

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Research Associate

min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

코람코에너지리츠 (357120 KS, 6,360원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 7,500원 17.9%

이지스밸류리츠 (334890 KS, 5,720원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 6,500원 13.6%

롯데리츠 (330590 KS, 5,560원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 7,500원 34.9%

리츠 (OVERWEIGHT)

4회 K-REITs Corporate day takeaways

- 연내 3개 리츠가 상장 준비, 2022년 상장리츠는 20여 개에 도달할 전망
- 2022년 상반기까지 약 1.8조원의 추가자산 편입과 0.8조원의 유상증자 완료 예상
- 자산 밸류업 역량이 핵심, 코람코에너지리츠, ESR켄달스퀘어리츠, 이지스밸류리츠 등

WHAT'S THE STORY?

2022년 상장리츠 20여 개 도달 전망: 지난 13-14일, 삼성증권이 주최한 'K-REITs corporate day'에 12개의 상장리츠와 1개의 인프라펀드가 참여했다. 본 자료에서는 행사에서 논의된 내용 중심으로 최근 리츠들의 변화와 계획을 정리해 보았다. 국내 상장리츠는 현재 15개로 연내 상장을 준비하는 리츠만 3개 이상이다. 현재 추세라면 국내 상장리츠는 2022년경 20개를 넘어설 전망이다. 과거 싱가포르 사례를 볼 때 상장리츠 개수가 20여 개에 도달하며 관련 지수와 금융상품 개발이 활발해졌다는 점에서 국내 리츠는 본격 성장의 길목에 있다.

자산편입과 가치 증대로 대형화 진행: 국내 상장리츠의 스폰서는 부동산 운용사, 대기업, 디벨로퍼 등으로 다양화되고 있다. 리츠 시장 초창기, 뚜렷한 운용전략이나 컨셉조차 부재한 채로 상장된 몇몇 리츠도 있지만 옥석 가리기가 진행돼, 대체로 국내 리츠의 스폰서는 신뢰도 높은 주체로 평가된다. 어느 정도 검증 작업을 거친 리츠들은 올 들어 본격적인 자산 추가편입과 자본조달, 회사채 발행 등 대형화 움직임이 활발하다. 자산편입의 트렌드는 ① 단일 sector에 집중된 특화리츠보다 멀티리츠로 경기 사이클을 상쇄하고, ② 주주수익률 향상을 위해 개발과 밸류어드 전략을 활용하기 시작했으며, ③ 스폰서와의 긴밀한 협력을 통해 스폰서와 리츠가 선순환하는 성장 구조를 형성한다는 점이다. 우리는 현재 자산편입을 준비하는 리츠들의 유상증자 규모만 약 8천억원, 편입 자산 규모는 1.8조원에 이를 것으로 추정한다. 이를 토대로 2022년 상장리츠와 인프라펀드의 KOSPI 대비 시가총액 비중은 현재의 0.5%에서 0.7%로 증가할 전망이다.

금리인상에 대비: 행사기간 공통적으로 제기되었던 질문은 금리 인상 시 리츠의 대응전략이었다. LTV에 따라 상이하나 대체로 금리 0.5%p 인상 시 배당수익률은 0.3~0.7%p 하락하는 것으로 분석된다. 리츠들의 대응 방안은 두 가지로 요약된다. ① 기존의 담보대출을 회사채 발행으로 전환함으로써 경쟁력 있는 조달금리를 유지한다. 스폰서나 리츠의 신용등급이 우량한 경우 금리 면에서 혜택이 클 것이며 대기업형 혹은 LTV가 낮은 리츠가 유리하다. ② 향후 임대료를 인상하는 방식으로 비용 영향을 최소화하고자 한다. 마스터리스 형태의 리츠는 대부분 최소 CPI와 임대료를 연동하고, 최근 GBD 지역 중심으로 오피스의 임대료 상승이 현실화되고 있다는 점에서 리츠sector에 금리인상에 따른 부정적 영향 가능성은 낮다.

배당 성장주에 관심: 인컴형 자산의 특성 상 리츠 투자 시 배당수익률이 가장 중요한 변수지만 단순한 고배당보다 배당의 성장여부에 관심을 가질 필요가 있다. 기존 자산의 가치 증대를 활용해 유상증자와 주식 수 증가를 최소화하면서 추가자산을 획득하거나 보유자산의 활용가치를 극대화하는 밸류어드 역량이 핵심이다. 코람코에너지리츠, ESR켄달스퀘어리츠, 이지스밸류리츠 등이 이러한 전략을 가장 잘 보여주고 있다고 판단한다.

자산편입과 자본조달

2019~2020년 상장된 리츠들은 점차 자산 편입 계획을 구체화하고 있다. 대부분 초창기 리츠 공모시장의 불확실성을 감안해 초기 자산 규모를 최소화해 상장했기에 향후 2~3년간 활발한 자산 편입과 자본/차입시장에서 자금조달이 예상된다. 지난 8월 4천억원의 유상증자를 완료한 맥쿼리인프라를 제외 시, 주요 리츠들은 2022년 상반기까지 약 1.8조원의 자산편입이 예상되고 자본조달 규모는 약 0.8조원에 이를 전망이다.

표 1. 주요 리츠의 자산 편입 계획

(십억원)	맥쿼리인프라	ESR켄달스퀘어리츠	신한알파리츠	이지스밸류리츠	이지스레지던스	JR글로벌리츠
편입 자산	- 서라벌도시가스 - 해양에너지 (총 8,200억원*)	물류센터	서울역 와이즈타워 (3,330억원*)	- 여주복합물류 (870억원) - 이천YM물류 (155억원) - 분당 데이터센터 (100억원) - 북미 데이터센터 포트폴리오 (138억원)	- 서교동 공유복합시설 (75억원) - 디어스 명동 코리빙 (100억원) - 디어스 판교 코리빙 (370억원) - 뉴욕 임대주택 (400억원)	맨해튼498 Seventh Avenue (1,885억원)
자금조달	유상증자 마무리 (8/20 상장)	유상증자/차입 등 다양한 방안 검토	유상증자/차입 등 다양한 방안 검토	유상증자/차입 등 다양한 방안 검토	유상증자/차입 등 다양한 방안 검토	회사채 발행 조달 추진
자산편입 규모	820	790	333	400	94	189
시가총액	4,578	970	422	133	105	873
유상증자액	400	미정	미정	미정	미정	회사채로 조달

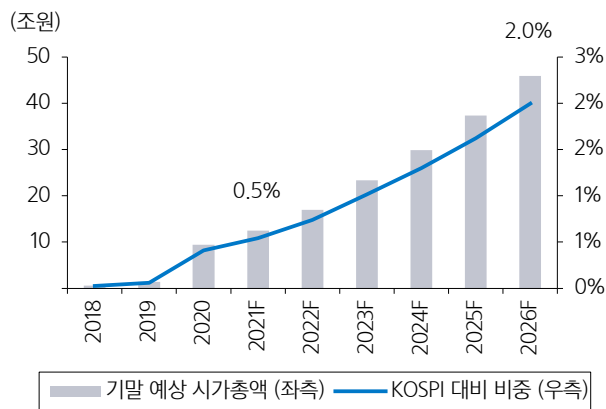
참고: 괄호는 equity 내 리츠 출자액 의미, 맥쿼리인프라, ESR켄달스퀘어리츠, 신한알파리츠, 이지스밸류리츠는 총자산가액 기준, 나머지는 투자액 기준
자료: 각 사, 삼성증권

표 2. 2021년-2022년 상반기 상장/상장 예정 리츠

(십억원)	디앤디플랫폼리츠	SK리츠	신한서부티엔리츠	미래에셋글로벌리츠	올원리츠	마스턴프리미어	더원리츠
상장시기	Aug-21	Sep-21	Nov-21	Nov-21	2021년	2022년	2022년
하위섹터	멀티	멀티	멀티	물류센터	멀티	멀티	오피스
기초자산	- 백암파스토 물류센터 - 세미콜론 문래 - 일본 오다와라 물류	- 서린빌딩 - SK네트웍스 주유소	- 웅산 그랜드머큐어 - 인천 스퀘어원	- 아마존 휴스턴 - 페덱스 템퍼 - 페덱스 인디애나폴리스 - 스페인 아마존 물류센터 (수익증권)	- 이천도지 물류센터 - 인계 오피스 - 분당 오피스 - 당산 오피스	- TJ항동물류센터 - 파리 크리스탈파크	여의도 허금투 빌딩
자산 규모*	700	1,800	480	543	525	206	미정
공모액	175	233	140	135	140	미정	
Pre-IPO	147	156	-	67	70		
Equity (시가총액)	322	775	280	197	210	130	
스폰서	SK디앤디	SK그룹	서부티엔디	AMC: 미래자산	AMC: NH리츠운용	AMC: 마스턴운용	AMC: 코람코신탁
특성	SK디앤디 개발자산을 주기적 편입 예정	SK그룹의 자산 유동화	서부티엔디의 신정동 개발, 웅산 나진상가 편입 고려	국내 최초의 해외 물류센터 리츠	NH리츠운용의 두 번째 상장리츠 추진	마스턴운용의 첫 번째 상장리츠 추진	코람코자산신탁의 두 번째 상장리츠로 코아-코어플러스 오피스에 특화

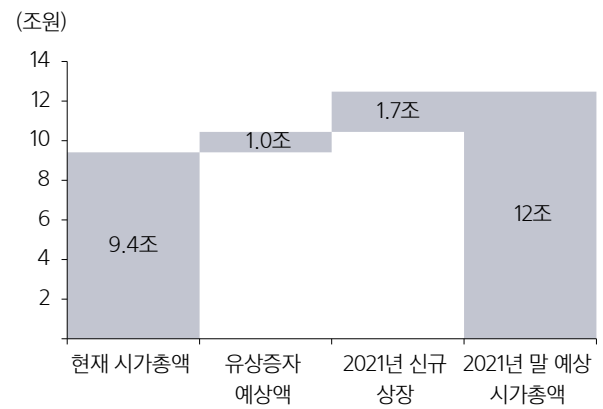
참고: 공모액, Pre-IPO, 예상 시가총액은 주당 5천원 가정, 자산 규모에서 지분증권은 출자액 기준
자료: 각사, 삼성증권

그림 1. 국내 상장리츠/인프라펀드 시가총액과 KOSPI 대비 비중



자료: 삼성증권

그림 2. 2021년 상장리츠/인프라펀드 예상 시가총액 breakdown



자료: 삼성증권

표 3. 편입 자산과 편입 예정 (추진) 자산

편입자산		편입 예정 자산
신한알파리츠	판교 크래프트, 용산 더프라임, 대일빌딩, 엘타워, 트윈시티, 역삼빌딩	와이즈타워(서울역)
이리츠코크렙	뉴코아 야탑/일산/평촌, 아울렛 분당/중계	검토 중
롯데리츠	백화점 6개, 마트 4개, 아울렛 3개, 물류센터 1개	검토 중
이지스밸류리츠	태평로 빌딩	이천YM물류, 북미 데이터센터, 분당 호스트웨이 데이터센터
이지스레지던스리츠	인천 십정 공공지원 민간임대주택 수익증권	서교동 코리빙, 디어스명동 코리빙, 판교 코리빙, 뉴욕 임대주택
제이알글로벌리츠	벨기에 파이낸스 타워	맨해튼 498 Seventh Avenue
코람코에너지리츠	170여개 주유소	광교 주유소 등
ESR캐탈스퀘어	부천, 고양, 용인 1,2, 이천 1-4, 평택, 안성, 김해, 용인 3 등 12개	6개 경기/김해 물류센터
디앤디플랫폼리츠	세미콜론 문래, 일본 오다와라 물류센터 수익증권, 용인 백암 물류센터	SK디앤디가 개발하는 자산 2.8조원 규모(2023년부터 2025년까지)
SK리츠	서린빌딩, SK네트웍스 주유소 100여개	종로타워

자료: 각사, 삼성증권

다음은 리츠별 주요 내용 요약이다.

ESR켄달스퀘어리츠(배당월 5월/11월, 2021F 배당수익률 4.6422%)

1. 개요

- 2020년 12월 상장. 기초자산은 11개 물류센터로 시작해 최근 편입을 준비하는 6개 자산 추가 시 총 18개로 늘게 됨
- 현재 AUM은 1.5조원, 6개 자산 편입 완료 시 2.4조원으로 증가
- 스폰서는 물류시장의 선도적 지위를 유지하는 ESR켄달스퀘어, 스폰서의 전체 딜 파이프라인은 300만²m에서 2021년 380만²m으로 성장
- **FTSE EPRA Nareit index** 편입 목표. 연내 6개 자산이 성공적으로 편입된다면 해당 지수에 편입돼 패시브 자금유입을 기대할 수 있을 것(최근 시가총액 요구 조건이 0.95조원으로 완화). 현재 시가총액 요건과 유동성 비율을 충족시키는 국내 리츠 중 가장 편입이 유력한 상황

2. 자산 개요

- 상장 당시 cap rate는 4.9%. 평균 준공연한 4년으로 매우 젊은 자산들. 신규 자산들의 연한은 대부분 2년 이하로 6개 자산 편입 이후 평균 연령은 더욱 낮아질 것
- 임차인 중 최대 싱글테넌트는 쿠팡. 쿠팡과 3PL의 임대인 비중이 80%에 육박, 나머지는 리테일/멀티테넌트(2PL) 형태
- WALE(가중평균 잔여 임대기간)는 4.8년, 임대료 계약조건은 2년마다 3% 상승 구조
- IPO 당시 임차율 97.6%에서 지금은 거의 100% 도달. 시장 대비 임대율이 200bp 높은 수준 유지, 임대료 납부 역시 원활함
- **물류 시장 동향:** 올해는 지난 7년간 볼 수 없었던 물류센터 자산의 cap rate 하락을 목격. IPO 당시 자산의 평균 cap rate는 4.9%였으나 현재 이 수준의 자산은 3%대 중반에서 거래 중. 최신식 A급 자산의 cap rate는 4% 초반이 일반적. 공급과잉 혹은 자산가격 상승의 우려가 있지만 수요가 매우 강함. 선진국 대비 인당 물류면적이 작고, 한국의 이커머스 성장이 빠르다는 점이 수요 기반. 동시에 물류센터 임차인의 migration이 이뤄지고 있음. 신경제 수요인 이커머스의 성장 외에도 기존의 3PL 업체들도 A급 센터를 체험하기 시작하며 우량 자산으로 임차 수요 이동 중
A급 물류센터 임대료는 지속 상승 중. 서울과 인접한 부천 고양은 임대료가 여의치 않아 인천, 김포까지 진출하는 상황. 이들 지역의 평당 임대료가 전년의 3만원대 초반에서 3만원대 후반으로 급속히 상승. 전통적인 물류 중심지인 용인, 이천의 평당 임대료는 2만원대 후반대 진입. 신규 인허가는 더욱 어려워지고 장기적으로 공급 제한
결론적으로 강한 수요를 감안해 공급 증가에 따른 하방 리스크 제한적. 연면적 1만 평 이상, 2010년 이후 준공, 고속도로 5km 이내 접근, 접안시설이 각 층에 모두 위치하는 A급 신축 물류센터를 가진 선두업체의 선전이 두드러질 것

3. 자산 편입 계획과 재무구조

- IPO 당시 스폰서의 자산 70만²m만 편입. 2021년 스폰서의 파이프라인 380만²m 중 80만²m이 리츠에 추가 편입될 것. 남은 파이프라인은 300만²m에 달해 향후 주기적으로 편입 예정

- 상장 후 안성과 용인브릭 자산은 100% 레버리지를 활용해 유상증자 없이 편입. 이로써 LTV는 IPO 당시 50%에서 52%로 소폭 상승했으나 여전히 peer대비 낮음. 향후에도 시장에서 발굴한 좋은 자산이 있다면 유상증자 없이 차입을 활용해 바로 편입할 수 있는 재무구조
- ESG: 2020년 고양 자산만 LEED 인증을 보유했으나 2주 전 모든 자산들이 WELL 지수 인증 획득(건물 내 근로자의 웰빙 척도), 이는 LEED 인증 획득을 위한 사전작업. ESG 활동을 통해 향후 그린본드 발행 등 조달금리를 낮출 수 있을 것. 예) 일본 GLP J-REIT는 전 자산의 ESG 인증을 받고 그린본드를 발행, KPI를 채권 만기까지 달성 시 금리를 50bp 인하해 줌. 이런 형태의 본드 발행이 늘어나고 자금 수요가 쏠리는 만큼 일반 회사채보다 유리할 것
- 어떠한 상황에서도 DPS가 우상향하는 자산을 편입하고 재무구조를 짊 예정. 또한 차입을 늘려도 자산가치 상승으로 LTV는 낮아질 것으로 예상
- BTS(Build-to-suit) 방식 개발이 아니고 BTC(Build-to-core)로 범용성 있게 지으며 이런 자산을 쿠팡이 임차해 직접 시설 투자하므로 쿠팡이 나가더라도 다른 임차인을 확보하기에 용이

표 4. ESR켄달스퀘어 보유자산과 편입 예정 자산

지역 구분	자산	연면적(m2)	연면적(평)	준공 연한	소재지	매입액	비중
도심권	1 부천 (자운)	58,264	17,656	1년 이하	부천시	197	5.0%
	2 고양	199,678	60,508	2년 이하	고양시	478	17.2%
수도권	3 용인 1	70,028	21,221	3년 이하	용인시	129	6.0%
	4 용인 2	43,176	13,084	4년 이하	용인시	76	3.7%
	5 용인 3	43,045	13,044	1년 이하	용인시	94	3.7%
	6 이천 1	47,653	14,440	4년 이하	이천시	65	4.1%
	7 이천 2	33,365	10,111	3년 이하	이천시	49	2.9%
	8 이천 3	18,421	5,582	2년 이하	이천시	29	1.6%
	9 이천 4	49,616	15,035	2년 이하	이천시	81	4.3%
	10 평택	43,212	13,095	7년 이하	오산시	84	3.7%
	11 안성1	94,949	28,772	1년 이하	안성시	160	8.2%
부산권	12 김해	25,733	7,798	20년 이하	김해시	46	2.2%
2021년 예정	13 김해 2	39,941	12,103	2년 이하	김해시	71	3.4%
	14 안성 2	154,191	46,724	2년 이하	안성시	325	13.3%
	15 안성 3	63,471	19,234	1년 이하	안성시	127	5.5%
	16 안성 4	26,962	8,170	1년 이하	안성시	59	2.3%
	17 이천 5	84,545	25,620	2년 이하	이천시	198	7.3%
	18 이천 6	62,195	18,847		이천시	10	5.4%

자료: ESR켄달스퀘어리츠, 삼성증권

제이알글로벌리츠(배당월 6월/12월, 2021F 배당수익률 7.0%)

1. 개요

- 2020년 8월 상장. 기초자산은 벨기에 브뤼셀에 소재한 Finance tower complex
- 첫 배당은 12월 31일 결산 후 2021년 4월 지급(타 리츠 대비 결산 후 배당 지급까지 시간이 더 소요됨). FY3(20년 12월) DPS는 153원, FY4(21년 6월)는 190원으로 예상치 174원을 상회, FY5 배당금도 FY4와 유사할 것

2. 자산 개요: Finance tower

- 연면적 6만 평으로 1982년 준공, 2008년 리노베이션. 권역 내 랜드마크로 국내 GFC와 유사한 규모. 매입가 1.9조원 대비 2020년 말 감평가는 20% 상승한 것으로 확인. LTV는 50%이며 이자율은 고정금리 1.5%, 2024년 만기
- 연방정부 산하 건물관리청이 100% 임차, 재무부/복지부 등이 입주해 이탈 리스크 낮음
- 연 임대료 수입은 805억원, 매년 벨기에 건강지수(CPI와 유사)를 적용해 임대료 인상. 건강지수는 2020년 말 대비 2021년 6월, 2bp 상승. 코로나19 영향은 크지 않았음을 시사. 2021년 말 예상 건강지수는 112로 큰 변동이 없음.
- 세제혜택을 위해 현지에 FTB FIIS(기초자산을 간접 소유한 SPC) 및 TdF FIIS를 설립해 운용
- 자산가치는 2020년 말 C&W 감평가액 기준 1.9조원, 차입금 9,358억원(LTV 50.0%), 이자율은 1.05%으로 2024년 12월 만기

3. 신규 자산 편입 계획: 498 Seventh Avenue

- 498 Seventh Avenue를 보유한 미국 소재 JV지분 49.9%(의결권 50.0%) 투자 계획. 이를 위해 8월 리츠 변경인가 획득
- 연면적 2.7만 평, 2021년 4월 C&W 감평가액 기준 자산가치 7,820억원(100% 기준), 차입금 4,600억원, LTV 58.8%. Cap rate 5.08%로 추정, 인근 유사자산은 4% 중반대임. 감정보고서 기준 과거 1년간 임대수익(임대율 88% 기준)은 4%대 후반이지만 연말 임대율이 올라갈 예정이라 유리한 조건에 매입함
- 실물을 소유한 현지투자자와 JV 형태로 제이알은 49.9% 지분 확보(공동투자자는 이전부터 51.1%를 보유하고 있어 지분율 유지). 50% 지분 기준 취득가 1,855억원, 2021년 말 취득 완료 예정이며 7년간(2028년 말)까지 운영 만기. 브뤼셀 자산을 담은 모리츠가 차입금 2천억원을 조달해 편입 예정. 언론에 보도된 대로 회사채 조달금리는 4%대 초반에 결정될 것
- WALE 19.6년, 주요 임차인인 SEIU(의료보건 노동조합)는 28.6년을 비롯, 총 12개사 입주, 2022년 1월말 임대율 92% 예정

4. 향후 전략과 재무구조

- 뉴욕 자산 편입 후 2028년 경 자산을 매각해 차익을 실현하는 등 포트폴리오에 지속적인 변화를 주고 경쟁력을 강화할 계획
- 브뤼셀 자산을 기초로 초기 배당률이 높은 수준이어서 향후 자산 편입에 시간이 소요될 수 있음은 단점. 기존 배당률을 해치지 않아야 하기 때문
- 신규자산은 원금 100%, 배당 80% 이상을 환했지 계약 중이며 향후 이 가이드라인을 유지할 것. 달리는 타 통화 대비 변동성이 적어 리스크가 낮은 편

이리츠코크렙(배당월 6월/12월, 2021F 배당수익률 6.5%)

1. 개요

- 2018년 8월 상장. 뉴코아아울렛 3개 점(야탑/일산/평촌), 2001아울렛 2개 점(중계/분당)이 기초자산이며 자산규모 7천억원. 대지면적 8,500평, 연면적 8.6만 평
- 신용평가 등급 BBB+, 담보부사채 등급 A-. 대부분이 수도권 요지에 입지, 밸류업 잠재력
- 이랜드리테일이 스폰서로 운영 점포 중 매출 12위권 내 점포로 구성. 이랜드리테일이 트리플 넷 임차, 16-20년 임차 구조로 2032년 8월 만기
- 자산가치는 공시지가 기준, 2018-2021년 연평균 7.7% 성장해 자산규모는 2021년 3월 기준 감정평가액 9천억원(2018년 대비 2천억원 상승). 공시지가는 연평균 7.7%로 성장 중
- CPI에 연동해 임대료 인상계약을 맺어, 향후 물가인상률이 2%를 넘을 경우 배당수익률은 기존 대비 약 100bp 인상될 것

2. 최근 이슈: 리파이낸싱

- 모리츠 차입금 2,800억원과 자리츠(아울렛 2개 점) 차입금 1,500억원의 리파이낸싱 진행. 자산담보부 회사채 1,150억원을 2.75%에 발행, 담보대출 1,650억원을 4.0%→3.1%, 1,500억원은 3.9%→3.1%로 리파이낸싱
- **이자비용 연 24% 감소, 12MF 배당금은 주당 350원→410원(시가 배당률 5.7%→6.7%)**
- 금리인상 리스크에는 회사채 발행을 통해 조달 금리를 낮추는 방안 모색. 3년 뒤 담보대출 만기가 도래하면 회사채로 전환할 계획. 이번 회사채 발행은 초도 발행이라 1천억원만 발행했고 금리 수준도 매우 매력적인 것은 아니었으나 2차 발행은 규모와 금리 면 모두 나아질 것. 최근 리츠의 회사채에 대한 인식도 제고되고 있음

표 5. 리파이낸싱 내역 (십억원)

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

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권

3. 신규자산 편입 계획과 변경인가

- **현재 CR리츠로 위탁관리리츠로 국토부 변경인가 추진 중.** CR부동산 외 다양한 자산을 편입함으로써 자산규모 확대를 목표로 함. 향후 총 자산 규모 현재 0.7조원에서 1조원 이상으로 성장 목표. 변경인가 시 대주주 지분요건(지분율 최대 50%까지)을 충족 필요. 현재 이랜드리테일의 지분율은 63%로 13%를 일반주주로 분산해야 함. 올 들어 블록딜로 12%의 지분을 매각했으며 향후 매각도 블록딜 형식이 될 가능성이 높음
- 2022년 상반기까지 추가 자산 편입을 계획하고 있으며 현재 부동산 소싱 중
- 감평가 기준 LTV가 47.7%로 낮아 유상증자 없이 추가 자산 매입 여력 있음. LTV 60%까지 상향 시 추가 대출 746억원과 보유현금 100억원 활용 등 총 846억원의 자원 활용 가능
- 일부 자산은 재건축이나 리모델링으로 밸류업해 시장에 매각해 매각차익은 분배, 원금은 타 자산 매입에 활용할 예정

맥쿼리인프라(배당월 6월/12월, 2021F 배당수익률 5.7%)

1. 개요

- 민투법 근간으로 2002년 설립돼 2006년 상장된 국내 유일의 상장 인프라펀드. 자본시장법 상 모든 잔여이익을 주주에게 배당함으로써 법인세 납부 의무 없음
- 국내 코어 및 코어플러스 인프라 자산에 투자하며(국내만 가능) 도로 12개, 항만 1개, 철도 1개, 도시가스 2개 등 총 16개 자산에 투자
- 신용등급 AA0를 10여년간 유지 중. 주주구성은 국내기관 48%, 외국인 15% 등
- 후순위/선순위 대출채권, 보통주에 투자하며 각 자산별로 가능하면 지배력을 확보하는 것이 목표지만 좋은 자산은 쉽지 않음. 대출의 안정적 이자수익과 보통주에서 창출되는 배당 등 양측을 수취. DPS는 지난 10년간 지속 상승해 왔는데 신규자산 편입효과와 자산 만기에 근접하며 배당까지 지급돼 창출되는 현금흐름이 확대됨. 2021년 상반기, 역대 최대 금액인 DPS 370원 지급
- 투융자집합기구 전용계좌 세제혜택이 주어지고 있으며 개인투자자, 종합소득과세대상자에게 국한. 투자액 1억원 한도 내 15.4% 분리과세 적용을 받으며 혜택을 모두 받을 경우 금액은 연 100만원 내외. 일몰되더라도 그 영향을 제한적으로 보는 이유는 1) 대상자가 많지 않음, 2) 혜택 규모가 매우 크다고 보기 어려움. 이보다 외국인/기관 수급 영향이 더 추가 영향이 큼
- MRG: 2009년부터 신규자산의 MRG는 폐지됨. 현재 MRG 의존도가 있는 자산은 백양터널과 광주1구간으로 운영기간 전기간에 걸쳐 보장받음. 인천국제공항은 2020년 만료, 천안논산은 2022년에 만료되며 의존도가 높은 편. 우면산터널은 MRG 없이도 목표 수익률 달성 가능성이 높음. 광주제2는 MRG가 있지만 의존도가 낮음. 용인-서울은 2019년 MRG 종료, 수도권 자산이라 의존도가 없이 고성장한 자산

2. MKIF 2.0 성장전략

- 2017년 들어 내부적으로 맥쿼리인프라 2.0 성장전략 추진 중. 이를 위해 2017년 유상증자 (1,472억원), 2020년 2,442억원, 2021년 3,984억원의 유상증자로 도시가스 2개 자산 편입 완료. 2~3년에 하나씩은 만기가 도래하므로 신규 성장전략에 집중함. 한편 유증 할인율은 2%대로 낮아 보일 수 있지만, 청약에 참여하지 못하는 기존주주들을 감안 시 주식 수 증가와 희석화를 최소화시킴으로써 주가와 주주를 보호하는 것이 의무라고 생각함
- 민투법 상 인프라펀드의 차입금은 자본금의 30%로 제한해 현재 차입여력은 6천억원에 달하지만 대규모 자산 편입 시 일정 수준의 유상증자 필요. 차입금 가중평균 금리는 3.09%, 상환 만기 7.3년, 부채비율 15.6%로 건전
- 최근 신규 편입한 도시가스 2개는 영속기업으로 총 8,200억원 투자, 맥쿼리인프라가 4,100억원을 투입하고 나머지는 대출로 충당. 이전까지 투자한 14개 자산은 대부분 정부와 운영협약을 맺어 약 30년의 운영만기 지님. 만기 이후 정부에게 소유권을 반납. 잔존가치에 대한 의구심이 제기되어 왔으나 2개 도시가스 편입으로 영속 펀드가 되었음

3. 투자자산 관리 역량

- 16건의 투자자산 사업 재구조화, 14건의 투자자산 분쟁 해결 등 운영 역량 입증
- 3년 전 국토부가 일반 재정도로 대비 통행료가 높은 자산들을 재구조화하는 로드맵을 발표. 맥쿼리인프라 4개 자산이 포함됐고 2년 전 천안논산 고속도로를, 작년에는서울춘천고속도로

재구조화 완료. 재구조화로 낮아진 통행료는 다른 부분을 통해 보전받는 메커니즘임. 매출 영향은 적지만 정치 리스크 또한 줄이는 재구조화 조항을 도입해 타격이 없음

- 2007년부터 최근까지도 주무관청과 법적 분쟁, 재구조화 논의가 많아서 주가 리스크이기도 했으나 2016년부터 계류 중 소송에 거의 모두 승소하며 저평가 탈출. 세제도 재무적으로 우호적으로 변화하며 좋은 성과. 소송들은 모두 맥쿼리인프라에 유리하게 마무리됨. 자산 개수가 많아 작은 1~2개 소송은 여전히 진행 중이나 큰 의미는 없음
- 자산 운용에 있어 수익률이 저조하거나 정치 리스크가 수반되는 자산들은 매각을 완료. 펀드/자산 단에서 리파이낸싱과 자산 재구조화를 수차례 하며 펀드 수익률을 개선시키고 AUM의 대형화 작업을 진행하며 검증받음
- 2021년 상반기 펀드 매출과 순이익은 모두 15% 이상 증가, 빠르게 통행량이 회복되고 있음. 2분기 가중평균 통행량은 6% 증가함. 더불어 부산신항만 자산도 1년간 국제선박 사업의 호황으로 수혜(EBITDA 20% 증가). 코로나19로 영향 받았던 인천고속도로 통행량만 영향이 있고 1개 자산 MRG가 만료됐지만 나머지는 모두 4년 정도 남음

4. 금리 영향력

- 금리 인상 시 맥쿼리인프라 자산에서 헤지 가능. 자산단 맥쿼리인프라가 투자한 후순위대출 금리는 모두 고정금리. 그러나 도로자산은 주무관청에서 무조건 매년 물가상승률만큼 통행료를 인상해야 함. 계약구조상 의무이며 실제 올리지 못할 경우 보조금으로라도 사업자에게 보전해 줌. 항만의 경우도 선사들과 Tariff 협상 시 물가, 금리 수준을 고려해 반영함. 도시가스 자산은 요금 산정 기준에 적정투자보수율을 사용하는데 여기에 중요한 변수는 국고채 금리(Risk free rate)임

디앤디플랫폼리츠(배당월 3월/9월, 2021F 연환산 배당수익률 6.2%)

1. 개요

- 2021년 8월 상장, 총 AUM 7,500억원, 연환산 향후 6년 평균 배당률 6% 이상 목표. 그러나 핵심 트로피에셋 매입 과정에서는 일시적으로 타 리츠 수준으로 하락하는 것도 감안
- 상장 후 첫 배당 예정이며 81.7원 예상. 상장 후 운영기간은 1개월임에도 배당 지급
- 국내 유일의 디벨로퍼형 스폰서 리츠, SK디앤디가 스폰서. 견고한 딜 파이프라인과 추가 편입 시 전략적 자산 매각을 병행할 것
- SK디앤디가 계열리츠를 설립한 배경: 빠르게 성장해 왔으나 과거처럼 단지 개발 이익 극대화에는 어려울 것으로 판단, 지속가능성 차원에서 개발이익을 어떻게 활용할 것인지 고민 시작. 디앤디플랫폼리츠에 자산을 매각해 이익을 회수하는 것이 아닌, 핵심 우량 자산을 리츠에 담아 운용수익과 배당을 공유하는 구조 지향. SK디앤디는 장기적으로 이익 구성을 개발과 운영 배당 비중을 1:1로 가져가는 것이 목표

2. 기초자산

- 문래 세미콜론과 아마존 물류센터 수익증권, Fassto 물류센터는 매입 시점 대비 자산가치 19% 상승. WALE 9년, 임대율 99.5%,
- 자산별 가치제고를 위해 전문적 자산 운영 중. 브랜딩, 임대면적 증평, capex 등
- 1) 세미콜론 문래: 리브랜딩과 임대면적 증평 후 신규 임대계약을 체결해 임대율 99% 달성
- 2) 백암 Fassto: 최근 스마트 물류센터 인증 획득. 자동화 시스템, 방재설비 투자
- 3) 일본 오다와라 물류센터: 안정적 운영으로 양호한 배당이익 수취. 연환산 배당수익률 6.9%를 상회. 2023년부터 임대 재계약 예정으로 2022년부터 임대료 협상 준비 중

3. 성장전략

- 상장 당시 언급했던 딜 파이프라인(편입 계획 자산)은 변동이 없으며 개발 일정은 변동될 수 있음. 최근 SK디앤디가 수주한 총무로 오피스(티마크 호텔 리모델링)을 딜파이프라인에 추가
- 향후 SK디앤디가 개발하는 자산들 역시 지속적으로 파이프라인에 편입할 것. SK디앤디와 함께 DDI블라인드펀드를 만들어 개발 추진, 향후 exit 창구로도 활용할 수 있을 것. 리츠는 선별적으로 좋은 자산을 편입할 수 있는 기회 창출
- 물류센터 섹터에서 장점: SK디앤디 파트너이자 임차인인 'Fassto'. 물류의 플랫폼화 컨셉으로 개발해 SK디앤디가 개발하는 대부분 자산은 파스토의 성장전략과 align. 파스토는 네이버 스마트스토어 고객 대상 풀필먼트 서비스 기업. 1센터 오픈과 함께 성장 본격화, 2센터 현재 개발 중. 2022년 상반기 시리즈 C 투자 유치를 준비 중인 스타트업. 2023년까지 전용 물류센터를 6개, 2030년까지 9개, 제휴센터 30여 개(38만 평) 확보 계획. 잠재 임차인과의 파트너십 기반으로 임차 리스크를 최대한 헤지하며 개발 중
- 2022년 편입 예정 자산
- 1) 파스토 2센터(2021년 말 준공): 10월 파스토와 임대차계약 체결 예정
- 2) SK네트웍스 사옥(명동 오피스): 4월 리모델링 착공, 2022년 말 준공. 임차의향이 있는 그룹 관계사는 물론 외부사 수요 확인. 리테일 임차인도 사전 유치 가능성이 높음. 2022년 상반기에는 구체적으로 계약하고 임차를 채울 수 있을 것

- 차별화 방안
 - 1) 스폰서 SK디앤디 활용: 적시에 개발자산을 편입하거나(SK디앤디 개발 블라인드펀드와 협력, 지속적으로 딜 파이프라인 확대) SK디스커버리그룹의 우량 자산 편입(플래그십 자산 및 인프라자산 검토. 판교 오피스 유동화하는 전략도 적극 제안 예정)
 - 2) 액티브 운용전략: 개발자산 편입과 함께 적시에 자산 매각으로 차익 실현, 배당으로 분배. 원금은 재투자 예정
- 단기적으로는 현재 집중하는 오피스와 물류센터 위주로 편입하고 장기적으로는 호텔과 데이터센터, 리테일을 포함해 모든 상업용 부동산 섹터 편입 가능성을 열어둠. 스폰서 자산뿐 아니라 외부자산 편입도 가능할 것
- 4. 금리 인상 대응 방안
 - 현재 선순위 차입금리가 기존 2%대에서 3%대로 상승한 상황. 파스토2센터와 명동 오피스 편입을 위해 자금을 조달할 계획인데 아직 AUM이 작고 회사채 발행이 어려워 단기적으로 브릿지론 검토 중. 2022년 유상증자를 통해 브릿지론 상환 계획 중

이지스레지던스리츠(배당월 6월/12월, 2021F 배당수익률 4.9%)

1. 개요

- 2020년 7월 상장, 국내 유일의 상장 주거리츠
- 최초 투자자산은 인천 더샵부평, 올 상반기 2개 자산 추가 편입, 하반기 1개 편입 준비 중. 최초 상장 시 투자규모는 878억원에서 1,514억원으로 늘어날 것. 세대수는 3,578세대에서 4,507세대로 증가할 예정

2. 자산 개요

- 최초자산 인천을 필두로, 서울과 판교까지 포트폴리오 확대 중
- 글로벌 151개 주요 도시의 가격 상승률은 전년 대비 8.2%, 서울 집값 상승률은 주요 도시 내 4위 수준. 주거 섹터는 2020년 이후에도 오피스나 리테일 대비 양호한 성과를 지속하고 있으며 리츠 섹터 비중은 16%까지 상승해 유망 섹터. 이지스자산은 코리빙 시장을 긍정적으로 전망하는 이유는 1인가구 비중이 40% 이상이며 시장규모도 2020년 기준 2.1만세대에서 2024년 6.7만세대로 증가할 것으로 판단하기 때문
- 1) 더샵 부평(이지스 151호): 공공지원 민간임대주택, 공정가치 1.5조원으로 상장 당시 대비 6.5% 상승, 준공 후 LTV 50.4%
2020년 10월 임차인 1차 모집, 올 12월부터 2차 모집 예정. 2022년 4월 준공.
평당 매입가 985만원, 주변 시세 2천만원대. 2030년 매각 시 현재 시세 가정한다면 주당 배당금은 5천원(주가 수준)으로 배당수익률 100% 돌파
- 2) 흥대 코리빙(이지스 331호): 투자비 1,200억원, 감평액은 개발 중임에도 준공 기준 1,410억원으로 예상돼 7.5% 상승. 우선주 투자 형식, 총 지분율 25%이나 보통주의 우선매수권 있음. 선임차 완료로 WALE 8.8년, 누적 운영배당률 6%+매각차익 30% 수취 구조
마포구 내 1인가구 비중 47%로 인근대학 4개 위치, 기숙사 수용률 25%에 불과, 밀레니얼 세대 인구 비중 34%로 코리빙에 적합한 인구 구조. 글로벌 코리빙 업체 'Collective'의 자산을 벤치마크해 설계해 임차가능면적의 90%가 이미 착공시점에 임차 완료. 흥대권역 내 희소한 대형 부지인 1,095평에 신축되는 우량 자산. 향후 자산가치 상승 기대
- 3) 디어스명동(이지스 333호): 투자비 410억원, 우선주 투자 형식. 자이에스앤디가 83%, 공유 주거 운영업체 스티븐스가 16% 마스터리스 운영 중. 목표수익률은 운영배당률 7%+매각차익 40% 수취 구조
이지스자산운용의 주거브랜드 '디어스'의 첫번째 자산. 2021년 3월, 기존 호텔을 코리빙으로 리모델링. 충무로역으로부터 도보 2분, 명동역 5분 거리. 인근에 활발한 주거개발 중. 20~30대 비중이 높고 월평균 소득 수준도 높아 인구구조상 적합
- 4) 디어스판교(이지스 200호): 투자비 1,468억원, 4월 준공됐으나 벌써 자산가치 19.3% 상승해 감평가 1,750억원. 운영배당률 6%+매각차익 100% 수취 구조. 향후 보통주 88% 취득 예정이며 임대 안정화 후에는 잔여 12%를 모두 매입해 100% 보유할 계획
코리빙에 적합한 구조로 다양한 커뮤니티 시설 보유. 총 4개 타입, 521개실. 7평대가 90%, 10, 15평대가 10%로 구성. 인근 판교 2테크노밸리에 750여 개 기업 입주 예정. 이들을 흡수할 것. 총 77만 평 복합단지 내 위치해 단지 내 근린생활시설 이용 가능. 이지스자산운용이 기존 투자자로부터 지분을 매입해 주변 분양가(67% 수준) 대비 경쟁력 있는 가격으로 투자. 8월 임차 개시했는데 현재 임차율 15%까지 상승

3. 투자 전략

- 안정성과 확장성 높은 투자구조: 이지스자산의 밸류체인을 활용해 리스크 최소화, 향후 안정화 시 지배력을 높이는 투자구조. 건설과 안정화 전 기간에는 SI와 함께 투자하고 안정화 뒤 SI지분을 추가 취득해 지분율 확대
- 홍대와 명동 자산도 우선주-보통주 구조를 혼합, 보통주에 자산가치 하락 리스크를 전가함과 동시에 일부 매각차익 수취. 매각 시점에는 우선매수협상권을 보유해 매각차익을 더 많이 누릴 수도 있음
- 미국 브루클린 대형 임대주택 투자를 고려 시인데 유상증자를 통해 투자할 계획. 2022년 중 반으로 예상됨

표 6. 이지스레지던스 편입 자산

구분 (십억원)	펀드 (호)	프로젝트	준공	배당률 (액면기준, %)	취득가 (십억원)	형태	매각차익 분배구조	프로젝트 자산규모	자본	차입금	레지던스 리츠의 투자액	비고
임대주택	151	부평 더샵	2022년	5.3	103.0	우선주(78%)/ 보통주(22%)	리츠투자자 14%	830	164	666	103	공공지원 민간임대 3,578세대
공유주거	331	서교동 공유복합	2023년	6.0	7.5	우선주	리츠투자자 (우선주) 30%, 보통주 70%	120	30	90	8	서비스레지던스 296실, 업무 및 상업 복합
공유주거	333	디어스 명동	운영 중	7.0	10.0	우선주	리츠투자자 (우선주)40%, 보통주 60%	41	12	29	10	서비스레지던스 112실 자이에스앤디 책임임차
합계								991	206	785	121	

참고: 자산규모는 취득가 기준

자료: 이지스레지던스리츠, 삼성증권

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Research Associate

min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	7,500원	(17.9%)
현재주가	6,360원	
시가총액	4,228억원	
Shares (float)	69,620,000주 (72.8%)	
52주 최저/최고	4,640원/6,440원	
60일-평균거래대금	6.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코람코에너지리츠 (%)	1.9	20.2	31.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	6.3	25.8	3.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	7,500	7,500	0.0%
2021E EPS	430	430	0.0%
2022E EPS	285	285	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

코람코에너지리츠 (357120)

개발 잠재력 제외해도 현 주가는 NAV 대비 13% 할인 중

- 171개 주유소를 운영하는 리츠로 FY 1,2 배당은 non-fuel 매출 증대로 가이던스 상회
- 현재 대비 임대면적 7.4배 증대 가능, 전기차 충전인프라와 도심물류로 전환 개발
- 공시지가 기준으로도 할인 상태이며 미래 개발 잠재력 감안 시 프리미엄 부여 필요

WHAT'S THE STORY?

토지플랫폼을 지향하는 밸류에드형 리츠: 2020년 187개 구 SK네트웍스 주유소를 기초자산으로 상장한 리츠로 지난 6월 Pre-IPO 주식의 보호예수가 해제되며 오버행 리스크 해소. 27개 자산 매각 계획을 발표하고 16개 자산 매각 완료, 현재 171개 주유소를 운영 중. 179억원의 매각차익이 3기(2021년 11월) 특별배당으로 이어져 사측은 3기 예상 DPS를 323원으로 공시(2기 배당금 166원). 2021년 전국 공시지가는 전년 대비 8.8% 상승했고 이를 감안한 리츠의 NAV는 자산을 매각했음에도 전년 대비 79% 상승한 것으로 추정. 현재 1.1조원의 AUM을 5천억원의 추가 자산 편입과 개발활동으로 2030년까지 2조원으로 확대할 계획

현재 대비 임대면적 7.4배 증대 가능: 주유소는 개발 잠재력이 매우 높은 자산군. ①용역을 활용도가 낮고 ② 지하층이 부재해 개발 시 철거가 필요 없어 시간과 비용이 절감되며, ③ 도심 대로변 입지에 위치해 지가 상승 추구가 용이하기 때문. 현재 포트폴리오 자산은 평균 용적률이 37.9%에 불과해 법적으로 280.7%까지 용적률 상승 시 임대가능면적은 현재 3.3만 평에서 24.5만 평으로 7.4배 증가하게 됨. 나아가 도시계획 측면에서 용적률 인센티브를 받기 위한 방안을 모색해 토지활용 가치를 극대화할 계획. 향후 콕커머스, 모빌리티 인프라(전기차 충전소) 중심으로 전환 개발하기 위해 신세계프라퍼티와 개발업무협약 체결, 시흥 목감 주유소를 시작으로 첫 개발에 나섬. 특히 2027년부터 내연기관 차량의 쇠퇴와 주유소 매출 침체가 예상돼 이를 대비해 전기차 충전인프라 보급 선점에 나설 계획

현재 주가는 NAV 대비 13% 할인: 미래 개발 잠재력을 배제하더라도 현재 주가는 공시지가 기준 NAV 대비 13% 할인된 상태. 사측은 매년 객관적 지표로 활용해 자체적으로 가치 분석 후 투자자와 공유할 계획. 재임대, 토지임대차, 리노베이션, 직접개발 방식 등 다양한 밸류에드 전략으로 자산군의 가치 증대를 꾀함으로써 단기 배당 수익뿐 아니라 미래 가치를 투자자와 공유한다는 점에서 점차 밸류에이션 프리미엄을 기대

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	22.6	62.8	47.6	45.3
영업이익 (십억원)	18.1	49.1	36.9	35.5
순이익 (십억원)	7.5	29.9	19.9	18.5
EPS (adj) (원)	107	430	285	265
EPS (adj) growth (%)	n/a	300.3	-33.6	-7.1
EBITDA margin (%)	80.0	78.1	77.5	78.5
ROE (%)	2.2	8.5	5.6	5.2
P/E (adj) (배)	44.8	14.8	22.3	24.0
P/B (배)	0.9	1.3	1.3	1.3
P/FFO (배)	37.2	13.4	19.2	20.3
Dividend yield (%)	5.4	7.7	5.3	4.9

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권 추정

미래 잠재력 배제하더라도 NAV는 13% 이상 할인 거래 중

전국 공시지가 9% 상승

2020년 최초 자산 취득 시 매입가는 9,628억원, 감평가는 1.1조원에 달했으며 5월 기준 1.2조원으로 재차 상승했다. 16개 자산이 매각된 9월 기준 자산가치는 약 1.11조원으로 추정되며 보증금과 대출을 감안한 NAV는 5,020억원으로 1년 전 매입 당시보다 약 2배 남짓 상승한 것으로 추정된다. 이는 국토부가 발표한 5월 기준 공시지가 상승률을 반영해 추정한 것으로, 2021년전국의 공시지가 가중평균 상승률은 8.8%에 달했다. 코람코에너지리츠가 지향하는 적극적인 자산 컨버전과 미래 가치 상승분을 제외하더라도 현재 시가총액은 NAV 대비 13% 이상 할인 거래 중이다.

표 1. 보유자산 가치 변화

자산가치	매입가	감평가	추정치		
시점	Jun-20	May-20	May-21	Sep-21	2021/12(예상)
자산수	187	187	187	171	170
Asset value	963	1,127	1,212	1,110	1,098
대출	590	590	590	524	517
LTV	61.3%	52.3%	48.7%	47.2%	47.1%
보증금	93	93	93	84	83
NAV	280	444	529	502	498

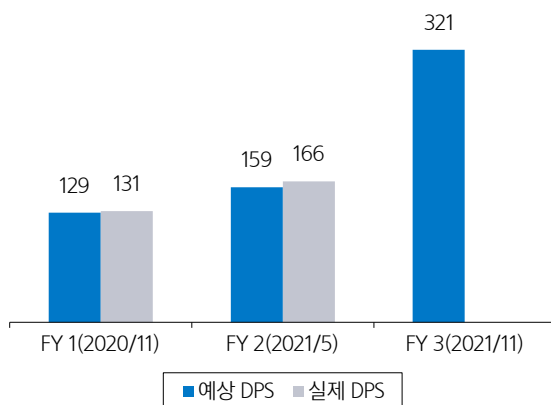
참고: 건물 및 구축물 감가상각 적용

자료: 국토교통부, 코람코에너지리츠, 삼성증권

Non-fuel 매출 상승으로 배당 인상

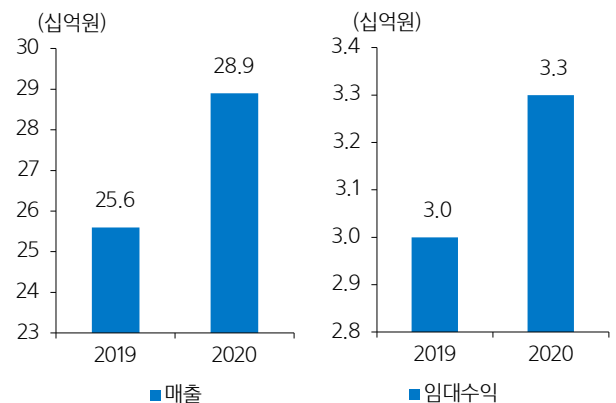
상장 이래 코람코에너지리츠는 FY 1, FY 2기 모두 배당금이 가이드언스를 상회했다. 이는 임대수익의 90%를 차지하는 리테일 매출에서 예상을 상회하는 호조를 보였기 때문이다. Drive-thru 및 딜리버리 기반의 QSR 등 언택트 시대에 적합한 리테일 테넌트로 구성된 결과 지속적인 실적 개선을 보이고 있다. FY 3기는 매각차익에 따른 특별배당을 포함해 주당 321원의 가이드언스를 제시한 상태다.

그림 6. 예상 DPS와 실제 DPS 비교



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

그림 7. 팬데믹 이후 QSR 매출과 임대수익



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

미래산업의 거점형 부동산으로 자산 컨버전

7월, 토지의 자산 플랫폼화를 위한 '비전 2025'를 발표하고 향후 주유소를 미래 트렌드에 적합한 자산 군으로 적극적인 컨버전을 하기로 했다. 주요 밸류어드 전략은 네 가지다. ① As-is 재임대 방식: 기존 주유소 내 non-fuel 매출 추가, ② 토지임대차 방식: 주유소를 타 용도로 전환, 임대하는 방식, ③ 리노베이션과 직접 개발 방식: 모빌리티 및 도심물류 기반 실물 부동산으로 완전히 전환 개발하는 방식이다.

여기에는 전문적인 개발 역량이 요구된다. 현재 170여 개 주유소는 미래 개발가치 극대화가 가능한 이유는 다음과 같다. ① 자산별 용적률은 활용도가 매우 낮다. ② 현재 주유소는 지하층이 부재해 개발 시 철거시간과 비용 절감으로 밸류어드가 용이하다. ③ 도심 대로변 입지에 위치해 지가상승 가능성이 매우 높다. 현재 171개 자산 기준, 대지면적은 8.7만 평이며 임대면적은 3.3만 평으로 활용하는 용적률은 37.9%에 불과하다. 그러나 개발 시 임대가능 연면적은 24.5만 평으로 용적률 280.7%까지 상승 가능해 무려 7.4배의 임대면적 증대가 가능하다. 뿐만 아니라 다양한 도시개발 인센티브를 통해 추가적인 토지가치 활용에 집중할 계획이다.

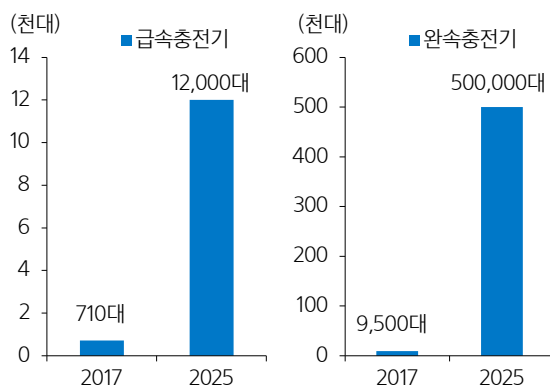
표 2. 코람코에너지리츠의 밸류어드 운용 전략

시기	구분	
Jun-20	자산 취득	187개 주유소 취득
Jan-21	1레벨: 재임대 방식	흑석동 셀프주유소 내 BR코리아와 매출연동 임대차 계약
Mar-21	2레벨: 토지임대차	아산셀프, 동래, 제일셀프 주유소 토지임대차 방식으로 LG베스트샵으로 용도 전환
Jun-21	자산 일부 매각	주유소 매매계약 체결 승인(수도권 6개, 비수도권 11개)
Sep-21	3, 4레벨: 리노베이션/직접개발	신세계프라퍼티와 개발 업무협약 체결

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

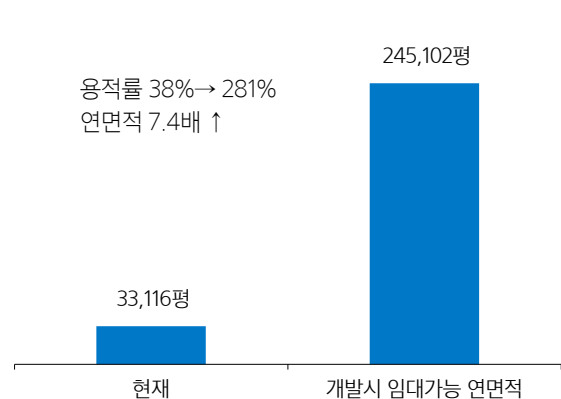
코람코에너지리츠의 자산 컨버전은 크게 ① 전기차 충전소와 ② 도심물류 공간으로 요약된다. 대로변 접도 입지를 활용해 모빌리티 에너지의 공급유통망 역할이 가능하며 전기차 충전사업자들의 플랫폼으로써 트래픽을 창출할 수 있어 리테일 비즈니스에도 최적의 공간을 마련할 수 있다. 킥커머스 수요 확대로 1시간 이내 배달 시장 수요를 충족할 도심 공간 제공에도 기존 주유소의 전환이 최적이다.

그림 6. 전기차 충전기 설치 목표 (환경부)



자료: 환경부, 삼성증권

그림 7. 개발 잠재력



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

표 3. 코람코에너지리츠 배당수익률 추정

(십억원)	1기	2기	3기	4기	5기	6기	...	16기	17기	18기	19기
	2020-11-30	2021-05-31	2021-11-30	2022-05-31	2022-11-30	2023-05-31	...	2028-05-31	2028-11-30	2029-05-31	2029-11-30
배당 총액	9.0	11.6	22.3	12.5	11.0	11.0	...	11.0	11.0	11.0	11.0
DPS	129	166	321	180	158	158	...	158	158	158	158
연환산 배당수익률			7.7%	7.9%	5.3%	5.0%	...	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

참고: 5기부터 매각차익은 미반영

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

표 4. 목표주가 산출

(십억원)

임대료 추정	2020	2021	2022	2023	2024	...	2049	2050
현대오일뱅크	37.4	37.4	37.4	37.4	37.4	...	41.2	41.2
스피드메이트	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	...	3.3	3.3
리테일	4.9	5.6	6.5	7.5	8.6	...	282.5	324.9
비용	22.0	22.2	22.4	22.7	22.9	...	29.4	29.7
현가화	2020	2021	2022	2023	2024	...	2049	2050
현대오일뱅크	602.8	37.4	35.5	33.6	31.9	...	9.2	8.7
스피드메이트	47.8	3.0	2.8	2.7	2.5	...	0.7	0.7
리테일	844.8	5.6	6.2	6.7	7.3	...	63.1	68.8
비용	386.1	22.2	21.3	20.4	19.5	...	6.6	6.3
NPV	1,109					...		
순차입금	590					...		
기업가치	519					...		
목표주가(원)	7,500					...		

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

11월 30일 기준(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	n/a	23	63	48	45
매출원가	n/a	-	-	-	1
매출총이익	n/a	23	63	48	44
(매출총이익률, %)	n/a	100	100	100	98
판매 및 일반관리비	n/a	5	14	11	10
영업이익	n/a	18	49	37	36
(영업이익률, %)	n/a	80.0	78.1	77.5	78.5
영업외손익	n/a	-11	-19	-17	-17
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	11	19	17	17
지분법손익	0	-	-	-	-
기타	n/a	-	-	-	-
세전이익	n/a	7	30	20	18
법인세	n/a	-	-	-	-
(법인세율, %)	n/a	-	-	-	-
계속사업이익	0	7	30	20	18
중단사업이익	0	-	-	-	1
순이익	n/a	7	30	20	17
(순이익률, %)	n/a	33.0	47.6	41.8	38.6
지배주주순이익	n/a	7	30	20	17
비지배주주순이익	n/a	-	-	-	1
EBITDA	n/a	20	52	40	39
(EBITDA 이익률, %)	n/a	86.6	83.1	84.3	86.0
EPS (지배주주)	n/a	107	430	285	265
EPS (연결기준)	n/a	107	430	285	265
수정 EPS (원)*	n/a	107	430	285	265

현금흐름표

11월 30일 기준(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	4	23	23
당기순이익	n/a	n/a	7	19	19
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	n/a	-3	4	4
유형자산 감가상각비	n/a	n/a	2	3	3
무형자산 상각비	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	-5	1	1
영업활동 자산부채 변동	n/a	n/a	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	-1,018	-3	-3
유형자산 증감	n/a	n/a	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	1,019	-19	-19
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	679	4	4
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	0	0	0
배당금	n/a	n/a	9	22	22
기타	n/a	n/a	331	-45	-45
현금증감	n/a	n/a	5	1	1
기초현금	n/a	n/a	0	5	6
기말현금	n/a	n/a	5	6	7
Gross cash flow	n/a	n/a	4	23	23
Free cash flow	n/a	n/a	4	23	23

참고: * 일회성 수익(비용) 제외 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

11월 30일 기준(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	n/a	25	7	8	9
현금 및 현금등가물	n/a	23	6	7	8
매출채권	n/a	1	-	-	-
재고자산	n/a	-	-	-	-
기타	n/a	1	1	1	1
비유동자산	n/a	1,016	1,016	1,016	1,016
투자자산	n/a	-	-	-	-
유형자산	n/a	1,016	1,016	1,016	1,016
무형자산	n/a	-	-	-	-
기타	n/a	-	-	-	-
자산총계	n/a	1,023	1,024	1,024	1,025
유동부채	n/a	12	0	0	0
매입채무	n/a	-	-	-	-
단기차입금	n/a	-	-	-	-
기타 유동부채	n/a	6	0	0	0
비유동부채	n/a	676	683	687	691
사채 및 장기차입금	0	586	590	593	598
기타 비유동부채	n/a	67	93	93	93
부채총계	n/a	688	683	687	691
자배주주지분	n/a	353	340	337	334
자본금	n/a	35	35	35	35
자본잉여금	n/a	311	313	313	313
이익잉여금	n/a	7	(5)	(8)	(11)
기타	n/a	(0)	(3)	(3)	(3)
비지배주주지분	n/a	-	-	-	-
자본총계	n/a	353	340	337	334
순부채	n/a	665	677	680	683

재무비율 및 주당지표

11월 30일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	177.3	-24.2	-4.9
영업이익	n/a	n/a	171.0	-24.9	-3.6
순이익	n/a	n/a	300.3	-33.6	-12.2
수정 EPS**	n/a	n/a	300.3	-33.6	-7.1
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	107	430	285	265
EPS (연결기준)	n/a	107	430	285	265
수정 EPS**	n/a	107	430	285	265
BPS	n/a	5,066	4,888	4,841	4,792
DPS (보통주)	n/a	129	487	336	311
Valuations (배)					
P/E***	n/a	44.8	14.8	22.3	24.0
P/B***	n/a	0.9	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	n/a	56.5	21.5	28.0	28.9
비율					
ROE (%)	n/a	2.2	8.5	5.6	5.2
ROA (%)	n/a	0.7	2.8	1.9	1.8
ROIC (%)	n/a	1.8	4.8	3.6	3.6
배당성향 (%)	n/a	120.2	73.6	110.1	125.3
배당수익률 (보통주, %)	n/a	5.4	7.7	5.3	4.9
순부채비율 (%)	n/a	188.5	199.0	201.8	204.8
이자보상배율 (배)	n/a	1.7	2.5	2.2	2.0

2021. 10. 18

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Associate

min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	6,500원	(13.6%)
현재주가	5,720원	
시가총액	1,373억원	
Shares (float)	24,000,000주 (93.7%)	
52주 최저/최고	4,450원/5,830원	
60일-평균거래대금	3.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이지스밸류리츠 (%)	3.1	14.9	19.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	7.5	20.5	-8.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	6,500	6,500	0.0%
2021E EPS	308	308	0.0%
2022E EPS	311	311	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

이지스밸류리츠 (334890)

액티브 운용전략으로 차별화

- 여주 물류센터 편입으로 상장 후 첫번째 추가자산 편입 완료
- 3개 자산 편입을 위한 2차 변경인가 중, 완료 시 AUM은 2.5배 증가한 7,500억원
- 코어자산을 기반으로 알파자산을 편입/매각하는 액티브 운용전략이 차별화 포인트

WHAT'S THE STORY?

여주물류센터 편입으로 완료: 초기 편입자산인 태평로 빌딩(3,629억원)에 이어 3월 여주쿠 팜물류센터(913억원) 편입 완료. 이어 3건의 추가자산 편입을 준비 중. 여주 물류센터 편입으로 포트폴리오 WALE(가중평균 잔여 임대기간)은 2.6년에서 3.9년으로, LTV는 65.7%에서 57.2%로 하락. 코어자산 70%, 알파자산 30% 비중의 포트폴리오 전략을 목표로 함. 성장 섹터는 물류센터, 데이터센터 등을 의미하며 선매입 등 build-to-core 전략을 활용. 여주 쿠 팜물류센터는 선매입을 통해 시세대비 낮은 가격(cap rate 5.4%)에 매입하는 등 자산확보에 있어 경쟁력 입증

2차 변경인가 중: 8월, 2차 변경인가를 신청하고 하반기 편입 목표로 3건, 자산규모 3천억원의 신규 투자 진행 중. 완료 시 총 AUM은 7,500억원으로 상장 당시 대비 2.5배 증가하게 됨. 이천YM물류센터는 이지스자산의 네트워크를 활용, cap rate 5.3%이라는 경쟁력 있는 가격에 매입했으며 임차계약 완료, 곧 사용 승인 예정. 북미 데이터센터 포트폴리오는 12개 데이터센터 equity지분 5.2%에 투자하며 실리콘밸리, 쿼츠, 퀘백 등에 위치. 매입가는 EV/EBITDA 21배로 비교적 경쟁력 있는 가격에 매입했으며 운영사인 Vintage의 개발 예정 자산 500MW 중 탭티어 데이터센터자산에 대한 우선매수협상권 보유. 분당 호스트웨이 데이터센터는 현재 tier3 자산이나 입지적 매력도가 높고 중심상업지역임에도 현재 용적률이 372%에 불과해 향후 2배 이상 용량 증설과 재건축을 통해 가치 증대 예정. 그 외 2022년 상반기 용인복합물류센터 개발 지분과 GBD 지역 중형 오피스(WALE 9년) 편입도 검토 중

액티브 운용전략으로 차별화: 코어자산의 증대된 자산가치를 바탕으로 지속적으로 알파자산에 투자, 적절한 시기에 매각하고 원금을 재투자하는 액티브 전략이 타 리츠와 차별화 포인트. 최초 편입자산인 태평로 빌딩의 가치가 빠르게 상승하고 있지만 추가자산을 자리츠 형태로 편입하는 대형화 전략을 지속함으로써 결국 재간접리츠 규제 역시 탈피 기대 가능 (총 자산 중 집합투자기구가 차지하는 비중이 40% 이하여야 함). 대규모 자산편입 계획에 따라 자본조달이 필요한데 올해는 제3자 배정 유상증자, 2022년에는 기존 주주 유상증자를 계획 중

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
매출액 (십억원)	n/a	40.3	7.6	7.7
영업이익 (십억원)	n/a	39.8	7.4	7.5
순이익 (십억원)	n/a	39.8	7.4	7.5
EPS (adj) (원)	n/a	1,658	308	311
EPS (adj) growth (%)	n/a	n/a	-81.4	1.0
Operating margin (%)	n/a	98.8	97.3	97.3
ROE (%)	n/a	25.8	4.7	4.8
P/E (adj) (배)	n/a	2.9	18.4	18.2
P/B (배)	n/a	0.7	0.9	0.9
ROA (%)	n/a	25.4	4.7	4.8
Dividend yield (%)	n/a	6.7	5.4	5.4

자료: 이지스밸류리츠, 삼성증권 추정

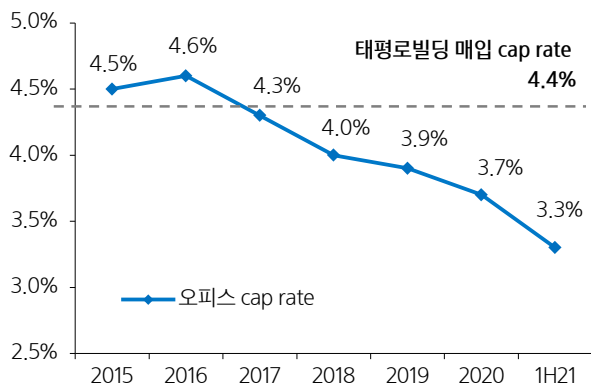
선매입으로 가격 경쟁력 확보

이지스밸류리츠는 자산 편입 시 단순 매입보다 향후 자산가치 증대와 배당수익률 제고가 가능하도록 경쟁력 있는 가격에 매입을 최우선으로 하고 있다. 최초 편입자산인 태평로빌딩의 매입가 기준 cap rate는 4.4%였으며 당시 시장 cap rate 대비 0.7%p 높은 수준이었고 현재 시장 cap rate는 3.3%까지 하락한 상황이다. 시세 감안 시 태평로빌딩의 가치는 매입 시점 대비 33% 상승한 것으로 환산된다. 여주물류센터 역시 선매입으로 cap rate 5.4%에 매입했는데 당시 물류센터 시장 대비 0.4%p 높은 수준이었고 현재 물류센터 시장 평균 cap rate는 4.5%로 대폭 하락했다.

연내 편입할 이천YM물류센터, 분당호스트웨이 물류센터, 북미 데이터센터 포트폴리오도 모두 시장 가격 대비 낮은 가격에 매입을 완료할 전망이다. 이는 이지스자산운용의 네트워크를 활용해 수익계약을 하거나 재건축 등 미래 개발 잠재력을 최대한 활용한 방향으로 전략을 수립했기 때문이다.

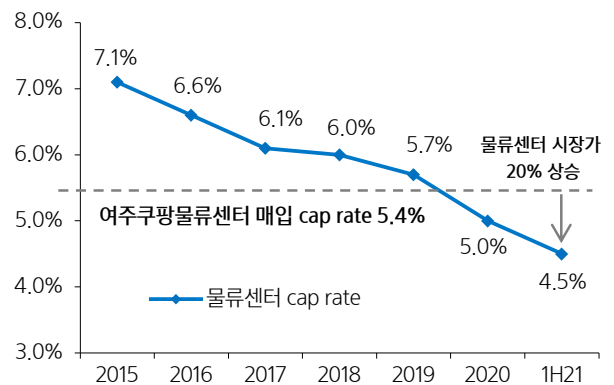
현재 변경인가를 추진 중인 3개 자산 편입이 모두 완료되면 이지스밸류리츠의 자산규모는 상당당시 3,025억원에서 7,500억원으로 2.5배, WALE는 2.6년에서 4.8년으로 증가하게 된다. 단순한 자산 편입이 아닌 미래 확장성과 자산가치 극대화를 목표로 차별화가 예상된다.

그림 1. 오피스 cap rate- 태평로빌딩 cap rate 4.4%에 매입



자료: 이지스밸류리츠, 삼성증권

그림 2. 물류센터 cap rate-여주물류 cap rate 5.4%에 매입



자료: 환경부, 삼성증권

표 1. 이지스밸류리츠 자산(편입 예정 포함) 개요

	이지스97호펀드	로지스틱스리츠	카이트20호리츠	데이터센터 리츠	403호펀드	TBD
투자 시기	최초자산(2H20)	기투자자산(1H21)	신규 투자 자산 (2H21)			신규 파이프라인 (1H22)
투자단계	투자 완료	투자 확정	투자 진행중	투자 진행중	투자 진행중	투자 검토
투자대상	태평로빌딩	여주쿠팡 물류	이천YM 물류	북미DC 포트폴리오	분당 Hostway IDC	용인복합 물류 개발사업
투자전략	코어	알파	알파	코어	알파	코어/알파
WALE	1.6년	5.8년	5년	8.8년	13년	-
편입 시기	2020년	2021년	2021년	2021년	2021년	2022년
투자 예정 기간	10년	(사업계획상) 7년	3년	8년	4년	5년

자료: 이지스밸류리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

2월 28일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	n/a	40.3	7.6	7.7	7.7
분배금수익	n/a	5.0	7.6	7.7	7.7
이자수익	n/a	0.0	0.0		
기타운용수익	n/a	-	-		
운용비용	n/a	0.5	0.2	0.2	0.2
이자비용	n/a	-	-		
운용수수료	n/a	0.2	0.1	0.1	0.1
기타운용비용	n/a	0.3	0.1	0.1	0.1
영업이익	n/a	39.8	7.4	7.5	7.5
영업외손익	n/a	-	-	-	-
법인세차감전순이익	n/a	39.8	7.4	7.5	7.5
법인세비용	n/a	-	-		
법인세율 (%)	n/a	-	-		
비지배주주지분	n/a	-	-		
당기순이익	n/a	39.8	7.4	7.5	7.5

수익률

2월 28일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성(%)					
영업이익률	n/a	98.9	97.2	7.3	97.3
순이익률	n/a	98.9	97.2	97.3	97.3
ROE	n/a	25.8	4.7	4.8	4.8
ROA	n/a	25.8	4.7	4.8	4.8
배당수익률	n/a	6.7	5.4	5.6	5.6
배당성향	n/a	12.7	12.7	100.0	100.0
Valuation(배)					
PER	n/a	2.9	18.4	18.2	18.2
PBR	n/a	0.7	0.9	0.9	0.9

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이지스밸류리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

2월 28일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	n/a	7.5	7.6	7.6	7.6
현금성자산	n/a	6.9	7.0	7.0	7.0
선급비용	n/a	-	-		
선급법인세	n/a	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동자산	n/a	148.8	148.8	148.8	148.8
이지스 97 호 수익증권	n/a	148.8	148.8	148.8	148.8
자산총계	n/a	155.9	156.4	156.4	156.4
유동부채	n/a	0.0	-		
미지급 법인세	n/a				
단기 차입금	n/a				
비유동부채	n/a				
부채총계	n/a				
보통주 자본금	n/a	24.0	24.0	24.0	24.0
자본잉여금	n/a	-	-		
주식발행 초과금	n/a	93.5	93.1	93.1	93.1
이익잉여금	n/a	-	-		
처분 전 이익잉여금	n/a	37.3	39.2	39.2	39.2
자본총계	n/a	154.5	157.0	157.0	157.0
부채와 자본 총계	n/a	154.5	157.0	157.0	157.0

재무비율 및 주당지표

2월 28일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성(% YoY)					
매출증가율	n/a	n/a	-81.1	1.0	1.0
영업이익증가율	n/a	n/a	100.3	1.0	1.0
순이익증가율	n/a	n/a	100.3	1.0	1.0
EPS 증가율	n/a	n/a	100.3	1.0	1.0
주당지표(원)					
EPS	n/a	1,658	308	311	311
BVPS	n/a	6,439	6,540	6,540	6,540
DPS	n/a	210	304	312	312

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Research Associate

min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	7,500원	34.9%
현재주가	5,560원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	242,968,884주 (50.0%)	
52주 최저/최고	4,885원/6,210원	
60일-평균거래대금	21.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
롯데리츠 (%)	-0.2	4.1	8.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	4.4	10.3	-14.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	7,500	7,500	0.0%
2021E EPS	229	229	0.0%
2022E EPS	256	256	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	7,400
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

롯데리츠 (330590)

준채권형 리츠의 강점을 발휘할 시기

- 임대료 총액의 97%가 고정임대료 및 CPI 인상 조건으로 안정적 배당 수익 추구
- 편입된 마트자산의 물류거점화 점포(세미다크/스마트스토어) 추진으로 수익 극대화
- 매년 5~8천억원의 그룹자산 편입 추진, 회사채 추가 발행으로 금리인상 리스크 헤지

WHAT'S THE STORY?

자산 2.3조원의 최대 규모 리츠: 롯데쇼핑의 14개 점포를 편입해 자산규모 2.3조원으로 국내 최대 규모 리츠. 롯데쇼핑은 미래형 점포 전환에 대한 투자 재원을 마련하고 'Asset-light 전략의 일환으로 리츠를 설립. IPO 당시 최초 편입자산은 매년 임대료 1.5%씩 상승 조건, 2021년 신규 편입한 자산은 CPI 연동과 매출연동제 믹스 구조. 임대료 총액의 97%가 고정임대료 및 CPI에 비례한 임대료 상승률에 노출돼 있어, 매출 연동에 따른 임대료 변동 폭은 미미함. 롯데쇼핑이 보유 부동산 전체에 트리플넷 구조로 책임임대차 계약을 맺어 공 실이나 임대료 미납의 리스크가 큰 해외 리테일 리츠와 차별화 뚜렷

보유 자산의 물류 거점화 전략: 롯데쇼핑은 팬데믹 이후 이커머스 중심의 온라인 시장 배송 경쟁력 강화 중. 롯데리츠에 편입된 롯데마트에도 스마트스토어, 세미다크 스토어 등 물류 거점화 점포로 전환 확대 중. 지난 1월 롯데마트 의왕점은 세미다크스토어로 운영 중이며 1~2분기 매출은 전년 대비 22%, 19% 성장하는 성과 시현. 연말 춘천점에 스마트스토어 도입 예정이며 향후 롯데쇼핑과 물류 거점화 점포 확대를 위한 협의를 지속할 것

매년 5~8천억원의 그룹 자산 편입 추진: 현재 ROFO(우선매수청구권)를 확보한 그룹 자산은 롯데쇼핑 8.2조원, 롯데글로벌로지스 0.5조원 등이며 롯데리츠 설립 전 외부에 유동화한 자산들의 편입도 고려 중. 매년 5~8천억원의 자산 편입을 목표로 하고 있으며 2021년 8천억원 규모의 자산을 편입했다 2022년에도 이 수준의 편입을 협의 중. 현재 유상증자 없이 투자자의 이익 극대화를 위해 차입금과 보유 현금을 활용해 자산을 편입하는 방안도 검토 중. 한편 금리 인상을 대비해 타 리츠 대비 낮은 LTV(49%)와 조달금리를 최대한 활용할 계획. 차입금리 0.5%p 상승 시 배당수익률은 0.3%p 하락하는 것으로 추정되나 연평균 1.5%의 임대수익 상승과 회사채 추가 발행 추진으로 충분히 금리 상승 부담을 상쇄할 수 있을 것. 이는 높은 신용등급과 임대수익 안정성에 기반한 타 리츠 대비 확실한 차별점

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익 (십억원)	76	98	104	106
영업이익 (십억원)	48	73	80	79
순이익 (십억원)	31	56	62	61
EPS (adj) (원)	174	229	256	253
EPS (adj) growth (%)	83.3	31.5	11.7	(1.3)
EBITDA margin (%)	78.9	87.8	88.5	86.5
ROE (%)	3.6	5.5	5.2	5.2
P/E (adj) (배)	31.9	24.2	21.7	22.0
P/B (배)	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (배)	32.5	28.7	26.6	26.7
배당수익률 (%)	5.6	5.3	5.8	5.8

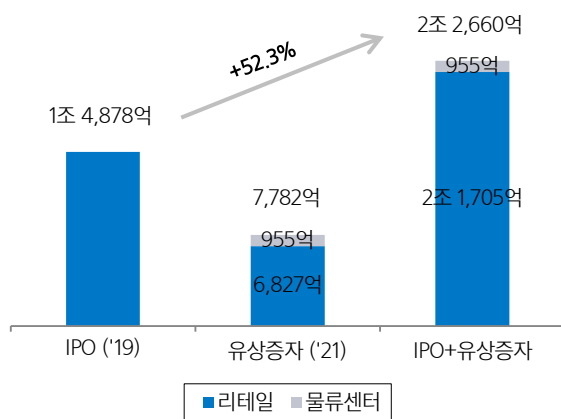
자료: 롯데리츠, 삼성증권 추정

표 1. 금리인상 시 배당 유지 방안

	현재	금리 0.5%p ↑	대응방안	
			임대수익 상승(1.5%)	이자비용 절감
매출	56.1		0.8억 ↑	
이자비용	14.6	1.6억 ↑		0.8억 ↓ (2천억 회사채 발행)
배당가능금액	38.2	1.6억 ↓	0.8억 ↑	0.8억 ↑
배당수익률	6.4%	6.1%(0.3%p ↓)	6.4%	

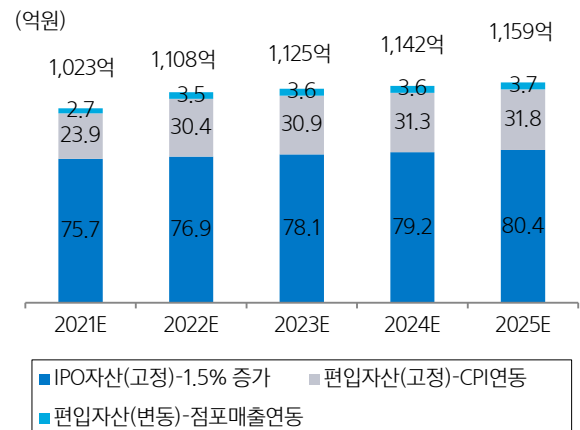
자료: 롯데리츠

그림 1. 상장 후 AUM 변화



자료: 롯데리츠, 삼성증권

그림 2. 임대수익 전망



자료: 롯데리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	24	76	98	104	106
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24	76	98	104	106
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	8	28	24	24	27
영업이익	16	48	73	80	79
(영업이익률, %)	65.5	62.9	75.2	76.8	74.9
영업외손익	-4	-17	-18	-18	-18
금융수익	1	0	0	0	0
금융비용	5	17	18	18	18
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	0	0	0	0
세전이익	12	31	56	62	61
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	12	31	56	62	61
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	12	31	56	62	61
(순이익률, %)	49.4	40.8	57.1	59.8	58.2
지배주주순이익	12	31	56	62	61
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	22	60	86	92	91
(EBITDA 이익률, %)	90.1	78.9	87.8	88.5	86.5
EPS (지배주주)	95	174	244	256	253
EPS (연결기준)	95	174	244	256	253
수정 EPS (원)*	95	174	244	256	253

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	74	36	-3	73	74
당기순이익	12	31	56	62	61
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	22	12	12	12
유형자산 감가상각비	6	12	12	12	12
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	6	10	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	54	0	-71	-1	0
투자활동에서의 현금흐름	-1,117	-6	-2,292	18	18
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	-16	0	0	0
기타	-1,117	10	-2,292	18	18
재무활동에서의 현금흐름	1,061	-35	809	-102	-109
차입금의 증가(감소)	0	2	507	-13	-13
자본금의 증가(감소)	0	0	348	0	0
배당금	-2	-28	-28	-71	-78
기타	1,062	-9	-18	-18	-18
현금증감	17	-5	-1,462	-1	-9
기초현금	0	24	23	24	25
기말현금	17	19	40	41	41
Gross cash flow	24	53	68	74	74
Free cash flow	74	36	-3	73	74

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 롯데리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	24	43	40	41	41
현금 및 현금등가물	17	19	40	41	41
매출채권	0	0	n/a	n/a	n/a
재고자산	0	0	n/a	n/a	n/a
기타	7	24	n/a	n/a	n/a
비유동자산	1,560	1,531	2,292	2,274	2,256
투자자산	0	0	2,292	2,274	2,256
유형자산	0	0	n/a	n/a	n/a
무형자산	0	0	n/a	n/a	n/a
기타	1,560	1,531	n/a	n/a	n/a
자산총계	1,584	1,574	2,332	2,315	2,297
유동부채	7	9	6	6	6
매입채무	0	0	n/a	n/a	n/a
단기차입금	0	0	6	6	6
기타 유동부채	7	9	n/a	n/a	n/a
비유동부채	714	716	1,146	1,132	1,119
사채 및 장기차입금	642	644	1,145	1,132	1,119
기타 비유동부채	73	72	1	0	0
부채총계	722	725	1,152	1,138	1,125
지배주주지분	862	849	1,194	1,190	1,186
자본금	86	86	122	122	122
자본잉여금	766	766	1,078	1,078	1,078
이익잉여금	10	-3	-6	-10	-14
기타	0	0	-0	0	-0
비지배주주지분	0	0	n/a	n/a	n/a
자본총계	862	849	1,194	1,190	1,186
순부채	625	608	1,111	1,097	1,084

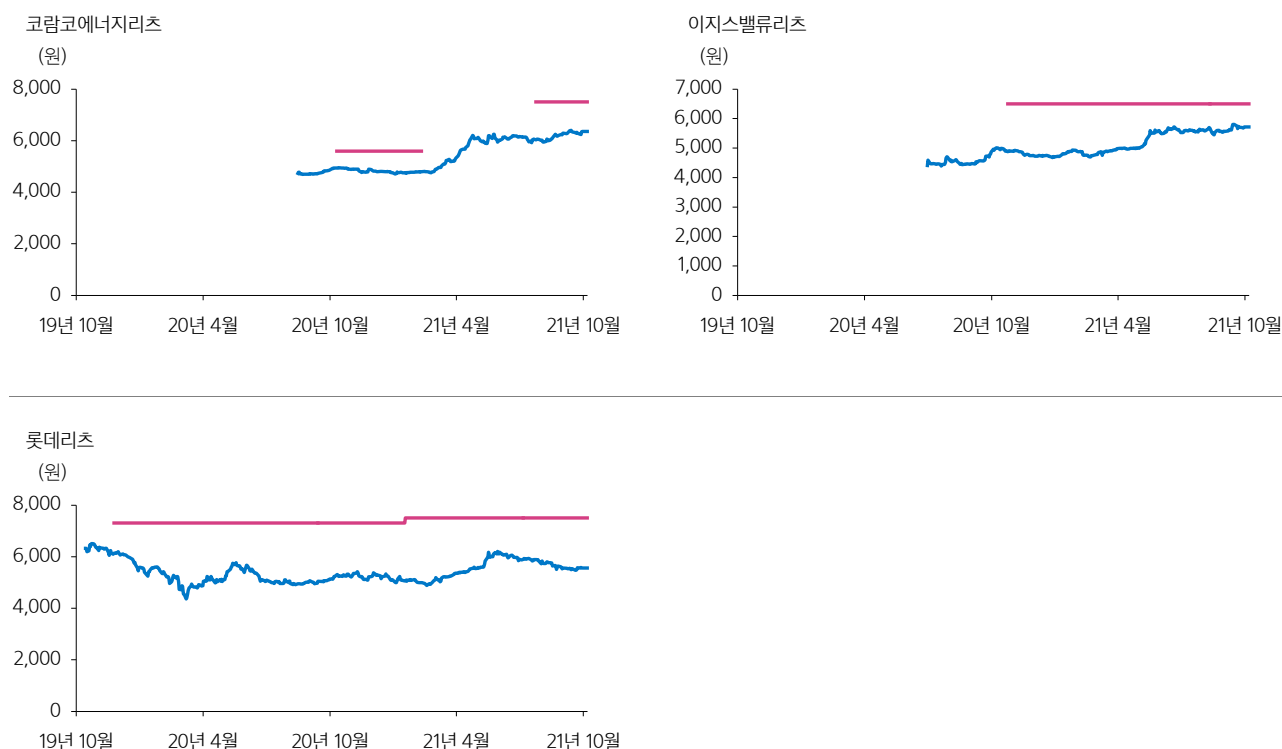
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	n/a	212.0	27.7	6.7	1.5
영업이익	n/a	199.4	52.8	8.9	(1.0)
순이익	n/a	157.5	78.9	11.7	(1.3)
수정 EPS**	n/a	83.3	31.5	11.7	(1.3)
주당지표					
EPS (지배주주)	95	174	229	256	253
EPS (연결기준)	95	174	229	256	253
수정 EPS**	95	174	229	256	253
BPS	4,828	4,754	4,908	4,893	4,875
DPS (보통주)	92	155	297	320	320
Valuations (배)					
P/E***	58.4	31.9	24.2	21.7	22.0
P/B***	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	89.6	32.5	28.7	26.6	26.7
비율					
ROE (%)	1.4	3.6	5.5	5.2	5.2
ROA (%)	0.8	2.0	2.9	2.7	2.7
ROIC (%)	(5,965.8)	(5,918.0)	(10,836.8)	n/a	n/a
배당성향 (%)	137.1	89.3	129.4	124.9	126.5
배당수익률 (보통주, %)	1.7	5.6	5.3	5.8	5.8
순부채비율 (%)	72.5	71.7	93.1	92.2	91.5
이자보상배율 (배)	3.5	2.8	4.1	4.5	4.4

Compliance notice

- 당사는 10월 15일 기준으로 지난 6개월간 롯데리츠의 유상증자에 참여한 적이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 15일 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)

코람코에너지리츠

일 자	2020/10/26	2021/8/9
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	5,600	7,500
과리율 (평균)	-13.84	
과리율 (최대 or 최소)	-11.61	

이지스밸류리츠

일 자	2020/11/9
투자의견	BUY
TP (원)	6,500
과리율 (평균)	
과리율 (최대 or 최소)	

롯데리츠

일 자	2019/12/10	2020/12/10
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	7,305	7,305
과리율 (평균)	-28.16	
과리율 (최대 or 최소)	-15.20	

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 9월 30일 기준
매수 (87.1%) | 중립 (12.9%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / 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