

F&F 분할 후 합산 목표 시가총액 3.56조원 전망

유정현 junghyuh.yu@daishin.com 이나연 nayeon.lee@daishin.com

2021. 05. 11

F&F 투자 의견

BUY

목표 시가총액

3.56조원

현재주가(21.05.10)

180,000

F&F 1분기 실적 발표: 예측 가능한 범위를 크게 벗어나는 서프라이즈 기록

- 전일 F&F가 1Q21 실적 발표하였음. 매출액은 yoy 72% 증가한 2,857억원, 영업이익은 yoy 304% 급증한 700억원을 기록하며 예측 범위를 크게 벗어나는 서프라이즈를 기록(영업이익 시장 컨센서스: 337억원, 대신증권 추정치 350억원)
- 브랜드별 매출 성장률(yoy 기준)은 디스커버리 약 +48%, MLB 면세 채널 약 +90%, MLB 비면세 채널(일반 채널+ 수출) high single% 증가한 것으로 파악, MLB 키즈도 약 35% 성장한 것으로 파악됨. MLB 중국법인 매출액은 지난 해 4분기 438억원과 유사한 495억원을 기록하며 고성장 추세 지속
- 국내 1분기 소비가 가파르게 회복되며 디스커버리, MLB 일반 채널 매출이 회복되었고 등교일 수 증가에 따른 키즈 매출도 크게 증가. 국내 채널의 경우 지난 해 1분기 매출 성장률이 브랜드별로 평균 10%를 상회했던 점을 고려하면 1분기에 디스커버리가 보여준 50% 수준의 고성장세는 단순히 소비 회복 이상의 동사의 브랜드 경쟁력에서 비롯된 것이라는 판단임. 중국 역시 코로나19 이후 소비 경기 회복으로 MLB 면세 채널 매출 빠르게 회복, 현지 법인 매출도 400억원대를 기록하며 약 690% 증가
- 매출이 크게 증가하며 1분기 영업이익률은 4분기 성수기 때 평균 영업이익률 21% 보다 높은 24.5%를 기록. 영업이익률 수준이 1분기 10%대에서 20%대로 대폭 상승하며 레버리지 효과가 크게 발생하였음

올해 연중 지속될 것으로 예상되는 실적 서프라이즈

- 1분기 성장세가 2분기에도 비슷하게 유지되고 있는 것으로 파악. 국내 소비가 당분간 매우 강한 회복세를 보일 것으로 예상됨에 따라 동사의 매출 성장세에 대한 현재 기조가 올해 내내 유지될 것으로 전망. 중국은 1분기말 기준 매장 수가 112개(대리점 108개, 직영점 4개)이며 잘 알려진 대로 연말까지 약 250개까지 매장이 증가할 것으로 예상됨. Tmall의 경우 1분기 매출액이 100억원을 기록한 것으로 보이는데, 동 채널 역시 이제 일매출액이 1억원 이상에서 안착하며 고성장을 견인할 것으로 예상

5월 21일 분할 재상장, 사업회사와 지주사 합산 목표 시가총액은 3.56조원 수준 전망

- 동사는 지난 4월 29일부터 5월 20일까지 분할 재상장을 위해 거래가 정지된 상태. 5월 21일 분할 재상장 시, 기존 주주는 F&F 1주당 지주사 0.5025주, 사업회사 주식 0.4974주를 받게 됨. 상장 후 사업회사는 양호한 실적을 바탕으로 주가가 상승 흐름을 보일 것으로 예상되나, 지주사 주가는 지주사 특성상 상장 초기에 약세를 보일 가능성이 높음. 양사의 합산 목표 시가총액이 3.56조원 수준으로 추정(2p. 표 2번)됨에 따라 현재 시가총액 2.77조원 대비 약 29%의 upside 여력이 존재. 거래 재개 후 사업회사 매수를 적극 추천함

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	255	261	424	838	1,226	1,906
Discovery	64	65	52	197	94	78	62	217	378	451	496
MLB	82	83	105	126	160	149	172	172	396	653	1,269
면세점	34	36	41	50	65	65	62	68	162	260	299
비면세채널	42	38	47	32	46	41	51	35	160	173	182
MLB China	6	9	16	44	50	42	59	69	75	220	788
MLB KDS	16	13	14	20	22	15	16	21	63	73	81
MLB export	5	4	4	9	10	9	8	11	22	39	46
영업이익	17	20	13	72	70	49	39	91	123	249	354
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.5	19.2	14.9	21.6	14.6	20.3	18.6
YoY											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.9	72.2	52.9	63.7	22.6	-7.9	46.3	55.5
Discovery	11.4	29.4	-4.0	10.0	48.0	20.0	20.0	10.0	10.9	19.5	10.0
MLB	10.0	-26.7	-19.9	-1.0	95.0	79.0	64.4	36.1	-11.2	64.8	94.3
면세점	-14.5	-40.7	-48.3	-30.0	90.0	80.0	50.0	35.0	-35.9	60.5	15.0
비면세채널	20.1	1.6	1.9	-1.0	10.0	8.0	8.0	8.0	-10.1	8.5	5.0
MLB China			409.4	484.0	685.7	395.5	264.4	58.0	580.9	194.0	257.9
MLB KDS	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	35.0	10.0	10.0	10.0	-29.5	16.3	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	138.4	208.1	26.8	-18.7	103.3	41.9

주: K-IFRS 연결기준

자료: F&F, 대신증권 Research Center

표 2. F&F 분할 대상장 시 기업가치 산출

(단위: 십억원)

구분	F&F(신설법인)		F&F홀딩스(종속법인)
	2021F	2022F	2021F
매출액	1,201	1,906	25
영업이익	257	354	-8
순이익	132	146	-8
주식수(천주)	7,661	7,661	7,739
EPS/BPS(원)	17,229	19,048	38,121
Target P/E(P/B) (X)	25.0	25.0	0.3
Target Price(원)	430,730	476,189	11,436
예상 시가총액	3,300(A)	3,648(B)	89(C)
목표 합산 시가총액	3,563(12개월 Forward 기준, Avg(A+B)+C))		
현재 시가총액	2,772		
Upside(%)	29%		

자료: 대신증권 Research Center

[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.

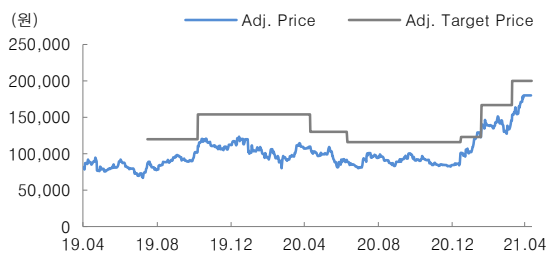
당사는 F&F 기업분할 주간사로 투자자 고지 의무가 있습니다.

(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(007700) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.05.11	21.04.09	21.03.13	21.03.05	21.02.17	21.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	167,000	167,000	167,000	123,000
과리율(평균%)		(14.81)	(15.75)	(17.43)	(16.47)	(10.29)
과리율(최대/최소%)		(10.00)	(8.08)	(14.37)	(12.28)	10.57
제시일자	20.11.13	20.11.08	20.07.10	20.05.10	20.05.06	19.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	116,000	116,000	116,000	130,000	154,000	154,000
과리율(평균%)	(25.18)	(18.47)	(21.22)	(26.02)	(28.73)	(30.89)
과리율(최대/최소%)	(12.50)	(16.47)	(12.93)	(15.77)	(28.57)	(19.81)
제시일자	19.08.14					
투자의견	Buy					
목표주가	120,000					
과리율(평균%)	(25.17)					
과리율(최대/최소%)	(14.58)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210508)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상