F&F (383220)

1Q24 Review: 길어지는 '숨고르기' 구간

더 많은 리포트 보기

2024년 5월 2일

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

목표주가 95,000원으로 5% 하향. 실적 모멘텀 약화를 선반영해 주가는 이미 하락

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 95,000원으로 5% 하향한다 (2024E/25E/26E 영업이익 추정치를 모두 4~5%씩 하향조정함). 폭발적인 성장세를 뒤로 하고, 2023년부터 '매출 성장률 둔화' 및 '마진 하락' 추세로 접어들었다. 실적 모멘텀 공백기에 진입함에 따라 주가는 계속해 지루한 흐름을 이어갈 전망이다. 다만, 밸류에이션 매력, 신규 브랜드들의 매출 확대 가능성, 테일러메이드 IPO 기대감 등을 감안해, 중장기 관점에서 Buy의견을 유지한다.

2024년 연결 매출 +7%, 영업이익 -4% 전망

2024년 연결 매출액은 2조 1,169억원 (+7% YoY), 영업이익은 5,303억원 (-4% YoY)을 나타낼 것으로 예상된다. 매출 성장률 둔화에 따른 고정비 디레버리지 현상으로 인해 영업이익률이 2.8%p YoY 악화될 것으로 추정된다. 'MLB 순수 내수' 매출은 13% 하락하면서 2년째 부진한 흐름이 지속될 전망인데, 매출 회복을 위해 F&F는 국가별로 차별화된 제품을 선보이는 전략을 펼칠 계획이다. 중국 법인 매출은 15% 성장할 것으로 전망된다. 2024년은 중국에 진출한지 5년차 되는 해로, 부진 점포에 대한 구조조정과 300개 점포에 대한 투자 (면적 확장, 리뉴얼 등)가 진행될 예정이다.

1Q24 Review: 낮아진 컨센서스에 대체로 부합. 국내 매출 하락으로 인해 수익성 악화

1Q24 연결 매출액은 5,070억원 (+2% YoY), 영업이익은 1,302억원 (-13% YoY)을 기록하면서 컨센서스에 대체로 부합했다. 영업이익률이 4.2%p YoY 악화됐는데, 1) 내수 경기 부진에 따른 국내 백화점 매출 하락과 2) 수프라, 듀베티카 등 신규 브랜드에 대한 투자비 증가 때문이다. ① MLB 한국: '순수 내수' 매출은 19% YoY 하락한 553억원을 나타내고 (백화점 채널 부진, 보따리상 매출 하락), 면세 매출도 16% YoY 하락했다. ② 디스커버리: 소비 심리 위축에 따른 백화점/대리점 판매 부진으로 인해 매출이 4% YoY 하락한 1,067억원을 기록했다. ③ 중국 법인: 매출은 2,390억원 (+15% YoY, +17% QoQ)을 시현했다 (온라인 매출 +15%, 오프라인 매출 +15%). 1Q24말 기준 중국 매장수 ('팝업' 제외 기준)는 1,104개로, QoQ 4개 증가했다 (출점 10개, 폐점 6개).

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	95,000
Dividend yield* (%)	2.7
Total return (%)	46.9
현재가 (4/30, 원)	65,900
Consensus target price (원)	102,714
시가총액 (조원)	2.5

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

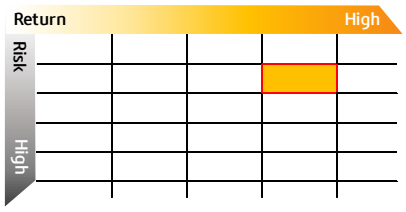
Trading Data

Free float (%)	37.6
거래대금 (3m, 십억원)	12.1
외국인 지분율 (%)	13.3
주요주주 지분율 (%)	F&F홀딩스 외 9 인 61.6
	브이아이피자산운용 6.7

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	-6.3	-28.2	-52.4
시장대비 상대수익률	-4.4	-13.6	-39.4	-56.6

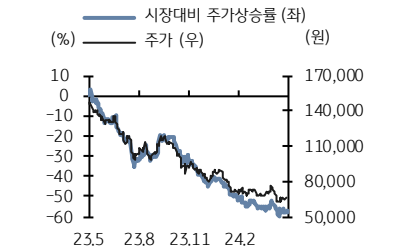
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,979	2,117	2,324	2,481
영업이익 (십억원)	552	530	561	587
지배주주순이익 (십억원)	425	387	408	429
EPS (원)	11,096	10,115	10,653	11,187
증감률 (%)	-3.8	-8.8	5.3	5.0
P/E (x)	8.0	6.5	6.2	5.9
EV/EBITDA (x)	5.4	4.1	3.7	3.5
P/B (x)	2.6	1.6	1.3	1.2
ROE (%)	38.4	26.7	22.9	20.8
배당수익률 (%)	1.9	2.7	2.9	3.0

Stock Price & Relative Performance



자료: F&F, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	103,000원 (12M Fwd EPS X P/E 10.0배)
Base-case Scenario (목표주가)	95,000원 (12M Fwd EPS X P/E 9.2배)
현재주가	65,900원
Bear-case Scenario	62,000원 (12M Fwd EPS X P/E 6.0배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +8%
2) 연결 영업이익 2022~25E CAGR +2%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +8%를 상회
2) 연결 영업이익 2022~25E CAGR +2%를 상회

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 연결 매출액 2022~25E CAGR +8%를 하회
2) 연결 영업이익 2022~25E CAGR +2%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,119.5	2,307.9	2,116.9	2,323.7	-0.1	0.7
영업이익	551.6	587.7	530.3	560.5	-3.9	-4.6
지배주주순이익	400.2	428.0	387.5	408.1	-3.2	-4.7

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	2,116.9	2,323.7	2,098.8	2,275.7	0.9	2.1
영업이익	530.3	560.5	555.4	608.3	-4.5	-7.9
지배주주순이익	387.5	408.1	426.4	468.3	-9.1	-12.9

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

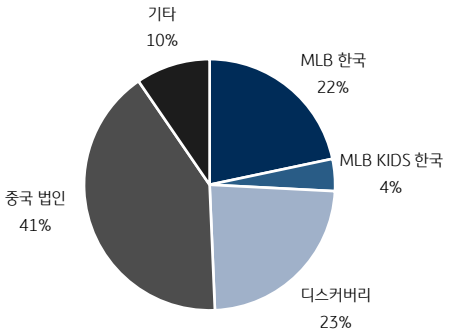
1) 밸류에이션 사용기준:
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 9.67%, 영구성장률 0.5% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
103,000원 ~ 62,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd Implied P/E 9.2배, P/B 2.11배

매출액 구성 (%)



자료: F&F, KB증권
주: 2023년 기준

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 10% 상승 시	+0.90	+0.80
금리 1%p 상승 시	+1.08	+1.05

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	2,524.4	6.4	-2.0	1.46	22.8	4.0	1.4
신세계인터내셔날	640.5	9.0	40.7	0.69	7.7	5.7	11.6
휠라홀딩스	2,490.8	11.8	74.6	1.16	9.9	4.9	22.5

자료: KB증권 추정

표 1. F&F: 연결 기준 1Q24 실적

(십억원)	1Q24P	1Q23	YoY (%)	4Q23	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	507.0	497.4	1.9	582.8	-13.0	509.8	-0.5	523.9	-3.2
영업이익	130.2	148.8	-12.5	144.1	-9.6	134.4	-3.1	132.8	-1.9
세전이익	128.2	151.6	-15.5	135.5	-5.4	134.6	-4.8	132.6	-3.3
순이익	96.3	167.5	-42.5	119.1	-19.1	136.7	-29.6	95.4	0.9
영업이익률 (%)	95.7	118.6	-19.3	101.6	-5.8	101.9	-6.0	95.0	0.8
세전이익률 (%)	25.7	29.9		24.7		26.4		25.3	
순이익률 (%)	25.3	30.5		23.2		26.4		25.3	

자료: F&F, FnGuide, KB증권 추정

표 2. F&F: 실적 추정 변경 내역

(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액		2,119.5	2,307.9	2,464.9	2,116.9	2,323.7	2,481.5	-0.1	0.7	0.7
영업이익		551.6	587.7	616.1	530.3	560.5	586.9	-3.9	-4.6	-4.7
세전이익		557.9	597.5	628.6	534.8	569.6	598.2	-4.1	-4.7	-4.8
순이익 (지배)		400.2	428.0	450.3	387.5	408.1	428.5	-3.2	-4.7	-4.8
EPS (원)		10,447	11,174	11,756	10,115	10,653	11,187	-3.2	-4.7	-4.8
YoY (%)	매출액	7.1	8.9	6.8	7.0	9.8	6.8			
	영업이익	-0.1	6.6	4.8	-3.9	5.7	4.7			
	세전이익	0.5	7.1	5.2	-3.6	6.5	5.0			
	순이익 (지배)	-5.9	7.0	5.2	-8.8	5.3	5.0			
	EPS	-5.9	7.0	5.2	-8.8	5.3	5.0			
영업이익률 (%)		26.0	25.5	25.0	25.1	24.1	23.7			
세전이익률 (%)		26.3	25.9	25.5	25.3	24.5	24.1			
순이익률 (지배, %)		18.9	18.5	18.3	18.3	17.6	17.3			

자료: F&F, KB증권 추정

주: 2024년 4월 11일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. F&F: 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	497.4	405.5	492.8	582.8	507.0	421.3	546.9	641.7	1,808.9	1,978.5	2,116.9	2,323.7	2,481.5
YoY (%)	13.8	9.2	11.6	4.3	1.9	3.9	11.0	10.1	22.1	9.4	7.0	9.8	6.8
MLB (표 4 참조)	511.2	384.5	669.7	511.8	526.7	396.8	727.7	540.4	1,733.9	2,077.2	2,191.7	2,401.2	2,581.8
YoY (%)	12.6	23.7	20.9	23.2	3.0	3.2	8.7	5.6	23.7	19.8	5.5	9.6	7.5
비중 (%)	102.8	94.8	135.9	87.8	103.9	94.2	133.1	84.2	95.9	105.0	103.5	103.3	104.0
디스커버리	111.6	88.3	70.1	194.8	106.7	90.9	79.2	216.2	491.9	464.8	493.1	525.9	546.9
YoY (%)	0.6	-8.0	-11.3	-5.4	-4.4	3.0	13.0	11.0	11.7	-5.5	6.1	6.6	4.0
비중 (%)	22.4	21.8	14.2	33.4	21.0	21.6	14.5	33.7	27.2	23.5	23.3	22.6	22.0
세르지오타키니	7.5	9.6	8.0	7.9	10.2	10.5	10.4	9.5	12.5	32.9	40.6	46.7	52.3
YoY (%)			107.2	-8.1	36.5	10.0	30.0	20.0		164.3	23.3	15.0	12.0
비중 (%)	1.5	2.4	1.6	1.4	2.0	2.5	1.9	1.5	0.7	1.7	1.9	2.0	2.1
듀베티카	1.8	0.9	8.3	5.7	8.3	5.0	9.0	5.0	8.9	16.7	27.3	28.5	28.5
YoY (%)	-5.3	-10.0	730.0	14.0	361.1	455.6	8.4	-12.3	79.9	87.6	63.5	4.4	0.0
비중 (%)	0.4	0.2	1.7	1.0	1.6	1.2	1.6	0.8	0.5	0.8	1.3	1.2	1.1
Stretch Angels	1.3	1.0	0.8	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	6.0	3.2	0.7	0.0	0.0
YoY (%)	8.3	-39.9	-46.7	-91.3	-85.0	-80.0	-80.0	-10.0	20.2	-45.7	-79.0	-100.0	#DIV/0!
비중 (%)	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
빅토리콘텐츠	2.0	6.6	6.2	2.7	6.0	6.0	6.2	5.9	28.7	17.5	24.1	28.9	34.6
YoY (%)		229.1	39.4	-88.0	200.0	-10.0	0.0	120.0		-38.8	37.2	20.0	20.0
비중 (%)	0.4	1.6	1.3	0.5	1.2	1.4	1.1	0.9	1.6	0.9	1.1	1.2	1.4
기타/연결조정	-138.0	-85.4	-272.4	-143.7	-155.5	-90.4	-289.6	-138.7	-472.9	-639.5	-674.1	-726.1	-786.0
연결조정비율 (%)	-21.7	-17.4	-35.6	-19.8	-23.5	-17.7	-34.6	-17.8	-20.7	-24.4	-24.2	-23.8	-24.1
매출총이익	344.0	284.3	330.1	387.8	332.6	275.9	355.5	417.1	1,276.2	1,346.2	1,381.1	1,510.2	1,605.4
YoY (%)	9.0	10.9	5.7	-1.0	-3.3	-3.0	7.7	7.5	17.8	5.5	2.6	9.3	6.3
GPM (%)	69.2	70.1	67.0	66.5	65.6	65.5	65.0	65.0	70.6	68.0	65.2	65.0	64.7
영업이익	148.8	110.4	148.5	144.1	130.2	91.8	148.8	159.5	524.9	551.8	530.3	560.5	586.9
YoY (%)	10.6	16.3	7.3	-8.2	-12.5	-16.9	0.2	10.7	23.5	5.1	-3.9	5.7	4.7
OPM (%)	29.9	27.2	30.1	24.7	25.7	21.8	27.2	24.9	29.0	27.9	25.1	24.1	23.7
세전이익	151.6	107.4	160.5	135.5	128.2	90.8	157.8	158.6	605.2	554.9	534.8	569.6	598.2
YoY (%)	12.9	14.1	4.5	-39.3	-15.5	-15.4	-1.7	17.1	43.6	-8.3	-3.6	6.5	5.0
세전이익률 (%)	30.5	26.5	32.6	23.2	25.3	21.6	28.9	24.7	33.5	28.0	25.3	24.5	24.1
순이익	118.9	87.4	119.1	99.7	96.3	65.4	113.6	114.2	442.7	425.0	388.9	410.1	430.7
YoY (%)	23.3	26.2	8.8	-40.5	-19.0	-25.2	-4.6	14.6	44.3	-4.0	-8.5	5.5	5.0
순이익률 (%)	23.9	21.6	24.2	17.1	19.0	15.5	20.8	17.8	24.5	21.5	18.4	17.7	17.4
EBITDA	166.5	134.1	160.2	164.9	148.5	110.8	168.5	181.3	605.2	625.7	609.2	643.5	672.4
YoY (%)	14.4	23.1	4.7	-16.6	-10.8	-17.3	5.2	9.9	30.8	3.4	-2.6	5.6	4.5
EBITDA마진률 (%)	33.5	33.1	32.5	28.3	29.3	26.3	30.8	28.3	33.5	31.6	28.8	27.7	27.1

자료: F&F, KB증권 추정

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
MLB 전체 매출액		511.2	384.5	669.7	511.8	526.7	396.8	727.7	540.4	1,733.9	2,077.2	2,191.7	2,401.2	2,581.8
MLB 한국		255.0	202.2	360.2	253.6	235.2	189.3	381.0	241.2	992.0	1,071.0	1,046.6	1,137.6	1,217.0
1) 순수 내수	(추정치)	68.4	69.7	55.9	66.2	55.3	58.5	51.4	60.9	276.1	260.2	226.2	239.8	251.7
2) 면세점	(추정치)	42.4	39.5	30.9	44.5	35.5	34.4	34.0	35.6	238.6	157.3	139.5	147.8	155.2
3) 수출	(추정치)	144.2	93.0	273.5	142.9	144.4	96.4	295.6	144.7	477.3	653.6	681.0	750.1	810.0
MLB 키즈		29.0	23.2	30.9	32.3	30.3	24.5	32.8	33.1	110.0	115.4	120.7	129.9	138.7
MLB 홍콩		19.3	19.0	18.0	21.3	22.2	22.4	21.3	25.1	50.8	77.6	91.0	101.9	110.1
MLB 중국	(표 5 참조)	207.9	140.1	260.6	204.7	239.0	160.6	292.6	241.1	581.1	813.3	933.3	1,031.8	1,116.1
YoY (%)	MLB 전체 매출액	12.6	23.7	20.9	23.2	3.0	3.2	8.7	5.6	23.7	19.8	5.5	9.6	7.5
	MLB 한국	-3.0	18.2	15.1	3.5	-7.8	-6.4	5.8	-4.9	12.4	8.0	-2.3	8.7	7.0
	1) 순수 내수	-2.6	3.6	-10.6	-13.0	-19.2	-16.0	-8.0	-8.0	20.2	-5.8	-13.1	6.0	5.0
	2) 면세점	-37.3	-31.9	-39.4	-28.2	-16.3	-13.0	10.0	-20.0	-20.5	-34.1	-11.4	6.0	5.0
	3) 수출	15.2	103.6	37.1	33.7	0.1	3.6	8.1	1.2	35.4	36.9	4.2	10.1	8.0
	MLB 키즈	-1.7	10.5	12.4	0.9	4.5	5.5	6.3	2.5	16.4	4.9	4.6	7.6	6.8
	MLB 홍콩	85.2	62.6	58.7	22.8	15.1	18.0	18.0	18.0	20.5	52.8	17.3	12.0	8.0
	MLB 중국	37.8	30.7	29.0	69.2	15.0	14.7	12.3	17.8	52.0	40.0	14.8	10.6	8.2
비중 (%)	MLB 전체 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 한국	49.9	52.6	53.8	49.5	44.7	47.7	52.4	44.6	57.2	51.6	47.8	47.4	47.1
	1) 순수 내수	13.4	18.1	8.3	12.9	10.5	14.8	7.1	11.3	15.9	12.5	10.3	10.0	9.8
	2) 면세점	8.3	10.3	4.6	8.7	6.7	8.7	4.7	6.6	13.8	7.6	6.4	6.2	6.0
	3) 수출	28.2	24.2	40.8	27.9	27.4	24.3	40.6	26.8	27.5	31.5	31.1	31.2	31.4
	MLB 키즈	5.7	6.0	4.6	6.3	5.8	6.2	4.5	6.1	6.3	5.6	5.5	5.4	5.4
	MLB 홍콩	3.8	4.9	2.7	4.2	4.2	5.6	2.9	4.6	2.9	3.7	4.2	4.2	4.3
	MLB 중국	40.7	36.4	38.9	40.0	45.4	40.5	40.2	44.6	33.5	39.2	42.6	43.0	43.2

자료: F&F, KB증권 추정

주 1: MLB 홍콩 법인은 마카오와 대만 매출액도 포함

주 2: "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)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
MLB 중국 매출액		207.9	140.1	260.6	204.7	239.0	160.6	292.6	241.1	581.1	813.3	933.3	1,031.8	1,116.1
1) 온라인	(추정치)	20.8	22.0	14.3	34.8	23.9	25.5	16.6	40.4	80.0	91.9	106.4	119.1	131.0
2) 오프라인	(추정치)	187.1	118.1	246.2	169.9	215.1	135.1	276.0	200.7	501.1	721.3	827.0	912.7	985.1
YoY (%)	MLB 중국 매출액	37.8	30.7	29.0	69.2	15.0	14.7	12.3	17.8	52.0	40.0	14.8	10.6	8.2
	1) 온라인	23.0	28.2	5.9	7.4	15.0	16.0	16.0	16.0	28.3	14.9	15.8	12.0	10.0
	2) 오프라인	39.6	31.1	30.6	91.8	15.0	14.4	12.1	18.2	56.6	43.9	14.7	10.4	7.9
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	10.0	15.7	5.5	17.0	10.0	15.9	5.7	16.7	13.8	11.3	11.4	11.5	11.7
	2) 오프라인	90.0	84.3	94.5	83.0	90.0	84.1	94.3	83.3	86.2	88.7	88.6	88.5	88.3
중국 매장수 (개)		889	983	1,069	1,127	1,128	1,151	1,174	1,197	865	1,127	1,197	1,261	1,311
YoY (%)		58.2	44.3	39.0	30.3	26.9	17.1	9.8	6.2	75.1	30.3	6.2	5.3	4.0
직영점		60	69	87	81	79	82	85	88	68	81	88	92	94
대리점		829	914	982	1,046	1,049	1,069	1,089	1,109	797	1,046	1,109	1,169	1,217

자료: F&F, KB증권 추정

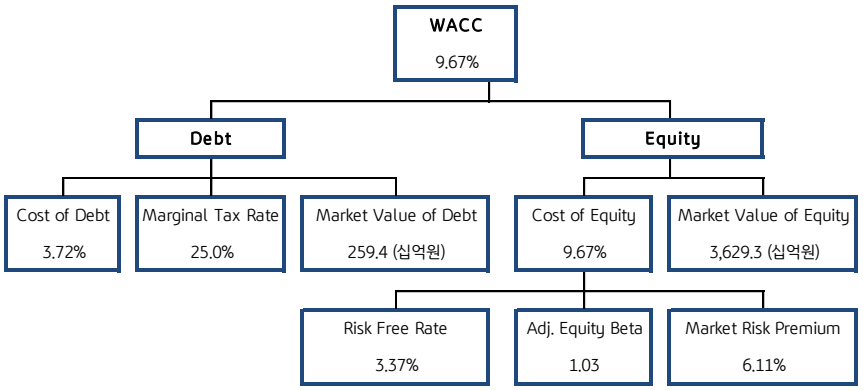
표 6. F&F: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
현금흐름 추정									
영업이익	a	551.8	530.3	560.5	586.9	567.8	558.2	547.6	530.6
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	C=a*(1-b)	**413.9**	**397.7**	**420.4**	**440.2**	**425.8**	**418.7**	**410.7**	**398.0**
감가상각비 (유형+무형)	d	73.8	78.8	83.0	85.5	68.4	54.7	43.8	35.0
총 현금흐름	E=C+d	**487.7**	**476.6**	**503.4**	**525.7**	**494.2**	**473.4**	**454.5**	**433.0**
총 투자	F=g+h	**-36.3**	**-184.1**	**-159.3**	**-173.0**	**-180.0**	**-180.0**	**-180.0**	**-180.0**
운전자본 증감	g	-13.1	-159.1	-129.3	-143.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-23.2	-25.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0
FCFF	I=E+F	451.4	292.5	344.1	352.7	314.2	293.4	274.5	253.0
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				6.4%	16.7%	28.0%	40.4%	54.0%	
PV of FCFF				215.2	302.2	245.5	209.0	178.3	
Total PV of FCFF (2025E~29E)	j		1,150.1						
영구성장률 (%)			0.50%						
Terminal Value (2030E 시점)			2,759.6		2030년 FCFF / (WACC - 영구성장률)				
PV of terminal value	k		1,792.5		WACC 9.67% (무위험수익률 3.37%, 시장위험프리미엄 6.11%)				
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	L		2,942.6						
순현금	M		80.0		12M Fwd 기준				
비연결 관계기업투자	N		633.9		4Q23 말 기준				
비지배주주 지분	O		27.2		4Q23 말 기준				
적정 기업가치	P=L+M+N-O		**3,629.3**						
주식수 (천주)	q		38,143						
목표주가 (원)	R=P/q		**95,000**						
현재주가 (원)			65,900		2024.4.30				
상승여력 (%)			44.2						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			9.2						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			2.11						

자료: F&F, KB증권 추정

① 타인자본비용은 F&F의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 3.72% 사용. 차입금 가치는 4Q23 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

그림 1. F&F: WACC 산출 과정



자료: KB증권 추정

표 7. F&F: WACC 변경 내역

(십억원, %)		변경 전 (2024.4.11)	변경 후 (2024.5.2)	비고
COE	A = B + C x D	9.58	9.67	
Risk free rate	B	3.35	3.37	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta	C	1.02	1.03	52주 adjusted beta
Raw Beta		1.14	1.17	
R2		0.17	0.19	
Risk premium	D = E - F	6.11	6.11	
Market	E	9.41	9.41	2001년~2023년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate	F	3.30	3.30	2001년~2023년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD	G	3.74	3.72	원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치 (십억원)		3,820.6	3,629.3	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금 (십억원)		259.4	259.4	총 금융부채 (4Q23 말 기준)
주식가치 가중치	H	100.0	100.0	
차입금 가중치	I	0.0	0.0	
WACC	J = (A x H) + (G x I)	9.58	9.67	

자료: F&F, KB증권 추정

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

(원)		Terminal Growth						
		-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
WACC	8.67%	100,161	101,358	102,613	103,929	105,311	106,764	108,294
	8.87%	98,442	99,576	100,763	102,007	103,312	104,682	106,123
	9.07%	96,797	97,873	98,997	100,174	101,407	102,701	104,060
	9.27%	95,222	96,243	97,309	98,424	99,591	100,814	102,096
	9.47%	93,712	94,682	95,694	96,751	97,856	99,013	100,225
	9.67%	92,263	93,185	94,147	95,000	96,198	97,294	98,441
	9.87%	90,871	91,749	92,663	93,616	94,611	95,650	96,737
	10.07%	89,534	90,370	91,240	92,146	93,091	94,078	95,108
	10.27%	88,247	89,044	89,872	90,735	91,634	92,571	93,549
	10.47%	87,008	87,768	88,558	89,380	90,235	91,127	92,056
	10.67%	85,815	86,540	87,294	88,077	88,892	89,740	90,624

자료: F&F, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	1,809	1,979	2,117	2,324	2,481
매출원가	533	632	736	814	876
매출총이익	1,276	1,346	1,381	1,510	1,605
판매비와관리비	751	794	851	950	1,018
영업이익	525	552	530	561	587
EBITDA	605	626	609	643	672
영업외손익	80	3	5	9	11
이자수익	2	6	9	10	12
이자비용	10	12	12	12	12
지분법손익	89	8	10	10	10
기타영업외손익	0	1	-1	1	1
세전이익	605	555	535	570	598
법인세비용	163	130	146	160	167
당기순이익	443	425	390	410	431
지배주주순이익	442	425	387	408	429
수정순이익	442	425	387	408	429

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	66.1	9.4	7.0	9.8	6.8
영업이익 성장률	62.7	5.1	-3.9	5.7	4.7
EBITDA 성장률	72.4	3.4	-2.6	5.6	4.5
지배기업순이익 성장률	95.7	-3.8	-8.9	5.3	5.0
매출총이익률	70.6	68.0	65.2	65.0	64.7
영업이익률	29.0	27.9	25.1	24.1	23.7
EBITDA이익률	33.5	31.6	28.8	27.7	27.1
세전이익률	33.5	28.1	25.3	24.5	24.1
지배기업순이익률	24.4	21.5	18.3	17.6	17.3

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	369	477	299	354	363
당기순이익	443	425	390	410	431
유무형자산상각비	80	74	79	83	86
기타비현금손익 조정	90	132	136	150	157
운전자본증감	-114	-13	-159	-129	-143
매출채권감소 (증가)	-23	14	-30	-30	-36
재고자산감소 (증가)	-57	-19	-51	-78	-94
매입채무증가 (감소)	-20	-22	5	5	5
기타운전자본증감	-14	13	-83	-26	-18
기타영업현금흐름	-130	-140	-146	-160	-167
투자활동 현금흐름	-171	-100	-199	-151	-159
유형자산투자감소 (증가)	-18	-23	-25	-30	-30
무형자산투자감소 (증가)	-36	-51	-40	-40	-40
투자자산감소 (증가)	-2	-9	-131	-78	-86
기타투자현금흐름	-114	-18	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-109	-261	-59	-62	-210
금융부채 증감	-51	-212	-4	-3	-3
자본의 증감	-15	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-42	-61	-65	-69	-145
기타재무현금흐름	0	11	10	10	-62
기타현금흐름	-2	3	0	0	0
현금의 증가 (감소)	87	118	42	141	-6
기말현금	102	220	262	402	396
잉여현금흐름 (FCF)	351	454	274	324	333
순현금흐름	120	136	-7	147	0
순현금 (순차입금)	-98	38	31	178	177

자료: F&F, KB증권 추정

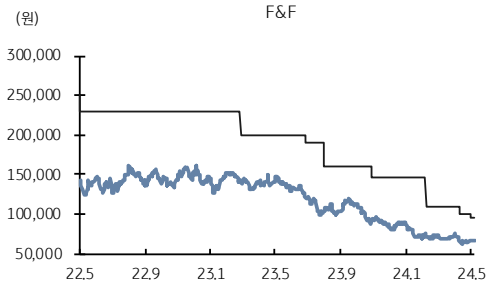
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,570	2,005	2,270	2,613	2,828
유동자산	601	746	893	1,171	1,315
현금 및 현금성자산	102	220	262	402	396
단기금융자산	22	22	25	27	30
매출채권	129	120	150	180	216
재고자산	297	341	392	471	565
기타유동자산	51	43	65	91	109
비유동자산	969	1,259	1,376	1,442	1,513
투자자산	645	654	785	863	950
유형자산	77	135	90	48	4
무형자산	133	178	209	238	267
기타비유동자산	114	293	293	293	293
부채총계	627	687	627	629	631
유동부채	576	487	435	444	454
매입채무	100	94	99	104	109
단기금융부채	195	31	91	95	100
기타유동부채	281	362	245	245	245
비유동부채	51	201	193	185	177
장기금융부채	27	173	165	157	149
기타비유동부채	24	28	28	28	28
자본총계	943	1,318	1,642	1,984	2,198
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
기타자본항목	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄손익누계액	-2	0	0	0	0
이익잉여금	625	988	1,310	1,650	1,861
지배지분 계	921	1,291	1,613	1,953	2,164
비지배지분	22	27	29	31	34

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	12.5	8.0	6.5	6.2	5.9
P/B	6.0	2.6	1.6	1.3	1.2
P/S	3.1	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.3	5.4	4.1	3.7	3.5
EV/EBIT	10.8	6.2	4.8	4.2	4.1
배당수익률	1.1	1.9	2.7	2.9	3.0
EPS	11,532	11,096	10,115	10,653	11,187
BVPS	24,055	33,689	42,111	50,974	56,493
SPS (주당매출액)	47,221	51,648	55,261	60,661	64,779
DPS (주당배당금)	1,600	1,700	1,800	1,900	2,000
배당성향 (%)	13.8	15.3	17.7	17.7	17.8
수익성지표					
ROE	60.4	38.4	26.7	22.9	20.8
ROA	32.7	23.8	18.2	16.8	15.8
ROIC	47.0	33.1	23.8	20.6	19.1
안정성지표					
부채비율	66.5	52.2	38.2	31.7	28.7
순차입비율	10.4	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	1.5	2.1	2.6	2.9
이자보상배율 (배)	50.1	47.8	42.9	47.0	50.9
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	15.8	15.9	15.7	14.1	12.6
매입채무회전율	17.7	20.4	21.9	22.9	23.3
재고자산회전율	6.7	6.2	5.8	5.4	4.8

투자자 고지 사항



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 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.

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.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

F&F (383220)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-03-14	Buy	박신애	250,000	-41.43	
22-05-03	Buy	박신애	230,000	-37.76	-30.00
23-02-27	Buy	박신애	200,000	-31.63	-25.30
23-06-28	Buy	박신애	190,000	-41.54	-36.21
23-08-01	Buy	박신애	160,000	-33.95	-25.63
23-10-30	Buy	박신애	145,000	-42.75	-34.00
24-02-08	Buy	박신애	110,000	-36.11	-30.45
24-04-11	Buy	박신애	100,000	-35.55	-34.00
24-05-02	Buy	박신애	95,000		

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

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.