

2020. 4. 2

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

## 이리츠코크렙 (088260)

### 조달 금리 하락까지는 시간이 소요될 것

- 영구성장률 하향과 베타 상승을 감안해 목표주가 5,300원으로 하향
- FY28의 주당 배당금 350원 지급, 기존 예상과 동일한 배당금 지급
- 5개 기초자산의 담보대출 금리는 4%, 기존에 기대했던 3%대로 낮아지기까지 시간이 소요될 전망

▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>HOLD</b>	
목표주가	5,300원	(5.2%)
현재주가	5,040원	
시가총액	3,192.4억원	
Shares (float)	63,341,590주 (24.7%)	
52주 최저/최고	4,415원/7,840원	
60일-평균거래대금	6.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이리츠코크렙 (%)	-8.4	-23.9	2.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	8.0	-6.4	31.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	BUY	
목표주가	5,300	8,200	-35.4%
2019 EPS	210	249	-15.7%
2020E EPS	213	251	-15.1%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

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

### WHAT'S THE STORY

**리스크 프리미엄 확대를 반영해 목표주가 하향:** 이리츠코크렙의 목표주가를 5,300원으로 35% 하향한다. 배당할인 모형을 사용했으며 cost of equity 산정에 있어 기존에 가정했던 영구성장률 1%를 0%로 조정했으며 최근 52주 평균 베타가 0.3에서 0.7로 상승했음을 반영했다. 상승여력이 5.2%에 불과해 투자의견을 중립으로 하향한다. 성장률을 하향한 이유는 오프라인 리테일에 대한 구조적 우려 외에도 최근 시장 전반의 크레딧 스프레드가 상승함에 따라 기존에 예상했던 조달금리 하락까지 시간이 걸릴 것으로 판단되기 때문이다.

**지난 FY28기 배당금 예상대로 지급:** 지난 28기(2019/7~2019/12) 주당 배당금은 175원으로 가이드언스에 부합하는 배당금을 지급했다. 3개 자산은 16년, 2개 자산은 20년의 장기 마스터 리스 계약의 특성 상 기존 예상치에서 배당금이 변동될 가능성은 희박하다. 설사 계약 변경을 한다 해도 이는 주총 의결 사항이다. 특히 중대한 의사 결정으로 간주되는 경우, 이리츠코크렙의 지분 75%를 보유한 앵커, 이랜드리테일의 의결권은 없기 때문에 주주에게 불리한 사항이 주총을 통과할 가능성은 낮다.

**시장 금리 안정화 시 본격적인 주가 반등 예상:** 현재 5개 자산의 담보대출 금리는 4%(3년 만기)다. 코로나19 이슈가 확산되기 전까지는 2021년 3%대로 refinancing이 가능할 것으로 예상됐다. 그러나 최근 코로나19가 장기화되며 시장의 단기물 금리가 상승하며 조달금리 하락을 단기간 내 기대하기는 어려워진 상황이다. P/NAV(공정가치)는 0.68배로 상장리츠 중 가장 싼 밸류에이션을 보이고 있어 추가적인 downside risk는 제한적이다. 향후 본격적인 주가 반등을 위해서는 코로나19 진정과 시장 금리의 안정화가 필요하다.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
영업이익 (십억원)	17	42	42	43
영업이익 (십억원)	13	32	32	33
순이익 (십억원)	5	13	14	14
EPS (adj) (원)	90	210	213	222
EPS (adj) growth (%)	n/a	132.5	1.5	4.0
EBITDA margin (%)	95.8	91.2	90.6	90.7
ROE (%)	1.9	5.0	5.2	5.6
P/E (adj) (배)	55.7	24.0	23.6	22.7
P/B (배)	1.2	1.2	1.2	1.3
배당수익률 (%)	5.8	6.9	7.0	7.2

자료: 삼성증권 추정

표 1. 이리츠코크렙 주당 배당금 전망(원)

	18/1~18/6	18/7~18/12	19/1~19/6	19/7~19/12	20/1~20/6	20/7~20/12
회계연도	FY 25	FY 26	FY 27	FY 28	FY 29E	FY 30E
주당 배당금	117	175	102	175	175	175

자료: 이리츠코크렙

표 2. 이리츠코크렙 자산 현황(십억원)

구분	기초자산	항목	금액
자산	이리츠코크렙	현금	16
	뉴코아/야탑/일산	부동산	614
	중계/분당	부동산	293
	소계		923
부채	뉴코아/야탑/일산	보증금	9
		담보대출	285
	중계/분당	보증금	12
		담보대출	150
소계		456	
NAV			467
주당 NAV			7,373
P/NAV(배)			0.68

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

표 3. 상장리츠 재무비율 비교 (십억원)

	신한알파리츠	이리츠코크렙	롯데리츠
영업수익-영업비용	44	42	75
이자비용	15	12	13
DSCR(부채상환계수)	3.0	3.5	5.6
차입금 잔존 만기	5~7년	3년	3년
LTV(보증금 미포함 시)	64.2%	49.4%	45.7%
LTV(보증금 포함 시)	61.7%	47.1%	41.0%

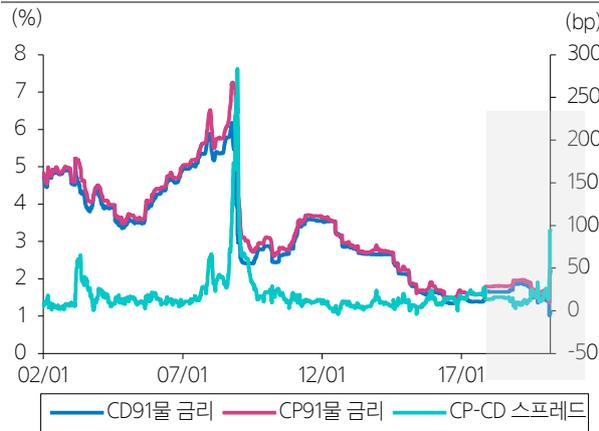
자료: 각사, 삼성증권

표 4. 조달금리 하락 시 배당금 변화(십억원, 원)

	배당가능액 증분	주당 배당금 상승분	배당금 증분	조달금리 하락 시 배당수익률	배당률 증분
10bp 하락시	0.44	6.9	2.0%	5.1%	0.10%
50bp 하락시	2.18	34.3	9.8%	5.5%	0.49%
80bp 하락시	3.48	54.9	15.7%	5.8%	0.78%

참고: 4월 2일 종가 기준  
자료: 삼성증권

그림 1. CP 91물 - CD 91물 스프레드



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 이리츠코크렙 주가와 CP 91물 금리



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

06월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	17	42	42	43	44
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17	42	42	43	44
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	4	10	10	10	10
영업이익	13	32	32	33	34
(영업이익률, %)	74.7	76.8	76.4	76.7	77.0
영업외손익	(8)	(19)	(19)	(19)	(19)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	19	19	19	19
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
세전이익	5	13	14	14	15
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	5	13	14	14	15
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	5	13	14	14	15
(순이익률, %)	29.2	31.8	31.9	32.8	33.8
지배주주순이익	5	13	14	14	15
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	17	38	38	39	40
(EBITDA 이익률, %)	95.8	91.2	90.6	90.7	90.8
EPS (지배주주)	90	210	213	222	232
EPS (연결기준)	90	210	213	222	232
수정 EPS (원)*	90	210	213	222	232

현금흐름표

06월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	7	19	20	20	21
당기순이익	5	13	14	14	15
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	6	6	6	6
유형자산 감가상각비	4	6	6	6	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	8	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	1	0	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(96)	(5)	8	4	4
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	(96)	(5)	8	4	4
재무활동에서의 현금흐름	11	(18)	(47)	(24)	(23)
차입금의 증가(감소)	0	0	(25)	(2)	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(7)	(19)	(22)	(22)	(23)
기타	18	0	0	0	0
현금증감	(78)	(4)	(20)	(0)	2
기초현금	98	20	16	(3)	(4)
기말현금	20	16	(3)	(4)	(2)
Gross cash flow	17	19	20	20	21
Free cash flow	7	19	20	20	21

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권 추정

재무상태표

06월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	22	16	23	25	27
현금 및 현금등가물	20	16	23	25	27
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	2	0	0	0	0
비유동자산	706	706	694	682	676
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	706	706	694	688	682
자산총계	728	722	716	707	703
유동부채	4	3	3	3	3
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	4	3	3	3	3
비유동부채	451	457	456	460	465
사채 및 장기차입금	432	432	432	432	432
기타 비유동부채	19	25	24	28	33
부채총계	455	460	459	463	468
지배주주지분	273	262	257	248	239
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	48	45	48	48	48
이익잉여금	194	185	177	168	159
기타	(0)	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	273	262	257	248	239
순부채	410	416	410	409	405

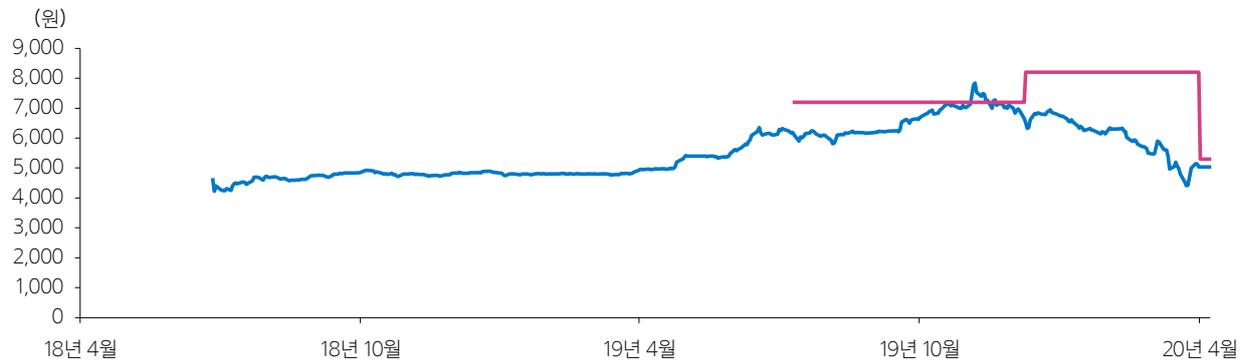
재무비율 및 주당지표

06월 30일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	n/a	141.5	1.2	1.3	1.5
영업이익	n/a	148.3	0.6	1.7	1.9
순이익	n/a	162.9	1.5	4.0	4.5
수정 EPS**	n/a	132.5	1.5	4.0	4.5
주당지표					
EPS (지배주주)	90	210	213	222	232
EPS (연결기준)	90	210	213	222	232
수정 EPS**	90	210	213	222	232
BPS	4,317	4,142	4,050	3,911	3,771
DPS (보통주)	293	350	353	361	371
Valuations (배)					
P/E***	55.7	24.0	23.6	22.7	21.7
P/B***	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
비율					
ROE (%)	1.9	5.0	5.2	5.6	6.0
ROA (%)	0.7	1.8	1.9	2.0	2.2
ROIC (%)	(363.7)	(980.0)	(1,078.1)	(1,096.1)	(1,117.4)
배당성향 (%)	365.8	166.5	165.3	162.8	160.0
배당수익률 (보통주, %)	5.8	6.9	7.0	7.2	7.4
순부채비율 (%)	150.0	158.5	160.0	165.0	n/a
이자보상배율 (배)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 1일 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 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2019/7/12	12/10	2020/4/2
투자의견	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	7,200	8,200	5,300
과리율 (평균)	(8.11)	(27.00)	
과리율 (최대/최소)	8.89	(15.37)	

**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** 2020년 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpoc.com](http://www.samsungpoc.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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