2020년 5월 18일

이리츠코크렙 (088260)

기업분석 | 건설/건자재

밸류에이션 메리트 확대 구간

Analyst
김세련
02 3779 8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	8,000 원
현재주가	5,250 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/15)		1,927.28 pt
시가총액		3,325 억원
발행주식수		63,342 천주
52주 최고가 /최저가		7,840 / 4,415 원
90일 일평균거래대금		6.84 억원
외국인 지분율		0.2%
배당수익률(20.12E)		6.7%
BPS(20.12E)		4,245 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.2%
	6 개월	-16.9%
	12 개월	5.1%
주주구성	이랜드리테일	75.2%
	미래에셋자산운용	5.0%

Stock Price

오프라인 트래픽 회복에 따른 주가 정상화 기대

롯데리츠와 더불어 리테일/스폰서 리츠의 대표격인 이리츠코크렙 역시 코로나19로 인한 오프라인 매장 매출 감소 및 이에 따른 임차료 하락 리스크로 인해 주가 낙폭이 과대된 실정이다. 그러나 재난지원금 지급과 경제활동 재개에 따른 유동 인구 확대로 인해 리테일 리츠를 눌러온 대외 리스크가 점차 해소될 것으로 기대되기 때문에, 이리츠코크렙의 주가 역시도 점진적으로 정상 수준으로 회복할 수 있을 것으로 판단한다. 일반적으로 리테일 자산은 오피스 빌딩에 비해 경기변동에 민감하고, 용도 변경이 쉽지 않아 개발 이익을 얻기가 어려워 자산가치가 상대적으로 낮다. 그럼에도 불구하고 이리츠코크렙이 보유하고 있는 NC백화점 야탑점, 뉴코아 일산, 평촌점의 입지를 고려할 때는 장기적인 NAV의 상승 역시 기대해볼만 하다.

그 어느때보다 부각되는 밸류에이션 매력도

이리츠코크렙의 배당금을 기준으로 DCF 밸류이에션을 해보면 9,200원까지도 업사이드가 산출된다. 이랜드리테일 디스카운트가 언제나 적용되는 종목이기 때문에, 높은 배당 기조에도 불구하고 상방이 다소 제한되는 실정이다. 보수적 추정을 위해 이리츠코크렙의 밸류에이션은 NAV 기준으로 산출하고 있으며, 2020년 Net Debt을 고려하여 목표주가를 기존 8,400원에서 8,000원으로 4.8% 하향 조정한다. 다만 이랜드리테일의 추가 자산 유동화에 따른 장기적인 이리츠코크렙의 성장성 및 안정적인 배당 기조에는 추정에 변함이 없으며, 따라서 현 주가 레벨에서는 낙폭 과대에 따른 밸류에이션 메리트가 확대되는 구간이라는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	31.1	41.8	44.0	45.5	47.1
영업비용	7.9	9.9	10.2	10.6	11.0
세전계속사업손익	9.5	13.2	14.8	15.5	18.7
순이익	9.5	13.2	14.8	15.5	18.7
EPS (원)	149.5	208.2	232.9	244.8	294.5
증감률 (%)	35.4	39.3	11.8	5.1	20.3
PER (x)	35.1	25.2	22.5	21.4	17.8
PBR (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
배당수익률 (%)	5.6	6.7	6.9	7.4	8.0
ROE (%)	3.5	4.9	5.4	5.6	6.6
P/NAV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/FFO (x)	19.0	19.8	18.4	17.7	15.6
부채비율 (%)	166.3	169.8	170.8	171.7	172.7

주: IFRS 연결 기준
자료: 이리츠코크렙, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 이리츠코크렙 DCF 밸류에이션에 따른 적정주가 산출

항목		비고
2020~2021E배당 (원)	376	
자기자본비용 (%)	5.8	
무위험이자율 (%)	1.49	국고채 10년물 금리
시장리스크프리미엄 (%)	5.4	3년 평균 KOSPI 수익률-국고채10년물 금리
Beta	0.8	
영구성장률 (%)	1.75	리츠별 임차료 증가율 감안 차등 적용
목표주가 (원)	9,200	
현재주가 (5/15, 원)	5,250	
Upside (%)	75.2	
배당수익률 (5/15, %)	7.2	
주가 상승 가정 배당수익률 (%)	4.1	
Total Return (%)	79.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 이리츠코크렙 NAV 밸류에이션에 따른 적정주가 산출

항목	금액 (십억원)
자산	834
NC백화점 야탑점	228
뉴코아아울렛 일산점	189
뉴코아아울렛 평촌점	150
2001아울렛 중계, 분당점	267
Net Debt	405
Net Asset Value	429
# of shares (천주)	63,342
주당 NAV (원)	6,800
현재주가 (5/15, 원)	5,250
Upside (%)	29.5
P/NAV (X)	0.77
목표 P/NAV (X)	1.20
목표주가 (원)	8,000
Upside (%)	52.4

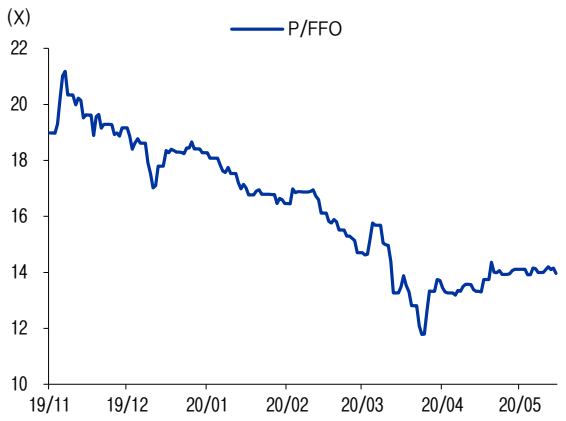
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 이리츠코크렙 실적 추이 및 전망

	2019	2020E	2021E	1H19	2H19	1H20E	2H20E	1H21E	2H21E
임대료수익	43.6	46.9	48.2	21.3	22.3	23.5	23.4	24.0	24.2
영업비용	20.7	21.0	21.4	9.3	11.4	10.5	10.6	10.7	10.8
감가상각비	6.2	6.2	6.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
비중 (%)	14.3	13.3	12.9	14.6	14.0	13.3	13.3	13.0	12.8
영업이익	22.9	25.9	26.8	12.0	10.9	13.0	12.9	13.3	13.5
OPM (%)	52.5	55.2	55.6	56.4	48.8	55.5	54.9	55.5	55.6
당기순이익	8.1	10.2	11.1	5.1	3.0	5.2	5.0	5.5	5.6
NI Margin (%)	18.6	21.7	23.0	23.9	13.5	22.0	21.3	22.8	23.2
# of shares (천 주)	47,603	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303
EPS (원)	170.0	194.4	211.8	106.6	63.4	98.9	95.5	104.5	107.4
DPS (원)	277.0	306.8	332.3	137.0	140.0	150.0	156.8	164.8	167.4
배당성향 (%)	163.0	157.8	156.9	128.5	220.9	151.7	164.1	157.8	156.0

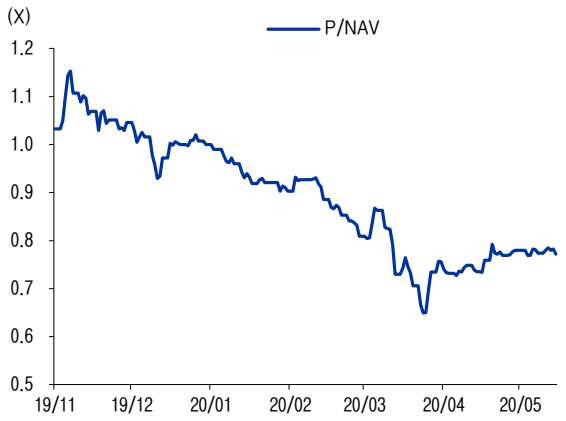
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 이리츠코크렙 P/FFO 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 이리츠코크렙 P/NAV 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이리츠코크렙 (088260)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	22	23	37	50	63
현금 및 현금성자산	20	23	36	50	63
기타비금융자산	2	0	0	0	0
비유동자산	706	702	702	702	702
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산 및 투자부동	706	702	702	702	702
자산총계	**728**	**725**	**738**	**752**	**765**
유동부채	4	5	5	5	5
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기임대보증금 등	4	5	5	5	5
비유동부채	451	452	461	470	479
담보차입금	432	433	441	450	459
기타비유동부채	19	19	19	20	20
부채총계	**455**	**457**	**466**	**475**	**485**
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	48	45	45	45	45
이익잉여금	194	192	196	200	204
자본총계	**273**	**269**	**273**	**277**	**281**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	**31**	**42**	**44**	**46**	**47**
영업비용	**8**	**10**	**10**	**11**	**11**
영업이익	**23**	**32**	**34**	**35**	**36**
EBITDA	30	40	43	44	48
영업외수익	0	0	0	0	0
영업외비용	14	19	19	20	20
세전계속사업손익	**9**	**13**	**15**	**16**	**19**
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	**9**	**13**	**15**	**16**	**19**
영업이익률 (%)	74.4	76.3	76.9	76.8	76.7
EBITDA마진률 (%)	96.0	96.7	96.6	96.2	101.0
당기순이익률 (%)	30.5	31.5	33.5	34.0	39.6
ROA (%)	1.3	1.8	2.0	2.1	2.4
ROE (%)	3.5	4.9	5.4	5.6	6.6
ROIC (%)	8.4	11.7	12.2	12.4	12.6

현금흐름표

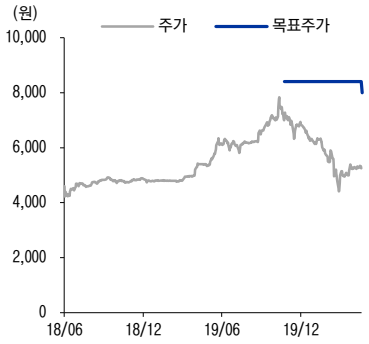
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**7**	**13**	**13**	**13**	**13**
당기순이익(손실)	5	13	15	16	3
비현금수익비용가감	11	13	13	13	13
감가상각비	4	4	9	9	9
기타수익비용가감	7	9	5	4	4
영업활동 자산부채변동	1	0	0	0	0
미수금감소(증가)	0	0	0	0	0
임대보증금의증가(감	0	0	0	0	0
미지급금의증가(감소)	0	0	0	0	0
기타자산, 부채변동	1	0	0	0	0
투자활동 현금	**-96**	**2**	**0**	**0**	**0**
투자부동산처분(취득)	0	0	0	0	0
관계기업투자의처분(취득)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-96	2	0	0	0
재무활동 현금	**11**	**-11**	**-5**	**-5**	**-5**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	7	11	0	0	0
기타재무활동	3	-22	-5	-5	-5
현금의 증가	**-78**	**3**	**8**	**8**	**9**
기초현금	98	20	23	31	40
기말현금	20	23	31	40	48

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	35.1	25.2	22.5	21.4	17.8
P/B	1.22	1.24	1.22	1.20	1.19
EV/EBITDA	25.5	18.8	17.8	17.2	15.7
P/NAV	0.79	0.77	0.76	0.75	0.73
P/FFO	19.0	19.8	18.4	17.7	15.6
배당수익률 (%)	5.6	6.7	6.9	7.4	8.0
성장성 (%)					
영업수익	-21.5	34.6	5.1	3.5	3.4
순이익	35.4	39.3	11.8	5.1	20.3
안정성 (%)					
부채비율	166.3	169.8	170.8	171.7	172.7
유동비율	599.8	470.4	717.2	957.7	1,193.5
순차입금/자기자본(x)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
총차입금 (십억원)	451	452	461	470	479
순차입금 (십억원)	429	428	424	420	416
주당지표(원)					
EPS	149	208	233	245	295
BPS	4,317	4,245	4,305	4,367	4,430
DPS	293	350	361	391	422

자료: 이리츠코크렙, 이베스트투자증권 리서치센터

이리츠코크렙 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.11.19	신규	김세련									
2019.11.19	Buy	8,400	-13.3		-29.4						
2020.05.18	Buy	8,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)