



더 많은 리포트 보기

F&F (383220)

1Q23 Preview: 국내 둔화보다는 중국 회복에 주목!

2023년 4월 17일

유통/화장품 Analyst 박신애
02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com

중국 법인의 견조한 성장세, 밸류에이션 매력, 사업 다각화 기대감 고려 시 여전히 매력적인 주식

2023년 연결 매출액 +17%, 영업이익 +16% 전망. 국내 내수 매출은 부진할 전망이다, 중국의 완전한 회복세 기대

1Q23 Preview: 국내 내수 매출은 기저 부담으로 인해 하락세 예상, 중국은 당초 기대치를 상회하는 호실적 전망

투자 의견 Buy와 목표주가 200,000원을 유지한다 (실적 추정치 변동폭은 2% 미만으로 미미함). ① 단기적으로는 중국 매출의 빠른 회복세가 예상되고, ② 중장기 측면에서는 사업 다각화 모멘텀이 풍부하다 (테일러메이드 상장 가능성, 세르지오타키니 사업 본격 전개, 동남아시아 매출 확대 등). 강력한 브랜드 파워에 기반한 추세적인 성장이 기대된다.

2023년 연결 매출액은 2조 1,175억원 (+17% YoY), 영업이익은 6,060억원 (+16% YoY)으로 예상된다. 1분기 매출 성장률은 +8%에 그치겠지만, 2~4분기 매출액은 모두 +20% 내외 성장할 것으로 예상된다. 국내 내수 채널은 높은 기저 부담으로 인해 연중 내내 부진한 매출 흐름이 불가피할 전망이다. 반면에 중국 매출은 올해 완전한 회복세를 보일 것으로 기대되고 (중국 법인 2023E 매출 성장률 +63% 전망), 면세 매출도 3분기부터는 하락세가 멈출 것으로 예상된다.

1Q23 연결 매출액은 4,728억원 (+8% YoY), 영업이익은 1,355억원 (+1% YoY)으로 예상된다 (매출액과 영업이익이 컨센서스를 각각 3%, 5% 소폭 하회할 전망이다). 영업이익률이 2.1%p YoY 악화될 것으로 전망되는데, 국내 내수 채널의 매출 둔화 및 '정상 가격 판매율' 하락 때문으로 추정된다. ① **MLB 한국**: '순수 내수' 매출액은 4% YoY 하락한 674억원을 나타내고 (높은 기저 부담 및 소비심리 부진), 면세 매출액은 30% YoY 하락한 473억원으로 예상된다 (면세 업체들의 '할인을 축소' 전략으로 인해 수요가 일시적으로 감소). ② **디스커버리**: 기저 부담과 온화한 날씨 영향으로 매출액이 5% YoY 하락한 1,055억원을 나타낼 것으로 추정된다. ③ **MLB KIDS**: 높은 기저 부담으로 매출액이 6% YoY 감소할 전망이다. ④ **중국 법인**: 매출액 1,969억원 (+31% YoY, +63% QoQ)의 호실적이 기대된다. 오프라인 매출액은 1,795억원 (+34% YoY, +103% QoQ)으로 예상되는데, 3월 들어 중국 소비 심리가 크게 회복되면서 재고 부담이 활발히 이뤄진 것으로 추정된다 (점포수 +37개 QoQ). 다만, 온라인 매출은 3% YoY 성장하는데 그친 것으로 예상된다.

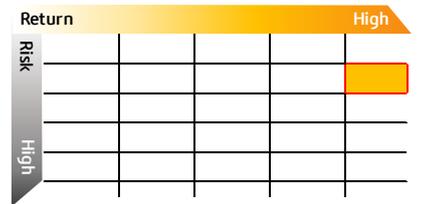
Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	200,000
Dividend yield* (%)	0.9
Total return (%)	43.5
현재가 (4/14, 원)	140,300
Consensus target price (원)	211,286
시가총액 (조원)	5.4

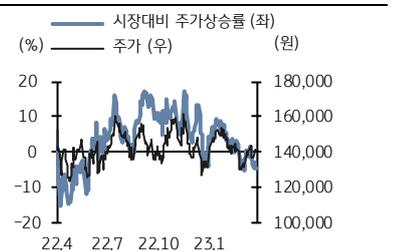
* Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data				
Free float (%)	40.2			
거래대금 (3m, 십억원)	20.0			
외국인 지분율 (%)	12.6			
주요주주 지분율 (%)	F&F홀딩스 외 9인 59.4			
	국민연금공단 8.4			
Stock Price Performance (Total Return 기준)				
추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.3	5.5	2.0	-3.2
시장대비 상대수익률	-4.8	-2.2	-13.8	-0.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



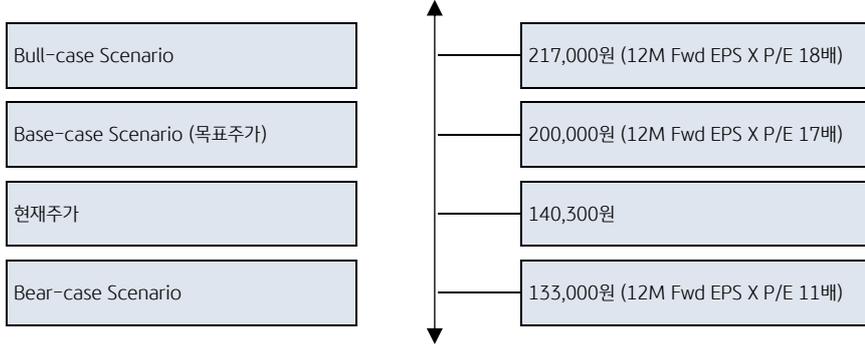
Stock Price & Relative Performance



자료: F&F, KB증권

Earnings Forecast & Valuation				
결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	1,809	2,118	2,402	2,623
영업이익 (십억원)	525	606	714	801
지배주주순이익 (십억원)	442	438	521	587
EPS (원)	11,532	11,436	13,595	15,323
증감률 (%)	30.3	-0.8	18.9	12.7
P/E (x)	12.5	12.3	10.3	9.2
EV/EBITDA (x)	9.3	7.7	6.4	5.4
P/B (x)	6.0	4.1	3.0	2.3
ROE (%)	60.4	39.5	33.9	28.8
배당수익률 (%)	1.1	0.9	1.0	1.1

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인
 1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +13%
 2) 연결 영업이익 2022~25E CAGR +15%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +13%를 상회
 2) 연결 영업이익 2022~25E CAGR +15%를 상회

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
 1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +13%를 하회
 2) 연결 영업이익 2022~25E CAGR +15%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,134.8	2,441.7	2,117.5	2,402.4	-0.8	-1.6
영업이익	618.3	712.0	606.0	714.2	-2.0	0.3
지배주주순이익	444.8	516.2	438.1	520.8	-1.5	0.9

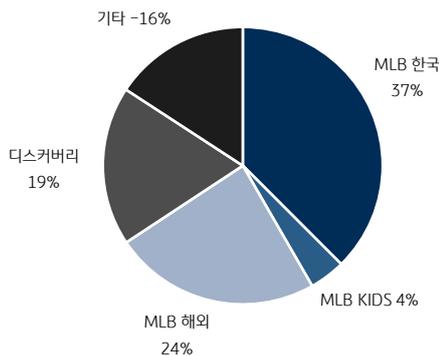
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,117.5	2,402.4	2,229.0	2,574.5	-5.0	-6.7
영업이익	606.0	714.2	665.2	777.4	-8.9	-8.1
지배주주순이익	438.1	520.8	504.3	590.2	-13.1	-11.8

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: F&F, KB증권

주: 2022년 기준

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
F&F	5,374.5	11.6	8.6	3.74	32.2	7.4	14.2
신세계인터넷내셔널	744.4	8.2	-10.7	0.81	9.9	5.6	-3.6
힐라홀딩스	2,187.1	7.5	-3.0	0.96	12.8	3.2	15.5

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 8.72%, 영구성장률 1.50% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 217,000원 ~ 133,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 16.6배, P/B 5.33배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 10% 상승 시	+1.00	+0.90
금리 1%p 상승 시	+1.11	+1.08

표 1. F&F: 1Q23E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결기준)

(십억원)	1Q23E KB증권	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)	1Q23E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2023E KB증권	YoY (%)	2023E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	472.8	437.1	8.2	558.7	-15.4	485.2	-2.6	2,117.5	17.1	2,229.0	-5.0
영업이익	135.5	134.6	0.7	156.9	-13.6	143.2	-5.4	606.0	15.5	665.2	-8.9
세전이익	135.0	134.3	0.5	223.1	-39.5	144.2	-6.4	614.6	1.6	688.2	-10.7
순이익 (지배)	96.3	96.4	-0.2	165.8	-41.9	101.6	-5.3	438.1	-0.8	504.3	-13.1
영업이익률 (%)	28.7	30.8		28.1		29.5		28.6		29.8	
세전이익률 (%)	28.6	30.7		39.9		29.7		29.0		30.9	
순이익률 (%)	20.4	22.1		29.7		20.9		20.7		22.6	

자료: F&F, FnGuide, KB증권 추정

표 2. F&F: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,134.8	2,441.7	2,659.6	2,117.5	2,402.4	2,622.8	-0.8	-1.6	-1.4
영업이익	618.3	712.0	788.3	606.0	714.2	801.2	-2.0	0.3	1.6
세전이익	624.0	723.0	805.4	614.6	729.0	823.5	-1.5	0.8	2.2
순이익 (지배)	444.8	516.2	574.1	438.1	520.8	587.0	-1.5	0.9	2.2
EPS (원)	11,612	13,474	12,153	11,436	13,595	12,069	-1.5	0.9	-0.7
YoY (%)	매출액	18.0	14.4	8.9	17.1	13.5	9.2		
	영업이익	17.8	15.2	10.7	15.5	17.9	12.2		
	세전이익	3.1	15.9	11.4	1.6	18.6	13.0		
	순이익 (지배)	0.7	16.0	11.2	-0.8	18.9	12.7		
	EPS	0.7	16.0	-9.8	-0.8	18.9	-11.2		
영업이익률 (%)	29.0	29.2	29.6	28.6	29.7	30.5			
세전이익률 (%)	29.2	29.6	30.3	29.0	30.3	31.4			
순이익률 (지배, %)	20.8	21.1	21.6	20.7	21.7	22.4			

자료: F&F, KB증권 추정

주: 2023년 2월 27일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. F&F: 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	437.1	371.4	441.7	558.7	472.8	452.2	518.6	673.9	1,482.1	1,808.9	2,117.5	2,402.4	2,622.8
MLB 합계	453.8	310.9	553.9	415.3	515.6	513.4	660.4	687.4	1,401.4	1,733.9	2,376.7	2,721.7	2,994.3
MLB 한국 (표 4 참조)	263.0	171.0	313.0	245.0	272.2	275.5	335.6	360.2	882.4	992.0	1,243.5	1,433.6	1,573.2
MLB 키즈	29.5	21.0	27.5	32.0	27.7	21.4	26.7	32.6	94.5	110.0	108.5	119.3	128.8
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	18.7	17.5	18.2	20.8	42.1	50.8	75.2	80.5	85.3
MLB 중국 (표 5 참조)	150.9	107.2	202.0	121.0	196.9	198.9	279.9	273.8	382.3	581.1	949.5	1,088.3	1,206.9
디스커버리	111.0	96.0	79.0	205.0	105.5	88.3	72.7	192.7	440.3	491.0	459.2	508.2	548.9
Stretch Angels	1.2	1.7	1.5	1.6	1.5	1.8	1.7	1.8	5.0	6.0	6.9	7.9	9.1
기타/연결조정	-130.8	-40.1	-202.0	-99.0	-151.5	-153.2	-217.9	-213.0	-369.5	-472.0	-735.6	-846.7	-941.5
YoY (%)													
매출액	57.4	18.9	34.3	-0.8	8.2	21.7	17.4	20.6	76.9	22.1	17.1	13.5	9.2
MLB 합계	93.3	13.9	37.1	-15.2	13.6	65.1	19.2	65.5	164.3	23.7	37.1	14.5	10.0
MLB 한국	71.0	-7.6	25.5	-16.7	3.5	61.1	7.2	47.0	138.3	12.4	25.4	15.3	9.7
MLB 키즈	39.0	17.3	17.0	0.3	-6.0	2.0	-3.0	2.0	51.8	16.4	-1.4	10.0	8.0
MLB 홍콩	2.4	23.0	27.0	28.2	80.0	50.0	60.0	20.0	82.3	20.5	48.2	7.0	6.0
MLB 중국	204.7	77.2	65.7	-19.6	30.5	85.6	38.6	126.3	413.0	52.0	63.4	14.6	10.9
디스커버리	17.6	28.0	28.9	-2.2	-5.0	-8.0	-8.0	-6.0	21.9	11.5	-6.5	10.7	8.0
Stretch Angels	20.0	28.0	36.4	2.6	25.0	10.0	15.0	15.0	17.9	20.2	15.6	15.0	15.0
비중 (%)													
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
MLB 합계	103.8	83.7	125.4	74.3	109.0	113.5	127.3	102.0	94.6	95.9	112.2	113.3	114.2
MLB 한국	60.2	46.0	70.9	43.9	57.6	60.9	64.7	53.4	59.5	54.8	58.7	59.7	60.0
MLB 키즈	6.7	5.7	6.2	5.7	5.9	4.7	5.1	4.8	6.4	6.1	5.1	5.0	4.9
MLB 홍콩	2.4	3.1	2.6	3.1	4.0	3.9	3.5	3.1	2.8	2.8	3.6	3.4	3.3
MLB 중국	34.5	28.9	45.7	21.7	41.6	44.0	54.0	40.6	25.8	32.1	44.8	45.3	46.0
디스커버리	25.4	25.8	17.9	36.7	22.3	19.5	14.0	28.6	29.7	27.1	21.7	21.2	20.9
Stretch Angels	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타/연결조정	-29.9	-10.8	-45.7	-17.7	-32.0	-33.9	-42.0	-31.6	-24.9	-26.1	-34.7	-35.2	-35.9
매출총이익	315.6	256.4	312.4	391.8	340.4	311.1	365.6	468.4	1,083.3	1,276.2	1,485.5	1,682.8	1,831.9
YoY (%)	50.9	16.1	30.9	-5.5	7.9	21.3	17.0	19.6	91.1	17.8	16.4	13.3	8.9
GPM (%)	72.2	69.0	70.7	70.1	72.0	68.8	70.5	69.5	73.1	70.6	70.2	70.0	69.8
영업이익	134.6	95.0	138.4	156.9	135.5	119.4	161.1	189.9	424.9	524.9	606.0	714.2	801.2
YoY (%)	92.3	25.9	44.5	-14.6	0.7	25.7	16.5	21.0	246.6	23.5	15.5	17.9	12.2
OPM (%)	30.8	25.6	31.3	28.1	28.7	26.4	31.1	28.2	28.7	29.0	28.6	29.7	30.5
세전이익	134.3	94.1	153.6	223.1	135.0	118.9	171.2	189.5	421.5	605.2	614.6	729.0	823.5
YoY (%)	75.1	25.2	59.4	28.8	0.5	26.3	11.4	-15.1	250.2	43.6	1.6	18.6	13.0
세전이익률 (%)	30.7	25.3	34.8	39.9	28.6	26.3	33.0	28.1	28.4	33.5	29.0	30.3	31.4
순이익	96.4	69.2	109.5	167.5	97.2	85.6	123.3	136.4	306.7	442.7	442.5	524.4	592.9
YoY (%)	71.0	23.3	53.9	36.3	0.8	23.6	12.6	-18.6	259.3	44.3	-0.0	18.5	13.1
순이익률 (%)	22.1	18.6	24.8	30.0	20.6	18.9	23.8	20.2	20.7	24.5	20.9	21.8	22.6
EBITDA	145.5	108.9	152.9	197.8	154.8	139.2	181.5	211.9	462.7	605.2	687.3	788.6	866.2
YoY (%)	83.2	28.4	44.9	1.1	6.4	27.7	18.7	7.1	192.6	30.8	13.6	14.7	9.8
EBITDA마진률 (%)	33.3	29.3	34.6	35.4	32.7	30.8	35.0	31.4	31.2	33.5	32.5	32.8	33.0

자료: F&F, KB증권 추정

주: MLB 홍콩 법인은 마카오와 대만 매출액도 포함

표 4. F&F: MLB “한국” 매출 추이 및 전망

(십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
MLB 한국 매출액		263.0	171.0	313.0	245.0	272.2	275.5	335.6	360.2	882.4	992.0	1,243.5	1,433.6	1,573.2
1) 내수+면세		137.8	125.3	113.5	138.1	114.7	116.3	111.6	141.2	529.8	514.7	483.9	562.9	607.6
순수 내수	(추정치)	70.2	67.3	62.5	76.1	67.4	65.3	60.6	76.1	229.7	276.1	269.4	288.2	305.5
면세점	(추정치)	67.6	58.0	51.0	62.0	47.3	51.1	51.0	65.1	300.1	238.6	214.5	274.6	302.1
2) 수출	(추정치)	125.2	45.7	199.5	106.9	157.5	159.2	223.9	219.0	352.6	477.3	759.6	870.7	965.5
YoY (%)	MLB 한국 매출액	71.0	-7.6	25.5	-16.7	3.5	61.1	7.2	47.0	138.3	12.4	25.4	15.3	9.7
	1) 내수+면세	23.8	-14.8	-3.4	-10.3	-16.8	-7.2	-1.7	2.2	74.4	-2.8	-6.0	16.3	8.0
	순수 내수	55.0	26.0	25.0	-6.0	-4.0	-3.0	-3.0	0.0	59.5	20.2	-2.4	7.0	6.0
	면세점	2.4	-38.0	-24.4	-15.1	-30.0	-12.0	0.0	5.0	87.9	-20.5	-10.1	28.0	10.0
	2) 수출	194.6	19.9	51.1	-23.6	25.8	248.4	12.3	104.9	430.2	35.4	59.2	14.6	10.9
비중 (%)	MLB 한국 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	1) 내수+면세	52.4	73.3	36.3	56.4	42.1	42.2	33.3	39.2	60.0	51.9	38.9	39.3	38.6
	순수 내수	26.7	39.3	20.0	31.1	24.8	23.7	18.1	21.1	26.0	27.8	21.7	20.1	19.4
	면세점	25.7	33.9	16.3	25.3	17.4	18.5	15.2	18.1	34.0	24.1	17.2	19.2	19.2
	2) 수출	47.6	26.7	63.7	43.6	57.9	57.8	66.7	60.8	40.0	48.1	61.1	60.7	61.4

자료: F&F, KB증권 추정

주: “수출”은 자회사 (해외 법인)와의 내부 거래로, 연결 조정 시 대부분 상계되는 매출임에 유의

표 5. F&F: MLB “중국 법인” 매출 추이 및 전망

(십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
MLB 중국 매출액		150.9	107.2	202.0	121.0	196.9	198.9	279.9	273.8	382.3	581.1	949.5	1,088.3	1,206.9
1) 온라인	(추정치)	16.9	17.2	13.5	32.4	17.4	20.2	16.6	37.9	62.3	80.0	92.2	110.6	128.3
2) 오프라인	(추정치)	134.0	90.1	188.5	88.6	179.5	178.7	263.3	235.8	320.0	501.1	857.4	977.7	1,078.6
YoY (%)	MLB 중국 매출액	204.7	77.2	65.7	-19.6	30.5	85.6	38.6	126.3	413.0	52.0	63.4	14.6	10.9
	1) 온라인	62.5	37.2	28.9	11.8	3.0	18.0	23.0	17.0	68.6	28.3	15.3	20.0	16.0
	2) 오프라인	242.6	87.6	69.1	-27.1	34.0	98.4	39.7	166.3	752.2	56.6	71.1	14.0	10.3
비중 (%)	MLB 중국 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	1) 온라인	11.2	16.0	6.7	26.8	8.8	10.2	5.9	13.8	16.3	13.8	9.7	10.2	10.6
	2) 오프라인	88.8	84.0	93.3	73.2	91.2	89.8	94.1	86.2	83.7	86.2	90.3	89.8	89.4
중국 매장수 (개)		562	681	769	865	909	975	1,041	1,100	494	865	1,100	1,210	1,282
YoY (%)		401.8	184.9	97.7	75.1	61.7	43.2	35.4	27.2	558.7	75.1	27.2	10.0	6.0
직영점		25	25	41	68	75	82	89	95	22	68	95	105	109
대리점		539	656	728	797	834	893	952	1,005	472	797	1,005	1,105	1,173

자료: F&F, KB증권 추정

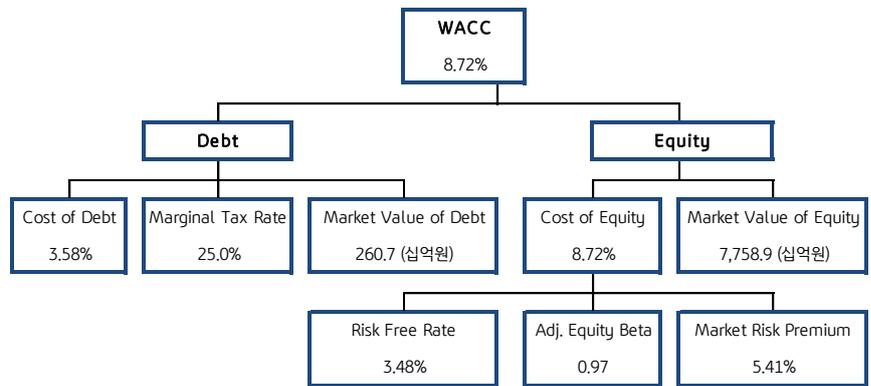
표 6. F&F: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
현금흐름 추정									
영업이익	a	524.9	606.0	714.2	801.2	841.9	894.8	942.2	982.6
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	$C=a*(1-b)$	393.7	454.5	535.6	600.9	631.4	671.1	706.6	736.9
감가상각비 (유형+무형)	d	80.3	81.3	74.4	64.9	60.8	56.9	53.3	49.9
총 현금흐름	$E=C+d$	474.0	535.8	610.1	665.9	692.2	728.1	759.9	786.9
총 투자	$F=g+h$	-157.0	-227.9	-226.3	-257.0	-240.0	-240.0	-220.0	-220.0
운전자본 증감	g	-139.1	-209.9	-208.3	-239.0	-220.0	-220.0	-200.0	-200.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-17.9	-18.0	-18.0	-18.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0
FCFF	$I=E+F$	317.0	307.9	383.7	408.8	452.2	488.1	539.9	566.9
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				6.2%	15.4%	25.5%	36.4%	48.3%	
PV of FCFF				255.5	354.2	360.4	357.7	364.0	
Total PV of FCFF (2024E~28E)	j		1,691.7						
영구성장률 (%)			1.50%						
Terminal Value (2029E 시점)			7,847.4				2029년 FCFF / (WACC - 영구성장률)		
PV of terminal value	k		5,289.8				WACC 8.72% (무위험수익률 3.48%, 시장위험프리미엄 5.41%)		
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	L		6,981.5						
순현금	M		163.1						
비연결 관계기업투자	N		636.0						
비지배주주 지분	O		21.7						
적정 기업가치	$P=L+M+N-O$		7,758.9						
주식수 (천주)	q		38,143						
목표주가 (원)	$R=P/q$		200,000						
현재주가 (원)			140,300			2023.4.14			
상승여력 (%)			42.6						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			16.6						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			5.33						

자료: F&F, KB증권 추정

그림 1. F&F: WACC 산출 과정

- ① 타인자본비용은 F&F의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 3.58% 사용. 차입금 가치는 4Q22 말 총금융부채
- ② 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 통안채 1년물 금리의 최근 3개월 평균치. 주식베타는 F&F의 52주 Adjusted 베타, 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차이
- ③ 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출



자료: KB증권 추정

표 7. F&F: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 전 (2023.2.27)	변경 후 (2023.4.17)	비고
COE	$A = B + C \times D$	8.91	8.72	
Risk free rate	B	3.61	3.48	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	0.98	0.97	52주 adjusted beta
Raw Beta		0.83	0.73	
R2		0.12	0.11	
Risk premium	$D = E - F$	5.41	5.41	
Market	E	8.72	8.72	2001년~2022년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.32	3.32	2001년~2022년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	3.84	3.58	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주 가치 (십억원)		7,708.9	7,758.9	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		348.2	260.7	총 금융부채 (4Q22말 기준)
주식가치 가중치	H	100.0	100.0	
차입금 가중치	I	0.0	0.0	
WACC	$J = (A \times H) + (G \times I)$	8.91	8.72	

자료: F&F, KB증권 추정

표 8. F&F: WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)		Terminal Growth						
		0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%
WACC	7.72%	219,286	223,916	228,835	234,071	239,653	245,620	252,010
	7.92%	213,378	217,706	222,297	227,173	232,363	237,897	243,811
	8.12%	207,798	211,852	216,143	220,694	225,527	230,672	236,158
	8.32%	202,522	206,324	210,342	214,596	219,107	223,899	228,998
	8.52%	197,524	201,095	204,864	208,847	213,064	217,536	222,286
	8.72%	192,783	196,142	199,682	200,000	207,368	211,548	215,981
	8.92%	188,280	191,444	194,774	198,284	201,988	205,903	210,047
	9.12%	183,997	186,982	190,119	193,420	196,899	200,571	204,452
	9.32%	179,920	182,738	185,696	188,806	192,079	195,529	199,169
	9.52%	176,033	178,697	181,491	184,424	187,507	190,752	194,172
	9.72%	172,323	174,845	177,486	180,256	183,164	186,221	189,438

자료: F&F, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	1,089	1,809	2,118	2,402	2,623
매출원가	293	533	632	720	791
매출총이익	796	1,276	1,486	1,683	1,832
판매비와관리비	474	751	880	969	1,031
영업이익	323	525	606	714	801
EBITDA	351	605	687	789	866
영업외손익	-8	80	9	16	22
이자수익	1	2	5	11	16
이자비용	5	10	7	6	5
지분법손익	-9	89	10	10	10
기타영업외손익	5	0	1	1	1
세전이익	314	605	615	731	823
법인세비용	89	163	172	205	231
당기순이익	226	443	443	526	593
지배주주순이익	226	442	438	521	587
수정순이익	226	442	438	521	587

성장성 및 수익성 비율

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	N/A	66.1	17.1	13.5	9.2
영업이익 성장률	N/A	62.7	15.5	17.9	12.2
EBITDA 성장률	N/A	72.4	13.6	14.8	9.8
지배기업순이익 성장률	N/A	95.7	-0.8	18.9	12.7
매출총이익률	73.1	70.6	70.2	70.0	69.9
영업이익률	29.6	29.0	28.6	29.7	30.6
EBITDA이익률	32.2	33.5	32.5	32.8	33.0
세전이익률	28.9	33.5	29.0	30.4	31.4
지배기업순이익률	20.7	24.4	20.7	21.7	22.4

현금흐름표

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	292	344	304	382	409
당기순이익	226	443	443	526	593
유무형자산상각비	28	80	81	74	65
기타비현금손익 조정	109	90	162	195	221
운전자본증감	-39	-139	-210	-208	-239
매출채권감소 (증가)	-40	-23	-40	-53	-69
재고자산감소 (증가)	-98	-57	-155	-141	-184
매입채무증가 (감소)	74	-20	5	5	6
기타운전자본증감	24	-39	-20	-20	9
기타영업현금흐름	-33	-130	-172	-205	-231
투자활동 현금흐름	-568	-146	-42	-42	-43
유형자산투자감소 (증가)	-12	-18	-18	-18	-18
무형자산투자감소 (증가)	-5	-11	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-571	-2	-13	-13	-13
기타투자현금흐름	21	-114	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	158	-109	-100	-75	-72
금융부채 증감	162	-51	-49	-35	-29
자본의 증감	-4	-15	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-42	-61	-50	-53
기타재무현금흐름	0	0	10	10	10
기타현금흐름	3	-2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-115	87	162	265	294
기말현금	15	102	264	528	823
잉여현금흐름 (FCF)	280	326	286	364	391
순현금흐름	0	120	173	301	324
순현금 (순차입금)	-219	-98	75	376	700

자료: F&F, KB증권 추정

재무상태표

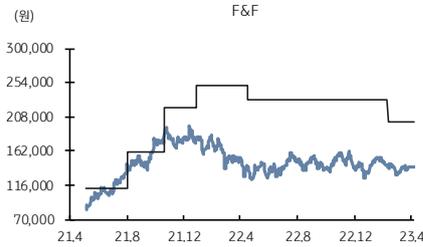
(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	1,140	1,570	1,895	2,330	2,865
유동자산	388	601	967	1,435	1,993
현금 및 현금성자산	15	102	264	528	823
단기금융자산	7	22	23	24	25
매출채권	100	129	170	222	291
재고자산	242	297	452	593	777
기타유동자산	24	51	58	67	77
비유동자산	752	969	929	895	872
투자자산	563	645	658	671	684
유형자산	72	77	41	8	-18
무형자산	17	133	116	102	92
기타비유동자산	100	114	114	114	114
부채총계	599	627	571	529	525
유동부채	564	576	525	484	480
매입채무	105	100	105	110	115
단기금융부채	211	195	190	155	126
기타유동부채	248	281	230	219	238
비유동부채	35	51	45	45	45
장기금융부채	30	27	21	21	21
기타비유동부채	6	24	24	24	24
자본총계	541	943	1,325	1,801	2,341
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314	314
기타자본항목	-4	-19	-19	-19	-19
기타포괄손익누계액	1	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	226	625	1,002	1,474	2,007
지배자본 계	541	921	1,299	1,770	2,303
비지배자본	0	22	26	31	37

주요투자지표

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	21.4	12.5	12.3	10.3	9.2
P/B	13.4	6.0	4.1	3.0	2.3
P/S	4.4	3.1	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	21.2	9.3	7.7	6.4	5.4
EV/EBIT	23.1	10.8	8.8	7.0	5.9
배당수익률	0.6	1.1	0.9	1.0	1.1
EPS	8,852	11,532	11,436	13,595	15,323
BVPS	14,129	24,055	33,898	46,199	60,127
SPS (주당매출액)	42,707	47,221	55,278	62,714	68,467
DPS (주당배당금)	1,100	1,600	1,300	1,400	1,500
배당성향 (%)	18.6	13.8	11.3	10.3	9.8
수익성지표					
ROE	41.7	60.4	39.5	33.9	28.8
ROA	19.8	32.7	25.5	24.9	22.8
ROIC	29.5	39.6	29.5	27.1	24.2
안정성지표					
부채비율	110.7	66.5	43.1	29.4	22.4
순차입비율	40.4	10.4	순현금	순현금	순현금
유동비율	0.7	1.0	1.8	3.0	4.2
이자보상배율 (배)	68.1	50.1	85.6	122.9	165.2
활동성지표					
총자산회전율	0.0	1.3	1.2	1.1	1.0
매출채권회전율	0.0	15.8	14.2	12.3	10.2
매입채무회전율	0.0	17.7	20.7	22.4	23.3
재고자산회전율	0.0	6.7	5.7	4.6	3.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



F&F (383220)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-05-21	Buy		112,000	-2.29	22.32
21-08-18	Buy	박신애	160,000	-2.66	11.50
21-11-05	Buy	박신애	220,000	-18.82	-11.00
22-01-13	Buy	박신애	250,000	-36.68	-27.04
22-05-03	Buy	박신애	230,000	-37.76	-30.00
23-02-27	Buy	박신애	200,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [F&F]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다. KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.1	11.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.