

2023. 3. 30

## 대체투자팀

이경자

팀장

kyunjja.lee@samsung.com

## 코람코더원리츠 (417310)

## 배당 계획 인상, 인플레이션에 강한 오피스 리츠의 속성

- 2023년 5월부터 2024년 2월 배당금 목표치 7% 인상, 목표 배당수익률 40bp 상향
- 공실 해소와 신규 임차인과의 계약에서 임대료 인상에 따른 것
- 탄력적인 임대료 인상으로 인플레이션 헤지에 강한 오피스 리츠의 장점을 입증

## WHAT'S THE STORY?

**임대료 인상으로 배당 상향:** 코람코더원리츠는 2023~2024년(FY 18~21, 2,5,8,11월 분기배당 리츠) 예상 배당금을 기존 계획 대비 7% 인상하며 연평균 목표 배당수익률을 40bp 상향. 이는 1) 공실이던 1,2층에 신규 임차인을 유치하며 공실을 해소했고 2) 주요 임차인 중 하나인 3M이 임차면적을 줄이는 대신, '퀴네앤드나겔'(독일 물류기업)과 '디이그레큐티브센터'를 신규 임차인으로 유치하며 임대료를 시장 수준으로 현실화했기 때문. 5월부터 임대수익이 본격적으로 증가하기 시작해 2023년(2024년 2월) 영업이익은 기존 전망치 대비 8% 증가할 전망. 2022년 상장 당시 2025년 만기의 고정금리 2.5%로 담보대출을 실행했으므로 비용 변동요인은 없음. 또한 2023년 12월, 임차면적의 8%에 해당하는 임차인과의 계약 재계약이 예정돼 있어 추가적인 배당 상향 여지가 있음

**인플레이션에 강한 오피스:** 공급 부족과 꾸준한 수요 증가로 서울 오피스 시장은 글로벌 시장 중 유일하게 강한 펀더멘털을 보이고 있음. 국내 오피스 리츠는 미국 SVB 파산 이후 불거진 글로벌 상업용 부동산 리스크와 관련이 없음에도センチ멘트 악화로 인해 저평가된 상황. 2022년 서울 오피스의 실질 임대료 인상률은 13.4%였으며 2023년 9%로 전망. 시장 상황을 반영해 코람코더원리츠를 비롯, 국내 오피스 리츠의 임대료 인상은 순조롭게 이뤄지고 있으며 고금리 시기에 주주 배당을 유지하거나 인상하는 사례가 나타나고 있음. 국내 오피스 리츠는 탄력적인 임대료 인상으로 인플레이션 헤지의 속성을 보여주는 대표 자산군

**시장 침체기 보여준 organic growth:** 목표주가를 5,900원으로 17% 하향. 기존에 적용한 목표 cap rate는 3.7%로 2021년 12월 감평가를 반영했으나 2022년부터 본격화된 금리 상승을 반영해 2023년 서울 오피스 시장도 소폭 cap rate 상승이 불가피할 것으로 판단하기 때문. 수정된 목표 cap rate는 4.0%로 2022년 4분기 서울 평균인 3.8% 대비 20bp 높은 수준. 금리 상승으로 NAV를 조정했으나 이번 배당 인상 사례에서 입증했듯, 우수한 임대차 관리와 자산의 밸류업으로 주주가치 제고가 지속될 것으로 예상. 이는 궁극적으로 배당수익률 7.3%의 과도한 밸류에이션 할인을 축소하는 요인으로 작용할 것

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익 (십억원)	25	28	30	30
영업이익 (십억원)	15	17	18	19
순이익 (십억원)	7	9	10	11
EPS (adj) (원)	204	230	256	271
EPS (adj) growth (%)	n/a	13.1	11.4	5.6
EBITDA margin (%)	74.1	72.7	73.8	75.1
ROE (%)	3.6	4.6	5.2	5.5
P/E (adj) (배)	22.5	19.0	17.0	16.1
P/B (배)	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO (배)	15.7	13.7	12.6	12.3
배당수익률 (%)	6.4	7.3	7.5	7.5

자료: 코람코더원리츠, 삼성증권 추정

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	5,900원	35.2%
현재주가	4,365원	
시가총액	1,763.5억원	
Shares (float)	40,400,000주 (80.2%)	
52주 최저/최고	3,895원/6,640원	
60일-평균거래대금	2.0억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코람코더원리츠 (%)	-4.8	-3.9	-19.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.0	-14.6	-9.7

## ▶ KEY CHANGES

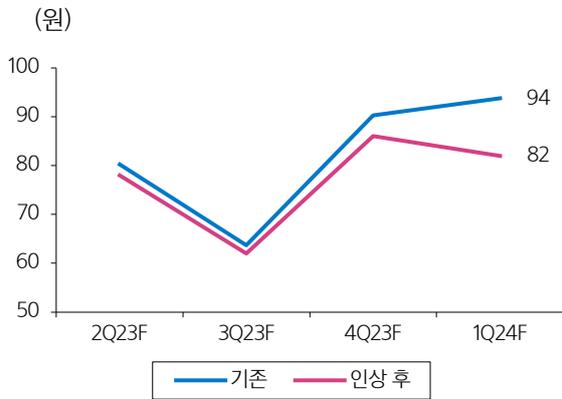
(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	5,900	7,100	-16.9%
2023E EPS	230	230	0.0%
2024E EPS	256	256	0.0%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	5,900
Recommendation	4.0

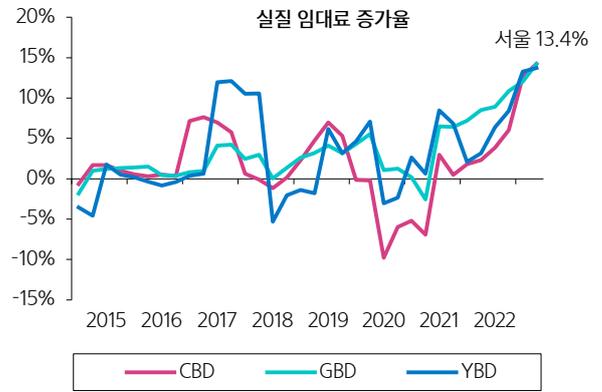
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

그림 1. 코람코더원리츠 DPS 추이



자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

그림 2. 서울 오피스 권역별 실질 임대료 상승률



자료: 젠스타메이트, 삼성증권

표 2. 코람코더원리츠 목표주가 변경

구분		수치	비고
하나증권빌딩 손익	NOI (십억원)	21	2023년 추정치
자산가치	매입가 (십억원)	486	2020년 11월
	감평가 (십억원)	550	2021년 12월 기준, 2020년 9월 기준 5,250억원
	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 2. 코람코더원리츠 분기실적 추정

구분 (십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	2022	2023F	2024F	2025F
영업수익	4.6	6.8	6.9	6.9	7.0	6.9	7.1	7.3	7.4	7.4	7.4	7.4	25.2	28.3	29.6	29.6
영업비용	1.8	2.2	3.4	2.4	2.7	2.6	3.5	2.6	2.6	2.6	3.6	2.7	9.7	11.3	11.4	10.8
영업이익	2.8	4.6	3.5	4.5	4.3	4.3	3.7	4.7	4.8	4.8	3.8	4.7	15.5	17.0	18.2	18.8
영업외비용	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	8.1	7.8	7.9	8.0
당기순이익	0.7	2.6	1.6	2.6	2.5	2.4	1.7	2.8	2.9	2.8	1.9	2.8	7.4	9.3	10.4	10.9
배당금	2.5	3.4	2.4	3.5	3.4	3.2	2.6	3.6	3.8	3.2	2.6	3.6	11.8	12.8	13.2	13.2
DPS(원)	62	84	60	85	83	80	64	90	94	80	64	90	291	317	328	328

자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

## 포괄손익계산서

11월 30일 기준 (십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업수익	25	28	30	30	30
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	25	28	30	30	30
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	10	11	11	11	11
영업이익	15	17	18	19	19
(영업이익률, %)	61.4	60.0	61.4	63.6	64.2
영업외손익	-8	-8	-8	-8	-8
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	8	8	8	8
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-0	0	0	0
세전이익	7	9	10	11	11
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	7	9	10	11	11
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	7	9	10	11	11
(순이익률, %)	29.6	32.8	35.0	37.0	37.9
지배주주순이익	7	9	10	11	11
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	19	21	22	22	23
(EBITDA 이익률, %)	74.1	72.7	73.8	75.1	75.5
EPS (지배주주)	204	230	256	271	283
EPS (연결기준)	204	230	256	271	283
수정 EPS (원)*	204	230	256	271	283

## 현금흐름표

11월 30일 기준 (십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	8	2	1	0	2
당기순이익	7	9	10	11	11
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	0	0	0	0	0
기타	-0	0	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-12	-11	-11	-11	-11
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-12	-13	-13	-13	-13
기타	0	2	2	2	2
현금증감	-4	-0	-0	0	1
기초현금	6	2	2	2	2
기말현금	2	2	2	2	3
Gross cash flow	19	13	14	14	15
Free cash flow	8	2	1	0	2

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 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	199	197	195
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	111	111	111	111	111
이익잉여금	75	71	68	66	64
기타	0	0	0	0	-0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	206	202	199	197	195
순부채	288	288	288	288	287

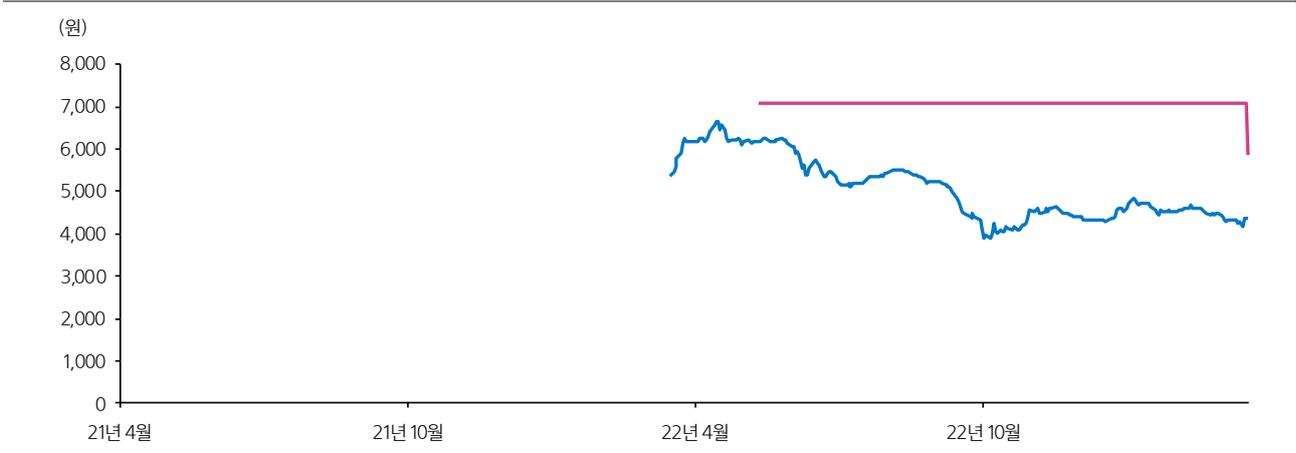
## 재무비율 및 주당지표

11월 30일 기준	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
영업수익	n/a	12.5	4.4	-0.0	1.9
영업이익	n/a	9.9	7.0	3.5	2.8
순이익	n/a	24.8	11.4	5.6	4.6
수정 EPS**	n/a	13.1	11.4	5.6	4.6
주당지표					
EPS (지배주주)	204	230	256	271	283
EPS (연결기준)	204	230	256	271	283
수정 EPS**	204	230	256	271	283
BPS	5,105	5,007	4,935	4,878	4,835
DPS (보통주)	291	317	328	328	327
Valuations (배)					
P/E***	22.5	19.0	17.0	16.1	15.4
P/B***	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO (배)	15.7	13.7	12.6	12.3	11.9
비율					
ROE (%)	3.6	4.6	5.2	5.5	5.8
ROA (%)	1.4	1.8	2.0	2.1	2.3
ROIC (%)	-482.9	-617.8	-845.9	-940.8	-967.6
배당성향 (%)	142.8	137.9	127.8	121.1	115.4
배당수익률 (보통주, %)	6.4	7.3	7.5	7.5	7.5
순부채비율 (%)	139.7	142.4	144.4	146.1	146.9
이자보상배율 (배)	1.9	n/a	n/a	n/a	n/a

**Compliance notice**

- 당사는 2023년 3월 29일 현재 코람코더널리츠의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 3월 29일 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 (₩)	7100	5900
과리율 (평균)	-31.65	
과리율 (최대or최소)	-11.83	

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** 2022.12.31

매수(80.6%) 중립(19.4%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

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