

2020. 5. 21

## 금융/리츠팀

### 이경자

Analyst  
kyungja.lee@samsung.com  
02 2020 7857

### ▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	7,500원	(38.9%)
현재주가	5,400원	
시가총액	9,286.3억원	
Shares (float)	171,968,884주 (50.0%)	
52주 최저/최고	4,475원/6,690원	
60일-평균거래대금	30.9억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
롯데리츠 (%)	3.6	-17.1	0.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.1	-11.4	0.0

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	7,500	7,500	0.0%
2020E EPS	225	225	0.0%
2021E EPS	230	230	0.0%

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	6,933
Recommendation	4.0

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

## 롯데리츠 (330590)

### NDR 후기: 자산별 헤지 가능, 추가자산 편입 계획 유호

- 1분기 롯데쇼핑 영업실적 부진했으나 기존에 최대 우려던 마트 실적은 오히려 개선
- 향후 편입을 고려하는 자산은 롯데쇼핑 자산 외에도 물류센터, 데이터센터 등 다양

### WHAT'S THE STORY

**자산별 헤지 효과:** 코로나19 영향으로 1분기 롯데쇼핑의 실적은 부문별로 상이. 백화점 영업이익 82.1% 감소한 반면, 코로나19 이전 가장 크게 우려되던 마트(할인점) 영업이익은 12.5% 증가. 롯데리츠는 백화점 3개, 마트 3개, 아울렛 2개(마트 혼용)를 고르게 편입해 시장 상황에 따라 자산별 헤지 가능. 또한 이들 자산은 롯데쇼핑의 상위권 점포로 어떠한 경우라도 반드시 사수해야 하는 오프라인 매장

**추가 자산 편입 계획:** IPO 당시 밝힌 대로 추가 자산 편입 계획 유호, 경쟁력 있는 수준의 조달금리가 가능한 시점에 이뤄질 것으로 판단. 최우선 고려 대상은 롯데쇼핑 자산(편입 가능한 자산 총 8조원)이겠지만 물류센터(롯데글로벌로지스) 등 유통과 시너지가 있는 자산 편입 고려. 롯데글로벌로지스는 10개 물류센터를 보유하고 있으며 현재 2개를 건설 중. 참고로 최근 롯데마트 중계점에 풀필먼트 스토어를 오픈하는 등, 이커머스 전쟁에 대비하기 위해 물류역량을 확충하는 동시에 다양한 시도를 하고 있음

**낮은 LTV로 LTV 활용 여력 높음:** 롯데리츠의 LTV는 45.7%로 타 리츠 대비 낮은 편. 오피스 대비 허용되는 LTV 레벨이 낮음을 감안해도 향후 활용할 수 있는 LTV 여력이 높은 편. 이는 다음 기대 효과를 의미. ① 소액 자산 편입 시 유상증자 아닌 차입만으로도 자산 편입 가능, ② 추가 자산 편입 시 LTV를 높일 수 있어 배당수익률 제고로 이어짐(표 4), ③ 낮은 LTV는 상장 당시 리츠 업계 최초의 신용등급 (AA-)를 받는데 기여

**준채권형 상품 구조:** 배당 재원은 롯데쇼핑이 지불하는 임대료로 10년 내외의 장기 마스터 리스, 트리플넷 구조로 손익 변동 가능성이 거의 없음. 그럼에도 1분기 추가 변동성이 컸던 이유는 코로나19로 오프라인 활동이 중지됨에 따라 임대료 지불 능력을 우려했기 때문. 10개 편입자산의 임대료 740억원은 2019년 기준 롯데쇼핑 영업수익의 18%에 불과, 임대료 지급 불능 혹은 변경 가능성 희박. 향후 롯데리츠의 손익변수는 이자비용 외에는 거의 없으며, 변동 시기는 3년 만기 사채/장기차입금의 만기가 도래하는 2022년 refinancing 시점. 경제 활동이 재개되기 시작하며 안정적 상품 구조의 장점이 재부각 되고, 향후 추가자산 편입의 성격에 따라 upside가 결정될 전망. 현재 P/NAV 1.1배, 배당수익률 5.9%로 최선호

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익 (십억원)	24	76	77	78
순이익 (십억원)	12	39	40	45
EPS (adj) (원)	99	225	230	263
EPS (adj) growth (%)	n/a	127.3	2.3	14.4
EBITDA margin (%)	90.1	94.1	94.2	94.3
ROE (%)	1.4	4.5	4.7	5.4
P/E (adj) (배)	54.6	24.0	23.5	20.5
P/B (배)	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (배)	70.4	22.6	22.2	21.8
Dividend yield (%)	1.8	5.8	5.9	6.0

자료: 삼성증권 추정

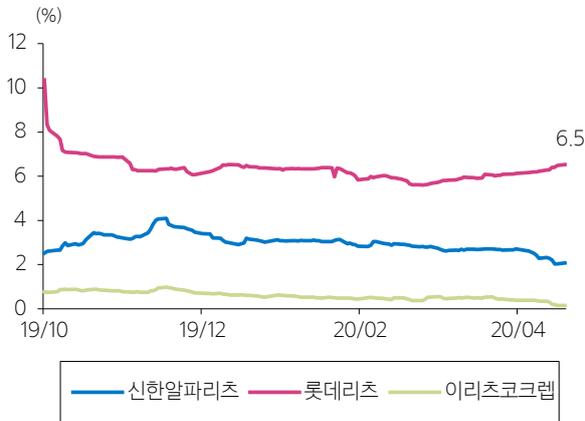
롯데리츠는 IPO 기획 당시부터 글로벌 리츠 스탠다드에 부합하는 규모와 유동성을 갖추도록 설계되었다. IPO 주식 모니터링 기간 종료 후(상장 후 약 3~12개월), 평가를 통해 S&P와 MSCI 리츠 인덱스에 편입 여부가 결정된다.

표 1. 글로벌 리츠 지수 편입 주요 조건

	S&P	MSCI	롯데리츠 (추정치)
1) 유통주식 시가총액	1억달러	2.3억달러	약 4,635억원 → 충족
2) 일평균 거래량	25만달러	-	약 31억원 → 충족
3) 유동성 비율	20%	15%	약 67% → 충족

자료: 롯데리츠, 삼성증권

그림 1. 상장리츠/인프라펀드 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 삼성증권

그림 2. 롯데리츠 주가 vs. CP 91일물



자료: 한국은행, 삼성증권

표 2. 롯데쇼핑 사업부별 손익 요약 (십억원)

	1Q19	1Q20	YoY
매출	4,447	4,077	-8.3%
백화점	772	606	-21.5%
할인점(마트)	1,592	1,602	0.6%
전자제품 전문점	1,037	925	-10.8%
슈퍼	474	491	3.6%
홈쇼핑	232	269	15.9%
기타	339	183	-46.0%
영업이익	205	52	-74.6%
백화점	159	28	-82.1%
할인점(마트)	19	22	12.5%
전자제품 전문점	24	20	-19.6%
슈퍼	(17)	(6)	n/a
홈쇼핑	33	37	10.6%
기타	(13)	(48)	n/a

자료: 롯데쇼핑

표 3. 롯데리츠 실적 추정(십억원)

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
	FY 1,2	FY 3,4	FY 5,6	FY 7,8	FY 9,10
영업수익	24.2	76.4	77.3	78.5	79.6
임대료수익	24.2	76.4	77.3	78.5	79.6
YoY		243.4%	1.2%	1.5%	1.5%
영업비용	7.0	20.1	20.1	20.1	20.1
영업이익	15.3	56.3	57.2	58.4	59.6
YoY		268.3%	1.7%	2.0%	2.0%
영업이익률	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
세전이익	11.5	38.6	39.5	42.2	43.4
순이익	11.5	38.6	39.5	42.2	43.4
FFO	16.2	54.2	55.1	57.8	59.0

자료: 롯데리츠, 삼성증권

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 4. 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%

주: 배당수익률은 액면가 기준

자료: 롯데리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	n/a	24	76	77	78
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	24	76	77	78
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	8	20	20	20
영업이익	n/a	16	56	57	58
(영업이익률, %)	n/a	65.5	73.7	74.0	74.4
영업외손익	n/a	(4)	(18)	(18)	(13)
금융수익	n/a	1	0	0	0
금융비용	n/a	5	18	18	13
지분법손익	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	(0)	0	(0)	(0)
세전이익	n/a	12	39	40	45
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	n/a	12	39	40	45
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
순이익	n/a	12	39	40	45
(순이익률, %)	n/a	49.4	50.6	51.2	57.7
지배주주순이익	n/a	12	39	40	45
비지배주주순이익	n/a	0	0	0	0
EBITDA	n/a	22	72	73	74
(EBITDA 이익률, %)	n/a	90.1	94.1	94.2	94.3
EPS (지배주주)	n/a	99	225	230	263
EPS (연결기준)	n/a	99	225	230	263
수정 EPS (원)*	n/a	99	225	230	263

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	74	6	32	60
당기순이익	n/a	12	39	40	45
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	12	16	16	16
유형자산 감가상각비	n/a	6	16	16	16
무형자산 상각비	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	6	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	n/a	54	(49)	(23)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	n/a	(1,117)	(1,554)	16	16
유형자산 증감	n/a	0	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	1,061	30	(55)	(84)
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	86	17	(15)
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	(22)	0	0
배당금	n/a	(2)	(17)	(55)	(55)
기타	n/a	n/a	(18)	(18)	(13)
현금증감	n/a	17	(1,547)	16	2
기초현금	n/a	0	22	23	24
기말현금	n/a	17	34	40	41
Gross cash flow	n/a	24	54	55	61
Free cash flow	n/a	74	6	32	60

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

자료: 롯데리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	n/a	24	34	40	41
현금 및 현금등가물	n/a	17	34	40	41
매출채권	n/a	0	0	0	0
재고자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	7	0	0	0
비유동자산	n/a	1,560	1,554	1,539	1,523
투자자산	n/a	1,560	1,554	1,539	1,523
유형자산	n/a	0	0	0	0
무형자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
자산총계	n/a	1,584	1,588	1,579	1,564
유동부채	n/a	7	6	6	6
매입채무	n/a	0	0	0	0
단기차입금	n/a	0	6	6	6
기타 유동부채	n/a	7	0	0	0
비유동부채	n/a	714	746	740	724
사채 및 장기차입금	n/a	642	722	739	724
기타 비유동부채	n/a	73	24	1	0
부채총계	n/a	722	752	746	730
지배주주지분	n/a	862	837	833	834
자본금	n/a	86	86	86	86
자본잉여금	n/a	766	744	744	744
이익잉여금	n/a	10	6	2	4
기타	n/a	(0)	(0)	0	0
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	862	837	833	834
순부채	n/a	625	694	705	689

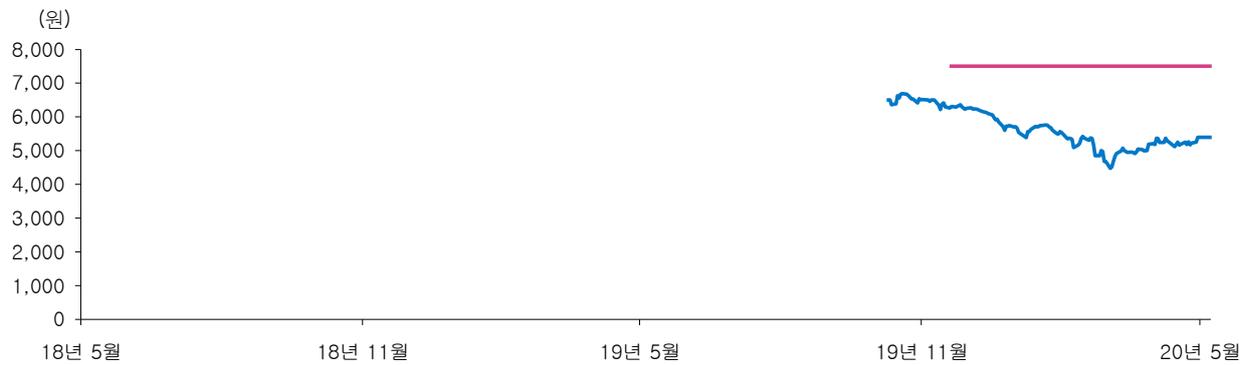
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	211.8	1.2	1.5
영업이익	n/a	n/a	250.6	1.7	2.0
순이익	n/a	n/a	219.3	2.3	14.4
수정 EPS**	n/a	n/a	127.3	2.3	14.4
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	99	225	230	263
EPS (연결기준)	n/a	99	225	230	263
수정 EPS**	n/a	99	225	230	263
BPS	n/a	5,014	4,865	4,842	4,852
DPS (보통주)	0	96	317	322	322
Valuations (배)					
P/E***	n/a	54.6	24.0	23.5	20.5
P/B***	n/a	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	n/a	70.4	22.6	22.4	21.9
비율					
ROE (%)	n/a	1.4	4.5	4.7	5.4
ROA (%)	n/a	0.8	2.4	2.5	2.9
ROIC (%)	n/a	(5,965.8)	(41,827.9)	n/a	n/a
배당성향 (%)	n/a	137.1	141.1	140.0	122.4
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.8	5.9	6.0	6.0
순부채비율 (%)	n/a	72.5	82.9	84.6	82.5
이자보상배율 (배)	n/a	3.5	3.2	3.2	4.4

**Compliance notice**

- 당사는 5월 20일 기준으로 지난 1년 간 롯데리츠의 증시 상장의 대표주관회사로 참여한 적이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 20일 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**

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

**산업**

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