

2021. 7. 2

## 금융/리츠팀

**이경자**  
Analyst  
kyungja.lee@samsung.com

**백민경**  
Research Associate  
min.baik@samsung.com

### ▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	6,900원	11.1%
현재주가	6,210원	
시가총액	3,933.5억원	
Shares (float)	63,341,590주 (24.9%)	
52주 최저/최고	5,120원/6,860원	
60일-평균거래대금	4.5억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이리츠코크렙 (%)	-3.3	14.8	9.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.4	0.1	-30.2

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	6,900	6,900	0.0%
2021E EPS	239	239	0.0%
2022E EPS	263	263	0.0%

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	7,300
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 이리츠코크렙 (088260)

### 이랜드리테일 보유 지분 매각, 위탁관리리츠로 전환 목표

- 대주주인 이랜드리테일 지분 12% 매각, 스폰서 지분율은 75%에서 63%로 하락
- 현재 CR리츠이나 다양한 자산을 편입하기 위해 위탁관리리츠로 전환, 대형화 목표
- 최근 리파이낸싱 성공으로 평균 조달금리 90bp 하락, 연환산 주당 배당금 14% 상승

### WHAT'S THE STORY?

**이랜드리테일, 지분 12% 매각:** 전일 이리츠코크렙은 대주주인 이랜드리테일이 총 주식의 12.3%에 해당하는 지분을 블록딜로 매각했다고 공시. 매각 목적은 대주주(스폰서) 지분율을 기존의 75%에서 50%로 낮춰 CR리츠(기업구조조정 리츠)에서 일반 위탁관리리츠로 전환하기 위함. 부투자법상 CR리츠는 기초자산의 70%가 기업이 채권금융기관에 대한 채무를 상환하기 위해 매각하는 부동산으로 제한됨. 일반 위탁관리리츠는 대주주의 지분율 상한이 50%로 제한되는 반면, CR리츠는 대주주 지분율 제한이 없음. 이리츠코크렙은 당초 CR 사 모리츠였다가 2018년 상장하며 이랜드리테일이 지분율 75%를 유지해 옴

**공급적으로 위탁관리리츠로 전환 전망:** 상장 당시 기존에 보유하고 있던 3개 자산은 CR자산이었지만 상장자금으로 편입한 2개 자산은 일반 자산임. 향후 추가적으로 자산 편입을 지속하기 위해서는 CR리츠 구조에서 탈피할 필요가 있어 이번 블록딜을 통해 대주주의 지분율을 낮춤. 장기적으로 이리츠코크렙은 일반 위탁관리리츠로 전환하고 이랜드리테일의 보유 자산, 이랜드리테일의 사모리츠/펀드에 유동화된 자산, 이랜드리테일이 아닌 외부 자산 등 다양한 자산을 추가 편입함으로써 리츠의 대형화를 꾀할 것으로 예상됨

**리파이낸싱으로 배당금 14% 증가:** 최근 리파이낸싱에 성공하며 평균 조달금리가 기존의 4.0%에서 3.1%로 하락. 이에 따라 연환산 주당 배당금은 기존 대비 14% 상승. 2021년 6월 주당 배당금은 175원으로 2020년 12월과 동일할 전망이다. 이자비용 절감 효과가 반영된 12월 주당 배당금은 199원으로 상승할 전망이다. 2022년 예상 배당수익률은 6.4%로 K-REIT 평균 배당수익률은 5.5%를 90bp 상회

### SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익 (십억원)	42	42	42	42
영업이익 (십억원)	32	32	32	32
순이익 (십억원)	14	15	17	17
EPS (adj) (원)	214	239	263	263
EPS (adj) growth (%)	3.8	11.6	9.9	0.0
EBITDA margin (%)	86.7	90.6	90.6	90.6
ROE (%)	5.2	6.0	6.8	7.0
P/E (adj) (배)	29.0	25.9	23.6	23.6
P/B (배)	1.5	1.6	1.6	1.7
EV/EBITDA (배)	21.9	20.9	20.8	20.7
배당수익률 (%)	6.5	6.0	6.4	6.4

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권 추정

표 1. 기업구조조정 리츠 관련 부투법

제49조의2(기업구조조정 부동산투자회사에 관한 특례) ① 기업구조조정 부동산 투자회사는 이 법에서 정한 부동산투자회사의 요건을 갖추고 총 자산의 100분의 70 이상을 다음 각 호의 부동산으로 구성해야 한다.

1. 기업이 채권금융기관에 대한 부채 등 채무를 상환하기 위해 매각하는 부동산
2. 채권금융기관과 재무구조 개선을 위한 약정을 체결하고 해당 약정 이행 등을 하기 위해 매각하는 부동산
3. 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 따른 회생 절차에 따라 매각하는 부동산
4. 그 밖에 기업의 구조조정을 지원하기 위해 금융위원회가 필요하다고 인정하는 부동산

자료: 부동산투자회사법

표 2. 리츠 유형별 요건

구분	자기관리	위탁관리	기업구조조정(CR)
주식분산	1인당 50% 이내	1인당 50% 이내	제한 없음
주식공모	주식총수의 30% 이상	주식총수의 30% 이상	의무사항 아님
상장요건	요건 충족 즉시	요건 충족 즉시	요건 충족 즉시
배당요건	50% 이상 의무배당	90% 이상 의무배당	90% 이상 의무배당
존속기간	선택적	선택적	일시적

자료: 부동산투자회사법

표 3. 이리츠코크렙 보유자산 NAV

구분	기초자산	항목	금액
총 자산	뉴코아/아탑/일산	부동산	607
		중계/분당	294
		소계	901
부채	뉴코아/아탑/일산	보증금	9
		담보대출	285
		중계/분당	12
		담보대출	150
	소계	456	
NAV			445
주당 NAV			7,021
NAV 대비 할인률			12%

참고: 2021년 4월 감정평가액 기준

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	42	42	42	42	42
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	42	42	42	42	42
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	10	10	10	10	10
영업이익	32	32	32	32	32
(영업이익률, %)	76.3	76.4	76.4	76.4	76.4
영업외손익	-19	-19	-17	-16	-16
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	19	19	17	16	16
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
세전이익	13	14	15	17	17
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	13	14	15	17	17
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	13	14	15	17	17
(순이익률, %)	31.3	32.2	35.8	39.3	39.3
지배주주순이익	13	14	15	17	17
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	36	38	38	38	38
(EBITDA 이익률, %)	86.5	90.6	90.6	90.6	90.6
EPS (지배주주)	207	214	239	263	263
EPS (연결기준)	207	214	239	263	263
수정 EPS (원)*	207	214	239	263	263

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	10	20	21	23	23
당기순이익	13	14	15	17	17
현금유출입이없는 비용 및 수익	14	6	6	6	6
유형자산 감가상각비	4	6	6	6	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	10	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	0	0	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	0	8	4	4	4
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	2	0	0	0	0
기타	-2	8	4	4	4
재무활동에서의 현금흐름	-11	-27	-23	-23	-23
차입금의 증가(감소)	1	-1	0	0	0
자본금의 증가(감소)	-3	0	0	0	0
배당금	-11	-11	-22	-24	-25
기타	2	-15	-1	1	2
현금증감	-1	0	2	4	3
기초현금	23	22	23	25	29
기말현금	22	23	25	29	32
Gross cash flow	27	20	21	23	23
Free cash flow	10	20	21	23	23

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: 이리츠코크렘, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	22	23	25	29	32
현금 및 현금등가물	22	23	25	29	32
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
비유동자산	698	696	689	682	674
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	698	696	689	682	674
자산총계	720	719	714	711	706
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	452	456	460	465	469
사채 및 장기차입금	433	432	432	432	432
기타 비유동부채	19	24	28	33	37
부채총계	456	459	463	468	472
지배주주지분	264	259	251	242	234
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	45	48	48	48	48
이익잉여금	188	179	171	162	154
기타	-0	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	264	259	251	242	234
순부채	411	409	407	403	400

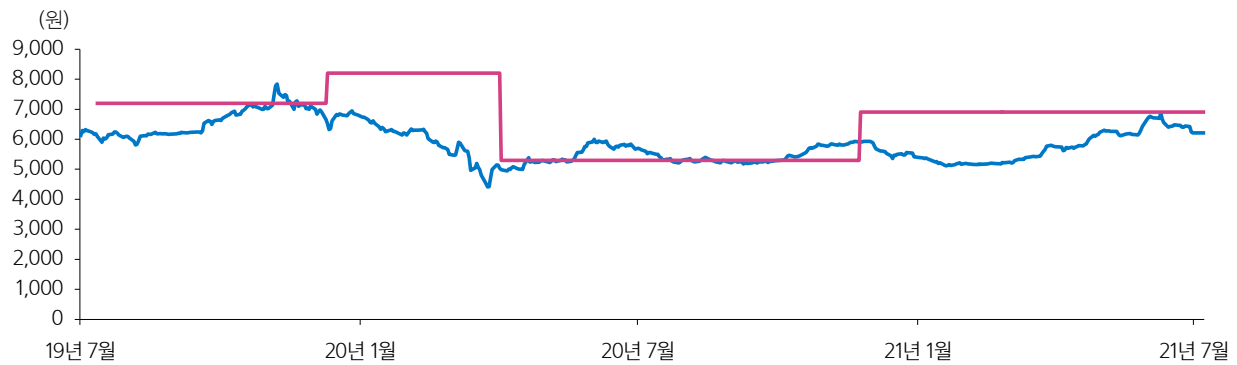
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	141.5	1.2	0.0	0.0	0.0
영업이익	146.6	1.3	0.0	0.0	0.0
순이익	158.5	4.2	11.1	9.9	0.0
수정 EPS**	128.6	4.2	11.1	9.9	0.0
주당지표					
EPS (지배주주)	207	214	239	263	263
EPS (연결기준)	207	214	239	263	263
수정 EPS**	207	214	239	263	263
BPS	4,174	4,039	3,958	3,824	3,689
DPS (보통주)	350	350	374	398	398
Valuations (배)					
P/E***	30.0	29.0	25.9	23.6	23.6
P/B***	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
EV/EBITDA	22.2	21.9	20.9	20.8	20.7
비율					
ROE (%)	4.9	5.2	6.0	6.8	7.0
ROA (%)	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
ROIC (%)	-899.9	-990.0	-1,078.7	-1,078.7	-1,078.7
배당성향 (%)	84.7	162.5	156.4	151.3	151.3
배당수익률 (보통주, %)	5.2	6.5	6.0	6.4	6.4
순부채비율 (%)	155.3	157.7	162.3	166.4	171.2
이자보상배율 (배)	1.7	1.7	1.9	2.1	2.1

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 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	11/24
투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY
TP (₩)	7,200	8,200	5,300	6,900
과리율 (평균)	-8.11	-27.00	3.20	
과리율 (최대or최소)	8.89	-15.37	13.21	

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** 2021년 6월 30일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://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