

Company Update

2019. 12. 10

이리츠코크렘 (088260)

검증된 자산가치와 배당 upside

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com
02 2020 7857

소지윤

Research Associate

jenna1_soh@samsung.com
02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 8,200원 (23.3%)

현재주가 6,650원

시가총액 4,212.2억원
Shares (float) 63,341,590주 (24.7%)
52 주 최저/최고 4,740원/7,840원
60 일-평균거래대금 8.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이리츠코크렘 (%)	-11.7	17.3	37.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.6	16.4	37.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	8,200	7,200	13.9%
2019E EPS	249	217	14.7%
2020E EPS	251	245	2.4%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	8,200
Recommendation	4.0

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

- 마스터리스 기간이 16~20년으로 업계 최장 기간의 배당 안정성
- 5개 기초자산이 모두 상업지역에 위치, 높은 자산가치 상승 여력이 차별화 포인트
- 현재 조달금리 4%, peer 평균인 3%대 하락 시 배당금은 16% 상승

WHAT'S THE STORY

향후 5년간 연평균 배당수익률 5.4%: 3개의 실물자산과 2개의 지분증권 형식으로 5개 기초자산을 보유하고 있으며 총 자산 규모는 장부가 기준 7천억원, 최근 공정가치 기준 9,300억원이다. 3개 실물자산의 마스터리스 기간은 16년, 간접 소유한 2개 자산은 20년으로 모든 공/사모 상품 중에서도 마스터리스 기간이 가장 긴 편에 속해, 배당 안정성이 높다. 향후 5년간 연평균 배당수익률은 현 주가 기준 5.4%에 달한다.

5개 자산 상업지역에 위치, 검증된 자산가치: 5개 자산은 모두 중심/일반상업지역에 위치하고 있어 자산가치가 높다. 이랜드리테일은 1990년대 최초의 창고형 매장인 '뉴코아' 인수로 전국에 핵심 입지의 점포를 다수 확보했다. 이후 이랜드리테일은 중복 매장을 매각하거나 재개발하는 방식으로 활발한 수익 창출의 모습을 보였다. 리테일 업황을 떠나 우수한 기초자산은 리츠의 매력도를 높이는 요인이다. 향후 강남/홍대/명동 상업시설을 편입함으로써 총 자산규모를 1.2조원으로 늘린 뒤 서울 내 대형 쇼핑몰을 담아 총 자산 1.5조원 이상 대형 리츠로 키워, 이랜드리테일 자산뿐 아니라 타 자산을 편입함으로써 포트폴리오 다변화를 꾀할 계획이다.

조달금리 3%대로 하락 시 배당금은 16% 상승: 2018년 현재 평균 조달금리는 4.0%지만 전반적인 저금리 현상 고려 시, 수수료 없이 refinancing이 가능한 2021년에는 조달금리 하락이 예상된다. 조달 금리가 peer 수준인 3%대만 도달해도 2021년 주당 배당금은 현재 예상 대비 16% 상승한다.

목표주가 8,200원: 목표주가를 14% 상향한다. 5개 자산의 기존 공정가치가 8,100억원이었으나 지난 10월 공정가치가 9,070억원으로 추정됨에 따라 NAV가 상승했다. 목표 P/NAV는 일본 리테일리츠 평균인 1.1배를 적용했다. 이리츠코크렘의 투자포인트는 안정적 배당보다 자산의 높은 상승여력이라는 점에서 P/NAV 방식이 적절하다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	17	36	35	36
영업이익 (십억원)	13	28	28	28
순이익 (십억원)	5	16	16	17
EPS (adj) (원)	90	249	251	262
EPS (adj) growth (%)	n/a	175.8	0.6	4.4
EBITDA margin (%)	95.8	79.2	78.4	78.8
ROE (%)	1.9	5.8	5.9	6.2
P/E (adj) (배)	73.5	26.7	26.5	25.4
P/B (배)	1.5	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA (배)	50.1	29.8	30.4	29.4
Dividend yield (%)	4.4	5.2	5.2	5.4

자료: 삼성증권 추정

이리츠코크렙의 5개 자산은 모두 중심/일반상업지역 내 위치해, 굳이 리테일 점포 활용 방안이 아니더라도 향후 재개발이나 용도 전환 시 가치 상승 여력이 크다.

표 1. 이리츠코크렙 5개 편입자산

	직접 소유			간접 소유	
	뉴코아 야탑점	뉴코아 일산점	뉴코아 평촌점	아울렛 분당점	아울렛 중계점
위치	분당구 야탑동 356	일산동구 마두동 797	안양시 호계동 039-3	노원구 중계동 509번지	분당구 구미동 11-1
대지면적(㎡)	8,047	5,712	5,746	4,007	4,588
연면적(㎡)	76,939	60,148	69,765	31,709	45,765
용도지역/	중심상업지역/	일반상업지역/	중심상업지역/	일반상업지역/	중심상업지역/
용도지구	제1종 지구단위계획구역	지구단위계획구역	지구단위계획구역	제1종 지구단위계획구역	제1종 지구단위계획구역
개점연도	1995	1995	998	2004	2004
건물 규모	지하 7층/지상 8층	지하 7층/지상 10층	지하 7층/지상 12층	지하 7층/지상 8층	지하 7층/지상 8층
임대 조건	마스터리스 기간 16년			마스터리스 기간 20년	

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

표 2. 이리츠코크렙 목표주가 산정 방식 (십억원)

구분	기초자산	항목	금액
자산	이리츠코크렙	현금	16
	뉴코아/야탑/일산	부동산	614
	중계/분당	부동산	293
	소계		93
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)			1.1
목표주가 (원)			8,200

자료: 삼성증권

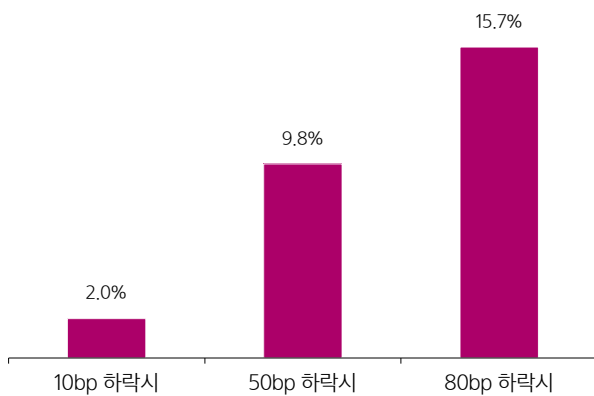
표 3. 예상 배당 가능액 추정 (십억원)

(십억원)	5년 평균 수익률 (1년 단위 기준)	18/1~ 18/6	18/7~ 18/12	19/1~ 19/6	19/7~ 19/12	20/1~ 20/6	20/7~ 20/12	21/1~ 21/6	21/7~ 21/12	22/1~ 22/6	22/7~ 22/12	23/1~ 23/6
수익합계	35.9	13.8	18.2	18.2	17.4	17.5	17.7	17.8	18.1	18.2	18.4	18.5
뉴코아/야탑/일산	28.8	13.8	14.2	14.2	14.2	14.2	14.4	14.4	14.6	14.7	14.8	14.9
중계/분당 배당이익	7.1	-	4.0	4.0	3.2	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6
비용합계	133	6.4	7	7	6.7	6.6	6.7	6.6	6.7	6.6	6.7	6.6
이자비용	11.7	5.8	6.4	6.4	5.9	5.8	5.9	5.8	5.9	5.8	5.9	5.8
운영비용	1.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
총 배당 예상금액	22.6	7.4	11.2	11.2	10.7	10.9	11.0	11.2	11.4	11.6	1.7	11.9
주당 배당금	356	117	177	177	169	12	17	177	180	183	185	188
5,000원 기준 배당률	7.1%	4.7%		7.1%		6.8%		7.0%		7.3%		7.5%
현 주가 기준 배당률	5.4%	-		5.4%		5.2%		5.3%		5.5%		5.7%

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

이리츠코크렙은 2018년 상장 당시 조달했던 담보대출 금리가 4.0%이었다. 이후 이랜드리테일의 신용평가 등급이 1차례 상향됐고, 저금리 영향을 반영해 수수료 없이 refinancing이 가능한 2021년 하반기 조달금리가 하락한다고 가정 시, 배당 여력이 상승한다. 10bp 하락 시마다 주당 배당금은 2.0%씩 상승하고, 국내 peer의 평균 조달금리 수준인 3%대로 하락한다고 가정 시 16% 상승한다.

그림 1. 평균 조달금리 하락 시 이리츠코크렙의 2021년 배당금 변화



자료: 삼성증권

표 4. 이랜드리테일 점포 현황

구분		2014	2015	2016	2017
형태별	NC백화점	18	20	19	18
	뉴코아	18	8	18	17
	2001아울렛	8	8	8	8
	동아	7		7	7
	소계	51	53	52	50
소유 구분	임차	19	20	20	20
	세일앤리스백	11	13	13	12
	자가	21	20	19	18
	소계	51	53	52	50

자료: 이랜드리테일

포괄손익계산서

12월 30일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	17	36	35	36
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	17	36	35	36
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	4	7	8	8
영업이익	n/a	13	28	28	28
(영업이익률, %)	n/a	74.7	79.2	78.4	78.8
영업외손익	n/a	(8)	(12)	(12)	(12)
금융수익	n/a	0	0	0	0
금융비용	n/a	8	12	12	12
지분법손익	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
세전이익	n/a	5	16	16	17
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	n/a	5	16	16	17
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
순이익	n/a	5	16	16	17
(순이익률, %)	n/a	29.2	44.5	45.2	46.2
지배주주순이익	n/a	5	16	16	17
비지배주주순이익	n/a	0	0	0	0
EBITDA	n/a	17	28	28	28
(EBITDA 이익률, %)	n/a	95.8	79.2	78.4	78.8
EPS (지배주주)	n/a	90	249	251	262
EPS (연결기준)	n/a	90	249	251	262
수정 EPS (원)*	n/a	90	249	251	262

현금흐름표

06월 30일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	7	15	6	23
당기순이익	n/a	5	16	16	17
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	11	15	12	12
유형자산 감가상각비	n/a	4	6	6	6
무형자산 상각비	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	7	15	12	12
영업활동 자산부채 변동	n/a	1	(1)	(10)	6
투자활동에서의 현금흐름	n/a	(96)	2	6	6
유형자산 증감	n/a	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	(2)	2	0	0
기타	n/a	(94)	0	6	6
재무활동에서의 현금흐름	n/a	11	(22)	(11)	(22)
차입금의 증가(감소)	n/a	432	0	3	0
자본금의 증가(감소)	n/a	79	0	(3)	0
배당금	n/a	(7)	(22)	(11)	(22)
기타	n/a	(493)	0	0	0
현금증감	n/a	(78)	(6)	1	6
기초현금	n/a	98	20	15	16
기말현금	n/a	20	15	16	23
Gross cash flow	n/a	16	31	28	28
Free cash flow	n/a	7	15	6	23

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이리츠코크렘, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 30일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	22	15	17	23
현금 및 현금등가물	n/a	20	15	17	23
매출채권	n/a	0	0	0	0
재고자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	2	0	0	0
비유동자산	n/a	706	706	700	694
투자자산	n/a	0	0	0	0
유형자산	n/a	0	0	0	0
무형자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	706	706	700	694
자산총계	n/a	728	721	717	717
유동부채	n/a	4	3	0	0
매입채무	n/a	0	0	0	0
단기차입금	n/a	0	0	0	0
기타 유동부채	n/a	4	3	0	0
비유동부채	n/a	451	451	447	453
사채 및 장기차입금	n/a	432	432	435	435
기타 비유동부채	n/a	19	19	12	18
부채총계	n/a	455	454	447	453
지배주주지분	n/a	273	267	269	264
자본금	n/a	32	32	32	32
자본잉여금	n/a	48	48	45	45
이익잉여금	n/a	194	188	193	187
기타	n/a	(0)	0	0	0
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	273	267	269	264
순부채	n/a	410	417	418	412

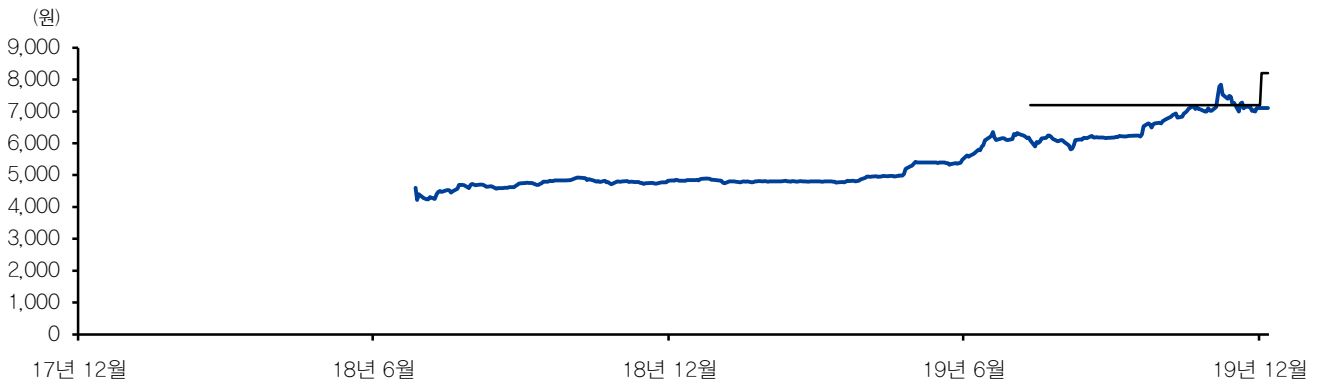
재무비율 및 주당지표

12월 30일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	104.9	(0.8)	2.0
영업이익	n/a	n/a	117.1	(1.8)	2.5
순이익	n/a	n/a	211.9	0.6	4.4
수정 EPS**	n/a	n/a	175.8	0.6	4.4
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	90	249	251	262
EPS (연결기준)	n/a	90	249	251	262
수정 EPS**	n/a	90	249	251	262
BPS	n/a	4,317	4,217	4,252	4,164
DPS (보통주)	n/a	293	346	346	357
Valuations (배)					
P/E***	n/a	73.5	26.7	26.5	25.4
P/B***	n/a	1.5	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	n/a	50.1	29.8	30.4	29.4
비율					
ROE (%)	n/a	1.9	5.8	5.9	6.2
ROA (%)	n/a	0.7	2.2	2.2	2.3
ROIC (%)	n/a	(363.7)	(856.8)	(1,840.0)	(1,850.0)
배당성향 (%)	n/a	365.8	70.2	137.7	136.1
배당수익률 (보통주, %)	n/a	4.4	5.2	5.2	5.4
순부채비율 (%)	n/a	150.0	156.1	155.3	156.2
이자보상배율 (배)	n/a	1.7	1.9	2.4	2.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 9일 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 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2019/7/12	12/10
투자이견	BUY	BUY
TP (원)	7,200	8,200
과리율 (평균)	(8.34)	
과리율 (최대or최소)	8.89	

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

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)