

2022. 1. 27

금융/리츠팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	6,900원	17.9%
현재주가	5,850원	
시가총액	3,705.5억원	
Shares (float)	63,341,590주 (43.1%)	
52주 최저/최고	5,160원/6,860원	
60일-평균거래대금	5.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이리츠코크렙 (%)	-3.0	-1.5	13.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	7.4	17.8	33.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	6,900	6,900	0.0%
2021E EPS	239	239	0.0%
2022E EPS	276	263	4.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	8,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

이리츠코크렙 (088260)

스폰서인 이랜드리테일의 재무구조 개선

- 2021년 이랜드리테일의 순차입금은 전년 대비 약 2,400억원 감소한 것으로 추정
- 2022년 임대료는 전년도 CPI 상승을 반영해 약 2.5% 인상 예상, 배당 증가 전망
- 위탁관리리츠로 전환 임박, 낮은 LTV 감안 시 추가자산 편입이 용이할 것

WHAT'S THE STORY?

이랜드리테일의 순차입금 감소: 이랜드리테일의 2021년 말 기준 순차입금은 전년 대비 약 2,400억원 감소한 것으로 추정. 언론에 따르면 최근 이랜드리테일은 이리츠코크렙 주식을 담보로 차입했던 대출금 100억원을 상환한데 이어, 자회사인 이랜드월드도 이랜드리테일로 부터 차입금 중 일부인 200억원을 상환하는 등 그룹 전체적인 차입금 감축이 이뤄지고 있음. 아직 팬데믹 영향에서 완전히 벗어나지 못했으나 이랜드리테일의 점진적인 재무구조 개선은 2020년 말부터 점포 효율화와 내실 경영, 비핵심 자산 매각 등의 영향으로 판단됨

리파이낸싱과 임대료 인상으로 배당 증가: 2021년 상반기, 위탁 운용사인 코람코자산신탁은 이리츠코크렙의 담보부 회사채 발행으로 가중평균조달금리를 80bp 낮춤. 탁월한 financial engineering 역량을 입증하며 배당가능이익은 연간 약 40억원 증가. 이는 하반기 배당부터 영향을 미쳐 2021년 12월 배당은 주당 200원으로 6월 대비 15% 증가할 것으로 추정. 이어 2022년에도 배당 인상 요인이 존재하는데 매년 8.9월 갱신되는 임대차 계약에서 임대료 에스케일레이션이 전년도 CPI 증가율에 연동되기 때문. 2022년 임대료 인상률은 2.5%로 예상돼 2021년의 0.5% 대비 크게 상승할 것[표 1]. 트리플넷 구조로 인플레이션 시기에도 비용 증가 요인이 없어 배당은 건조한 상승 예상. 이를 감안해 2022년 예상 DPS를 410원으로 상향 조정하며 2023년에도 추가 상승 여력 존재. 평균 배당수익률 7.0%로 업계 최대 수준

스폰서 안정과 계열 리츠의 육성 기대: 장기간 추가 자산 편입 소식이 없다는 점이 아쉬웠던 점. 2021년 하반기부터 이랜드리테일의 보유 지분을 기존의 75%에서 일반 위탁관리리츠 기준인 50% 이하로 낮추는 노력을 진행해 옴. 현재 이랜드리테일의 보유 지분은 56%로 추정. 이랜드리테일이 계열 리츠인 이리츠코크렙의 가치 상승으로 재무구조 개선 효과를 경험했다는 점에서, 향후에도 이랜드리테일은 적극적인 자산 편입 등 스폰서로서 역할에 충실할 것으로 예상됨. 더불어 감평기준 LTV는 43%에 불과하므로 추가 자산 편입여력은 충분

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익 (십억원)	42	42	43	43
영업이익 (십억원)	32	32	33	33
순이익 (십억원)	14	15	18	18
EPS (adj) (원)	214	239	276	276
EPS (adj) growth (%)	3.8	11.6	15.5	0.0
EBITDA margin (%)	96.8	90.6	90.7	90.7
ROE (%)	5.2	6.0	7.1	7.3
P/E (adj) (배)	25.2	24.9	21.2	21.2
P/B (배)	1.3	1.5	1.5	1.6
P/FFO (배)	15.5	17.8	15.8	15.8
배당수익률 (%)	6.5	6.3	7.0	7.2

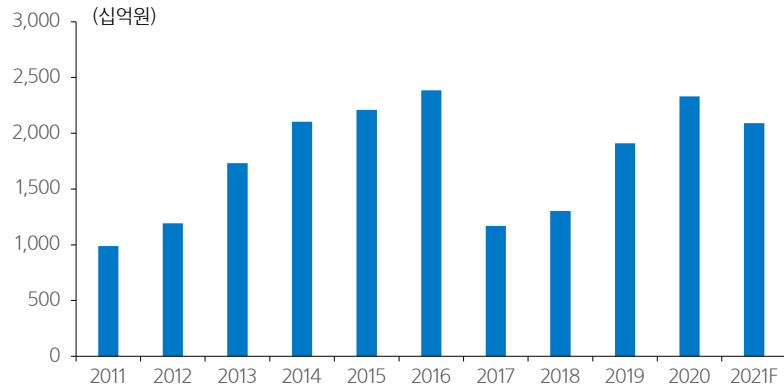
자료: 기업명, 삼성증권 추정

표 1. CPI 추이 (2010=100)

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CPI	106.30	107.68	109.06	109.83	110.89	113.05	114.72	115.16	115.78	102.50
YoY	2.2%	1.3%	1.3%	0.7%	1.0%	1.9%	1.5%	0.4%	0.5%	2.50%

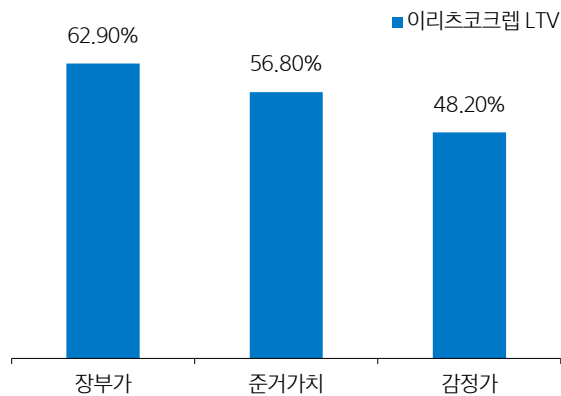
자료: 한국은행

그림 1. 이랜드리테일 순차입금 추이



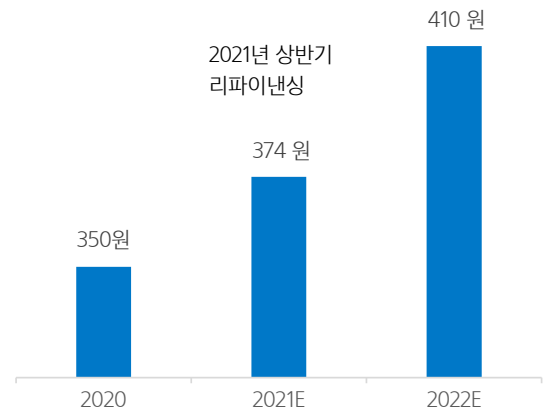
자료: 이랜드리테일, 삼성증권

그림 2. 이리츠코크렙 LTV



참고: 준거가치는 신용평가기관이 평가한 가치 기준
자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

그림 3. 리파이낸싱에 따른 주당 배당금 변화



자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

표 2. 이리츠코크렙 리파이낸싱 내역

주체	구분	금액 (십억원)	금리	기존 금리	담보제공
이리츠코크렙 (모리츠)	회사채발행	115	2.75%	-	야담
	담보대출	160	3.10%	4.00%	평촌/일산
자리츠	담보대출	150	3.10%	3.90%	중계/분당

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	42	42	42	43	43
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	42	42	42	43	43
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	10	10	10	10	10
영업이익	32	32	32	33	33
(영업이익률, %)	76.3	76.6	76.4	76.9	76.9
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	18	18
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	13	14	15	18	18
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	13	14	15	18	18
(순이익률, %)	31.3	32.1	35.8	40.5	40.5
지배주주순이익	13	14	15	18	18
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	40	41	38	39	39
(EBITDA 이익률, %)	96.7	96.8	90.6	90.7	90.7
EPS (지배주주)	207	214	239	276	276
EPS (연결기준)	207	214	239	276	276
수정 EPS (원)*	207	214	239	276	276

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	23	23	21	24	24
당기순이익	13	14	15	18	18
현금유출입이없는 비용 및 수익	28	28	6	6	6
유형자산 감가상각비	9	9	6	6	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	19	20	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	0	1	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	2	-15	4	4	4
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	2	-15	0	0	0
기타	0	0	4	4	4
재무활동에서의 현금흐름	-22	-22	-12	-23	-23
차입금의 증가(감소)	1	433	0	0	0
자본금의 증가(감소)	-3	-0	0	0	0
배당금	0	0	-11	-24	-25
기타	-21	-455	-1	1	2
현금증감	0	0	13	5	4
기초현금	0	0	0	13	18
기말현금	0	0	13	18	22
Gross cash flow	41	42	21	24	24
Free cash flow	23	23	21	24	24

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준/자료: 이리츠코크렙, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	22	24	25	29	32
현금 및 현금등가물	22	8	25	29	32
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	0	15	0	0	0
비유동자산	698	689	689	682	674
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	698	689	689	682	674
자산총계	720	713	714	711	706
유동부채	4	438	3	3	3
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	4	438	3	3	3
비유동부채	452	19	460	465	469
사채 및 장기차입금	433	432	432	432	432
기타 비유동부채	19	-413	28	33	37
부채총계	456	457	463	468	472
지배주주지분	264	256	251	243	236
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	45	45	48	48	48
이익잉여금	188	180	171	163	156
기타	-0	-0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	264	256	251	243	236
순부채	411	843	407	403	400

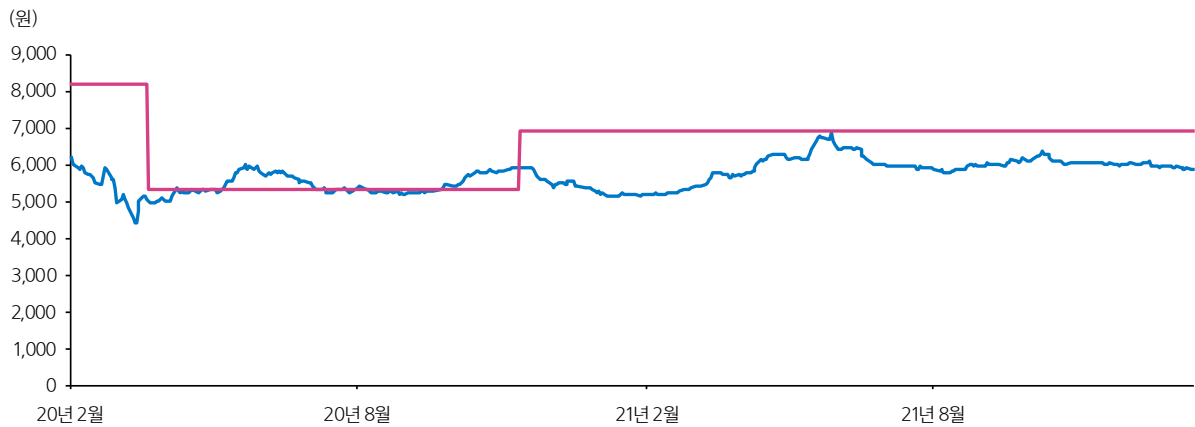
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
영업수익	141.5	1.1	0.2	2.0	0.0
영업이익	146.6	1.5	-0.1	2.6	0.0
순이익	158.5	3.8	11.6	15.5	0.0
수정 EPS**	128.6	3.8	11.6	15.5	0.0
주당지표					
EPS (지배주주)	207	214	239	276	276
EPS (연결기준)	207	214	239	276	276
수정 EPS**	207	214	239	276	276
BPS	4,174	4,039	3,963	3,841	3,720
DPS (보통주)	350	350	374	410	423
Valuations (배)					
P/E***	32.9	25.2	24.9	21.2	21.2
P/B***	1.6	1.3	1.5	1.5	1.6
P/FFO (배)	19.9	15.5	17.8	15.8	15.8
비율					
ROE (%)	4.9	5.2	6.0	7.1	7.3
ROA (%)	1.8	1.9	2.1	2.5	2.5
ROIC (%)	-899.9	-928.5	-1,004.3	-1,106.9	-1,106.9
배당성향 (%)	169.3	163.2	156.4	148.2	153.1
배당수익률 (보통주, %)	5.1	6.5	6.3	7.0	7.2
순부채비율 (%)	155.3	329.5	162.1	165.6	169.8
이자보상배율 (배)	1.7	1.7	1.9	2.1	2.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 1월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 1월 26일 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	2019/12/10	2020/4/2	11/24
투자의견	BUY	HOLD	BUY
TP (₩)	8200	5300	6900
과리율 (평균)	-27.00	3.20	-15.28
과리율 (최대or최소)	-15.37	13.21	-0.58

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 2021.12.31

매수(89.3%) 중립(10.7%) 매도(0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM