



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 이리츠코크렙 (088260)

## 중장기 인컴형 자산으로서의 투자 대안

2020년 3월 31일

건설 / REITs Analyst 장문준  
02-6114-2928  
moonjoon.chang@kbf.com

금융 Analyst 이남석  
02-6114-2962 nslee@kbf.com

투자 의견 Buy 유지  
목표주가 7,000원으로 하향조정

이리츠코크렙에 대한 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 7,000원으로 12.5% 하향조정한다. 목표주가 하향은 2020년 ~ 2022년 CPI 연평균 성장률 가정치 변경에 따른 DPS 전망치 감소 (DPS 362원 → 353원)와 연구성장률 하락 (CPS 연평균 성장률 가정치) 등이 반영된 것이다. 목표주가지의 상승여력 (40.1%)이 확보되었고, 연간 예상 배당수익률이 7.1%로 인컴형 자산으로서의 투자매력이 높은 수준으로 판단됨에 따라 투자 의견 Buy를 유지한다.

2020년 당기순이익 전망치 162억원,  
예상 DPS 353원

2020년 기준 당기순이익 전망치는 162억원 (+5.4% YoY), 예상 배당금은 224억원 (배당성향 137.4%), 예상 DPS는 353원 (1H20 176원, 2H20 177원)으로 현재 추가 기준 예상 배당수익률은 7.1%이다. 이익과 배당금의 재원이 되는 5개 기초자산에 대한 책임임대차 계약기간이 2032년 8월 (직접소유 3개 점포)과 2038년 6월 (간접소유 2개 점포)까지이므로 실적 기반이 안정적이다.

2021년부터 조달비용 감소 효과가  
가시화될 것

시장금리 하락에 따른 조달비용 감소 효과가 차입금 만기 도래 시점인 2021년부터 가시화될 것으로 예상된다. 현재 차입금 규모는 2,850억원 (이자율 4.0%, 만기일 2021년 8월)이다. 시장금리가 차입일 (2018년 8월) 대비 80~100bp까지 하락한 수준임을 감안하면, 2021년 신규 차입 과정에서 조달비용 감소가 예상된다. 조달금리 10bp 하락 시, 실적 민감도는 이자비용 -2.5%, 당기순이익 +1.7%, 배당금은 +1.2%이다.

유통업체의 실적 부진이 이리츠코크렙에  
미치는 영향은 제한적

코로나19 사태로 인한 2020년 유통업체의 실적 부진이 이리츠코크렙 재무구조에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 책임임차인인 이랜드리테일과 CPI 상승률이 연동된 장기 임대료 계약을 맺고 있으며, 5개 보유 기초자산의 경우 서울/수도권에 집중되어 토지의 활용 대안이 많기 때문이다.

### Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	7,000
Dividend Yield (%)	7.1
Total Return (%)	43.0
현재가 (3/30, 원)	5,150
Consensus Target Price (원)	NA
시가총액 (억원)	3,262

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

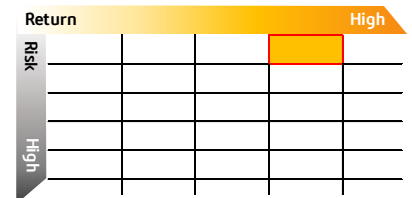
#### Trading Data

Free float (%)	24.7
거래대금 (3M, 십억원)	0.7
외국인 지분율 (%)	0.6
주요주주 지분율 (%)	이랜드리테일 외 11 인 75.3

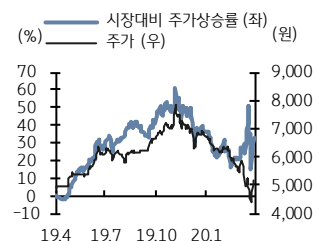
#### Share price performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.4	-24.3	-22.4	6.0
시장대비 상대수익률	8.4	-3.1	-6.8	32.1

#### Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)



#### Price & Relative Performance

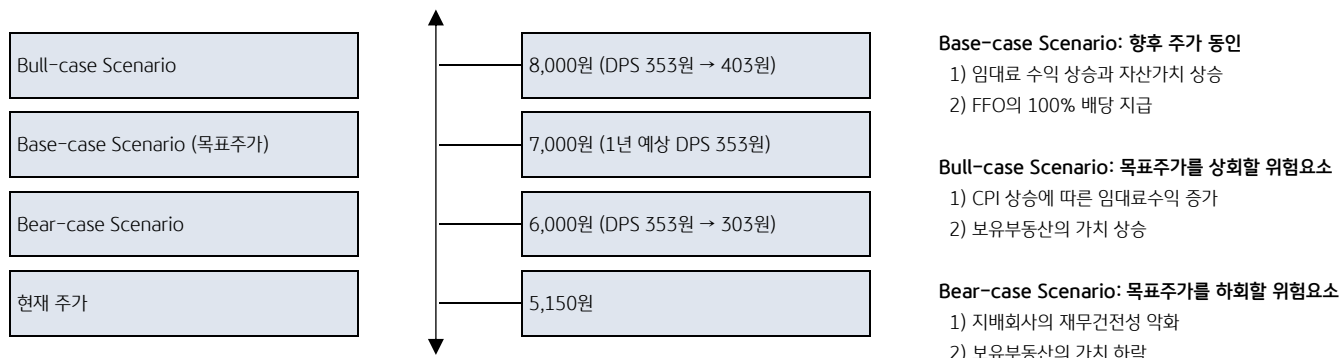


자료: 이리츠코크렙

#### Forecast earnings & valuation

결산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
영업수익 (십억원)	34.7	35.0	35.4	35.8
영업이익 (십억원)	27.6	27.7	28.1	28.5
당기순이익 (십억원)	15.4	16.3	16.7	17.1
EPS (원)	244	257	263	270
증감률 (%)	52.3	5.4	2.4	2.7
PER (X)	27.9	19.4	19.0	18.5
PBR (X)	1.45	1.08	1.10	1.12
ROE (%)	5.1	5.5	5.7	6.0
배당수익률 (%)	5.1	7.1	7.2	7.3

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 임대료 수익 상승과 자산가치 상승
- 2) FFO의 100% 배당 지급

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) CPI 상승에 따른 임대료수익 증가
- 2) 보유부동산의 가치 상승

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 지배회사의 재무건전성 악화
- 2) 보유부동산의 가치 하락

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
영업수익	35	36	35	35	-0.2	-1.0
영업이익	28	28	28	28	-0.3	-1.2
당기순이익	16	17	16	17	-0.5	-2.1

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

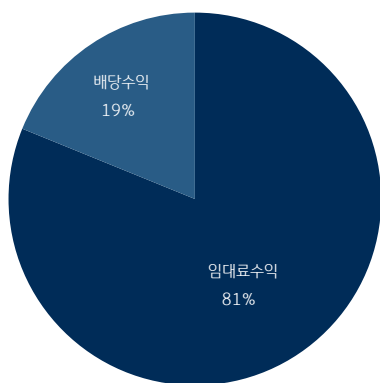
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
영업수익	35	35	-	-	-	-
영업이익	28	28	-	-	-	-
당기순이익	16	17	-	-	-	-

자료: Quantwise, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): 배당성장모형
- 2) 목표주가 산정:  $DPS\ 353\text{원} / CoE\ (6.4\%) - g\ (1.3\%)$
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 8,000원 ~ 6,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: PER 27.2배, PBR 1.51배

영업수익 구성 (%): 2019년 기준



자료: 이리츠코크렙, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2020E	2021E
CPI 1%p 상승 시	+2.2	+4.9
금리 1%p 상승 시	-0.0	-0.0

PEER 그룹 비교

(십억USD, X, %)	지역	시가총액	PER		PBR		ROE		배당수익률	
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
맥쿼리인프라	한국	265	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
신한알파리츠	한국	264	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BOSTON PROPERTIES	미국	44,270	25.8	23.0	3.0	3.0	n/a	n/a	4.3	4.6
NIPPON BUILDING FUND	일본	9,422	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.1	3.2
ASCENDAS REAL ESTATE	싱가포르	7,088	17.7	17.3	1.3	1.3	n/a	n/a	5.7	6.0

자료: Bloomberg, KB증권

표 1. 이리츠코크렙의 목표주가 산출

항목	단위	이리츠코크렙	비고
자기자본비용(CoE)	%	6.4	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	%	1.4	(b): 통안채 1년 금리
Risk Premium	%	5.9	(c): 2001년~2019년 WMI 500 Total Return - 통안채 1년 금리
Beta (β)		0.8	(d): Adjusted beta = 52주 Beta (0.11) x R-Squared (25%) + Market beta (1.0) x Company Specific Risk Weighting (75%)
DPS	원	353	(e): 향후 1년 예상 주당배당금
영구성장률	%	1.3	(f): 2020년 ~ 2022년 CPI 연 평균 상승률 가정
목표주가		7,000	(g): (e) / (a) - (f)
현재주가		5,150	
상승여력		35.9%	

자료: 이리츠코크렙, KB증권 추정

표 2. 주요 실적 지표 요약

(십억원, 원, %, X)		27기	28기	29기	30기	31기	32기	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
		19.06 A	19.12 A	20.06 E	20.12 E	21.06 E	21.12 E					
실적지표	영업수익	17.3	17.5	17.5	17.5	17.7	17.7	29.4	34.7	35.0	35.4	35.8
	임대료수익	14.0	14.2	14.1	14.1	14.3	14.3	27.7	28.2	28.2	28.5	28.8
	배당수익	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.5	1.7	6.5	6.8	6.9	7.0
	영업비용	3.6	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7	7.2	7.2	7.3	7.3	7.3
	감가상각비	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
	영업이익	13.7	13.9	13.8	13.8	14.0	14.0	22.1	27.6	27.7	28.1	28.5
	이자수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	이자비용	6.0	6.1	5.7	5.7	5.7	5.7	10.5	12.1	11.4	11.4	11.4
	기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
	당기순이익	7.7	7.8	8.1	8.1	8.3	8.3	10.1	15.4	16.3	16.7	17.1
	FFO	10.7	10.8	11.2	11.2	11.4	11.4	16.2	21.5	22.4	22.8	23.2
	ROE	5.1	5.2	5.5	5.5	5.7	5.8	3.8	5.1	5.5	5.7	0.0
	ROA	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	1.8	2.6	2.7	2.8	579.1
자산	596	593	594	591	588	584	600	593	591	584	579	
부채	295	296	297	297	297	296	295	296	297	296	297	
자본	301	298	297	294	291	288	304	298	294	288	282	
이익잉여금	194	191	187	184	182	179	195	191	184	179	173	
배당지표	배당	11.1	11.1	11.2	11.2	11.4	11.4	18.5	22.2	22.4	22.8	23.2
	배당성장률 (%)	144.8	142.3	137.5	137.4	136.6	136.5	182.7	143.6	137.4	136.5	135.6
	DPS (원)	175	175	176	177	179	180	293	350	353	359	366
	시가배당률 (%)	2.9	2.6	3.5	3.5	3.6	3.6	6.0	5.1	7.1	7.2	7.3
주당지표	FFO per share	169	171	176	177	179	180	256	340	353	359	366
	EPS	121	123	128	129	131	132	160	244	257	263	270
	BPS	4,751	4,699	4,689	4,641	4,596	4,548	4,806	4,699	4,641	4,548	4,456
	P / FFO	18.1	19.9	14.2	14.1	13.9	13.9	18.9	20.0	14.1	13.9	13.6
	PER	25.2	27.7	19.5	19.4	19.0	18.9	30.3	27.9	19.4	19.0	18.5
	PBR	1.28	1.45	1.07	1.08	1.09	1.10	1.01	1.45	1.08	1.10	1.12

자료: 이리츠코크렙, KB증권 추정

**손익계산서**

(십억원)	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
영업수익	29.4	34.7	35.0	35.4	35.8
임대료수익	27.7	28.2	28.2	28.5	28.8
배당수익	1.7	6.5	6.8	6.9	7.0
영업비용	7.2	7.2	7.3	7.3	7.3
임원보수	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세금과공과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
감가상각비	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
사무수탁수수료	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산보관수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산관리수수료	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
부동산관리비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지급수수료	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
보험료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타일반관리비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	22.1	27.6	27.7	28.1	28.5
이자수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자비용	10.5	12.1	11.4	11.4	11.4
기타손익	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	10.1	15.4	16.3	16.7	17.1
당기순이익	10.1	15.4	16.3	16.7	17.1

**주요 성장 지표**

(% YoY)	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
영업수익	-25.9	18.3	0.8	1.1	1.3
임대료수익	-30.1	1.7	0.2	1.0	1.0
배당수익	0.0	291.9	3.4	1.8	2.3
영업이익	-23.4	24.5	0.3	1.4	1.6
당기순이익	45.0	52.3	5.4	2.4	2.7
이익배당한도	1.3	32.7	3.9	1.8	2.0
자산	17.9	-1.0	-0.4	-1.1	-0.9
유동자산	10.2	-0.6	16.2	-2.5	3.9
비유동자산	18.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
자본	31.6	-2.2	-1.2	-2.0	-2.0
이익잉여금 (결손금)	-2.0	-2.1	-3.3	-3.2	-3.3

자료: 이리츠코크렙, KB증권 추정

**재무상태표**

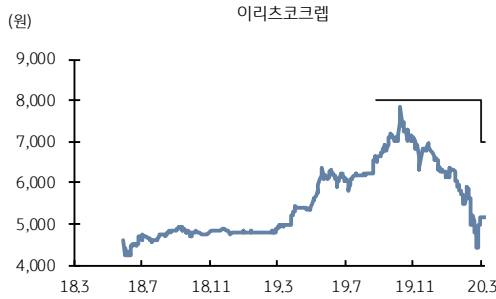
(십억원)	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
자산	599.6	593.4	591.0	584.2	579.1
유동자산	22.4	22.3	25.9	25.3	26.2
비유동자산	577.2	571.1	565.0	559.0	552.9
투자부동산	482.3	476.2	470.1	464.0	458.0
토지	258.5	258.5	258.5	258.5	258.5
건설	251.0	251.0	251.0	251.0	251.0
(감가상각누계액)	-27.1	-33.2	-39.3	-45.4	-51.5
종속기업투자	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
부채	295.2	295.7	297.0	296.1	296.9
유동부채	2.9	2.9	287.5	2.9	2.9
단기차입금	0.0	0.0	284.7	0.0	0.0
기타유동부채	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
비유동부채	292.4	292.9	9.4	293.3	294.0
장기차입금	283.6	284.1	0.0	283.6	284.1
임대보증금	5.6	5.8	6.2	6.4	6.7
자본	304.4	297.7	294.0	288.1	282.2
자본금	31.7	31.7	31.7	31.7	31.7
기타불입자본	77.8	75.2	77.8	77.8	77.8
이익잉여금	194.9	190.8	184.5	178.6	172.7
부채및자본총계	599.6	593.4	591.0	584.2	579.1

**주요 투자 지표**

(십억원, 원, % X)	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
배당금	18.5	22.2	22.4	22.8	23.2
DPS	293	350	353	359	366
배당수익률	6.0	5.1	7.1	7.2	7.3
FFO per share	256	340	353	359	366
EPS	160	244	257	263	270
BPS	4,806	4,699	4,641	4,548	4,456
P / FFO	18.9	20.0	14.1	13.9	13.6
PER	30.3	27.9	19.4	19.0	18.5
PBR	1.01	1.45	1.08	1.10	1.12
ROE	3.8	5.1	5.5	5.7	6.0
ROA	1.8	2.6	2.7	2.8	2.9

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



이리츠코크렘 (088260)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
19-09-23	Buy	8,000	-19.51	-2.00
20-03-31	Buy	7,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2019. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.9	24.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.