

Company Update

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 7,500원 (19.8%)

현재주가 6,260원

시가총액 1,1조원

Shares (float) 171,968,884주 (50.0%)

52 주 최저/최고 6,220원/6,690원

60 일-평균거래대금 297.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
롯데리츠 (%)	-6.4	0.0	0.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.3	0.0	0.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	Not Rated	
목표주가	7,500	n/a	n/a
2019E EPS	78	n/a	n/a
2020E EPS	225	n/a	n/a

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	7,600
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL★★★: 1

2019. 12. 10

롯데리츠 (330590)

확고한 배당 안정성에 배당 성장성까지

- 최대의 리테일러가 앵커라는 점에서 높은 임대/배당 안정성, 향후 5년간 배당수익률 5%
- 현재 LTV는 45.7%에 불과, LTV 60%를 사용해 5조원의 자산을 추가 편입할 경우 평균 LTV는 56.6%에 불과, 배당수익률은 레버리지 효과로 1.3%p 개선
- 롯데쇼핑의 ROFO 자산 8.5조원, 기 유동화된 자산 포함 시 12조원의 잠재 물건 확보

WHAT'S THE STORY

향후 5년 평균 배당수익률 5%: 롯데쇼핑의 8개 점포(매입액 1.5조원)를 담은 리테일리츠로 최대주주이자 임차인은 지분 50%를 보유한 롯데쇼핑이다. 최대의 리테일러가 앵커라는 점에서 배당 안정성이 매우 높아, 배당할인 모형을 사용해 목표주가를 7,500원으로 제시한다[표 6]. 목표주가 도달 시 2020년 예상 배당수익률은 4.2%다.

롯데쇼핑이 앵커로 높은 임대 안정성: 8개 자산의 임대료/EBITDA 비율은 40%로 임대료 지불 능력이 높다. 8개 자산의 트랜치를 3개로 구분해 만기 도래 시 발생할 수 있는 리스크를 최소화했다. 임대조건은 ① 마스터리스 기간: 평균 10년, ② 보증금: 1년치 임대료, ③ 임대료 상승률: 연 1.5%로 CPI 상승률인 타 리테일리츠 대비 높다. 자산가치 기준으로 수도권 50%, 지방이 50%이며 핵심 자산인 강남 백화점의 자산 가치 비중은 29%에 달한다. 5개 점포는 중심/일반상업지역에 위치해 자산가치가 우량하다.

낮은 LTV는 배당 upside를 제공: 국내 리츠 최초의 신용등급 획득(담보부 회사채 AA-)으로 평균 차입금리가 2.09%라 peer 대비 100~200bp 낮다. LTV도 45.7%(보증금 포함 시 41.0%)으로 peer 대비 가장 낮은 수치다. 향후 10년간 매년 0.5조원의 자산을 추가 편입한다고 가정하고 LTV를 50%로 상향하면 10년 뒤 평균 LTV는 49.0%에 불과하며 배당수익률은 기존 예상 대비 0.4%p 상향된다. LTV를 60%로 상향할 경우 10년 뒤 LTV는 56.6%에 불과하고 배당수익률은 1.3%p 개선돼 배당 upside가 높다.

추가 편입 잠재력이 있는 롯데쇼핑 점포만 12조원: 롯데리츠는 롯데쇼핑이 보유한 84개 점포(8.5조원 규모)에 대해 우선매수협상권(ROFO)을 보유하고 있어 추가 자산편입이 용이하다. 이 외에 사모펀드로 기 유동화된 자산 규모는 약 3조원으로 추정된다. 리츠가 시장에서 입찰 경쟁을 통해 자산을 매수/편입할 경우 과열 경쟁과 수익성 저하의 우려가 있으나 이에 대한 리스크를 최소화할 수 있다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

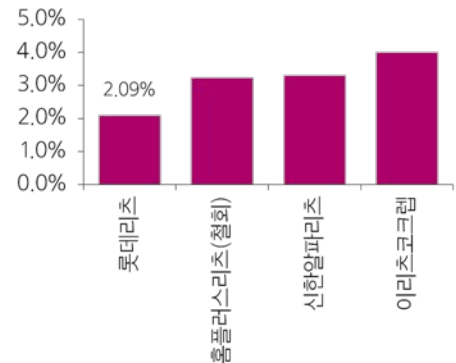
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	n/a	22	76	77
영업이익 (십억원)	n/a	15	56	57
순이익 (십억원)	n/a	11	39	40
EPS (adj) (원)	n/a	78	225	230
EPS (adj) growth (%)	n/a	n/a	187.8	2.3
EBITDA margin (%)	n/a	68.7	73.7	74.0
ROE (%)	n/a	2.7	4.5	4.6
P/E (adj) (배)	n/a	80.2	27.9	27.2
P/B (배)	n/a	1.3	1.2	1.3
EV/EBITDA (배)	n/a	114.9	31.1	30.6
Dividend yield (%)	n/a	1.3	5.0	5.1

참고: 2019년 배당수익률은 연환산 기준이 아님

자료: 삼성증권 추정

자금 조달비용 2.09%로 검증된 크레딧: 롯데리츠는 업계 최초로 신용등급(AA- 안정적)을 획득했고, 이를 기반으로 담보부 회사채를 금리 1.55%에 발행했다. 앵커인 롯데쇼핑의 신용등급이 AA0라는 점, 편입 자산의 담보가치가 우량하다는 점이 반영됐다. 그 결과 기존 장기차입금과 가중평균한 조달비용은 2.09%로 3~4%대인 peer 대비 압도적으로 낮은 수준이다. 이자비용 절감분은 배당 여력 증가로 귀결되었다.

그림 1. 상장리츠 이자조달 비용 비교(2019F 기준)



자료: 각사, 삼성증권

표 1. 롯데리츠의 자금조달 구조 (십억원)

구분	은행장기차입금	담보부공모사채	합계
차입금	499	170	669
이자율	2.27%	1.55%	2.09%
만기	3년	3년	
차입시점	2019/10	2019/07	

자료: 롯데리츠, 삼성증권

영업 상위 매장을 리츠에 편입: 롯데리츠에 편입된 자산 8개의 선정에 있어 최우선 조건은 마스터리스 계약에 따라 평균 10년간 연 1.5%의 임대료 인상률을 감당할 수 있을 정도의 매출 창출 능력이 있느냐였다. 이들 점포의 임대료/EBITDA 비율은 40.2%로 임대료 지불 능력이 높다. 참고로 지난 3월 상장을 철회한 홈플러스리츠의 임대료/EBITDA 비율은 70%에 육박했다.

표 2. 롯데리츠 자산 트랜치별 구성 (십억원)

임대차 목적물	트랜치 A			트랜치 B			트랜치 C	
	백화점-창원	마트-의왕	마트-장유	백화점-구리	마트/아울렛-청주	마트/아울렛-울하	백화점-강남	백화점-광주
용도	중심상업지역	일반상업지역	중심상업지역	자연녹지, 제1종 일반주거지역	일반공업지역	일반상업지역	준주거지역	중심상업지역
임대차 기간		9년			10년			11년
임대료		21.8			25			27.8
임대료/EBITDA		34.5%			37.2%			50.4%
마스터리스 조건	- 임대차 보증금: 1년치 임대료 - 임대차 상승률: 연 고정 임대료 상승률 1.5% - 관리비: 트리플넷 구조로 임차인이 관리비/제세공과금/보험료 부담 - 임대차 연장: 임차인이 계약만료일 기준 동등 이상 조건으로 연장 의사 통지 시 자동 연장							
규모(GFA, m²)	140,977	36,879	38,838	79,271	81,561	100,773	67,462	93,019
준공연도	2002	2002	2004	1998	2014	2010	1986	1998
2018 매출	227	88	69	175	85	7	200	2,263
2018 EBITDA	39	13	11	23	26	18	23	32

참고: 매출 산정 시 임대료 관련 매출은 순액 기준, EBITDA 산정 시 본사 간접비 배부 전 기준

자료: 롯데리츠, 삼성증권

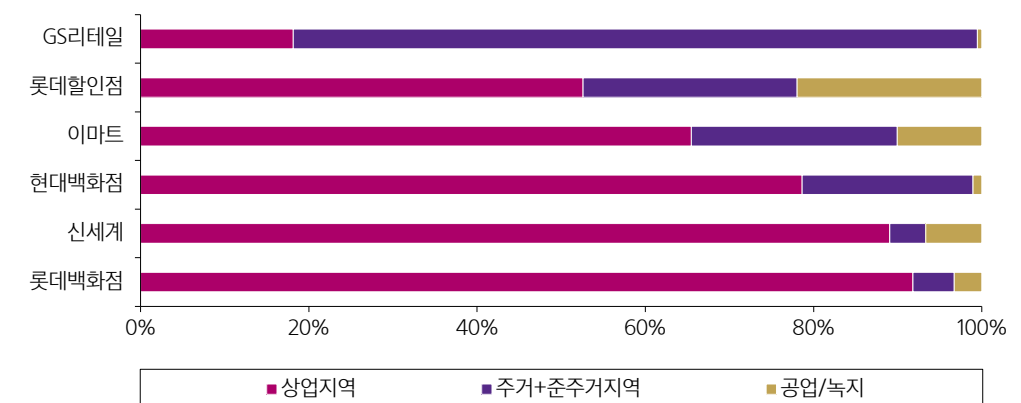
우량한 롯데쇼핑 보유 자산가치: 현재 임차 매장을 제외하고 소유 기준 롯데백화점과 롯데할인점의 보유 자산 가치는 총 8.6조원으로 국내 리테일러 중 최대 규모의 자산을 보유하고 있다. 잠실, 부산 등 랜드마크 점포들은 1970~1980년대 투자가 이뤄져 롯데호텔과 롯데쇼핑 등 계열사간 구분 소유가 돼 있다는 점이 향후 유동화에 난점으로 작용하겠으나, 대부분의 점포가 위치한 지역은 모두 사업성 좋은 상업지역이라 자산 가치가 매우 높다.

표 3. 리테일러별 보유 점포 현황 (십억원)

리테일러	구분	토지	건물	합계
롯데백화점	소유	523	462	986
	소유/임차	2,905	1,593	4,498
	합계	3,429	2,055	5,484
롯데할인점	소유	2,072	1,014	3,086
	소유/임차	-	3	43
	합계	2,072	,057	3,29
이마트	소유	3,620	2,811	6,431
	소유/임차	83	104	187
	합계	3,703	2,915	6,618
현대백화점	소유	2,025	2,296	4,321
	소유/임차	-	-	-
	합계	2,025	2,296	4,321
신세계	소유	570	1,233	1,03
	소유/임차	356	78	1,124
	합계	926	2,001	2,26
GS리테일	소유	246	243	489
	소유/임차	-	-	-
	합계	246	243	489
신세계조선/프라퍼티	소유	496	639	1,136
	소유/임차	-	-	-
	합계	496	639	1,136

참고: 3분기 사업보고서 기준, 임차 점포는 제외함
자료: 각사, 삼성증권

그림 2. 리테일러별 보유 점포의 용도별 비중(토지 장부가 기준)



참고: 3분기 사업보고서 기준, 임차 점포는 제외함
자료: 각사, 삼성증권

롯데쇼핑 점포를 모두 공모리츠에 편입할 경우 보유세 70% 절감: 롯데쇼핑은 직접 보유 점포에 대해 부동산 보유세를 연간 약 1천억원 지출하는 것으로 추정된다. 만약 보유 점포를 전량 공모리츠에 편입할 경우, 정부가 추진하는 재산세 분리과세 혜택에 의해 70% 이상의 세제 혜택을 누릴 수 있다. 더불어 기존에 비대했던 부동산을 본업과 분리시킴으로써 유동화된 자금을 신사업에 투자하고 경쟁력을 강화할 수 있다.

표 4. 롯데쇼핑 보유 점포 분석 (개, 십억원)

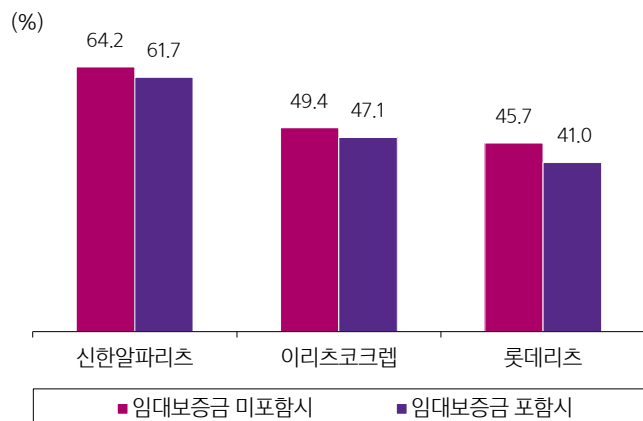
		백화점	아울렛	마트	합계
ROFO 대상 점포		12	5	67	84
자산가치		4,258	1,066	3,231	8,555
지역별 분포	서울/경기	58.3%	20.0%	47.8%	
(점포수 기준)	경상	33.3%	60.0%	25.4%	
	전라	8.3%	0.0%	14.9%	
	기타	0.1%	20.0%	11.9%	

참고: 롯데쇼핑

2020F 배당수익률 5.0%, LTV 45.7%로 upside 높아: 롯데리츠의 IPO 당시 공모가 5천원 기준 2020F 배당수익률은 6.3%였지만 상장 첫날 주가 상승으로 현재 5.0%다. 그럼에도 신한알파리츠(3.6%), 이리츠코크렙(5.2%) 대비 향후 배당 상승여력이 크다. 언급한 임차 안정성과 성장성 외에도, 롯데리츠의 LTV는 45.7%로 업계 평균을 크게 하회하기 때문이다. 보증금을 포함한다면 LTV는 41.0%에 불과하다.

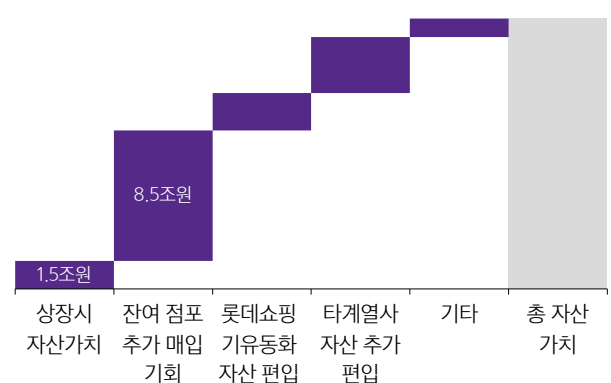
만약 롯데리츠가 2020년부터 매년 0.5조원씩 자산편입을 하고 추가 자산의 LTV를 50%로 상향해 편입한다고 가정하더라도 LTV의 상승폭은 매우 낮다. 일례로 약 5조원의 자산을 10년간 추가 편입하고 LTV를 50%로 가정해 유상증자를 하더라도 10년 뒤 롯데리츠의 평균 LTV는 49%에 도달하며 배당수익률은 기존 대비 0.4%p 오른 5.2%에 도달하게 된다. 만약 추가자산 편입 시 LTV를 60%로 가정하면 10년 뒤 LTV는 56.6%으로 업계 평균 수준이며 배당수익률은 1.6%p 오른 6.1%에 도달한다. 추가 편입이 가능한 자산이 많다는 점, 조달비용 감소에 따라 향후 배당 upside가 크다는 점에서 성장성과 안정성을 겸비한 리츠다.

그림 3. 상장리츠 LTV 비교



자료: 각사, 삼성증권

그림 4. 추가 편입 잠재력이 높은 자산 규모



자료: 롯데리츠

표 5. 롯데리츠의 LTV별 배당수익률 민감도 (십억원)

LTV 50%	0년차	1년차	2년차	...	8년차	9년차	10년차
자산	1,582	2,082	2,582		5,582	6,082	6,589
차입금	722	972	1,243		2,722	2,972	3,222
자본	859	1,109	1,339		2,859	3,109	3,359
LTV	45.7%	46.7%	48.1%		48.8%	48.9%	49.0%
배당수익률	4.8%	4.9%	5.0%		5.1%	5.2%	5.2%
LTV 55%	0년차	1년차	2년차		8년차	9년차	10년차
자산	1,582	2,082	2,582		5,582	6,082	6,582
차입금	722	997	1,272		2,922	3,218	3,472
자본	859	1,084	1,309		2,659	2,864	3,109
LTV	45.7%	47.9%	49.3%		52.4%	52.9%	52.8%
배당수익률	4.8%	5.1%	5.2%		5.5%	7.1%	5.6%
LTV 60%	0년차	1년차	2년차		8년차	9년차	10년차
자산	1,582	2,082	2,582		5,582	6,082	6,582
차입금	722	1,022	1,322		3,122	3,422	3,722
자본	859	1,059	1,259		2,459	2,659	2,859
LTV	45.7%	49.1%	51.2%		55.9%	56.3%	56.6%
배당수익률	4.8%	5.2%	5.4%		6.0%	6.0%	6.1%

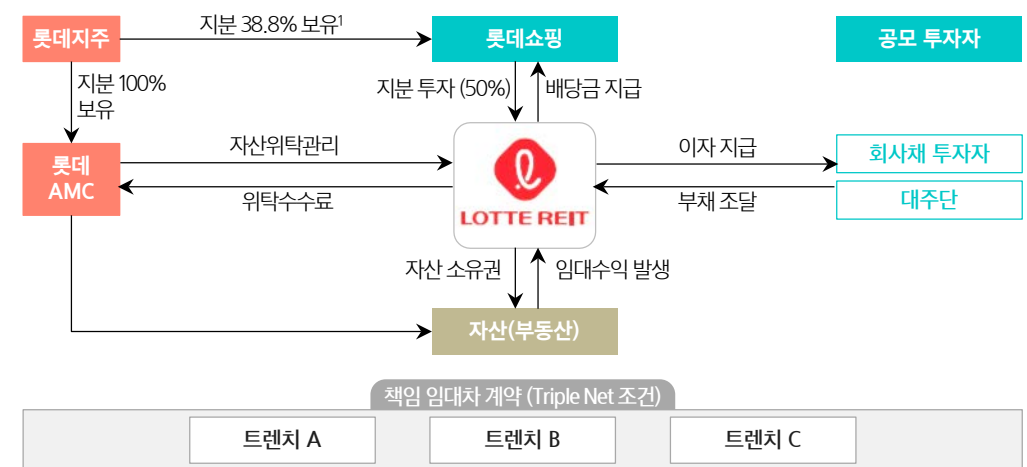
자료: 롯데리츠, 삼성증권

표 6. 롯데리츠 목표주가 산정 내역

항목	금액	비고
2020F DPS(원)	315	
할인율	5.25%	Risk free rate 1.25%, 베타 0.8
영구 성장률	1.0%	임대료 성장률 감안
목표주가 (원)	7,500	

자료: 삼성증권

그림 5. 롯데리츠 지배구조



자료: 롯데리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	n/a	22	76	77
매출원가	n/a	n/a	0	0	0
매출총이익	n/a	n/a	22	76	77
(매출총이익률, %)	n/a	n/a	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	n/a	7	20	20
영업이익	n/a	n/a	15	56	57
(영업이익률, %)	n/a	n/a	68.7	73.7	74.0
영업외손익	n/a	n/a	(4)	(18)	(18)
금융수익	n/a	n/a	0	0	0
금융비용	n/a	n/a	4	18	18
지분법손익	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
세전이익	n/a	n/a	11	39	40
법인세	n/a	n/a	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	n/a	n/a	11	39	40
중단사업이익	n/a	n/a	0	0	0
순이익	n/a	n/a	11	39	40
(순이익률, %)	n/a	n/a	51.6	50.6	51.2
지배주주순이익	n/a	n/a	11	39	40
비지배주주순이익	n/a	n/a	0	0	0
EBITDA	n/a	n/a	15	56	57
(EBITDA 이익률, %)	n/a	n/a	68.7	73.7	74.0
EPS (지배주주)	n/a	n/a	78	225	230
EPS (연결기준)	n/a	n/a	78	225	230
수정 EPS (원)*	n/a	n/a	78	225	230

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	28	43	57
당기순이익	n/a	n/a	11	39	40
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	n/a	4	18	18
유형자산 감가상각비	n/a	n/a	0	0	0
무형자산 상각비	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	4	18	18
영업활동 자산부채 변동	n/a	n/a	13	(13)	0
투자활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	(1,554)	16	16
유형자산 증감	n/a	n/a	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	(1,554)	16	16
재무활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	1,563	(59)	(73)
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	723	(7)	0
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	851	0	0
배당금	n/a	n/a	(7)	(34)	(55)
기타	n/a	n/a	(4)	(18)	(18)
현금증감	n/a	n/a	(44)	(0)	0
기초현금	n/a	n/a	0	44	44
기말현금	n/a	n/a	44	44	44
Gross cash flow	n/a	n/a	15	56	57
Free cash flow	n/a	n/a	28	43	57

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 롯데리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	n/a	44	44	44
현금 및 현금등가물	n/a	n/a	44	44	44
매출채권	n/a	n/a	0	0	0
재고자산	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
비유동자산	n/a	n/a	1,554	1,539	1,523
투자자산	n/a	n/a	1,554	1,539	1,523
유형자산	n/a	n/a	0	0	0
무형자산	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
자산총계	n/a	n/a	1,598	1,583	1,567
유동부채	n/a	n/a	6	8	8
매입채무	n/a	n/a	0	0	0
단기차입금	n/a	n/a	6	6	6
기타 유동부채	n/a	n/a	0	2	2
비유동부채	n/a	n/a	732	710	710
사채 및 장기차입금	n/a	n/a	717	710	710
기타 비유동부채	n/a	n/a	15	0	0
부채총계	n/a	n/a	738	718	718
지배주주지분	n/a	n/a	861	865	850
자본금	n/a	n/a	86	86	86
자본잉여금	n/a	n/a	765	765	765
이익잉여금	n/a	n/a	9	14	(2)
기타	n/a	n/a	(0)	0	0
비지배주주지분	n/a	n/a	0	0	0
자본총계	n/a	n/a	861	865	850
순부채	n/a	n/a	679	672	672

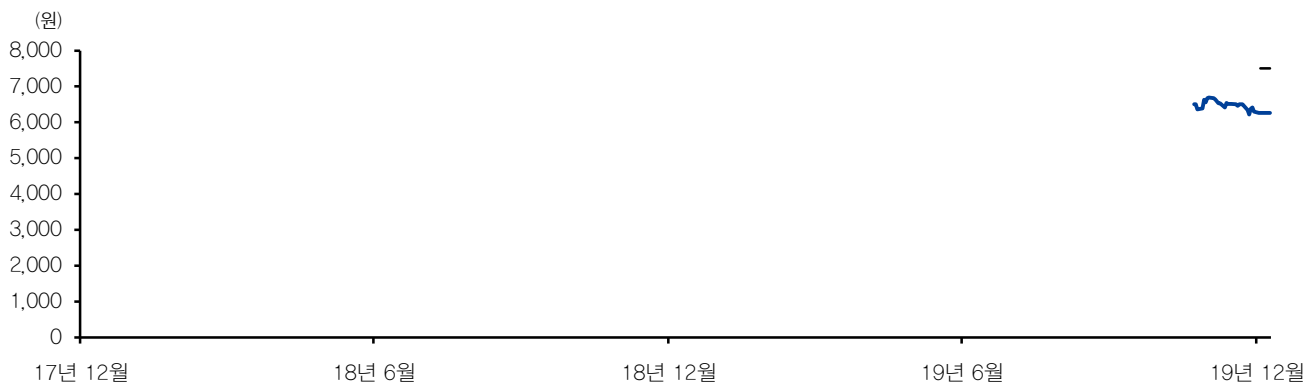
재무비율 및 주당지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	n/a	243.4	1.2
영업이익	n/a	n/a	n/a	268.3	1.7
순이익	n/a	n/a	n/a	236.5	2.3
수정 EPS**	n/a	n/a	n/a	187.8	2.3
주당지표	n/a	n/a			
EPS (지배주주)	n/a	n/a	78	225	230
EPS (연결기준)	n/a	n/a	78	225	230
수정 EPS**	n/a	n/a	78	225	230
BPS	n/a	n/a	5,004	5,030	4,941
DPS (보통주)	n/a	n/a	84	315	321
Valuations (배)	n/a	n/a			
P/E***	n/a	n/a	80.2	27.9	27.2
P/B***	n/a	n/a	1.3	1.2	1.3
EV/EBITDA	n/a	n/a	114.9	31.1	30.6
비율	n/a	n/a			
ROE (%)	n/a	n/a	2.7	4.5	4.6
ROA (%)	n/a	n/a	1.4	2.4	2.5
ROIC (%)	n/a	n/a	(1,316.2)	(5,627.5)	(2,860.6)
배당성향 (%)	n/a	n/a	125.4	140.3	139.6
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	1.3	5.0	5.1
순부채비율 (%)	n/a	n/a	78.9	77.7	79.1
이자보상배율 (배)	n/a	n/a	3.6	3.2	3.2

Compliance notice

- 당사는 12월 9일 기준으로 지난 1년 간 롯데리츠, 롯데리츠의 증시 상장 의 대표주관회사로 참여한 적이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2019/12/10
투자 의견	BUY
TP (원)	7,500
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대/최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)