

2020. 3. 16

금융/리츠팀

이경자

Analyst

Kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

롯데리츠 (330590)

높은 시장 변동성 속에서도 변하지 않는 것

- 롯데쇼핑 구조조정 발표 이후 롯데리츠 과매도 구간
- 구조조정 점포가 리츠에 편입되거나 점포의 임대료 지불능력이 저하될 가능성 희박
- 배당수익률 6.5%, 자산가치와 배당여력 upside는 간과됐지만 불변의 투자포인트

WHAT'S THE STORY

롯데쇼핑 구조조정 발표의 후폭풍: 지난 2월 롯데쇼핑이 구조조정 계획을 발표한 뒤 롯데리츠의 주가가 부진하다. 롯데쇼핑은 운영 중인 점포 700개 중 실적 하위 30%인 200개를 구조조정 할 계획임을 밝혔다. 그러나 구조조정 대상의 80%는 임차 점포라 롯데리츠의 자산과 관계가 없었던데다, 미래에도 편입될 가능성이 없다. 롯데쇼핑 구조조정의 의미는 효율화 전략을 통해 경쟁력 있는 점포만을 남기겠다는 것으로, 향후 롯데리츠에 양질의 점포가 편입될 가능성이 더 높아졌다고 볼 수 있다. 롯데리츠는 향후 영속적으로 영업을 영위할 수 있는 점포만 편입한다는 원칙을 지킬 것으로 보인다.

임대료 지불 능력도 문제 없어: 배당의 재원인 리츠 편입자산의 임대료 지불 능력에 문제가 없다고 판단하는 이유는 다음과 같다. ① 2019년 롯데쇼핑의 순손실 0.9조원의 주요인은 회계변경에 의한 손상차손 0.9조원이었는데, 이는 현금흐름과 관계없는 단지 장부상 손실이다. ② 백화점과 아울렛 영업이익은 5,194억원으로 전년대비 22.3% 증가했고 롯데리츠의 자산 중 백화점과 아울렛 비중은 75%에 달한다. 또한 마트 우려가 크지만 편입된 마트 자산은 모두 롯데쇼핑 마트 사업부 내 상위권 점포다. 2018년 기준 리츠에 편입된 10개 점포들의 임대료/EBITDA 비율은 40.2%로 매우 낮다. ③ 점포들이 임대료 지급하지 못하는 최악의 경우를 가정 시 롯데쇼핑이 이를 지불하도록 설계돼 있다. 롯데리츠에 편입된 10개 점포의 총 임대료는 740억원으로, 2019년 롯데쇼핑 영업이익의 18%에 불과하다

눈부신 성장만이 리츠의 미덕은 아니다: 리츠 하위섹터마다 각각의 특성이 있다. 성장이 중요한 리츠가 있는가 하면, 꾸준한 배당이 중요한 리츠도 있다. 롯데리츠의 가장 큰 특징은 10년 내외의 장기 마스터리스 계약에 기반한 배당 안정성이며 지금처럼 시장이 불안할수록 부각될 가치다. ① 6.5%의 고배당률, ② 리츠 자산 대부분 상업용지에 위치해 높은 시장가치, ③ 낮은 LTV로 추가적인 배당 upside 등이 최근 일률적인 리테일 업황 우려에 가려진 투자포인트다. 현 주가는 과매도로 판단한다.

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	21.6	21.1
P/B (배)	n/a	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (배)	n/a	114.9	31.1	30.6
Dividend yield (%)	n/a	1.3	6.5	6.6

자료: 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	7,500원	(54.5%)
현재주가	4,855원	
시가총액	835조원	
Shares (float)	85,984주 (50.0%)	
52주 최저/최고	7,000원/4,855	
60일-평균거래대금	40억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
롯데리츠 (%)	-13.5	-10.3	-21.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	7.6	8.3	-1.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	7,500	7,500	-
2019E EPS	94	94	-
2020E EPS	225	225	-

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	na
Target price	na
Recommendation	na

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

투자포인트 ① 낮은 LTV와 배당 상승 여력

롯데리츠는 장기 마스터리스 계약에 기반해 배당 지속 가능성이 매우 높을 뿐 아니라, 최근 주가 하락으로 2020년 배당수익률이 6.5%에 올라서 고배당 매력이 커졌다. 일반적으로 리테일 리츠는 영속적으로 영업을 지속할 점포를 편입한다. 구조조정 가능성이 높은 매장을 편입한다면 리츠 구조 상 주주총회 등 까다로운 절차를 거쳐야 한다. 또한 롯데리츠의 지분 50%를 보유한 롯데쇼핑 입장에서도 비효율적이다. 어차피 구조조정 할 점포라면 직접 보유함으로써 임대료를 지불하지 않다가 매각하는 방식이 가장 간단한데, 굳이 리츠에 임대료를 지불하며 복잡한 과정을 거칠 필요가 없기 때문이다.

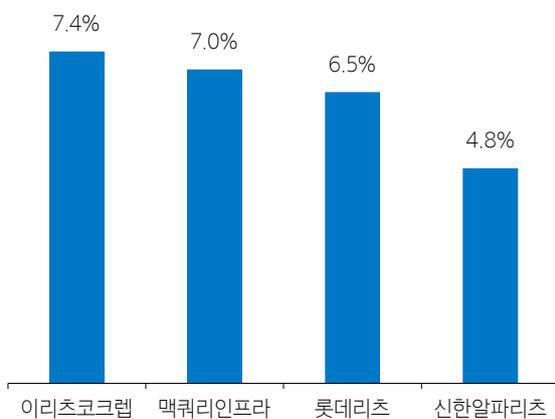
향후 추가 자산 편입에 따라 배당금의 상승 여력도 높다. 롯데리츠의 LTV는 45.7%로 업계 평균을 크게 하회한다. 보증금 포함 시 LTV는 41.0%에 불과해, 레버리지를 높일 경우 추가 배당여력이 높다. 일례로 5조원의 자산을 10년간 추가 편입하고 LTV를 50%로 높여 유상증자를 한다면, 10년 뒤 롯데리츠의 LTV는 여전히 50% 미만이고 배당수익률은 기존 대비 0.4%p 오른다. LTV를 60%로 가정하면 10년 뒤 LTV는 56.6%로 업계 평균 수준에 도달하며 배당수익률은 무려 1.6%p 상향된다.

표 1. 롯데리츠의 LTV별 배당수익률 민감도(십억원)

LTV 50%	0년차	1년차	2년차	...	8년차	9년차	10년차
자산	1,582	2,082	2,582	...	5,582	6,082	6,582
차입금	722	972	1,222	...	2,722	2,972	3,222
자본	859	1,109	1,359	...	2,859	3,109	3,359
LTV	45.7%	46.7%	47.3%	...	48.8%	48.9%	49.0%
배당수익률	6.5%	6.6%	6.7%	...	6.9%	6.9%	6.9%
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	3,197	3,472
자본	859	1,084	1,309	...	2,659	2,884	3,109
LTV	45.7%	47.9%	49.3%	...	52.4%	52.6%	52.8%
배당수익률	6.5%	6.8%	7.0%	...	7.4%	7.4%	7.5%
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	6.5%	6.9%	7.2%	...	8.0%	8.1%	8.1%

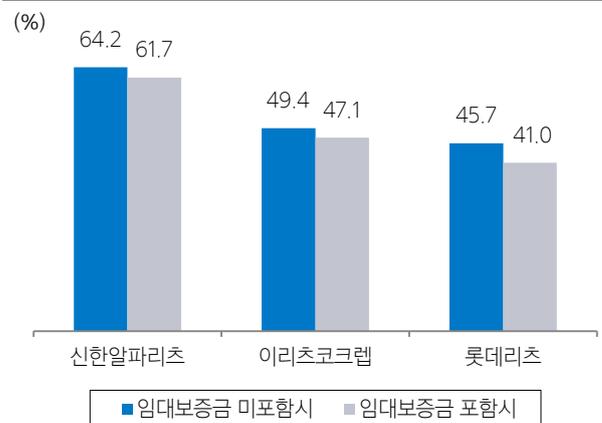
자료: 롯데리츠, 삼성증권

그림 1. 상장리츠/인프라펀드 배당수익률 비교(2020년 기준)



자료: 각사, 삼성증권

그림 2. 상장리츠 LTV 비교



자료: 각사, 삼성증권

2기(2019년 7월 1일~12월 31일) 배당은 주당 96원으로 공모 당시 제시했던 수치를 14% 상회했다. 조달금리가 예상보다 소폭 낮아졌고, 당초 11월부터 자산을 임대할 예정이었으나 10월 중순으로 앞당겨지며 15일치 임대수익이 더 인식된 영향이다. 향후 배당금은 연 1.5%의 임대료 상승률에 기반해, 예상 수준에서 큰 차이가 없을 전망이다.

투자포인트 ②자산가치 상승 여력

롯데리츠에 편입된 점포의 자산가치 또한 주목해야 한다. 롯데쇼핑의 보유 자산은 대부분 상업용지에 위치해 자산가치가 높다. 만약 리테일 점포가 아닌 타 용도로 개발을 가정하더라도 추가적인 가치 창출이 가능하다. 실제 2019년 말 폐점한 롯데몰 수지점은 입지가 양호해, 자체 주택 개발사업을 진행 중이다. 2015년 부동산펀드가 이 자산을 매입할 당시 매입가는 1,325억원이었으나 2019년 2천억원에 매각됐고, 아파트 개발사업이 확정되며 2,500억원까지 시세가 형성된 것으로 파악된다.

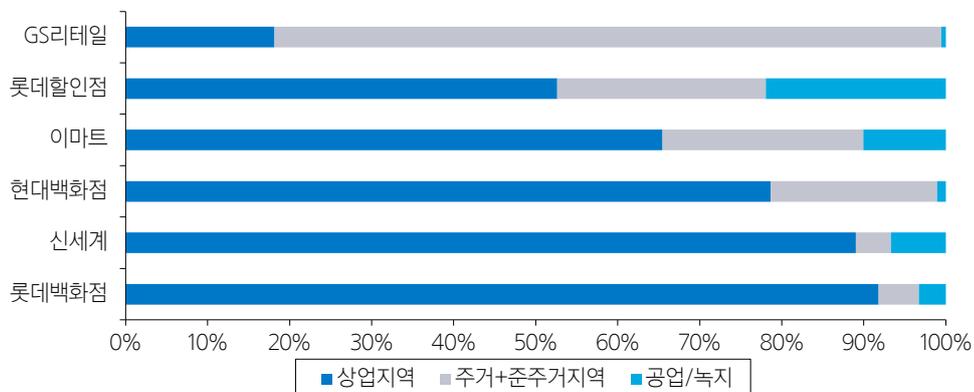
롯데리츠에 편입된 마트 자산은 모두 해당지역의 중심지로 유동인구가 많은 곳에 위치한다. 청주점을 제외한 의왕, 김해 장유, 대구 율화점 부지 모두 상업지역 용도다. 최악의 경우 타 용도로 개발 시 높은 수익을 기대할 수 있을 뿐 아니라, 자산가치가 오를수록 향후 공정가치에 비해해 대출 여력이 결정되므로 추가 차입 한도가 높아져 리츠의 레버리지 효과를 극대화할 수 있다. 게다가 장유점은 차입비율이 0%이고, 강남점은 40%에 불과하다.

표 1. 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-율화	백화점-강남	백화점-광주
용도	중심상업지역	일반상업지역	중심상업지역	자연녹지, 제1종 일반주거	일반공업지역	일반상업지역	준주거지역	중심상업지역
임대차 기간	9년			10년			11년	
임대료	21.8			25			27.8	
임대료/EBITDA	34.5%			37.2%			50.4%	
규모(GFA, m)	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	2	18	23	32

참고: 매출 산정 시 임대료 관련 매출은 순액 기준, EBITDA 산정 시 분사 간접비 배부 전 기준/자료: 롯데리츠, 삼성증권

그림 3. 유통기업별 보유 점포의 용도별 비중 (토지 장부가 기준)



참고: 3분기 사업보고서 기준, 임차 점포 제외
자료: 각사, 삼성증권

그림 4. 의왕점 마트 위치



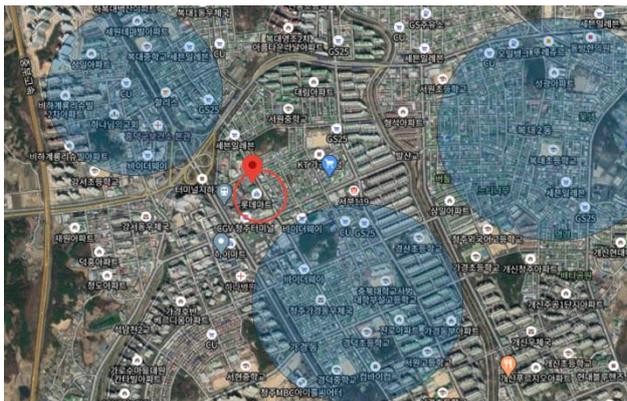
참고: 원은 주거단지 밀집권역. 자료: 구글지도, 롯데리츠, 삼성증권

그림 5. 장유점 마트 위치



참고: 원은 주거단지 밀집권역. 자료: 구글지도, 롯데리츠, 삼성증권

그림 6. 청주점 마트 위치



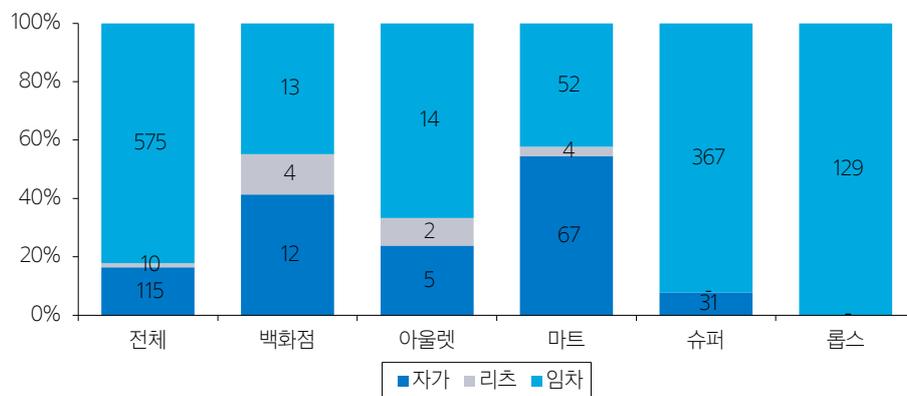
참고: 원은 주거단지 밀집권역. 자료: 구글지도, 롯데리츠, 삼성증권

그림 7. 율하점 마트 위치



참고: 원은 주거단지 밀집권역. 자료: 구글지도, 롯데리츠, 삼성증권

그림 8. 롯데쇼핑 사업부별 점포 현황



참고: 숫자는 점포 개수/자료: 롯데쇼핑, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (억원)	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	20	72	73
(EBITDA 이익률, %)	n/a	n/a	88.5	94.1	94.2
EPS (지배주주)	n/a	n/a	94	225	230
EPS (연결기준)	n/a	n/a	94	225	230
수정 EPS (원)*	n/a	n/a	94	225	230

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	70	53	49
당기순이익	n/a	n/a	11	39	40
현금유출입없는 비용 및 수익	n/a	n/a	4	16	16
유형자산 감가상각비	n/a	n/a	4	16	16
무형자산 상각비	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	n/a	n/a	8	(1)	(6)
투자활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	(1,112)	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	(1,112)	16	16
재무활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	1,060	(29)	(72)
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	723	5	0
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	408	0	0
배당금	n/a	n/a	0	(16)	(54)
기타	n/a	n/a	(71)	(18)	(18)
현금증감	n/a	n/a	18	12	17
기초현금	n/a	n/a	0	22	23
기말현금	n/a	n/a	18	34	40
Gross cash flow	n/a	n/a	16	54	55
Free cash flow	n/a	n/a	70	53	49

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준/자료: 롯데리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	n/a	18	34	40
현금 및 현금등가물	n/a	n/a	18	34	40
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	1,572	1,573	1,563
유동부채	n/a	n/a	6	6	6
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	725	729	723
사채 및 장기차입금	n/a	n/a	717	722	722
기타 비유동부채	n/a	n/a	8	7	1
부채총계	n/a	n/a	731	735	729
지배주주지분	n/a	n/a	841	838	834
자본금	n/a	n/a	86	86	86
자본잉여금	n/a	n/a	744	744	744
이익잉여금	n/a	n/a	11	7	4
기타	n/a	n/a	(0)	0	0
비지배주주지분	n/a	n/a	0	0	0
자본총계	n/a	n/a	841	838	834
순부채	n/a	n/a	705	694	688

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	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	139.6	2.3
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	n/a	94	225	230
EPS (연결기준)	n/a	n/a	94	225	230
수정 EPS**	n/a	n/a	94	225	230
BPS	n/a	n/a	4,892	4,871	4,849
DPS (보통주)	n/a	n/a	96	315	321
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	80.2	21.6	21.1
P/B***	n/a	n/a	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	78.2	21.3	20.9
비율					
ROE (%)	n/a	n/a	1.4	4.6	4.7
ROA (%)	n/a	n/a	1.0	1.0	1.0
ROIC (%)	n/a	n/a	(1,316.2)	(5,627.5)	(2,860.6)
배당성향 (%)	n/a	n/a	143.4	140.3	139.6
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	1.3	6.5	6.6
순부채비율 (%)	n/a	n/a	83.8	82.8	82.5
이자보상배율 (배)	n/a	n/a	3.6	3.2	3.2

Compliance notice

- 당사는 3월 13일 기준으로 지난 1년 간 롯데리츠의 증시 상장의 대표주관회사로 참여한 적이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 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 (₩)	7,500
과리율 (평균)	
과리율 (최대/최소)	

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

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM