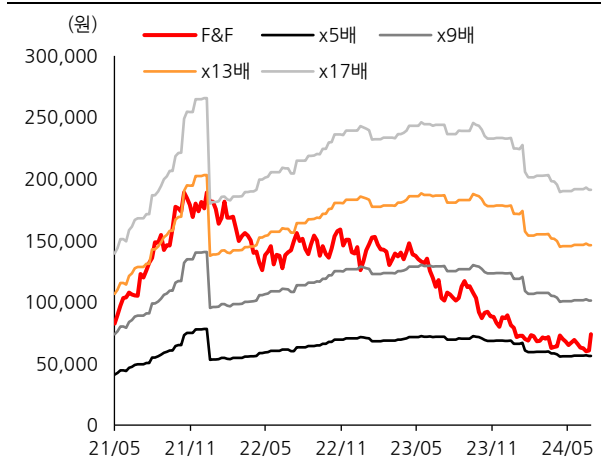
자료: 코오롱인더스트리, ANTA Sports, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 디스커버리 중국 및 동남아 11 개국 독점 라이선스 취득 공시

	주요 내용
1. 대 상	DISCOVERY 상표를 사용한 의류, 소품, 악세사리 등 독점 라이선스 권리
2. 지 역	중국, 일본, 대만, 홍콩, 마카오, 태국, 베트남, 싱가포르, 필리핀, 인도네시아, 말레이시아
3. 기 간	계약일로부터 2039 년말까지(이후 추가 15 년 연장에 대한 우선협상권 확보)
4. 계약상대방	Warner Bros. Consumer Products Inc
5. 계약체결일	2024.07.25 (라이선스 계약 체결 예상일)
6. 기타 참고사항	기존 중국 및 동남아 라이선스 사업회사 영업권 등 자산 인수 후, 본 라이선스 계약 체결 예정
※ 영업권 및 자산 인수 계약	- 거래상대방 : 기존 중국 및 동남아 라이선스 사업회사 - 취득대상 : 영업권 및 자산 일체 - 취득금액 : 52,390,800,000 원 (자산총액대비 : 2.61%) (계약체결일 : 2024.07.17)

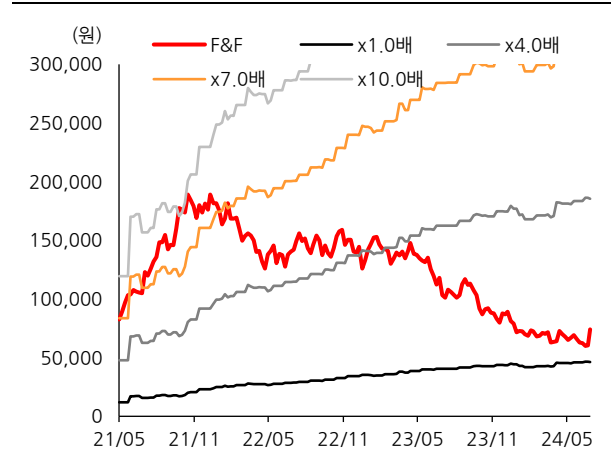
자료: F&F, DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] F&F P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] F&F P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	1,978	2,092	2,245
매출총이익	796	1,276	1,346	1,380	1,504
영업이익	323	525	552	530	558
EBITDA	351	605	626	621	659
순이자손익	-3	-8	-5	-4	-1
외화관련손익	4	-3	4	3	0
지분법손익	-9	89	8	8	12
세전계속사업손익	314	605	555	534	569
당기순이익	226	443	425	397	421
지배주주순이익	226	442	425	396	421
증가율(%)					
매출액	n/a	66.1	9.4	5.7	7.3
영업이익	n/a	62.7	5.1	-3.9	5.3
EBITDA	n/a	72.4	3.4	-0.7	6.1
순이익	n/a	96.1	-4.0	-6.6	6.1
이익률(%)					
매출총이익률	73.1	70.6	68.0	66.0	67.0
영업이익률	29.6	29.0	27.9	25.3	24.9
EBITDA 이익률	32.2	33.5	31.6	29.7	29.4
세전이익률	28.9	33.5	28.0	25.5	25.3
순이익률	20.7	24.5	21.5	19.0	18.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	292	369	477	374	417
당기순이익	226	443	425	397	421
자산상각비	28	80	74	91	101
운전자본증감	-39	-114	-13	-97	-24
매출채권 감소(증가)	-40	-23	14	-20	-13
재고자산 감소(증가)	-98	-57	-19	-48	-30
매입채무 증가(감소)	74	-20	-22	-9	19
투자현금흐름	-568	-171	-100	-89	-42
유형자산처분(취득)	-12	-18	-23	-72	-16
무형자산 감소(증가)	-5	-36	-51	-26	-26
투자자산 감소(증가)	21	-10	-6	8	-1
재무현금흐름	158	-109	-261	-25	-130
차입금의 증가(감소)	162	-51	-212	-22	-50
자본의 증가(감소)	-4	-58	-61	-68	-80
배당금의 지급	0	-42	-61	-65	-80
총현금흐름	363	613	630	474	441
(-)운전자본증감(감소)	45	91	-32	55	24
(-)설비투자	12	18	23	72	16
(+)자산매각	-5	-36	-50	-26	-26
Free Cash Flow	302	468	589	321	376
(-)기타투자	566	130	66	40	0
잉여현금	-264	338	523	281	376
NOPLAT	232	384	423	394	413
(+) Dep	28	80	74	91	101
(-)운전자본투자	45	91	-32	55	24
(-)Capex	12	18	23	72	16
OpFCF	204	355	505	358	474

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	388	601	746	1,060	1,349
현금성자산	22	124	242	485	731
매출채권	118	161	148	169	182
재고자산	242	297	341	387	417
비유동자산	752	969	1,259	1,274	1,296
투자자산	663	759	947	938	950
유형자산	72	77	135	138	136
무형자산	17	133	178	197	210
자산총계	1,140	1,570	2,005	2,334	2,645
유동부채	564	576	487	494	462
매입채무	188	192	248	245	263
유동성이자부채	241	234	86	77	27
비유동부채	35	51	201	191	192
비유동이자부채	30	27	173	164	164
부채총계	599	627	687	684	654
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	318	318	318
이익잉여금	226	625	988	1,319	1,660
자본조정	-2	-22	-19	-22	-22
자기주식	-4	-19	-19	-23	-23
자본총계	541	943	1,318	1,650	1,991

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,893	11,532	11,096	10,389	11,038
BPS	70,647	24,055	33,689	42,258	51,158
DPS	1,100	1,600	1,700	2,100	2,300
CFPS	9,481	16,008	16,458	12,368	11,518
ROA(%)		32.6	23.8	18.3	16.9
ROE(%)		60.4	38.4	27.2	23.5
ROIC(%)		115.5	75.6	54.8	53.1
Multiples(x, %)					
PER	32.1	12.5	8.0	7.1	6.7
PBR	2.7	6.0	2.6	1.8	1.4
PSR	6.6	3.1	1.7	1.4	1.3
PCR	19.9	9.0	5.4	6.0	6.4
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.5	4.2	3.5
배당수익률	0.6	1.1	1.9	2.8	3.1
안정성(%)					
부채비율	110.7	66.5	52.2	41.5	32.8
Net debt/Equity	46.1	14.5	1.3	-14.8	-27.1
Net debt/EBITDA	71.0	22.7	2.8	-39.3	-81.9
유동비율	68.9	104.4	153.2	214.8	291.8
이자보상배율(배)	68.1	50.1	47.8	44.7	56.3
자산구조(%)					
투하자본	25.0	33.1	36.5	34.7	32.2
현금+투자자산	75.0	66.9	63.5	65.3	67.8
자본구조(%)					
차입금	33.4	21.7	16.4	12.8	8.8
자기자본	66.6	78.3	83.6	87.2	91.2

[Compliance Notice]

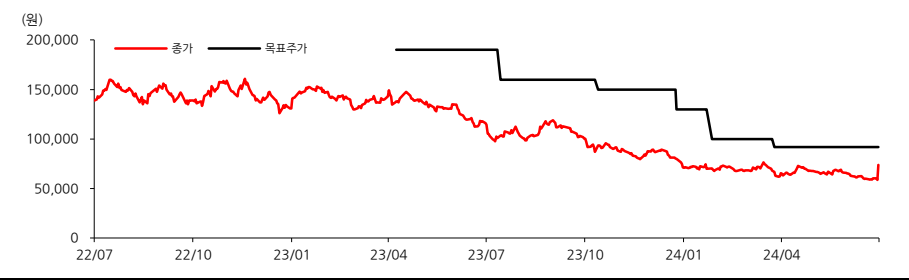
(공표일: 2024년 7월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[F&F 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.04.25	2023.04.25	2023.05.03	2023.07.31	2023.10.13	2023.10.30
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이진협	190,000	190,000	160,000	160,000	150,000

일시	2023.11.01	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.11	2024.01.26	2024.02.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	130,000	130,000	100,000

일시	2024.04.11	2024.05.02	2024.07.09	2024.07.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	92,000	92,000	92,000	92,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.25	Buy	190,000	-33.25	-22.21
2023.07.31	Buy	160,000	-33.99	-25.63
2023.10.30	Buy	150,000	-41.77	-36.20
2024.01.11	Buy	130,000	-44.14	-38.38
2024.02.13	Buy	100,000	-29.72	-23.50
2024.04.11	Buy	92,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%