

LF(093050)

달라 보이는 길, 그러나 목표는 성장

LF, 코람코자산신탁 1,898억원에 50.7% 인수

22일 LF는 코람코자산신탁 지분 50.7%를 1,898억원에 인수할 것을 공시했다. 3분기 말 기준 2,000억원 이상의 현금성 자산을 보유하고 있어 이를 활용할 계획이고 2019년부터 동사의 연결 실적에 반영될 것이다. 코람코자산신탁은 국내 영업수익 기준 3위, 리츠 운용규모 2위다. 2017년 매출 1,240억원, 영업이익 660억원, 순이익 480억원을 기록했다. 인수금액을 기업가치로 단순 환산시 3,740억원이나 경영권 프리미엄이 약 40%로 파악되어 2,670억원으로 평가한 것으로 판단된다. 실질적으로 3분기 말 코람코 자기자본 2,700억원 기준 PBR 1배에 경영권 프리미엄 40%를 가산한 것이다.

일차적으로 손익에 미치는 영향은 긍정적

LF 실적에 미치는 영향은 다음과 같다. 코람코자산신탁의 금년 3분기 누적 영업이익과 순이익은 635억원, 483억원으로 이미 2017년 연간 실적을 넘어섰으나 부동산 시장 위축 가능성을 반영, 2019년 영업이익은 2017년보다 20% 감소한 530억원, 순이익은 380억원으로 가정했다. 그 결과, 2019년 LF의 영업이익은 1,400억원에서 1,940억원으로 38% 상향되며, 지배주주순이익은 15% 상향되었다. ROE는 기존 8.8%에서 10.1%로 상향되고 2019년 PER은 6.6배에서 5.7배로 하락한다.

중장기 사업 방향은 관전 포인트, 확실한 것은 저평가와 성장 의지

패션 및 소비재와 무관한 부동산 금융으로의 사업 다각화에 대해 단정적으로 평가를 내리기 어렵다. 동사는 패션에서는 온라인과 액세서리/잡화 부문 강화, 식자재 등 음식료 관련 사업으로 확장, 부동산 금융까지 진출하면서 사업 다각화에 대한 의지가 강하다. 배당 확대 등 주주 정책에 변화가 없는 사업 확장으로 밸류에이션 상승은 어려울 것으로 판단, 실적 상향에도 목표주가는 36,000원을 유지한다(2019F PER 8.2배). 그러나 현 시가총액은 온라인 사업 확대에 꾸준히 내실을 다지고 있는 기존 사업가치도 반영하지 못하고 있다. 2019년 PER 5.7배와 PBR 0.6배의 초 저평가 국면이다. 중장기 사업 확장을 고려해 매수 관점을 제시한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,529	79	52	1,767	1.4	120	12.2	3.1	0.6	5.0	2.3
2017A	1,602	110	74	2,519	42.6	154	12.4	5.2	0.8	6.9	1.6
2018F	1,712	130	99	3,371	33.8	174	7.5	4.3	0.6	8.6	2.0
2019F	1,917	194	128	4,378	29.9	241	5.7	3.1	0.6	10.1	2.2
2020F	2,037	209	142	4,859	11.0	256	5.2	2.6	0.5	10.3	2.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

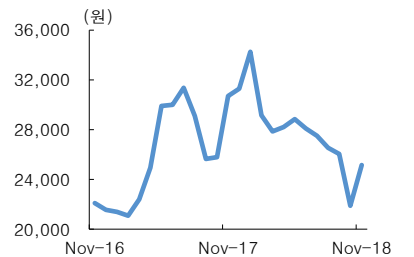
Stock Data

KOSPI(11/22)	2,070
주가(11/22)	25,150
시가총액(십억원)	735
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저가(원)	36,300/21,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,782
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.0/38.3
주요주주(%)	구분걸 외 18 인 40.0
	국민연금 9.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.0	(15.6)	(13.6)
KOSPI 대비(%p)	15.3	0.4	4.9

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

<표 1> LF 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF
매출액	1,529	1,602	1,712	1,917	2,037	381	397	340	484	409	429	367	507
국내 패션	1,380	1,389	1,420	1,483	1,583	347	352	282	409	340	359	293	428
코람코				128	132								
자회사	149	213	292	306	322	34	46	58	75	69	70	74	79
영업이익	79	110	130	194	209	24	31	7	48	29	35	12	54
국내 패션	99	115	119	129	143	26	34	6	49	26	33	9	51
코람코				53	53								
자회사	(20)	(5)	11	12	13	(2.1)	(2.9)	1.2	(1.0)	3.4	1.3	2.8	3.3
매출액 증감	(2.7)	4.8	6.9	12.0	6.2	0.1	2.9	9.2	7.2	7.4	7.9	8.1	4.7
국내 패션	(3.5)	0.7	2.2	4.4	6.8	1.1	(1.2)	1.2	1.6	(2.0)	2.2	4.0	4.7
코람코					3.0								
자회사	5.8	42.4	37.1	5.0	5.0	(9.1)	51.6	78.4	52.2	102.5	52.5	28.2	5.1
영업이익 증감	6.6	39.4	18.1	49.2	7.9	105.0	8.3	47.6	41.7	21.3	12.8	68.4	12.3
국내 패션	9.3	16.2	3.6	8.4	10.9	81.5	6.7	(36.9)	12.8	(1.7)	(1.0)	55.0	3.3
코람코					0.0								
자회사	NM	NM	NM	10.0	10.0	NM	NM	NM	NM	NM	NM	134.1	NM
영업이익률	5.2	6.9	7.6	10.1	10.3	6.3	7.7	2.1	10.0	7.1	8.1	3.3	10.7
국내 패션	7.2	8.3	8.4	8.7	9.0	7.6	9.6	2.1	12.0	7.6	9.3	3.1	11.9
코람코				41.3	40.1								
자회사	NM	NM	9.2	5.5	5.8	NM	NM	5.4	NM	13.0	5.5	10.0	8.4

자료: LF, 한국투자증권

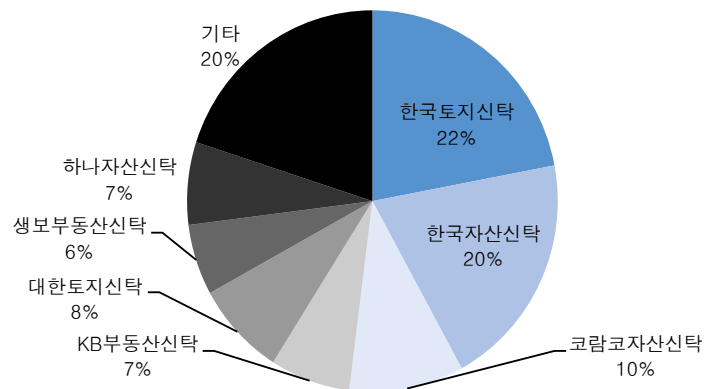
<표 2> 코람코자산신탁 실적

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	3Q18
영업수익	59	53	74	127	124	109
증감	35.3	(10.3)	38.3	72.5	(2.2)	NM
영업이익	27	19	37	60	66	64
증감	183.4	(28.4)	92.0	61.6	10.0	NM
영업이익률	45.6	36.4	50.5	47.4	53.3	58.1
세전이익	27	19	37	60	66	63
증감	265.8	(29.8)	94.7	63.2	10.0	NM
지배주주순이익	21	15	27	44	48	48
증감	272.8	(30.5)	88.2	60.8	10.1	NM
자기자본	103	115	140	180	225	270
증감	20.3	11.7	21.2	28.7	25.2	NM

주: 2018년은 3분기까지 누계
자료: 코람코자산신탁, 한국투자증권

[그림 1] 영업수익 기준 시장 점유율



주: 2017년 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

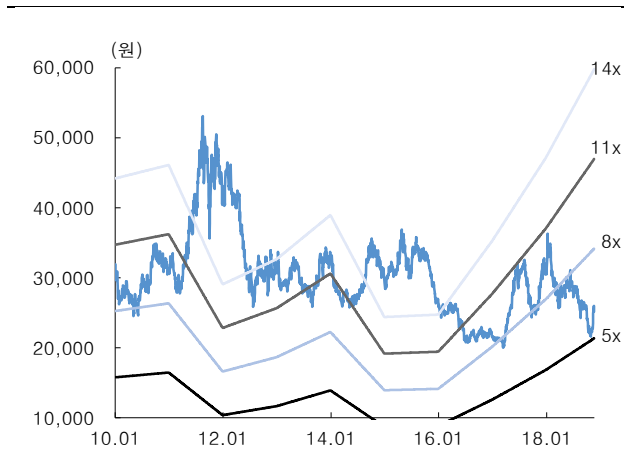
<표 3> 자산관리회사별 운용리츠 현황

(단위: 개, 조원, %)

자산관리회사	운용리츠	수탁규모	수탁규모 비율
한국토지주택공사	38	14	36.3
코람코자산신탁	29	7	17.8
대한토지신탁	19	3	8.1
KB 부동산신탁	20	3	6.5
제이알투자운용	14	2	4.5
마스턴투자운용	10	1	3.1
한국자산신탁	8	1	3.4
케이티에이엠씨	7	1	2.7
한국토지신탁	7	0	0.7
기타	47	7	17.0
합 계	199	39	100.0

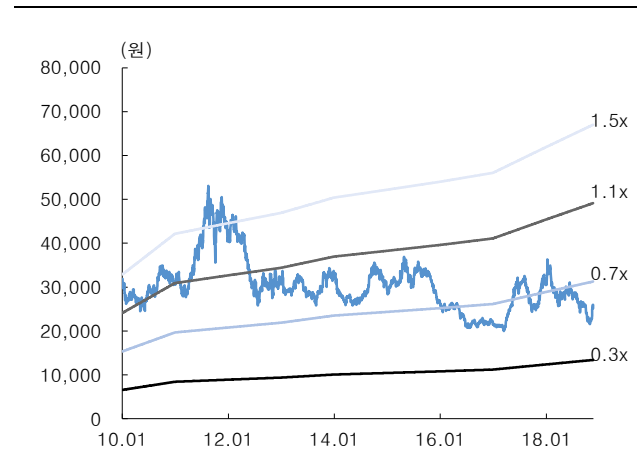
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 3] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

LF는 2006년 11월 1일 LG상사로부터 분할 후 신설된 법인으로서 분할 전의 패션부문을 승계 받아 기존 브랜드의 정비와 신규 브랜드 론칭 및 육성전략을 진행하고 있음. 본사를 거점으로 한국을 비롯하여 중국과 유럽의 해외법인 등 17개의 종속기업으로 구성되어 있음. 패션 사업의 주요 브랜드로는 닥스, 마에스트로, 헤지스, TNGT 등이 있으며 질스튜어트, 바네사브루노, 막스마라, 날바렛 등 유럽 및 미국의 브랜드의 국내영업권을 소유하고 있음. 2018년 11월 부동산금융업체인 (주)코람코자산신탁을 인수하며 패션 외 사업으로 다각화를 도모하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,061	872	870	994	1,117
현금성자산	129	127	17	38	122
매출채권및기타채권	156	155	325	364	367
재고자산	309	339	362	406	431
비유동자산	520	723	770	829	871
투자자산	22	67	71	80	85
유형자산	312	389	413	430	447
무형자산	129	186	198	222	236
자산총계	1,581	1,595	1,640	1,823	1,988
유동부채	395	335	281	316	323
매입채무및기타채무	171	183	195	219	232
단기차입금및단기사채	94	63	63	63	63
유동성장기부채	101	51	1	1	1
비유동부채	134	157	141	158	173
사채	100	100	70	70	70
장기차입금및금융부채	2	14	25	36	48
부채총계	529	492	423	474	496
지배주주지분	1,053	1,092	1,207	1,318	1,444
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
기타자본	(11)	(31)	0	0	0
이익잉여금	711	770	854	966	1,092
비지배주주지분	(1)	11	11	30	47
자본총계	1,052	1,103	1,218	1,348	1,492

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	141	119	(58)	158	199
당기순이익	51	70	99	147	160
유형자산감가상각비	30	29	26	26	25
무형자산상각비	11	15	18	20	22
자산부채변동	33	(37)	(202)	(57)	(26)
기타	16	42	1	22	18
투자활동현금흐름	(234)	(29)	1	(113)	(93)
유형자산투자	(29)	(105)	(51)	(44)	(43)
유형자산매각	6	1	1	1	1
투자자산순증	(207)	159	(5)	(9)	(5)
무형자산순증	(15)	(21)	(31)	(44)	(36)
기타	11	(63)	87	(17)	(10)
재무활동현금흐름	53	(85)	(53)	(24)	(22)
자본의증가	0	6	0	0	0
차입금의순증	0	0	(69)	11	11
배당금지급	(15)	(15)	(15)	(15)	(16)
기타	68	(76)	31	(20)	(17)
기타현금흐름	(1)	(7)	0	0	0
현금의증가	(40)	(1)	(110)	21	84

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

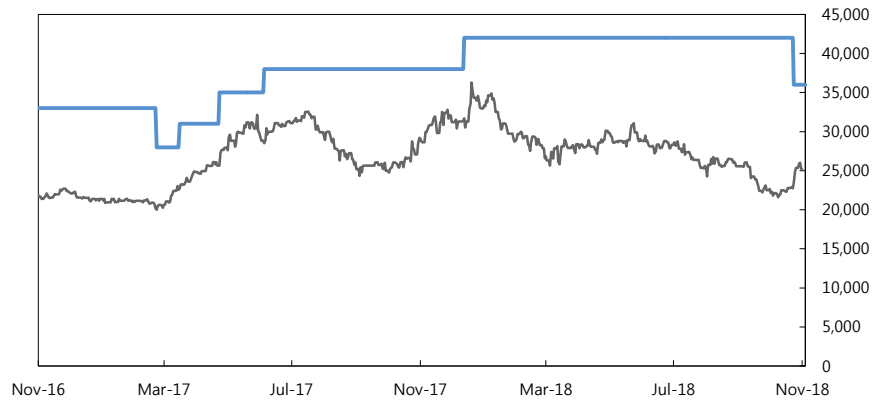
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,529	1,602	1,712	1,917	2,037
매출원가	626	661	728	796	841
매출총이익	903	941	984	1,121	1,195
판매관리비	824	831	854	927	986
영업이익	79	110	130	194	209
금융수익	10	10	7	5	7
이자수익	9	9	6	4	6
금융비용	8	8	6	5	5
이자비용	8	8	6	5	5
기타영업외손익	(8)	(12)	2	2	2
관계기업관련손익	2	1	0	0	0
세전계속사업이익	74	102	133	196	213
법인세비용	23	32	35	49	53
연결당기순이익	51	70	99	147	160
지배주주지분순이익	52	74	99	128	142
기타포괄이익	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	50	70	98	147	159
지배주주지분포괄이익	50	73	98	128	142
EBITDA	120	154	174	241	256

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,767	2,519	3,371	4,378	4,859
BPS	36,006	37,363	41,269	45,088	49,388
DPS	500	500	500	550	550
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(2.7)	4.8	6.9	12.0	6.2
영업이익증가율	6.6	39.4	18.1	49.2	7.9
순이익증가율	1.4	42.5	33.8	29.9	11.0
EPS증가율	1.4	42.6	33.8	29.9	11.0
EBITDA증가율	4.3	28.0	13.4	38.0	6.4
수익성(%)					
영업이익률	5.2	6.9	7.6	10.1	10.3
순이익률	3.4	4.6	5.8	6.7	7.0
EBITDA Margin	7.9	9.6	10.2	12.5	12.6
ROA	3.3	4.4	6.1	8.5	8.4
ROE	5.0	6.9	8.6	10.1	10.3
배당수익률	2.3	1.6	2.0	2.2	2.2
배당성향	28.3	19.9	14.8	12.6	11.3
안정성					
순차입금(십억원)	(259)	(124)	4	(22)	(104)
차입금/자본총계비율(%)	28.2	20.6	13.0	12.6	12.1
Valuation(X)					
PER	12.2	12.4	7.5	5.7	5.2
PBR	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.1	5.2	4.3	3.1	2.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
LF (093050)	2016.02.15	매수	33,000원	-30.9	-20.0
	2017.02.15	1년경과		-36.3	-35.2
	2017.03.15	매수	28,000원	-23.7	-17.7
	2017.04.06	매수	31,000원	-20.4	-15.8
	2017.05.14	매수	35,000원	-15.7	-8.1
	2017.06.26	매수	38,000원	-23.8	-13.7
	2018.01.03	매수	42,000원	-33.8	-13.6
	2018.11.14	매수	36,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 23일 현재 LF 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.