

LF(093050)

2Q19 Preview: 체질 개선과 사업 다각화에 주목

자회사 인수 효과에 힘입어 실적 개선

2분기 영업이익은 460억원으로 전년보다 34% 증가해 컨센서스를 상회할 전망이다. 코람코자산신탁 인수 이후 첫 연결 실적으로 실적 개선의 대부분은 코람코자산신탁 영업이익 약 100억원 기여가 주요인이다. 부문별로 패션 부문 매출액과 영업이익은 온라인 매출 증가에 힘입어 전년과 유사한 3,690억원, 340억원(영업이익률 9.3%), 코람코자산신탁 매출액과 영업이익은 280억원, 99억원, 그 외 자회사 매출액과 영업이익은 730억원에 22억원으로 예상된다.

캐시카우와 신규 수익 창출원 확보 노력

패션 영업 환경은 좋지 않다. 소비 지표 둔화 속에 소비 심리 부진, 부의 효과도 둔화되면서 백화점 의류 기존점 매출액은 부진하다. 그러나 동사는 수익성 높은 자사 온라인몰을 활용, 어려운 영업 환경에 양호한 실적을 이어가고 있다. 온라인 비중은 패션 매출의 약 30%에 육박, 패션 업체들 중 가장 높은 비중을 가지고 있으며 자사 온라인몰(LF몰)은 자사 브랜드뿐 아니라 타사 브랜드 입점을 유도하면서 수수료 수익도 증가하고 있다. 해외 명품 및 화장품, 생활용품으로 영역도 확대 해가고 있다. 이에 ‘하프클럽’, ‘보리보리’ 등을 운영하는 자회사 트라이씨클을 통한 온라인 패션 사업 확대 의지가 강하다. 가성비 높은 제품으로 소비자 트래픽을 증가시키면서 고정비 부담을 완화, 캐시카우를 확보해가고 있다.

사업 다각화도 진행형이다. 2017년 식자재유통 자회사 인수 외에 최근 눈에 띄는 것은 코람코자산신탁 지분 50.74% 인수와 화장품 사업이다. 코람코자산신탁은 부동산신탁 및 리츠 전문 회사로 영업수익 기준 3위, 리츠 시장 점유율 2위 업체다. 2018년 영업이익 484억원, 순이익 355억원을 기록, 이번 1분기 영업이익과 순이익은 각각 123억원, 91억원, 자기자본은 2,629억원이었다. 2분기부터 LF 실적에 반영, 약 100억원의 영업이익 기여를 예상한다. 금년 연간 영업이익 300억원, 순이익 약 220억원, 지배주주기준 110억원 이익 기여가 예상, 전사 순이익을 12% 상향시키는 요인이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	1,602	110	74	2,519	42.6	154	12.4	5.2	0.8	6.9	1.6
2018A	1,707	120	83	2,846	13.0	163	8.7	3.3	0.6	7.3	2.0
2019F	1,837	152	100	3,411	19.9	198	6.8	3.4	0.5	8.1	2.4
2020F	1,932	170	110	3,773	10.6	216	6.2	3.0	0.5	8.3	2.4
2021F	2,028	180	118	4,034	6.9	226	5.8	2.7	0.5	8.3	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

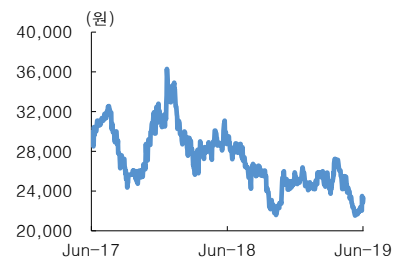
Stock Data

KOSPI(6/21)	2,126
주가(6/21)	23,300
시가총액(십억원)	681
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저(원)	29,500/21,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,681
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.0/33.9
주요주주(%)	구본길 외 17 인 40.0
	국민연금 10.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.2	(8.1)	(19.2)
KOSPI 대비(%)p	(0.9)	(11.2)	(10.2)

주가추이



자료: FnGuide

나은채

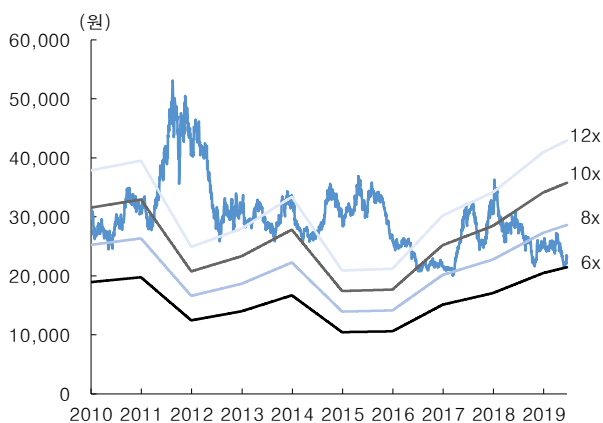
ec.na@truefriend.com

화장품 사업은 초기 단계다. 일부 수입 브랜드 유통으로 시작, 작년 9월 남성용 화장품 ‘Rule429’를 출시한 바 있다. 금년 매출의 1% 미만으로 아직 전체 실적에 미치는 영향은 작다. ‘Rule429’ 브랜드는 H&B 스토어인 올리브영 300개에 입점, 남성 화장품 3위권 순위 내 진입한 것으로 파악되며 호텔신라 온라인 면세 판매를 시작으로 면세점 입점도 계획하고 있다. 고정비 부담이 크지 않은 H&B 스토어, 온라인, 면세를 중심으로 확대해나갈 계획이다. 연말에는 여성 화장품 출시를 계획하고 있다. 화장품 후발주자로서 중장기 성과는 관건이나 현시점 중소형 화장품 브랜드와의 차별화 포인트는 자금력을 활용한 마케팅 역량, 브랜드 사업에서의 유통 노하우, 패션 사업에서 축적된 소비 트렌드 적응력으로 판단된다.

중장기 성장 전략 진행형, 목표주가 3.6만원 유지

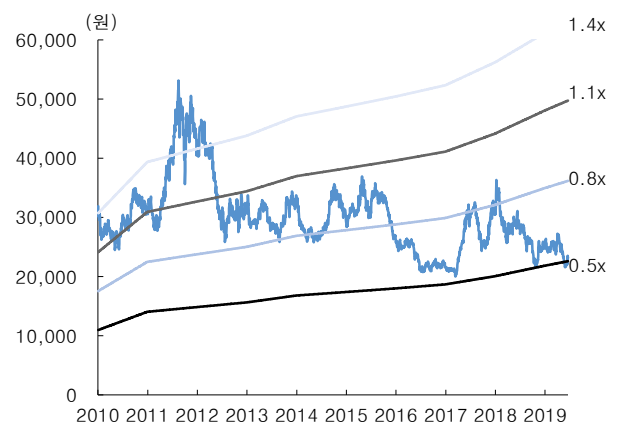
LF의 고질적인 할인 요인은 브랜드 사업에서의 뚜렷한 성과가 가시적이지 않고, 향후 성장 방향성에 대한 예측이 어렵다는 것이다. 현재 12MF PER 7배, PBR 0.5배에 거래되고 있다. 의류 업종 PER이 14배이고 브랜드 업체들도 10~15배 사이에서 거래된다는 점을 감안하면 과도한 저평가로 판단된다. 부동산신탁, 리츠 업체들의 PBR도 0.7~1배 수준에서 거래되고 있음을 감안하면 추가 밸류에이션 하락 요인은 아닌 것으로 판단된다. 식자재, 화장품, 부동산 관리 사업 등 다양한 영역으로 다각화, 기존 핵심 사업과의 연관성은 낮으나 성장을 위한 노력은 진행형으로 판단된다. 중장기 성장 잠재력과 낮은 밸류에이션에 근거, 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 3.6만원(12MF PER 10배)을 유지한다. 2019년 배당수익률은 2.4%로 예상된다.

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

〈표 1〉 LF 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2018				2019F			
	2016	2017	2018	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF
매출액	1,529	1,602	1,707	1,837	1,932	409	429	367	501	424	464	398	551
국내 패션	1,380	1,389	1,415	1,446	1,495	340	359	293	422	349	363	296	438
코람코				84	115						28	28	28
자회사	149	213	292	306	322	69	70	74	79	74	73	74	85
영업이익	79	110	120	152	170	29	35	12	44	26	46	21	59
국내 패션	99	115	111	113	119	26	33	9	43	23	34	9	47
코람코				30	40						10	10	10
자회사	(20)	(5)	9	10	10	3.4	1.3	2.8	1.1	3.3	2.2	2.2	1.7
매출액 증감률	(2.7)	4.8	6.5	7.6	5.2	7.4	7.9	8.1	3.6	3.5	8.2	8.4	9.9
국내 패션	(3.5)	0.7	1.8	2.2	3.4	(2.0)	2.2	4.0	3.3	2.6	1.0	1.0	3.9
코람코				NM	37.3								
자회사	5.8	42.4	37.2	5.0	5.0	102.5	52.5	28.2	5.1	7.9	5.0	0.0	7.2
영업이익 증감률	6.6	39.4	8.5	27.0	11.7	21.3	12.8	68.4	(9.5)	(11.1)	32.0	78.6	34.3
국내 패션	9.3	16.2	(3.6)	1.5	6.2	(1.7)	(1.0)	55.0	(13.5)	(12.2)	1.0	1.0	10.3
코람코				NM	33.3								
자회사	NM	NM	NM	10.0	10.0	NM	NM	134.0	NM	(2.8)	64.6	(20.8)	64.9
영업이익률	5.2	6.9	7.0	8.3	8.8	7.1	8.1	3.3	8.7	6.1	9.9	5.4	10.6
국내 패션	7.2	8.3	7.8	7.8	8.0	7.6	9.3	3.1	10.1	6.5	9.3	3.1	10.7
코람코	0.0	0.0	0.0	35.5	34.5						35.5	35.5	35.5
자회사	NM	NM	9.6	4.7	4.5	5.0	1.9	3.8	1.3	4.5	3.0	3.0	2.1

자료: LF, 한국투자증권

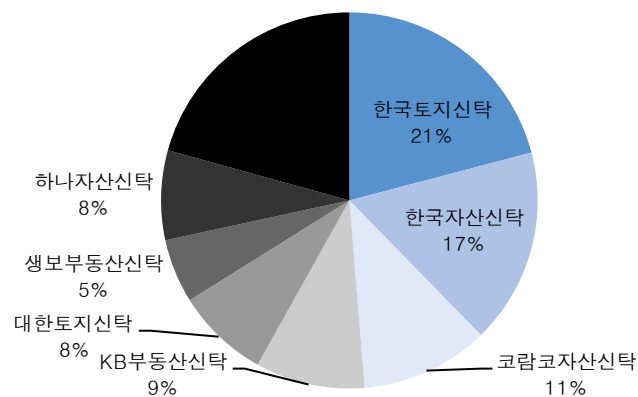
〈표 2〉 코람코자산신탁 실적 추이

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
영업수익	59	53	74	127	124	109
증감	35.3	(10.3)	38.3	72.5	(2.2)	(11.9)
영업이익	27	19	37	60	66	64
증감	183.4	(28.4)	92.0	61.6	10.0	(3.9)
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	(4.2)
지배주주순이익	21	15	27	44	48	48
증감	272.8	(30.5)	88.2	60.8	10.1	(0.9)
자기자본	103	115	140	180	225	270
증감	20.3	11.7	21.2	28.7	25.2	19.8

자료: 코람코자산신탁, 한국투자증권

[그림 3] 영업수익 기준 시장 점유율



주: 2018년 기준

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 3〉 자산관리회사별 운용리츠 현황

(단위: 개, 조원, %)

자산관리회사	운용리츠	수탁규모	수탁규모 비율
한국토지주택공사	44	17	38.4
코람코자산신탁	32	8	17.8
대한토지신탁	23	4	9.8
KB 부동산신탁	21	3	7.0
제이알투자운용	12	2	4.0
마스턴투자운용	8	1	1.9
한국자산신탁	8	1	3.3
케이티에이엠씨	8	1	2.2
한국토지신탁	8	0	0.7
기타	62	6	15
합 계	226	44	100.0

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 4〉 자회사 실적 추이

(단위: 십억원, %, % YoY)

분류	회사명	지분율	실적	2014	2015	2016	2017	2018
의류	맥스코	90.0	매출액		26	30	39	46
			증감률		NM	14.7	31.1	17.8
			영업이익				4	7
			증감률				NM	96.5
			순이익		3	2	3	6
			증감률		NM	(43.4)	74.5	84.7
온라인유통	트라이씨클	100.0	매출액	53	51	37	37	43
			증감률	NM	(5.0)	(27.2)	0.7	15.9
			영업이익	1	(5)	(9)	2	4
			증감률	NM	NM	NM	NM	157.2
			순이익	1	(5)	(9)	3	3
			증감률	NM	NM	NM	NM	2.4
식자재	모노링크	100.0	매출액		39	53	70	89
			증감률		NM	35.3	30.9	27.9
			영업이익		2	3	7	9
			증감률		NM	16.0	181.8	16.2
			순이익		2	2	6	7
			증감률		NM	9.9	185.5	24.1
	구르메에프앤비코리아 71.7		매출액				32	34
			증감률				NM	8.0
			영업이익				3	3
			증감률				NM	(9.0)
			순이익				3	3
			증감률				NM	(10.3)
	엘에프푸드	100.0	매출액	27	22	19	27	37
			증감률	5.5	(20.2)	(14.3)	43.9	38.0
			영업이익	(1)	(4)	(1)	0	0
			증감률	NM	NM	NM	NM	267.8
			순이익	(1)	(7)	(1)	(1)	8
			증감률	NM	NM	NM	NM	264
	인덜지	74.4	매출액			10	10	10
			증감률			NM	5.3	(3.4)
			영업이익			(3)	(2)	(3)
			증감률			NM	NM	NM
			순이익			(4)	(3)	(4)
			증감률			NM	NM	NM
광고/홍보	동아티브이	98.0	매출액		4	9	4	13
			증감률		NM	127.6	(52.8)	225.0
			순이익		(1)	(1)	(1)	0
			증감률		NM	NM	NM	NM

자료: LF, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

LF는 2006년 11월 1일 LG상사로부터 분할 후 신설된 법인으로서 분할 전의 패션부문을 승계 받아 기존 브랜드의 정비와 신규 브랜드 런칭 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, 닐바렛 등 유럽 및 미국의 브랜드의 국내영업권을 소유하고 있음.

- 정상가판매율: 출시 당시 가격으로 팔리는 매출 비중

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	872	970	1,128	1,225	1,327
현금성자산	127	336	275	328	385
매출채권및기타채권	155	183	367	386	406
재고자산	339	370	398	419	440
비유동자산	723	682	750	780	809
투자자산	67	54	58	61	64
유형자산	389	405	418	430	442
무형자산	186	172	220	232	243
자산총계	1,595	1,652	1,878	2,004	2,136
유동부채	335	299	299	308	314
매입채무및기타채무	183	192	207	218	229
단기차입금및단기사채	63	68	68	68	68
유동성장기부채	51	0	0	0	0
비유동부채	157	170	278	285	293
사채	100	100	200	200	200
장기차입금및금융부채	14	18	22	27	31
부채총계	492	468	577	593	607
지배주주지분	1,092	1,173	1,277	1,372	1,474
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
기타자본	(31)	(19)	0	0	0
이익잉여금	770	836	920	1,014	1,114
비지배주주지분	11	10	24	39	55
자본총계	1,103	1,183	1,301	1,411	1,529

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	119	125	(45)	149	156
당기순이익	70	81	113	125	134
유형자산감가상각비	29	28	26	25	24
무형자산상각비	15	16	20	21	22
자산부채변동	(37)	(33)	(215)	(34)	(37)
기타	42	33	11	12	13
투자활동현금흐름	(29)	139	(109)	(70)	(70)
유형자산투자	(105)	(49)	(43)	(41)	(40)
유형자산매각	1	4	4	4	4
투자자산순증	159	198	1	3	3
무형자산순증	(21)	(11)	(68)	(32)	(34)
기타	(63)	(3)	(3)	(4)	(3)
재무활동현금흐름	(85)	(54)	93	(27)	(29)
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	0	0	104	4	4
배당금지급	(15)	(15)	(15)	(16)	(16)
기타	(76)	(40)	4	(15)	(17)
기타현금흐름	(7)	(1)	0	0	0
현금의증가	(1)	209	(61)	53	57

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,602	1,707	1,837	1,932	2,028
매출원가	661	764	762	798	852
매출총이익	941	943	1,074	1,134	1,177
판매관리비	831	823	923	965	997
영업이익	110	120	152	170	180
금융수익	10	11	10	10	12
이자수익	9	9	9	9	11
금융비용	8	7	8	10	10
이자비용	8	6	7	9	9
기타영업외손익	(12)	(7)	(7)	(8)	(8)
관계기업관련손익	1	4	4	4	5
세전계속사업이익	102	120	151	167	179
법인세비용	32	39	38	42	45
연결당기순이익	70	81	113	125	134
지배주주지분순이익	74	83	100	110	118
기타포괄이익	(0)	1	1	1	1
총포괄이익	70	83	115	127	135
지배주주지분포괄이익	73	84	101	112	119
EBITDA	154	163	198	216	226

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,519	2,846	3,411	3,773	4,034
BPS	37,363	40,126	43,666	46,931	50,406
DPS	500	500	550	550	600
성장성(% YoY)					
매출증가율	4.8	6.5	7.6	5.2	5.0
영업이익증가율	39.4	8.5	27.0	11.7	6.1
순이익증가율	42.5	13.0	19.9	10.6	6.9
EPS증가율	42.6	13.0	19.9	10.6	6.9
EBITDA증가율	28.0	6.3	21.1	9.0	4.8
수익성(%)					
영업이익률	6.9	7.0	8.3	8.8	8.9
순이익률	4.6	4.9	5.4	5.7	5.8
EBITDA Margin	9.6	9.6	10.8	11.2	11.1
ROA	4.4	5.0	6.4	6.5	6.5
ROE	6.9	7.3	8.1	8.3	8.3
배당수익률	1.6	2.0	2.4	2.4	2.6
배당성향	19.9	17.6	16.1	14.6	14.9
안정성					
순차입금(십억원)	(124)	(193)	(31)	(81)	(136)
차입금/자본총계비율(%)	20.6	15.7	22.3	20.9	19.6
Valuation(X)					
PER	12.4	8.7	6.8	6.2	5.8
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.2	3.3	3.4	3.0	2.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
LF (093050)	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 2019년 6월 21일 현재 LF 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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 높이 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.