

2023. 9. 26

대체투자팀

이경자

팀장

kyungja.lee@samsung.com

홍진현

Research Associate

jinhyun.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	5,900원	33.8%
현재주가	4,410원	
시가총액	1,781.6억원	
Shares (float)	40,400,000주 (80.2%)	
52주 최저/최고	3,895원/4,990원	
60일-평균거래대금	1.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코람코더원리츠 (%)	-2.5	2.7	-11.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.6	-0.6	-18.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	5,900	5,900	0.0%
2023E EPS	230	230	0.0%
2024E EPS	256	256	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	5,900
Recommendation	4.0

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

코람코더원리츠 (417310)

대출만기는 2025년 말, 고금리 속에서도 배당 인상 중

- 리파이낸싱 시기는 2025년 말, 고금리에 지친 시장에 부각될 강력한 투자 포인트
- 2월 신규 임차인 유치에 따른 임대료 인상으로 2024년 배당은 전년 대비 7% 상승
- 리파이낸싱 금리가 5%일 경우, 인건 임대료 수준 인상만으로도 배당 유지 가능

WHAT'S THE STORY?

대출만기 2025년 말, 임대료는 인상 중: 코람코더원리츠는 여의도 하나증권빌딩을 담은 리츠다. 2020년 말 고정금리(2.55%)로 실행한 담보대출 만기가 2025년 11월이라 최소 2025년까지 배당은 우상향한다. 단일자산 리츠의 약점은 있지만 고금리로 지친 현재 시장에 부각될 강력한 투자포인트다. 2023년 2월, 2개 신규 임차인을 유치해 NOC가 22.6만원으로 기존 대비 5.1% 상승함에 따라 2023년 2분기 배당부터 전망치를 상향한 바 있다. 당시 NOC 인상은 2024년 배당에 더욱 큰 영향을 미쳐, 2024년 배당은 전년 대비 7% 상승할 전망이다. 또한 매년 임대료 인상률이 3%로 책정돼 있어, 임대차 재계약 요인을 배제한 에스컬레이션만으로도 2025년 배당은 전년 대비 최소 3% 증가할 전망이다. 리파이낸싱 시기가 2025년 11월이라 별다른 비용 변수가 없기에 가능한 높은 배당 가시성이다.

Peer 대비 20% 이상 낮은 임대료로 높은 상승 여력: 현재 코람코더원리츠의 평균 NOC는 여의도 권역 내 유사 오피스 대비 20% 이상 낮다. 2025년 말 리파이낸싱 시기까지 면적의 75%에서 임대차 재계약이 이뤄질 예정이라, 충분한 시간을 두고 리파이낸싱에 대비할 수 있다. 현재 오피스 시장의 선순위 대출금리는 5% 초반대로 추정된다. 1) 2025년 리파이낸싱 금리가 5.0%에 형성될 경우: 코람코더원리츠의 NOC가 22.8%, 즉 시장 임대료 수준으로 인상된다면 2024~2025년 배당 수준을 충분히 유지할 수 있다. 2) 5.0%를 상회하는 수준에 금리가 형성될 경우: 23%를 상회하는 임대료 인상이 필요하다. 현재 주요 임차인의 렌트프리가 2~3개월이고 1개월 렌트프리 해소 시 8%의 실질 임대료 인상 효과가 있다. 렌트프리 해소 여력까지 감안 시, 금리 가정이 5%대라면 배당 하락 리스크는 제한적이다.

코어오피스 리츠로 안정성: 국내 오피스 시장은 해외와 달리 강세지만 고금리 장기화, 2027년 일시적 공급 증가 전망 등을 고려하면 중장기적으로 코어오피스 자산에 수요가 쏠릴 전망이다. 하나증권빌딩의 감평가는 매입 당시인 2020년 9월의 평당 2,300만원에서 2023년 초 2,800만원으로 꾸준히 상승해 LTV는 65%에서 54%로 하락했다. 고금리의 장기화로 모든 리츠가 무차별 하락세지만 코어오피스의 안정성에 기반한 높은 임대료 인상 여력, 우수한 재무 건전성을 가진 리츠는 주목해야 한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익 (십억원)	25	28	30	30
영업이익 (십억원)	15	17	18	20
순이익 (십억원)	7	9	10	12
EPS (adj) (원)	204	230	256	293
EPS (adj) growth (%)	n/a	13.1	11.4	14.2
EBITDA margin (%)	74.1	72.7	73.8	75.8
ROE (%)	3.6	4.6	5.2	6.0
P/E (adj) (배)	22.5	19.2	17.2	15.1
P/B (배)	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO (배)	15.7	13.8	12.7	11.7
배당수익률 (%)	6.4	7.2	7.2	7.9

자료: 코람코더원리츠, 삼성증권 추정

표 1. 2025년 말 리파이낸싱 금리 가정에 따른 필요 NOC 인상률 추정

리파이낸싱 금리	2.55%	3.00%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
이자비용 증분 (십억원)	-	1.3	4.2	5.7	7.2	8.6
필요 NOC 인상률	0.0%	4.2%	13.5%	18.1%	22.8%	27.4%

자료: 삼성증권

표 2. 코람코더원리츠 목표주가

구분		수치	비고
하나증권빌딩 손익	NOI (십억원)	21	2023년 추정치
자산가치	매입가 (십억원)	486	2020년 11월
	감평가 (십억원)	591	2023년 2월 기준
	목표가 (십억원)	515	Cap rate 4.0% 적용
Cap rate	매입가	4.2%	
	감평가	3.7%	
	목표가	4.0%	
평당가	매입가 (백만원)	23	
	감평가 (백만원)	26	
	목표가 (백만원)	24	
대출	담보대출	273	고정금리 2.5%, 2025년 만기
	NAV(십억원)	242	
	목표주가(원)	5,900	

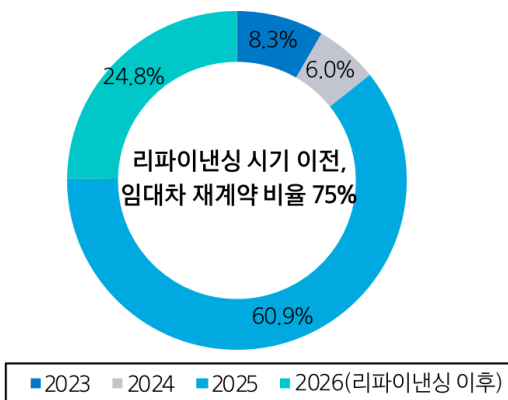
자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

표 3. 하나증권빌딩과 인근 오피스의 NOC 비교

	하나증권 빌딩	전경련 회관	하이투자증권 빌딩	여의도파이낸스타워	오투타워
준공시기	1994	2013	1994 (2012 리모델링)	1994	1998 (2020 리모델링)
연면적(평)	21,122	50,973	14,913	12,810	13,570
입지	여의도역 도보 1분	도보 3분	도보 5분	도보 3분	도보 2분
평균 NOC(원)	267,390	272,768	267,992	266,074	262,726

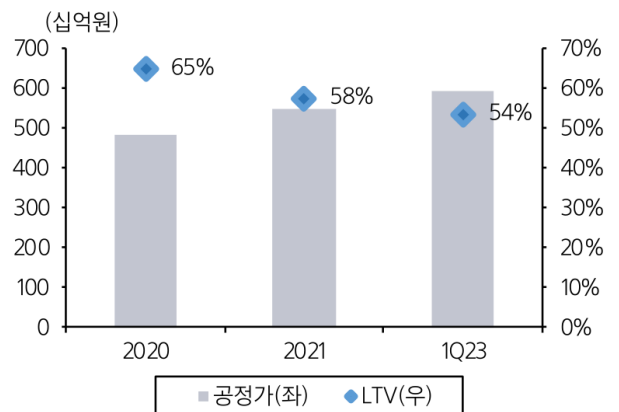
자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

그림 1. 임대차 재계약 시기 구분



자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

그림 2. 코람코더원리츠의 LTV, 리츠 업계 평균 하회



자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

11월 30일 기준 (십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업수익	25	28	30	30	31
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25	28	30	30	31
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	10	11	11	11	11
영업이익	15	17	18	20	20
(영업이익률, %)	61.4	60.0	61.4	64.6	65.2
영업외손익	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	8	8	8	8
자본법손익	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	0	(0)	0
세전이익	7	9	10	12	12
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	7	9	10	12	12
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	7	9	10	12	12
(순이익률, %)	29.6	32.8	35.0	38.8	39.8
지배주주순이익	7	9	10	12	12
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	19	21	22	23	24
(EBITDA 이익률, %)	74.1	72.7	73.8	75.8	76.2
EPS (지배주주)	204	230	256	293	306
EPS (연결기준)	204	230	256	293	306
수정 EPS (원)*	204	230	256	293	306

현금흐름표

11월 30일 기준 (십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	8	2	1	1	3
당기순이익	7	9	10	12	12
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	4	4	3	3
유형자산 감가상각비	3	4	4	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	8	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	(2)	(3)	(5)	(6)	(5)
투자활동에서의 현금흐름	0	0	0	0	0
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(12)	(11)	(11)	(11)	(11)
차입금의 증가(감소)	n/a	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	n/a	0	0	0	0
배당금	(12)	(13)	(13)	(14)	(15)
기타	n/a	2	2	3	4
현금증감	(4)	(0)	(0)	0	1
기초현금	6	2	2	2	2
기말현금	2	2	2	2	3
Gross cash flow	19	13	14	15	16
Free cash flow	8	2	1	1	3

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

재무상태표

11월 30일 기준 (십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	7	7	7	7	8
현금 및 현금등가물	2	2	2	2	3
매출채권	3	3	3	3	3
재고자산	0	0	0	0	0
기타	2	2	2	2	2
비유동자산	510	507	504	501	498
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	509	507	504	501	498
자산총계	517	514	511	508	506
유동부채	6	6	6	6	6
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	6	6	6	6	6
비유동부채	305	306	306	305	305
사채 및 장기차입금	292	292	292	292	292
기타 비유동부채	13	14	14	13	13
부채총계	311	312	312	311	311
지배주주지분	206	202	200	197	195
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	111	111	111	111	111
이익잉여금	75	71	69	66	64
기타	0	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	206	202	200	197	195
순부채	288	288	288	288	287

재무비율 및 주당지표

11월 30일 기준	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
영업수익	n/a	12.5	4.4	3.0	1.9
영업이익	n/a	9.9	7.0	8.4	2.8
순이익	n/a	24.8	11.4	14.2	4.4
수정 EPS**	n/a	13.1	11.4	14.2	4.4
주당지표					
EPS (지배주주)	204	230	256	293	306
EPS (연결기준)	204	230	256	293	306
수정 EPS**	204	230	256	293	306
BPS	5,105	5,007	4,946	4,888	4,828
DPS (보통주)	291	317	317	351	366
Valuations (배)					
P/E***	22.5	19.2	17.2	15.1	14.4
P/B***	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO (배)	15.7	13.8	12.7	11.7	11.3
비율					
ROE (%)	3.6	4.6	5.2	6.0	6.3
ROA (%)	1.4	1.8	2.0	2.3	2.4
ROIC (%)	(482.9)	(617.8)	(845.9)	(985.7)	(1,013.3)
배당성향 (%)	142.8	137.9	123.7	119.6	119.8
배당수익률 (보통주, %)	6.4	7.2	7.2	7.9	8.3
순부채비율 (%)	139.7	142.4	144.1	145.8	147.1
이자보상배율 (배)	1.9	n/a	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 당사는 2023년 9월 25일 현재 코람코더원리츠의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 9월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 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	2022/5/24	2023/3/30
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	7100	5900
과리율 (평균)	-31.65	
과리율 (최대or최소)	-11.83	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 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 2023.06.30

매수(79.9%) 중립(20.1%) 매도(0%)

Samsung Securities

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**
Powered by the S&P Global CSA