

2020. 5. 4

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	5,300원	(0%)
현재주가	5,300원	
시가총액	3,357.1억원	
Shares (float)	63,341,590주 (24.9%)	
52주 최저/최고	4,415원/7,840원	
60일 평균 거래대금	6.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이리츠코크렘 (%)	6.1	-24.3	0.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.4	-18.6	14.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	5,300	5,300	0.0%
2019E EPS	207	210	-1.4%
2020E EPS	213	213	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	6,150
Recommendation	3.5

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

이리츠코크렘 (088260)

3월 대비 4월 영업상황 개선

- 5개 자산의 영업상황, 3월 대비 4월 개선, 5월부터 회복 기대
- 코로나19에 따른 임대료 삭감 가능성 희박. 5개 점포는 이랜드리테일의 최상위 점포
- 조달금리 4.0%, 2021년 2월 refinancing 예정, 그러나 코로나19로 시장상황이 중요

WHAT'S THE STORY

전일 이리츠코크렘의 NDR을 진행했다. 주요 질의사항은 다음과 같다.

①**편입자산의 영업 상황:** 야탑/일산/평촌/중계/분당 등 5개 아울렛 보유. 1분기는 전년대비 매출이 크게 감소했으나 4월에는 감소폭이 축소되고 5월부터 전년 수준 회복을 기대. 아울렛 채널의 특성 상 코로나19 이전에도 온라인 영향은 타 채널 대비 적은 편

②**임대료 삭감 가능성:** 희박. 5개 점포의 매출과 무관한 고정계약(전년 CPI 상승률만큼 익년도 임대료 상승)구조로 개별 점포가 임대료를 내는 것이 아닌 이랜드리테일이 지급하는 구조. 5개 점포는 이랜드리테일의 50개 점포 중 상위권인 핵심 자산. 최근 받은 법률 검토에 따르면 전염병에 따른 영업 악화를 객관적으로 입증하기는 어려워 임대료 삭감의 근거가 되기 어려움. 또한 임대료 삭감을 위해서는 이랜드리테일을 제외한 일반 주주와 점포의 대주 승인을 모두 받아야 하는 어려움. 이랜드리테일 또한 리츠의 75% 대주주로 임대료 지급 후 어차피 배당으로 회수하는 구조라 임대료 삭감의 효용성이 없음

③**자산의 특징:** 3개 용도는 중심상업지역, 2개는 일반상업지역(상업지역의 경우 용적률, 건폐율이 높음)이며 지하철과 연결되는 등 역세권. 2018년 상장 당시 감정평가액은 총 8,300억원(주당 6,100원), 2019년 받은 탁상감정가는 9,070억원(주당 7,400원). 감정평가 시점으로부터 2년이 지난 올해 다시 평가 계획. 임대료 인상과 코로나19에 따른 할인도 반영될 것

④**우발비용 가능성:** 희박. 트리플넷 구조로 재산세, 유틸리티 비용 등을 모두 임차인인 이랜드리테일이 지급. 인건비 상승이나 자산가치 증가에 따른 세금 부담 전가

⑤**조달금리:** 2018년 실행한 5개점의 담보대출금리는 all-in cost 기준 4.0%. 2019년말 이랜드리테일 부산서면점의 refinancing 당시 금리는 3.8%로 기존 대비 90bp 하락. 리츠의 5개 자산은 수도권에 위치하므로 조기상환이 가능한 2021년 2월, 3%대 중반까지 조달금리 하락 기대. 그러나 최근 코로나19로 시중금리가 급등한 상황이라 향후 시장상황에 달려 있음. 3.5%로 하락 시 연간 배당금은 21억원 증가(주당 6.1% 증가)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익 (십억원)	17	42	42	43
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)	55.0	23.7	23.3	22.4
P/B (adj) (배)	1.2	1.2	1.2	1.3
EV/EBITDA (배)	43.7	19.2	18.9	18.6
Dividend yield (%)	5.9	7.0	7.1	7.3

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)

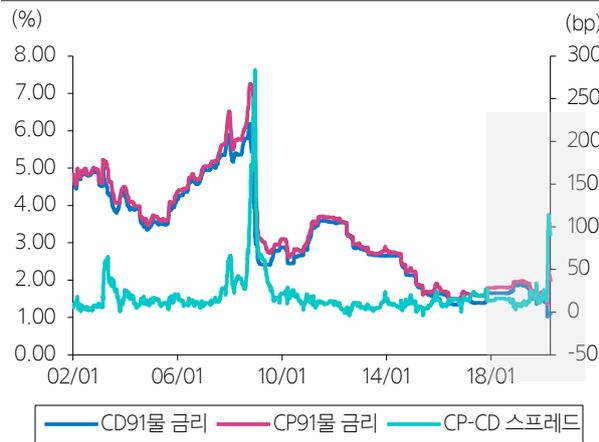
구분	기초자산	항목	금액(1)	금액(2)
자산	이리츠코크렙	현금	16	16
	뉴코아/야탑/일산	부동산	537	614
	중계/분당(간접 소유)	부동산	293	293
	소계		846	923
부채	뉴코아/야탑/일산	보증금	9	9
		담보대출	285	285
	중계/분당	보증금	12	12
		담보대출	150	150
	소계		456	456
NAV			390	467
주당 NAV			6,157	7,373
P/NAV(배)			0.81	0.68

참고: 금액 1)은 2018년 공정가치 평가 기준, 2)는 2019년 탁상감정 수치 기준

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

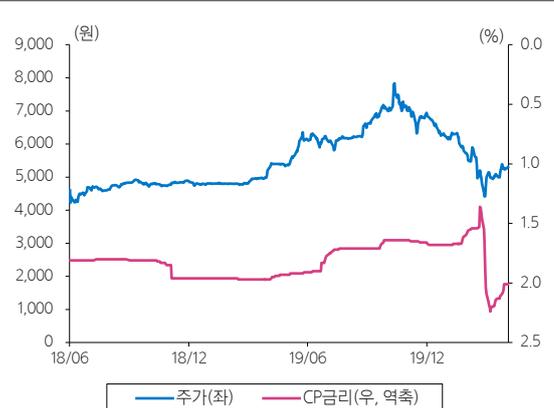
4월 들어 급등하던 CP91물 금리가 점차 안정화(4월 29일 2.01%로 고점이던 4월 4일 2.2% 대비 19bp 하락)되며 이리츠코크렙에는 우호적인 상황이다.

그림 1. CP 91물 - CD 91물 스프레드



자료: 한국은행, 삼성증권

그림 2. 이리츠코크렙 주가와 CP 91물 금리



자료: FnGuide, 인포맥스, 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
현금유출입이 없는 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

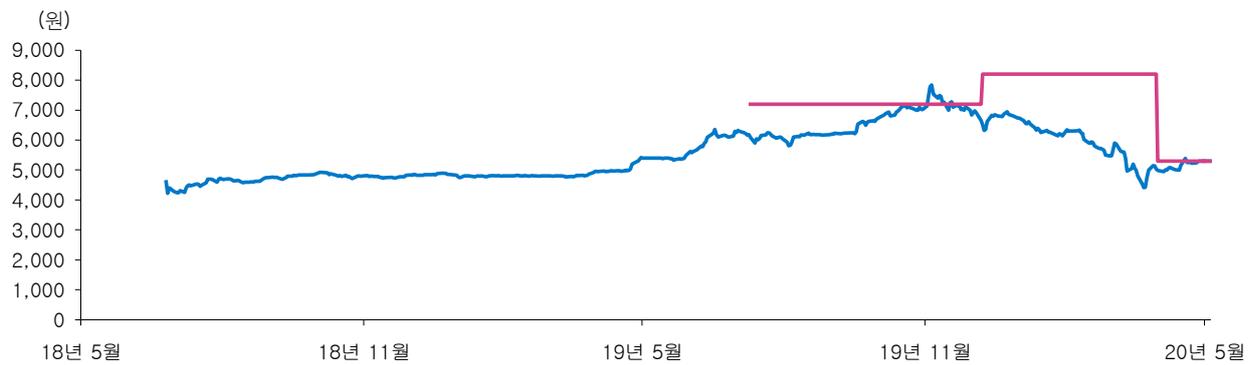
재무비율 및 주당지표

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 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 29일 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 기관투자자 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 (₩)	7,200	8,200	5,300
과리율 (평균)	-8.11	-27.00	
과리율 (최대or최소)	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.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