



더 많은 리포트 보기

# 이리츠코크랩 (088260)

## 로케이션, 로케이션, 로케이션

2023년 3월 13일

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

### 투자 의견 Buy, 목표주가 6,500원

이리츠코크랩에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 6,500원을 제시한다. 목표주가는 무위험수익률 상승과 12개월 선행 예상 주당배당금 변경 등을 반영, 기존 대비 7.1% 하향하였다. 고금리 지속이라는 비우호적인 환경 속에 리테일 업종의 구조적 변화, 리테일 부동산에 대한 선호도 하락이라는 부담을 무시할 수 없을 것이다. 그러나 ① 안정적 계약 구조하에 배당수익 가시성이 높고, ② 서울/수도권 역세권에 위치한 실물 기초자산의 잠재적 활용도가 높다는 점에서 투자매력이 충분하다는 판단이다. ③ 아울러, 최대주주 지분 하락에 따라 향후 신규자산 편입 및 위탁관리리츠로의 전환이 예상되는 바 그간 약점으로 지적되어온 성장 계획 부재 역시 개선될 전망이다

### 2023년 예상 배당수익률 8.0%

고금리 상황이 지속되면서 상장 리츠 주가가 전반적으로 부진하다. 이리츠코크랩의 경우 저금리 시기 한발 앞서 차입금 리파이낸싱을 실시함에 따라서 2021년 하반기부터 조달비용감소 효과가 배당금 증가로 나타난 바 있다. 2024년 5월 다시 리파이낸싱이 필요한 상황이지만 현재 감소된 조달비용을 선제적으로 활용 (증가된 이익을 유보하여 향후 배당금에 사용)하여 배당금의 변동성이 최소화 될 수 있을 것으로 전망한다. KB증권에서 추정하는 2023년 DPS는 410원으로 현재 주가 기준 2023년 예상배당수익률은 8.0%이다.

### 서울/수도권 집중된 활용 대안 높은 기초자산이 핵심 투자포인트

리테일 리츠라는 한계에도 불구하고 자산가치 기반의 주가 하방경직성이 높은 리츠라고 판단한다. 책임임차인인 이랜드리테일과 CPI 상승률이 연동된 장기 임대료 계약을 맺고 있으며, 5개 보유 기초자산의 경우 서울/수도권에 집중되어 토지의 활용 대안이 많기 때문이다.

### 연내 위탁관리리츠 전환 가능성. 신규 자산 편입 기대

이리츠코크랩은 작년 3월 23일 정기주주총회를 통해 기업구조조정리츠에서 위탁관리리츠로 형태를 전환하는 변경인가 추진을 의결했고, 2023년 2월 말 기준 기준 최대주주지분은 45% 수준으로 하락하여 향후 위탁관리리츠 전환을 통해 적극적 자산 편입이 가능해질 전망이다.

## Buy 유지

목표주가 (하향, 원) **6,500**

Dividend yield* (%)	8.0
Total return (%)	35.5
현재가 (3/10, 원)	5,100
Consensus target price (원)	N/A
시가총액 (억원)	3,230

\* Dividend Yield는 12개월 Forward

### Trading Data

Free float (%)	55.0
거래대금 (3m, 십억원)	0.3
외국인 지분율 (%)	1.1
주요주주 지분율 (%)	이랜드리테일 외 3인 45.0 미래에셋자산운용 8.0

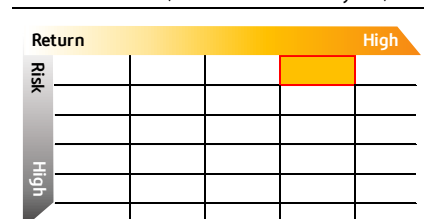
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.0	-5.6	-9.7	-13.0
시장대비 상대수익률	-0.9	-7.4	-11.8	-5.2

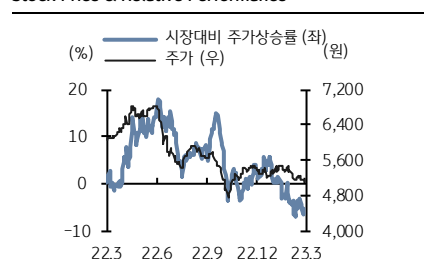
### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020	2021	2022E	2023E
매출액 (십억원)	35	36	37	37
영업이익 (십억원)	28	29	29	30
지배주주순이익 (십억원)	16	18	20	21
EPS (원)	252	291	323	327
증감률 (%)	3.5	15.1	11.3	1.2
P/E (x)	22.9	20.5	16.1	15.7
EV/EBITDA (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
P/B (x)	5.4	6.4	7.2	7.4
배당수익률 (%)	6.1	6.4	7.7	8.0

### Risk & Total Return (annualized over three years)

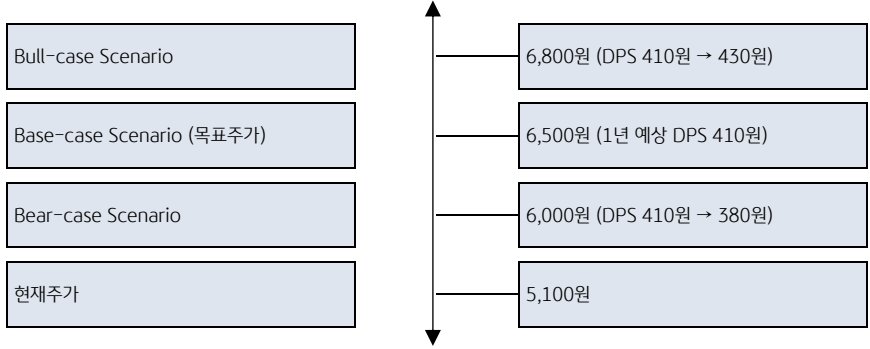


### Stock Price & Relative Performance



자료: 이리츠코크랩

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

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

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) CPI 빠른 상승에 따른 임대료 수익 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	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
영업수익	37	37	37	37	-	-
영업이익	29	30	29	30	-	-
당기순이익	20	21	20	21	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022A	2023E	2022E	2023E
영업수익	37	37	N/A	N/A	-	-
영업이익	29	30	N/A	N/A	-	-
당기순이익	20	21	N/A	N/A	-	-

자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

배당성장모형

2) 목표주가 산정:

DPS 410원 / CoE (9.7%) - g (3.5%)

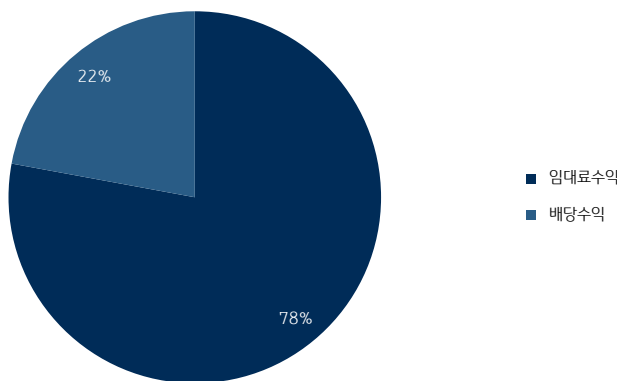
3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

6,800원 - 6,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

P/E 19.9배, P/B 1.5배

매출액 구성 (2023E)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2022E	2023E
CPI 1%p 상승 시	+2.2	+4.9
금리 1%p 상승 시	-0.0	-0.0

PEER 그룹 비교

(억원, 백만USD, X, %)	지역	시가총액	P/E		P/B		ROE		배당수익률	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
이리츠코크렙	한국	3,230	16.1	15.6	1.17	1.16	7.2	7.4	7.7	8.0
BOSTON PROPERTIES	미국	10,063	20.0	22.1	1.6	1.9	14.2	6.7	6.1	6.1
NIPPON BUILDING FUND	일본	9,662	21.1	N/A	1.4	N/A	6.6	N/A	4.4	3.7
ASCENDAS REAL ESTATE	싱가포르	11,393	15.1	16.9	1.1	1.1	7.6	6.4	5.8	5.8

자료: Bloomberg, KB증권 추정

주: 이리츠코크렙 KB증권 추정치, 그 외 3사 컨센서스 수치

표 1. 이리츠코크렙 목표주가 산정

항목	단위	이리츠코크렙	비고
자기자본비용(CoE)	%	9.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	%	3.6	(b): 최근 3개월 통안채 1년 수익률
Risk Premium	%	5.4	(c): WMI500 Total Return 8.724% - 통안채 1년 Total Return 3.315%
Beta (β)		1.1	(d): Adjusted beta = 52주 Beta (1.5) x R-Squared (25%) + Market beta (1.0) x Company Specific Risk Weighting (75%)
DPS	원	410	(e): 12개월 선행 예상 주당배당금
영구성장률	%	3.5	(f): 2022~2027년 CPI 연 평균 상승률 가정
목표주가	원	6,500	(g): (e) / (a) - (f)
현재주가 (2023.3.10)	원	5,100	
상승여력		27.5%	

자료: 이리츠코크렙, KB증권 추정

표 2. 이리츠코크렙 기초자산 현황

기초자산	NC백화점 야탑점	뉴코아 아울렛 일산점	뉴코아 아울렛 평촌점	2001 아울렛 중계점	2001 아울렛 분당점
전경					
위치	경기도 성남시 분당구	경기도 고양시 일산동구	경기도 안양시 동안구	서울시 노원구 중계동	경기도 성남시 분당구
매장면적	26,211.9㎡ (7,943py)	24,987.6㎡ (7,572py)	28,725.6㎡(8,705py)	31,709.3㎡(9,592py)	45,765.3㎡(13,849py)
건물규모	지하7층/지상8층	지하7층/지상10층	지하7층/지상12층	지하4층/지상8층	지하4층/지상8층
임대율	100%	100%	100%	100%	100%
감정가 (18.04 기준)	2,284억원	1,886억원	1,497억원	1,447억원	1,214억원
완공년도	1995년	1996년	1998년	1997년	1997년
자산 취득 시기	2005.07	2005.07	2005.07	2018.08	2018.08

자료: 이리츠코크렙, KB증권

**손익계산서**

(십억원)	2019 A	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E
영업수익	34.7	35.2	36.0	36.8	37.1
임대료수익	28.2	28.5	28.5	28.7	28.9
배당수익	6.5	6.7	7.5	8.1	8.2
영업비용	7.2	7.1	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	0.7	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	27.6	28.0	28.6	29.5	29.7
이자수익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자비용	12.1	12.2	10.2	9.0	9.0
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	15.4	16.0	18.4	20.5	20.7
당기순이익	15.4	16.0	18.4	20.5	20.7

**주요 성장 지표**

(% YoY)	2019 A	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E
영업수익	18.3	1.3	2.2	2.4	0.7
임대료수익	1.7	1.1	0.1	0.6	0.6
배당수익	291.9	2.2	11.4	9.2	0.9
영업이익	24.5	1.7	2.1	3.0	0.8
당기순이익	52.3	3.5	15.1	11.3	1.2
이익배당한도	32.7	2.5	10.9	8.5	0.9
자산	-1.0	-1.0	-0.7	-0.9	-0.6
유동자산	-0.6	-65.9	226.8	3.6	10.0
비유동자산	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
자본	-2.2	-2.1	-1.3	-2.1	-1.5
이익잉여금 (결손금)	-2.1	-3.1	-2.0	-3.3	-2.4

자료: 이리츠코크렙, KB증권 추정

**재무상태표**

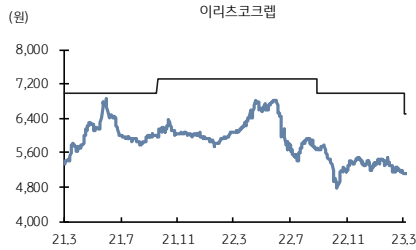
(십억원)	2019 A	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E
자산	593.4	587.7	583.8	578.7	575.1
유동자산	22.3	7.6	24.9	25.8	28.4
비유동자산	571.1	565.0	559.0	552.9	546.8
투자부동산	476.2	470.1	464.0	458.0	451.9
토지	258.5	258.5	258.5	258.5	258.5
건설	251.0	251.0	251.0	251.0	251.0
(감가상각누계액)	-33.2	-39.3	-45.4	-51.5	-57.6
종속기업투자	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
부채	295.7	296.3	296.1	296.9	297.7
유동부채	2.9	287.8	2.9	2.9	287.5
단기차입금	0.0	284.7	0.0	0.0	284.7
기타유동부채	2.9	3.1	2.9	2.9	2.9
비유동부채	292.9	9.3	293.3	294.0	10.1
장기차입금	284.1	0.0	283.6	284.1	0.0
임대보증금	5.8	6.0	6.4	6.7	6.9
자본	297.7	291.5	287.7	281.8	277.5
자본금	31.7	31.7	31.7	31.7	31.7
기타불입자본	75.2	74.8	74.8	74.8	74.8
이익잉여금	190.8	185.0	181.2	175.3	171.0
부채및자본총계	593.4	587.7	583.8	578.7	575.1

**주요 투자 지표**

(십억원, 원, % X)	2019 A	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E
배당금	22.2	22.2	24.2	25.3	26.0
DPS	350	350	383	400	410
배당수익률	5.1	6.1	6.4	7.7	8.0
FFO per share	340	349	387	420	423
EPS	244	252	291	323	327
BVPS	4,699	4,602	4,542	4,448	4,381
P / FFO	20.0	16.6	15.4	12.4	12.0
P/E	27.9	22.9	20.5	16.1	15.6
P/B	1.45	1.25	1.31	1.17	1.16
ROE	5.1	5.4	6.4	7.2	7.4
ROA	2.6	2.7	3.1	3.5	3.6

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



이리츠코크렙 (088260)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-02-19	Buy	장문준	7,000	-14.92	
21-09-27	Buy	장문준	7,300	-16.51	-6.44
22-09-07	Buy	장문준	7,000	-24.02	-17.29
23-03-13	Buy	장문준	6,500		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 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 (2022. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.7	13.3	-

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.