

롯데리츠

(330590)

Not Rated

IPO Company

30 Sep. 2019

자산가치 상승보다는 배당 확대가 주가를 견인

▶ Issue

9/23~10/2 기관 수요예측 진행. 기업 개요 및 투자매력 점검

▶ Pitch

- 공모가 기준 평균 6%대의 높은 배당수익률이 롯데리츠의 가장 큰 투자 포인트
- 2020년 예상 실적 기준 공모가는 P/FFO는 15.1배~15.9배 수준. 글로벌 리테일 리츠의 P/FFO가 12~18배를 형성하는 점 고려 시 신한알파리츠와 같은 상장 후 주가 급등세를 기대하기 어려움. 그러나 롯데쇼핑 중심 롯데그룹 계열사 자산의 추가 취득을 통한 배당이 확대되며 롯데리츠 주가는 양호한 흐름 이어갈 것으로 전망

▶ Rationale

- 롯데리츠는 롯데쇼핑이 보유한 백화점 4곳(창원점·구리점·강남점·광주점), 마트 4곳(의왕점·장유점·서청주점·울하점), 아울렛 2곳(청주점·울하점)을 기초자산으로 하는 부동산 간접투자상품이며, 자산관리회사는 롯데AMC, 스폰서 및 임차인은 롯데쇼핑임
- 9/23~10/2 수요예측 후 10/7 공모가 결정, 10/8~11 청약울 거쳐 10월말 상장 예정
- 총 자산 매입금액은 1.49조원이며 공모 예정금액은 4,084억원~4,299억원, cap rate 5.24%, 2020년 기준 목표 배당수익률 6.64%로 설정되어 있음

- 기 상장된 공모리츠가 연초이래 높은 주가 수익률을 기록 중인 반면, 홈플러스 리츠는 공모에 실패. 이에 롯데리츠에 대한 시장의 관심 확대

- 당사는 롯데리츠 IPO는 성공 가능성 높다고 판단. 홈플러스 리츠와 달리 배당의 안정성과 성장성을 모두 갖췄기 때문

- i) 배당의 안정성: 롯데리츠의 목표 배당수익률은 6%대로 설정. 임대기간 평균 10년, 연간 임대료 인상률 1.5%이며, 홈플러스와 동일하게 triple net 임차 구조로 운영 관련 비용(부동산세금, 종합보험료, 공동지역유지/보수비용)을 롯데쇼핑이 부담하는 형태. 이에 Sales & Lease Back 계약으로 인한 롯데쇼핑 실적 악화가 우려됐으나, 롯데쇼핑이 롯데리츠 지분 50%를 취득함으로써 롯데쇼핑의 임대료 상승 부담이 사라짐. 롯데리츠가 롯데쇼핑의 연결 자회사로 편입되면서 롯데쇼핑 임대료와 롯데리츠의 임대료 수익이 서로 상쇄되기 때문. 연결 영업이익에 있어 이번 Sales & Lease Back 계약으로 인한 실적 영향은 미미. 홈플러스의 경우 리츠 지분율 30%로 설정, 임대료 증가분을 온전히 부담

- 또한, 백화점/할인점/아울렛으로 자산을 다각화함으로써 EBITDA대비 임대료를 30~40%, 10년 후에도 50~60%대로 낮춤. 할인점만을 기초자산으로 한 홈플러스리츠의 경우 10년 후 EBITDA 대비 임대료 비율이 80%이상으로 확대되는 것으로 추정, 운영의 안정성이 우려됐었음

- 마지막으로 자산매각에 따른 양도세가 이연되면서 세금 부담이 완화됨(9/11, '공모 리츠 및 부동산 펀드 활성화 방안', 공모리츠에 현물출자한 자산에 대한 양도세를 리츠의 주신 처분시까지 유예. 2022년까지 적용). 이에 자산 매각대금을 활용해 온라인을 위한 물류센터, IT, 해외 할인 점 투자 등에 집중할 수 있을 전망

- ii) 배당의 성장성: 롯데리츠가 홈플러스리츠와 가장 다른점은 자산관리회사의 구조

[뒷장 계속]

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

Stock Information

| | |
|------------|---------------|
| 공모 예정가 | 4,750~5,000원 |
| 공모 예정금액 | 4,084~4,299억원 |
| 공모 주식수 | 85,984,422주 |
| 상장 예정 주식수 | 85,984,422주 |
| 상장 예정 시가총액 | 4,084~4,299억원 |

IPO Schedule

| | |
|--------|---------------------|
| 수요 예측일 | 2019년 9월 23일~10월 2일 |
| 청약 예측일 | 2019년 10월 8일~11일 |
| 상장 예정일 | 10월 말 |

공모 후 보호예수 지분율 (%)

| | |
|---------|-----|
| 롯데쇼핑(주) | 50% |
| 소계 | 50% |

ktb 투자증권

- 롯데AMC는 롯데지주 100% 소유. 이는 곧 롯데리츠에 편입될 자산이 롯데쇼핑 자산 뿐만 아니라 롯데그룹 계열사 자산까지 확대될 수 있음을 의미. 현재 롯데리츠는 2020년, 2021년 각각 약 5천억원 규모의 롯데쇼핑 자산을 추가 매입할 계획(롯데리츠, 총 8.6조원 규모의 롯데쇼핑 점포 84개 점에 대해 우선매수협상권 보유). 그 후에는 롯데호텔, 물류센터 등 롯데계열사 자산을 추가로 매입할 계획. 일반적으로 리테일 리츠보다 Diversified 리츠의 P/FFO가 높음. 스폰서 자산이 확대될수록 리츠 배당수익의 성장성도 높아질 것으로 기대

- 롯데리츠 배당의 안정성과 성장성을 고려했을 때 롯데리츠 IPO는 성공 가능성이 높음. 그러나 신한알파리츠와 같이 공모 후 주가 급등을 기대하기는 어려울 전망(신한알파리츠, 공모 후 주가 +59.8% 상승). 10년 전매제한 조건 하에 자산을 시세대비 낮게 편입한 신한알파리츠와 달리, 롯데리츠는 자산을 감정평가액 할인없이 매입했기 때문. 특히 오프라인 매장 경쟁력이 낮아지는 현 상황에서 할인점 같은 판매시설은 매각이 용이하지 않음. 이에 자산가치 상승에 따른 주가 상승 가능성은 크지 않을 전망. 롯데리츠의 주가 상승은 롯데그룹 자산을 활용한 배당 확대 및 이에 따른 valuation 할증을 통해 가능할 것으로 기대

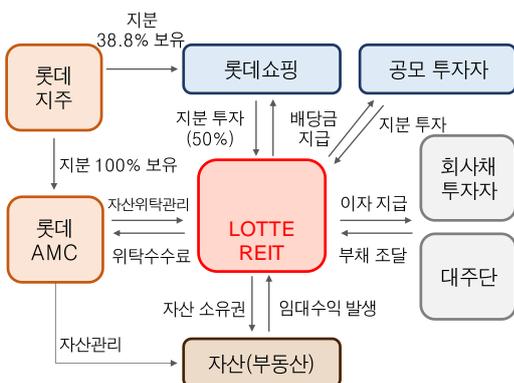
- 공모가 기준 롯데리츠 2020년 P/FFO는 15배 수준. 글로벌 리테일 리츠의 P/FFO가 12~18배로 형성되어 있는 점 고려시 롯데리츠의 valuation 매력은 크게 부각되지 않는 상황. 배당의 성장 가능성이 확인될수록 주가 상승여력은 확대될 수 있을 것으로 판단

Fig. 01: 롯데리츠 IPO 공모 개요

| 구분 | 내용 |
|-----------|--|
| 발행회사 | 롯데유택관리부동산투자회사 주식회사 |
| 자산관리회사 | 롯데에이엠씨 주식회사 |
| 수요예측일 | 9월 23일~10월 2일 |
| 청약일 | 10월 8일~11일 |
| 상장일 | 10월 말 예정 |
| 투자자산 | 롯데쇼핑 8개 자산(백화점 4개, 마트 4개, 아울렛 2개) · 전체 연면적 : 638,779m2 · 매입금액 : 1.49조원 · '20년 예상 임대료 : 746억원 · '20년 목표 배당률 : 6.64% |
| 공모예정금액 | 4,084억원(주당 4,750원 기준) |
| 스폰서 및 임차인 | 롯데쇼핑 주식회사 |
| 상장주관 | 한국투자증권주식회사, 노무라금융투자 주식회사 홍콩상하이증권 서울지점 |

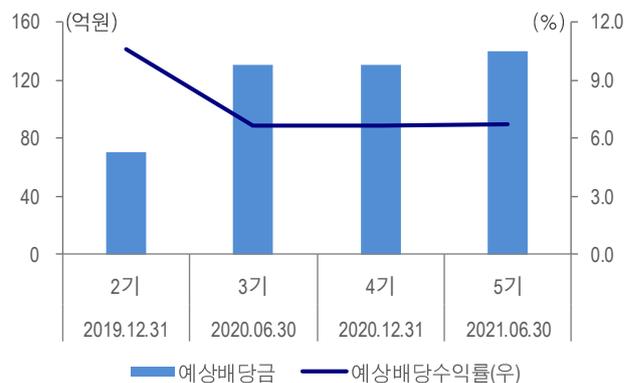
Source: 롯데리츠, KTB투자증권

Fig. 02: 롯데리츠 구조



Source: 롯데리츠, KTB투자증권

Fig. 03: 롯데리츠 예상 배당수익률



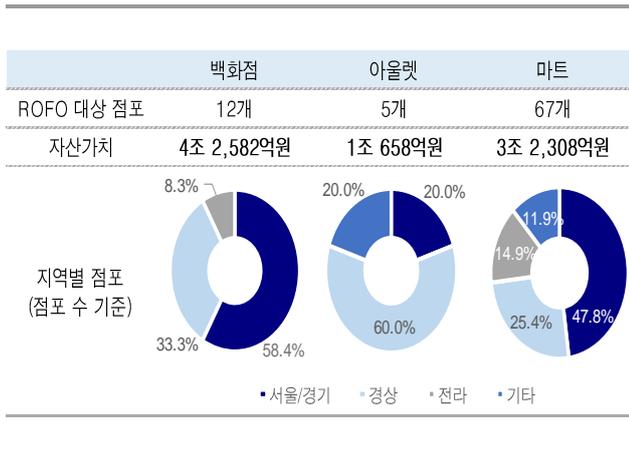
Source: 롯데리츠, KTB투자증권

Fig. 04: 롯데리츠 편입 자산 내역

| 구분 | 트렌치 A | | | 트렌치 B | | | 트렌치 C | |
|-------------------------|--|-------------|-------------|--------------|------------------------|---------------------|--------------|--------------|
| | 롯데백화점 창원점 | 롯데마트 의왕점 | 롯데마트 장유점 | 롯데백화점 구리점 | 롯데마트 서청주점 롯데아울렛 청주점 | 롯데마트 & 롯데아울렛 율하점 | 롯데백화점 강남점 | 롯데백화점 광주점 |
| 자산가치 비중 | 29.70% | | | 32.70% | | | 37.60% | |
| 임대차 기간 | 9년 | | | 10년 | | | 11년 | |
| 임대료 | 218억원 | | | 250억원 | | | 278억원 | |
| 임대료/EBITDA | 34.49% | | | 37.19% | | | 50.23% | |
| 책임임대차계약 주요조건 | - 임대차 보증금 : 1년치 임대료 - 임대료 상승 : 연간 고정 임대료 상승률 1.5% 적용 - 관리비 : Triple Net 구조에 따라 임차인이 부담(관리비용, 제세공과금, 보험료) - 임대차 연장 : 임차인이 계약만료일 기준 동등 이상의 조건으로 연장의사 서면통지 시, 자동연장 | | | | | | | |
| 규모(GFA/m ²) | 140,977 | 36,879 | 38,838 | 79,271 | 81,561 | 100,773 | 67,462 | 93,019 |
| 준공연도 | 2002-02 | 2002-07 | 2004-07 | 1998-03 | 2014-02 | 2010-12 | 1986-04 | 1998-09 |
| 2018년 매출액(억원) | 2,270 | 879 | 691 | 1,751 | 846 | 749 | 1,995 | 2,263 |
| 2018년 EBITDA(억원) | 390 | 134 | 108 | 232 | 259 | 181 | 229 | 323 |

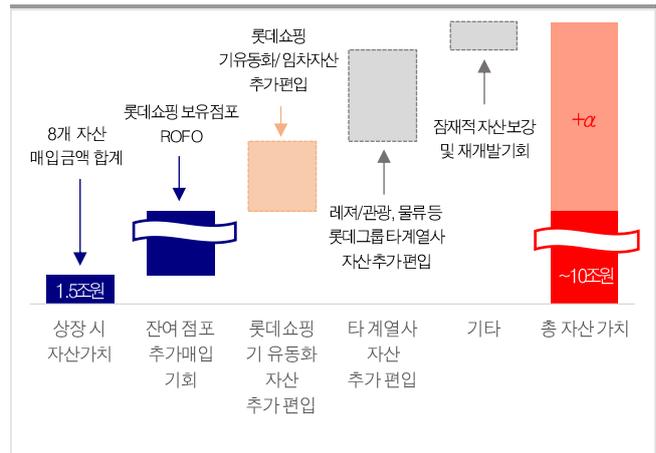
Source: 롯데리츠, KTB투자증권

Fig. 05: 롯데리츠가 우선매수협상권 보유한 롯데쇼핑 자산 내역



Source: 롯데리츠, KTB투자증권

Fig. 06: 롯데리츠 장기성장 로드맵



Source: 롯데리츠, KTB투자증권

Fig. 07: 롯데리츠 추정 실적

| 기준일 | (단위 : 백만원) | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2019.12.31 | 2020.06.30 | 2020.12.31 | 2021.06.30 |
| 사업기수 | 2기 | 3기 | 4기 | 5기 |
| 영업수익 | 20,238 | 38,093 | 38,279 | 38,651 |
| 임대료수익 | 20,238 | 38,093 | 38,279 | 38,651 |
| 영업비용 | 6,507 | 10,035 | 10,062 | 10,045 |
| 부동산운용비용 | 61 | 81 | 102 | 82 |
| 일반운용비용 | 6,446 | 9,954 | 9,960 | 9,962 |
| 감가상각비 | 4,433 | 7,790 | 7,790 | 7,790 |
| 자산관리수수료 | 779 | 1,488 | 1,488 | 1,488 |
| 지급수수료 | 388 | 292 | 293 | 296 |
| 기타일반운용비용 | 197 | 224 | 226 | 226 |
| 기타비용 | 650 | 160 | 162 | 162 |
| 영업이익 | 13,732 | 28,058 | 28,217 | 28,607 |
| 영업외수익 | 453 | 77 | 115 | 121 |
| 영업외비용 | 4,227 | 8,903 | 8,925 | 8,954 |
| 당기순이익 | 9,958 | 19,232 | 19,406 | 19,773 |

Source: 롯데리츠, KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% **HOLD :** 11.3% **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.