



## Contents

I.	밸류에이션 및 실적 전망	03
II.	자산 분석 및 투자 포인트	07
III.	리스크 요인	14
IV.	이리츠코크렙 개요	16

# 1. 밸류에이션 및 실적 전망

## 투자의견 BUY, 목표주가 5,800원 제시. 상승여력 12.2%

투자의견 BUY,  
목표주가 5,800원

이리츠코크렙의 투자의견 BUY, 목표주가 5,800원을 제시한다. 상승 여력은 12.2%이며, 22년 예상 배당수익률은 8.1%다. 목표주가는 배당할인모형(DDM) 으로 산출했다. 자기 자본비용(CoE)은 9.6%로 가정했다. 무위험수익률은 4.3%, 영구성장률은 자산별 가정 평균 임대료 상승률 2.3%로 가정했다.

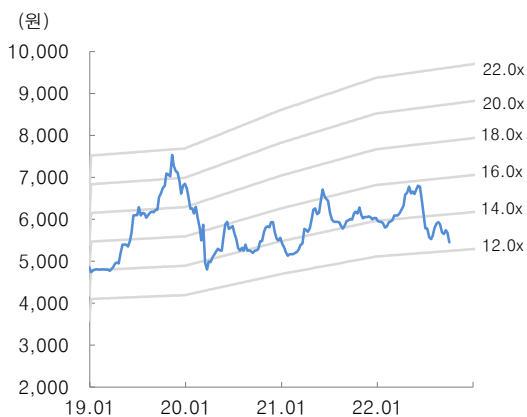
12개월 선행 P/FFO는 12.5배로 역사적 저점에서 거래되고 있어 밸류에이션 매력이 존재하는 상황이며, 펀더멘털 훼손 가능성은 제한적이다. 이리츠코크렙은 마스터리스로 장기 임대차 계약이 맺어져 있어 임대료 수취를 안정적으로 하고 있고 리파이낸싱 이슈도 없어서 비용도 증가하지 않기 때문이다.

표 1. 이리츠코크렙 DDM Valuation

	단위	이리츠코크렙 (088260)	비고
자기자본비용(CoE)	%	9.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	%	4.3	(b): 국고채 10년물
Risk Premium	%	6.8	(c): 코스피 12M Fwd PER 역수 - 국고채 10년물
Beta	X	0.8	(d): 60개월 조정베타
DPS	원	422	(e): 향후 1년 예상 DPS
영구성장률	%	2.3	(f): 자산별 가중평균 임대료 상승률
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>5,800</b>	<b>(g): (e) / (a) - (f)</b>
현재주가(10/10)	(원)	5,170	
상승여력	(%)	12.2	

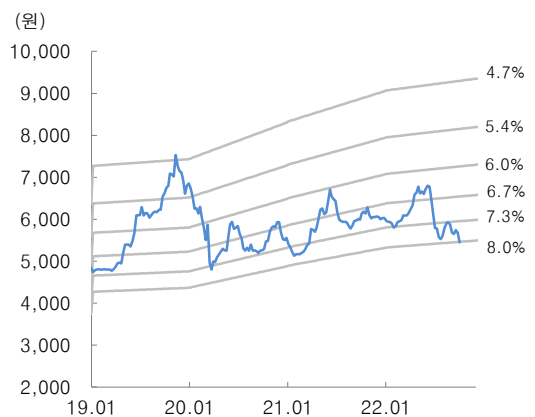
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 12M Fwd P/FFO 밴드 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 12M Fwd 배당수익률 밴드 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

**22년 실적  
매출 +0.9% YoY,  
배당 +9.1% YoY 전망**

22년 기준 이리츠코크렙 영업수익은 429억 원(+0.9% YoY), 배당금 270억 원(+9.1% YoY)으로 전망된다. 23년 실적은 영업수익 439억 원(+2.4% YoY), 배당금 264억 원(-2.1% YoY)으로 예상된다. 22년 실적은 리파이낸싱에 따른 이자비용 절감 효과로 배당금이 크게 증가했다. 23년에는 임대료 인상률이 상단인 1.5~2.5%에 도달함에 따라 영업수익도 견조하게 성장할 전망이다.

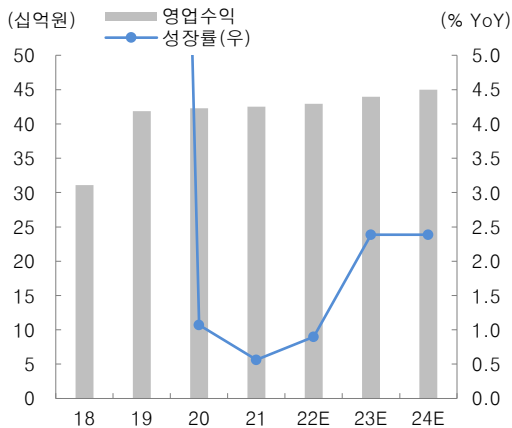
한편, 23년부터 배당 감익을 예상한 이유는 과거보다 높아진 금리 환경에서 24년 6월 예정된 리파이낸싱에 따른 이자비용 증가 충격을 완화하고자 선제적 대응으로 배당금을 유보할 가능성이 있다고 판단했기 때문이다.

**표 2. 이리츠코크렙 실적 및 전망**

(십억원, 원, %, X)	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22E	1H23E	2H23E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	21.1	21.2	21.2	21.3	21.3	21.6	21.8	22.1	42.3	42.5	42.9	43.9	45.0
영업비용	4.9	5.0	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
영업이익	16.2	16.2	16.3	16.4	16.4	16.6	16.9	17.1	32.4	32.6	33.0	34.0	35.0
이자수익	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자비용	9.4	9.5	9.0	7.4	7.3	7.3	7.3	7.3	18.9	16.4	14.6	14.6	19.4
당기순이익	6.8	6.8	7.2	9.0	9.1	9.4	9.6	9.8	13.6	16.2	18.5	19.4	15.7
FFO	11.0	11.1	11.5	13.3	13.4	13.7	13.8	14.1	22.1	24.8	27.0	27.9	24.3
ROA	1.9	1.9	2.1	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	1.9	2.3	2.7	2.8	2.3
배당	11.0	11.1	11.5	13.3	13.4	13.7	13.1	13.4	22.1	24.8	27.0	26.4	25.8
DPS (원)	174	175	182	209	211	216	207	211	349	391	427	417	407
배당수익률 (%)	3.1	3.2	2.9	3.5	3.6	4.0	3.8	3.9	6.5	6.6	7.8	7.7	7.5
주당 FFO	174	175	182	209	211	216	219	223	349	391	427	441	383
BPS	4,106	4,039	3,978	3,940	3,878	3,979	3,914	3,862	4,039	3,940	3,979	3,862	3,698
P/FFO	16.3	15.5	17.1	14.2	13.7	12.6	12.5	12.2	15.5	15.2	12.8	12.4	14.2
PBR	1.39	1.34	1.56	1.51	1.50	1.37	1.39	1.41	1.34	1.51	1.37	1.41	1.47

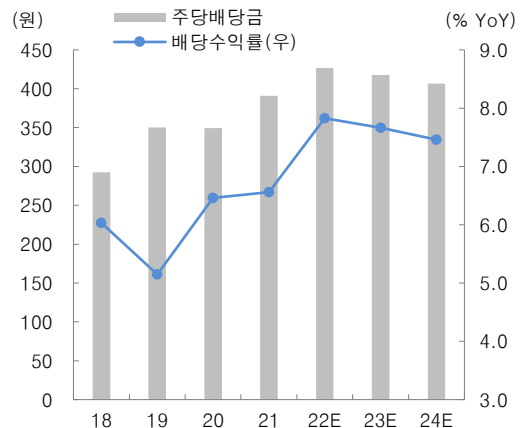
자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

**그림 3. 영업수익 및 성장률**



자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

**그림 4. 주당배당금 및 배당수익률**



자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

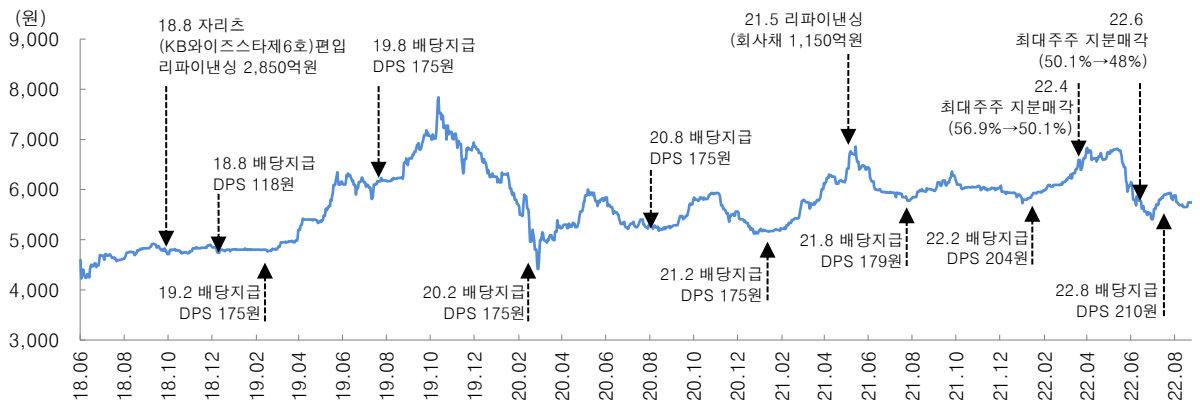
주가 흐름: 상고하저

22년 이리츠코크렙 주가 흐름은 상고하저의 모습을 보이고 있다. 상반기엔 인플레이션 방어 및 위탁관리 리츠 전환에 따른 외형 성장 기대감이 반영되며 견조한 흐름을 이어나갔다. 다만 6월부터 예상을 상회하는 인플레이션에 따른 금리 인상 우려, 경기침체 우려 등이 시장에 반영되어 투자 심리가 악화되었고 이리츠코크렙 또한 하락했다.

주가 조정으로 이리츠코크렙의 절대적인 배당 매력은 증가했으나, 높아진 금리 환경으로 인해 상대적인 배당 매력은 감소했다. 1) 장기 임대차계약으로 배당 안정성이 높은 가운데, 2) 리파이낸싱에 따른 이자 비용 절감으로 주당배당금이 +14% 성장했다. 주가 하락과 배당 성장으로 이리츠코크렙 배당수익률은 8%까지 증가했다. 한편 높은 금리 환경은 주가에 부담으로 작용하고 있다. 배당수익률 스프레드는 392bp로 22년 1월 이후 평균 399bp를 하회하며, 상대적인 배당 매력이 감소했다.

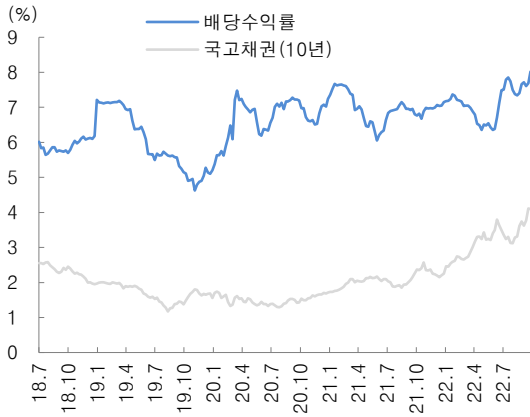
단기적인 주가 상승 모멘텀은 금리 피크아웃 시 가능할 전망이다. 국내 상장 리츠 중에서 두번째로 배당수익률이 높고, 국내 부동산을 기초자산으로한 리츠 중에서는 가장 배당수익률이 높다. 따라서 금리가 피크아웃하는 시기에는 배당 매력에 따른 단기적인 성장 모멘텀을 가장 많이 받을 수 있다고 판단한다. 또한 이리츠코크렙의 임대차 계약구조를 고려할 때, 밸류 트랩(Value Trap)에 빠질 가능성은 낮기 때문에 밸류에이션(12M P/FFO) 매력도 충분한 상황이다.

그림 5. 이리츠코크렙 주가 및 주요 이벤트



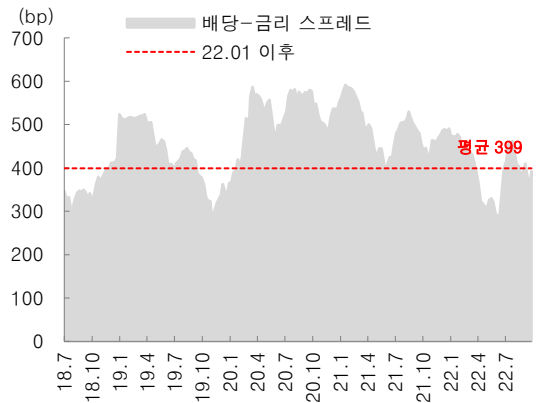
자료: Quantwise, 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

그림 6. 이리츠코크렙 배당수익률 및 10년물 금리



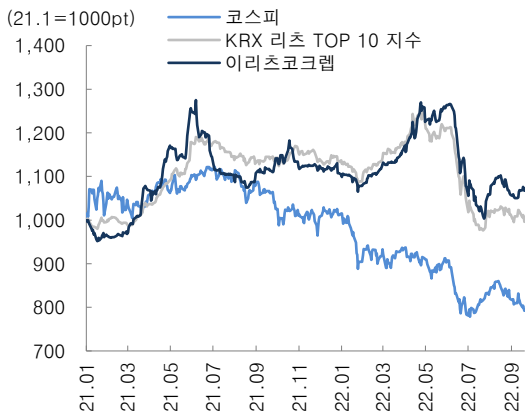
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 7. 배당수익률 스프레드



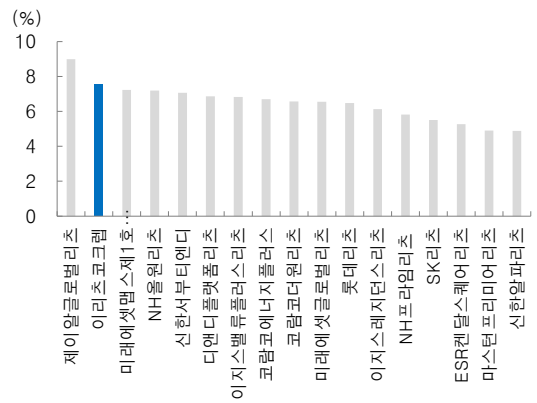
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 코스피, 리츠 Top10, 이리츠코크렙 지수



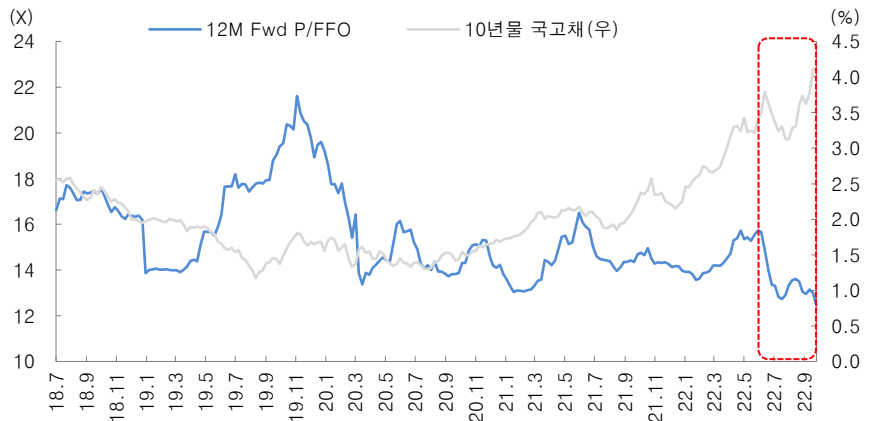
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 9. K-REITs 배당수익률 비교



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 10. 이리츠코크렙 P/FFO와 10년물 국고채 수익률



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## II. 자산 분석 및 투자 포인트

### 1. 장기 계약으로 임대수의 안정성 확보

잔여임대기간 10년 ↑,  
트리플넷 계약으로  
임대수의 안정성 확보

이리츠코크럽의 5개 아울렛에는 이랜드리테일이 장기임차 중인 가운데, 트리플 넷 리스 (Triple Net Lease)로 계약을 맺어 임대수의 안정성이 확보되었다.

이리츠코크럽은 뉴코아 3개 점포(야탑, 평촌, 일산)를 직접 매입했으며, KB와이즈스타6호를 통해 2001아울렛 2개 점포(중계, 분당)을 간접 매입했다. 모든 자산은 이랜드리테일이 보유하고 있던 자산으로, 이랜드리테일은 이리츠코크럽에 자산을 매각하고 임차하는 “세일즈앤리스백”형식으로 계약했다. 직접투자한 3개 아울렛의 잔여임대차기간(WALE)은 10년이며, 자리츠로 편입한 2001아울렛 WALE은 16년이다.

임대차계약 시 트리플 넷 리스로 체결한 점도 이리츠코크럽의 임대수의 안정성을 높이는 요인으로 작용했다. 트리플 넷 리스란 기본 임대료 이외에 재산세와 건물 보험료 공동 구역 관리비를 임차인이 모두 납부하는 형태의 임대차 계약을 의미한다.

자산별 보증금 규모는 적으나 아울렛 매출 실적을 고려할 때 임대료 미지불에 대한 위험은 낮다고 판단한다. 직접 매입한 자산의 보증금은 94억원, 간접 매입 자산 보증금은 116억원이다. 연간 임대료 대비 약 4~8개월 수준이다. 해당 자산들은 이랜드리테일 점포 중에서도 매출 실적(3~13위)과, 영업이익률(5~7%)이 견조하게 발생하고 있어 현 시점에서 임대료 미지불에 대해 우려는 과도하다는 판단한다.

임대료 상승률은 소비자물가상승률(CPI)에 연동되어 있다. 직접 매입한 3개 아울렛은 최대 2.5%까지, 간접 매입한 2개 아울렛은 최대 1.5%까지 반영된다.

그림 11. 이리츠코크럽 보유자산 및 특징

자산명	NC백화점 야탑점	뉴코아아울렛 일산점	뉴코아아울렛 평촌점	2001아울렛 중계점	2001아울렛 분당점
위치	경기도 성남시 분당구 야탑동	경기도 고양시 일산동구 마두동	경기도 안양시 동안구 호계동	서울특별시 노원구 중계동	경기도 성남시 분당구 구미동
용도지역	중심상업지역	일반상업지역	중심상업지역	일반상업지역	중심상업지역
연면적	23,274평	18,194평	21,104평	9,553평	13,844평
개점일	1995년	1996년	1997년	2004년	2004년
임대조건	임대차잔여기간: 10년, ~2032년 8월 임대료: 285억원 / 보증금: 94억원 / 계약방식: Triple Net			임대차잔여기간: 16년, ~2038년 6월 임대료: 135억원 / 보증금: 116억원 / 계약방식: Triple Net	
감정가	2,421억원	1,613억원	2,031억원	1,331억원	1,611억원

자료: 이리츠코크럽, 대신증권 Research Center

## 2. CR리츠에서 위탁관리리츠로 변경인가 준비, 외형성장 기대

### 변경인가 시, 자산편입에 따른 외형 성장 가능

이리츠코크렘은 기업구조조정(이하 CR리츠)에서 위탁관리리츠로 변경인가를 준비하고 있는데, 변경인가 시 추가 자산 편입이 용이해져 외형성장을 기대할 수 있다.

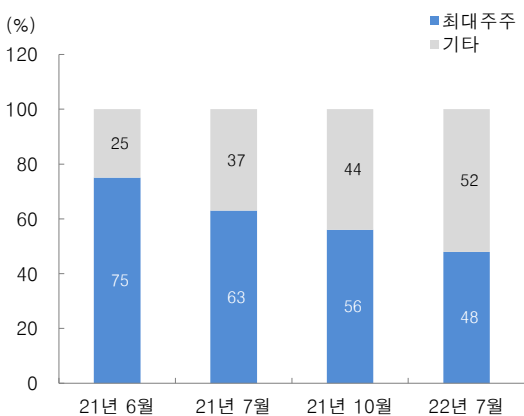
CR리츠란 투자대상이 “구조조정 부동산”으로 제한된 리츠를 의미한다. 여기서 구조조정 부동산이란 기업이 부동산 매각 시, 부동산 매각대금 중 50% 이상을, 채무 상환을 위해 채권자와 약정을 체결하고 매각하는 부동산을 의미한다.

“CR리츠”는 총자산의 70%가 구조조정용 부동산으로 구성되어야 한다. 이랜드리테일은 직접 보유하고 있는 3개의 아울렛을 “구조조정 부동산”으로, 간접보유한 자리츠는 일반적인 투자 부동산으로 편입했다. CR비중을 고려했을 때 추가 투자 여력은 800억원 정도 존재한다. 현재 보유하고 있는 아울렛 감정가액이 1,300~2,500억 원인 점을 감안하면, 구조조정 부동산을 제외하고는 편입이 불가능하다.

구조조정 부동산이 시장에 출회하는 경우는 희박한 가운데, 자산 건전성까지 평가하고 해당 기준을 충족하는 부동산을 편입하기에는 쉽지 않았던 상황이다. 이러한 제약에서 벗어나고자 이리츠코크렘은 위탁관리리츠로 전환을 준비하고 있는 것이다.

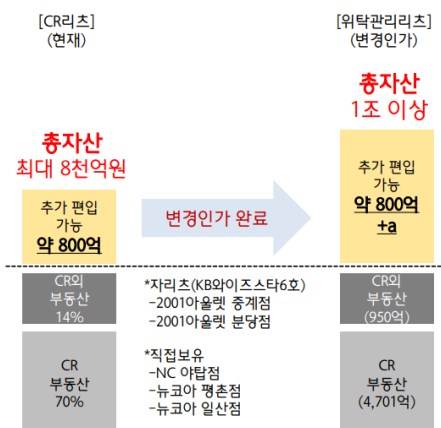
이리츠코크렘은 위탁관리리츠로 변경 인가를 준비하기 위한 절차를 진행 중이다. 지난 3월 정기주주총회에서 위탁관리 변경인가 안건 결의를 완료했으며, 상반기에 대주주 보유지분에 대해 블록딜을 마무리하여 지분율이 48%로 하락했다. 위탁관리리츠 전환을 위해서는 대주주 지분율이 50% 이하로 유지되어야 한다.

그림 12. 리츠 변경 인가를 위한 대주주 지분 축소



자료: 이리츠코크렘, 대신증권 Research Center

그림 13. 전환 시 자산편입 제약 해소



자료: 이리츠코크렘, 대신증권 Research Center



표 3. 변경인가 결의 내용 및 추진 현황

일정	내용	비고
2022년 03월 23일	제 32기 정기주주총회 개최/안건 결의 완료	제 6호 의안. 변경인가 추진의 건
D-Day(22년 상반기 목표)	대주주 보유지분 일부 블록딜 추진	전체주식수의 약 5.6% (시가기준 219억원, 대주주 지분율 50% 미만)
D+1 개월	이사회 개최/국토부 변경인가 신청	국토부 변경인가 신청 안건(정관 변경 등)
D+3 개월	국토부 변경인가 완료	CR 리츠 → 위탁관리리츠
D+5 개월	주주총회 개최	회사 정관 및 자산관리계약 등 변경 승인 안건
D+5 개월 이후	변경인가 최종 완료/추가자산 편입	추가자산 편입에 대한 사전검토는 계속해서 진행중

자료: 이리츠코크렘, 대신증권 Research Center

표 4. 리츠의 종류별 비교

구분	위탁관리리츠	기업구조조정(CR)리츠	자기관리리츠
설립주체	발기인(발기설립)		
투자대상	일반부동산/개발사업	기업구조조정용 부동산	일반부동산/개발사업
자산구성	부동산 70%, 증권 및 현금 포함 80% 이상 (최저자본금 확보 이후 현금출자 가능)		
영업개시	국토교통부 영업인가 사모리츠, 개발비중 30% 이하시 등록 갈음 가능	국토교통부영업인가 또는 등록(금융위사전협회)	국토교통부 영업인가 사모리츠, 개발비중 30% 이하시 등록 가능
감독	국토교통부, 금융위원회		
회사형태	명목회사 (SPC: AMC 에 자산관리업무 위탁)		실체회사(상근 임·직원)
최저자본금	50 억원(설립시 3 억원)		70 억원(설립시 5 억원)
주식분산	1 인당 50%이내	제한없음	1 인당 50%이내
주식공모	주식 총수의 30%이상	의무 X	주식 총수의 30%이상
상장	요건충족시	의무 X	요건충족시
자산운용전문인력	AMC(5 인)에 위탁운용		5 인(상근직 고용)
배당	90% 이상 의무배당		50% 이상 의무배당(21 년까지)
처분제한	최소 1년 개발후 분양시 제한없음	제한없음	최소 1년 개발후 분양시 제한없음
자금차입	자기자본의 2 배이내 (주총 특별 결의시 10 배 이내)		

자료: 한국리츠협회, 대신증권 Research Center

이리츠코크렙이 위탁관리리츠로 전환될 경우, 이랜드리테일 부동산 편입 가능성이 높아진다. 이랜드리테일은 사업 자금 마련을 위해 부동산 자산 유동화에 대한 니즈가 있기 때문이다. 이랜드리테일은 이리츠코크렙으로 자산 편입이 불가능한 상황에서 자산 유동화를 위해 부동산 펀드를 활용한 바 있다. 그렇게 설정된 펀드의 수는 5개다.

유동화 후에는 세일즈앤리스백 계약을 맺어 해당 점포에서 사업을 영위하고 있다. 향후에도 매각되는 자산들에 대해서 장기임대차계약을 맺을 가능성이 크다고 판단한다. 따라서 이리츠코크렙이 위탁관리리츠로 전환만 된다면, 스폰서로부터 다수의 자산을 편입하고 장기 임대차계약으로 견조한 임대수익까지 발생 가능해진다.

**스폰서 부동산 45개 대기 중. 아울렛에 대한 우려는 시기상조**

이랜드리테일은 전국에 45개 점포를 보유하고 있으며 지역별로는 서울 9개, 인천/경기 21개, 부산/경남 9개, 대구/경북 7개다. 한편, 시장에서는 이커머스 시장 성장 등의 이유로 이랜드리테일 보유 자산의 영업실적에 대한 우려도 존재한다.

그러나 현 시점에서 이커머스 시장 성장에 따른 오프라인 소비 위축 우려는 과도하다고 판단한다. 예상보다 오프라인에서 온라인 소비 전환이 더디게 진행되고 있으며, 아울렛을 포함한 백화점 매출은 코로나 이후 견조한 회복세를 보이고 있기 때문이다. 산업통상자원부에 따르면 22년 상반기 기준 오프라인 소비 비중은 51.4%를 기록했다고 발표했으며, 백화점 매출 실적은 2년 연속 상승세를 보이고 있다.

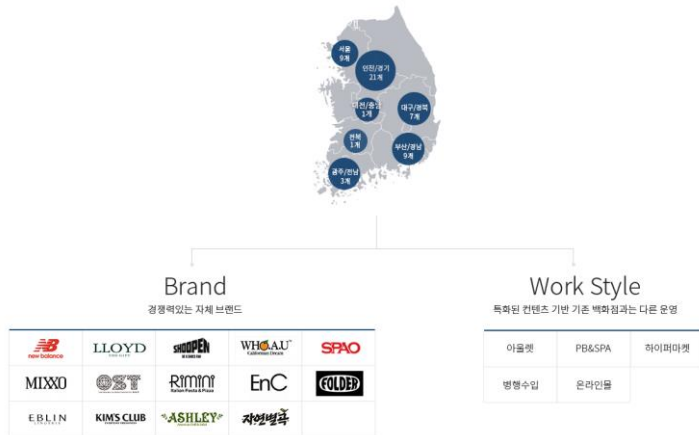
산업이 회복세를 보이는 것처럼 이랜드리테일도 실적이 회복하고 있다. 21년 감사보고서 기준, 이랜드리테일 매출액은 172억원(-2.0% YoY), 영업이익은 -3.9억원(적자지속)을 기록했다. 영업이익에서 손실이 지속되고 있으나, 코로나가 가장 심했던 20년 대비 적자폭이 1.3억원 감소되었다. 부채비율은 151%로 전년 대비 27%p 감소했다. 채고자산회전일수는 코로나19 이전 대비해서 증가하는 모습을 보였으나, 잉여현금흐름은 39억원으로 2년 연속 증가하는 모습을 보였다.

**향후 자산편입에 선구안 필요**

이랜드리테일 전체적으로 실적 회복세는 보이고 있으나, 지역별, 상권별 아울렛 실적 편차는 존재하기 때문에 향후 자산편입에 대한 선구안이 필요한 상황이다.

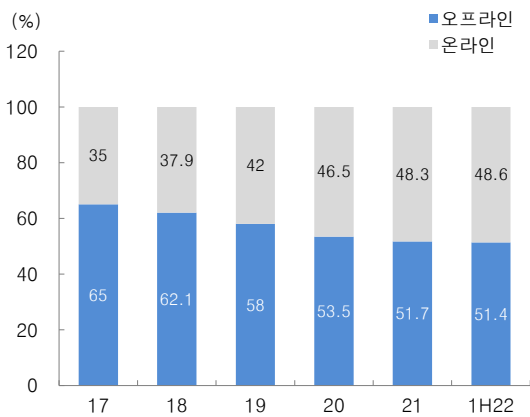
이리츠코크렙이 공표한 자료에 따르면, 21년 실적 기준으로 실적이 가장 우수했던 지점은 강남점으로 2,174억원(OPM 1.9%)를 기록했던 반면, 13위에 위치한 중계점은 942억원(OPM 5.4%)를 기록했다. 한편 강남점은 매출은 많이 발생했으나, 임대료 등의 부대비용으로 인해 이익률은 낮다.

그림 14. 이랜드리테일(스폰서) 보유자산 위치 및 브랜드



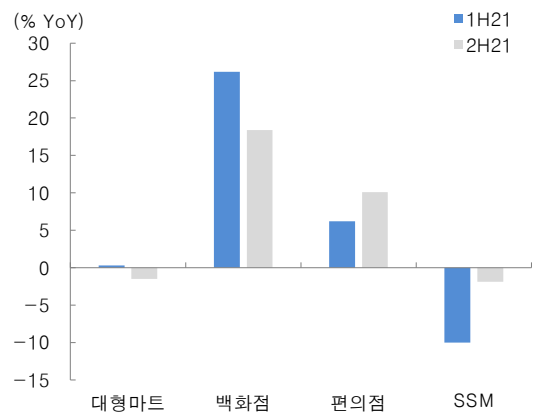
자료: 이리츠코크렘

그림 15. 오프라인 온라인 소비 비중



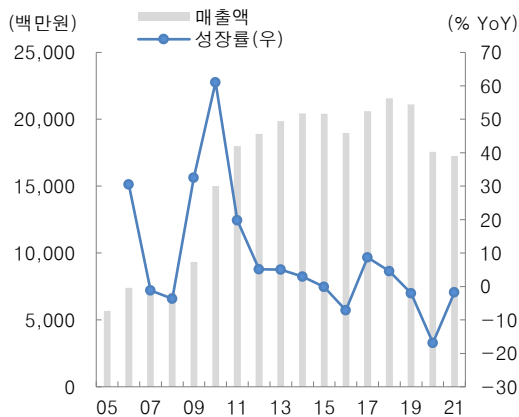
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

그림 16. 유통업체별 매출 증감률 추이



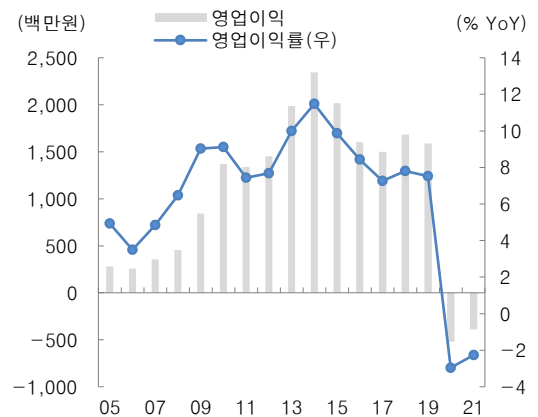
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

그림 17. 이랜드리테일 매출액 및 성장률



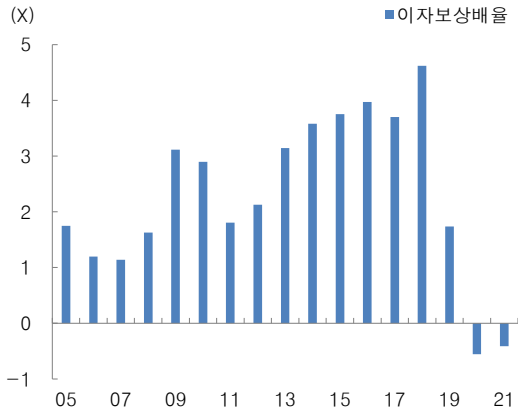
자료: Qunatiwise, 대신증권 Research Center

그림 18. 이랜드리테일 영업이익 및 이익률



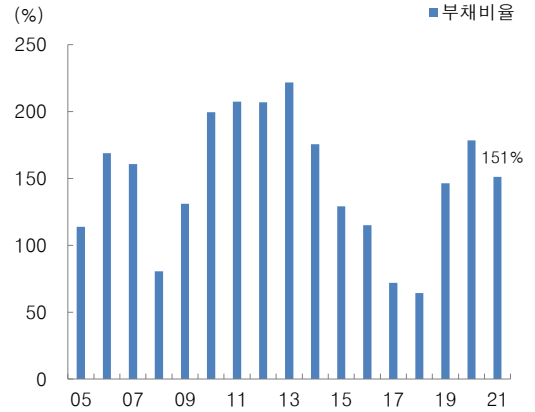
자료: Qunatiwise, 대신증권 Research Center

그림 19. 이랜드리테일 이자보상배율



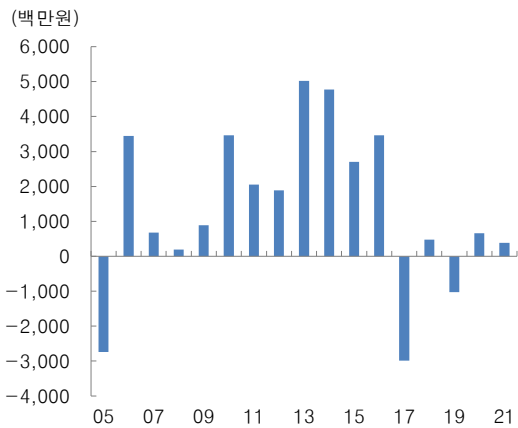
자료: Qunatiwise, 대신증권 Research Center

그림 20. 이랜드리테일 부채비율



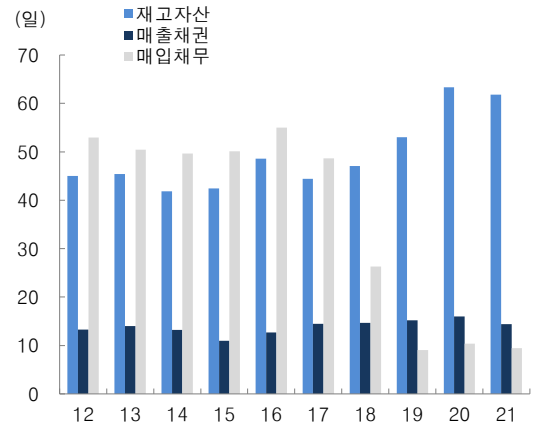
자료: Qunatiwise, 대신증권 Research Center

그림 21. 이랜드리테일 잉여현금흐름(FCF)



자료: Qunatiwise, 대신증권 Research Center

그림 22. 매출채권, 매입채무, 재고자산 회전일수



자료: Qunatiwise, 대신증권 Research Center

표 5. 이랜드리테일 점포 21년 영업실적

순위	지점명	매출액(억원)	영업이익률	비고
1	강남점	2,174	1.9%	
2	강서점	2,069	3.2%	
3	아탑점	1,733	6.5%	모리츠
6	평촌점	1,379	5.9%	모리츠
8	일산점	1,112	7.0%	모리츠
9	분당점	1,105	4.8%	자리츠
13	중계점	942	5.4%	자리츠

자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

### 3. 이자 비용 증가에 따른 배당 훼손 영향 제한적

금리 상승에 따른  
조달 비용 증가에도  
배당 훼손 제한적

금리 인상 기조가 지속되는 가운데, 일부 리츠에서는 금리 상승에 따른 조달 비용 증가로 배당 훼손에 대한 우려가 존재하는 상황이나, 이리츠코크렙에 미치는 영향은 제한적이다.

이리츠코크렙은 지난 21년 6월 금리가 본격적으로 상승하기 전에 리파이낸싱을 통해 이자 비용을 낮췄다. 총 대출 4,300억 원에 대해 리파이낸싱을 실시했으며, 만기는 24년 6월, 가중평균 금리는 3%(기존 4%)로 조달했다.

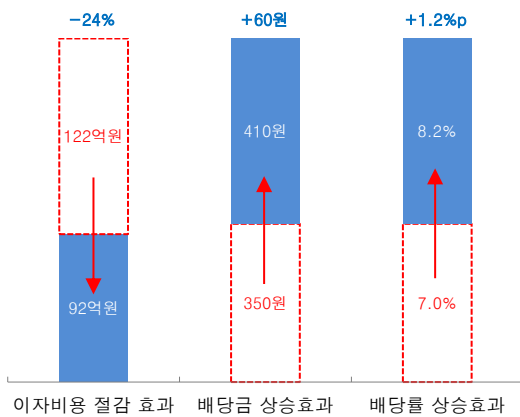
조달금리 하락에 따라 이자 비용은 약 300억원 절감되었으며, 연간 주당배당금은 60원 상향되었고 배당률은 공모가 5,000원 기준 1.2%p 상승했다.

표 6. 리파이낸싱 세부내역

		금액(억원)	금리	기존
모리츠	회사채	1,150	2.75%	4%
	담보대출	1,650	3.10%	4%
자리츠	담보대출	1,500	3.10%	3.90%
<b>합계/평균</b>		<b>4,300</b>	<b>3.01%</b>	<b>3.97%</b>

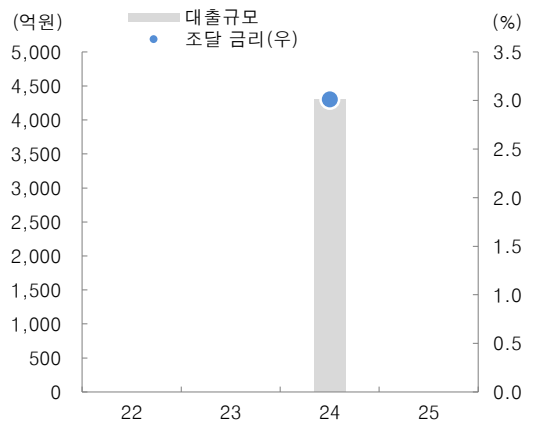
자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

그림 23. 리파이낸싱 효과



자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center  
주: 배당률은 공모가 5,000원 기준

그림 24. 대출 만기 및 조달 금리



자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

### Ⅲ. 리스크 요인

#### 금리와 인플레이션이 부담으로 작용

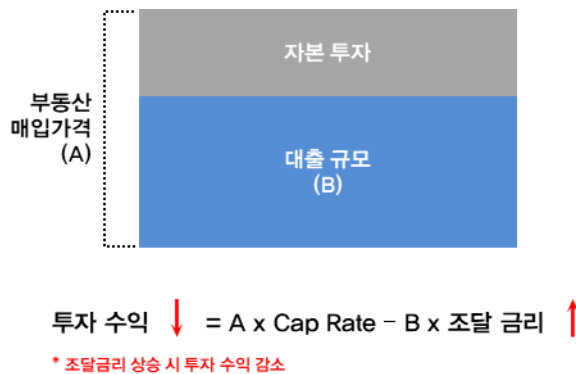
리스크 요인:  
금리와 인플레이션

현 시점에서 주목해야하는 리스크는 금리와 인플레이션이다.

금리가 상승하는 국면에서는 1) 자기자본비용(COE) 증가가 밸류에이션에 부담으로 작용할 수 있으며, 2) 자산을 편입하더라도 높아진 조달비용으로 수익성이 악화될 수 있다. 일반적으로 부동산 매입은 막대한 자금을 필요로하여 대출(Loan)이 활용된다. 높은 금리 환경에서 무리하게 대출을 일으킬 경우 부동산 수익률(Cap Rate)보다 조달 비용이 증가해 역마진이 발생할 수 있다.

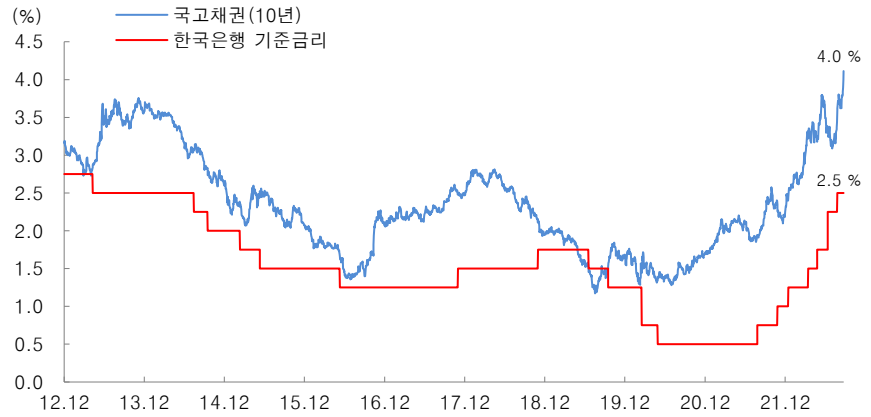
높은 인플레이션이 지속되는 점도 부담으로 작용할 수 있다. 이리츠코크랩의 임대료 상승률은 소비자물가지수(CPI)에 연동되는데, 직접 보유한 자산에 대해서는 최대 2.5%, 간접 보유한 자산에 대해서는 최대 1.5%까지 임대료 상승이 가능하다. 당사는 22년 한국 CPI 상승률은 +5.0%, 23년 CPI 상승률은 +2.6%로 전망하고 있는데, 이리츠코크랩은 상단이 +2.5%, +1.5%로 막혀있는 상황으로 완전히 인플레이션 방어를 할 수 없는 구조다.

그림 25. Cap Rate 조달 방식



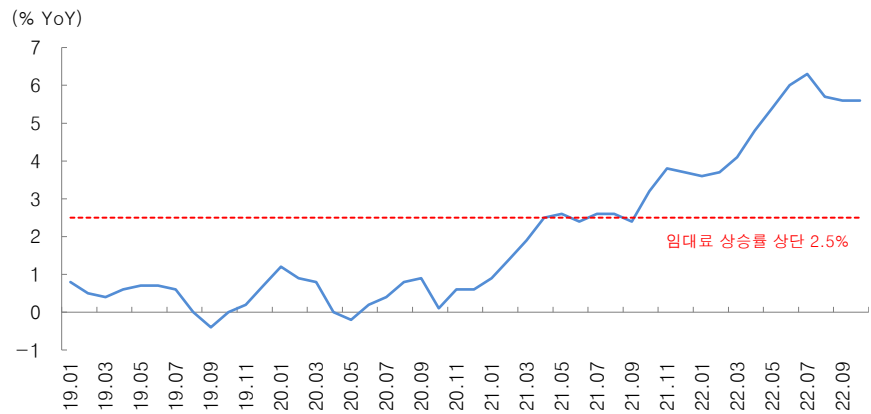
자료: 대신증권 Research Center

그림 26. 한국 기준 금리 및 10년물 금리 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 27. 한국 소비자 물가지수 상승률 및 이리츠코크렙 임대료 상승률 상단



자료: Bloomberg, 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

## IV. 이리츠코크렙 개요

### 스폰서 겸 책임 임차인의 존재로 안정성을 확보한 리테일 리츠

#### 이리츠코크렙 구조

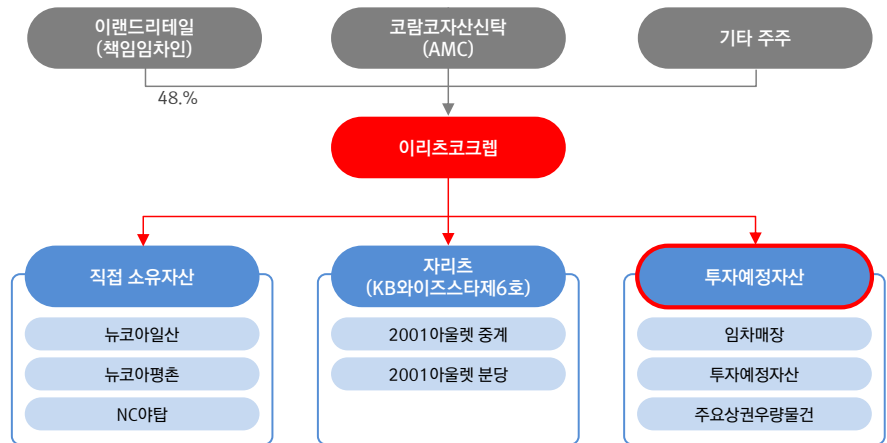
이리츠코크렙은 이랜드리테일 아울렛을 기초자산으로 하는 리테일 리츠다. 총 5개 아울렛을 보유하고 있으며, 자산규모는 7천억원 수준이다.

이리츠코크렙은 뉴코아 3개점(야탑, 평촌, 일산)을 직접 소유한 형태로 상장했으며, 상장을 통해 조달한 자금과 담보대출을 통한 추가 조달 재원을 바탕으로 2001아울렛 2개점(중계, 분당)에 투자한 KB와이즈6호 보통주 100%를 취득했다.

스폰서 겸 책임 임차인은 이랜드리테일이 참여하고 있어, 이랜드리테일의 유동화 자산 대상으로 자산 확보 가능성에 우위가 있다. 또한 이랜드리테일과 장기 임대차계약을 통해 리츠 운용 및 배당 안정성도 확보했다. 이리츠코크렙이 투자한 5개 자산은 모두 이랜드리테일이 소유하던 것이었으며, 책임 임차인으로도 이랜드리테일이 입점하고 있다.

이리츠코크렙은 기업구조조정(CR)리츠로서 자산관리, 보관, 사무수탁 업무를 제3자에게 위탁해야한다. 자산관리(AMC)는 코람코자산신탁이 담당하고 있다. 코람코자산신탁은 31개 리츠(사모, 공모, 상장 등)를 운용하며 민간 리츠 업계에서 1위로 자리매김하고 있다.

그림 28. 이리츠코크렙 구조



자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center



재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
영업수익	42.3	42.5	42.9	43.9	45.0
임대료수익	42.3	42.5	42.9	43.9	45.0
영업비용	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
임원보수	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세금과공과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
감가상각비	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
사무수탁수수료	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
자산보관수수료	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산관리수수료	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
부동산관리비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지급수수료	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
보험료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타일반관리비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	32.4	32.6	33.0	34.0	35.0
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자비용	18.9	16.4	14.6	14.6	19.4
기타손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	13.6	16.2	18.5	19.4	15.7
당기순이익	13.6	16.2	18.5	19.4	15.7

주요 성장 지표 (단위: %YoY)

(% YoY)	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
영업수익	1.1	0.6	0.9	2.4	2.4
임대료수익	1.1	0.6	0.9	2.4	2.4
배당수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	1.5	0.7	1.0	3.1	3.1
당기순이익	3.8	19.3	13.9	5.0	-19.0
자산	-3.1	-0.6	0.9	-1.0	-1.5
유동자산	-62.0	32.7	130.1	-27.3	-53.5
비유동자산	-1.2	-1.1	-1.3	0.0	0.0
자본	-3.2	-2.4	1.0	-2.9	-4.3
이익잉여금 (결손금)	1.4	-3.2	-3.2	-4.2	-6.2

자료: 이리츠코크렙, 대신증권 Research Center

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
자산	698	694	700	693	682
유동자산	9	11	26	19	9
비유동자산	689	682	674	674	674
투자부동산	689	681	672	672	672
토지	397	397	397	397	397
건설	293	284	280	280	280
장기금융상품	0	1	1	1	1
부채	457	450	446	447	447
유동부채	438	4	3	3	3
단기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	438	4	3	3	3
비유동부채	19	446	444	444	444
장기차입금	0	427	429	429	429
임대보증금	12	12	7	7	7
자본	256	250	252	245	234
자본금	32	32	32	32	32
기타불입자본	45	45	45	45	45
이익잉여금	188	182	176	168	158
부채및자본총계	713	700	698	691	681

주요 투자 지표 (단위: 십억원 원 %X)

	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
배당금	22.1	24.8	27.0	26.4	25.8
DPS	349	391	427	417	407
배당수익률	6.5	6.6	8.3	8.1	7.9
FFO per share	349	391	427	441	383
EPS	214	256	291	306	248
BPS	4,039	3,940	3,979	3,862	3,698
P/ FFO	15.5	15.2	12.8	12.4	14.2
PER	25.2	23.3	18.7	17.8	22.0
PBR	1.34	1.51	1.37	1.41	1.47
ROE	5.2	6.4	7.4	7.8	6.6
ROA	1.9	2.3	2.7	2.8	2.3

[Compliance Notice]

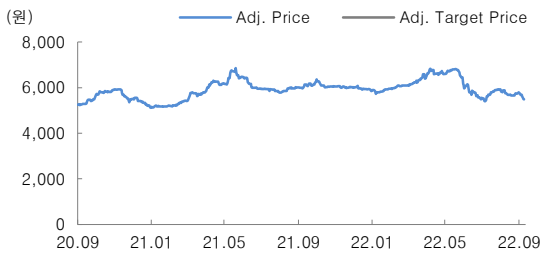
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:장승우)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

이리츠코크렙(088260) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.10.11
투자의견	BUY
목표주가	5,800
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220928)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	0.0%

산업 투자의견  
 - Overweigh(비중확대)  
 : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상  
 - Neutral(중립)  
 : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상  
 - Underweigh(비중축소)  
 : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견  
 - Buy(매수)  
 : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상  
 - Marketperform(시장수익률)  
 : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상  
 - Underperform(시장수익률 하회)  
 : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상