

리츠

저는 다 계획이 있어요



Contents

I. Executive Summary	2
II. 리츠의 기초 수립	6
1. 영업환경 점검	
2. 리츠 설립 후 장부 맞추기	
3. 회사 운영 후 손익계산서 맞추기	
III. Refinancing 전략	15
1. 상장 리츠 차입금 현황	
2. 이자비용 증가 현실화	
3. Cost 감소: Refinancing 전략	
4. P x Q 증가: 주요 섹터 자산 임대율 양호	
기업분석	27
ESR켄달스퀘어리츠(365550)	
롯데리츠(330590)	
SK리츠(395400)	
신한알파리츠(293940)	
디앤디플랫폼리츠(377190)	
NH올원리츠(400760)	
이지스레지던스리츠(350520)	



리포트 작성 목적

- 가상의 리츠를 직접 설립해 리츠의 기본 구조에 대한 이해도 증진
- 금리 상승기 리츠의 배당수익률 변화와 방어 전략 점검
- Top pick: 신한알파리츠(293940)

I. Executive summary

임대료 수익보다
담보대출 잔액이 커
인플레이션 방어주 역할
약화

리츠의 영업환경이 나빠졌다. 금리가 상승하고 있기 때문이다. 배당성향이 100% 이상인 국내 상장 리츠는 장부에 현금을 남기지 않기 때문에 본업인 부동산 투자 시 대주단을 꾸려 자금을 조달한다. 이러한 부동산투자회사의 원재료 조달 금리가 오르면서 기존 자산과 신규 편입 자산의 기대 수익률이 하락하기 시작했다. 임대료 수익이 전년도 물가상승률에 연동해 증가하기 때문에 인플레이션 방어자산으로 주목받기도 했다. 그러나 현재 상장 리츠 주가가 약세인 것은 회기마다 발생하는 임대료 수익보다 담보대출 잔액이 크다는 점을 시장에서 인식했기 때문이다.

가상의 리츠 설립
배당수익률 변화 실험

업종에 구분없이 모든 회사는 원재료 구매 전략을 수립해 원가 부담을 최소화한다. 리츠도 마찬가지다. 금리 상승으로 인한 이자비용 부담을 온전히 감내하지 않는다는 의미다. 리츠마다 편입 자산이 다르고 조달 환경도 다르지만, refinancing 전략을 수립하고 대응하면서 투자자 배당을 지키려고 노력한다. 본문에서는 가상의 리츠를 설립해 대조군을 만들고, 만기 후 조달 금리를 바꿔가면서 배당수익률에 미치는 영향도를 점검했다. 또한 refinancing 전략을 세 가지 소개하고 그에 따라 배당수익률이 어떻게 변하는지에 관해 실험했다.

Top pick:
신한알파리츠(293940)
순수 오피스 리츠
자산가치 급상승 주목

커버리지 리츠 7개를 선정해 refinancing 일정과 영향도를 체크했다. Top pick은 신한알파리츠(293940)다. 영업레버리지가 큰 리츠가 금리 상승기에 배당가능이익을 지켜내기 위해서는 임대료 수익이 감소해선 안된다. 자산별 임대율과 면적당 임대료, 공급 현황을 점검한 결과 서울수도권 오피스 자산이 가장 우수했다. 판교 크래프트온 타워를 비롯해 중심지역 내 7개 오피스를 보유한 신한알파리츠의 강점이 부각되는 시기다. 자산 편입 후 모든 자산의 감정평가액이 매입가 대비 증가하면서 구사할 수 있는 refinancing 전략도 다양해져 2023년(11기)까지 DPS가 꾸준히 우상향 할 것이다.

〈표 1〉 커버리지 리츠 차입금 내역과 Valuation 정리

구분	계산(출처)	단위	ESR켄달 A365550	롯데 A330590	SK A395400	신한알파 A293940	디앤디플랫폼 A377190	NH올원 A400760	이지스 A350520
섹터			물류센터	리테일	오피스/주유소	오피스	오피스/물류	오피스/물류	주거
Debt profile									
차입금	담보대출+사채	억원	10,715	11,370	13,619	13,455	4,725	3,022	550
담보대출	선순위+중순위	억원	10,715	9,360	13,619	13,455	4,725	3,022	550
	선순위	억원	10,715	9,360	13,619	13,105	4,725	2,862	550
	중순위	억원	-	-	-	350	-	160	-
	담보부사채+무보증사채	억원	-	2,010	-	-	-	-	-
	담보부사채	억원	-	1,700	-	-	-	-	-
사채	무보증사채	억원	-	310	-	-	-	-	-
상환일정		억원	10,715	11,370	13,619	13,455	4,725	3,022	550
2022	최근 회기 반기/사업	억원	-	1,700	-	-	-	-	-
2023	최근 회기 반기/사업	억원	2,550	9,670	1,200	3,550	-	1,942	550
2024	최근 회기 반기/사업	억원	3,378	-	10,519	1,025	617	-	-
2025	최근 회기 반기/사업	억원	3,642	-	1,900	1,490	4,108	1,080	-
2026	최근 회기 반기/사업	억원	1,145	-	-	7,390	-	-	-
배당수익률		%/년	3.8	5.2	3.8	5.1	5.2	4.7	4.8
DPS	2개 회기 합산/기준가	원/주	267	313	273	406	277	253	275
FY+1		원/주	132	162	68	187	151	130	133
	FY+2	원/주	135	150	68	219	126	123	142
기준가	2022년 5월 27일 증가	원/주	7,030	5,990	7,180	7,960	5,330	5,320	5,750
P/NAV (목표)	시가총액/NAV	배	0.9	-	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
시가총액	2022년 5월 27일 증가	억원	14,980	-	11,130	5,877	3,433	2,245	1,185
목표 NAV	추정	억원	16,166	-	14,648	7,358	5,184	3,130	1,496
주당 NAV	NAV/발행주식총수	원/주	7,600	-	7,800	10,000	6,800	7,400	7,300
목표 NAV	추정	억원	16,166	-	14,648	7,358	5,184	3,130	1,496
발행주식총수	기존 + 유상신주	백만주	213	-	187	74	76	42	21
기존	최근 회기 반기/사업	백만주	213	-	155	52	64	42	21
유상신주	회기 중 변동 내역 반영	백만주	-	-	32	22	12	-	-
현재주가	2022년 5월 27일 증가	원/주	7,030	-	7,180	7,960	5,330	5,320	5,750
상승여력		%	8.1	-	8.6	25.6	27.6	39.1	27.0

주: 롯데리츠는 배당할인모형으로 적정가치 평가
 자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

〈표 2〉 국내 상장 리츠 투자대상 및 기초 자산 내역

(단위: 십억원)

번호	종목	섹터	기초자산	투자대상 (Hard/Soft)	비유동자산
1	에이리츠	주거	e편한세상 문래	실물자산	
		주거	왕십리KCC스위첸	실물자산	
		주거	영등포구청역 계룡리슈빌	실물자산	
		주거	영등포 메이준2011	실물자산	
합계					15
2	케이탑리츠	오피스	AJ빌딩, AJ비전타워	실물자산	
		오피스	완정빌딩	실물자산	
		오피스	화정빌딩	실물자산	
		오피스	미원빌딩	실물자산	
		오피스	서초빌딩	실물자산	
		오피스	김포빌딩	실물자산	
		오피스	주디스태화 본관빌딩 지하	실물자산	
합계					240
3	모두투어리츠	리테일	해동본타워 부동산펀드	실물자산	
		리테일	홈플러스 리테일 부동산펀드	실물자산	
		호텔	스타즈호텔 명동 1호점	실물자산	
		호텔	스타즈호텔 명동 2호점	실물자산	
		호텔	스타즈호텔 동탄점	실물자산	
		호텔	스타즈호텔 독산점	실물자산	
합계					72
4	이리츠코크렙	리테일	NC야탑점	실물자산	
		리테일	뉴코아 일산점	실물자산	
		리테일	뉴코아 평촌점	실물자산	
		리테일	2001 아울렛 중계점	지분증권(KB와이즈스타6호리츠)	
		리테일	2001 아울렛 분당점	지분증권(KB와이즈스타6호리츠)	
합계					680
5	신한알파리츠	오피스	판교 크래프톤타워	실물자산	
		오피스	웅산 더프라임타워	지분증권(신한알파용산리츠)	
		오피스	남대문로 대일빌딩	지분증권(신한알파광교리츠)	
		오피스	트윈시티 남산 오피스빌딩	지분증권(신한알파남산리츠)	
		오피스	신한L타워	지분증권(신한케이제1호리츠)	
		오피스	삼성화재 역삼빌딩	지분증권(신한알파역삼리츠)	
		오피스	와이즈타워	지분증권(신한케이제2호리츠)	
합계					1,851
6	롯데리츠	리테일	롯데백화점 창원점	실물자산	
		리테일	롯데마트 의왕점	실물자산	
		리테일	롯데마트 장유점	실물자산	
		리테일	롯데백화점 구리점	실물자산	
		리테일	롯데마트/아울렛 (서)청주점	실물자산	
		리테일	롯데마트/아울렛 대구율하점	실물자산	
		리테일	롯데백화점 강남점	실물자산	
		리테일	롯데백화점 광주점	실물자산	
		리테일	롯데백화점 중동점	실물자산	
		리테일	롯데백화점 안산점	실물자산	
		리테일	롯데마트 계양점	실물자산	
		리테일	롯데마트 경기양평점	실물자산	
		리테일	롯데프리미엄아울렛 이천점	실물자산	
		리테일	롯데마트 춘천점	실물자산	
		리테일	롯데마트몰 김포물류센터	실물자산	
합계					2,338
7	NH프라임리츠	오피스	서울스퀘어	수익증권(ARA코리아전문사모1호)	
		오피스	강남N타워	지분증권(케이비강남1호리츠)	
		오피스	삼성물산 서초사옥	수익증권(현대인베스트먼트전문사모38호)	
		오피스	삼성SDS타워	수익증권(유경전문사모GMK11호)	
합계					92

번호	종목	섹터	기초자산	투자대상 (Hard/Soft)	비유동자산
8	이지스밸류리츠	오피스	태평로 빌딩	수익증권(이지스전문사모97호)	
		물류센터	여주 쿠팡 물류센터	지분증권(이지스로지스틱스리츠)	
		물류센터	이천YM물류센터	지분증권(카이트20호리츠)	
		데이터센터	북미 12개 DC 포트폴리오	지분증권(이지스데이터센터리츠)	
		데이테센터	분당Hostway IDC	지분증권(이지스데이터센터리츠)	
합계					184
9	미래에셋맵스리츠	리테일	광교센트럴푸르지오시티 상업시설	실물자산	
합계					287
10	이지스레지던스리츠	주거	더샵 부평 센트럴시티 3,578세대	지분증권(이지스전문사모151호)	
		주거	홍대 코리빙 복합시설	수익증권(이지스일반사모331호)	
		주거	디어스 명동	수익증권(이지스전문사모333호)	
		주거	디어스 판교(판교아이스퀘어 C1 오피스텔)	지분증권(이지스전문사모200호)	
합계					162
11	제이알글로벌리츠	오피스	벨기에 브뤼셀 파이낸스타워	지분증권(제이알 제26호)	
		오피스	미국 뉴욕 맨해튼 오피스	지분증권(제이알 제28호)	
합계					1,883
12	코람코에너지리츠	특수(주유소)	현대오일뱅크 주유소 186개	실물자산	
합계					916
13	ESR켄달스퀘어리츠	물류센터	이천 물류센터1	수익증권(켄달스퀘어전문사모6호)	
		물류센터	이천 물류센터4	수익증권(켄달스퀘어전문사모7호)	
		물류센터	웅인 물류센터2	수익증권(켄달스퀘어전문사모8호)	
		물류센터	평택 물류센터	수익증권(켄달스퀘어전문사모11호)	
		물류센터	웅인 물류센터3(웅인BRIC물류센터)	수익증권(켄달스퀘어전문사모18호)	
		물류센터	부천저온물류센터	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	고양 물류센터	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	웅인 물류센터1	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	이천 물류센터2	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	이천 물류센터3	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	김해 물류센터1	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	안성 물류센터1	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)	
		물류센터	김해 물류센터2	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)	
		물류센터	안성 물류센터2	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)	
		물류센터	안성 물류센터3	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)	
		물류센터	안성 물류센터4	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)	
		물류센터	이천 물류센터5	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)	
		물류센터	이천 물류센터6	지분증권(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)	
합계					2,200
14	디앤디플랫폼리츠	오피스	세미콜론 문래	지분증권(세미콜론문래리츠)	
		물류센터	백암 FASSTO 1센터	지분증권(디디아이백암로지스틱스리츠)	
		물류센터	아마존 재팬 허브 물류센터	수익증권(이지스글로벌전문사모300호)	
합계					736
15	SK리츠	오피스	SK 서린빌딩	실물자산	
		주유소	SK 주유소 116개	지분증권(클린에너지리츠)	
합계					1,860
16	NH올원리츠	오피스	분당스퀘어	실물자산	
		오피스	에이원타워 당산	지분증권(엔에이치3호리츠)	
		오피스	에이원타워 인계	지분증권(엔에이치3호리츠)	
		물류센터	도지물류센터	지분증권(엔에이치5호리츠)	
합계					496
17	미래에셋글로벌리츠	물류센터	Amazon Houston	지분증권(미래에셋글로벌1호리츠)	
		물류센터	FedEx Tampa	지분증권(미래에셋글로벌1호리츠)	
		물류센터	FedEx Indianapolis	수익증권(미래에셋맵스미국17-1호)	
합계					297
18	신한서부티엔디리츠	리테일	인천 스퀘어원 복합쇼핑몰	실물자산	
		호텔	웅산 그랜드머큐어 호텔&레지던스	지분증권(신한서부티엔디1호리츠)	
합계					540
19	코람코더원리츠	오피스	하나금융투자빌딩	실물자산	
합계					512

자료: 각 리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

II. 리츠의 기초 수립

1. 영업환경 점검

조달 금리 상승
Cap.Rate 하락
스프레드 축소
영업환경 악화

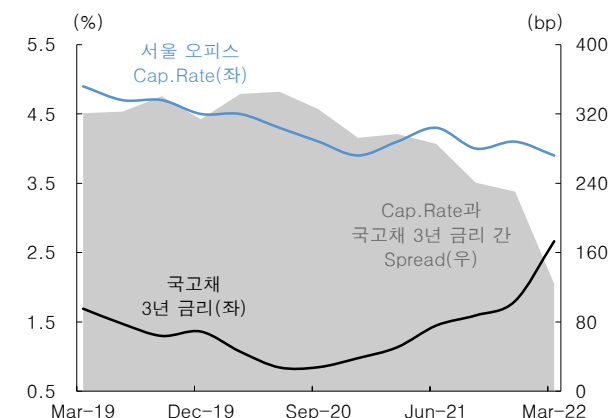
인플레이션의 그림자에서 리츠(REITs)도 자유롭지 못한 모습이다. 상승하는 금리에 돈 값은 치솟고 있는데, 이 돈을 원재료로 영업하는 곳이 리츠이기 때문이다. 국내 위탁관리리츠 16개는 3년만기 국고채 금리가 3% 미만일 때 유가증권 시장에 상장했다. 공모 전 자산 편입 시기와 상장일 간 시차가 존재하는 점을 감안하면, 실제 자산 매입 대금을 결제하기 위해 조달한 담보대출 금리는 2% 중반보다 낮았을 것이다. Cap.Rate(이하 Cap)이 4.5%인 오피스를 LTV 65%, All-in 연 2.83%에 조달해서 편입하면, 해당 오피스 편입으로 연간 266bp를 남겨 배당재원으로 활용할 수 있었다. 그러나 조달 금리가 상승하는 동안 자산 가격 상승으로 시장 Cap은 하락했고, 좁아져 가는 스프레드에 리츠의 영업환경은 더 어려워졌다.

[그림 1] 만기별 국채 금리와 위탁관리리츠 누적 상장 수



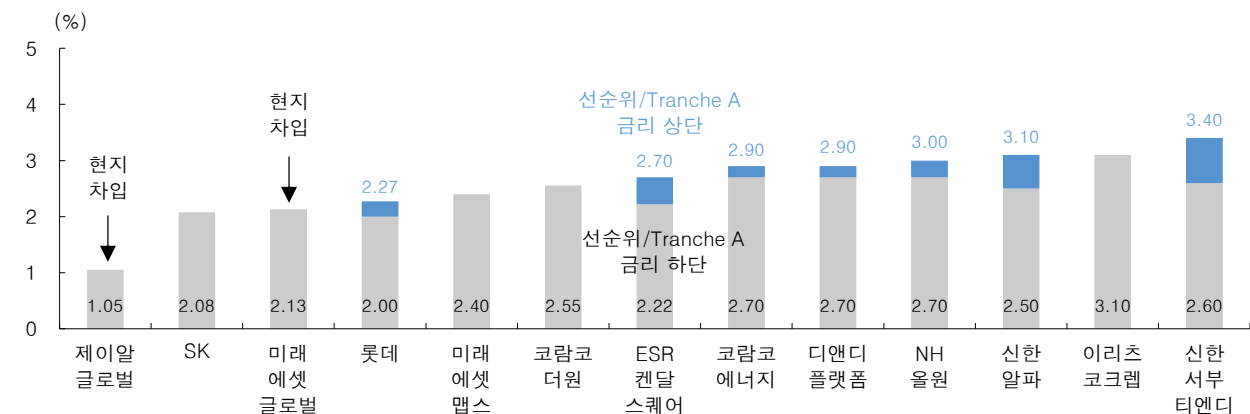
주: 이리츠코크렙은 기업구조조정리츠이지만 위탁관리리츠 범주에 포함
자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 2] Cap.Rate 스프레드 346bp에서 123bp까지 축소



자료: Dataguide, GenstarMate, 한국투자증권

[그림 3] 국내 주요 상장 리츠 선순위 담보대출 금리 2~3% 사이



주: 이지스밸류리츠의 대출금리는 변동 조건으로 CD금리+1.68%
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

**배당성향이
100% 이상인 리츠**

리츠는 장부에 현금을 남기지 않는다. 부동산투자회사법에 따라 위탁관리리츠는 배당가능이익의 90% 이상을 의무적으로 배당하기 때문이다. 모든 위탁관리리츠들이 당기순이익에 감가상각비까지 더해 초과배당하고 있으며, 법인세법 제51조에 따라 과세대상 소득금액과 배당총액을 상계해 법인세를 감면 받는다. 투자자들에 약속한 배당 재원을 확보하기 위해 자산 매입 대금보다 초과 조달한 현금을 남겨놓을 수 있지만 리츠의 영업으로 생겨난 결과물은 아니다.

**자산 편입 시
자금 조달 필수**

상장 리츠는 영속하는 회사다. 수익자, 편입 대상 자산, 만기가 정해진 폐쇄형 사모 부동산펀드나, 수익자 투자금에 맞춰 불특정 자산들을 소싱해 가는 비상장 사모리츠와 다르다는 의미다. 영속 리츠의 선결 조건은 신규 자산 편입이다. 그러나 장부에 남겨놓은 현금이 없기 때문에 자산을 포트폴리오에 채워갈 때마다 매번 자금을 조달해야 한다. 만약 담보대출을 받았다면 돌아오는 만기에 새로운 대주를 구해 진행하는 refinancing(이하 refi) 과정에서 금리 변동 위험에 노출되고, LTV를 낮추기 위해 유상신주를 발행한다면 주당배당금(이하 DPS)이 희석된다.

2. 리츠 설립 후 장부 맞추기

가상의 리츠 설립

이렇게 끊임없이 금리와 맞서야 하는 리츠의 영업환경을 분석하고 대응 전략을 마련하기 위해 가상의 리츠를 설립해 실험했다. 실제 사례 분석에 앞서 리츠를 가상으로 만든 이유는 리츠마다 처한 상황이 모두 다르기 때문이다. 실물자산을 직접 매입하는 경우가 아니라면 vehicle에 따라 자산과 부채를 장부에 반영하는 방법이 다르고, 담보대출이나 사채 발행 조건 또한 차이가 있다. 이에 가상의 리츠를 설립할 때 스스로 가정한 몇가지 조건들을 바꿔가면서 refi 금리 변동에 따른 배당수익률 변화, DPS 변화를 최소화하기 위해 실제 리츠에서 적용하는 몇가지 전략들을 살폈다.

1) 설립 및 영업인가: 오피스 편입하는 위탁관리리츠

리츠의 영업 활동 국토부 영업인가 필요

부동산투자회사법 제9조1항에 따라 공모형 위탁관리리츠는 국토교통부장관으로부터 영업인가를 받아야만 부동산을 취득하거나 임대차 활동을 할 수 있다. 신주 발행이나 사업계획, AMC 및 사무수탁 계약 내역 등을 준비해 인가신청서를 접수하면 국토교통부의 심사로 인가 여부가 결정된다.

위탁관리리츠 설립 자본금 최소 3억원

부동산투자회사법 상 위탁관리리츠의 설립 자본금은 3억원 이상이다(제6조2항). 따라서 액면가 500원에 600,000주를 발행하고, 자산운용 계약을 맺은 AMC의 최대주주가 전액 출자하는 것으로 신주발행계획을 세웠다. 사업은 CBD 권역에 위치한 연면적 66,000m²급 오피스를 취득해 기존 임차인이 Master-lease(책임임대차, 이하 마스터리스)하는 것으로 계획했다. 심사 결과 리츠 영업인가를 받게 됐고, 최저자본금준비기간 동안 설립 자본금을 출자한 기존 주주를 대상으로 47억원 규모 유상신주를 발행하면서 최저자본금 요건 또한 맞췄다.

2) 자산 편입: 취득가액 1조 1,057억원(부가세 600억원 미포함)

A오피스 자산 취득가 1조 1,057억원

A오피스 매매가는 1조 571억원, 세금 포함 1조 1,057억원이다. A오피스의 대지면적은 6,600m², 건물 연면적은 66,000m²이며, 종로1가 표준지공시지가와 CBD 권역 거래사례를 참고해 3.3m²당 매매가를 책정했다. 토지는 부가가치세 면세 대상 재화다. 따라서 건물 매매가에만 부가가치세율 10%를 적용했으며, 취득세와 농어촌특별세, 지방교육세를 가산해 전체 매매가를 계산했다.

3) 자금 조달: 증자 + 담보대출 → 선순위 LTV 56.8%, 중순위 LTV 66.4%

담보대출과 증자로 자금 조달

담보대출로 7,021억원, equity로 3,050억원을 조달해 매매대금과 세금을 납부하기로 결정했다. 담보대출은 선순위와 중순위 Tranche로 구분한 다음 각각의 대주단(syndicate)을 꾸려서 실행됐다. All-in 연 2.83% 금리 조건에 선순위로 LTV 56.8%를 채웠고, All-in 연 6.25% 금리 조건에 중순위로 LTV 66.4%를 채웠다. 부동산투자회사법 제29조에 따라 차입 및 사채발행액은 자기자본의 2배를 초과할 수 없다. 이를 LTV로 환산하면 66.7%이며, 중순위 LTV에 부합한다. equity는 최저자본금 50억원에 기존 최대주주 대상 유상증자로 1,500억원, Pre-IPO에 참여한 주주를 통해 1,500억원을 조달했다.

IPO 목적
최대주주 주식 분산
추가 자금 조달

4) IPO: 공모 신주 발행 대금 → Bridge loan 986억원 상환

유가증권시장에 상장하는 이유는 두가지다. 첫째, 최대주주의 주식 분산 목적이다. 최저자본금준비기간(영업인가 후 6개월)이 끝나면 리츠의 기존 최대주주는 발행 주식총수의 50% 이상을 소유하지 못한다(부동산투자회사법 제15조). 따라서 기존 주주들이 가진 구주를 매출하지 않고 신주만 발행하는 것으로 공모 구조를 수립해 최대주주 지분율을 38.2%까지 낮췄다. 둘째, 단기차입금 대환을 위해서다. 리츠는 A오피스 취득 시 부족한 equity를 충당하고 소유권 이전 등기를 마무리하기 위해 syndicate loan 외 986억원을 증권사 Bridge loan으로 조달했다. 이를 공모 신주 발행 대금으로 대환 해 이자비용 부담을 낮췄다.

〈표 3〉 부동산투자회사 비교

종류	자기관리리츠	위탁관리리츠	기업구조조정리츠
투자대상	일반부동산/개발사업	일반부동산/개발사업	기업구조조정용 부동산
설립자본금	5억원	3억원	3억원
최저자본금	70억원	50억원	50억원
영업개시	국토교통부 영업인가 필요(공모, CR리츠는 금융위원회 사전협의)		
주식분산	1인당 50% 이내	1인당 50% 이내	제한없음
주식공모	주식 총수의 30% 이상	주식 총수의 30% 이상	의무사항 아님
자산구성(매분기말)	부동산: 70% 이상	부동산: 70% 이상	기업구조조정부동산: 70% 이상
의무배당 비율	50% 이상	90% 이상	90% 이상
자산 추가편입	국토교통부 변경인가 필요		
자금 차입한도	자기자본의 2배이내(주총 특별결의 시 10배), LTV 기준 65%		

주: 의무배당 비율은 배당가능이익에 적용

자료: 국토교통부 리츠정보시스템, 부동산투자회사법, 한국투자증권

5) 임대차계약: 전체 면적 5년 Master-lease / Face 단가 월 180,000원

그룹사 한 곳이 A오피스 전체 면적을 장기임차하는 것으로 가정했다. 신규 개발이 아닌 기존 실물자산을 취득했고, 단일 임차인(single-tenant)이 전체 면적을 사용하기 때문에 안정화 기간없이 1기부터 온기로 임대료수익을 수취한다. 유지관리비와 보험료, 제세공과금은 임차인이 부담하기로 했고(Triple-net), TI(Tenant Improvement)나 Fit-out없이 Capex 또한 임차인 부담으로 진행했다. 평당 명목임대료(이하 Face 단가)는 18만원으로 CBD 시세 대비 높게 책정했으며, 전년도 CPI 상승률에 연동해 매년 Face 단가가 상승하는 계약이다.

임대차계약
Master-lease

〈표 4〉 가상으로 설립한 리츠의 상세 내역

구분		단위	내용(금액)	부가가치세	취득세	비고	
I. 리츠설립							
초기출자		백만원	300			위탁관리 리츠 설립 부동산투자회사법 제6조2항	
	액면가	원/주	500				
	발행주수	주	600,000				
유상증자		원	4,700			최저자본금 준비 목적 주주배정 유상증자 부동산투자회사법 제10조2항	
	신주 발행가	원/주	47,000				
	유상신주	주	100,000				
최저자본금		백만원	5,000			최저자본금 준비완료	
II. 최초 자산편입							
A오피스		백만원	1,057,050	60,000	48,624		
매매가	토지	백만원	457,050	0	21,024	대지면적 6,600m ²	
	건물	백만원	600,000	60,000	27,600	건물 연면적 66,000m ²	
단위당 매매가	토지	백만원/3.3m ²	229			2022년 종로1가 표준지공시지가 69,250,000/m ² (광화문 교보빌딩)	
	건물	백만원/3.3m ²	30				
부가가치세율	토지	%	면세			부가가치세법 제26조1항의14	
	건물	%	10			부가가치세법 제30조	
취득세율	토지/건물	%	4.0				
농어촌특별세율	토지/건물	%	0.2				
지방교육세율	토지/건물	%	0.4				
III. 조달							
자본		백만원	305,000				
최저자본금		백만원	5,000				
유상증자(추가출자)		백만원	150,000			주주배정 유상증자	
		신주 발행가	원/주	5,000			
		유상신주	주	30,000,000			
유상증자(Pre-IPO)		백만원	150,000			제3자배정 유상증자, Pre-IPO	
		신주 발행가	원/주	5,000			
		유상신주	주	30,000,000			
부채		백만원	850,674				
임대보증금		백만원	50,000				
담보대출		백만원	702,050			Syndicate 론, 대주단 구성	
		선순위	백만원	600,000			
		중순위	백만원	102,050			
Bridge-loan	단기차입	백만원	98,624			IPO 해서 대환	
III-1. 담보대출							
금리	선순위	%/년	2.8			All-in 2.83% (취급수수료 1%, 금리 2.5%)	
	중순위	%/년	6.3			All-in 6.25% (취급수수료 3%, 금리 5.5%)	
	단기차입	%/년	5.0				
만기	선순위	개월	36				
	중순위	개월	48				
	단기차입	개월	6				
LTV	선순위	%	56.8			임대보증금 포함	
	중순위	%	66.4				
	단기차입	%	76.7				
IV. IPO							
유상증자(IPO)		백만원	98,624			Bridge-loan 상환	
		신주 발행가	원/주	5,000			
		유상신주	주	19,724,860			
IPO 후 주주구성	기존 대주주	주	30,700,000			발행주식총수 80,424,860주	
	Pre-IPO 참여	주	30,000,000				
	공모	주	19,724,860				

자료: 국가법령정보센터, 한국투자증권

〈표 5〉 편입 자산 임대차 내역

구분			단위	내용
개요	면적	토지(대지)	m ²	6,600
		건물(연면적)	m ²	66,000
	용도지역	위치		종로1가(CBD)
		용도지역		중심상업지역
		건폐율	%	80
임대차내역		용적률	%	1,250
		임차인		싱글(Master-lease)
		제세공과금, 보험료		Triple-net
		Ti		-
	월 임대료	Fit-out		-
			백만원	3,600
		연면적	m ²	66,000
		Face 단가(명목임대료)	원/3.3m ²	180,000
	임대료 인상 조건	기존 임대차	%/년	전년도 CPI 상승률
		재계약		협의

자료: 한국투자증권

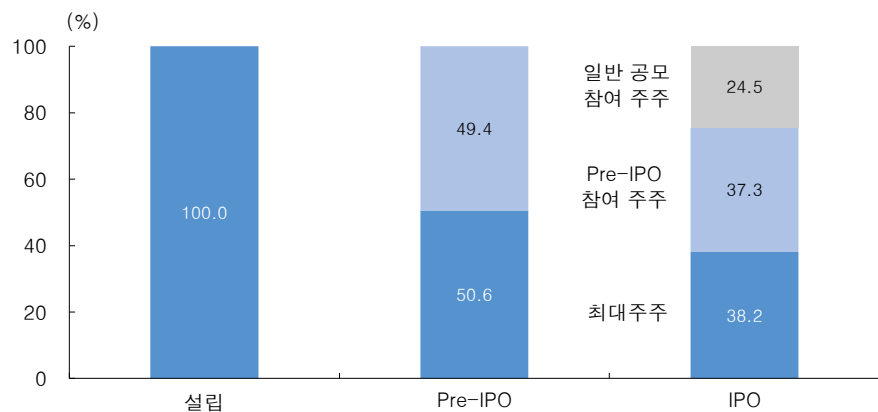
〈표 6〉 IPO 후 재무상태표

(단위: 백만원)

자산	1,155,674	부채	752,050
비유동자산	1,155,674	비유동부채	752,050
장기금융상품	50,000	장기차입금	702,050
임대보증금	50,000	선순위	600,000
투자부동산	1,105,674	중순위	102,050
토지	478,074	임대보증금	50,000
매매가	457,050	자본	403,624
취득세 등 세금	21,024	자본금	40,212
건물	627,600	자본잉여금	363,412
매매가	600,000	최저자본금 전 증자	4,650
취득세 등 세금	27,600	최저자본금 후 증자	358,762
자산총계	1,155,674	부채 및 자본총계	1,155,674

자료: 한국투자증권

〔그림 4〕 IPO를 통해 부동산투자회사 주식 분산 요건 충족



주: 부동산투자회사 주식의 분산에 관한 근거는 부동산투자회사법 제15조를 참고
 자료: 한국투자증권

3. 회사 운용 후 손익계산서 맞추기

영업 개시
8기 경과
손익계산서 생성

리츠는营业을 개시했고 총 8기가 지났다. 회사 정관상 1회계기간은 매 6개월이며 결산월은 6월말, 12월말이다. 8기 결산 후 과거 8기 손익계산서를 <표 7>에 정리했고, 항목별로 산출 근거를 함께 기재했다. 커버리지 리츠 7개의 손익과 배당가능이익, DPS는 다음부터 설명하는 방식으로 추정했고, IPO 당시 공시한 증권신고서와 비교해 적정 여부를 점검했다.

1) 영업수익: 임대료수익, 전년도 CPI 상승률에 연동해 Face 단가 상승

Face 단가에
연면적 곱해서
임대료 수익 계산

리츠의 Top-line은 임대료수익이다. 법인이 납부하는 임대료 외에 입주사 임직원들이 개별적으로 이용하는 주차 관리비 등 부가 수입이 발생하지만 이번 사례에서 반영하지 않았다. Face 단가에 연면적을 곱해서 계산한 1기 임대료수익은 216억원이다. 전년도 CPI 상승률에 연동해서 Face 단가가 인상되기 때문에 3기부터는 Face 단가를 2% 높여 임대료수익을 계산했다.

투자 대상별
영업수익 반영 방법 차이

이번 가상의 리츠는 실물자산(Hard asset)을 직접 편입했다. 그러나 상장 리츠 대다수가 자리츠의 지분증권이나 전문사모부동산펀드(이하 REF)의 수익증권을 이용해 자산을 간접 편입하기도 한다. 자리츠에서 발생한 임대료수익은 모리츠의 연결 영업수익으로 모두 반영되며, REF의 수익증권에서 발생하는 배당금수익은 보유 지분을 만큼 영업수익에 반영된다.

2) 영업비용: 금리 변동에 영향 없는 고정비

영업비용 구성
수수료+감가상각비

리츠의 영업비용은 수수료와 감가상각비로 구성된다. 수수료와 감가상각비는 편입 자산 임대료에 관계없이 매 회기마다 고정으로 지출된다. 리츠의 고정비 부담이 크다는 의미이며, 임대차 시장 다운사이클에서 리츠의 배당가능이익이 더 큰 폭으로 감소하는 요인으로 작용한다(영업레버리지).

수수료
자산관리수수료 등

정기적으로 발생하는 수수료는 AMC에 지급하는 자산관리수수료, 은행이나 증권사, 신탁사에 지급하는 자산보관수수료, 일반사무수탁수수료가 있다. 자산 매입 시 매입수수료, 매각 시 성과수수료가 일회성으로 발생하지만 이번 사례에서 반영하지 않았다. 자산관리보수는 운용자산 매입가액에 일정요율(연단위)을 적용해 지급하며, 이번 사례는 연 25bp로 정했다. 자산보관수수료와 일반사무수탁수수료는 결산 시 미리 정해진 금액을 지급하는 경우가 많으며, 이번 사례는 두 항목을 더해 매 회기마다 7천만원을 지급하기로 했다.

감가상각비
REF 편입 자산
모리츠 감가상각 대상에
미포함

리츠의 감가상각비는 토지를 제외한 자산 취득가액에서 잔존가치 10%를 차감하고 내용연수 40년을 적용해 정액으로 계산했다. 연결 재무제표 상 리츠의 감가상각 대상 자산은 모리츠와 자리츠에서 편입한 실물자산이다. REF로 투자한 자산은 모리츠의 감가상각 대상이 아니다. 모리츠가 REF 수익증권에 투자할 경우 자산 취득가액이 아니라 NAV를 수익증권 보유 지분을 만큼 자산 계정으로 반영하기 때문이다. REF 편입 자산은 펀드 결산 시 감가상각한다. 이를 반영해 모리츠의 수익증권 투자자산 계정 가액은 매 회기마다 감소한다.

이자비용 계산 시
금리 적용은
All-in 기준

3) 이자비용: 선순위 담보대출 refinancing 금리 기준과 동일하다 가정

이자비용은 Tranche별 담보대출 잔액에 All-in 금리를 적용해 산출했다. All-in이란 기본 대출 금리에 대주단 지급 취급수수료를 가산한 금리를 의미한다. 선순위 담보대출 기본 금리가 연 2.50%, 취급수수료가 1%라면 All-in 2.83%가 되는 구조다. All-in 금리가 중요한 이유는 이자비용을 손익계산서에 반영하는 방법 때문이다. 취급수수료는 대출을 실행할 때 upfront로 대주단에 지급하기 때문에 이를 그대로 반영한다면 1기부터 이자비용이 대규모로 발생하게 된다. 그러나 현금 지출 시기와 다르게 손익계산서 상 취급수수료는 대출 만기까지 회기마다 배분해서 이자비용에 반영한다. All-in 금리를 이용하면 취급수수료를 따로 구분해 배분하지 않아도 이자비용을 산출할 수 있다.

refi 금리 동일 가정
실험위한 대조군

선순위 담보대출 refi 금리는 기준과 동일하다고 가정했다. refi 금리 상승 시 영향을 측정하기 위한 대조군이다. 대출 만기가 36개월이기 때문에 FY6기가 되면 리츠에서 받은 선순위 담보대출 만기가 돌아온다. 만기 전에 기존 대주나 새로운 대주단을 찾아 refi 할 경우 보통 금리가 변하고, 그에 따라 배당가능이익도 refi 시점을 전후로 오르내린다. refi 시점 오피스 감정평가액이 매입 때와 동일하다고 가정한다. LTV와 금리가 변하지 않았기 때문에 6기 이후로 지출되는 이자비용도 이전과 같을 것이다.

refi 금리 동일할 경우
영업레버리지 효과 발현

4) 배당가능이익과 DPS: Face 단가 상승률보다 큰 폭으로 증가(영업레버리지)

refi 이후 배당가능이익과 DPS는 증가할 것이다. 영업비용과 이자비용은 동일한데 Face 단가는 전년도 CPI 상승률만큼 매년 상승하기 때문이다. 임대차면적은 변함이 없지만 가격 효과로 Top-line이 증가하면서 고정비를 커버하고도 순이익을 더 많이 남기는 구조다. refi 과정에서 신주 발행이 없었던 만큼 DPS도 배당가능이익이 증가한 폭에 따라 증가할 것이다. 사례에서는 Face 단가가 전년대비 2% 상승하는 동안 배당가능이익과 DPS는 5% 상승한다.

〈표 7〉 리츠 손익계산서: 담보대출 금리 유지 가정

구분		FY1	FY2	FY3	FY4	FY5	FY6	FY7	FY8
영업수익	백만원	21,600	21,600	22,032	22,032	22,473	22,473	22,922	22,922
월 임대료	백만원	3,600	3,600	3,672	3,672	3,745	3,745	3,820	3,820
연면적	m ²	66,000	66,000	66,000	66,000	66,000	66,000	66,000	66,000
면적당임대료	원/3.3m ²	180,000	180,000	183,600	183,600	187,272	187,272	191,017	191,017
임대료상승률	% YoY			2.0		2.0		2.0	
임대율	%	100	100	100	100	100	100	100	100
기간	개월	6	6	6	6	6	6	6	6
영업비용	백만원	8,452	8,452	8,452	8,452	8,452	8,452	8,452	8,452
수수료(보수)	백만원	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391
자산관리	백만원	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321
매매가액	백만원	1,057,050	1,057,050	1,057,050	1,057,050	1,057,050	1,057,050	1,057,050	1,057,050
보수율	%/년	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
일반사무수탁	백만원	50	50	50	50	50	50	50	50
자산보관계약	백만원	20	20	20	20	20	20	20	20
감가상각비	백만원	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061
취득원가	백만원	627,600	627,600	627,600	627,600	627,600	627,600	627,600	627,600
잔존가치	백만원	62,760	62,760	62,760	62,760	62,760	62,760	62,760	62,760
내용연수	년	40	40	40	40	40	40	40	40
영업이익	백만원	13,148	13,148	13,580	13,580	14,021	14,021	14,470	14,470
영업외손익	백만원	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679
금융비용	백만원	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679	11,679
선순위	백만원	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000
취급수수료	% (upfront)	대출 실행 시 upfront로 지급하지만 회계상 전체 대출 기간에 걸쳐서 분배해서 인식							
금리	%/년	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
중순위	백만원	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050
취급수수료	% (upfront)	대출 실행 시 upfront로 지급하지만 회계상 전체 대출 기간에 걸쳐서 분배해서 인식							
금리	%/년	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
세전이익	백만원	1,469	1,469	1,901	1,901	2,342	2,342	2,791	2,791
법인세	백만원	0	0	0	0	0	0	0	0
실효법인세율	%	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익	백만원	1,469	1,469	1,901	1,901	2,342	2,342	2,791	2,791
배당가능이익	백만원	8,530	8,530	8,962	8,962	9,402	9,402	9,852	9,852
당기순이익	백만원	1,469	1,469	1,901	1,901	2,342	2,342	2,791	2,791
감가상각비	백만원	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061	7,061
주당배당금	원/주	106	106	111	111	117	117	122	122
배당가능이익	백만원	8,530	8,530	8,962	8,962	9,402	9,402	9,852	9,852
발행주식총수	백만주	80	80	80	80	80	80	80	80
연환산 배당수익률	%	4.2	4.2	4.5	4.5	4.7	4.7	4.9	4.9
주당배당금	원	106	106	111	111	117	117	122	122
주가	원	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

자료: 한국투자증권

III. Refinancing 전략

1. 상장 리츠 차입금 현황

차입금, 사채 발행 잔액
8.7조, LTV 55.3%

위탁관리리츠 16개 합산 차입금, 사채 발행 잔액은 8조 7,071억원이다. 이렇게 조달한 현금으로 편입한 자산은 장부상 비유동자산에 기록된다. 세부 항목으로 실물자산을 직접 편입하면 투자부동산, 자리츠의 지분증권에 투자하면 관계기업에 대한 투자, 수익증권에 투자하면 공정가치측정금융자산 계정으로 반영한다. 비유동자산 합산액은 1조 5,733억원이다. 차입금 및 사채 발행 잔액을 비유동자산 합산액으로 나눠서 구한 LTV는 55.3%로 부동산투자회사법 상 차입 한도 규정에 부합한다. refi 시점에 기존 담보대출액과 같은 금액을 롤오버한다고 가정하면 자산 가치 상승분을 반영해 LTV는 더 하락할 것이다.

담보대출 refi 시기
근 시일 내 도래

리츠 마다 담보대출 refi 시기가 근 시일 내 순차적으로 도래하고 있다. 차입금(사채)잔액 8조 7,071억원 중 7,430억원(8.5%)의 만기가 2022년에 도래한다. 나아가 2024년까지 돌아오는 만기 차입금은 전체 잔액의 63.2%를 차지한다. 리츠마다 조달 조건과 규모가 다르지만 이자비용 증가로 인한 배당가능이익 훼손 압력은 모두 높아지고 있다.

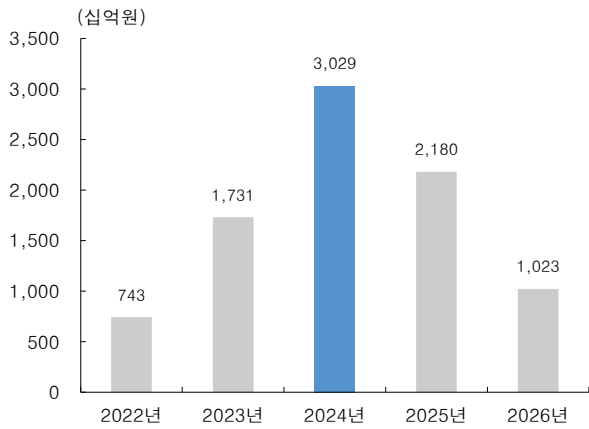
〈표 8〉 상장 리츠 장기차입금 만기 도래 현황

(단위: 십억원)

구분	리츠명	회기	시가총액	자본총계	자산총계	장기차입금/사채		대출만기별 장기차입금/사채(합산)				
						장부가	실행액	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
1	ESR켄달스퀘어리츠	5기 반기	1,498	1,126	2,312	1,059	1,072		255	338	364	115
2	롯데리츠	7기 반기	1,455	1,124	2,374	1,134	1,137	648	489			
3	SK리츠	3기 결산	1,113	997	2,391	1,355	1,362		120	1,052	190	
4	제이알글로벌리츠	6기 반기	941	778	2,036	1,043	1,043		70	973		
5	코람코에너지리츠	4기 반기	596	346	949	513	515				515	
6	신한알파리츠	8기 반기	588	335	1,889	1,341	1,346		355	103	149	739
7	이리츠코크렙	33기 반기	426	241	691	427	430			430		
8	디앤디플랫폼리츠	4기 반기	343	387	875	471	473			62	411	
9	신한서부티엔디리츠	4기 반기	317	269	580	264	265		193	72		
10	코람코더원리츠	13기 결산	253	111	519	292	387	95			292	
11	NH올원리츠	5기 반기	225	198	516	300	302		194		108	
12	미래에셋글로벌리츠	1기 결산	189	139	312	168	170					170
13	이지스밸류리츠	5기 결산	184	214	269	0	0					
14	이지스레지던스리츠	5기 반기	118	111	166	54	55		55			
15	미래에셋맵스리츠	4기 반기	102	92	294	149	151				151	
16	NH프라임리츠	6기 반기	95	93	93	0	0					
합계			8,442	6,562	16,264	8,572	8,707	743	1,731	3,029	2,180	1,023

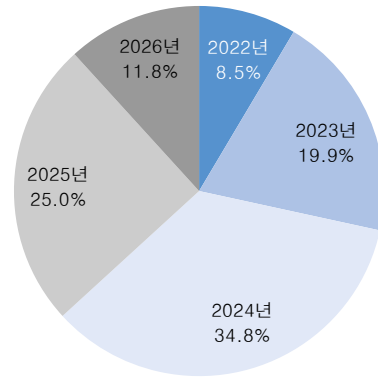
주: 1. 상장리츠 19개 중 자기관리리츠 3개를 제외한 위탁관리리츠 16개만 리스트업(이리츠코크렙 포함)
 2. 리츠별 시가총액은 2022년 5월 27일 종가 기준, 시가총액 기준 내림차순으로 정렬
 3. 유동성장기부채로 계정 대체된 기존 장기차입금, 사채도 합산
 4. SK리츠 SK-U타워 편입 위한 선순위 담보대출 포함, 디앤디플랫폼리츠 백암 FASSTO 2센터 편입 위한 선순위 담보대출 포함
 자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 5] 위탁관리리츠 16개 만기별 장기차입금/사채 현황



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 6] 만기별 장기차입금/사채 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

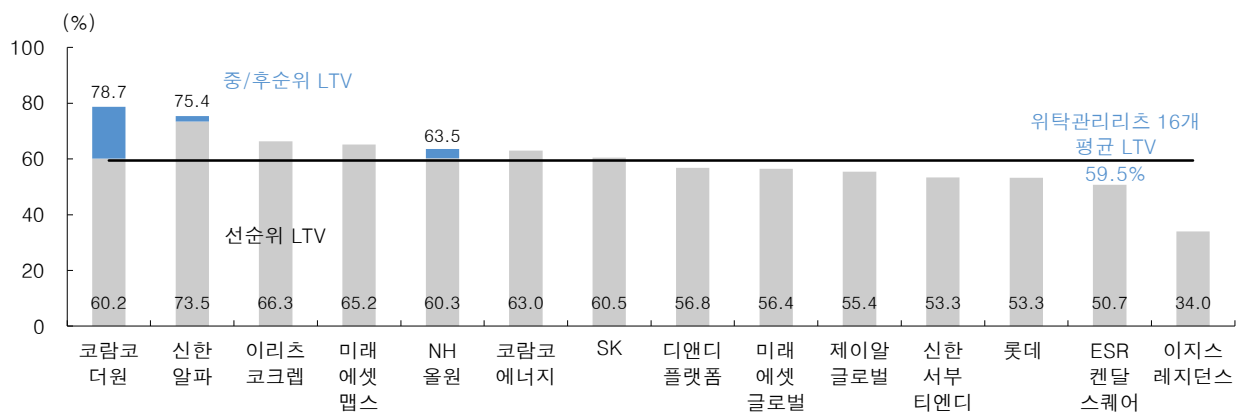
<표 9> 국내 상장 위탁관리리츠 16개 Tranche별 LTV

(단위: 십억원, %)

리츠명	비유동 자산	장기차입금/사채			LTV		리츠명	비유동 자산	장기차입금/사채			LTV	
		선순위	중/후순위	보증금	선순위	중/후순위			선순위	중/후순위	보증금	선순위	중/후순위
ESR 캔달스퀘어	2,200	1,072	-	45	50.7	-	신한서부티엔디	540	265	-	23	53.3	-
롯데	2,338	1,137	-	110	53.3	-	코람코더원	512	292	95	16	60.2	78.7
SK	2,367	1,362	-	69	60.5	-	NH 올원	496	286	16	13	60.3	63.5
제이알글로벌	1,883	1,043	-	-	55.4	-	미래에셋글로벌	301	170	-	-	56.4	-
코람코에너지	916	515	-	61	63.0	-	이지스밸류	254	-	-	-	-	-
신한알파	1,851	1,311	35	49	73.5	75.4	이지스레지던스	162	55	-	-	34.0	-
이리츠코크렙	680	430	-	21	66.3	-	미래에셋맵스	287	151	-	36	65.2	-
디앤디플랫폼	853	473	-	12	56.8	-	NH 프라임	92	-	-	-	-	-

주: SK리츠는 SK-U타워, 디앤디플랫폼은 백암 FASSTO 2센터 편입 반영
 자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 7] 국내 상장 위탁관리리츠 16개 평균 LTV 59.5%로 부동산투회사법상 차입한도 규정 부합



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

2. 이자비용 증가 현실화

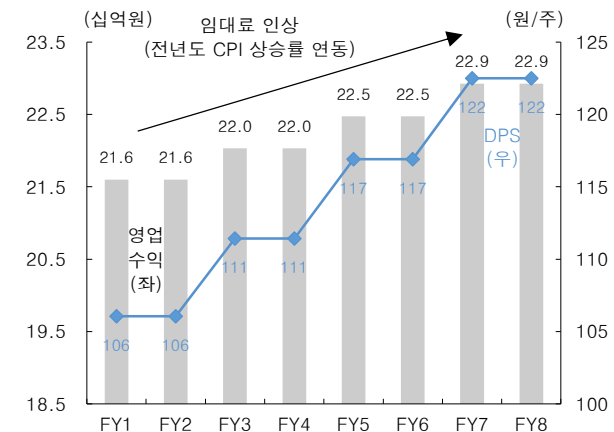
refi 금리 상승하고
배당수익률 하락할 것

대출 만기를 앞둔 상장 리츠들의 refi 금리는 기존 대비 상승할 것이다. 앞선 사례에서 refi 금리를 동일하게 설정한 결과 DPS는 임대료 인상폭보다 더 크게 증가했다. 그러나 3년만기 국고채 금리가 3%를 상회하는 현재, 담보자산의 LTV가 동일 해도 기존 혹은 신규 대주들의 요구 금리는 높아질 것이다. refi 금리가 상승하면 DPS는 감소하고 시가 배당수익률은 하락한다. [그림 9]와 같이 선순위 담보대출 금리가 기존 대비 1%p 상승하면 리츠의 7기 배당수익률은 6기대비 1.3%p 하락하고, 2%p 상승하면 배당수익률은 2.7%p 하락하게 된다.

전략 수립 해
금리 상승기 대응하는 리츠

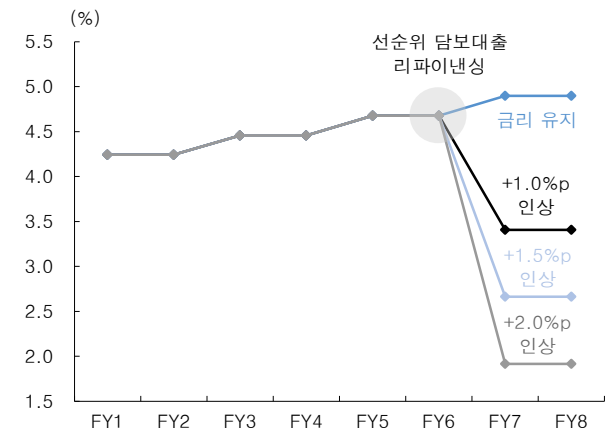
다시 한 번 강조하면 리츠의 원재료는 돈이다. 업종에 구분없이 모든 회사들은 원가를 절감할 방안을 수립하고 실천한다. 부동산투자회사인 리츠 또한 증가하는 이자비용을 아무 대응없이 모두 떠안지 않는다는 점을 강조하고 싶다. 금리 상승기 리츠의 refi 전략과 섹터별 자산 현황을 점검한다.

[그림 8] 금리가 동일하다면 DPS는 매년 증가할 것



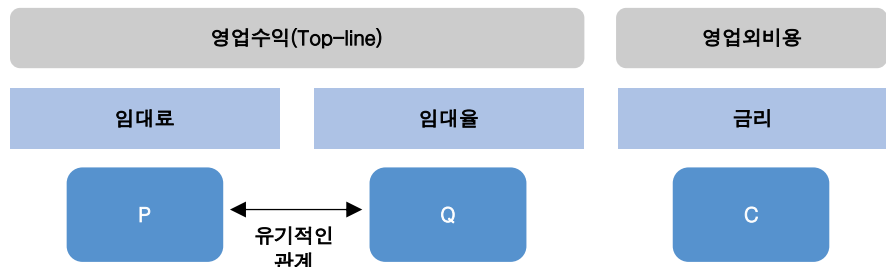
주: 자산관리보수, 자산보관수수료 등 고정비 유지
자료: 한국투자증권

[그림 9] 선순위 담보대출 금리에 따른 배당수익률 변화



자료: 한국투자증권

[그림 10] 리츠의 P, Q, C는 임대료, 임대율, 금리



자료: 한국투자증권

3. Cost 감소: 구조화 전략 수립

1) 구조화 전략 I: 선순위 대출 증액으로 하위 Tranche 대환, 신규 자산 편입

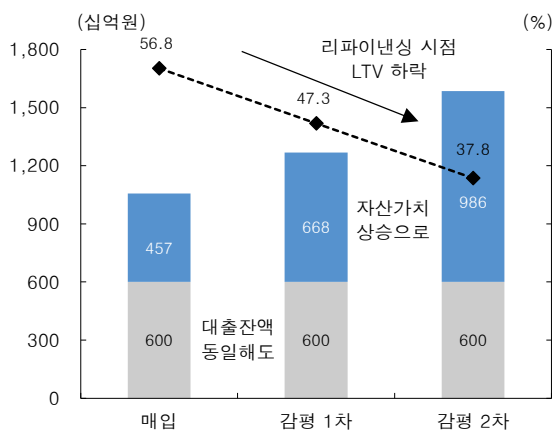
선순위 담보대출 증액
중순위 Tranche 상환

첫번째는 refi 시점 자산가치를 반영해 동일한 LTV로 선순위 담보대출을 증액하고 하위 Tranche 대출금을 상환하는 방법이다. [그림 11]과 같이 매입 시점에 LTV 56.8%로 실행한 선순위 담보대출 잔액은 변하지 않았지만, 오피스 자산가치가 상승하면서 LTV는 37.8%까지 하락했다. 그 결과 refi 시점 자산 감정평가액에 매입 당시 선순위 LTV를 적용할 경우 3,000억원을 증액할 수 있다.

서울수도권 중심지
오피스 보유 리츠
해당 전략 구사 가능성

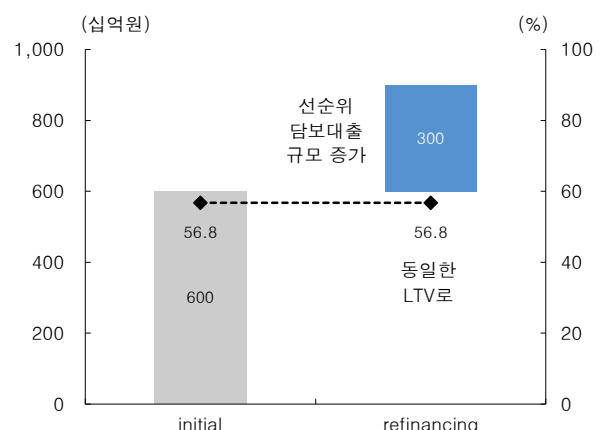
선순위 조건으로 담보대출을 증액해 중순위 Tranche를 모두 상환하면, 고금리 중순위 이자비용 부담이 사라지면서 배당가능이익은 지켜진다. 중순위 대출이 없는 리츠라도 선순위 담보대출로 증액한 자금을 이용해 신규 자산 편입 재원으로 활용할 수 있다. 신한알파리츠의 판교 크래프톤 타워(BBD), NH올원리츠의 분당 스퀘어(BBD), 이지스밸류리츠의 태평로빌딩(CBD) 등 서울수도권 중심지 오피스를 플래그십으로 편입한 리츠의 경우 해당 전략을 구사할 가능성이 높다.

[그림 11] 매입 시점 대비 오피스 가치 상승하면서



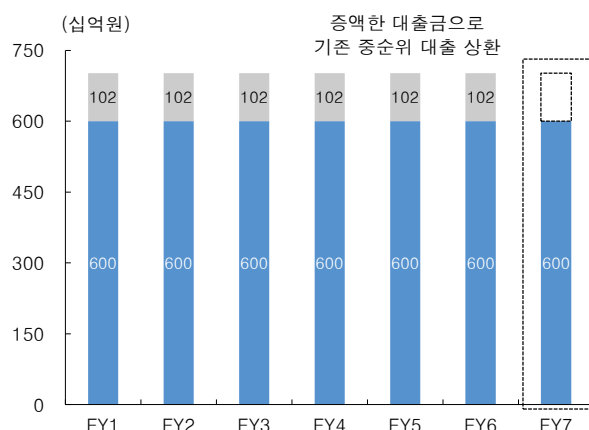
자료: 한국투자증권

[그림 12] 매입 당시와 동일한 LTV에 담보대출 규모 증가



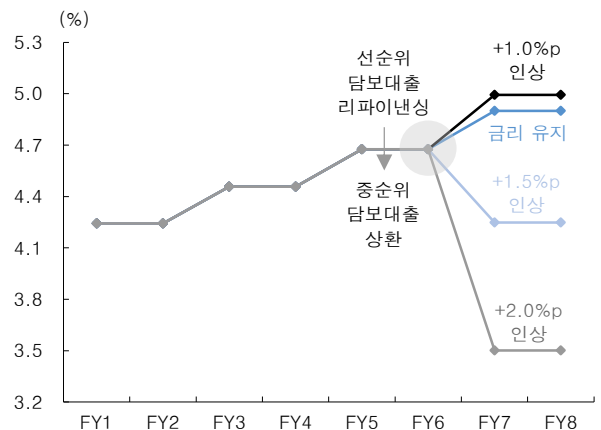
자료: 한국투자증권

[그림 13] 선순위 담보대출 증액, 기존 중순위 대출 상환



자료: 한국투자증권

[그림 14] 중순위 이자부담 없으면서 배당수익률 방어



자료: 한국투자증권

유상증자 후 대출금 대환

2) 구조화 전략 II: 증자 후 대출금 대환, 자산 신규 편입 시 더 효과적

두번째는 유상증자로 LTV를 낮춰가는 방법이다. 유상증자 대금으로 기존 대출금을 상환하면 레버리지가 축소된 만큼 금리 노출도가 적어지고 배당가능이익은 증가한다. <표 10>과 같이 기존 선순위 담보대출은 All-in 3.83%(기존 대비 +1%p)로 refi하는 동시에 증자 규모를 1,000억원씩 늘려가면서 중순위부터 대출금을 상환했다. 실험 결과 모든 케이스에서 refi 전에 비해 배당가능이익이 증가했다. 문제는 신주가 늘어날수록 DPS가 희석(dilution)된다는 점이다.

신규 자산 편입 시 효과적인 방안

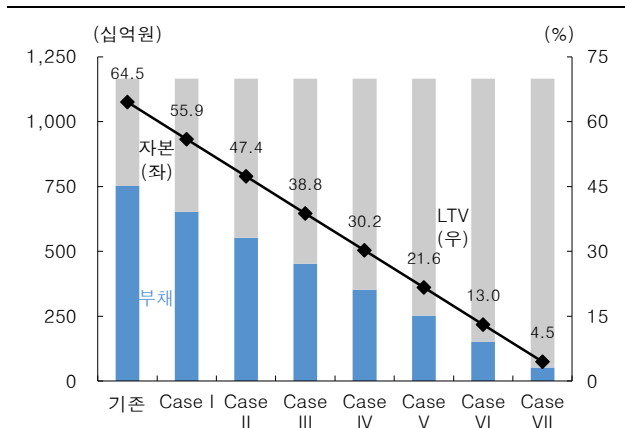
유상증자는 기존 담보대출 상환보다 신규 자산 편입으로 임대료 수익이 증가할 때 가장 효과적인 조달 수단이 된다. 신규 자산 편입 시 담보대출 외 equity 확보가 어려울 경우 고금리 bridge-loan이나 확정 IRR을 보장하는 우선주 발행 대금으로 조달하는 경우가 있다. 소유권을 확보한 후 유상증자로 bridge-loan을 상환하거나 우선주를 유상소각하면 배당가능이익이 개선되는 구조다. 신한알파리츠가 올해 4월 유상증자를 단행해 삼성화재 역삼빌딩과 와이즈타워 후순위대출을 상환하고 자리츠의 기발행 우선주를 유상 소각한 사례가 대표적이다.

<표 10> 증자 후 기존 담보대출 대환에 따른 배당가능이익 변화

구분	계산(출처)	단위	I	II	III	IV	V	VI	VII
증자규모	가정	백만원	100,000	200,000	300,000	400,000	500,000	600,000	700,000
발행가격	가정	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
증자 후 발행주식총수	기존주식수+유상신주	백만주	100	120	140	160	180	200	220
	기존주식수	백만주	80	80	80	80	80	80	80
	유상신주	백만주	20	40	60	80	100	120	140
대환 전 차입금		백만원	702,050	702,050	702,050	702,050	702,050	702,050	702,050
	선순위	백만원	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000
	중순위	백만원	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050	102,050
대환 후 차입금		백만원	602,050	502,050	402,050	302,050	202,050	102,050	2,050
	중순위	중순위 상환 후	2,050	0	0	0	0	0	0
	선순위	선순위 상환	600,000	502,050	402,050	302,050	202,050	102,050	2,050
배당가능이익		백만원	9,977	11,917	13,832	15,747	17,662	19,577	21,492
DPS	배당가능이익/발행주식총수	원/주	99.3	99.0	98.5	98.2	97.9	97.7	97.5

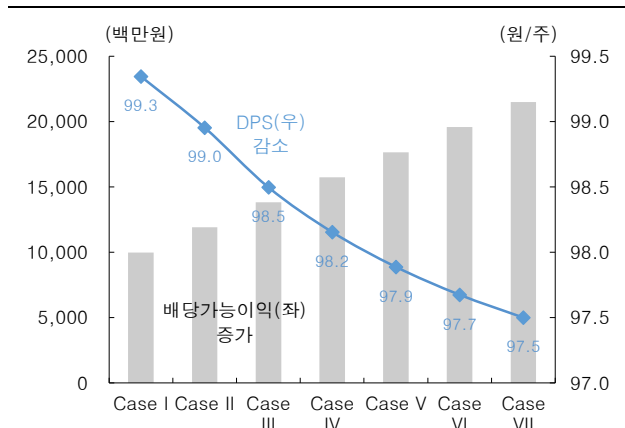
주: 중순위 담보대출은 아직 만기 전이고, 선순위 담보대출은 All-in 연 3.83%(기존 All-in 연 2.83%)로 refinancing
자료: 한국투자증권

[그림 15] 증자 후 차입금 대환으로 LTV 하락하지만



자료: 한국투자증권

[그림 16] 줄어든 레버리지 만큼 DPS 또한 감소(dilution)



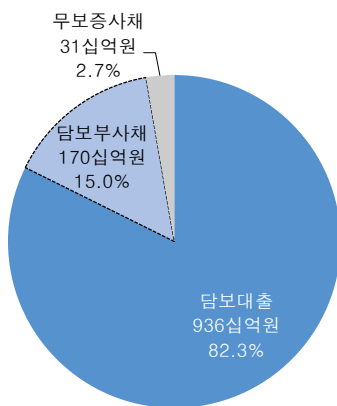
자료: 한국투자증권

담보부사채 발행
기준 대출 대환

3) 구조화 전략 III: 담보부사채 발행으로 조달 금리 낮추기

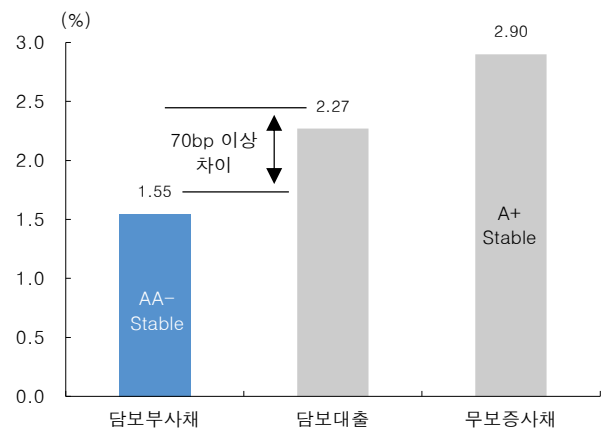
세번째는 담보부사채를 발행해 조달금리를 낮추는 방법이다. 담보부사채란 담보부사채신탁법에 따라 근저당권과 같은 물상담보를 붙여 발행한 사채다. 채권최고액 안에서 우선 변제 받을 권리가 붙어있기 때문에 무보증사채에 비해 발행 금리가 낮다. 롯데백화점 강남점을 담보로 롯데리츠가 발행한 담보부사채가 대표적인 예다. 해당 담보부사채 발행 금리는 연 1.55%로 무보증사채에 비해 145bp 낮고, 선순위 담보대출에 비해 72bp 낮다. rating을 높이기 위해 신용평가사에서 정한 기준선에서 LTV가 제한되지만 리츠마다 refi 방법으로 반드시 고려할 방법이다.

[그림 17] 롯데리츠 이자발생부채 종류별 비중



주: 롯데리츠 7기 반기 기준
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 18] 선순위 대비 70bp 낮은 담보부사채 금리



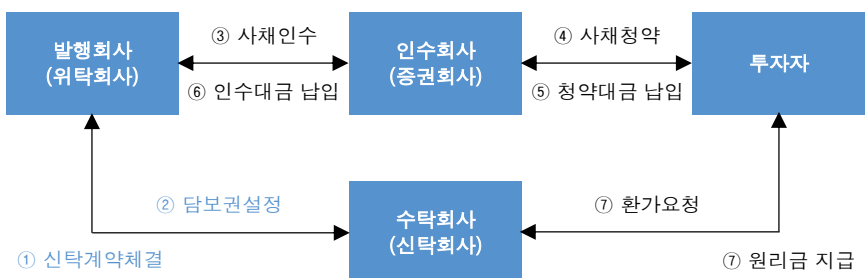
주: 담보대출 금리는 하단 2% 상단 2.27%이며, 그래프에는 상단으로 표시
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

<표 11> 신용등급 부여된 리츠와 사채 발행 내역

구분	채권 등급		기업 신용등급	무보증 사채(십억원, %)		담보부 사채(십억원, %)				
	무보증사채	담보부사채		발행액	금리	담보자산	담보가	발행액	LTV	금리
롯데리츠	A+/Stable	AA-/Stable	-	31	2.9	롯데백화점 강남점	425	170	40.0	1.55
SK리츠	-	-	AA-/Stable	-	-	-	-	-	-	-
제이알글로벌리츠	BBB+/Stable	-	-	70	4.3	-	-	-	-	-
이리츠코크렙	A-/Stable	-	-	-	-	NC아파트	242	115	47.5	2.75

자료: NICE신용평가, 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 19] 담보부사채 발행구조: 설정한 담보권(근저당권)을 기초로 사채 발행



주: 담보부사채신탁법 제3조에 말 사채에 물상담보(物上擔保)를 붙이려면 그 사채를 발행하는 회사와 신탁업자 간의 신탁계약 필요
자료: 금융감독원, 국가법령정보센터, 한국투자증권

4. P x Q 증가: 주요 섹터 자산 임대율 양호

임대율이 결정하는

Top-line

리츠의 Top-line은 임대료 수익이고, 임대료 수익은 임대율(Q)이 결정한다. 임대료(P)는 임대차 계약 조건에 따라 달라진다. 그러나 시장에 자산 임차 수요가 충분한데 공급이 부족하다면 임대인이 임대료 협상에서 시장가격(Face 단가) 이하로 양보할 이유가 없어진다. 반대로 자산 임차 수요가 부족해 임대율이 저조하다면 임차인에 rent-free 기간을 제공하거나 시장 대비 낮은 Face 단가로 계약하게 된다. 임대인 우위의 시장 여건은 자산 가격 강세로 이어지고, refi 시점 담보대출 조건도 달라진다. 임대율, 즉 자산 수급이 중요하다는 의미다.

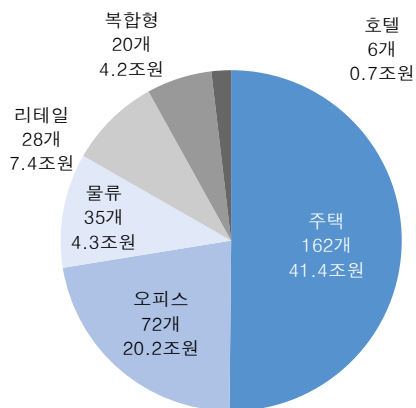
배당가능이익

방어위해서

Top-line 훼손 여부 점검

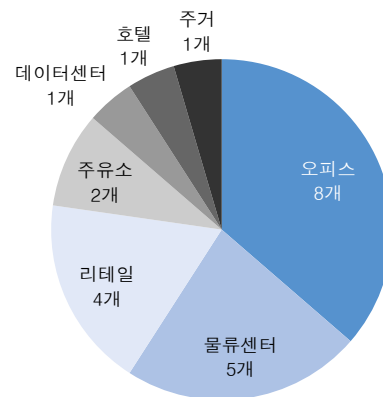
따라서 섹터별로 자산 임대율이 높은 수준에서 유지될 수 있는지에 관한 판단이 필요하다. 앞선 사례에서 확인했듯이 리츠는 영업레버지지가 큰 회사다. refi가 중요한 이유는 해당 시점을 전후로 고정비가 증가해 3년 이상 유지되기 때문이다. refi 후 지출되는 이자비용은 늘어났는데 자산 공실로 임대료수익이 줄어들면 배당가능이익은 크게 훼손된다. 팬데믹 이후 주요국 호텔, 헬스케어 리츠가 고전한 이유다. 임대차계약 상 임대료는 전년도 CPI 상승률에 연동해서 매년 증가하지만, refi 후 이자비용 증가분을 충당하기에는 부족하다. 국내 상장 리츠 다수가 보유한 오피스, 물류센터, 리테일 자산의 시장 임대율과 임대료 현황을 점검했다.

[그림 20] 국내 리츠 편입 자산 수와 규모



자료: 국토교통부 리츠정보시스템, 한국투자증권

[그림 21] 상장 리츠 편입 섹터:
오피스, 물류센터, 리테일 비중이 가장 높음



주: 오피스 1개, 물류센터 2개를 편입한 복합 리츠는 섹터 기준으로 오피스에 1개, 물류센터에 1개씩 카운팅
자료: 국토교통부 리츠정보시스템, 한국투자증권

오피스 수요 견조
순흡수면적 양의 값 유지

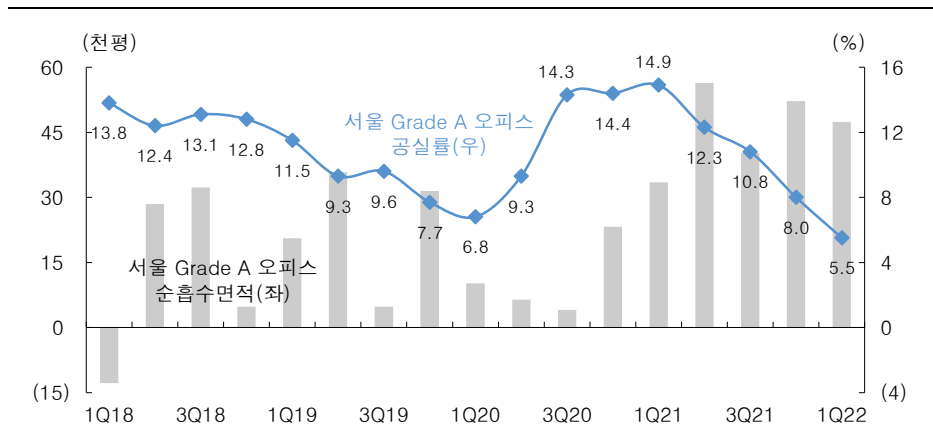
공급 부족
수요 증가
Face 단가 상승

1) 오피스: 견조(SK, 신한알파, 디앤디플랫폼, NH올원, 이지스밸류 등)

오피스 수요는 견조하다. 2022년 1분기 서울 내 A급 오피스 순흡수면적은 47,416평을 기록했다. 2018년 1분기 이후 16개 분기 연속으로 양의 값을 유지하고 있는데, 이는 신규 임차 면적이 공실에 비해 꾸준히 많았다는 뜻이다. 팬데믹 이후 재택근무 확산으로 임차 수요가 위축됐던 시기에도 순흡수면적은 하락 반전하지 않았다. 여의도 Parc.1(YBD), 역삼동 센터필드(GBD) 준공으로 대규모 면적이 시장에 공급되면서 2020년 3분기 서울 오피스 공실률은 14%를 넘어 서기도 했다. 그러나 금융, IT 섹터 그룹사들이 서브 마켓에서 코어 지역으로 이주하거나 rent-free 등 프로모션이 제공되면서 빠른 속도로 안정화됐다.

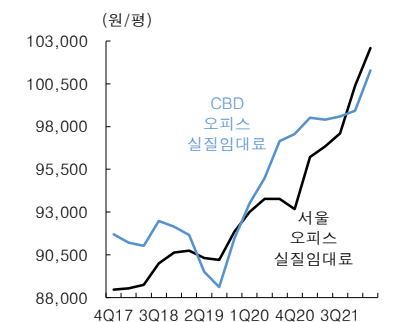
2023년까지 서울 오피스 임차 면적은 공실에 비해 많을 것이며, 임대료도 상승 추세를 이어갈 것이다. 기존 임차인들의 면적 증평, 노후 오피스 재건축으로 인해 신규 임차 수요는 증가하는 반면 A급 오피스 신규 공급은 없기 때문이다. 2023년 12월 준공 예정인 여의도 사학연금회관을 제외하면 내년 또한 대규모 오피스 공급은 없다. 견실한 임대율은 임대료 상승으로 이어졌다. 상업용 부동산 컨설팅 기관인 JLL의 집계에 따르면, 2022년 1분기 서울 오피스 월 평균 임대료는 평당 102,592원으로 신고가를 기록했고, 권역별 임대료 또한 고점을 재 경신했다.

[그림 22] 서울 Grade A 오피스 순흡수면적 16개 분기 연속 플러스



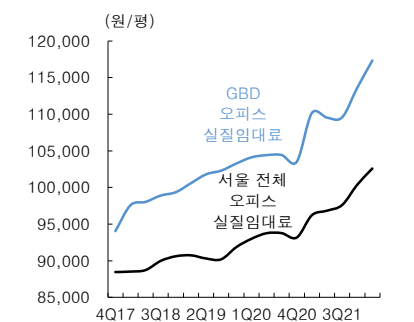
주: 순흡수면적(Net Absorption Rate)이란 신규 임차 면적에서 공실 면적을 뺀 면적을 의미
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 23] CBD 오피스 101,276원/평



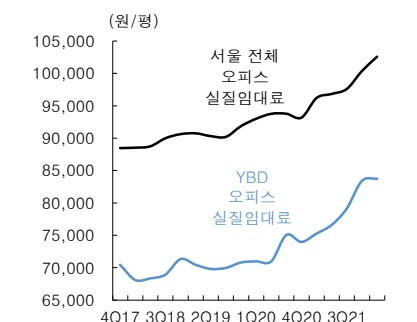
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 24] GBD 오피스 117,330원/평



자료: JLL, 한국투자증권

[그림 25] YBD 오피스 83,763원/평



자료: JLL, 한국투자증권

물류센터 수요 견조
권역별로 차이 존재

2) 물류센터: 권역별, 종류별 차별화(ESR켄달스퀘어, 디앤디플랫폼 등)

권역에 따라 차이가 있지만 물류센터 수요는 아직 견조하다. 2022년 1분기 수도권 5개 권역 물류센터 평균 공실률은 2.2%를 기록했다. 2020년 상반기까지 7%를 상회했던 평균 공실률은 팬데믹 이후 꾸준히 하락했고, 현재는 서부권역을 제외하면 2% 이하로 자연 공실만 발생 중이다. 미국의 프로로지스(PLD US)가 시가총액 1위 자리를 탈환하거나 일본 리츠 내 운송 섹터가 새로 생겨난 것은 팬데믹 이후 임대인 우위 시장이 지속되면서 자산가치가 꾸준히 상승했기 때문이다.

서부권역
저온 자산 공급 증가

그러나 권역별로 서부권역, 종류별로 저온 자산 공급이 늘어나면서 신축 물류센터의 안정화 기간(임대가능면적에 임차인을 채워가는 기간)이 점차 길어지는 모습이다. CBRE에 따르면 2022년 한 해 동안 수도권에 약 6,000,000m² 규모의 물류센터 공급이 예상된다. 공급 면적의 60% 이상이 인천(서부), 용인(남동부), 이천(남동부) 지역에 위치하며, 저온 자산 비중이 전체 면적의 23%를 차지한다.

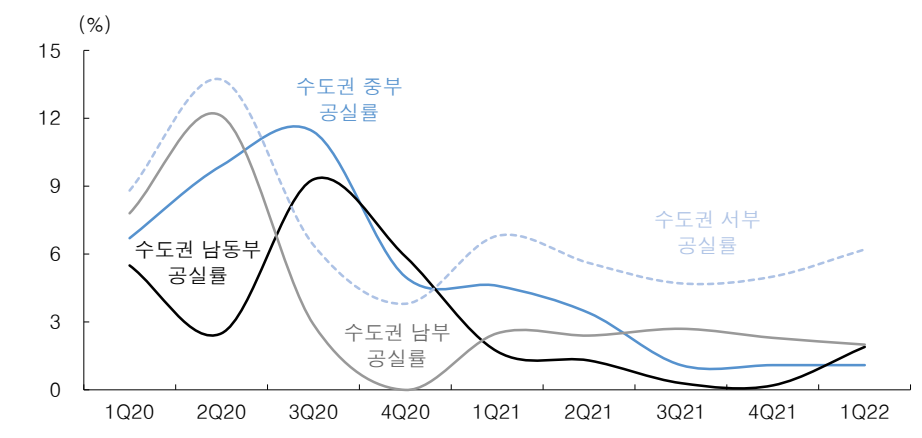
물류센터 Face 단가
정체 혹은 소폭 하락할 것

기존 안정화 자산이나 앵커 임차인의 spec에 맞춰 신축한 자산이 아니라면 수도권 물류센터 Face 단가는 정체되거나 소폭 하락할 것이다. 준공 후 안정화 시점을 앞당기기 위해 임대료 관련 인센티브가 임차인 유인책으로 제공될 것이기 때문이다. 타권역대비 높은 편이었던 서부권역의 상온 물류센터 Face 단가가 5개 분기 연속 하락해온 점에 주목한다.

Master-lease 자산 대부분
국내 상장 리츠 업황 양호

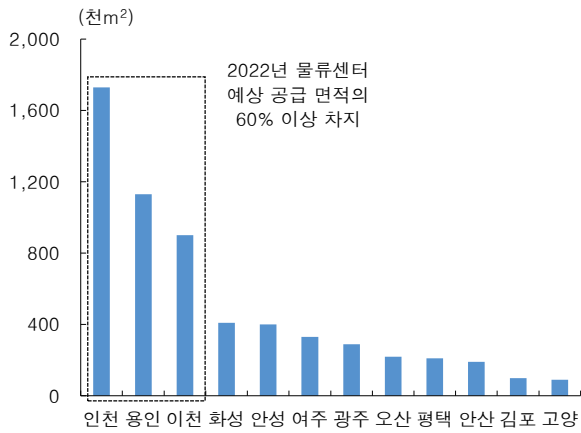
국내 상장 리츠는 이 업황에서 비교적 자유롭다. 쿠팡이나 파스토(FASSTO)와 같은 전자상거래, 3PL 업체들이 다수의 자산을 마스터리스했고, 임차인의 쓰임에 맞게 capex도 마쳤기 때문이다. 기존 보유 자산과 신규 편입 예정 자산 모두 전체 면적 임대차 계약을 끝내고 안정화됐다는 의미다. 지난 4월에 공사를 마친 이지스밸류리츠의 여주 물류센터(복합)는 상온 면적을 쿠팡이 모두 마스터리스했고, 6월에 편입 예정인 디앤디플랫폼의 백암 FASSTO 2센터(복합)는 3PL 업체 FASSTO가 상온과 저온 면적을 모두 장기 임차했다.

[그림 26] 권역별 수도권 물류센터 공실률 추이: 하향 안정화 가운데 권역별 차이 발생



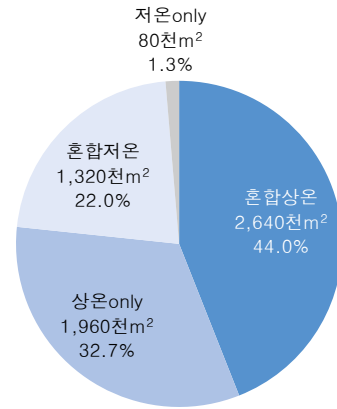
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 27] 수도권 서부와 남동부권역 공급 집중



자료: CBRE, 한국투자증권

[그림 28] 2022년 수도권 저온 자산 공급 비중 23.3%



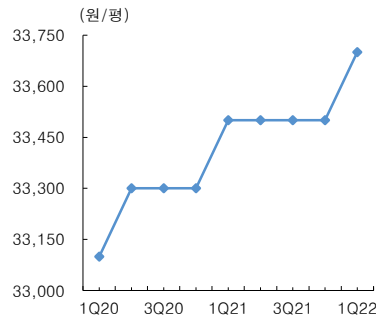
자료: CBRE, 한국투자증권

[그림 29] 권역별 물류센터 Face 단가



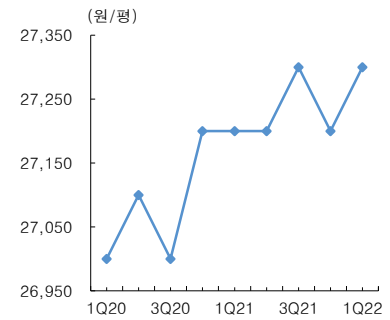
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 30] 중부권역 Face 단가 추이



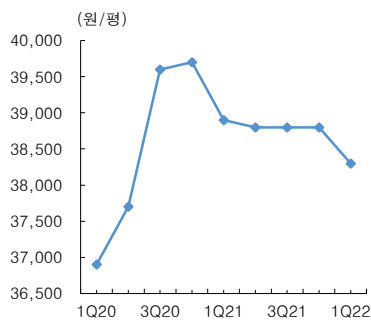
주: 경기도 광명, 안양, 과천, 군포, 의왕, 수원, 동탄, 오산
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 31] 남동부권역 Face 단가 추이



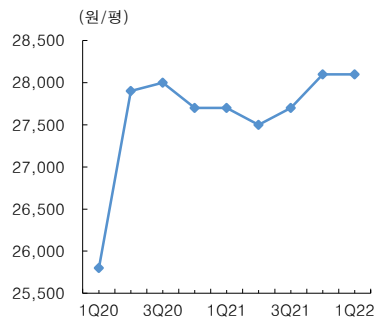
주: 경기도 성남, 광주, 용인, 이천, 여주
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 32] 서부권역 Face 단가 추이



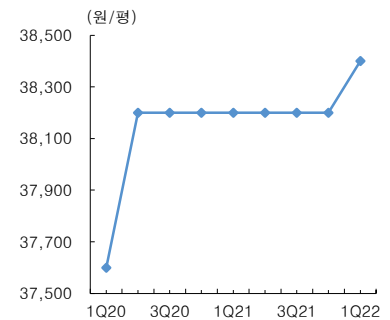
주: 경기도 김포, 부천, 시흥, 안산/ 인천
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 33] 남부권역 Face 단가 추이



주: 경기도 화성, 평택, 안성
자료: JLL, 한국투자증권

[그림 34] 북부권역 Face 단가 추이



주: 경기도 파주, 고양, 양주, 구리, 남양주, 양평, 포천 등
자료: JLL, 한국투자증권

백화점, 무점포소매점 위주
소매판매액 급증

3) 리테일: 회복 중 (롯데, 이리츠코크랩, 신한서부티엔디 등)

소매판매액은 이미 팬데믹 이전 수준을 넘어섰다. 특히 백화점과 무점포소매점의 약진이 눈에 띈다. 통계청에서 발표한 2022년 1분기 백화점 채널 판매액지수는 119.1p로 기준시점인 2015년을 크게 앞섰다. 팬데믹을 감안하지 않아도 2020년까지 백화점 소매판매액은 기준시점에서 크게 벗어난 적 없이 정체였다. 현대백화점의 더현대 서울 오픈 초기였던 2021년 1분기부터 백화점 소비는 눈에 띄게 증가했고, 이 추세는 5개 분기 연속 이어지는 중이다. 인터넷 쇼핑과 홈쇼핑 등으로 구성된 무점포소매점 판매액 지수는 팬데믹 수혜로 233.3p까지 상승했다.

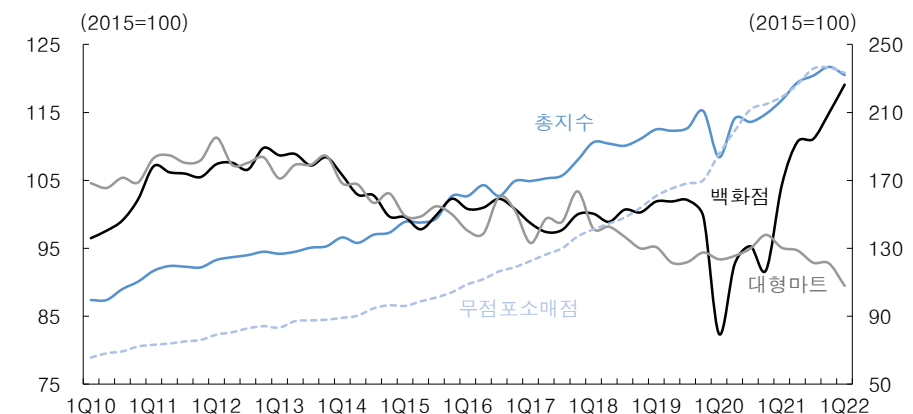
대형마트 회복 기대

부진을 거듭했던 대형마트는 저점을 다지고 회복할 것이다. 대형마트 판매액이 부진한 것은 온라인 채널의 영역 확장 때문이다. 오프라인 대형마트가 온라인 채널과 경합하는 상품군은 주로 음식료품이었다. 그러나 마켓컬리, 쿠팡의 로켓와우와 같은 신선식품 당일, 새벽배송서비스 이용이 보편화되면서 온라인 채널의 영역이 농축수산물군까지 넓어졌다. 2021년 연간 온라인 채널 판매액은 187조원으로 전체 소매판매액 대비 여전히 높은 수준이지만, 대면 소비 회복으로 매년 20% 가까이 성장해온 추세는 잠시 주춤할 것이다. 이는 수도권 저온 물류센터 수급과도 이어지는 일이자 오프라인 대형마트 채널의 회복을 기대하는 대목이다.

국내 리테일 자산은
최대주주가
마스터리스하는 자산

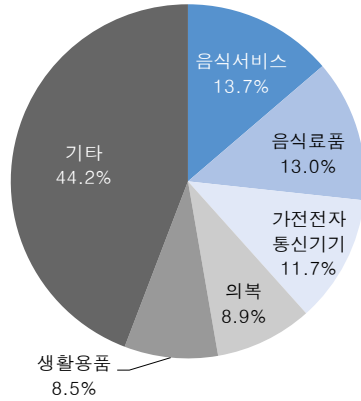
리테일 자산을 보유한 상장 리츠의 경우 최대주주가 대부분의 자산을 마스터리스하고 있다. 롯데리츠의 백화점, 마트, 아울렛은 롯데쇼핑, 이리츠코크랩의 백화점, 아울렛은 이랜드리테일, 신한서부티엔디리츠의 인천 스퀘어원은 서부티엔디가 책임임차중이기 때문에 공실에 따른 임대료 수익 감소 우려가 없다. 롯데리츠의 경우 매매가액에 일정요율을 적용해 고정임대료를 책정하고, 매출액에 따라 추가임대료가 발생하는 자산도 있어 오프라인 채널 거래 회복의 수혜가 예상된다.

[그림 35] 소매업태별 판매액지수 추이: 백화점 코로나 이전 수준 상회



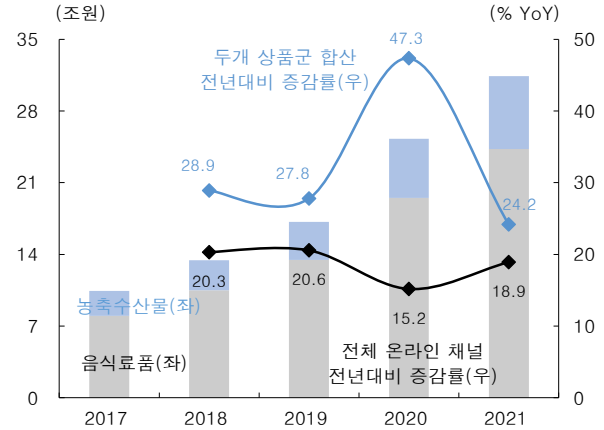
주: 계절조정치
자료: KOSIS 국가통계포털, 한국투자증권

[그림 36] 상품군별 온라인채널 거래액 비중



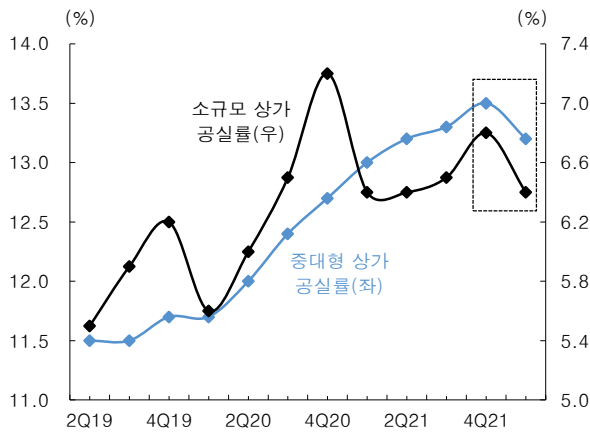
주: 2021년 기준
자료: KOSIS 국가통계포털, 한국투자증권

[그림 37] 음식료품과 농축수산물 거래액
채널 전체 대비 더 큰 폭으로 성장



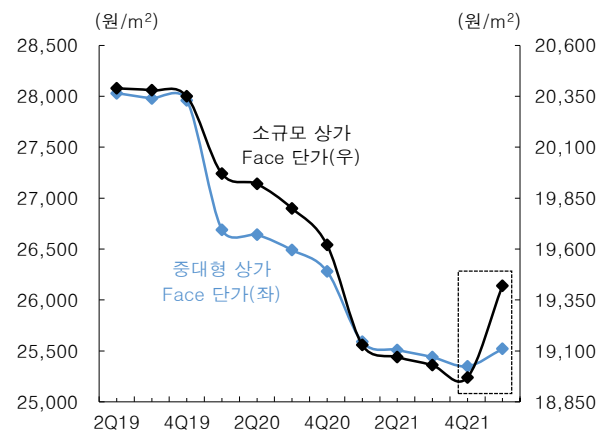
자료: KOSIS 국가통계포털, 한국투자증권

[그림 38] 상가 공실률 하락 반전



주: 중대형 상가는 주용도가 상가 등인 3층 이상이거나, 연면적 330m² 초과인 일반건축물
소규모 상가는 주용도가 상가 등인 2층 이하이거나, 연면적 330m² 이하인 일반건축물
자료: 한국부동산원 부동산통계정보시스템, 한국투자증권

[그림 39] 상가 Face 단가 저점에서 반등



자료: 한국부동산원 부동산통계정보시스템, 한국투자증권

기업분석

ESR켄달스퀘어리츠(365550)

롯데리츠(330590)

SK리츠(395400)

신한알파리츠(293940)

디앤디플랫폼리츠(377190)

NH올원리츠(400760)

이지스레지던스리츠(350520)

ESR켄달스퀘어리츠(365550)

매수(신규) / TP: 7,600원

주가(5/27, 원)	7,030
시가총액(십억원)	1,498
발행주식수(백만)	213
52주 최고/최저가(원)	7,663/5,810
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,825
유동주식비율(%)	75.1
외국인지분율(%)	53.0
주요주주(%)	CPP Investment Board
	Real Estate Holdings, Inc. (CPPIB) 24.9
	켄달스퀘어리츠운용 외 5 인 9.9

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	DPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
FY3A	24	8	5	134		14	67.6	1.3	0.5	0.8	4.1
FY4A	30	15	9	134	0.0	22	42.4	1.4	0.7	1.4	4.0
FY5F	57	28	15	132	(1.6)	42	35.4	0.9	1.0	1.3	5.3
FY6F	57	28	15	135	2.6	43	34.8	0.9	1.0	1.3	5.4
FY7F	58	28	15	137	1.5	43	34.5	0.9	1.0	1.3	5.5

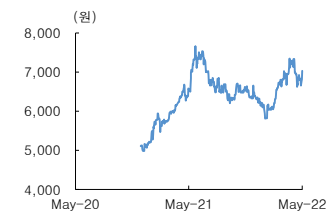
주: 회기는 6개월, 5월/11월 결산

아시아 대표 물류리츠

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.4)	7.0	7.6
상대주가(%p)	(2.3)	17.2	24.3

주가추이



편입 자산 목표 Cap 4.0%: 투자의견 매수, 목표주가 7,600원으로 ESR켄달스퀘어리츠의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 리츠의 1주당 NAV로 목표 NAV를 발행주식총수로 나눠 계산했다. 자산별 매입 Cap을 이용해 NOI를 계산하고, 목표 Cap을 설정한 다음 NOI와 목표 Cap을 나눠서 적정 자산가치를 추정했다. 목표 Cap은 18개 물류센터에 동일하게 4%를 적용했는데, 쿠팡이 마스터리스한 부천저온물류센터(2019년 6월) 기준으로 평당가는 1,212만원이다. 신축 자산인 수도권 서부권역의 인천 오류동물류센터가 2022년 1분기 평당 1,595만원에 거래된 사례를 참고했다. 목표 NAV 대비 현재 시가총액은 0.9배 수준이다.

2023년까지 배당가능이익의 훼손 없을 것: refi 일정은 2023년 12월부터 시작해 2026년까지 매년 말이다. 2023년 12월에 돌아오는 Tranche A 대주 4군데의 담보대출 금액은 2,550억원, 부담 중인 이자율은 연 2.22%다. IPO 자산 12개를 비롯해 지난해 말 일반공모 유상증자로 편입한 6개 자산(이천6 준공 전) 모두 안정화를 끝내고 임대료수익을 온기로 반영중이다. 따라서 refi 전인 8기 결산(2023년 11월)까지 배당가능이익과 DPS는 매 회기마다 증가할 것이다. refi 금리 3.83%에 동일한 LTV로 대출이 실행된다고 가정하면, 9기 결산부터 DPS는 130원으로 감소하고 배당수익률은 5.2%로 직전 대비 0.3%p 하락할 것이다.

아시아 대표 물류리츠: 두터운 파이프라인은 ESR켄달스퀘어리의 가장 큰 강점이자 무기다. 리츠는 스폰서의 개발 자산으로만 현재 수준의 포트폴리오를 2개 이상 구축할 수 있을 만큼 풍부한 파이프라인을 가지고 있다. 파이프라인 감안 시 일본의 Nippon Prologis(3283 JP)와 동일한 수준이다. 도시 계획 상 수도권 내 주거 용지 확보 경쟁으로 물류 개발 목적의 토지가 부족하고 일련의 사고 이후 인허가 소요 기간이 증가한 만큼 신축 자산에 대한 선호도는 지속적으로 생겨날 것이다. 조달 금리가 높고, 수도권 물류자산 공급이 많은 만큼 첫 refi 전까지 자산을 신규로 편입할 가능성은 낮지만, 밀려드는 시장 수요에 대응해야 할 때 편입 속도와 거래 조건 면에서 타리츠 대비 우위를 점할 것이다.

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 12〉 ESR켄달스퀘어리츠 편입자산 내역

구분	투자대상	vehicle	자산	임차인(대표)	WALE (년)	임대가능면적 (m ²)	임대율 (%)	자산가액(십억원)		Cap.Rate (%)
								매입	감평	
1	부동산펀드 수익증권	켄달스퀘어6호	이천1	DPL	0.3	40,608	100.0	65	66	4.93
2		켄달스퀘어7호	이천4	FILA	1.3	46,939	100.0	81	81	5.13
3		켄달스퀘어8호	용인2	어시스트코리아	1.9	43,176	100.0	76	77	4.98
4		켄달스퀘어11호	평택	JDX	1.4	43,122	99.9	84	84	4.39
5		켄달스퀘어18호	용인3(BRIC)	코리아후드서비스	1.9	38,222	100.0	92	96	4.59
소계						212,067		399	404	
6	자리츠 I 지분증권	이에스알 켄달스퀘어1호	부천저운	쿠팡	2.9	42,624	100.0	197	199	4.73
7			고양	쿠팡	7.4	168,095	100.0	478	479	4.87
8			용인1	LF	4.4	68,036	100.0	129	129	4.83
9			이천2	CJ	2.9	32,008	100.0	49	50	5.37
10			이천3	DL코리아	3.3	18,108	100.0	29	29	4.71
11			김해1	GS네트웍스	4.1	25,077	100.0	46	47	5.09
12			안성1	쿠팡	3.6	94,875	100.0	160	166	5.12
소계						448,823		1,088	1,099	
13	자리츠 II 지분증권	이에스알 켄달스퀘어2호	김해2	쿠팡	1.2	38,228	100.0	71	72	4.68
14			안성2	쿠팡	3.9	147,383	100.0	325	325	4.18
15			안성3	쿠팡	4.8	63,471	100.0	127	128	4.52
16			안성4	삼성전자로지텍	4.5	27,027	100.0	59	59	4.27
17			이천5	쿠팡	2.5	82,764	100.0	198	199	4.17
18			이천6	다코넷	2.5	62,195	100.0	122	123	4.56
소계						421,068		902	906	
합계						1,081,958		2,388	2,409	

자료: 전자공시시스템, ESR켄달스퀘어리츠, 한국투자증권

〈표 13〉 ESR켄달스퀘어리츠 목표주가 산정

자산	단위	계산(출처)	자리츠1호	자리츠2호	REF	합계
투자대상			지분증권	지분증권	수익증권	
vehicle			자리츠1호	자리츠2호	6, 7, 8, 9, 11호	
연면적	m ²	IR자료	500,438	431,305	226,702	1,158,445
매매가	억원	IR자료	10,875	9,023	3,986	23,884
평균 매매가	만원/3.3m ²	매매가/(연면적/3.3)	485(이천2) ~ 1,116(부천저운)			
감평가	억원	증권신고서	10,990	9,061	4,041	24,092
평균 감평가	만원/3.3m ²	증권신고서	495(이천2) ~ 1,127(부천저운)			
Cap.Rate(매입)	%	증권신고서	4.7 ~ 5.4			
NOI	억원	매매가xCap.Rate(매입)	533	390	191	1,114
Cap.Rate(목표)	%	NOI/Cap.Rate(반영)	4.0			
추정 자산가치	억원	평균 반영가x(연면적/3.3)	13,334	9,750	4,771	27,855
Debt 차입금	억원	5기 반기보고서				
Debt 임대보증금	억원	5기 반기보고서				447
Equity	억원	추정 자산가치-Debt				16,166
지분율	%					100
목표 NAV	억원	Equity x 지분율				16,166
발행주식총수	주	5기 반기보고서				213,089,000
주당 NAV	원/주	추정 NAV/발행주식총수				7,600
현재주가	원/주	2022년 5월 27일 종가				7,030
상승여력	%					8.1

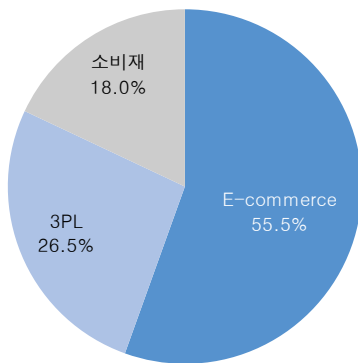
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

〈표 14〉 ESR켄달스퀘어리츠 DPS 및 배당수익률 추정(주가 5,000원 기준)

회기 결산월	단위	FY1 5월	FY2 11월	FY3 5월	FY4 11월	FY5F 5월	FY6F 11월	FY7F 5월	FY8F 11월	FY9F 5월	FY10F 11월
영업수익	백만원	0	0	23,710	30,063	57,300	57,300	58,160	58,160	59,032	59,032
금융비용	백만원	0	660	6,086	8,944	13,151	13,151	13,151	13,151	15,108	15,108
배당가능이익	백만원	(125)	(1,369)	11,316	17,168	28,085	28,817	29,239	29,239	27,709	27,709
당기순이익	백만원	(125)	(1,369)	5,409	9,485	15,025	15,025	15,446	15,446	13,916	13,916
감가상각비	백만원	0	0	5,907	7,683	13,060	13,793	13,793	13,793	13,793	13,793
발행주식총수	백만주	0	48	143	143	213	213	213	213	213	213
주당배당금	원/주	0	0	134	134	132	135	137	137	130	130
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	0.0	0.0	5.4	5.4	5.3	5.4	5.5	5.5	5.2	5.2

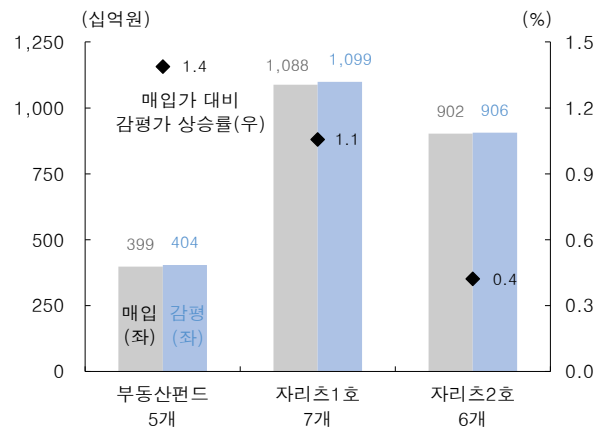
자료: 전자공시시스템, ESR켄달스퀘어리츠, 한국투자증권

[그림 40] 전자상거래와 3PL이 전체 임차 면적의 82% 차지



자료: ESR켄달스퀘어리츠, 한국투자증권

[그림 41] vehicle별 보유자산 매입가 및 감평가



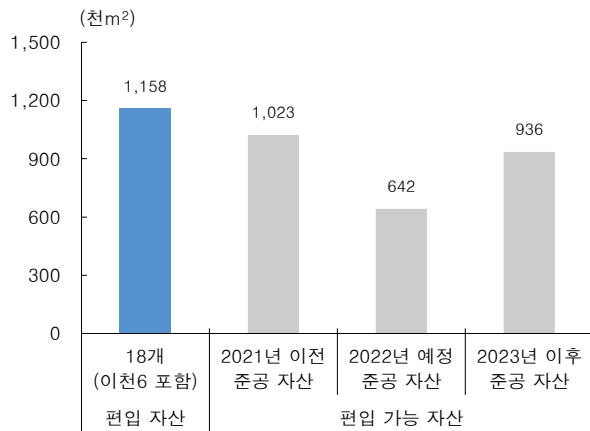
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

〈표 15〉 2022년 1분기 물류센터 거래사례

구분	수도권 권역	물류센터명	주소	용도	연면적 (평)	거래가격(억원, 만원/평)	
						전체	단위면적당
1	서부권	항동7가 복합 물류센터	인천광역시 중구 항동7가	혼합	73,463	5,850	796
2	서부권	오류동 스마트물류센터	인천광역시 서구 오류동	혼합	12,223	1,950	1,595
3	남부권	리치 물류센터 1, 2	경기도 안성시 죽산면	저온	16,430	1,580	962
4	동남권	CJ대한통운 신덕평물류센터	경기도 이천시 호법면	상온	17,712	1,300	734
5	동남권	광주유통단지 냉동센터	경기도 광주시 도척면	저온	11,092	1,210	1,091
6	기타	에땅 천안물류센터 D동	충청남도 천안시 서북구	상온	8,245	525	637
7	동남권	에이치엔 물류센터	경기도 이천시 설성면	상온	7,263	370	509
8	서부권	신화유통 물류센터	인천광역시 중구 항동7가	저온	3,348	300	896
9	중앙권	SK네트웍스 죽전물류센터	경기도 용인시 수지구 죽전동	상온	1,782	200	1,122

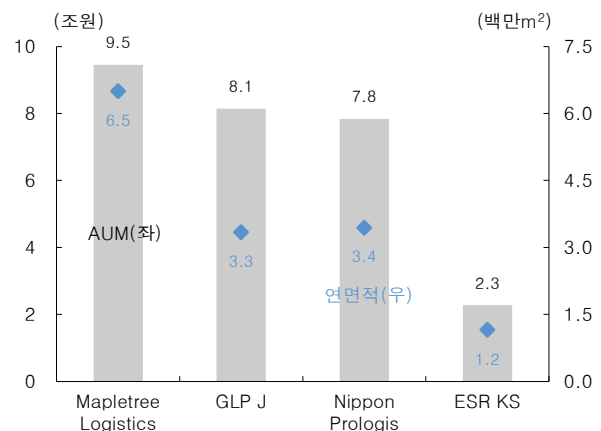
자료: GenstarMate, 한국투자증권

[그림 42] 편입 가능 자산 현재 포트폴리오의 225% 규모



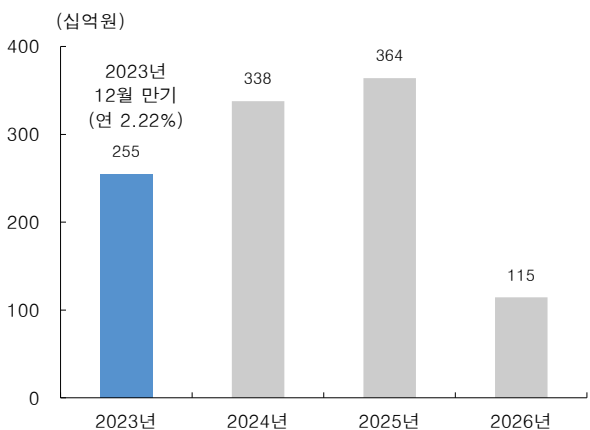
자료: ESR켄달스퀘어리츠, 한국투자증권

[그림 43] 아시아 대표 물류리츠 대열 합류



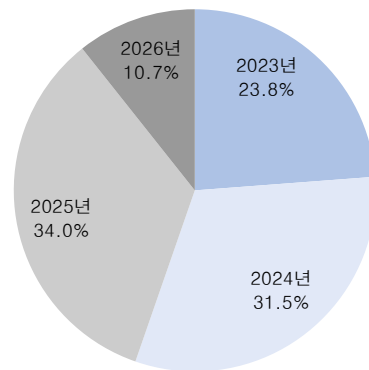
자료: ESR켄달스퀘어리츠, 한국투자증권

[그림 44] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



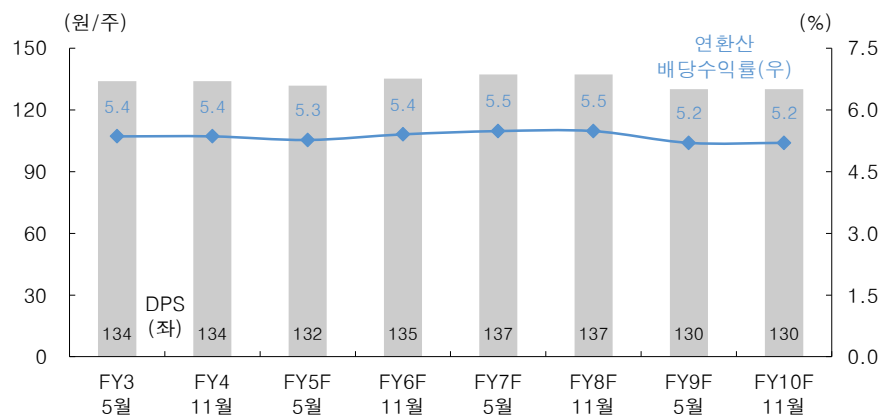
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 45] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 46] ESR켄달스퀘어리츠 DPS 및 전환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
 자료: ESR켄달스퀘어리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업수익	24	30	57	57	58
영업비용	16	15	29	29	30
영업이익	8	15	28	28	28
영업이익률(%)	34.2	49.0	49.0	49.0	49.0
EBITDA	14	22	42	43	43
EBITDA Margin(%)	59.1	74.6	73.8	75.1	74.7
영업외수익	(3)	(5)	(13)	(13)	(13)
금융수익	1	0	0	0	0
금융비용	6	9	13	13	13
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	3	4	0	0	0
세전계속사업이익	5	9	15	15	15
법인세비용	0	0	0	0	0
연결당기순이익	5	9	15	15	15
지배주주지분순이익	5	9	15	15	15
지배주주순이익률(%)	22.8	31.6	26.2	26.2	26.6
배당가능이익	11	17	28	29	29
FFO					

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	9	18	41	42	42
당기순이익(손실)	5	9	15	15	15
비현금항목의 조정	8	13	26	27	27
감가상각비	6	8	13	14	14
이자비용	6	9	13	13	13
기타	(4)	(4)	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	1	0	0	0	0
기타	(6)	(4)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(1,162)	(262)	0	0	0
단기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
장기금융상품의 감소	0	6	0	0	0
토지의 취득	(344)	(59)	0	0	0
건물의 취득	(638)	(171)	0	0	0
단기금융상품의 취득	0	0	0	0	0
장기금융상품의 취득	0	0	0	0	0
기타	(180)	(37)	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	822	240	(28)	(29)	(29)
유상증자	357	0	0	0	0
장기차입금의 증가	511	223	0	0	0
단기차입금의 증가	0	28	0	0	0
유상감자	0	0	0	0	0
유상감자비용 지급	0	0	0	0	0
단기차입금의 감소	0	0	0	0	0
유동성장기차입금의 감소	0	0	0	0	0
주식발행비용의 지급	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	(19)	(28)	(29)	(29)
현금및현금성자산의 증감	(331)	(3)	13	13	13
FCF	(1,153)	(244)	41	42	42

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
자산총계	1,188	1,443	1,510	1,496	1,482
유동자산	33	32	112	112	112
현금성자산	27	24	54	54	54
단기금융상품	0	0	53	53	53
기타	6	8	5	5	5
비유동자산	1,155	1,411	1,398	1,384	1,371
투자부동산	976	1,199	1,186	1,173	1,159
관계기업/종속기업 투자	157	183	183	183	183
기타	23	29	29	29	29
부채총계	477	739	1,102	1,102	1,102
유동부채	11	43	14	14	14
단기차입금	0	28	0	0	0
기타	11	14	14	14	14
비유동부채	466	696	1,087	1,087	1,087
장기차입금	447	668	1,059	1,059	1,059
기타	20	28	28	28	28
자본총계	711	704	1,146	1,146	1,146
지배주주지분	711	701	1,143	1,143	1,143
자본금	143	143	213	213	213
기타불입자본	542	541	913	913	913
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금(결손금)	26	16	17	17	17
비지배주주지분	0	4	4	4	4
순차입금	420	673	952	952	952

주요투자지표

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
주당지표(원)					
EPS	38	66	71	71	72
BPS	4,961	4,892	5,434	5,504	5,577
DPS	134	134	132	135	137
수익성(%)					
ROA	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0
ROE	0.8	1.4	1.3	1.3	1.3
배당수익률	4.1	4.0	5.3	5.4	5.5
안정성					
부채비율(%)	67.1	104.9	94.9	93.7	92.4
차입금/자본총계비율(%)	64.3	96.9	92.5	91.3	90.1
순차입금/EBITDA(x)	30.0	30.0	22.5	22.1	21.9
Valuation(x)					
PBR(x)	1.3	1.4	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	67.6	42.4	35.4	34.8	34.5

롯데리츠(330590)

매수(신규) / TP: 7,200원

주가(5/27, 원)	5,990
시가총액(십억원)	1,455
발행주식수(백만)	243
52주 최고/최저가(원)	6,210/5,140
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,473
유동주식비율(%)	50.0
외국인지분율(%)	9.4
주요주주(%)	롯데쇼핑 50.0
	미래에셋자산운용 5.1

	영업수익	영업이익	순이익	DPS	증감률	EBITDA	EV/EBITDA	PBR	ROA	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)
FY5A	49	29	17	139		46	20.0	1.0	0.7	1.5	5.6
FY6A	56	33	18	159	14.4	53	27.2	0.9	0.8	1.6	6.4
FY7F	57	33	19	162	2.1	54	25.1	0.9	0.8	1.7	6.5
FY8F	57	34	16	150	(7.4)	54	26.8	0.9	0.7	1.4	6.0
FY9F	58	34	12	134	(11.0)	55	26.5	0.9	0.5	1.1	5.3

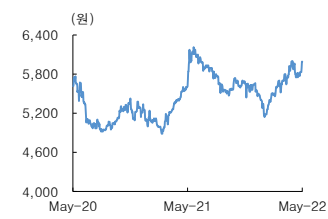
주: 회기는 6개월, 6월/12월 결산

완벽한 하이브리드 자산

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.2	6.0	4.9
상대주가(%p)	0.2	16.2	21.6

주가추이



DPS 안정성이 가장 높은 리츠: 투자의견 매수, 목표주가 7,200원으로 롯데리츠의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 DPS 추정치를 이용해 배당할인모형으로 계산했다. 커버리지 리츠 중 롯데리츠만 다른 방법으로 목표주가를 구한 이유는 두가지다. 첫째, DPS 변동성이 가장 낮다. 15개 편입 자산 모두 롯데쇼핑, 롯데글로벌로지스가 마스터리스하고 있어 공실 발생 위험이 없으며, 임대료가 물가상승률에 연동해 매년 증가하기 때문이다. 가상의 사례에서 확인했듯이 임대료가 증가하는 동안 차입금 refi가 없다면 DPS 성장은 자명하다. 둘째, IPO 자산 외에 신규 편입 자산의 현재 시세를 추정할 수 있을 만한 감정평가 이력, 주변 거래 사례가 충분치 않다. 매입가로 구한 NAV 대비 현재 시가총액은 1배다.

refi 영향은 8기 결산부터: refi 일정은 2022년 7월부터 2023년 12월까지 총 4번에 걸쳐 있는데, 차입금과 사채 발행 잔액의 57%가 2022년 만기다. 첫 refi는 2022년 7월이다. 롯데백화점 강남점을 담보로 설정한 근저당권이 붙은 담보부사채로 AA-등급에 기존 발행 금리는 연 1.55%다. 2022년 10월에 돌아오는 대주 3군데의 담보대출 금액은 4,780억원, 부담 중인 이자율은 연 2.27%다. 담보부사채는 연 3.3%로 차환 발행, 선순위 담보대출은 연 3.83%(All-in)로 refi한다고 가정하면, 8기 결산(2022년 12월) DPS는 150원으로 기존 대비 7.4% 감소하고 배당수익률은 0.5%p 하락할 것이다.

담보부사채 증액 가능성에 초점: 앞서 선순위 담보대출 증액분으로 중순위 담보대출을 상환하는 전략을 설명했다. 같은 전략을 적용하면 롯데리츠는 담보부사채 발행액을 늘려 2022년 10월에 돌아오는 선순위 담보대출 잔액을 줄일 것이다. 은행 탁상감정 기준 IPO 자산 가치는 22% 상승했다. AA- 등급을 받기 위한 담보부사채 LTV 40%를 그대로 적용하면, 롯데리츠는 롯데백화점 강남점을 담보로 370억원 이상의 사채를 추가 발행할 수 있다. 370억원을 10월 만기 선순위 담보대출 상환 재원으로 활용할 경우 이자비용은 연간 1.9억원 절약되며, DPS는 0.8원 증가할 것이다. refi 시점에 있을 정식 감정평가 후 탁상감정가에 비해 담보가치가 더 높아지면서, DPS 하락폭은 제한될 것이다

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 16〉 롯데리츠 편입자산 내역

구분	카테고리	임대차만기	투자대상	자산	임차인	연면적 (m ²)	임대율 (%)	매입가액 (십억원)	임대료 (십억원/연)
1	Tranche A	2028년 10월	실물자산	롯데백화점 창원점	롯데쇼핑	140,997	100	246.8	12.3
2				롯데마트 의왕점		36,879	100	137.6	7.0
3				롯데마트 장유점		38,838	100	57.5	3.1
소계						216,714		441.9	22.4
4	Tranche B	2029년 10월	실물자산	롯데백화점 구리점	롯데쇼핑	79,271	100	177.3	9.2
5				롯데마트&아울렛 (서)청주점		81,561	100	139.2	7.5
6				롯데마트&아울렛 대구 율하점		100,773	100	170.2	9.0
소계						261,605		486.7	25.7
7	Tranche C	2030년 10월	실물자산	롯데백화점 강남점	롯데쇼핑	67,517	100	424.9	21.5
8				롯데백화점 광주점		93,019	100	134.4	7.1
소계						160,536		559.3	28.5
9	Tranche D	2028년 3월	실물자산	롯데백화점 중동점	롯데쇼핑	93,419	100	171.7	7.4
10				롯데백화점 안산점		54,887	100	98.6	4.5
11				롯데마트 계양점		58,119	100	76.1	3.2
12				롯데마트 경기양평점		9,977	100	34.6	1.5
소계						216,402		381.0	16.6
13	Tranche E	2032년 3월	실물자산	롯데아울렛 이천점	롯데쇼핑	184,308	100	275.3	11.8
14				롯데마트 춘천점		40,570	100	61.0	2.6
소계						224,878		336.3	14.3
15	Tranche F	2036년 3월	실물자산	롯데마트몰 김포몰류센터	롯데글로벌로지스	30,870	100	95.5	43.0
소계						30,870		95.5	43.0
합계						950,469		1,741.4	122.0

자료: 전자공시시스템, 롯데리츠, 한국투자증권

〈표 17〉 롯데리츠 목표주가 산정

구분	계산(출처)	단위	내용
2022년 DPS 추정치	① 추정	원/주	313
배당성장률	② 고정임대료 상승률	%	1.9
COE	③ = ④ + ⑤	%	6.3
무위험수익률	④ 3년만기 국채 수익률	%	2.4
Equity risk premium	⑤ = (⑥ - ⑦) x ⑧	%	3.9
시장기대수익률	⑥ 3년만기 회사채 수익률	%	8.9
무위험수익률	⑦ 3년만기 국채 수익률	%	2.4
조정 beta	⑧		0.6
목표주가	⑨ = (① x ②) / (③ - ②)	원/주	7,200
현재주가	2022년 5월 27일 증가	원/주	5,990
상승여력		%	20.2

자료: 한국투자증권

〈표 18〉 롯데리츠 DPS 및 배당수익률 추정(주가 5,000원 기준)

회기 결산월	단위	FY1 6월	FY2 12월	FY3 6월	FY4 12월	FY5 6월	FY6 12월	FY7F 6월	FY8F 12월	FY9F 6월	FY10F 12월
영업수익	백만원	2,004	22,492	38,093	38,327	48,642	56,180	56,798	57,252	57,882	58,345
금융비용	백만원	38	4,567	8,632	8,658	12,159	14,548	14,548	17,925	22,583	23,980
배당가능이익	백만원	1,825	16,588	27,778	27,838	33,957	38,808	39,426	36,503	32,475	31,541
당기순이익	백만원	1,519	10,581	15,548	15,613	16,978	18,406	19,024	15,847	11,819	10,885
감가상각비	백만원	306	6,007	12,230	12,225	16,979	20,402	20,402	20,656	20,656	20,656
발행주식총수	백만주	86	172	172	172	243	243	243	243	243	243
주당배당금	원/주	21	96	161	161	139	159	162	150	134	130
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	0.8	3.8	6.4	6.4	5.6	6.4	6.5	6.0	5.3	5.2

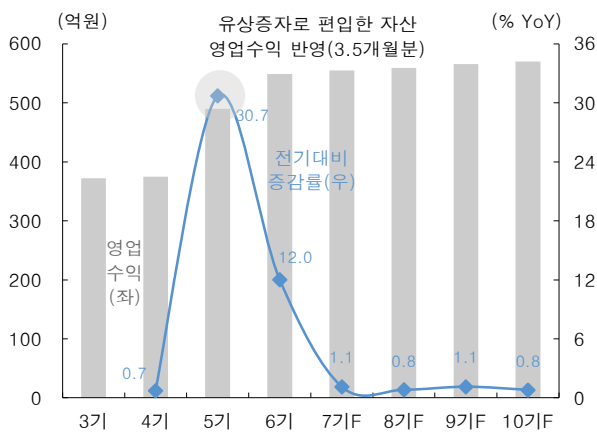
자료: 전자공시시스템, 롯데리츠, 한국투자증권

〈표 19〉 롯데리츠 편입 자산 임대료 조건 세부내역

구분		IPO	유상증자+추가자산편입	
자산타입	업종	리테일	리테일	물류센터
	Tranche	A, B, C	D, E	F
초년도 임차조건	고정임대료	매매대금의 5%	매매대금의 3.8%	매매대금의 4.5%
	변동임대료		전년도 매출액의 0.45%	
임대료 인상조건		매년 1.5%	매년 전년도 CPI (고정임대료)	
관리비		Triple net(재산세, 보험료, 수선유지비 임차인 부담)		

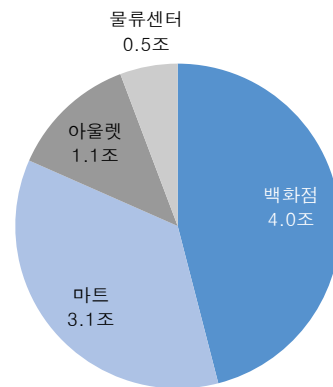
주: 2021년 12월에 편입한 롯데마트 경기양평점의 변동임대료 조건은 전년도 매출액의 0.5%
자료: 롯데리츠, 한국투자증권

[그림 47] 영업수익 추이: 고정임대료 상승분 반영



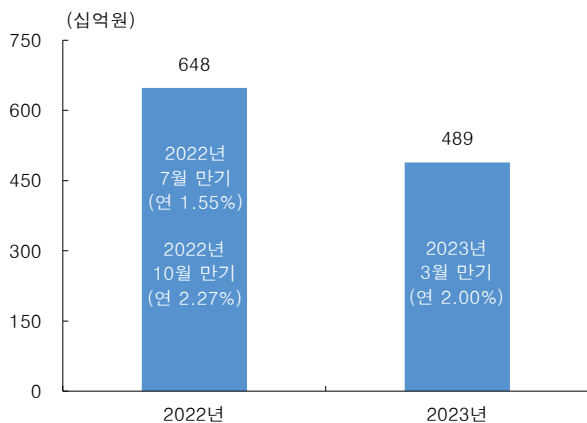
자료: 롯데리츠, 한국투자증권

[그림 48] 우선매수협상권(ROFO) 가진 자산 내역



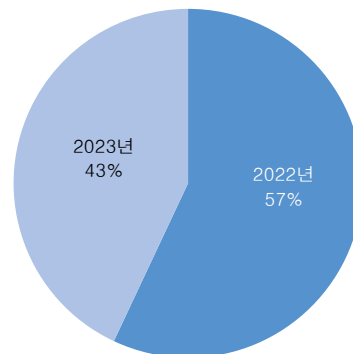
자료: 롯데리츠, 한국투자증권

[그림 49] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



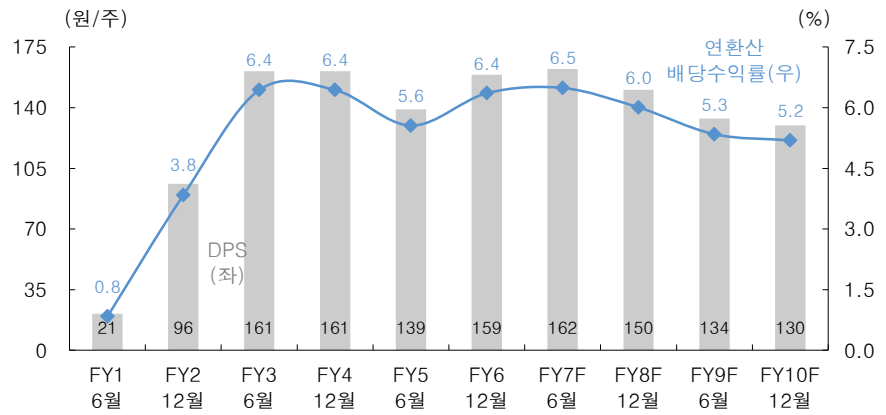
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 50] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 51] 롯데리츠 DPS 및 전환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
 자료: 롯데리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY5A	FY6A	FY7F	FY8F	FY9F
영업수익	49	56	57	57	58
영업비용	20	23	23	24	24
영업이익	29	33	33	34	34
영업이익률(%)	59.7	58.3	58.8	58.7	59.1
EBITDA	46	53	54	54	55
EBITDA Margin(%)	94.6	94.6	94.7	94.7	94.8
영업외수익	(12)	(14)	(14)	(18)	(22)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	12	15	15	18	23
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	17	18	19	16	12
법인세비용	0	0	0	0	0
연결당기순이익	17	18	19	16	12
지배주주지분순이익	17	18	19	16	12
지배주주순이익률(%)	34.9	32.8	33.5	27.7	20.4
배당가능이익	34	39	39	37	32
FFO					

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	77	54	54	54	55
당기순이익(손실)	17	18	19	16	12
비현금항목의 조정	28	33	35	39	43
감가상각비	17	20	20	21	21
이자비용	12	15	15	18	23
기타	(1)	(1)	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	32	2	0	0	0
기타	0	(0)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(840)	(36)	0	0	0
단기금융상품의 감소	17	57	0	0	0
장기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
토지의 취득	0	0	0	0	0
건물의 취득	0	0	0	0	0
단기금융상품의 취득	(38)	(57)	0	0	0
장기금융상품의 취득	0	0	0	0	0
기타	(818)	(36)	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	748	(14)	(39)	(37)	(32)
유상증자	333	0	0	0	0
장기차입금의 증가	454	0	0	0	0
단기차입금의 증가	35	0	0	0	0
유상감자	0	0	0	0	0
유상감자비용 지급	0	0	0	0	0
단기차입금의 감소	(35)	0	0	0	0
유동성장기차입금의 감소	0	0	0	0	0
주식발행비용의 지급	(3)	0	0	0	0
배당금의 지급	(28)	(34)	(39)	(37)	(32)
현금및현금성자산의 증감	(15)	3	15	18	23
FCF	(763)	18	54	54	55

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

	FY5A	FY6A	FY7F	FY8F	FY9F
자산총계	2,391	2,404	2,364	2,343	2,322
유동자산	59	55	36	36	36
현금성자산	4	7	10	10	10
단기금융상품	0	0	0	0	0
기타	55	48	25	25	25
비유동자산	2,332	2,348	2,328	2,307	2,287
투자부동산	2,332	2,348	2,328	2,307	2,287
부채총계	1,223	1,251	1,250	1,250	1,250
유동부채	17	658	1,113	1,113	1,113
차입금및사채	0	646	1,103	1,103	1,103
기타	17	11	10	10	10
비유동부채	1,205	593	137	137	137
차입금및사채	1,100	487	31	31	31
기타	105	107	106	106	106
자본총계	1,169	1,153	1,133	1,112	1,091
지배주주지분	121	121	121	121	121
자본잉여금	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061
이익잉여금(결손금)	(14)	(29)	(50)	(70)	(91)
순차입금	1,096	1,125	1,124	1,124	1,124

주요투자지표

	FY5A	FY6A	FY7F	FY8F	FY9F
주당지표(원)					
EPS	70	76	78	65	49
BPS	4,810	4,746	4,662	4,577	4,492
DPS	139	159	162	150	134
수익성(%)					
ROA	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5
ROE	1.5	1.6	1.7	1.4	1.1
배당수익률	5.6	6.4	6.5	6.0	5.3
안정성					
부채비율(%)	104.6	108.5	110.4	112.4	114.5
차입금/자본총계비율(%)	95.6	43.2	3.6	3.6	3.7
순차입금/EBITDA(x)	23.8	21.2	20.9	20.7	20.5
Valuation(x)					
PBR(x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	20.0	27.2	25.1	26.8	26.5

SK리츠(395400)

매수(신규) / TP: 7,600원

주가(5/27, 원)	7,180
시가총액(십억원)	1,113
발행주식수(백만)	155
52주 최고/최저가(원)	7,280/5,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,864
유동주식비율(%)	30.0
외국인지분율(%)	1.1
주요주주(%)	SK 50.0
	코람코자산운용 6.2

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	DPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
FY2A	17	13	6	53		15	60.0	1.0	0.3	0.8	2.1
FY3A	19	15	9	70	32.1	17	55.2	1.0	0.5	1.1	2.8
FY4F	19	16	11	81	16.3	18	55.2	1.0	0.6	1.4	3.3
FY5F	19	16	11	81	(0.0)	18	61.5	1.0	0.6	1.4	3.3
FY6F	24	21	10	83	2.3	23	47.8	1.0	0.5	1.3	3.3

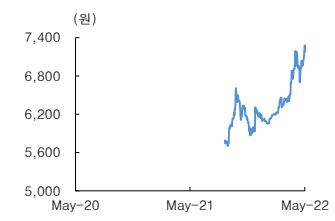
주: 회기는 3개월, 3월/6월/9월/12월 결산

첫번째 자산 편입, SK그룹사 시너지 발현

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.1)	18.3	NM
상대주가(%)	(0.1)	28.4	NM

주가추이



서린빌딩 가치 핵심: 투자의견 매수, 목표주가 7,600원으로 SK리츠의 커버리지를 제시한다. 목표주가는 리츠의 1주당 NAV로 목표 NAV를 발행주식총수로 나눠 계산했다. 자산별 매입 Cap을 이용해 NOI를 계산하고, 목표 Cap을 설정한 다음 NOI와 목표 Cap을 나눠서 적정 자산가치를 추정했다. 자산별로 설정한 목표 Cap은 SK서린빌딩 3.1%, SK에너지주유소 3.2%, SK-U타워 3.5%다. 핵심은 서린빌딩의 가치다. CBD 소재 서린빌딩 목표 Cap을 가격으로 환산하면 평당 4,985만원이다. 2021년 3분기에 3.9% Cap으로 평당 3,948만원에 서린빌딩을 매입한 이후 1개 분기 만에 CBD 지역 오피스 Cap은 3.6%까지 하락했다. 장기화되고 있는 서울 지역 오피스의 타이트한 수급을 감안해 목표 Cap을 설정했다.

그룹사 시너지 첫 사례, SK-U타워 편입: SK리츠의 강점이 드러나고 있다. 우선매수협상권을 가진 SK그룹사 보유 자산을 첫 편입하는 사례가 생겨난 것이다. 해당 자산은 SK하이닉스의 U타워로 경기도 분당(BBD)에 위치한 연면적 86,804m² 규모의 프라임급 오피스다. 리츠는 5월 25일 공시를 통해 추가 편입 대상 자산을 공개했고 자금 조달 방안과 임대차 계약 내역을 밝혔다(<표 23>, <표 24> 참고). 자산 매입가는 5,072억원(매입 Cap 4.1%)이다. 변동 금리 조건으로 선순위 담보대출을 3,100억원 받고, Bridge-loan으로 equity를 채워 소유권을 이전하기로 했다. Bridge-loan은 2022년 안에 유상증자를 실시해 대환할 예정이다. SK하이닉스가 전체 면적을 마스터리스하는 자산으로, 6월말 취득을 마무리하면 6기(2022년 7~9월)부터 온기로 임대료수익을 반영할 예정이다.

2023년 refi 금리 현 수준과 유사할 것: refi 일정은 2023년부터 2025년까지 매년 6~7월에 돌아온다. 첫 refi는 2023년 6월 만기 1,200억원(SK-U타워 Tranche A)이며, 선순위 담보대출 잔액 1조 3,619억원 중 8.8%를 차지한다. 1년만기 금융채에 35bp를 가산한 변동 금리 대출이기 때문에, 동일한 조건으로 refi할 가능성이 높다. U타워 편입 시기인 6기부터 Tranche A 대출잔액에 연 2.85% 금리를 적용해 이자비용을 추정했고, 매 회기마다 10bp씩 더해 이자비용을 구했다. 2023년 refi 시점 롤오버 금리는 3.25% 수준에서 정해질 것이며, 전락 상 서린빌딩 담보부사채 발행을 위한 신탁 계약을 준비할 것으로 전망한다.

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 20〉 SK리츠 편입자산 내역

구분	투자대상	vehicle	자산	임차인	WALE (년)	연면적 (㎡)	임대율 (%)	자산가액(십억원)		Cap.Rate 매입(%)	연 임대료 (십억원)
								매입	감평		
1	실물자산	SK리츠(모리츠)	SK서린빌딩	SK주식회사	4+5	83,828	100.0	1,003	1,056	3.9	39
2			SK-U타워	SK하이닉스	5	86,804	100.0	507	507	4.1	17
소계						83,828		1,003	1,056		39
3	자리츠 지분증권	클린에너지리츠	SK에너지 주유소	SK에너지	9+5	85,369	100.0	766	814		32
소계						85,369		766	814		32
합계						169,197		1,769	1,870		71

자료: SK리츠, 한국투자증권

〈표 21〉 SK리츠 목표주가 산정

자산	단위	계산(출처)	SK서린빌딩	SK에너지 주유소	SK U-타워	합계
투자대상			실물자산	지분증권	실물자산	
vehicle			모리츠	자리츠	모리츠	
연면적	m ²	IR자료	83,828	85,369	86,804	256,001
매매가	억원	IR자료	10,030	7,664	5,072	22,766
평당 매매가	만원/3.3m ²	매매가/연면적/3.3	3,948	2,962	1,928	
연 임대료	억원/연	3기 사업보고서	393	322	208	922
감평가	억원	IR자료	10,558	8,140	5,072	23,770
평당 감평가	만원/3.3m ²	감평가/연면적/3.3	4,156	3,147	1,928	
Cap.Rate(매입)	%	연 임대료/매매가	3.9	4.2	4.1	4.1
Cap.Rate(감평)	%	연 임대료/감평가	3.7	4.0	4.1	3.9
Cap.Rate(목표)	%		3.1	3.2	3.5	
추정 자산가치	억원	평당 반영가x연면적/3.3	12,663	10,061	5,942	28,665
Debt 차입금	억원	3기 사업보고서	6,018	4,501	3,100	13,619
Debt 임대보증금	억원	3기 사업보고서	327	268	173	769
Equity	억원	추정 자산가치-Debt	6,317	5,291	2,669	14,277
지분율	%	IR자료	100	100	100	
목표 NAV	억원	Equity x 지분율	6,317	5,291	2,669	14,277
발행주식총수	주	기존 + 유상신주				187,451,591
기존	주	3기 사업보고서				155,020,532
유상신주	주	증자규모/발행가격				32,431,059
증자규모	억원	부동산투자회사 자금차입				2,205
발행가격	원/주	기준가 x 할인률				6,800
기준가	원/주	가정, 2022년 5월 27일 증가				7,180
할인률	%	가정				5
주당 NAV	원/주	추정 NAV/발행주식총수				7,600
현재주가	원/주	2022년 5월 27일 증가				7,180
상승여력	%					5.8

자료: 전자공시시스템, SK리츠, 한국투자증권

〈표 22〉 SK리츠 DPS 및 배당수익률 추정(주가 5,000원 기준)

회기	단위	FY1	FY2	FY3	FY4F	FY5F	FY6F	FY7F	FY8F	FY9F	FY10F
결산월		6월	9월	12월	3월	6월	9월	12월	3월	6월	9월
영업수익	백만원	0	17,089	18,579	19,022	19,021	24,220	24,213	24,212	24,211	24,211
금융비용	백만원	0	7,216	6,447	5,470	5,470	10,369	8,169	8,169	8,169	8,169
배당가능이익	백만원	(300)	8,251	10,870	12,617	12,616	12,910	15,103	15,102	15,101	15,099
당기순이익	백만원	(300)	6,277	8,775	10,888	10,887	10,306	12,499	12,498	12,497	12,495
감가상각비	백만원	0	1,974	2,095	1,729	1,729	2,604	2,604	2,604	2,604	2,604
발행주식총수	백만주	1	155	155	155	155	155	187	187	187	187
주당배당금	원/주	0	53	70	81	81	83	81	81	81	81
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	0.0	4.2	5.6	6.5	6.5	6.7	6.4	6.4	6.4	6.4

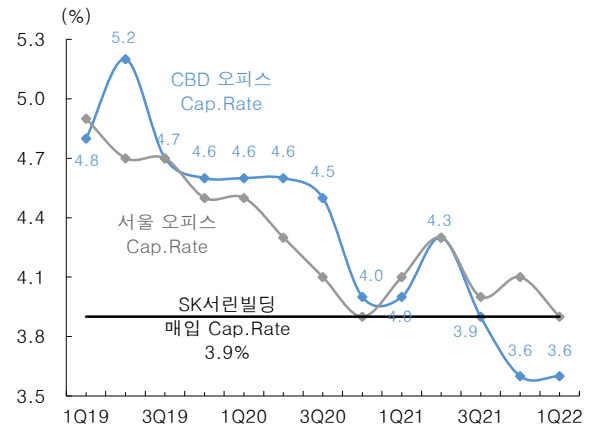
자료: 전자공시시스템, SK리츠, 한국투자증권

[그림 52] SK서린빌딩 전경, 내부는 리모델링 완료



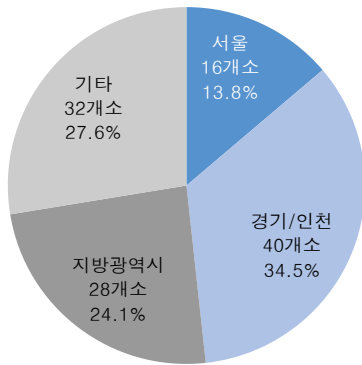
자료: SK리츠

[그림 53] 서린빌딩 매입 후 CBD 오피스 Cap 추가 하락



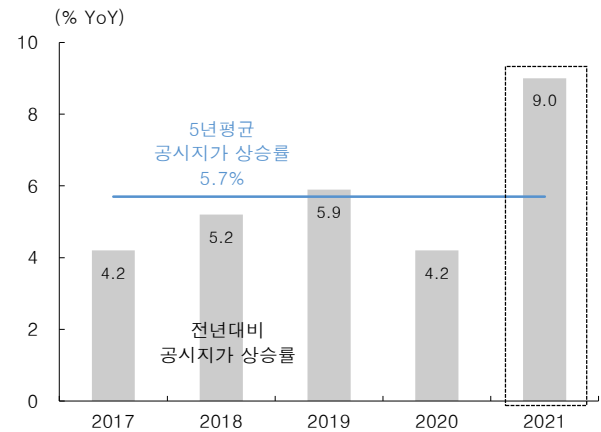
자료: GenstarMate, SK리츠, 한국투자증권

[그림 54] 주유소 116개 중 약 50%가 수도권에 위치



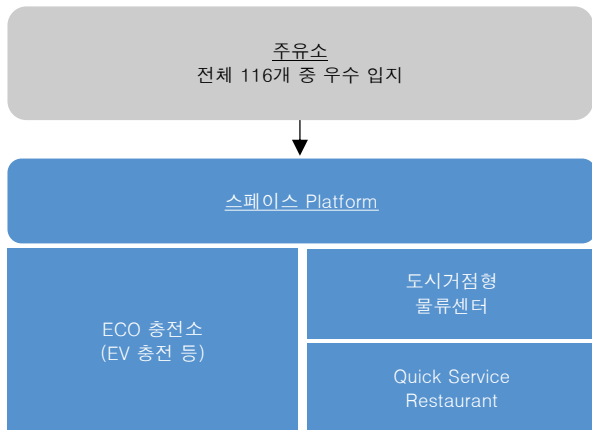
자료: SK리츠, 한국투자증권

[그림 55] 주유소 116개 토지 평균 공시지가 상승률 5.7%



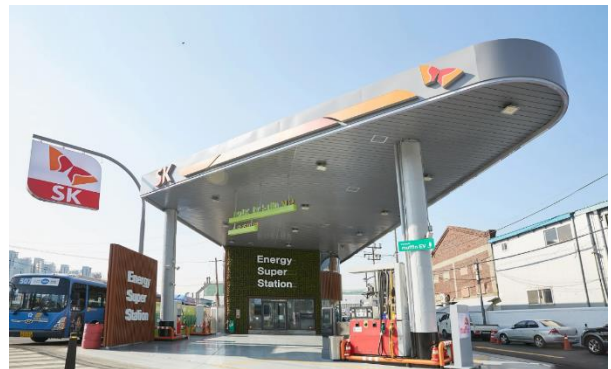
자료: SK리츠, 한국투자증권

[그림 56] 클린에너지리츠 자산 value-up 방안



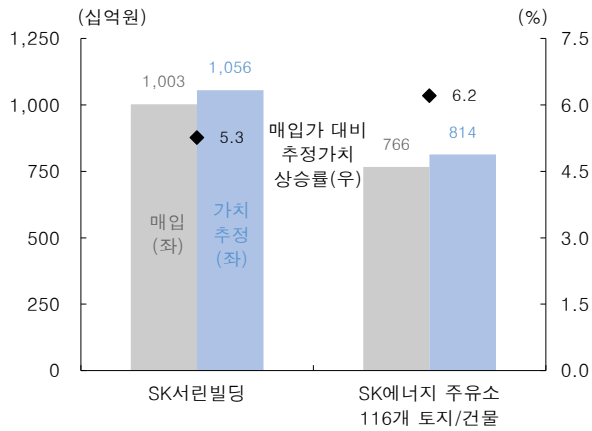
자료: SK리츠, 한국투자증권

[그림 57] 에너지 슈퍼스테이션으로 개발된 첫 사례



주: 서울시 금천구 소재 박미주유소
자료: SKInno News

[그림 58] 편입 자산 매입가 대비 추정가치 5% 이상 상승



주: 컨설팅 의뢰 가치 추정
자료: SK리츠, 한국투자증권

[그림 59] 우선매수협상권 보유한 오피스 빌딩



주: SKU타워는 편입 확정
자료: 전자공시시스템, SK리츠

<표 23> SK-U타워 조달 구조

구분	단위	대출액	만기일	금리
Debt				
선순위 담보대출	억원	3,100		
Tranche A	억원	1,200	2023년 6월	1년 만기 금융채+35bp 이하
Tranche B	억원	1,900	2025년 6월	3년 만기 금융채+55bp 이하
임대보증금	억원	173		
부가세대출	억원	225	(주석)	3개월 CD 금리+가산금리(210bp) 이하
Equity		2,205		
브릿지론	억원	2,205		취득세, 농어촌특별세, 지방교육세액 233억원 포함
대출	억원	2,205		3개월 CD 금리+가산금리(210bp) 이하
전자단기사채	억원			3개월 CD 금리+가산금리(200bp) 이하
합계	억원	5,704		

주: 부가세대출 만기는 인출일로부터 6개월이 되는 날 또는 부동산에 대한 부가세가 환급된 날로부터 5영업일이 되는 날 중 빠른 날
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

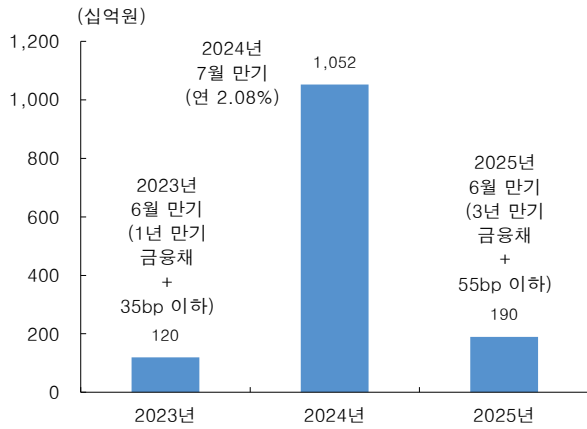
<표 24> SK-U타워만 고려한 재무상태표(추정)

(단위: 백만원)

자산	570,381	부채	349,850
유동자산	22,520	유동부채	22,520
현금및현금성자산	22,520	부가세대출	22,520
비유동자산	547,861	비유동부채	327,330
장기금융상품	17,330	담보대출	310,000
임대보증금	17,330	Tranche A	120,000
투자부동산	530,531	Tranche B	190,000
토지	294,972	임대보증금	17,330
매매가	282,000		
취득세 등 세금	12,972	자본	220,531
건물	235,559	(Bridge-loan)	220,531
매매가	225,200		
취득세 등 세금	10,359		
자산총계	570,381	부채 및 자본총계	570,381

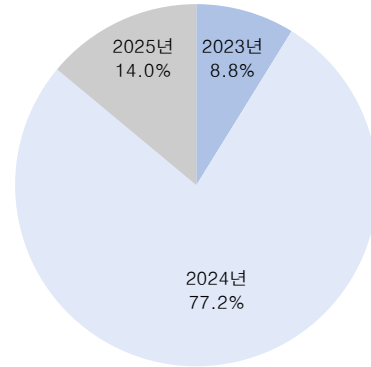
주: 1. 건물 매매가는 부가세 납부액에 세율 10%를 나누어 역산했고, 토지 매매가는 전세 매매가에서 건물 매매가 차감해서 계산
2. 취득세 등 세금은 재화별 매매가에 세율 4.6%를 곱해서 계산
자료: 한국투자증권

[그림 60] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



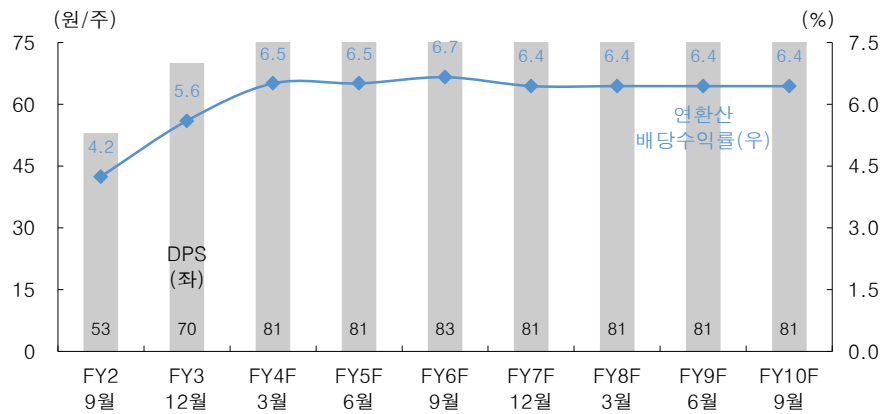
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 61] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 62] SK리츠 DPS 및 연환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
 자료: SK리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY2A	FY3A	FY4F	FY5F	FY6F
영업수익	17	19	19	19	24
영업비용	4	3	3	3	4
영업이익	13	15	16	16	21
영업이익률(%)	78.9	81.8	86.0	86.0	85.4
EBITDA	15	17	18	18	23
EBITDA Margin(%)	90.5	93.1	95.1	95.1	96.1
영업외수익	(7)	(6)	(5)	(5)	(10)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	7	6	5	5	10
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	6	9	11	11	10
법인세비용	0	0	0	0	0
연결당기순이익	6	9	11	11	10
지배주주지분순이익	6	9	11	11	10
지배주주순이익률(%)	36.7	47.2	57.2	57.2	42.6
배당가능이익	8	11	13	13	13
FFO					

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	69	13	18	18	23
당기순이익(손실)	6	9	11	11	10
비현금항목의 조정	9	8	7	7	13
감가상각비	2	2	2	2	3
이자비용	7	6	5	5	10
기타	(0)	(0)	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	60	1	0	0	0
기타	(6)	(6)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(1,863)	(12)	0	(507)	0
단기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
장기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
토지의 취득	0	0	0	0	0
건물의 취득	0	0	0	0	0
단기금융상품의 취득	0	(11)	0	0	0
장기금융상품의 취득	0	0	0	0	0
기타	(1,863)	(1)	0	(507)	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,814	(8)	(13)	517	(13)
유상증자	770	(0)	0	0	0
장기차입금의 증가	1,044	0	0	310	0
단기차입금의 증가	259	0	0	220	0
유상감자	0	0	0	0	0
유상감자비용 지급	0	0	0	0	0
단기차입금의 감소	(259)	0	0	0	0
유동성장기차입금의 감소	0	0	0	0	0
주식발행비용의 지급	0	0	0	0	0
배당금의 지급	(0)	8	(13)	(13)	(13)
현금및현금성자산의 증감	20	(8)	5	28	10
FCF	(1,794)	1	18	(489)	23

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

	FY2A	FY3A	FY4F	FY5F	FY6F
자산총계	1,883	1,884	1,883	1,881	1,878
유동자산	22	24	24	24	24
현금성자산	20	12	12	12	12
단기금융상품	0	11	11	11	11
기타	1	1	1	1	1
비유동자산	1,861	1,860	1,858	1,857	1,854
투자부동산	1,861	1,860	1,858	1,857	1,854
부채총계	1,106	1,108	1,108	1,108	1,108
유동부채	3	4	4	4	4
비유동부채	1,103	1,104	1,104	1,104	1,104
장기차입금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
기타	58	58	58	58	58
자본총계	776	777	775	773	771
지배주주지분	776	777	775	773	771
자본금	78	78	78	78	78
자본잉여금	688	687	687	687	687
이익잉여금(결손금)	11	12	10	8	6
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	1,025	1,022	1,022	1,022	1,022

주요투자지표

	FY2A	FY3A	FY4F	FY5F	FY6F
주당지표(원)					
EPS	40	57	70	70	66
BPS	5,007	5,010	4,999	4,987	4,971
DPS	53	70	81	81	83
수익성(%)					
ROA	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5
ROE	0.8	1.1	1.4	1.4	1.3
배당수익률	2.1	2.8	3.3	3.3	3.3
안정성					
부채비율(%)	142.6	142.6	142.9	143.3	143.7
차입금/자본총계비율(%)	134.6	134.6	134.9	135.2	135.7
순차입금/EBITDA(x)	66.3	59.1	56.5	56.5	43.9
Valuation(x)					
PBR(x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(x)	60.0	55.2	55.2	61.5	47.8

신한알파리츠(293940)

매수(신규) / TP: 10,000원

주가(5/27, 원)	7,960
시가총액(십억원)	588
발행주식수(백만)	73
52주 최고/최저가(원)	8,651/7,560
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,060
유동주식비율(%)	72.8
외국인지분율(%)	3.2
주요주주(%)	한화손해보험 외 1인 6.9
	미래에셋자산운용 6.5

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	DPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
FY6A	38	23	6	164		28	14.0	1.1	0.5	2.0	6.6
FY7A	42	22	2	177	7.9	28	15.4	1.1	0.2	0.6	7.1
FY8F	47	29	7	187	5.7	35	11.4	1.2	0.4	1.7	7.5
FY9F	48	29	10	219	16.8	35	16.8	1.2	0.5	2.3	8.7
FY10F	48	29	11	235	7.7	36	16.4	1.1	0.6	2.6	9.4

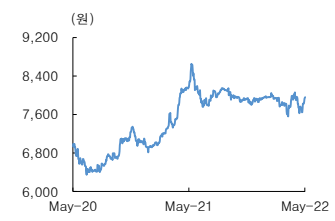
주: 회기는 6개월, 3월/9월 결산

LTV 높다는 걱정, 이제 그만

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.1	0.3	(3.1)
상대주가(%p)	0.2	10.4	13.5

주가추이



판교 크래프톤 타워 가치 부각: 투자 의견 매수, 목표주가 10,000원으로 신한알파리츠의 커버리지를 제시한다. 목표주가는 리츠의 1주당 NAV로 목표 NAV를 발행주식총수로 나눠 계산했다. 목표 NAV는 7개 오피스별 최근 감정 평가액을 그대로 반영하고 있다. 플래그십 자산인 판교 크래프톤 타워의 경우 평당 2,565만원(Cap 환산 3.5%)으로 매매가 대비 49% 상승한 것이다(매입 Cap 5.2%). 크래프톤 타워 한 블록 뒤에 있는 알파리움 타워가 지난 2월 평당 3,006만원에 거래된 점을 감안할 필요가 있다. 유상신주 발행액으로 대환한 삼성화재 역삼빌딩과 와이즈타워 편입 자리츠의 후순위 담보대출(Bridge-loan)은 차입금에서 차감했고, 유상신주는 기존 발행주식총수에 더해 주당 NAV를 산출했다.

refi 영향은 12기부터, 2023년까지 DPS 이상 무: refi 일정은 2023년 3월부터 2026년 9월까지 8번에 걸쳐 돌아온다. 첫 refi는 2023년 3월 만기 435억원(남대문로 대일빌딩)이며, 담보대출 잔액 1조 3,455억원(중순위 350억원 포함) 중 3.2%를 차지한다. 대주 2군데에서 연 2.9% 고정 금리로 조달한 대일빌딩 담보대출은 3.83%(All-in)에 refi하는 것으로 가정했다. refi 후 이자비용 증가분은 11기(2023년 3~9월)부터 반영되며, 11기 DPS는 234원으로 10기 대비 0.8% 감소하는데 그칠 것이다. 그러나 2023년 8월과 9월에 돌아오는 트윈시티 남산과 신한L타워 담보대출 3,115억원 refi로 12기 DPS는 11.5% 감소할 것이다.

성공적인 레버리지 전략: 신한알파리츠는 refi 전략을 다양하게 구사해 이자비용을 낮출 수 있는 곳이다. 7개 자산의 합산 매입가 기준 선순위 LTV는 73.5%, 중순위 LTV는 75.4%다. 상장 리츠 중 선순위 LTV가 가장 높다. 그러나 레버리지를 이용해 매입한 핵심 지역 오피스의 최근 감정 평가액은 매입가 대비 평균 24.1% 상승했으며, 담보가치 증가분을 반영해 계산한 선순위 LTV는 59.2%까지 상승한다. 최근에 단행한 후순위 대출 대환처럼 와이즈타워 중순위 잔액 310억원(연 4.3% 고정) 또한 근시일 내에 조기 상환할 가능성이 높다. 판교 크래프톤 타워를 담보로 사채를 발행하고 선순위 담보대출을 증액하는 전략을 예상한다.

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 25〉 신한알파리츠 편입자산 내역

구분	투자대상	vehicle	자산	임차인	연면적 (m ²)	임대율 (%)	자산가액(십억원)		Cap.Rate
							매입	감평	매입(%)
1	실물자산	신한알파리츠(모리츠)	판교 크래프톤 타워	크래프톤 등	99,656	98	518	773	5.2
2	자리츠 지분증권	신한알파용산리츠	더프라이타워	신한라이프 등	39,010	98	165	229	5.3
3		신한알파광교리츠	남대문로 대일빌딩	루이비통 등	8,887	100	68	71	4.4
4		신한알파남산리츠	트윈시티 남산 오피스빌딩	올리브네트웍스 등	37,555	94	239	167	3.9
5		신한케이제1호리츠	신한L타워	신한라이프 등	30,833	100	280	289	3.4
6		신한알파역삼리츠	삼성화재 역삼빌딩	삼성화재 등	17,450	100	158	268	4.0
7		신한케이제2호리츠	와이즈타워	신한은행 등	42,322	90	333	354	3.6
합계					275,713		1,761	2,151	

자료: 전자공시시스템, 신한알파리츠, 한국투자증권

〈표 26〉 신한알파리츠 목표주가 산정

자산	단위	계산(출처)	크래프톤	더프라이	대일빌딩	트윈시티	신한L타워	역삼빌딩	와이즈	합계
투자대상			실물자산	지분증권	지분증권	지분증권	지분증권	지분증권	지분증권	
vehicle			모리츠	자리츠	자리츠	자리츠	자리츠	자리츠	자리츠	
연면적	m ²	IR자료	99,482	38,940	8,870	37,488	30,779	17,421	42,247	275,227
매매가	억원	IR자료	5,182	1,651	680	2,386	2,798	1,584	3,330	17,611
평당 매매가	만원	매매가/연면적/3.3	1,719	1,399	2,530	2,100	3,000	3,001	2,601	
감평가	억원	IR자료	7,731	2,288	713	2,684	2,885	1,956	3,595	21,852
평당 감평가	만원	감평가/연면적/3.3	2,565	1,939	2,653	2,363	3,093	3,705	2,808	
평당 목표가	만원	감평가 반영	2,565	1,939	2,653	2,363	3,093	3,705	2,808	
추정 자산가치	억원	평당 반영가×연면적/3.3	7,731	2,288	713	2,684	2,885	1,956	3,595	21,852
Debt(차입금)	억원	기준-상환	4,850	1,490	435	1,650	1,465	1,025	2,540	13,455
	기준	8기 반기보고서	4,850	1,490	435	1,650	1,465	1,510	3,260	14,660
	상환	타법인 증권 취득결정						485	720	1,205
Debt(임대보증금)	억원	8기 반기보고서	178	70	16	67	55	31	76	493
Equity	억원	추정 자산가치-Debt	2,703	728	262	967	1,365	900	979	7,904
지분율	%	IR자료	100	100	100	100	60	100	100	
목표 NAV	억원	Equity x 지분율	2,703	728	262	967	819	900	979	7,358
발행주식총수	주	기준+유상신주								73,830,123
	기준	8기 반기보고서								52,330,123
	유상신주	증권발행실적보고서								21,500,000
주당 NAV	원/주	추정 NAV/발행주식총수								10,000
현재주가	원/주	2022년 5월 27일 증가								7,960
상승여력	%									25.6

자료: 전자공시시스템, 신한알파리츠, 한국투자증권

〈표 27〉 신한알파리츠 DPS 및 배당수익률 추정(주가 5,000원 기준)

회기 결산월	단위	FY1 9월	FY2 3월	FY3 9월	FY4 3월	FY5 9월	FY6 3월	FY7 9월	FY8F 3월	FY9F 9월	FY10F 3월
영업수익	백만원	6,730	21,275	22,296	23,086	26,357	37,796	41,845	47,442	47,505	48,295
금융비용	백만원	7,731	8,333	8,134	8,395	11,028	16,028	19,754	18,615	18,615	18,615
배당가능이익	백만원	(5,041)	8,177	6,133	8,893	6,429	12,247	8,548	16,527	16,590	17,379
	당기순이익	백만원	(7,451)	5,075	3,017	5,722	2,526	6,932	10,189	10,247	11,037
	감가상각비	백만원	2,410	3,102	3,115	3,171	3,903	5,608	6,338	6,343	6,343
발행주식총수	백만주	38	48	48	48	52	52	52	74	74	74
주당배당금	원/주	116	137	140	150	153	164	177	224	225	235
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	4.6	5.5	5.6	6.0	6.1	6.6	7.1	9.0	9.0	9.4

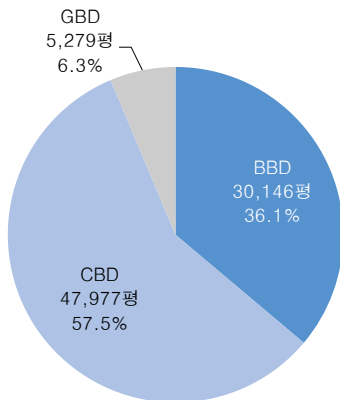
자료: 전자공시시스템, 신한알파리츠, 한국투자증권

[그림 63] 판교 핵심 지역에 위치한 판교 크래프톤타워



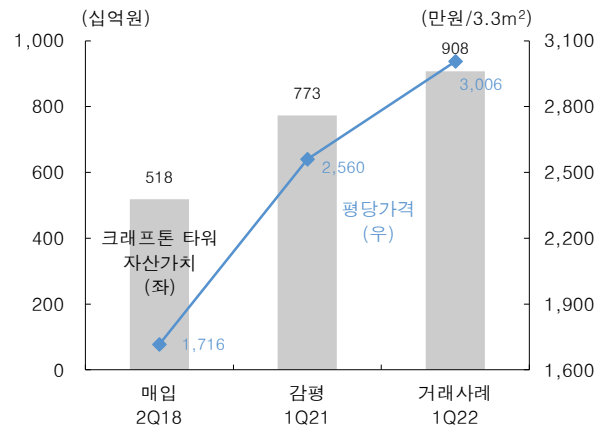
자료: 신한알파리츠

[그림 64] 보유 오피스 7개 권역별 연면적 비중



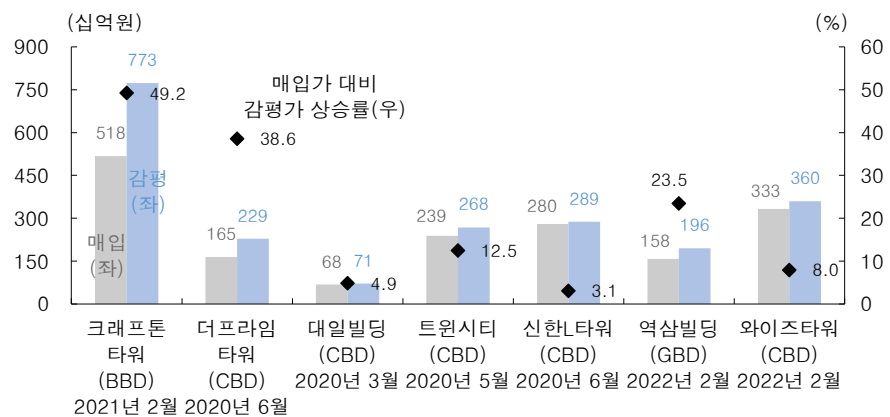
자료: 신한알파리츠, 한국투자증권

[그림 65] 플래그십 자산인 크래프톤타워 가치 상승이 핵심



주: 거래사례는 판교 알파리움타워이며 평당 거래가를 연면적에 적용해 자산가치 계산
자료: 신한알파리츠, GenstarMate, 한국투자증권

[그림 66] 보유자산 매입가 대비 최근 감평가 24.1% 상승



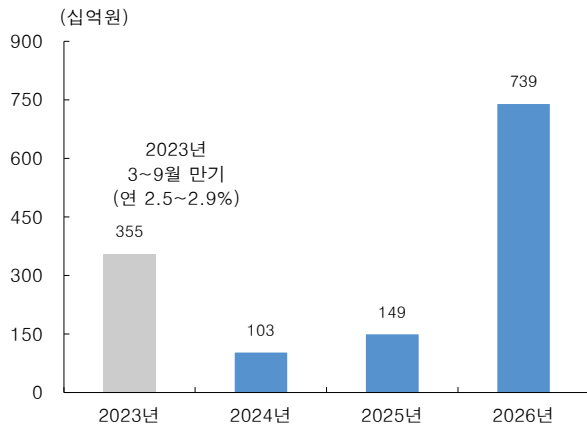
주: 감정평가시기 표시
자료: 신한알파리츠, 한국투자증권

〈표 28〉 권역별 오피스 거래사례

구분	권역	거래시기	빌딩명	주소	거래면적 (평)	거래가격(억원, 만원/평)	
						전체	단위면적당
판교 크래프톤 타워							
1	BBD	1Q22	알파리움타워	분당구 백현동	33,957	10,206	3,006
2		1Q22	다산타워	분당구 삼평동	7,083	1,560	2,203
3		1Q22	N타워가든	분당구 수내동	3,465	568	1,638
4		4Q21	분당퍼스트타워	분당구 서현동	17,825	4,410	2,474
5		4Q21	탑빌딩	분당구 아탑동	3,685	579	1,570
6		3Q21	수내파이낸스타워	분당구 수내동	4,815	910	1,890
7		3Q21	판교이노밸리A동	분당구 삼평동	4,264	843	1,977
8		3Q21	후너스빌딩	분당구 수내동	2,999	550	1,834
남대문로 대일빌딩/트윈시티 남산 오피스빌딩/신한타워/와이즈타워							
1	CBD	2Q22	유안타증권빌딩	종로 을지로2가	8,477	3,060	3,610
2		1Q22	남산빌딩	중구 남산동3가	2,754	700	2,541
3		4Q21	하나손해보험빌딩	종로구 인의동	5,172	1,216	2,351
4		4Q21	청화빌딩	중구 쌍림동	4,636	846	1,825
5		4Q21	동림비즈센터	중구 예관동	1,688	142	841
6		3Q21	SK서린빌딩	종로구 서린동	25,358	10,030	3,955
7		3Q21	와이즈타워	중구 남대문로5가	12,802	3,330	2,601
8		3Q21	하나투어빌딩	종로구 공평동	4,439	1,170	2,636
9		3Q21	팩스트파이브타워	중구 다동	4,572	1,060	2,319
10		3Q21	금세기빌딩	중구 을지로1가	3,962	868	2,192
삼성화재 역삼빌딩							
1	GBD	2Q22	에이프로스퀘어	서초구 서초동	8,234	3,088	3,750
2		1Q22	강남P타워	서초구 양재동	13,338	4,000	2,999
3		1Q22	클래시스	강남구 역삼동	2,908	1,250	4,299
4		1Q22	한석타워	강남구 역삼동	1,743	800	4,591
5		1Q22	ICT타워	강남구 신사동	2,377	729	3,067
6		1Q22	서초센트럴아이파크(오피스)	서초구 서초동	2,278	292	1,282
7		4Q21	영보빌딩	강남구 삼성동	1,292	2,254	17,454
8		4Q21	서원빌딩	서초구 서초동	1,699	970	5,709
9		4Q21	기계설비건설 서초회관(구.희성빌딩)	서초구 서초동	2,881	878	3,045
10		4Q21	트리스빌딩	강남구 논현동	3,933	860	2,187
11		4Q21	정진빌딩	서초구 서초동	1,170	250	2,137
12		4Q21	프로디지타워	강남구 역삼동	1,016	73	719
13		3Q21	백암빌딩	서초구 서초동	2,680	3,400	12,688
14		3Q21	KT선릉타워 West(구 메이플타워)	강남구 대치동	4,593	1,700	3,701
15		3Q21	바른빌딩	강남구 대치동	3,405	1,305	3,832
16		3Q21	서초강남빌딩	서초구 서초동	4,264	1,023	2,399
17		3Q21	하이브랜드(오피스)	서초구 양재동	8,732	886	1,014
18		3Q21	방배빌딩	서초구 방배동	5,642	540	957

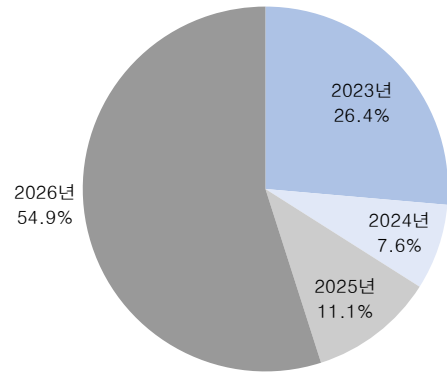
자료: GenstarMate, 한국투자증권

[그림 67] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



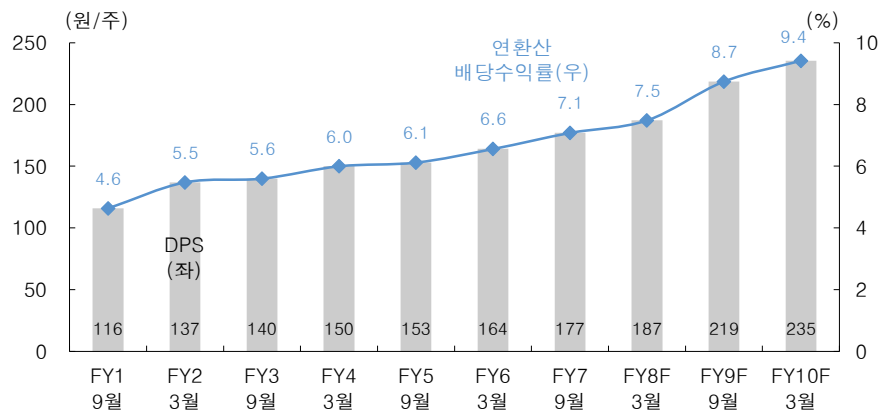
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 68] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 69] 신한알파리츠 DPS 및 연환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
 자료: 신한알파리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY6A	FY7A	FY8F	FY9F	FY10F
영업수익	38	42	47	48	48
영업비용	15	20	19	19	19
영업이익	23	22	29	29	29
영업이익률(%)	60.4	52.7	60.2	60.2	60.9
EBITDA	28	28	35	35	36
EBITDA Margin(%)	74.4	66.2	73.6	73.6	74.0
영업외수익	(16)	(19)	(21)	(19)	(18)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	16	20	21	19	19
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	7	3	7	10	11
법인세비용	0	0	0	0	0
연결당기순이익	7	3	7	10	11
지배주주지분순이익	6	2	7	10	11
지배주주순이익률(%)	15.4	4.1	15.8	20.6	22.9
배당가능이익	12	9	14	16	17
FFO					

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	32	20	35	35	36
당기순이익(손실)	7	3	7	10	11
비현금항목의 조정	21	25	28	25	25
감가상각비	5	6	6	6	6
이자비용	16	20	21	19	19
기타	(1)	(1)	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	18	9	0	0	0
기타	(14)	(16)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(158)	(360)	0	0	0
단기금융상품의 감소	15	0	0	0	0
장기금융상품의 감소	0	2	0	0	0
토지의 취득	0	0	0	0	0
건물의 취득	0	0	0	0	0
단기금융상품의 취득	(4)	(2)	0	0	0
장기금융상품의 취득	(1)	(7)	0	0	0
기타	(168)	(353)	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	140	351	21	(16)	(17)
유상증자	0	0	157	0	0
장기차입금의 증가	103	736	0	0	0
단기차입금의 증가	50	79	0	0	0
유상감자	0	0	0	0	0
유상감자비용 지급	0	0	0	0	0
단기차입금의 감소	(15)	(106)	(121)	0	0
유동성장기차입금의 감소	0	0	0	0	0
주식발행비용의 지급	0	0	(1)	0	0
배당금의 지급	(10)	(10)	(14)	(16)	(17)
현금및현금성자산의 증감	14	12	56	19	19
FCF	(126)	(339)	35	35	36

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

	FY6A	FY7A	FY8F	FY9F	FY10F
자산총계	1,533	1,906	1,889	1,889	1,889
유동자산	32	53	38	38	38
현금성자산	26	38	30	30	30
단기금융상품	1	5	5	5	5
기타	5	10	3	3	3
비유동자산	1,502	1,853	1,851	1,851	1,851
투자부동산	1,492	1,840	1,833	1,827	1,821
관계기업/종속기업 투자	0	0	0	0	0
기타	10	13	17	23	30
부채총계	1,180	1,562	1,441	1,441	1,441
유동부채	206	179	58	58	58
단기차입금	155	128	0	0	0
기타	51	51	58	58	58
비유동부채	974	1,383	1,383	1,383	1,383
장기차입금	942	1,341	1,341	1,341	1,341
사채	0	0	0	0	0
기타	32	43	43	43	43
자본총계	354	344	494	488	481
지배주주지분	293	284	434	428	422
자본금	56	56	78	78	78
자본잉여금	249	248	383	383	383
이익잉여금(결손금)	(12)	(20)	(27)	(33)	(39)
기타	0	0	0	0	0
비지배주주지분	60	60	60	60	60
순차입금	1,069	1,425	1,305	1,305	1,305

주요투자지표

	FY6A	FY7A	FY8F	FY9F	FY10F
주당지표(원)					
EPS	111	33	101	133	149
BPS	5,603	5,433	5,885	5,799	5,713
DPS	164	177	187	219	235
수익성(%)					
ROA	0.5	0.2	0.4	0.5	0.6
ROE	2.0	0.6	1.7	2.3	2.6
배당수익률	6.6	7.1	7.5	8.7	9.4
안정성					
부채비율(%)	333.8	454.2	291.7	295.5	299.4
차입금/자본총계비율(%)	280.8	404.7	283.1	286.8	290.6
순차입금/EBITDA(x)	38.0	51.5	37.4	37.3	36.5
Valuation(x)					
PBR (x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(x)	14.0	15.4	11.4	16.8	16.4

디앤디플랫폼리츠(377190)

매수(신규) / TP: 6,800원

주가(5/27, 원)	5,330
시가총액(십억원)	343
발행주식수(백만)	64
52주 최고/최저가(원)	5,490/5,180
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	646
유동주식비율(%)	59.6
외국인지분율(%)	1.0
주요주주(%)	코람코기금리츠 외 1인
	에스케이디앤디
	9.3

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	DPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
FY2A	15	8	(2)	107		11	0.0	0.3	(0.4)	(4.2)	4.3
FY3A	17	5	3	81	(24.3)	9	39.4	1.0	0.3	0.9	3.2
FY4F	18	10	5	151	86.4	14	25.4	1.0	0.6	1.5	6.0
FY5F	20	10	4	107	(29.4)	14	23.7	0.8	0.5	1.2	4.3
FY6F	21	12	4	117	9.9	17	20.7	0.8	0.5	1.4	4.7

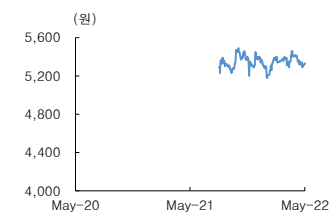
주: 회기는 6개월, 3월/9월 결산

복합 리츠로 발돋움할 준비

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.7)	(0.7)	NM
상대주가(%p)	(1.6)	9.4	NM

주가추이



백암 FASSTO 2센터 편입 반영: 투자 의견 매수, 목표주가 6,800원으로 디앤디 플랫폼리츠의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 리츠의 1주당 NAV로 목표 NAV를 발행주식총수로 나눠 계산했다. 목표 NAV는 세미콜론 문래를 포함한 기존 편입 자산 3개에 신규 편입 예정인 백암 FASSTO 2센터 가치를 합산해 구했다. 플래그십 자산인 세미콜론 문래와 아마존 재팬 허브 물류센터(Odawara 1, 2 센터)의 평당 목표가는 최근 감정 평가액을 그대로 반영했고, 수도권 동남권 소재 백암 FASSTO 1, 2센터의 목표가는 평당 1,000만원을 적용했다. 백암 FASSTO 2센터 소유권 이전을 위해 받은 Bridge-loan 609억원은 5기(2022년 4~9월)안에 유상증자를 시행해 상환하는 것으로 가정했다. 따라서 해당 loan을 차입금에 반영하지 않는 대신 유상신주 추정치를 더해 주당 NAV를 조정했다.

8기까지 DPS 117원, 연환산 배당수익률 4.7% 유지할 것: refi 일정은 2024년 6월부터 2025년 6월까지 총 세번에 걸쳐 돌아온다. 첫 refi는 2024년 6월 만기 617억원(백암 FASSTO 1센터, 자리츠인 DDI백암 편입 자산)이며, 담보대출 잔액 4,725억원 중 12.9%를 차지한다. 담보대출 잔액은 백암 FASSTO 2센터 선순위 561억원을 포함한 값이다. FASSTO 2센터 임대료 수익이 온기로 반영되는 6기부터 첫 만기가 도래하기 전인 8기(2024년 3월 결산)까지 DPS는 117원, 연환산 배당수익률 4.7%(5000원 기준)대를 유지할 것이다. 대주 2군데에서 연 2.9% 고정 금리로 조달한 백암 FASSTO 1센터 담보대출을 3.83%(All-in)에 refi하는 것으로 가정하면, 9기 DPS는 115원, 10기는 113원으로 감소할 것이다.

앵커 연계 자산과 자체 딜 발굴로 복합 리츠 지향: 2대주주이자 앵커인 SK디앤디의 개발 자산 파이프라인은 디앤디플랫폼리츠의 최대 강점이다. 리모델링을 마친 CBD 소재 명동SK네트웍스빌딩을 비롯해 GBD 권역 프라임 오피스에 대한 우선 매수협상권을 보유중이며, 수도권 동남부, 북부 권역에 3PL 스타트업 FASSTO와 연계한 물류자산을 물망에 두고 있다. 그 밖에 리테일이나 호텔, 데이터센터까지 편입을 검토하고 있어 복합 리츠로서 주주가치를 극대화할 계획이다.

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 29〉 디앤디플랫폼리츠 편입자산 내역

구분	투자대상	vehicle	자산	업종	임차인	WALE (년)	연면적 (m²)	임대율 (%)	자산가액(십억원)		Cap.Rate
									매입	감평	매입(%)
1	자리츠 지분증권	세미콜론문래	세미콜론 문래	오피스	SK텔레콤	5.1	99,141	98.3	589	620	4.2
2		DDI백암	백암 FASSTO 1센터	물류센터	파스토	10.0	44,889	100.0	106	107	5.4
3		DDI백암2호	백암 FASSTO 2센터	물류센터	파스토	10.0	42,474	100.0	117	117	4.9
소계							186,504		762	844	
3	부동산펀드 수익증권	이지스 300호	아마존재팬 물류센터	물류센터	아마존	12.2	199,492	100.0	559	618	3.9
소계							199,492		559	618	
합계							343,522		1,254	1,461	

주: 백암 FASSTO 2센터는 6월 내 편입예정인 자산으로 국토교통부 변경인가 완료
자료: 전자공시시스템, 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

〈표 30〉 디앤디플랫폼리츠 목표주가 산정

자산	단위	계산(출처)	세미콜론 문래	백암 FASSTO 1	AJHL	백암 FASSTO 2	합계
투자대상			지분증권	지분증권	수익증권	지분증권	
vehicle			세미콜론 문래	DDI백암리츠	이지스300호	DDI백암리츠2호	
연면적	m ²	IR자료	99,141	44,889	199,492	42,473	385,995
매매가	억원	IR자료	5,892	1,064	5,587	1,170	13,713
평균 매매가	만원/3.3m ²	매매가/연면적/3.3	1,801	718	849	835	
감평가	억원	IR자료	7,050	1,066	6,177	1,170	15,463
평균 감평가	만원/3.3m ²	감평가/연면적/3.3	2,347	784	1,022	909	
평균 목표가	만원/3.3m ²		2,347	1,000	1,022	1,000	
추정 자산가치	억원		7,050	1,360	6,177	1,287	15,874
Debt 차입금	억원	4기 반기보고서, IR자료	3,547	617	2,625	561	7,350
Debt 임대보증금	억원	4기 반기보고서, IR자료	121				121
Equity	억원	추정 자산가치 - Debt	3,382	743	3,552	726	8,403
지분율	%	IR자료	90.0	100.0	18.9	100.0	
목표 NAV	억원	Equity x 지분율	3,044	743	671	726	5,184
발행주식총수	주	기존 + 유상신주					76,341,176
기존	주	4기 반기보고서					64,400,000
유상신주	주	발행액 / 발행가격					11,941,176
발행액	억원	Bridge-loan 대환 가정					609
발행가격	원/주	기준가 x (1 - 할인률)					5,100
기준가	원/주	2022년 5월 27일 증가					5,330
할인률	%	가정					5
주당 NAV	원/주	추정 NAV / 발행주식총수					6,800
현재주가	원/주	2022년 5월 27일 증가					5,330
상승여력	%						27.6

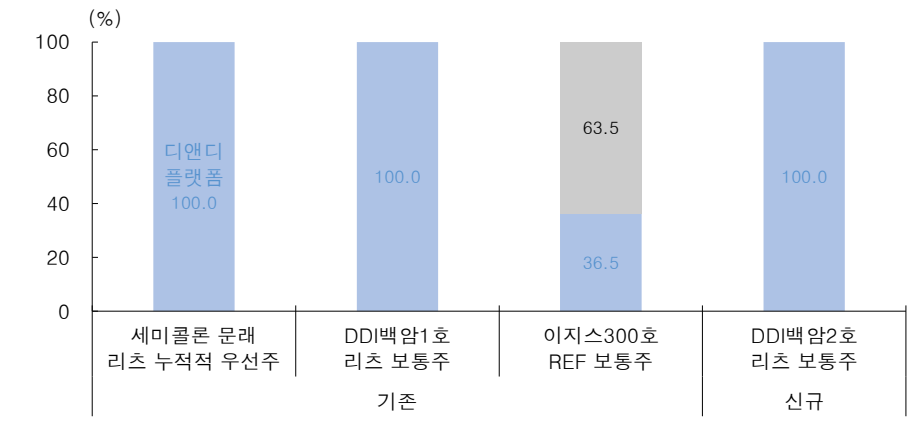
자료: 전자공시시스템, 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

〈표 31〉 디앤디플랫폼리츠 DPS 및 배당수익률 추정

회기	단위	FY1	FY2	FY3	FY4F	FY5F	FY6F
결산월		9월	3월	9월	3월	9월	3월
영업수익	백만원	10,777	15,056	16,756	18,402	19,839	21,277
금융비용	백만원	9,526	10,790	9,126	5,683	6,998	8,314
배당가능이익	백만원	(2,153)	787	6,034	8,511	8,137	8,941
당기순이익	백만원	(4,714)	(2,285)	2,499	4,678	3,978	4,461
감가상각비	백만원	2,561	3,073	3,536	3,832	4,159	4,480
발행주식총수	백만주	8	29	64	64	76	76
주당배당금	원/주	108	107	81	151	107	117
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	4.3	4.3	3.2	6.0	4.3	4.7

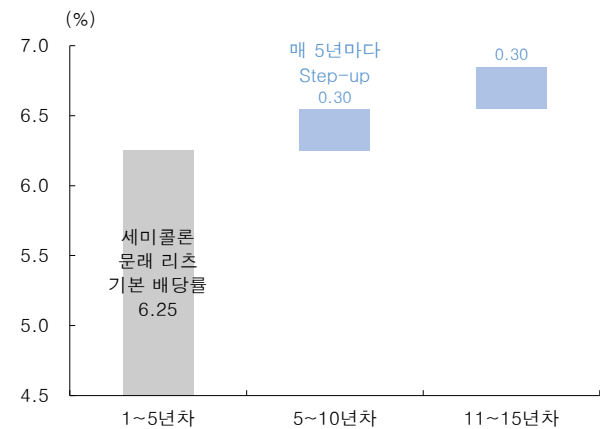
자료: 전자공시시스템, 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 70] vehicle별 디앤디플랫폼 보유 증권 내역



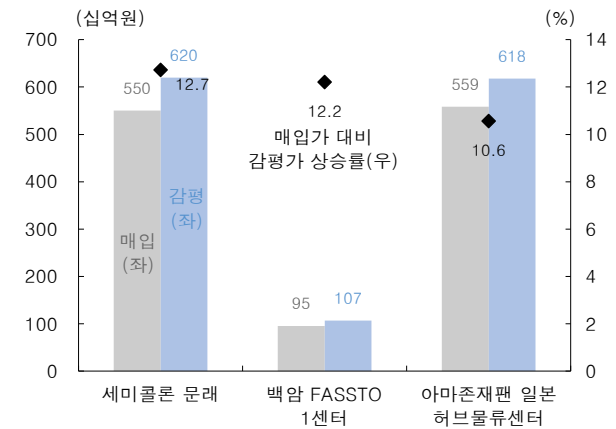
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 71] 세미콜론 문래 리츠 누적적 우선주 배당 조건



주: 우선주 미달 배당금, 우선주 목표 배당금, 보통주 배당금 순으로 지급
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 72] 기존 자산 매입 이후 감평가 10% 이상 상승



자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 73] 백암 FASSTO 1센터 전경



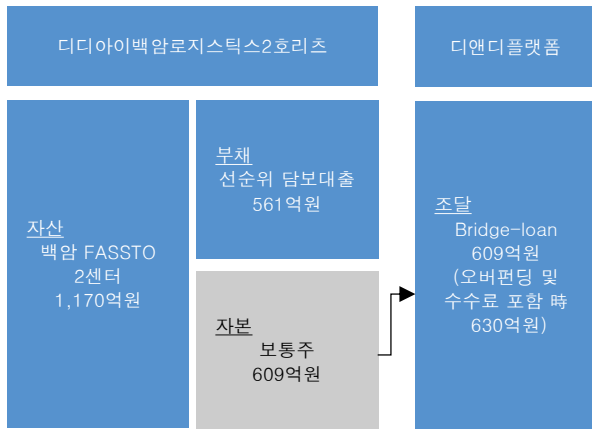
자료: 디앤디플랫폼리츠

[그림 74] 1센터 옆 백암 FASSTO 2센터 추가 편입 예정



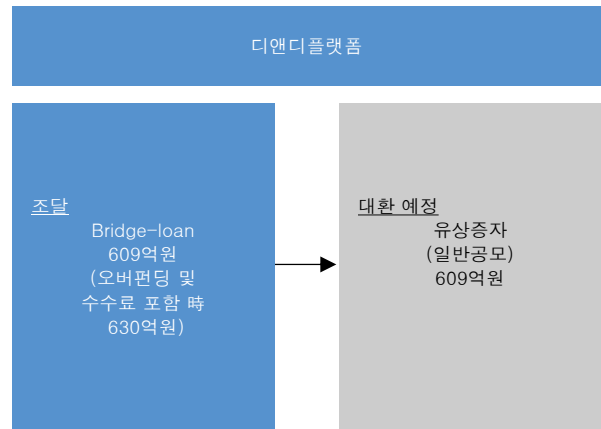
자료: 디앤디플랫폼리츠

[그림 75] 증권사 Bridge-loan을 이용해 소유권 이전 완료



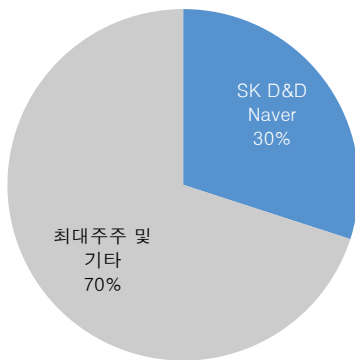
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 76] Bridge-loan은 유상증자 대금으로 대환 계획



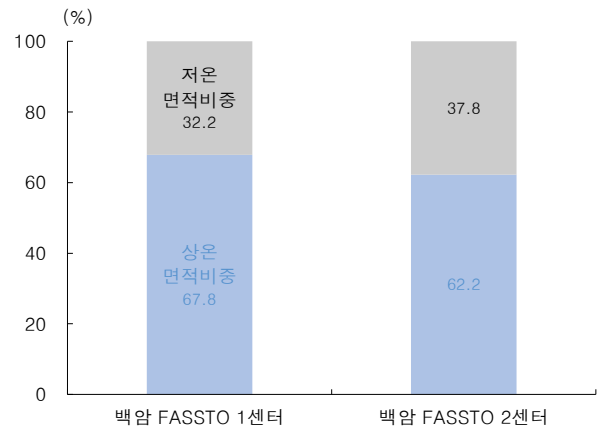
주: 유상증자 시기, 규모, 방법은 미정
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 77] Master-lease 임차인인 FASSTO의 주주 구성



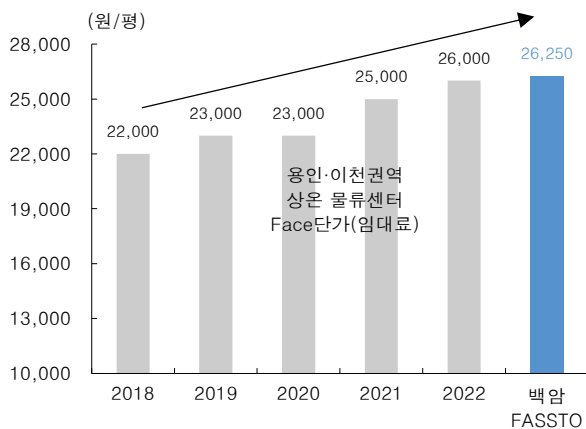
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 78] 백암 FASSTO 1, 2센터 상온, 저온 면적 비중



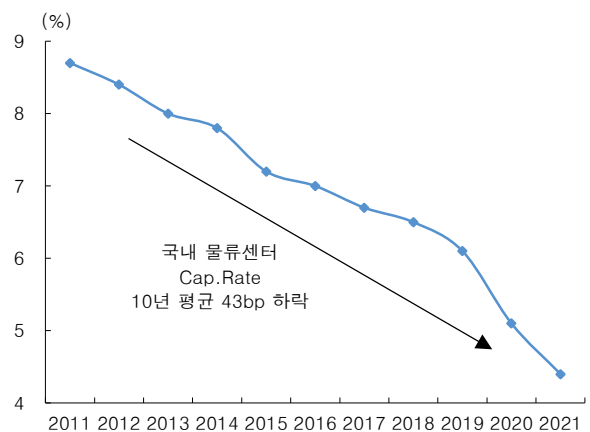
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 79] 동남권 물류센터 Face(명목)단가 상승세



자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 80] 국내 물류센터 Cap.Rate 4% 초반으로 하락



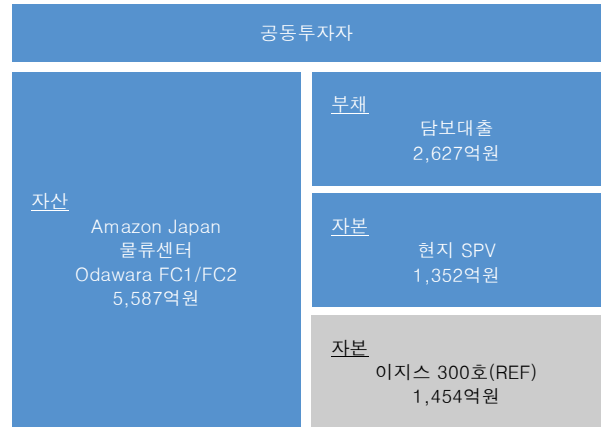
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 81] 일본 Odawara 소재 아마존 물류센터



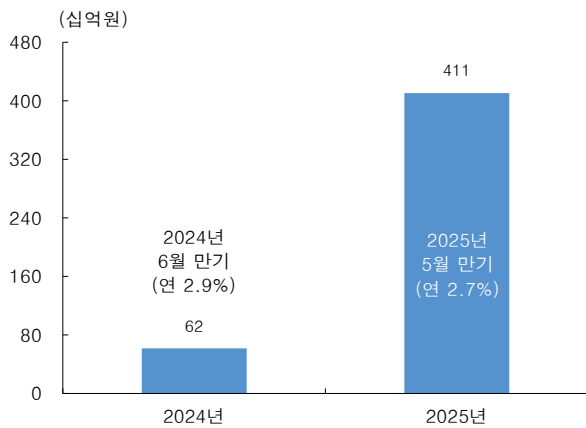
자료: 디앤디플랫폼리츠

[그림 82] 이지스 300호 수익증권에 530억원 투자



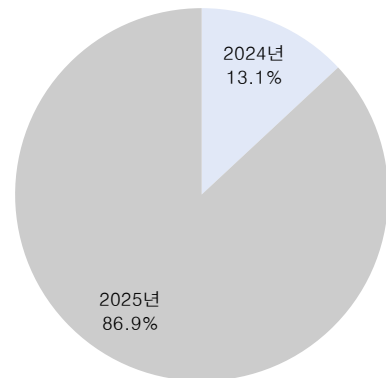
주: 공동투자자 Equity의 18.9%, 이지스 300호 수익증권의 36.5%
자료: 디앤디플랫폼리츠, 한국투자증권

[그림 83] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



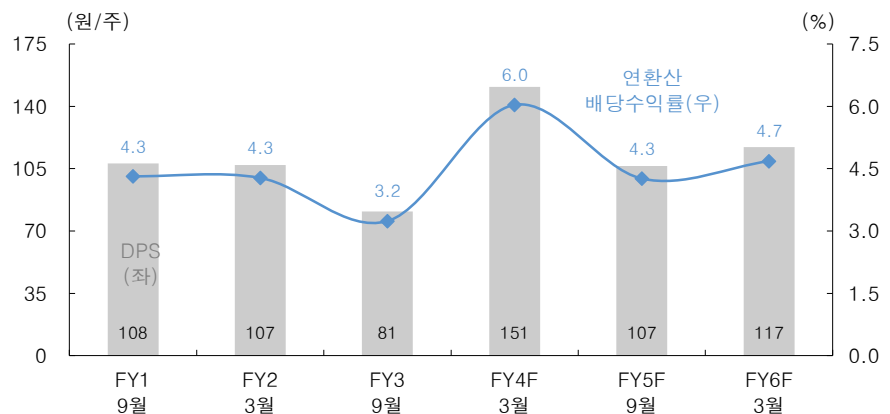
주: 백암 FASSTO 2센터 선순위 담보대출 561억원 금리는 연 3.95%
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 84] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 85] 디앤디플랫폼리츠 DPS 및 연환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
자료: 디앤디플랫폼리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY2A	FY3A	FY4F	FY5F	FY6F
영업수익	15	17	18	20	21
영업비용	7	12	9	9	9
영업이익	8	5	10	10	12
영업이익률(%)	55.9	30.4	52.8	52.1	57.1
EBITDA	11	9	14	14	17
EBITDA Margin(%)	76.3	51.5	73.7	73.1	78.1
영업외수익	(11)	(3)	(5)	(6)	(8)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	11	9	6	7	8
기타영업외손익	0	(0)	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(2)	2	5	4	4
법인세비용	0	0	0	0	0
연결당기순이익	(2)	2	5	4	4
지배주주지분순이익	(2)	3	5	4	4
지배주주순이익률(%)	(11.7)	16.5	25.4	20.1	21.0
배당가능이익	(2)	6	9	8	9
FFO					

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	2	(4)	14	15	17
당기순이익(손실)	(2)	2	5	4	4
비현금항목의 조정	14	13	10	11	13
감가상각비	3	4	4	4	4
이자비용	11	9	6	7	8
기타	0	0	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	0	0	0	0	0
기타	(24)	(32)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(0)	(132)	0	0	0
단기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
장기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
토지의 취득	0	0	0	0	0
건물의 취득	0	0	0	0	0
단기금융상품의 취득	0	(0)	0	0	0
장기금융상품의 취득	(0)	(0)	0	0	0
기타	0	(132)	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(0)	143	107	(9)	(9)
유상증자	0	322	0	61	0
장기차입금의 증가	0	62	56	0	0
단기차입금의 증가	0	6	61	0	0
유상감자	0	(53)	0	0	0
유상감자비용 지급	0	0	0	0	0
단기차입금의 감소	0	0	0	(61)	0
유동성장기차입금의 감소	0	0	0	0	0
주식발행비용의 지급	(0)	(4)	0	(1)	0
배당금의 지급	(0)	(2)	(10)	(8)	(9)
현금및현금성자산의 증감	2	7	121	6	8
FCF	2	(136)	14	15	17

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

	FY2A	FY3A	FY4F	FY5F	FY6F
자산총계	597	762	758	871	867
유동자산	13	24	24	24	24
현금성자산	11	18	18	18	18
단기금융상품	0	0	0	0	0
기타	2	6	6	6	6
비유동자산	585	738	734	847	842
투자부동산	572	666	662	775	771
관계기업/종속기업 투자	0	59	59	59	59
기타	13	13	13	13	13
부채총계	546	433	433	552	552
유동부채	182	6	6	69	69
단기차입금	175	0	0	63	63
기타	7	6	6	6	6
비유동부채	364	427	427	483	483
장기차입금	353	415	415	471	471
기타	11	12	12	12	12
자본총계	52	329	324	332	327
지배주주지분	42	316	311	319	314
자본금	8	64	64	76	76
자본잉여금	40	255	255	255	255
이익잉여금(결손금)	(6)	(3)	(8)	(13)	(17)
비지배주주지분	10	13	13	13	13
순차입금	517	397	397	516	516

주요투자지표

	FY2A	FY3A	FY4F	FY5F	FY6F
주당지표(원)					
EPS	(60.1)	43.1	72.6	52.1	58.4
BPS	1,434.2	4,910.0	4,830.7	4,177.1	4,118.4
DPS	107.0	81.0	151.0	106.6	117.1
수익성(%)					
ROA	(0.4)	0.3	0.6	0.5	0.5
ROE	(4.2)	0.9	1.5	1.2	1.4
배당수익률	4.3	3.2	6.0	4.3	4.7
안정성					
부채비율(%)	1,055.4	131.7	133.7	166.5	168.8
차입금/자본총계비율(%)	697.0	128.0	130.1	143.9	145.9
순차입금/EBITDA(x)	45.0	46.0	29.3	35.6	31.0
Valuation(x)					
PBR(x)	0.3	1.0	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(x)	0.0	39.4	25.4	23.7	20.7

NH올원리츠(400760)

매수(신규) / TP: 7,400원

주가(5/27, 원)	5,320
시가총액(십억원)	225
발행주식수(백만)	42
52주 최고/최저가(원)	5,530/5,040
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	746
유동주식비율(%)	93.7
외국인지분율(%)	2.3
주요주주(%)	이지스자산운용 6.3
	한화저축은행 외 2 인 5.1

	영업수익	영업이익	순이익	DPS	증감률	EBITDA	EV/EBITDA	PBR	ROA	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)
FY3A	16	9	(1)	0		11	0.0	0.7	(0.2)	(1.9)	0.0
FY4A	17	10	2	106	#DIV/0!	13	17.2	0.9	0.3	0.8	4.2
FY5F	17	10	1	130	22.5	12	18.2	1.1	0.1	0.3	5.2
FY6F	17	10	1	123	(5.6)	13	17.4	1.1	0.3	0.6	4.9
FY7F	17	10	(0)	121	(1.6)	13	17.7	1.1	(0.1)	(0.2)	4.8

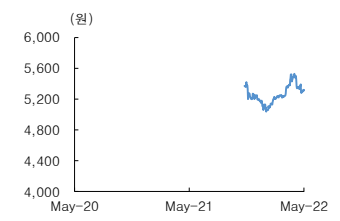
주: 회기는 6개월, 6월/12월 결산

분당스퀘어 하고 싶은 거 다해

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.3)	(1.1)	NM
상대주가(%p)	(3.2)	9.0	NM

주가추이



분당스퀘어 가치 추가 상승 여력: 투자의견 매수, 목표주가 7,400원으로 NH올원리츠의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 리츠의 1주당 NAV로 목표 NAV를 발행주식총수로 나눠 계산했다. 목표 NAV는 모리츠 편입 자산인 분당스퀘어, 자리츠 편입자산인 에이원타워 당산과 에이원타워 인계(NH3호), 도지물류센터(NH5호)까지 4개 자산을 합산해서 구했다. 4개 자산 모두 최근 감정 평가액을 그대로 반영해 평당 목표가를 설정했는데, 플래그십 자산인 분당스퀘어의 평당 감평가는 2,045만원으로 매입가(평당 1,318만원, 매입 Cap 5.2%) 대비 55% 상승했다. 분당구 서현동 소재 퍼스트타워가 2021년 4분기에 평당 2,474만원에 거래된 점을 감안하면 플래그십 자산 가치만으로 목표 NAV는 추가 상승할 여력이 있다.

첫 refi 후 DPS 1.6% 감소할 것: refi 일정은 2023년 1월부터 2025년 2월까지 총 세번에 걸쳐 있다. 첫 refi는 2023년 1월 만기 1,180억원(분당스퀘어)이며, 담보대출 잔액 3,022억원 중 12.9%를 차지한다. 담보대출 잔액은 도지물류센터 중순위 대출 160억원을 포함한 값이다. 고정금리 연 3.0%로 받은 분당스퀘어 선순위 담보대출을 4.3%(All-in)로 refi한다고 가정하면, 이자비용은 매년 15억원 증가하고 7기 DPS는 121원으로 6기 대비 1.6% 감소할 것이다.

분당스퀘어를 활용한 차입금 구조 재편 기대: NH올원은 refi 영향이 상대적으로 작은 리츠다. 1년 내에 도래하는 차입금이 있지만 이는 분당스퀘어 담보대출이며, refi 시점에 플래그십 자산을 활용해 전체 차입금 구조를 재편할 가능성이 높다. 분당스퀘어 편입 시기에 받은 선순위 LTV 62%를 최근 감평가에 적용하면 650억원을 증액할 수 있다. 2023년 12월에 있을 도지물류센터 중순위 담보대출 160억원을 대환하거나 신규 편입할 자산의 equity 재원으로 활용하는 방안이 유력하다. 자리츠 편입자산인 에이원타워 당산과 인계의 감평가 또한 매입가 대비 20% 내외 상승했다는 것도 주목할 점이다.

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 32〉 NH올원리츠 편입자산 내역

구분	투자대상	vehicle	자산	업종	임차인	WALE (년)	연면적 (m²)	임대율 (%)	자산가액(십억원)		Cap.Rate
									매입	감평	(%)
1	실물자산	NH올원리츠(모리츠)	분당스퀘어	오피스	라인플러스 등	5.0	47,692	100.0	190	295	4.97
소계							47,692		190	295	
2	자리츠 지분증권	엔에이치제3호리츠	에이원타워 당산	오피스	삼성생명서비스 등	5.0	27,992	100.0	130	165	4.52
3		엔에이치제3호리츠	에이원타워 인계	오피스	삼성생명 등	1.8	27,698	94.0	46	55	7.36
4		엔에이치제5호리츠	도지물류센터	물류센터	동원로엑스 등	2.2	45,876	97.0	104	113	4.30
소계							101,567		280	333	
합계							196,951		470	628	

자료: 전자공시시스템, NH올원리츠, 한국투자증권

〈표 33〉 NH올원리츠 자산 편입 대금 조달 내역

구분	단위	출처	분당스퀘어	에이원타워 당산	에이원타워 인계	도지물류센터	합계
투자대상	증권 vehicle		실물자산	엔에이치제3호 자리츠 지분증권	엔에이치제3호 자리츠 지분증권	엔에이치제5호 자리츠 지분증권	
Asset	십억원	IR자료	190.2	130.3	46.2	103.5	470.2
	십억원	합계	118.0	108.0		76.2	302.2
Loan	선순위 중순위	십억원	5기 반기보고서 5기 반기보고서	108.0		60.2	286.2
		십억원	—	—		16.0	16.0
LTV	선순위 중순위	%	Loan/Asset Loan/Asset	61.2		58.2	60.9
		%	—	—		73.6	64.3
Equity	지분증권	십억원	Asset - Loan	68.5		27.3	168.0
지분율	지분증권	%	IR자료	100.0		100.0	
NAV		십억원	Equity x 지분율	68.5		27.3	168.0

자료: 전자공시시스템, NH올원리츠, 한국투자증권

〈표 34〉 NH올원리츠 목표주가 산정

자산	단위	계산(출처)	분당스퀘어	에이원타워 당산	에이원타워 인계	도지물류센터	합계
투자대상			실물자산	지분증권	지분증권	지분증권	
vehicle				엔에이치3호	엔에이치3호	엔에이치5호	
연면적	평	IR자료	14,427	8,468	8,379	13,878	45,152
매매가	억원	IR자료	1,902	1,303	462	1,035	4,702
평당 매매가	만원/평	매매가/연면적	1,318	1,539	551	746	
감평가	억원	IR자료	2,950	1,650	550	1,130	6,280
평당 감평가	만원/평	감평가/연면적	2,045	1,949	656	814	
평당 목표가		감평가 모두	2,045	1,949	656	814	
추정 자산가치		반영가x연면적	2,950	1,650	550	1,130	6,280
Debt(차입금)	억원	5기 반기보고서	1,180	1,080		762	3,022
Debt(임대보증금)	억원	5기 반기보고서	41	48		39	128
Equity	억원	추정 자산가치 - Debt	1,729	1,072		329	3,130
지분율	%	IR자료	100	100		100	
목표 NAV	억원	Equityx지분율	1,729	1,072		329	3,130
발행주식총수	주	5기 반기보고서					42,200,000
주당 NAV	원/주	5기 반기보고서					7,400
현재주가	원/주	2022년 5월 27일 종가					5,320
상승여력	%						39.1

자료: 전자공시시스템, NH올원리츠, 한국투자증권

〈표 35〉 NH올원리츠 DPS 및 배당수익률 추정(주가 5,000원 기준)

회기 결산월	단위	FY1 6월	FY2 12월	FY3 6월	FY4 12월	FY5F 6월	FY6F 12월	FY7F 6월
영업수익(별도)	백만원	7,541	6,654	7,836	9,596	10,476	10,171	10,853
금융비용(별도)	백만원	4,233	4,016	4,106	3,648	3,540	3,540	4,307
배당가능이익(별도)	백만원	1,560	1,341	2,150	4,493	5,481	5,176	5,091
당기순이익(별도)	백만원	656	435	1,243	3,579	4,574	4,269	4,184
감가상각비(별도)	백만원	904	906	907	913	908	908	908
발행주식총수	백만주	0	0	14	42	42	42	42
주당배당금	원/주	0	0	0	106	130	123	121
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	4.2	5.2	4.9	4.8

자료: 전자공시시스템, NH올원리츠, 한국투자증권

[그림 86] 플래그십 자산인 분당 서현역 소재 분당스퀘어



주: 오피스동과 비전월드 주차시설만 구분소유. 저층부 AK플라자는 다른 REF 소유
자료: NH올원리츠

[그림 87] YBD 서브 권역에 위치한 에이원타워 당산



자료: NH올원리츠

[그림 88] 수원의 CBD인 인계권역 소재 에이원타워 인계



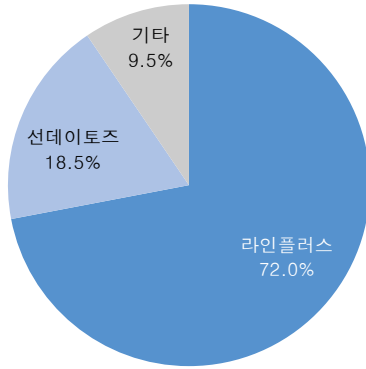
자료: NH올원리츠

[그림 89] 동남권역 상저온 복합 물류센터인 도지물류센터



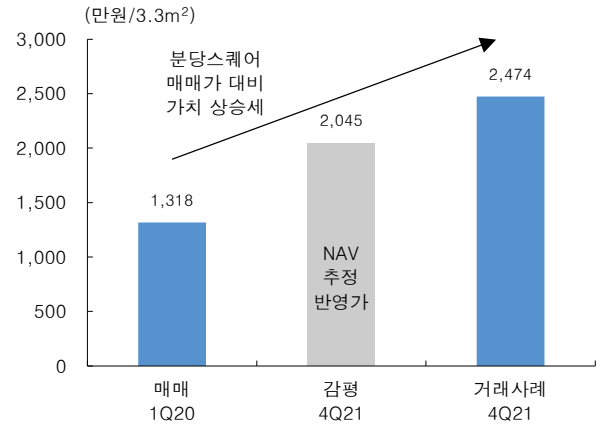
자료: NH올원리츠

[그림 90] 임대차 면적 기준 분당스퀘어 입주사 비율



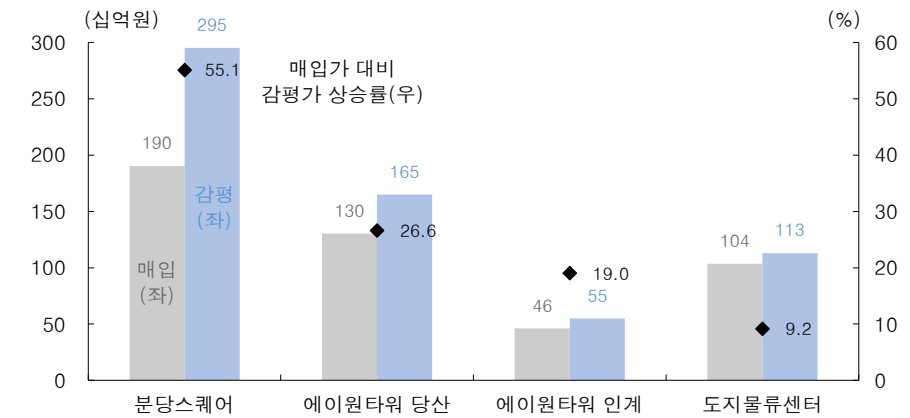
자료: NH윌리츠, 한국투자증권

[그림 91] 매매 이후 분당스퀘어 가치 급상승



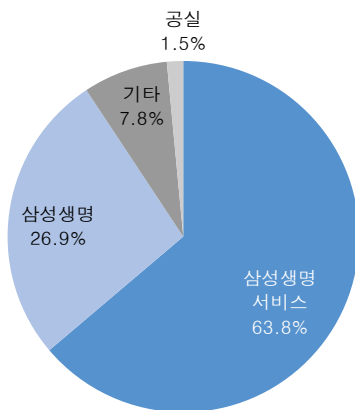
주: 거래사례는 BBD 권역 분당 퍼스트타워(분당구 서현동 소재)
자료: NH윌리츠, 한국투자증권

[그림 92] 플래그십 자산인 분당스퀘어 매입가 대비 감평가 55% 이상 상승



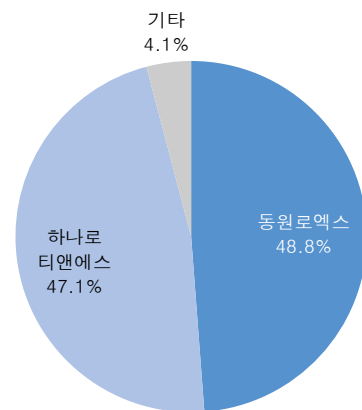
자료: NH윌리츠, 한국투자증권

[그림 93] 에이원타워 당산 임대차 점유율



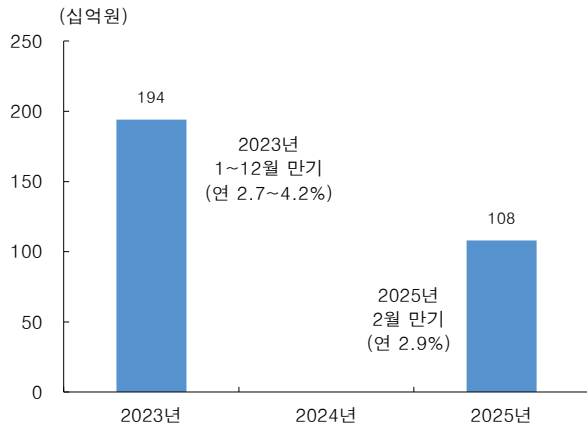
자료: NH윌리츠, 한국투자증권

[그림 94] 도지물류센터 임대차 점유율



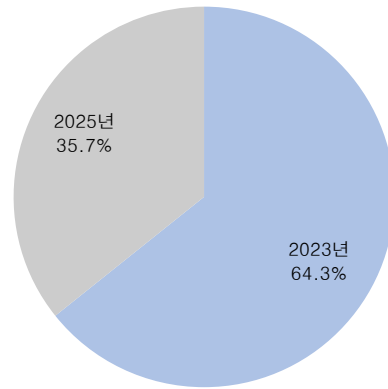
자료: NH윌리츠, 한국투자증권

[그림 95] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



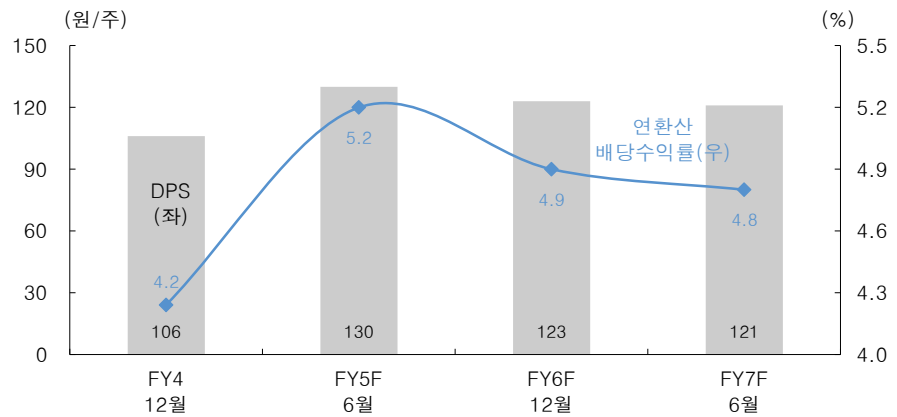
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 96] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 97] NH올원리츠 DPS 및 연환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
 자료: NH올원리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업수익	16	17	17	17	17
영업비용	7	7	7	7	7
영업이익	9	10	10	10	10
영업이익률(%)	54.0	59.5	57.9	59.3	58.7
EBITDA	11	13	12	13	13
EBITDA Margin(%)	70.4	75.2	73.9	74.7	74.4
영업외수익	(10)	(9)	(9)	(9)	(10)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	10	9	9	9	11
기타영업외손익	1	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(1)	2	1	1	(0)
법인세비용	0	0	0	0	0
연결당기순이익	(1)	2	1	1	(0)
지배주주지분순이익	(1)	2	1	1	(0)
지배주주순이익률(%)	(5.4)	8.9	4.5	7.7	(2.6)
배당가능이익	2	4	5	5	5
FFO					

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	11	3	12	13	13
당기순이익(손실)	(1)	2	1	1	(0)
비현금항목의 조정	12	11	12	12	13
감가상각비	3	3	3	3	3
이자비용	10	8	9	9	11
기타	(1)	(0)	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	8	(3)	0	0	0
기타	(8)	(7)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	3	(1)	0	0	0
단기금융상품의 감소	11	0	0	0	0
장기금융상품의 감소	4	0	0	0	0
토지의 취득	0	0	0	0	0
건물의 취득	0	(0)	0	0	0
단기금융상품의 취득	(6)	0	0	0	0
장기금융상품의 취득	(5)	(0)	0	0	0
기타	(0)	(1)	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(10)	0	(5)	(5)	(5)
유상증자	0	211	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
유상감자	0	(52)	0	0	0
유상감자비용 지급	0	(0)	0	0	0
단기차입금의 감소	(8)	(128)	0	0	0
유동성장기차입금의 감소	0	(24)	0	0	0
주식발행비용의 지급	(0)	(4)	0	0	0
배당금의 지급	(1)	(2)	(5)	(5)	(5)
현금및현금성자산의 증감	4	2	7	8	8
FCF	14	1	12	13	13

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
자산총계	516	517	515	512	509
유동자산	17	20	20	20	20
현금성자산	14	16	16	16	16
단기금융상품	1	1	1	1	1
기타	2	3	3	3	3
비유동자산	499	497	494	492	489
투자부동산	492	491	488	486	483
기타	7	6	6	6	6
부채총계	470	317	317	317	317
유동부채	157	4	4	4	4
단기차입금	24	0	0	0	0
기타	134	4	4	4	4
비유동부채	313	313	313	313	313
장기차입금	299	300	300	300	300
기타	14	13	13	13	13
자본총계	46	200	235	231	226
지배주주지분	46	200	235	231	226
자본금	13	21	21	21	21
자본잉여금	38	185	185	185	185
이익잉여금(결손금)	(5)	34	29	25	20
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	308	283	283	283	283

주요투자지표

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
주당지표(원)					
EPS	(63)	36	18	31	(10)
BPS	3,275	4,746	5,569	5,477	5,346
DPS	0	106	130	123	121
수익성(%)					
ROA	(0.2)	0.3	0.1	0.3	(0.1)
ROE	(1.9)	0.8	0.3	0.6	(0.2)
배당수익률	0.0	4.2	5.2	4.9	4.8
안정성					
부채비율(%)	1018.4	158.3	134.9	137.1	140.5
차입금/자본총계비율(%)	938.2	151.8	129.3	131.5	134.7
순차입금/EBITDA(x)	26.9	22.2	22.9	21.9	22.3
Valuation(x)					
PBR (x)	0.7	0.9	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	0.0	17.2	18.2	17.4	17.7

이지스레지던스리츠(350520)

매수(신규) / TP: 7,300원

주가(5/27, 원)	5,750
시가총액(십억원)	118
발행주식수(백만)	21
52주 최고/최저가(원)	6,090/5,020
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	228
유동주식비율(%)	95.1
외국인지분율(%)	1.3
주요주주(%)	미래에셋증권

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	DPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
FY3A	3	3	3	130		3	40.5	1.0	2.1	2.4	5.2
FY4A	9	9	8	132	1.5	9	12.1	1.1	4.8	7.1	5.3
FY5F	3	3	2	133	0.9	3	43.9	1.1	1.0	1.4	5.3
FY6F	3	3	2	142	6.9	3	41.0	1.1	1.1	1.6	5.7
FY7F	3	3	2	155	8.9	3	37.7	1.1	1.2	1.8	6.2

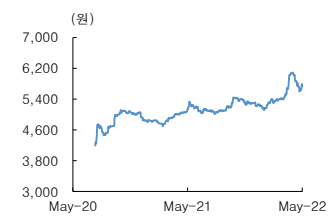
주: 회기는 6개월, 6월/12월 결산

워밍업으로만 이정도

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	9.1	11.9
상대주가(%p)	(5.5)	19.3	28.5

주가추이



더샵 부평 매입가만 반영해 목표 NAV 추정: 투자의견 매수, 목표주가 7,300원으로 이지스레지던스리츠의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 리츠의 1주당 NAV로 목표 NAV를 발행주식총수로 나눠 계산했다. 목표 NAV는 더샵 부평, 홍대 코리빙 시설, 디어스 명동, 디어스 판교 등 편입 자산 4개의 NAV를 합산해 구했다. 공공지원 민간임대주택인 더샵 부평의 평당 목표가는 매입가를 그대로 적용했고, 더샵 부평 외 3개 자산은 최근 감평가를 적용해 자산 가치를 추정했다. 더샵 부평은 십정2구역 재개발 사업지의 일반 분양분 3,578세대를 민간 임대사업자가 매입해 공공지원 민간임대주택으로 운영할 자산이다.

임대의무기간의 한계, 그렇지만 너무 싸다: 이지스레지던스는 편입 자산의 잠재 가치대비 시가총액이 가장 저평가된 상장 리츠다. 플레그십 자산인 더샵 부평의 가치가 핵심이다. 2017년 이지스151호 수익증권 기준가 산정 시 고려한 더샵 부평의 평당 가격은 985만원이었다. 2022년 3월 기준 인천 부평구 아파트 평균 실거래가는 평당 1,532만원으로 2017년 대비 55% 이상 상승했다. 최근 시세를 반영하지 않아도 2019년 11월 상장 시 감정 가치만 평당 1,309만원에 달하기 때문에, 이를 고려하면 리츠의 목표 NAV는 기존 대비 2.6배 이상 증가한다. 시장에서 더샵 부평의 가치를 할인하는 이유는 자산 가치를 현실화 할 수 있는 시점이 타 섹터 자산 대비 멀리 있기 때문이다. 양도소득세 면세 혜택을 받기 위한 공공지원 민간임대주택 사업자의 의무임대기간이 8년이라는 점이 중요하다.

refi 영향 없을 것: refi 일정은 2023년 6월 한번이다. 이지스 151호(더샵 부평 vehicle) 제1종, 제3종 지분증권을 담보로 대주 2군데에서 받은 Bridge 성격의 차입금이다. 더샵 부평은 5월에 공사를 마치고 수분양자(임차인) 입주가 시작했다. 회사는 임차인들이 납부한 보증금으로 만기 전에 해당 차입금을 상환할 계획이다. vehicle의 지분증권이나 수익증권에 투자하기 때문에 리츠의 장부에는 증권의 NAV만 지분을 만큼 반영된다. vehicle의 부채가 리츠의 재무제표 상에 드러나지 않는다는 의미다. 실제 차입금은 8,368억원이며 vehicle에서 이자비용을 차감 후 결산한 배당금수익만 리츠의 영업수익으로 인식한다. 대출 잔액의 72%를 차지하는 더샵 부평의 ABS, 기금대출 만기가 2028년부터 돌아오는 점을 감안하면, 제1종 지분증권 운영 배당수익률은 회사의 목표대로 5% 대를 유지할 것이다.

강경태

kyungtae.kang@koreainvestment.com

장남현

nh.jang@koreainvestment.com

〈표 36〉 이지스레지던스리츠 편입자산 내역

구분	투자대상	vehicle	자산	임차인	준공일(예정일)	세대수 (세대)	연면적 (m ²)	자산가액(십억원)	
								매입	감평
1		이지스151호	더샵 부평	개별 임차인 모집	2022년 4월	3,578	475,459	836	1,563
2	부동산펀드	이지스331호	홍대 코리빙	로컬스티치(86%), 네오밸류(14%)	2023년 3월	296	17,608	120	141
3	수익증권	이지스333호	디어스 명동	자이에스앤디(84%), 스티븐스(16%)	2018년 4월	112	5,464	41	41
4		이지스200호	디어스 판교	개별 임차인 모집	2021년 4월	521	39,904	147	175
합계						4,507	538,435	1,144	1,920

자료: 전자공시시스템, 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

〈표 37〉 이지스레지던스리츠 자산별 편입 자금 조달내역

구분	단위	출처	더샵 부평	홍대 코리빙	디어스 명동	디어스 판교	합계
투자대상	증권		지분증권	수익증권	수익증권	지분증권	
	vehicle		이지스151호	이지스331호	이지스333호	이지스200호	
Asset	십억원	IR자료	933.5	120.0	41.0	146.8	1,241.3
Debt	십억원	합계	606.0	90.0	29.0	111.8	836.8
	ABS	십억원	IR자료				311.0
	기금대출	십억원	IR자료				295.0
	선순위	십억원	IR자료	90.0	29.0	111.8	230.8
LTV	%	Loan/Asset	64.9	75.0	70.7	76.2	67.4
Equity	지분증권	십억원	Asset-Loan	30.0	12.0	35.0	404.5
	수익증권	%	IR자료	25.0	83.3		
지분율	지분증권	%	IR자료			88.0	
	계산	십억원	Equity x 지분율	7.5	10.0	30.8	213.7
투자금액	실제	십억원	5기 반기보고서	7.5	10.0	37.5	144.8
과부족	십억원		75.6	0.0	(0.0)	(6.7)	68.9

주: 1. 더샵 부평 투자금액은 이지스151호와 이지스166호 지분증권 지분율을 합산

2. 더샵 부평의 실제 투자금액과 계산 상에 차이가 발생하는 이유는 잔금 납부액 반영 여부 때문. 잔금 납부위해 loan 증액 예정

자료: 전자공시시스템, 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

〈표 38〉 이지스레지던스리츠 목표주가 산정

자산	단위	계산(출처)	더샵 부평	홍대 코리빙	디어스 명동	디어스 판교	합계
투자대상			지분증권	수익증권	수익증권	지분증권	
vehicle			이지스151호	이지스331호	이지스333호	이지스200호	
연면적	m ²	IR자료	333,064	17,608	5,464	39,904	396,040
매매가	억원	5기 반기보고서	8,362	1,200	410	1,468	11,440
평당 매매가	만원/3.3m ²	매매가/연면적/3.3	829	2,249	2,476	1,214	
감평가	억원	5기 반기보고서	15,625	1,410	412	1,751	19,198
평당 감평가	만원/3.3m ²	감평가/연면적/3.3	1,548	2,643	2,488	1,448	
평당 목표가	만원/3.3m ²		829	2,643	2,488	1,448	
추정 자산가치	억원	평당 반영가x연면적/3.3	8,362	1,410	412	1,751	
Debt	억원	IR자료	6,958	900	290	1,118	9,266
Equity	억원	추정 자산가치-Debt	1,404	510	122	633	2,670
지분율	%	IR자료	50.5	25.0	83.3	88.0	
목표 NAV	억원	Equity x 지분율	709	128	102	557	1,496
발행주식총수	주	5기 반기보고서					20,600,000
주당 NAV	원/주	추정 NAV / 발행주식총수					7,300
현재주가	원/주	2022년 5월 27일 종가					5,750
상승여력	%						27.0

자료: 전자공시시스템, 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

〈표 39〉 이지스레지던스리츠 DPS 및 배당수익률 추정(주가 5,000원 기준)

회기 결산월	단위	FY1 6월	FY2 12월	FY3 6월	FY4 12월	FY5F 6월	FY6F 12월	FY7F 6월
영업수익	백만원	0	7,723	2,982	9,161	2,938	3,127	3,386
금융비용	백만원	0	0	25	697	1,100	1,100	1,100
배당가능이익	백만원	(29)	7,297	2,567	8,103	1,597	1,786	2,046
당기순이익	백만원	(29)	7,297	2,567	8,103	1,597	1,786	2,046
감가상각비	백만원	0	0	0	0	0	0	0
발행주식총수	백만주	0	21	21	21	21	21	21
주당배당금	원/주	0	130	130	132	133	142	155
주가	원/주	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
배당수익률	%	0.0	5.2	5.2	5.3	5.3	5.7	6.2

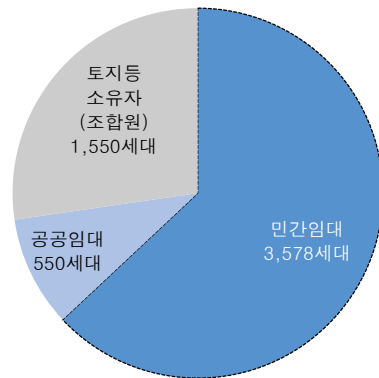
자료: 전자공시시스템, 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

[그림 98] 플래그십 자산인 더샵 부평(2022년 5월 준공)



자료: 이지스레지던스리츠

[그림 99] 십정2구역 재개발 사업지 일반 분양분을 민간임대사업자가 매수



자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

〈표 40〉 공공지원 민간임대주택 개요

구분	공공지원 민간임대주택	뉴스테이(기업형 임대주택)
의무 임대기간	8년	8년
임대료 상승률	연 5% 제한	연 5% 제한
초기 임대료	일반 특별	시세의 90~95% 제한 없음
입주 자격	무주택자(미달 시 유주택자 가능) 주거지원계층: 소득 요건 등 입주자격 설정	제한 없음(만 19세 이상)
입주조건	역세권, 대학 인근 등 청년층 수요가 많은 곳	도심, 도시외곽 등 다양

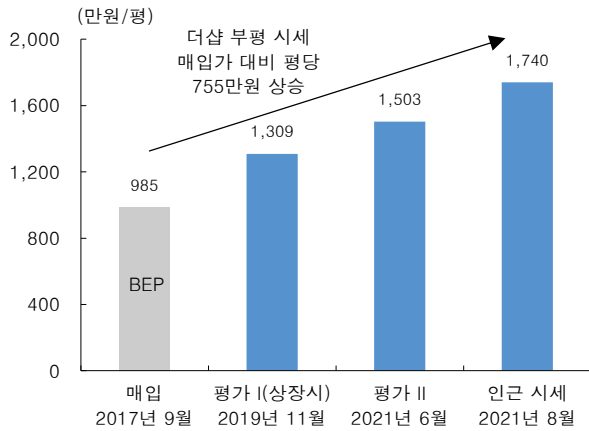
자료: 한국투자증권

〈표 41〉 특별공급 세대 중 소득요건을 제외한 공급대상 기준이 8월부터 완화

구분	일반공급	특별공급		
		청년	신혼부부	고령자
공급대상	19세 이상	19~39세	혼인기간 7년 이내	65세 이상
	무주택세대구성원	무주택자	무주택세대구성원	무주택세대구성원
		미혼	예비신혼부부 포함	
소득요건		전년도 가구원수별 도시근로자 평균소득 120% 이하		
임대료	시세의 95% 이하		시세의 85% 이하	
주택비율	총 세대수의 80% 미만		총 세대수의 20% 이상	

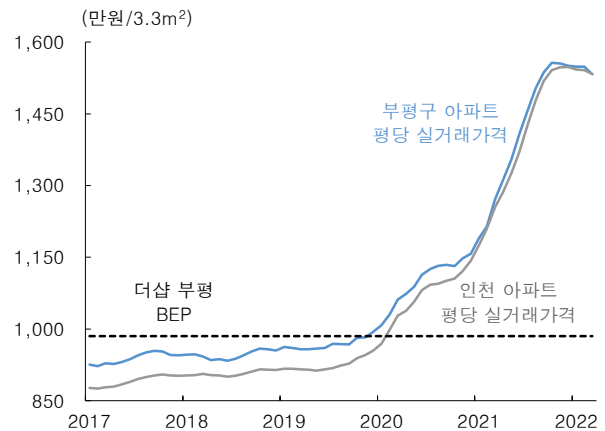
자료: 주택도시보증공사, 한국투자증권

[그림 100] 더샵 부평 시세 급등



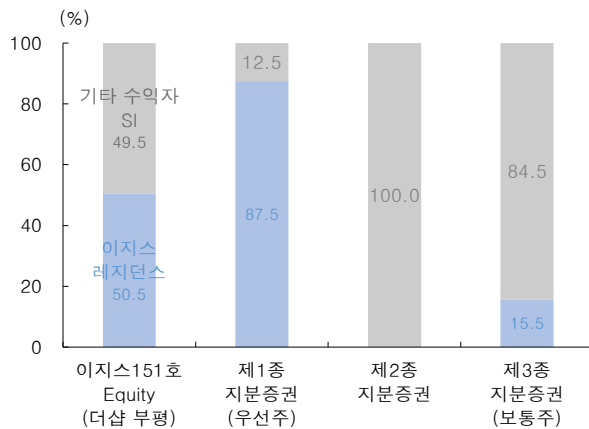
자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

[그림 101] 인천 부평구 아파트 실거래가격 상승세



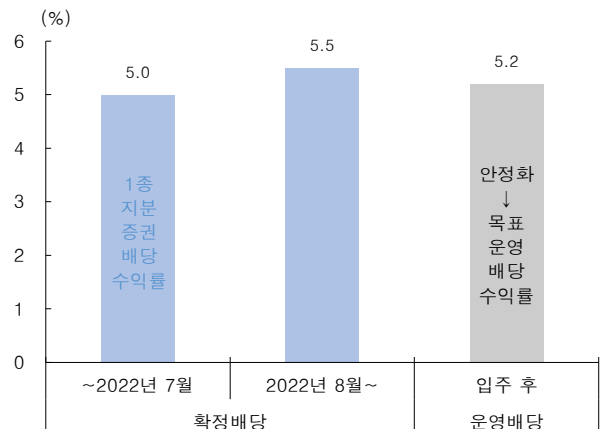
자료: REPS, 한국투자증권

[그림 102] 이지스151호 지분증권 1종 87.5%, 3종 15.5%



자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

[그림 103] 입주 전까지 5% 확정배당, 입주 후 운영배당



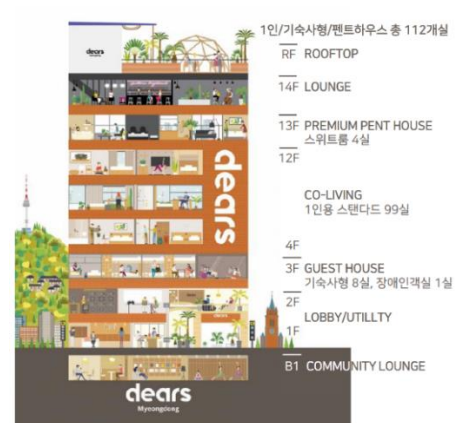
주: 이지스151호 1종 지분증권 상세 배당 조건
자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

[그림 104] 로컬스티치가 Master-lease한 흥대 코리빙 시설



자료: 이지스레지던스리츠

[그림 105] 자이에스앤디가 Master-lease한 디어스 명동



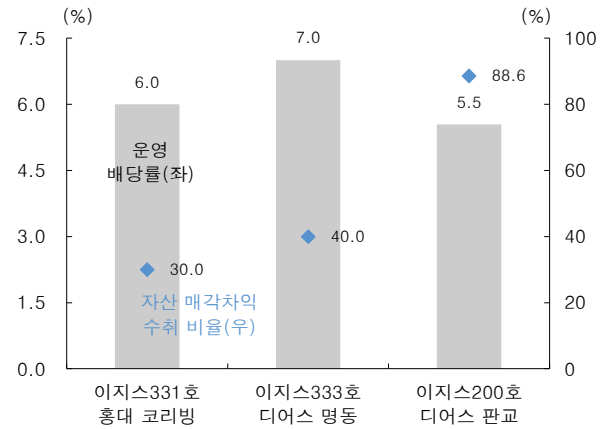
주: 지하1층, 14층, Rooftop은 스티븐스, 1~13층까지 객실은 자이에스앤디가 임차
자료: 이지스레지던스리츠

[그림 106] 기업형임대주택으로 운영중인 디어스 판교



주: 민간임대주택 특별법에 따른 기업형임대주택으로 의무 임대기간은 8년
자료: 이지스레지던스리츠

[그림 107] 더샵 부평 외 보유 자산 vehicle 증권 내역



주: 이지스331호, 이지스333호는 누적운영배당률
자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

<표 42> 인근 신축 주거시설 분양가 대비 디어스 명동 취득가

구분	단위	디어스 명동	빌리브 아카이프 남산	버밀리언 남산	브릴란테 남산	힐스테이트 남산
주거 형태		코리빙 시설	생활형 숙박시설	오피스텔	오피스텔	도시형생활주택
소재지		퇴계로	필동1가 43-1	충무로2가 53-2 외	필동1가 3-5 외	목정동 1-23 외
세대수	세대	112	455	142	156	282
분양가	계약	백만원/평	24~25	38~41	34~38	28
	전용	백만원/평		62~66	85~95	49

주: 디어스 명동은 분양가가 아닌 평당 취득가(총 매매가/연면적/3.3)
자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

<표 43> 인근 신축 주거시설 분양가 대비 디어스 판교 취득가

구분	단위	디어스 판교	디앤써밋에디션	GT센트럴 판교	판교 포레나	위너스에비뉴
주거 형태		오피스텔	오피스텔	오피스텔	오피스텔	오피스텔
소재지						
세대수	세대		521	108	58	251
분양가	전용	백만원/평	31.1	46.3~46.6	42.9~45.5	46.1~46.8
						44.7~53.2

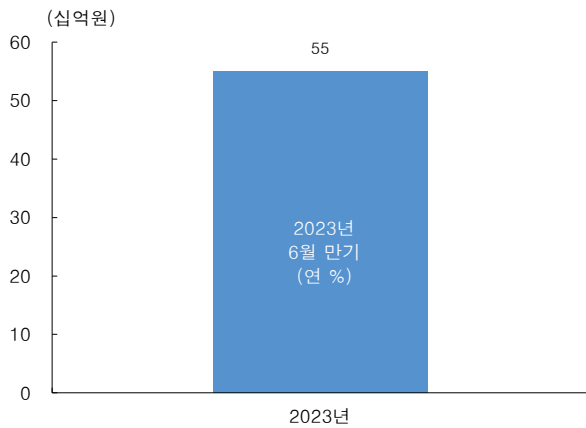
주: 디어스 판교는 분양가가 아닌 평당 취득가(총 취득가/연면적/3.3)
자료: 이지스레지던스리츠, 한국투자증권

〈표 44〉 공공지원 민간임대리츠 기금 용자한도 및 용자금리

구분	단위	전용 45㎡ 이하	전용 45㎡~60㎡ 이하	전용 60㎡~85㎡ 이하	합계
호당 용자한도	만원/호	5,000	8,000	10,000	
단지구성	호	106	1,900	1,572	3,578
용자한도	백만원	5,300	152,000	157,200	314,500
용자금리	%/연	2.0	2.3	2.8	

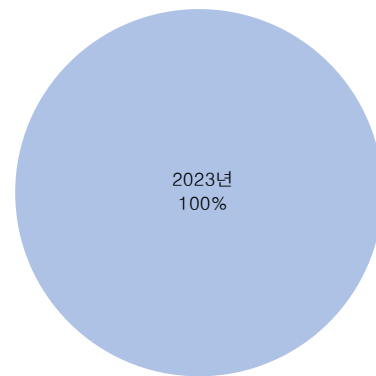
자료: 주택도시보증공사, 한국투자증권

[그림 108] 장기차입금 및 사채 상환 스케줄



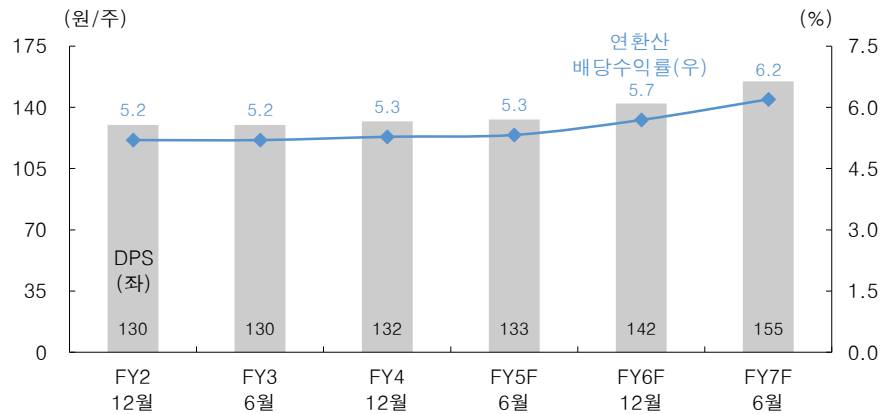
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 109] 장기차입금 및 사채 연도별 상환 비중



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 110] 이지스레지던스리츠 DPS 및 연환산 배당수익률 추이



주: 배당수익률 계산에 사용한 기준가는 5,000원/주
 자료: 이지스레지던스리츠, 전자공시시스템, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업수익	3	9	3	3	3
영업비용	0	0	0	0	0
영업이익	3	9	3	3	3
영업이익률(%)	86.7	97.4	91.8	92.3	92.9
EBITDA	3	9	3	3	3
EBITDA Margin(%)	86.7	97.4	91.8	92.3	92.9
영업외수익	0	1	(1)	(1)	(1)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	3	8	2	2	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3	8	2	2	2
법인세비용	3	8	2	2	2
연결당기순이익	86.1	88.5	54.4	57.1	60.4
지배주주지분순이익	2	2	2	2	2
지배주주순이익률(%)	3	9	3	3	3
배당가능이익	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
영업활동현금흐름	2	2	3	3	3
당기순이익(손실)	3	8	2	2	2
비현금항목의 조정	0	1	1	1	1
감가상각비	0	0	0	0	0
이자비용	0	1	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	0	0	0	0	0
기타	(1)	(8)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(18)	(42)	0	0	0
단기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
장기금융상품의 감소	0	0	0	0	0
토지의 취득	0	0	0	0	0
건물의 취득	0	0	0	0	0
단기금융상품의 취득	0	0	0	0	0
장기금융상품의 취득	0	(4)	0	0	0
기타	(18)	(38)	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	14	35	(2)	(2)	(2)
유상증자	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	17	38	0	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
유상감자	0	0	0	0	0
유상감자비용 지급	0	0	0	0	0
단기차입금의 감소	0	0	0	0	0
유동성장기차입금의 감소	0	0	0	0	0
주식발행비용의 지급	0	0	0	0	0
배당금의 지급	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
현금및현금성자산의 증감	(2)	(5)	1	1	1
FCF	(2)	(5)	1	1	1

주: 감사보고서와 사업보고서로 공시된 수치만 반영

재무상태표

(단위: 십억원)

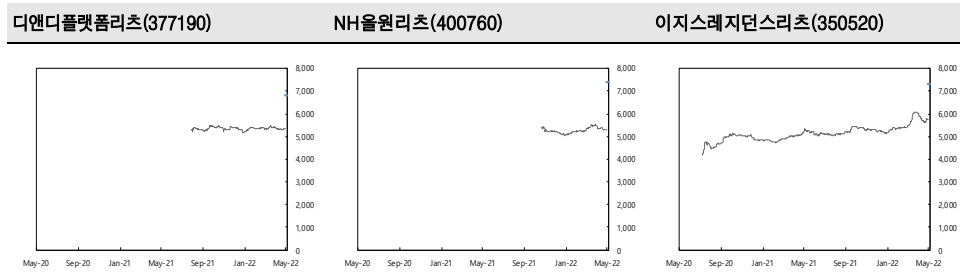
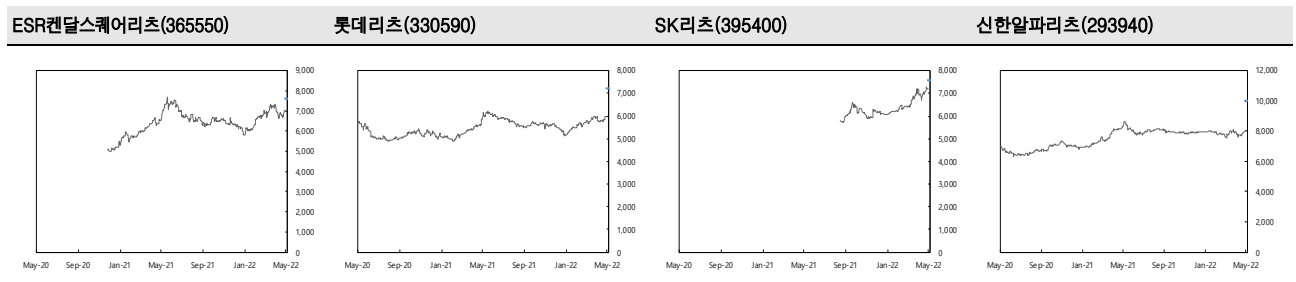
	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
자산총계	125	168	167	166	165
유동자산	11	6	6	6	6
현금성자산	10	5	5	5	5
단기금융상품	0	0	0	0	0
기타	1	1	1	1	1
비유동자산	114	162	161	160	159
투자부동산	0	0	0	0	0
관계기업/종속기업 투자	114	158	157	156	155
기타	0	4	4	4	4
부채총계	17	55	55	55	55
유동부채	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
비유동부채	17	54	54	54	54
장기차입금	17	54	54	54	54
기타	0	0	0	0	0
자본총계	108	113	113	113	113
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	79	78	78	78	78
이익잉여금(결손금)	9	15	15	15	15
순차입금	7	49	49	49	49

주요투자지표

	FY3A	FY4A	FY5F	FY6F	FY7F
주당지표(원)					
EPS	125	393	78	87	99
BPS	5,245	5,508	5,508	5,508	5,508
DPS	130	132	133	142	155
수익성(%)					
ROA	2.1	4.8	1.0	1.1	1.2
ROE	2.4	7.1	1.4	1.6	1.8
배당수익률	5.2	5.3	5.3	5.7	6.2
안정성					
부채비율(%)	15.8	48.2	48.2	48.2	48.2
차입금/자본총계비율(%)	15.8	48.1	48.1	48.1	48.1
순차입금/EBITDA(x)	2.6	5.5	18.2	17.0	15.6
Valuation(x)					
PBR(x)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	40.5	12.1	43.9	41.0	37.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율			종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비						평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
ESR켄달스퀘어리츠 (365550)	2021.06.24	NR	—	—	—		신한알파리츠 (293940)	2022.05.31	매수	7,600원	—	—	
롯데리츠(330590)	2022.05.31	매수	7,600원	—	—			2020.01.20	NR	—	—	—	
	2020.01.20	NR	—	—	—			2021.01.20	1년경과	—	—	—	
	2020.11.16	NR	—	—	—			2022.01.20	1년경과	—	—	—	
	2021.11.16	1년경과	—	—	—			2022.05.31	매수	10,000원	—	—	
	2021.12.22	NR	—	—	—		디앤디플랫폼리츠 (377190)	2022.05.31	매수	6,800원	—	—	
	2022.05.31	매수	7,200원	—	—		NH올원리츠 (400760)	2022.05.31	매수	7,400원	—	—	
SK리츠(395400)	2021.12.17	NR	—	—	—		이지스레지던스리츠 (350520)	2022.05.31	매수	7,300원	—	—	



■ Compliance notice

- 당사는 2022년 5월 31일 현재 신한알파리츠, 롯데리츠, 이지스레지던스리츠, ESR켄달스퀘어리츠, 디앤디플랫폼리츠, SK리츠 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 5월 31일 현재 NH올원리츠 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데리츠, ESR켄달스퀘어리츠, SK리츠, NH올원리츠 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사는 신한알파리츠 발행주식의 유상증자 주관사입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
89.7%	10.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.