



기업분석 | 건설/건자재

Analyst

김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	8,000 원
현재주가	6,040 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/8)	2,960.2 pt
시가총액	3,826 억원
발행주식수	63,342 천주
52 주 최고가/최저가	6,860 / 5,120 원
90 일 일평균거래대금	9.36 억원
외국인 지분율	0.6%
배당수익률(21.12E)	5.9%
BPS(21.12E)	4,261 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -2.4%
	6 개월 3.9%
	12 개월 -18.9%
주주구성	이랜드리테일 (외 5인) 56.9%
	미래에셋자산운용 (외 1인) 10.5%

Stock Price



이리츠코크렘 (088260)

위탁관리리츠로의 변신, 우량자산 편입 기대

리테일 리츠의 교과서, 밸류에이션 매력도 부각

롯데리츠와 더불어 리테일/스폰서 리츠의 대표격인 이리츠코크렘 역시 코로나19로 인한 오프라인 매장 매출 감소 및 이에 따른 임차료 하락 리스크로 인해 주가 횡보가 지속되었다. 그러나 위드 코로나, 리오프닝을 통해 이리츠코크렘을 포함한 리테일 리츠를 둘러싼 대외 리스크가 점차 해소될 것으로 기대한다. 이리츠코크렘은 뉴코아아울렛 매출액 상위 10위에 해당하는 3개 매장, NC백화점 야탑점등에 투자하고 있는 리츠로, 지난 5월 리파이낸싱을 완료하면서 금리 인상 기조에 따른 조달 비용 상승 리스크를 비켜갔다는 점에서 긍정적이다. 우량한 배당 기조에도 불구하고 12M Forward P/FFO 16.0X로 일반적인 아시아 지역 리테일 리츠 평균 P/FFO 20X에 비교하면 여전히 저평가 메리트가 확대되는 주가로 판단한다.

위탁관리리츠로의 전환, 이랜드 리스크 축소와 기대되는 성장성

이리츠코크렘은 이랜드리테일의 기업구조조정 자산에 투자하는 상장리츠 중 유일한 CR리츠 (기업구조조정리츠)이다. CR리츠는 대주주 지분율에 제한이 없고, 구조조정대상기업 부동산에만 투자할 수 있어 자산 편입에 있어 한계가 있다. 부동산 유통화 시장의 가파른 성장에 따라 코람코자산신탁은 7월부터 이리츠코크렘의 위탁관리리츠 전환에 착수, 두번에 걸친 블록딜을 통해 이랜드리테일 지분율을 50% 초반 수준으로 낮춘 것으로 보도되었다. 최대주주 지분율을 50% 미만으로 낮춘 이후에 위탁관리리츠 변경 인가를 통해 수익성 높은 다양한 자산군으로의 투자 저변을 확대할 것으로 기대된다. 변경 인가를 성공적으로 받게 된다면 그 동안 주가 성장성을 눌러왔던 이랜드 리스크 축소와 더불어 자산군 확대라는 모멘텀이 남아있어 긍정적이다.

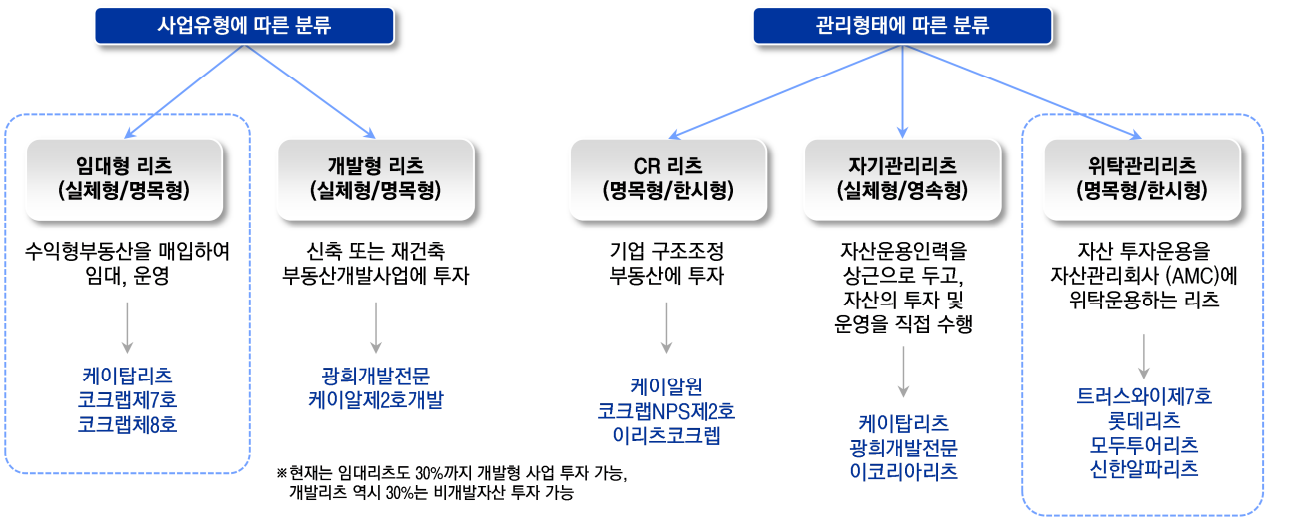
Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	41.8	42.3	43.0	44.4	45.9
영업이익	32	32	33	35	36
세전계속사업손익	13.1	13.6	14.1	15.5	16.7
순이익	13.1	13.6	14.1	15.5	16.7
EPS (원)	207.4	214.5	222.9	244.5	263.7
증감률 (%)	38.8	3.4	3.9	9.7	7.8
PER (x)	29.1	28.1	27.0	24.7	22.9
PBR (x)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3
배당수익률 (%)	5.8	5.8	5.9	6.2	6.5
ROE (%)	5.0	5.3	5.2	5.4	5.5
P/NAV (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO (x)	17.8	17.5	17.0	15.9	15.1
부채비율 (%)	172.4	178.7	166.4	160.5	154.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 이리츠코크렘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 사업유형에 따른, 관리형태에 따른 리츠 분류



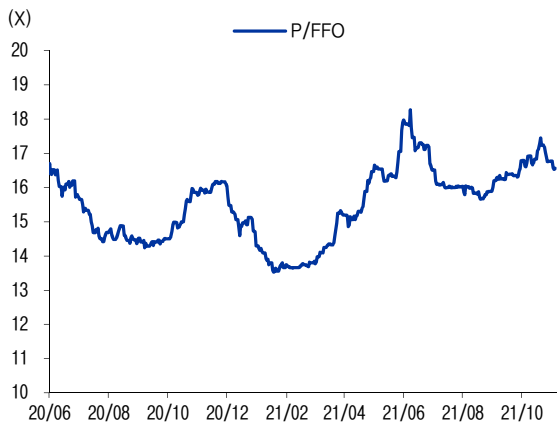
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 이리츠코크렘 실적 추이 및 전망

	2020	2021E	2022E	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22
임대료수익	42.3	43.0	44.4	21.1	21.2	21.2	21.7	22.1	22.5
영업비용	9.9	9.7	9.6	4.9	5.0	5.0	4.7	4.8	4.8
감가상각비	8.5	8.6	8.8	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.4
비중 (%)	20.2	20.0	19.7	20.2	20.2	20.2	20.0	19.8	19.6
영업이익	32.4	33.3	34.9	16.2	16.2	16.3	16.9	17.3	17.7
OPM (%)	76.6	77.5	78.5	76.6	76.6	76.7	78.3	78.5	78.7
당기순이익	13.6	14.1	15.5	6.8	6.8	6.7	7.3	7.6	7.9
NI Margin (%)	32.1	32.9	34.9	32.1	32.2	31.7	33.8	34.4	35.0
# of shares (천 주)	63,342	63,342	63,342	63,342	63,342	63,342	63,342	63,342	63,342
EPS (원)	214.5	222.9	244.5	106.9	107.6	106.3	115.4	119.9	124.6
DPS (원)	350	358	373	175	175	179	179	184	189
배당성향 (%)	163.2	160.8	152.6	163.7	162.7	168.4	155.5	153.6	151.7

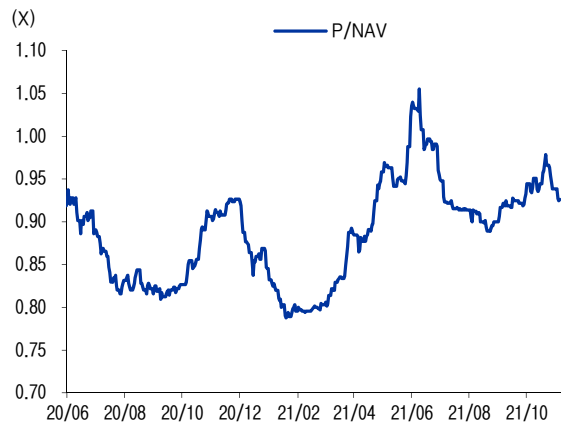
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 이리츠코크렘 P/FFO 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 이리츠코크렘 P/NAV 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이리츠코크렘 (008260)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	22	24	30	54	80
현금 및 현금성자산	22	8	30	54	80
기타비금융자산	0	15	0	0	0
비유동자산	698	689	689	689	689
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산 및 투자부동	698	689	689	689	689
자산총계	720	713	719	744	769
유동부채	4	438	4	4	4
매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
단기임대보증금 등	1	435	0	0	0
비유동부채	452	19	445	454	463
담보차입금	445	12	438	447	456
기타비유동부채	7	7	7	8	8
부채총계	456	457	449	458	467
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	45	45	45	45	45
이익잉여금	188	180	194	209	226
자본총계	264	256	270	285	302

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	10	12	12	12	12
당기순이익(손실)	13	14	14	3	0
비현금수익비용가감	14	14	14	14	14
감가상각비	4	4	9	9	9
기타수익비용가감	10	10	5	5	5
영업활동 자산부채변동	0	1	1	1	1
미수금감소(증가)	0	0	0	0	0
임대보증금의증가(감)	0	0	0	0	0
미지급금의증가(감소)	0	0	0	0	0
기타자산, 부채변동	0	1	1	1	1
투자활동 현금	0	-5	14	4	4
투자부동산처분(취득)	0	0	0	0	0
관계기업투자처분(취득)	0	0	0	0	0
기타투자활동	0	-5	14	4	4
재무활동 현금	-11	-11	-20	-5	-5
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	-11	-11	-11	-11
기타재무활동	0	0	-9	6	6
현금의 증가	-1	-4	6	11	12
기초현금	23	13	8	14	26
기말현금	22	8	14	26	37

자료: 이리츠코크렘, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	42	42	43	44	46
영업비용	10	10	10	10	10
영업이익	32	32	33	35	36
EBITDA	40	41	42	44	46
영업외수익	0	0	0	0	0
영업외비용	19	19	19	20	20
세전계속사업손익	13	14	14	15	17
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	13	14	14	15	17
영업이익률 (%)	76.3	76.6	77.5	78.5	78.8
EBITDA마진률 (%)	96.7	96.8	97.5	98.6	99.3
당기순이익률 (%)	31.4	32.1	32.9	34.9	36.4
ROA (%)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
ROE (%)	5.0	5.3	5.2	5.4	5.5
ROIC (%)	11.9	4.7	12.2	12.1	11.8

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	29.1	28.1	27.0	24.7	22.9
P/B	1.44	1.49	1.42	1.34	1.26
EV/EBITDA	20.2	9.4	19.2	18.0	16.9
P/NAV	0.96	0.94	0.93	0.90	0.89
P/FFO	17.8	17.5	17.0	15.9	15.1
배당수익률 (%)	5.8	5.8	5.9	6.2	6.5
성장성 (%)					
영업수익	34.6	1.1	1.6	3.4	3.4
순이익	38.8	3.4	3.9	9.7	7.8
안정성 (%)					
부채비율	172.4	178.7	166.4	160.5	154.6
유동비율	625.0	5.4	775.2	1,412.5	2,086.3
순차입금/자기자본(x)	1.7	0.1	1.7	1.6	1.5
총차입금 (십억원)	452	19	445	454	463
순차입금 (십억원)	430	-4	416	400	384
주당지표(원)					
EPS	207	214	223	245	264
BPS	4,174	4,039	4,261	4,506	4,770
DPS	350	350	358	373	393

이리츠코크렘 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시 2019.11.19 2019.11.19 2020.05.18 2021.05.18	투자 의견 변경 Buy Buy Buy	목표 가격 김세현 8,400 8,000 8,000	과락율(%)			일시 2019.11.19 2019.11.19 2020.05.18 2021.05.18	투자 의견 변경 Buy Buy Buy	목표 가격 김세현 8,400 8,000 8,000	과락율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
(업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)