

Initiation
Report

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

Jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

신한알파리츠 (293940 KS, 7,120 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 8,000원 (12.4%)

이리츠코크렙 (088260 KS, 6,160 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 7,200원 (16.9%)

맥쿼리인프라 (088980 KS, 11,500 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 13,000원 (13%)

SK 디앤디 (210980 KS, 25,200 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 34,000원 (34.9%)

한국토지신탁 (034830 KS, 2,210 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 2,900원 (31.2%)

한국자산신탁 (123890 KS, 3,965 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 4,200원 (5.9%)

부동산금융 (OVERWEIGHT)

리츠 - 한국의 부동산 투자 방식이 바뀐다

- 리츠산업 Overweight의견 제시. 신한알파리츠, 이리츠코크렙, 맥쿼리인프라 BUY 추천
- 기업들의 부동산 유동화 니즈, 개인들의 간접투자상품 투자 관심, 정부의 주택 직접투자 규제 의지가 부합해 상장리츠 시대가 열릴 것
- 향후 상장리츠는 KOSPI 시가총액의 2%대를 차지할 전망이다. 자본시장과 부동산 시장의 동반 성장의 계기가 될 것

WHAT'S THE STORY

부동산과 자본시장의 결합: 국내 리츠산업에 대해 Overweight 의견을 제시한다. 준채권형 상품에 대한 관심, 금리 턴어라운드, 정부의 리츠 지원이 맞물리며 고성장이 예상된다. 향후 10년간 국내 상장리츠의 시가총액 비중은 KOSPI 시가총액의 2%에 도달할 전망이다. 1) 정부가 사모리츠/펀드에 재산세 분리과세 혜택을 축소하기로 함에 따라 2018년 말 AUM 68조원인 사모리츠/펀드의 절반 이상이 상장리츠로 전환될 경우 KOSPI 시가총액의 2.6%까지 도달할 것이며, 2) 한국과 인구구조나 산업 변화가 유사한 일본의 경우 현재 Topix 시가총액에서 리츠 비중이 2.3%임을 감안한 것이다.

기업들의 리츠 설립 러쉬: 최근 국내 리츠시장의 뚜렷한 변화는 기업들이 리츠 설립에 나서며 공급자가 시장 성장을 주도하고 있다는 점이다. 일반기업이 보유한 2,800조원의 부동산 중 상업용 부동산 규모는 894조원에 달한다. 이는 유동화의 대상이 될 수 있으며 리츠는 이를 담는 투자기구로 고려될 것이다. 한국은 주로 일본식 위탁관리리츠 유형을 택하고 있는데 기업들은 위탁관리리츠 설립으로 그룹 부동산의 통합관리, 본업의 효율적 확장, 재무비율 개선과 자금 조달이 가능하다. 특히 총 자산에서 부동산 비중은 높지만 ROA가 낮으며, 산업의 구조적 변화에 직면한 기업들이 적극 리츠 설립을 고려할 것이다. 금융지주/리테일기업/건설사/신탁사 등은 자체적인 리츠AMC를 설립하는 추세다. 리츠AMC는 부동산 관련 비즈니스 기반의 구심점이 될 수 있기 때문이다.

상장리츠 시대 개화: 2018년은 상장리츠의 가능성을 증명해 해였다. 이리츠코크렙과 신한알파리츠의 상장과 주가 상승으로 시장의 관심이 늘었고, 연내 롯데리츠와 NH리츠 등 신뢰도 높은 앵커가 중심이 된 상장리츠 출시가 예정돼 있다. 특히 지난 4월 입법 예고된 사모리츠/펀드에 대한 재산세 분리과세 혜택 축소로 기존 투자기구의 상장리츠 전환이 빨라질 전망이다. 기업 측면에서 사모 대비 자금 조달비용이 낮다는 점, 투자자 측면에서 환급성 높은 부동산 투자기구에 투자할 수 있다는 점에서 투자기구 중 상장리츠의 매력이크고 있다.

K-REIT 성장이 가져올 변화: 상장리츠 성장이 가져올 변화는 1) 리츠를 기반으로 한 다양한 상품 발달, 2) 리츠 관련 IPO/PO/대출 시장 확대로 자본시장에 활력 부여, 3) 부동산과 자본시장의 결합과 동반 성장 등이다. 초창기 리츠 시장에서 성공적 진출을 한 신한알파리츠, 이리츠코크렙, 인프라펀드인 맥쿼리인프라의 매수를 추천한다. 이들의 평균 배당수익률은 5.8%로 미국과 일본 리츠의 평균 배당수익률인 4.0% 대비 우월하며 설립 초기인만큼 추가 자산편입에 따른 확장성은 훨씬 크다. 향후 후방산업인 리츠 비즈니스를 활용해 본업인 전방 개발사업에 시너지를 추구할 디벨로퍼와 신탁사의 변화에도 관심을 가져야 한다.

Contents

I. K-REIT의 잠재력	P2
II. 기업들의 리츠 설립 러쉬	P10
III. 사모펀드, 상장리츠로 전환을 예고	P18
IV. K-REIT 성장이 가져올 변화	P26
종목 분석	P33

I. K-REIT의 잠재력

1. 부동산과 자본시장의 결합

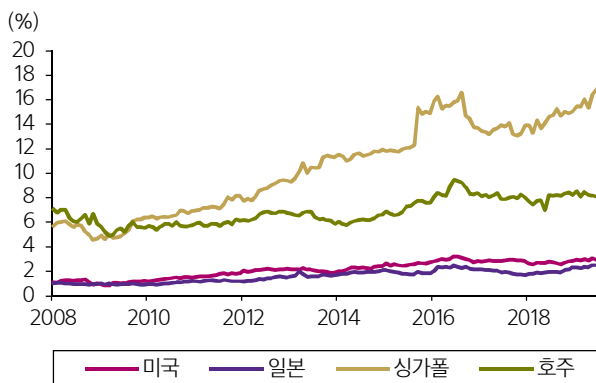
국내 상장리츠에 대해 비중확대 의견을 제시한다. 현재 글로벌 주식시장에서 리츠의 시가총액 비중은 국가별로 2~15%에 이르는 주요 금융상품이다. 주식시장 내 시가총액 비중은 물론, 리츠의 배당과 자본이득을 합산한 total return 지수는 지속적으로 상승하는 추세다. 다음 이유로 상장리츠의 도입 초기인 한국 리츠산업도 향후 고성장을 예상한다.

1) 준채권형 상품에 대한 관심: 최근 미중 무역분쟁 등 매크로 불안이 지속되며 수익성보다 안정성에 중점을 둔 상품에 관심이 높아지고 있다. 주식형 펀드의 자금 유출이 지속되는 반면, 인컴펀드나 연 3%의 채권형펀드가 순식간에 완판되고 있다. 고령화 시대의 이행과 경기 불확실성으로 리츠와 같은 배당형 상품에 관심은 지속적으로 늘어날 수 밖에 없다.

2) 금리 턴어라운드: 리츠에 가장 중요한 변수는 금리다. 금리인상 우려가 컸던 2017년 초, 일부 글로벌 리츠의 주가는 조정을 받았지만 일시적이었을 뿐 다시 신고가 리츠 종목이 속출하기 시작했다. 리츠의 투자매력을 훼손할 만큼의 금리 인상 가능성은 희박한 반면, 중수익 중위험 상품에 대한 관심은 구조적으로 커지고 있기 때문이다. 오히려 금리인하 가능성이 높아지는 현 시점에 리츠의 매력은 더욱 부각되고 있다. 실제 국내 상장리츠의 주가는 정기예금 금리가 2%를 뺀 4월부터 본격적으로 상승하기 시작했다.

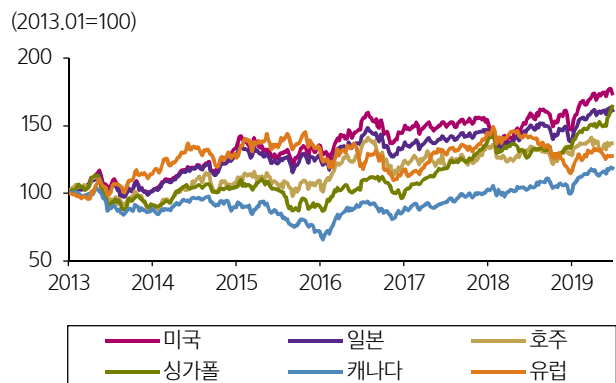
3) 정부의 리츠 지원: 정부는 '부동산의 금융상품화'를 통해 과도한 레버리지를 사용한 부동산 직접투자 수요를 건전한 금융상품으로 분산시키고자 한다. 일반인도 쉽게 투자할 수 있고 환금성 있는 리츠가 개인을 위한 적절한 금융상품이 될 수 있다. 이를 위해 정부는 공모리츠/펀드의 재산세 분리과세 혜택, 리츠 상장 절차 간소화, 기관 투자자 저변 확대 등 다양한 지원책을 내놓고 있다. 국내 리츠시장이 커질수록 자본과 결합한 부동산 개발산업은 금융시장과 동반해 투명한 성장이 가능할 것이다. 더불어 고용 증진 등 사회/경제적으로도 순기능을 기대할 수 있다는 점에 서 정책적 지원이 지속될 가능성이 높다.

그림 1. 주요국 주식시장 내 상장리츠 비중



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 주요국 리츠의 total return지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 리츠 중에서도 한국 리츠는 성장 여력과 수익률 측면에서 투자 매력이 높다. 1) 국내 주요 상장리츠들은 설립 초기인만큼, 임대료 상승과 신규 임대자산의 임대료 유입 등으로 배당금 상승여력이 높다. 2) 상장 예정인 리츠들도 대부분 목표 배당수익률을 6%로 잡고 있는 것으로 추정돼, 평균 4%대인 일본과 미국 대비 배당수익률이 높다. 금리 역시 인상 가능성이 낮아 국고 채 금리 대비 국내 상장리츠의 배당수익률 스프레드는 4%p로 미국 2%p, 싱가포르 2%p 대비 높은 수준을 유지할 것이다.

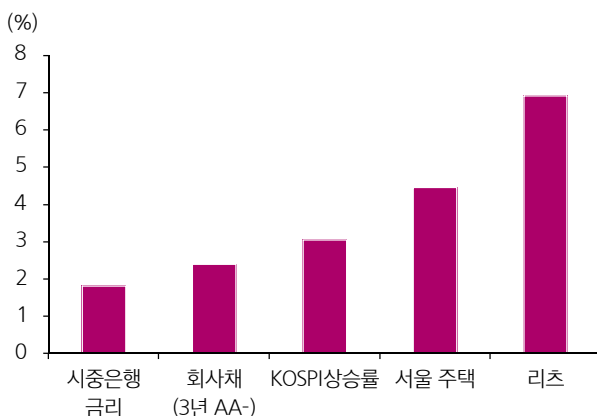
우리는 향후 10년간 국내 상장리츠의 시가총액 비중은 KOSPI 시가총액의 2%대에 도달할 것으로 전망하며 근거는 다음과 같다.

1) 2018년 말 기준 AUM 68조원인 사모리츠와 국내 부동산펀드의 상당수가 상장리츠로 전환될 전망이다. 지난 4월, 정부가 사모리츠/펀드에는 재산세 분리과세 혜택을 축소하고 공모리츠에는 혜택을 유지하는 세법 개정안을 입법예고 함에 따라 기존 투자기구의 상장리츠 전환이 빨라질 것이다. 현재 일본의 부동산 투자기구의 절반 가량이 J-REIT임을 감안해 국내 사모리츠/펀드의 50%만 상장리츠로 전환을 가정하고, LTV 50%, P/NAV 1배 가정 시, 신설 리츠 설립 가능성을 모두 배제하더라도 상장리츠의 예상 시가총액은 34조원이며 KOSPI 시가총액의 2.6%에 해당된다.

2) 한국과 인구구조나 산업 변화가 유사한 일본의 경우, 현재 Topix 시가총액에서 리츠 시가총액 비중이 2.3%다. 한국은 기업들의 자산 유동화 니즈, 개인들의 부동산 간접투자 상품에 대한 관심 증대, 정부의 육성 의지 등 최근 조성되는 우호적인 환경을 감안 시 결국 일본 수준으로 성장할 가능성이 높다.

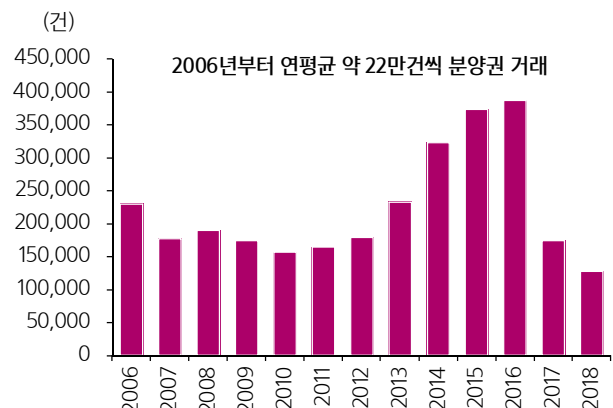
3) 수요 측면에서 잠재력이 풍부하다. 지난 5년간 국내 간접투자상품 AUM의 연평균 성장률은 무려 24%로, 이미 부동산 간접상품의 투자 수요가 충분함을 입증했다. 만약 리츠의 수익률이 최근 5년간 서울 지역의 주택가격 상승률 수준을 보인다면 충분히 주택 직접투자의 대안상품으로써 역할을 할 것이다. 실제 지난 5년간 리츠의 매각차익을 제외한 배당수익률만 6.9%에 달했고 서울 아파트의 가격 상승률은 4.46%였다. 문제는 서울지역의 주택 시가총액은 약 1,500조원인 반면, 부동산 간접투자상품의 총 AUM은 110조원으로, 아직 리츠가 보편적인 투자 대상이 되기에는 규모가 작다는 것이다. 즉, 향후 원활한 리츠 공급이 관건이다.

그림 3. 자산별 최근 5년(2014~2018년) 수익률 비교



주: 리츠 수익률은 임대주택 리츠 제외, 매각수익을 배제한 연평균 배당수익률, 시중은행금리는 저축성 수신금리 (신규 취급액 기준)
자료: 리츠협회, 한국은행, 삼성증권

그림 4. 국내 아파트 분양권 거래량



자료: 국토교통부, 삼성증권

그렇다면 시중 유동성이 얼마나 리츠로 유입될 수 있을까? 우선 가장 흔한 부동산 투자방식인 아파트 분양권 전매액이나 다주택자가 주택에 투자한 자금을 고려해 보았다. ① 2015~2016년 연간 분양권 전매건수는 40만건이었고 규제 여파로 2018년은 12.8만건으로 줄어, 향후 이 수준을 유지할 것으로 보인다. 전국 아파트 평균 분양가는 80㎡ 기준 약 3억원인데 분양권 계약금이 분양가의 10%임을 감안 시 분양권 전매에 투자되는 자금은 연간 약 4조원으로 추정된다.

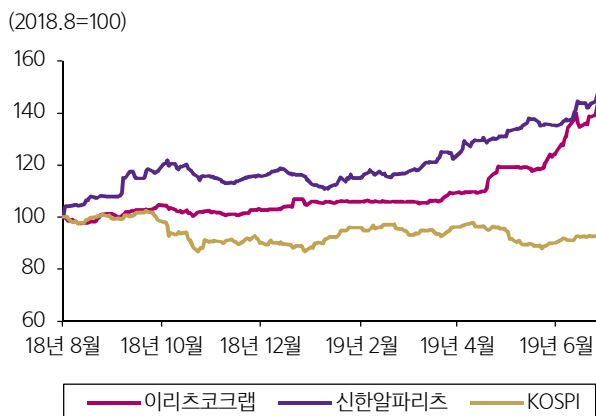
② 2017년 기준 5채 이상 주택을 보유한 대량 소유자는 11.5만명이다. 5채 이상 보유라면 수백채도 포함되지만 보수적으로 4채씩만 투자했다고 일률 가정하고 분양가는 채당 3억원, LTV를 50%로 가정한다면 약 69조원의 자금이 주택 투자자금으로 유입되었다고 추정할 수 있다. 결국 최소 73조원의 자금은 리츠와 같은 부동산 간접투자상품으로 유입될 잠재력이 있다고 판단된다. 이는 현재 국내 부동산 간접투자상품 AUM의 67%에 해당되는 규모다. 결국 양질의 리츠 공급이 늘어날수록 주택 직접 투자 수요를 어느 정도 대체할 수 있는 기반은 마련돼 있음이 분명하다.

2. 어디나 초기 시행착오는 있었다

2019년 상반기, 국내 리츠 시장에 많은 변화가 있었다. 2018년 6월과 8월에 상장한 신한알파리츠와 이리츠코크랩은 올 6월 말까지 YTD로 각각 28.2%, 33.3% 상승하며 KOSPI를 24.1%p, 29.2%p outperform했다. 반면 공모규모 1.7조원으로 최대 규모의 상장리츠가 될 것으로 기대를 모았던 홈플러스리츠는 저조한 수요로 상장을 철회했다.

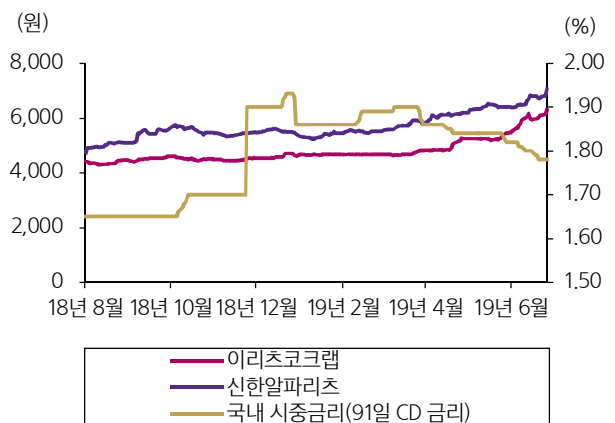
홈플러스리츠가 리테일리츠라 수요가 낮았다고 단순화하기에는 동종 리츠인 이리츠코크랩의 주가 상승이 너무나 뚜렷했다. 신한알파리츠와 이리츠코크랩은 상장 이후 2차례의 배당금 지급 약속을 충실히 지켰고 최근 배당금은 당초 계획보다 약 1%씩 높았다. 시중금리가 낮아지는 상황에서 배당수익률이 각각 3.9%, 5.6%에 달하며 영속형 상장리츠의 매력이 더욱 부각됐다. 홈플러스리츠는 리츠 투자에 가장 중요한 ‘배당 지급의 신뢰도’가 낮았다고 판단하며 그 이유는 다음과 같다.

그림 5. 이리츠코크랩과 신한알파리츠 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 6. 국내 시중 금리와 상장리츠 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

1) 낮은 앵커 신뢰도: 리츠 공모의 이유가 대주주인 MBK의 출구전략이라는 인식이 강해, 앵커와 동반 성장을 원하는 투자자에게 불확실성을 키웠다.

2) 부담스러운 공모 규모: 상장리츠 시장의 초창기에 1.7조원을 공모로 조달하기에는 다소 버거운 금액이었다. 현재 국내 일부 연기금/공제회의 주식운용 부문에서는 리츠 투자가 금지되거나 IPO 참여가 용이하지 않는 등, 투자자 기반이 아직은 미약했기 때문이다.

3) 수익 대비 높은 임대료: 홈플러스리츠의 기초자산인 51개 점포는 모두 마트였다. 그러나 마트/아울렛/백화점 등 다양한 리테일 유형 중 e-commerce 영향으로 마트의 실적 둔화가 가장 뚜렷한 상황이다. 홈플러스리츠에 편입된 자산의 총 임대료는 총 EBITDA의 60%에 육박, 마트 시장의 부정적 전망까지 감안 시 임대료 커버 능력에 의구심이 커졌다.

한국만 상장리츠의 도입 과정에서 실패가 있던 것은 아니다. 대부분의 리츠 선진국 모두 초창기 시행착오가 있었다. 2001년 싱가포르 캐피탈랜드는 리테일리츠인 'SingMall Property Trust'의 상장을 추진했으나 역시 리츠에 대한 낮은 이해도로 청약율이 78%에 머물며 상장을 철회했다. 2002년 7월, Capital Mall Trust(이후 CapitaLand Mall로 바뀜)라는 이름으로 새롭게 정비해 5:1의 청약경쟁률을 기록하며 성공적으로 상장했다. 달라진 점은, 1) IPO 규모를 상장리츠 초창기임을 감안해 당초 계획한 4,240억원에서 1,700억원으로 줄였고, 2) 첫 상장 시도 당시의 NAV 대비 2.9%의 할인율을 적용함에 따라 3) 배당수익률이 7.06%에서 7.73%로 상승했으며, 4) 총 주식 발행규모의 24.7%를 IPO 이전에 주요 기관투자자에게 선매각(사모 형태 pre-IPO)함으로써 공모 안정성을 높인 점 등이다. 캐피탈랜드몰 트러스트가 약점을 보완해 상장에 성공했듯, 올 10월에 상장을 추진 중인 롯데리츠는 홈플러스리츠와 달리 앵커의 책임투자자와 경영, 적절한 공모액 등으로 흥행 요건을 갖췄다고 판단된다.

홈플러스리츠 사례 역시 리츠시대 초창기에 무수히 발생할 수 있는 시행착오의 한 단면일 것이다. 투자자 입장에서 상장 리츠의 도입 초기라는 점에서 시장 성숙기에 공급될 리츠보다 훨씬 좋은 가격과 배당수익률에 리츠를 취득할 수 있는 여건이다.

표 1. 신물 부동산트러스트 vs 캐피탈랜드몰 트러스트

구분	신물 부동산 트러스트	캐피탈랜드몰 트러스트
순자산가치	719.75 ⁽¹⁾	729.61 ⁽²⁾
총 발행 주식 수(mn)	740	738
기업 공개 주식 수(mn)	530	213
주식 가격(\$/Unit)	1.00	0.90
총 주식 발행 가격(\$mn)	740.00	664.20
순자산 가치 대비 할인가(%)	2.8	-9.0
2002년 예상 수익률(%)	5.75	7.53
2003년 예상 수익률(%)	6.05	7.73
연간 자산 관리 수수료(%)	0.50~0.70 ⁽³⁾	0.25 ⁽³⁾
성과 수수료(%)		2.85 ⁽⁴⁾
매입 수수료(%)	1.00 ⁽⁵⁾	1.00 ⁽⁵⁾
매각 수수료(%)	0.50 ⁽⁶⁾	0.50 ⁽⁶⁾
초석 투자자(unit)	0	182 ⁽⁷⁾

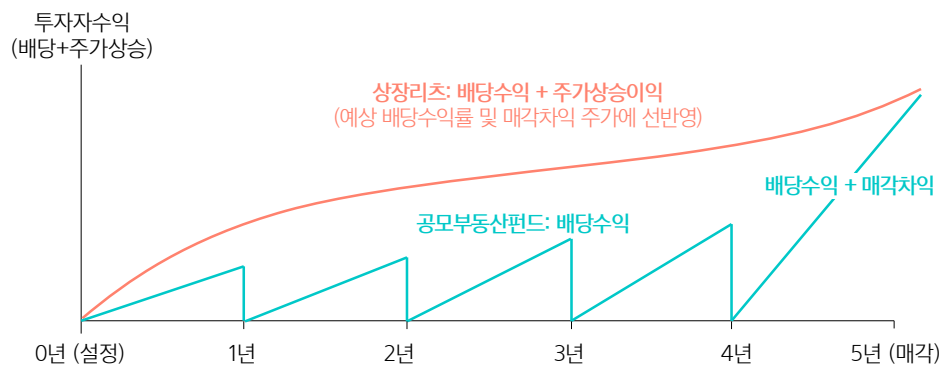
참조: (1) 2001년 11월 16일 기준, (2) 2002년 4월 30일 기준, (3) 보유 자산 가치 기준, (4) 수익 기준, (5) 캐피탈몰 트러스트 매입 가격 기준, (6) 부동산 매각 가격 기준(참여 관계자 이익 정산 이후), (7) 기업 공개 이전 시점의 주식 보유자(NTUC Investment Pte Ltd가 보유했던 65million 주식은 제외: NTUC Fairprice Co-operative(65million), ING REIT Investments(Asia) B.V(37million): BT Funds Management limited(30million)와 PGGM(50million))

자료: '싱가포르의 기적' 재인용, 2001년 신물 부동산 트러스트 및 2002년 캐피탈랜드몰 트러스트 투자 설명서

3. 리츠 valuation

현재 G7 7개 국가를 포함, 38개 국가가 리츠를 도입해 운영 중이다. 가장 범용적으로 사용되는 글로벌 리츠 지수는 'FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Index Series'로 이에 편입된 글로벌 리츠 개수는 480개, 시가총액은 약 1.4조달러다. 또한 중국, 스웨덴, 아르헨티나 등 10개국도 현재 리츠 도입을 검토하고 있다. 리츠로 인해 투자자들은 새로운 투자상품을 갖게 되었고 환금성이 낮다고 인식되던 부동산에 유동성이 부여됐다. [그림 7]과 같이 대표적인 부동산 투자기구인 부동산펀드는 만기 이전에는 배당수익만을 기대할 수 있고 만기까지 환매가 불가능하나, 상장리츠는 부동산가치를 실시간 반영하며 주식시장에서 거래되므로 환금성이 높다는 점이 차별적 장점이다. 이에 따라 리츠는 디벨로퍼나 부동산 보유자들에게 유용한 자금 확보 수단이 됨으로써 금융과 부동산 시장의 동반 성장에 기여했다.

그림 7. 부동산펀드와 상장리츠의 투자수익 개념도 비교



자료: 삼성증권

1960년 리츠 역사가 시작된 미국 리츠의 시가총액은 1조달러에 달한다. 2010년부터 일본 중앙은행의 공격적인 매수로 부양 효과를 입은 일본 J-REIT의 시가총액은 1,300억달러, 캐나다 리츠는 900억달러, 싱가포르 리츠는 600억달러에 이른다. 이들 국가의 리츠 시장은 장기간 정부 지원과 제도 개편으로 꾸준히 성장해 온만큼 개별리츠의 규모도 크고 시장 데이터도 공신력이 높다. 반면 한국의 상장리츠는 6개에 불과하고 합산 시가총액은 8천억원으로 KOSPI의 0.04%에 그친다. 협소한 시장 규모로 아직 밸류에이션이 어렵지만 대체로 리츠의 밸류에이션 방법으로 P/NAV와 P/FFO를 사용한다.

표 2. 주요국 상장리츠 현황

구분	미국	호주	일본	싱가폴	한국
도입 년도(년)	1960	1971	2000	2002	2001
상장리츠 수(개)	225	44	62	36	6
시가총액(원화 환산, 조원)	1,307	143	138	74	0.8
GDP 대비(%)	6.2	9.9	2.6	21	0.04
주식시장 내 리츠 비중(%)	2.9	8.1	2.5	16.8	0.04
평균 배당수익률(%)	4.3	4.9	4	5.8	4
유형	회사형 자기관리 위주	신탁형 위탁관리	신탁형 위탁관리	신탁형 위탁관리	신탁형 위탁관리 위주

주: 2018년 말 기준

자료: NAREIT, ARES, 리츠협회, SGX, ASX

1) FFO(Funds from operation): 수익과 감가상각액을 합산한 뒤 자금 유출액을 차감한 금액이다. 그러나 감가상각비는 현금 유출이 되지 않기 때문에 비용에서 배제한다. 리츠의 핵심은 배당 지속성이므로 EPS보다 배당을 지급할 여력이 되는지 검증할 수 있는 현금의 유입량인 FFO가 중요하다. FFO는 리츠를 배당할인모형으로 밸류에이션할 때 중요한 수치가 된다.

2) NAV: 부동산 자산가치를 감정평가액 기준으로 NAV를 환산한 것이다. 한국 리츠는 역사가 짧아 장부가와 감정가액 차이가 크지 않지만 역사가 오래될수록 PBR보다 P/NAV가 유용하다. 일본과 싱가포르 리츠의 평균 P/NAV는 1.1~1.2배로, 정기적인 자산재평가를 통해 자산가치를 공시하고 있다. 참고로 cap rate(자본환원율)는 순 임대수익(NOI)을 부동산 시장가치로 나눈 비율로 cap rate가 높아지려면 임대수익이 높거나 부동산을 싸게 사야 가능하며 저평가를 의미한다.

P/NAV와 P/FFO는 계량적인 밸류에이션 툴이며, 정성적으로 개별 리츠의 매력도를 판단할 때는 다음 요소를 고려할 것을 권유한다.

- 앵커의 신뢰도: 앵커는 자산을 공급하는 파이프라인 역할과 자산가치 증대를 위해 노력함으로써 투자자와 수익을 공유할 수 있는 책임감이 있어야 한다. 현재 정부가 육성하고자 하는 리츠 유형은 일본식 위탁관리 리츠다. 정부가 추진하는 리츠의 신용등급 의무화가 현실화될 경우, 설립 초기인만큼 리츠의 신용등급은 당분간 앵커의 신용등급에 연동될 가능성이 높다. 최근 롯데리츠는 업계 최초로 신용등급을 받아 향후 저리에 회사채 조달을 할 가능성이 높아졌다. 신설 회사인 롯데리츠가 장기 신용등급 'A+'(담보부사채 등급은 AA-)를 받을 수 있었던 배경에는 앵커인 롯데쇼핑의 크레딧 영향이 컸다고 판단된다. 신용등급은 향후 리츠의 자금조달 금리를 결정하며 낮은 조달금리는 주주의 배당수익으로 귀결되므로 앵커의 재무비율이 중요하다.
- 임차인의 건전성: 임대료 지불 능력이 충분한 임차인으로 구성되어야 리츠 자산의 안정성이 높아진다. 이를 판단하기 위해서는 임차인의 매출과 손익, 재무비율 분석이 필요하다. 신한알파리츠의 주가 상승은 IT 기업군이 밀집한 판교라는 입지에, 블루홀 등 우량 임차인의 영향이 컸다. 리테일리츠(유통 점포를 기초자산으로 한 리츠)는 비록 업황에 의구심은 있더라도 타 리츠 대비 긴 10년 내외의 마스터리스 계약 구조의 특성상 높은 안정성이 장점이다.
- 기초자산의 가치: 리츠는 배당뿐 아니라 자산가치를 반영하며 주가가 움직이므로 리츠가 우량 자산을 싼값에 매입하는 것이 중요하다. 자산 가치를 판단할 때 고려할 변수는 유동인구, 접근성, 재개발에 따른 자산가치 upside 등이다.
- AMC(자산관리회사)의 역량: 리츠를 관리하는 AMC는 편입된 부동산의 가치를 높이고 주주들에게 귀속될 배당금을 늘리기 위해 창의적인 자산가치 증대 방안을 모색해야 한다. 임차인 구성, 재개발, 리파이낸싱 방식 등이다. 역량이 검증된 AMC 사례로 장기간 우량 인프라 투자와 리파이낸싱으로 주식가치를 높인 맥쿼리인프라의 AMC인 맥쿼리자산운용이 있다.

향후 4~5년간 다수의 상장리츠가 설립되고 국내 부동산 투자방식에 변화가 본격화되는 황금기가 예상된다. 싱가포르와 일본도 정부 지원이 시작되고 1~2개의 성공적 리츠 상장사례가 경험한 뒤, 본격적인 리츠 상장이 줄을 이었다. 우량 리츠나 인프라펀드인 신한알파리츠, 이리츠코크렙, 맥쿼리인프라를 추천한다. 또한 장기적으로는 개발역량을 기반으로 리츠AMC를 활용해 본업과 시너지를 낼 수 있는 SK디앤디, 한국토지신탁, 한국자산신탁에 대한 관심이 필요하다.

표 3. 리츠 global peer group valuation (십억원, 십억엔, 백만달러, %)

구분	회계연도	신한알파리츠	이리츠코크렙	맥쿼리인프라	SK디앤디	한국토지신탁	한국자산신탁	Nippon Building Fund	Japan Real Estate Fund	Simon property	Prologis
코드		293940	088260	088980	210980	034830	123890	8951 JP	8952 JP	SPG US	PLD US
매출	2016	n/a	n/a	227	276	178	136	71	60	5,435	2,533
	2017	n/a	n/a	240	331	250	222	73	62	5,539	2,618
	2018	28	17	262	563	269	227	74	64	5,658	2,804
	2019F	45	42	308	471	245	227	77	66	5,706	3,123
영업이익	2016	n/a	n/a	130	40	114	96	29	24	2,721	668
	2017	n/a	n/a	187	24	171	167	30	25	2,802	771
	2018	11	13	208	85	185	138	31	27	2,911	847
	2019F	27	32	259	69	150	116	33	29	2,723	1,212
순이익	2016	n/a	n/a	130	26	121	73	25	21	1,839	1,210
	2017	n/a	n/a	187	65	167	126	28	22	1,948	1,652
	2018	(2)	5	208	52	167	102	29	24	2,440	1,649
	2019F	11	14	259	34	131	87	30	27	2,257	1,240
배당수익률	2016	n/a	n/a	4.9	1.4	2.6	2.9	2.7	2.6	3.7	3.2
	2017	n/a	n/a	6.4	2.3	3.2	3.0	3.5	3.1	4.3	2.7
	2018	3.3	4.7	6.7	2.3	4.1	4.5	3.0	3.5	4.8	3.3
	2019F	3.9	5.6	6.1	1.6	3.4	2.5	2.8	3.0	5.0	2.6
PER	2016	n/a	n/a	20.8	15.0	5.9	9.9	36.1	40.1	29.4	62.6
	2017	n/a	n/a	15.4	7.5	4.7	6.0	28.0	34.9	25.9	64.9
	2018	(36.6)	69.6	15.6	7.8	4.1	4.9	34.2	29.8	24.1	43.1
	2019F	32.2	28.4	15.5	14.0	4.3	5.2	35.0	34.7	19.9	36.2
PBR	2016	n/a	n/a	1.6	1.9	1.2	1.9	1.7	1.8	13.0	1.9
	2017	n/a	n/a	1.6	1.6	1.1	1.5	1.4	1.6	14.7	2.2
	2018	1.3	1.5	1.8	1.4	0.8	0.8	1.8	1.5	15.9	1.7
	2019F	1.3	1.5	2.1	1.3	n/a	n/a	2.0	1.8	21.0	2.3
P/FFO	2016	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.7	25.1	16.9	20.5
	2017	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	19.3	22.0	15.3	23.0
	2018	132.2	20.6	n/a	n/a	n/a	n/a	23.1	19.4	13.8	19.4
	2019F	18.9	17.7	n/a	n/a	n/a	n/a	25.1	23.7	13.4	27.8
P/NAV	2016	n/a	n/a	1.6	1.9	1.2	1.9	1.7	1.8	1.5	2.0
	2017	n/a	n/a	1.6	1.6	1.1	1.5	1.4	1.6	1.2	2.1
	2018	1.0	1.1	1.8	1.4	0.8	0.8	1.8	1.4	1.3	2.2
	2019F	1.1	1.0	2.1	1.3	n/a	n/a	1.7	1.5	n/a	2.2
EPS성장률	2016	n/a	n/a	(15.5)	n/a	78.0	55.3	15.3	5.5	(0.2)	38.0
	2017	n/a	n/a	36.9	99.4	37.8	60.5	9.7	4.3	6.3	35.4
	2018	n/a	n/a	10.9	(3.8)	0.0	-18.5	2.7	9.3	26.1	(6.6)
	2019F	흑전	140.3	24.7	(44.5)	-21.6	-15.4	6.2	4.6	8.0	(29.0)
ROE	2016	n/a	n/a	10.0	14.0	22.6	22.6	4.7	4.7	42.2	8.2
	2017	n/a	n/a	10.7	23.1	25.7	27.1	5.2	4.7	49.1	10.8
	2018	(1.0)	1.9	11.2	17.3	21.8	18.5	5.3	5.1	70.6	8.7
	2019F	4.4	5.1	13.9	9.5	14.7	13.6	5.6	5.4	67.8	5.9

주: 7월 10일 종가 기준, 일본기업은 3월 결산, 지배주주 순이익 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

4. 리츠는 주주가치에 집중할 수 밖에 없다

타 상장주식 대비 리츠는 주주가치 제고에 더 집중할 수 밖에 없다. 한국의 경우 대주주(앵커)의 최대 지분율을 50%로 제한해 다소 여유가 있지만, 미국 등 해외 주요국은 5인 이하의 개인이 50% 이상 지분 보유를 금지하고 있기 때문이다. 실제 일본의 대형 리츠 대부분 앵커 지분율은 10% 이하다. 일본식 위탁관리리츠와 가장 유사한 신한알파리츠의 경우도 계열사인 신한리츠운용(리츠AMC)의 지분율은 10%에 불과하다.

최근 일본 리츠섹터에 처음으로 적대적 M&A 시도가 있었다. 일본의 '스타아시아리츠'는 '사쿠라 소고리츠'의 AMC를 '스타아시아'로 교체하고 경영진도 교체할 것을 요구하고 있다. 이와 유사한 사례는 2018년 하반기 한국의 맥쿼리인프라에서도 있었다. 당시 '플랫폼 파트너스' 펀드가 맥쿼리인프라의 AMC 교체와 보수산정 체계 변경을 요구한 바 있다. 결국 올 초 맥쿼리인프라는 보수산정 체계를 변경했고 이 과정에서 주가는 크게 상승했으며 향후 배당 상승여력도 높아졌다.

통상 적대적 M&A는 P/NAV가 1배 이하인 저평가일 때 발생한다. 밸류에이션이 비싸면 적대적 M&A의 효용성은 떨어지기 때문이다. 따라서 리츠의 앵커는 주주가치 제고를 위해 끊임없이 노력할 수 밖에 없다. 각국 정부와 자본시장이 점차 중요시하는 지배구조 개선과 주주 권리 증진의 사회적 분위기 속에서 이 같은 움직임은 더욱 활발해질 것이다.

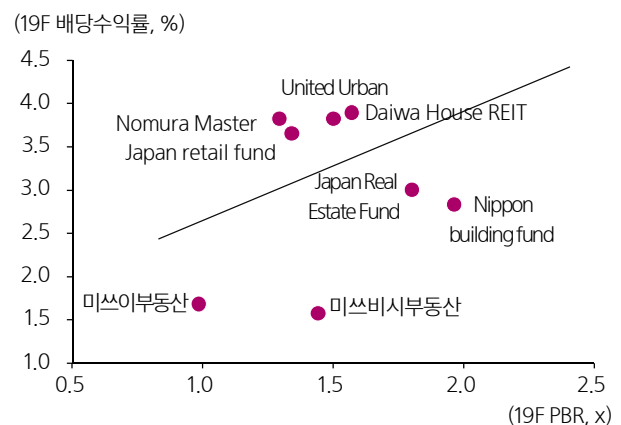
J-REIT는 2013년부터 글로벌 리츠시장에서 미국 다음으로 가장 많이 outperform한 리츠다. 여기에는 리츠의 주주가치 제고 정책 영향이 컸다. 2017년부터 리츠의 자사주 매입과 배당 상향, NAV 증대 등의 노력이 강화됐고 이는 주가 상승으로 귀결됐다. 현재 일본 주요 리츠의 평균 PBR은 1.4배로, 주요 디벨로퍼 대비 30% 이상 할증을 받고 있다. 이 밸류에이션 격차는 좁혀지지 않고 있으며 주요 이유는 배당에 있다. 디벨로퍼들의 배당 성향은 20%인 반면 리츠는 배당가능이익의 90%를 배당하므로 100%를 초과한다.

그림 8. 사쿠라소고리츠 PBR밴드



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 9. 일본 디벨로퍼와 리츠의 PBR과 배당수익률 비교(2019F)



자료: Bloomberg, 삼성증권

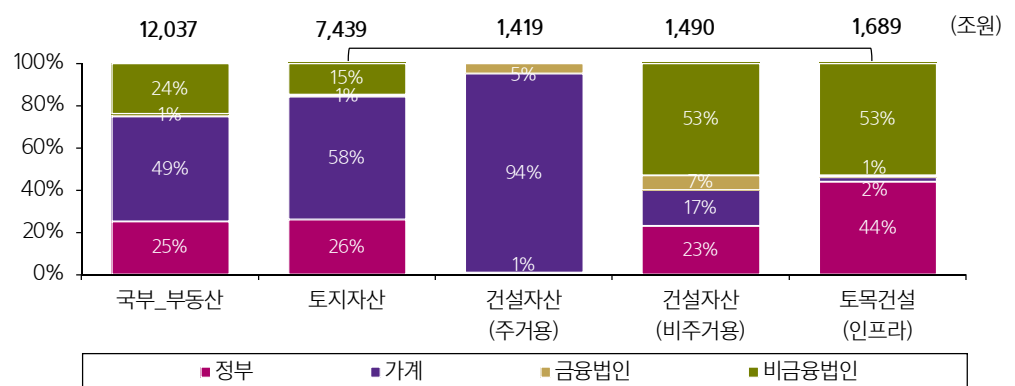
II. 기업들의 리츠 설립 러쉬

1. 유동화 가능한 국내 부동산 규모는 894조원

최근 대기업과 그룹들이 리츠 설립에 나서기 시작하며 공급자가 초기 리츠 시장의 성장을 주도하고 있다. 올 상반기 롯데지주가 롯데AMC를 설립하고 롯데리츠의 영업인가를 받은 데 이어, 그 외 다수 기업들도 리츠 설립을 고려하는 것으로 파악된다. 그렇다면 리츠의 기초자산이 될 수 있는 파이프라인은 어느 정도일까?

2018년 말 한국은행에 따르면 국내 부동산 규모는 1.2경원이며 이 중 일반 기업(금융법인 제외)이 보유한 부동산(토지와 건물)은 2,800조원으로 23%를 차지한다. 그 중에서도 인프라나 주거용 자산을 제외한 순수 상업용 부동산 규모는 894조원에 달한다. 향후 이들 중 일부의 유동화가 활발히 진행될 것이고, 리츠는 이를 담는 투자기구로 고려될 것이다.

그림 10. 경제 주체별 부동산 관련 자산의 보유 현황



자료: 한국은행(2018년 말 기준), 삼성증권

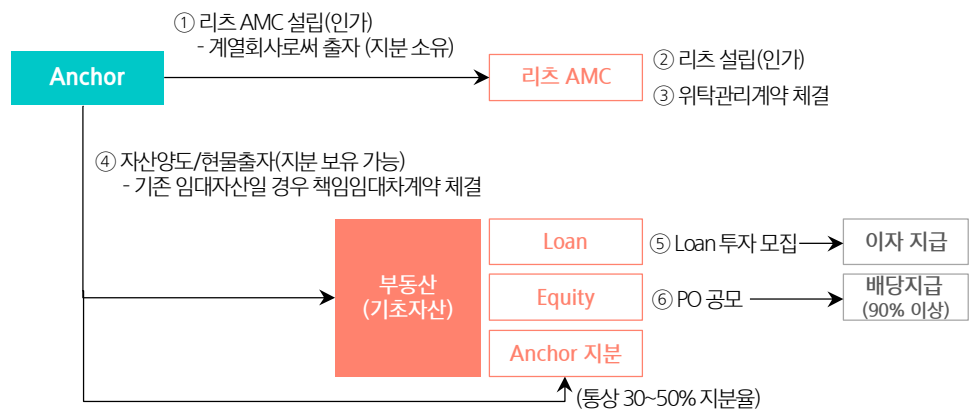
한국의 리츠는 CR(기업구조조정)리츠로 시작돼, 최근 집중적으로 설립되거나 설립을 준비하는 리츠 유형은 위탁관리리츠다. 일본의 J-REIT는 AMC가 리츠를 위탁 관리/운용하도록 법으로 규정한다. 앵커라 불리는 리츠의 대주주가 계열 AMC에게 리츠의 설립과 운용을 위탁하는 구조다. 앵커는 리츠에 자산을 현물출자하거나 직접 자본을 출자함으로써 리츠를 종속 계열사로 편입하게 된다. 이때 리츠AMC는 자산관리 수수료와 매입/매각보수를 수취한다. 예를 들어 신한리츠운용은 신한알파리츠로부터 연간 자산관리 수수료로 총 자산 AUM의 40bp, 매입보수는 취득가의 60bp, 매각보수는 매각가의 100bp를 수취한다.

기업들이 위탁관리리츠를 설립할 때 장점은 다음과 같다.

- 그룹 부동산의 통합 관리: 리츠를 활용해 흩어져 있는 부동산을 체계적이고 전문적으로 관리할 수 있다. 자(子)리츠 형태를 통해 리테일, 오피스, 물류 등 자산 유형별로 관리 효율성도 높일 수 있다.

- 본업의 효율적 확장: 전국적 영업망이 필요한 기업에게 리츠는 업태 확장에 가장 효율적인 vehicle이다. 자산 보유자(앵커)가 30% 이상 리츠 지분을 보유한 경우, 여전히 부동산의 통제력을 유지할 수 있기 때문이다. 또한 자산 양도자에게는 우선매수 선택권(ROFO, Right of First Offer)을 부여하는 경우가 많아 앵커는 리츠 운영자산의 만기 시 자산 재매입도 가능하다.
- 재무비율 개선과 자금 조달: 기업들은 비핵심 부동산을 계열리츠에 매각하거나 개발함으로써 본업에 집중하고 대규모 자금을 조달할 수 있다. 자산 급(急)매각이 아닌, 리츠에 자산을 일단 매각(유보)함으로써 시장 상황에 능동적으로 대응할 수 있다. 특히 재무비율이 약한 기업에 대해 투자자들의 B/S 정상화 요구가 거세지고 있는데, 부동산을 리츠에 양도할 경우 자산 양도자의 별도 재무제표 상 재무비율이 개선되고 현금이 유입되는 효과가 있다.

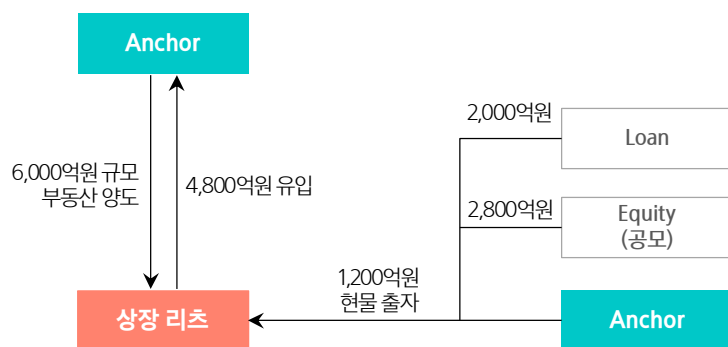
그림 11. 위탁관리리츠 구조



자료: 삼성증권

시가 6천억원의 부동산을 리츠로 유동화할 경우를 가정해 보자. 부채와 자본 비율을 1:2로 설계할 경우, 앵커는 부동산을 현물출자함으로써 리츠 자본의 30%(1,200억원)를 보유하게 되고 4,800억원의 현금을 조달하면서도 부동산의 지배력을 유지할 수 있다. 리츠의 나머지 자본 2,800억원은 자본시장에서 공모로, 차입 2천억원은 대출로 조달하게 된다. 앵커는 리츠를 계열사로 보유함으로써 별도 재무제표 기준으로는 현금이 증가하고, 부채비율이 낮아지는 효과를 누린다. 단, 손익에 임차료 비용은 발생한다.

그림 12. 리츠를 통한 자금 조달 사례



자료: 삼성증권

2. 자산 유동화의 필요성이 높은 상장기업은 약 55개

자산기준 상위 150개 상장사를 대상으로 재무구조 개선 니즈가 있고, 유휴 부동산이 많은 기업은 총 55개로 분석됐다. 이들의 장부가 기준 소유 부동산(유형자산 중 토지와 건물)은 약 50조 원, 투자부동산은 약 9조원이다. 우리는 이 중에서 리츠를 활용해 보유자산을 유동화할 수 있는 잠재 기업군, 즉 미래에 리츠 설립의 가능성이 높은 대상 기업군을 추려 보았다. 선정 기준은 투자계획 이행 및 지배구조 개편 이슈로 대규모 자금 조달이 필요한 그룹, 전국적 영업망을 보유하고 외형 확장 또는 점포 리뉴얼(통합이나 전환)을 필요로 하는 기업군 등이다.

1) 그룹의 부동산 통합관리가 필요한 기업들은 계열 리츠AMC를 통해 리츠 설립을 고려할 수 있다. 부동산을 본업과 분리하고 본업에 투자자금 확보가 필요한 기업이다. 자산기준 상위 150개 기업 중 총 자산 중 보유 부동산의 비중은 높지만 본업 효율성이 높지 않아 ROA가 낮아 부동산 유동화 필요성이 높은 기업군은 [그림 13]과 같이 나타나며 주로 산업 구조적 변화에 직면한 유통기업들, 현대차, GS, 한화, SK, 대림산업 그룹 등이 꼽힌다.

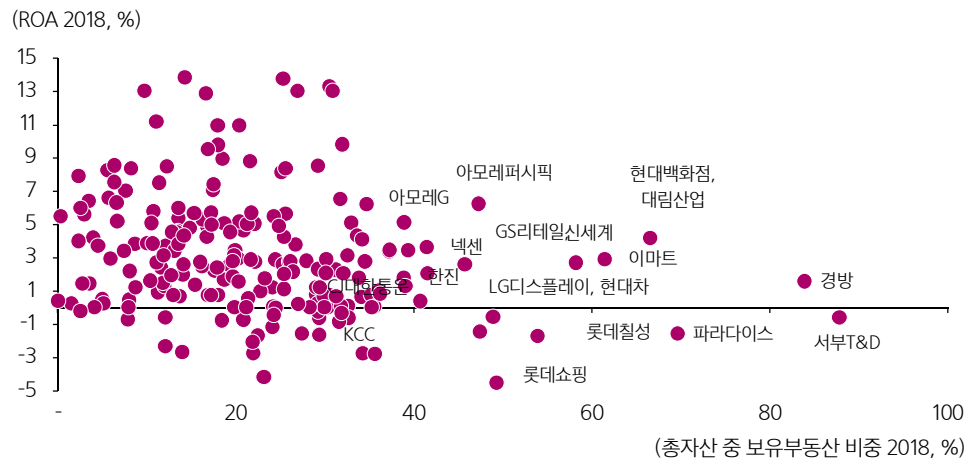
2) 업계 패러다임 전환에 따른 대응과 자산 효율화가 필요한 그룹이다.

- ① 리테일/물류: 리테일 기업들은 점포를 리츠 자산으로 편입해 유동화함으로써 점포 리뉴얼과 온/오프라인 복합매장 육성, 도심권 물류센터 투자 등으로 전통적인 리테일 시장 침체와 e-commerce의 위협에 대비할 수 있다. 신세계, 롯데쇼핑, 현대백화점, GS리테일, 한화갤러리아타임월드 등이며 물류 기업은 한진, CJ, 현대글로벌비스, 대한항공 등이 있다.
- ② 호텔/리조트: 호텔/리조트 리츠 상장을 통해 조달한 자금으로 보유 부동산의 지배력을 유지하면서 시설 투자와 외형 확장이 가능하다. 호텔신라, 한화호텔앤드리조트 등이다.
- ③ 통신/담배: 과거 전국의 주요 거점에 설치됐던 전화국, 터미널, 전매청 부지 등을 용도 전환해 개발함으로써 부동산의 출구전략으로 활용할 수 있다. KT, KT&G, 서부T&D 등이 있다.

상기 기업들은 보유 부동산이 크고 다양해 그룹 내 리츠AMC의 설립이 가능하고 계열 리츠AMC가 리츠를 설립/운용을 할 수 있는 기업군이다. 반면 총 자산 중 부동산 비중은 높지만 절대 규모가 크지 않아 굳이 자체적인 리츠AMC를 설립하기보다 외부 AMC에 위탁관리를 맡길 중견기업들도 많다.

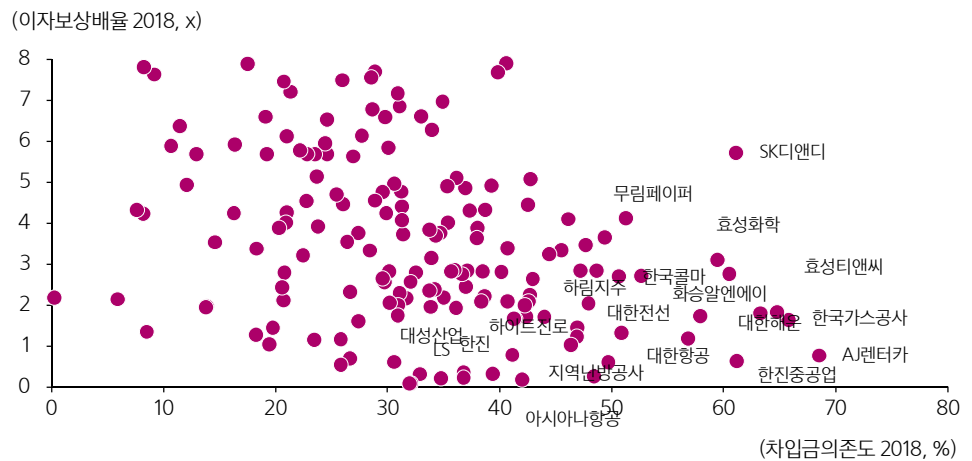
- ① 재무구조 개선 필요성이 있는 기업: 한진, LS, 효성, 금호, 하이트진로, 하림, 코오롱, 삼양홀딩스, 한라홀딩스 그룹, 아시아나 항공, E1, 대성산업, 삼천리, 금호타이어, 포스코대우, 현대엘리베이터, 성우하이텍 등
- ② 총 자산 중 보유부동산 비중이 높고 ROA가 낮은 기업: 경방, 서부T&D, GS리테일, 한진, 파라다이스 등
- ③ 업태 패러다임 전환에 따른 대응이 필요한 기업(유통/호텔/리조트): 지역 기반 유통업체인 세이브존I&C, 그랜드백화점, 엔에스쇼핑, SK네트웍스(위커힐), 파라다이스, 금호리조트, 용평리조트, 아난티 등

그림 13. ROA가 낮고 총 자산 중 보유부동산 비중이 높은 기업 사례



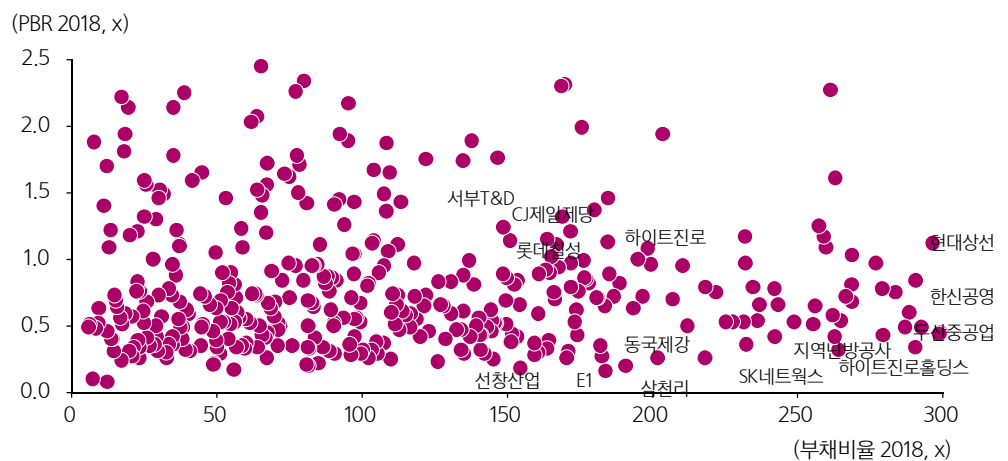
자료: FnGuide, 삼성증권

그림 14. 이자보상배율이 낮고 차입금 의존도가 높은 기업 사례



자료: FnGuide, 삼성증권

그림 15. 부채비율이 높고 PBR이 낮은 기업 사례



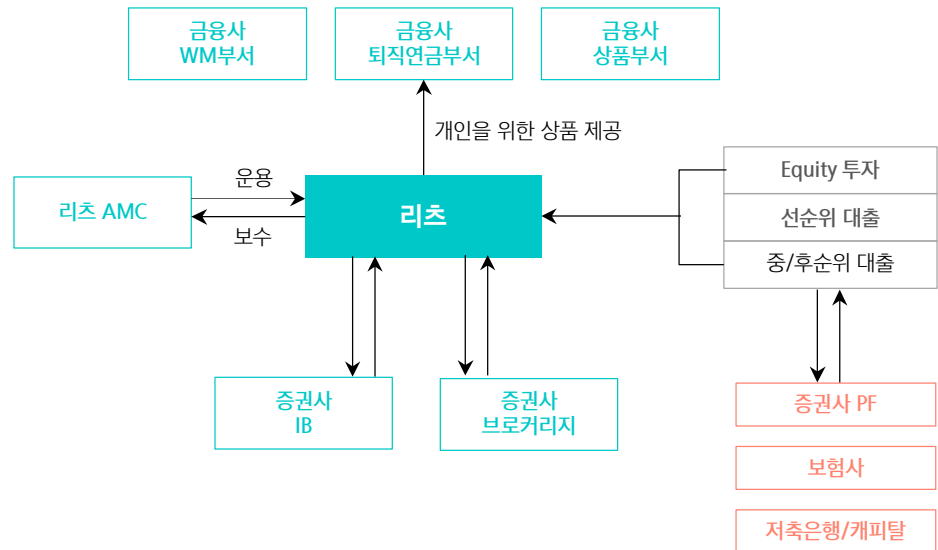
자료: FnGuide, 삼성증권

3. 리츠AMC는 그룹 비즈니스의 구심점

최근 그룹 내 리츠AMC를 직접 설립하는 사례가 늘고 있다. 그룹 부동산의 통합 관리 목적 외에도 리츠AMC는 부동산 비즈니스 진출을 고려하는 기업들에게 비즈니스 기반으로 활용되기 때문이다.

신한금융지주가 2017년 설립한 '신한리츠운용'은 리츠AMC를 기반으로 그룹 시너지를 창출한 대표적 사례다. 신한리츠운용은 2018년 신한알파리츠의 설립과 상장을 성공적으로 마쳤다. 상장 전, 신한알파리츠의 기초자산인 판교 '크래프톤 타워'의 매입 과정에서 신한지주의 계열사들은 중/후순위 대출에 참여해 비즈니스 기회를 만들었다. 또한 신한알파리츠 상장 당시 청약 대상을 100% 개인으로 설정하고 신한금융투자증권으로 청약 창구를 단일화한 결과, 4:1의 높은 청약률을 이끌어 냈다. 정확히 집계되지는 않지만 신한알파리츠 청약을 위해 신규로 가입한 고객수가 크게 늘었던 것으로 추정된다.

그림 16. 리츠AMC를 통해 다양한 금융사의 비즈니스 기회 창출 가능

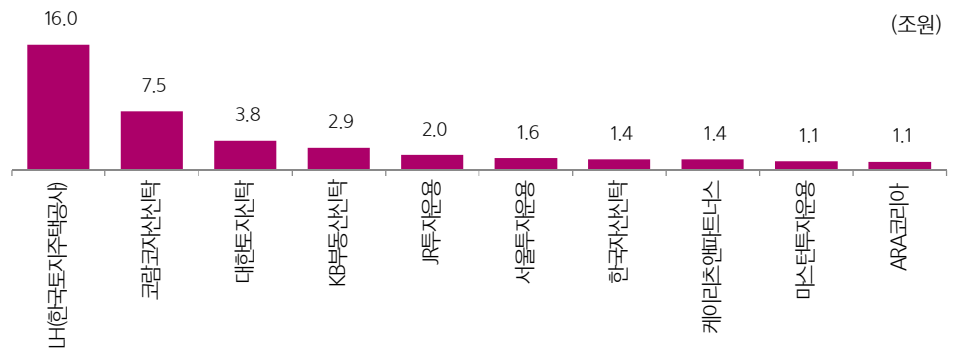


자료: 삼성증권

이후 2019년 1월 이뤄진 유상증자로 신한금융투자는 또다시 ECM 수익을 거둘 수 있었다. 향후에도 신한금융그룹은 신한리츠운용을 통해 개인 고객을 위한 다양한 리츠상품을 마련할 것이다. 이는 퇴직연금이나 상품, WM 등 다양한 계열사 유관부서의 시너지 창출을 유발할 수 있다. 최근 금융지주들이 리츠AMC를 설립하는 배경에는 비대한 비핵심자산의 활용/본업과의 분리 목적 외에도, 이 목적이 가장 크다.

현재 국내 리츠AMC는 총 34개다. AUM은 LH(한국토지주택공사)가 가장 크지만 정책사업을 위한 한시형 투자기구로 리츠를 활용하기 때문에 진정한 의미의 리츠라고 볼 수 없다. 2위는 코람코자산신탁으로 현재 30개의 리츠를 운영하고 있으며 수탁규모만 7.6조원에 이른다. 코람코자산신탁은 당초 리츠AMC로 설립돼 추후 신탁업 겸업인가를 받았고 38개의 리츠를 설립해 본 국내 최대의 track record를 보유하고 있다.

그림 17. 상위 리츠AMC와 AUM



주: 2019년 1분기 말 기준

자료: 리츠협회

리츠AMC 설립을 위해 국토부 인가와 설립 등기가 필요하며 약 6개월이 소요된다. AMC 설립의 필요 자본금은 70억원이지만 대체로 100억원을 납입하는 추세다. 신탁사나 자산운용사가 리츠 AMC 겸업 신청 시 추가 자본금 납입은 필요하지 않다. 예비인가 심사에 약 2개월, 설립인가 심사에 현장실사를 포함해 약 1.5개월이 소요된다.

이어 리츠AMC가 리츠를 설립할 때 약 4개월, 리츠에 부동산 현물 출자 시 약 3개월이 소요된다. 리츠 자산 선정은 리츠 설립시점부터 준비해야 하며 이때 자산선정을 위한 탁상 감정, 자금수지 추정, 배당수익률의 구조 등의 검토가 이뤄진다. 마지막으로 IPO 과정인데 최근 위탁관리리츠의 상장 예비심사가 폐지되며 준비기간이 약 1개월 단축돼 2개월 내 상장이 가능하다. 상장 이후 추가 자산 양수도 계약을 통해 리츠가 완성된다.

그림 18. 리츠AMC 설립 순서

1 AMC 설립 (5.5개월 소요)	1) 예비인가/설립인가 준비 2) 예비인가 신청 3) 주금납입/이사회&발기인 총회 4) 설립 인가 및 설립 등기 5) 리츠 위탁계약 체결	5.5개월	- 예비인가 심사에 2개월 소요 - 설립인가 심사에 1.5개월 소요 (현장실사 포함) - 리츠AMC, 회계법인, 법무법인 협조 필요
2 리츠설립 (3.5개월 소요)	1) 설립준비/설립주체의 이사회 2) AMC/자산보관/일반사무 위탁계약 3) 발기설립(3억원 납입) 4) 영업인가	1.5개월 2개월	- 리츠 설립주체가 리츠 계열법인 신고(공정위) - 발기설립에 정관작성/주식의 인수와 납입/인원/대표이사 선임/설립등기 등의 절차 필요 - 영업인가 신청에서 인가 결정까지 2개월 소요
3 현물출자 (2.5개월 소요)	1) 기초자산 선정 2) 감정평가 3) 현물출자 감정평가법인 선정/현물출자 4) 리츠 주총 및 이사회 협의 5) 기업결합신고	1개월 1.5개월	- 리츠 자산선정은 리츠설립 시점부터 준비 사항 - 자산선정을 위한 탁상감정/자금수지 추정/배당수익률 구조 검토 필요 - 현물출자의 검사(상법 제 422조)에 1개월 소요
4 IPO (3개월 소요)	1) 상장관련 사전 준비 2) 수요예측 공고 및 실시 3) 공모가격 최종결정 및 투자설명서 제출 4) 청약 및 주금 납입 5) 신규상장 신청 및 심사/승인통보 공시	1개월	상장 이후 자산양수도 계약을 통해 리츠 완성

자료: 국토교통부, 삼성증권

국내 리츠 유형은 세가지다. 임직원을 상근으로 두고 자산의 투자와 운용을 직접 수행하는 회사형 자기관리 리츠, 외부 AMC에 부동산 관리를 위탁하는 기업구조조정(CR)리츠와 위탁관리 리츠다. 주로 개발사업에 활용되는 자기관리 리츠의 최소 자본금은 70억원으로 위탁관리와 CR리츠의 50억원 대비 많다.

국내 리츠는 인당 50% 이내의 주식만 소유해야 하는 주식 분산의무가 있고, 주식 총수의 30% 이상을 공모해야 하나 CR리츠는 제한이 없다. 위탁관리와 CR리츠는 배당가능이익의 90% 이상을, 자기관리리츠는 50% 이상을 배당해야 하는데 개발사업에 자금 소요가 많은 자기관리 리츠의 특성이 고려된 것이다. 향후 국내 리츠는 대기업 계열 AMC를 통한 위탁관리 리츠 위주의 성장이 예상된다.

표 4. 리츠 유형별 정리

구분	자기관리	위탁관리	기업구조조정(CR)
설립자본금	5억원	3억원	3억원
최소자본금	70억원	50억원	50억원
주식분산	1인당 50% 이내	1인당 50% 이내	제한 없음
주식공모	주식총수의 30% 이상	주식총수의 30% 이상	의무사항 아님
상장	요건 충족 즉시	요건 충족 즉시	요건 충족 즉시
배당	50% 이상 의무배당	90% 이상 의무배당	90% 이상 의무배당
존속기간	선택적	선택적	일시적

자료: 국토교통부, 삼성증권

최근 기업들의 리츠AMC 설립 사례를 크게 다섯 가지 산업군으로 정리했다.

표 5. 산업별 리츠AMC 설립 현황

업종	사례	목적
금융지주/자산운용사	- 신한지주, '신한리츠운용'(AMC) 설립, 2018년 '신한알파리츠' 상장 - NH금융지주, 'NH농협리츠운용' 설립, 2019년 10월 상장리츠 출시 준비 - 미래에셋운용과 이지스자산운용, 2018년 리츠AMC 설립 - KDB자산운용, 리츠 겸업인가 준비	- 부동산금융 비즈니스 기회 창출 - 금융상품 마련으로 개인고객 확보
리테일 기업	- 롯데지주, '롯데AMC' 설립, 2019년 10월 '롯데리츠' 상장 준비 - 상장리츠인 이리츠코크렙, 이랜드리테일 점포를 기초자산으로 코람코자산신탁에 리츠 위탁운용	- 신사업 투자재원 확보
제조/서비스/물류기업	- KT, 'KT AMC'를 설립하고 부동산 유동화	- 비대한 부동산을 유동화, 개발
신탁사	- 코람코자산신탁, 활발한 리츠 비즈니스 영위 - 한국토지신탁/한국자산신탁 등은 개발형 리츠로 이용	- 정책사업 개발 용도
건설사	- HDC현대산업, 대림산업 AMC 설립	- 정책사업 혹은 미분양 떠나는 용도로 활용해 옴

자료: 삼성증권

1) 금융지주/자산운용사: 금융권은 리츠AMC를 통해 부동산금융 비즈니스 기회를 창출하고, 금융상품 마련을 통해 개인고객을 확보하려는 목적이 크다.

2) 리테일: 유통기업들은 다수의 점포를 직접 보유하기보다 유동화함으로써 신사업의 투자재원을 확보하려 한다. 외부 AMC에 점포의 위탁 관리를 맡기거나 그룹 내 AMC를 통해 계열 자산을 통합 관리하고자 한다.

3) 제조/서비스/물류: 부동산이 많은 제조/서비스 기업들은 시대변화에 맞춰 비핵심 자산을 유동화하거나 개발한다.

4) 신탁사: 신탁사는 리츠AMC 겸업이 가능하다. 차입형신탁이 loan business라면, 리츠AMC는 equity 비즈니스라 성격은 상이하나 기업 수익원의 다변화나 보완작용을 노릴 수 있다. 그간 신탁사들은 민간임대 주택사업 등 정부 정책사업의 vehicle로 리츠를 활용할 뿐, 코람코자산신탁만이 활발한 리츠 비즈니스를 영위해 왔다. 그러나 최근 주택경기 침체로 차입형신탁 시장이 둔화되며 신탁사들은 점차 리츠 비즈니스 확대 등 사업 다각화에 나서고 있다.

5) 건설사: 그간 건설사는 정책사업 혹은 미분양을 떠안는 용도로만 리츠를 활용해 왔다. 그러나 최근 HDC현대산업이 출시한 임대주택 리츠인 '일산 2차 아이파크'를 주목할 만하다. 어린 자녀를 두 세대를 위해 맞춤형 설계를 하고 단지 내에 보육 특화공간을 마련했다. 보통 유아가 어느 정도 성장하면 주거지를 옮기는 이동성 많은 세대를 겨냥한 것이다. 일본도 주택리츠의 타겟은 대부분 이동성이 강한 20~30대 싱글 직장인이라 평균 임차년도는 4년이다. 임대주택 리츠는 다양한 니즈의 주거 유형을 충족시킬 수 있어 인구 변화와 함께 크게 확대될 상품이다. [표 6]과 같이 리츠 선진국일수록 리츠의 종류가 많아지고 다변화되는 특성을 보인다. 현대산업의 민간 임대주택도 국내 리츠 다변화의 가능성을 시사하는 사례다.

표 6. 글로벌 리츠 섹터별 AUM (단위: 십억달러)

	미국		캐나다		호주		일본		싱가포르		한국	
섹터	AUM	비중	AUM	비중	AUM	비중	AUM	비중	AUM	비중	AUM	비중
오피스	107	8.2%	1	16.4%	22	15.7%	38	27.3%	6	7.7%	11	7.3%
산업용	10	7.6%	2	2.7%	34	23.5%	-	-	14	19.0%	-	-
리테일	192	14.7%	10	146	50	34.9%	12	8.6	10	13.6%	4	9.6%
주거용	181	13.8%	15	22.0%	4	2.8%	11	8.1%	2	2.7%	4	58.3%
호텔/리조트	2	4.7%	2	2.9%	-	-	6	4.6%	4	4.7%	1	.2%
헬스케어	120	9.2%	1	1.1%	-	-	1	0.4%	1	1.9%	-	-
물류	68	5.2%	-	-	-	-	15	11.1%		7.2%	1	1.7%
Timber	28	2.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
인프라	168	12.9%	-	-	-	-	6	4.1%	-	-	-	-
데이터센터	77	5.9	-	-	-	-	-	-	2	2.2%	-	-
Diversified	61	4.6	27	40.3%	23	16.0%	49	35.8%	30	41.0%	1	1.9%
Specialty	53	4.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mortgage	81	6.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	11	0.8%	-	-	10	7.1%	-	-	-	-	-	-
합계	1,307	100.0%	66	100.0%	143	100.0%	138	100.0%	74	100.0%	42	100.0%

자료: NAREIT

III. 사모펀드, 상장리츠로 전환을 예고

1. 상장리츠의 시대 도래

그간 국내 리츠는 고성장에 왔지만 사모리츠, 혹은 임대주택 정책사업을 위해 vehicle만 리츠 유형을 차용한 것이 대부분이었다. 사실 영속형/다물리츠의 속성을 지닌 진정한 의미의 리츠는 이제야 도입 초기다. 특히 상장리츠가 급속히 늘어나며 기관의 전유물이기만 했던 부동산 간접투자상품의 진입장벽이 허물어지고 있다.

2018년은 상장리츠의 가능성을 증명한 해였다. 이리츠코크렙과 신한알파리츠가 상장하며 국내 리츠의 시가총액은 8천억원에 도달했다. 신한알파리츠는 상장 당시 4:1의 우수한 청약 경쟁률을 이끌어 냈을 뿐 아니라 올해 초 첫번째 유상증자도 성공적으로 완료하며 잠재력을 재확인했다. 이어 올 4분기 상장될 롯데리츠는 국내 최대 규모로 상장리츠 시대의 물꼬를 틀 것이다.

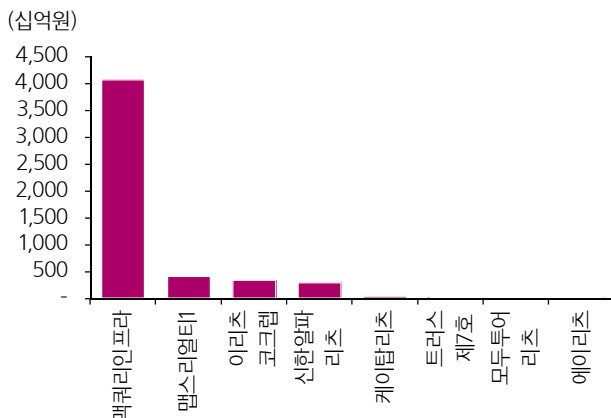
표 7. 국내 상장리츠(예정) 현황 (십억원)

상장일	리츠	시가총액	최대주주/지분율
201-07-14	에이리츠	23	한발건설/5%
2012-01-31	케이탑리츠	41	다이와하우스공업주식회사/7%
2016-09-22	모두투어리츠	27	모두투어네트웍스/42%
2018-06-27	이리츠코크렙	398	이랜드리테일/7%
2018-0-08	신한알파리츠	333	유진드림스퀘어전문투자형사모투자신탁34호/9%
2019년 예정	롯데리츠	na	롯데쇼핑
2019년 예정	NH리츠	na	na

주: 2019년 7월 10일 기준

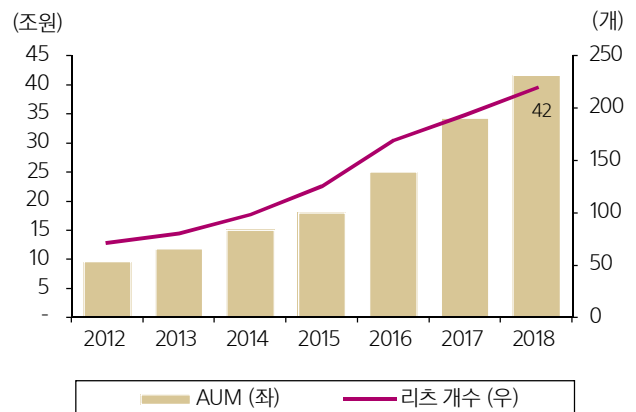
자료: 금융감독원 전자공시시스템(DART), 삼성증권

그림 19. 상장리츠/펀드의 시가총액 비교



자료: FnGuide, 삼성증권

그림 20. 국내 사모/공모리츠의 AUM



자료: 리츠협회, 삼성증권

리츠의 공급자인 기업과 수요자인 개인의 니즈가 상호 부합하며, 상장리츠가 본격적으로 늘어나고 있다. 마침 기업들은 부동산 가격이 크게 오르며 직접 보유에 대한 부담과 유동화의 욕구가 커지는 시기다. 상장리츠는 기관뿐 아니라 개인에게 투자 기회를 부여하므로 수요자의 폭이 매우 넓어 사모 대비 조달비용을 감소시킬 수 있다. 수요자 측면에서 소액으로 투자가 가능하고 언제든 매입/매도가 가능한 상장리츠는 각광받는 상품이다.

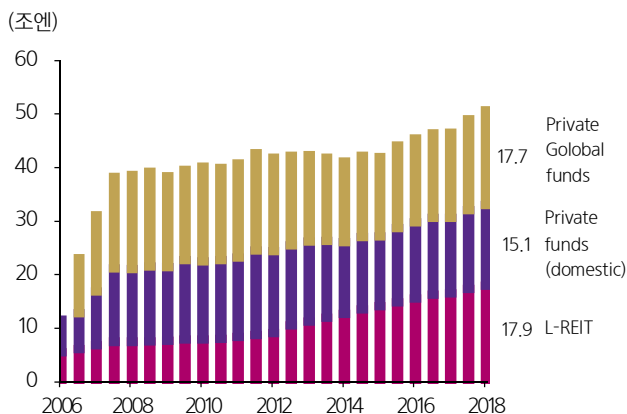
2. 사모리츠/펀드의 재산세 분리과세 혜택 축소가 가져올 변화

단중기적으로 국내 부동산 간접투자시장에 가장 큰 변화를 유발할 정책은 지난 4월 입법 예고된 사모리츠/펀드에 재산세 분리과세 혜택 축소다. 사모펀드나 리츠가 보유한 토지에 대해 적용되던 분리과세 혜택을 없애기로 한 것이다.

이번 개정안에 해당되는 재산세 분리과세 제외 대상은 사모리츠/펀드가 소유한 토지, 농협 하나로마트 등 일부 대형 지점 부지, 인천공항공사 소유로 국제업무지구/공항신도시 등으로 고시된 토지 등이다. 이들 토지는 그간 정책 지원과 보호가 필요한 분리과세 대상으로 분류돼, 재산세를 납부할 때 종합/별도합산 과세 대상 토지보다 낮은 세율을 적용 받아 왔다. 그러나 법이 개정되면 이들 토지는 합산과세 대상으로 환원돼 기존에는 공시지가의 0.2% 수준이던 재산세율이 과세표준 구간에 따라 최고 0.4%로 높아진다. 게다가 이전에는 면제였던 종합부동산세도 부과된다.

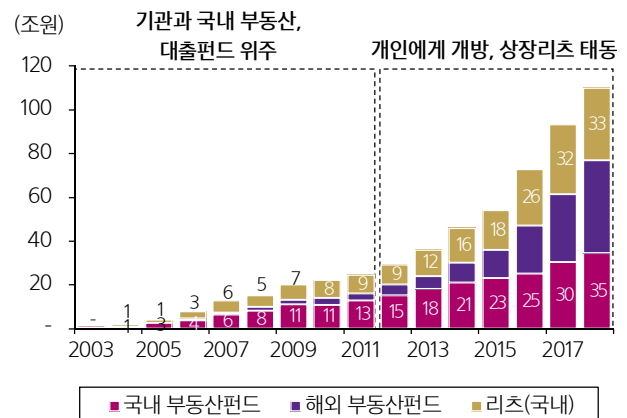
반면 상장리츠는 여전히 분리과세가 적용돼, 사모펀드/리츠 대비 경쟁력이 높아지게 된다. 일본의 경우 자국 내 부동산에 투자하는 J-REIT와 사모펀드의 비중은 비슷하다. 현재 AUM 68조원의 국내 부동산을 기초자산으로 한 펀드와 리츠(대부분 사모리츠)는 결국 공모리츠로 전환될 가능성이 매우 높다. 이들 중 절반이 공모리츠로 전환되고 LTV 50%, P/NAV를 1배로 가정할 경우 추가적인 투자기금 설립을 가정하지 않더라도 한국 상장리츠의 시가총액은 34조원에 육박하게 된다. 이는 KOSPI 시가총액의 2.6%에 해당하는 수치다.

그림 21. 일본 부동산 투자기구의 AUM 비교



자료: Japan-REIT, 삼성증권

그림 22. 국내 부동산펀드/리츠 AUM 추이



자료: 금융투자협회, 리츠협회, 삼성증권

현재 적용세율은 다음과 같다. 1) 별도합산과세: 분리과세는 과세표준의 0.2%를 부과하나, 별도합산과세 시 과세표준 2억원미만까지 0.2%, 2억원~10억원 미만까지 0.3%, 10억원 이상 0.4%가 부과된다. 2) 종부세: 종합부동산세 과세대상에 별도합산과세 대상 토지가 포함된다. 누진세율 구간은 200억원 미만까지 0.5%, 200~400억원은 0.6%, 400억원 이상은 0.7%다. 주요 연기금이 운용하는 사모펀드 당 평균 AUM 규모는 1천억원이 넘는다. AUM 중 건물과 토지비중을 1:1로 가정하면 토지 가격은 500억원이 넘기에 추가 부담하는 합산과세율(0.2%p) 및 종부세율(0.7%p)의 합은 0.9%p에 이르게 된다.

사모펀드 1천억원의 추가 세금 부담액은 4.5억원($500\text{억원} \times 0.9\%$)으로 펀드의 기대수익률을 보수적으로 6%라고 가정 시 수익은 60억원에서 4.5억원 감소한 55.5억원으로 하락한다. 즉, 사모펀드의 분리과세 혜택 제외 시 재산세율 증가 및 종부세 추가 과세로 예상되는 최대 세율 증가폭은 0.9%p로 추정되며, 수익률은 6%에서 5.6%로 기존 대비 0.45%p 하락하는 셈이다. 이는 투자자의 의사결정에 큰 영향을 미칠 수 있는 수준이다.

표 8. 분리과세와 별도합산과세 적용 시 세율

분리과세 적용 시	별도합산과세 적용 시
<재산세>	<재산세>
과표 * 0.2% (단일세율)	과표 * 0.2%~ (10억원 초과 시) 0.4%
	<종합 부동산세>
	과표 * 0.5%~ (40억원 초과 시) 0.7%

자료: 국토교통부

이를 놓고 기대와 불안이 공존한다. 지난 7월 3일 발표된 '하반기 경제정책 방향'에서 정부는 사모펀드/리츠에 재산세 분리과세 혜택 축소 방침을 유지할 것임을 분명히 밝혔다. 부동산 운용사들이 세제 영향이 없는 해외 부동산펀드에 집중할 가능성이 높다는 점은 우려되는 부분이다. 그러나 해외 부동산 시장 역시 매입 경쟁이 과열되고 있고, 기존 펀드의 수익률 보존을 위해 점진적으로 국내 부동산펀드의 공모 전환 가능성이 높다고 판단된다.

3. 기업이 사모가 아닌, 공모리츠를 고려하는 이유

최근 기업들이 유동화의 방식으로 공모 상장리츠를 고려하기 시작하며 금융시장에 거대한 변화가 예상된다. 공모리츠가 그간 유동화로 주로 사용되던 세일즈앤리스백 딜이나 사모리츠/펀드 대비 선호되기 시작한 이유는 다음과 같다.

1) 자금 조달비용이 낮은 방식이다. 그간 세일즈앤리스백 중 운용리스 방식은 부동산을 매각하고 다시 임차하는 방식이었다. 매각대금이 기업에 유입되고 임대료만 나갈 뿐, 재무제표에 큰 영향이 없다는 장점이 컸다. 그러나 2019년 1월부터 적용된 IFRS 16 하에서는 운용리스/금융리스 구분이 사라지고 모든 리스 비용에 대해 자산과 부채를 인식해야 해, 그간 운용리스가 누렸던 회계상 이점조차 사라진다.

또한 사모방식은 가격 결정권을 가진 소수 투자자가 참여하므로 자산 양도자는 가격면에서 불리한 경우가 많다. 실제 과도한 임대료 보장조건(배당수익률)으로 오히려 자산 보유자의 손익이 악화되는 사례도 많았다. 게다가 사모리츠/펀드는 정해진 투자기간이 종료되면 만기마다 펀드 설정비용을 다시 지불해야 하는 불필요한 거래비용도 발생한다. 상장리츠의 최대 장점은 영속형이라는 점이다. 자산의 추가 편입이 가능하고 만기가 없어, 거래비용을 줄임으로써 투자자들의 목표수익률을 높일 수 있다.

2) 대주주가 30% 이상 리츠 지분을 보유 시, 리츠의 지배력을 유지함으로써 연결기준으로 임대료 비용이 상계처리 된다. 또한 대주주는 지분율만큼의 임대료를 다시 배당으로 회수할 수 있다.

공모나 사모리츠/펀드 모두 자산유동화라는 점에서 형태는 유사하지만 궁극적인 목표나 회사가 접근하는 방식은 다르다. 사모는 주로 대주주의 출구전략 혹은 자산 매각을 목적으로 한다면 공모리츠는 앵커가 사회적 책임을 지고 본업의 성장을 위해 노력하겠다는 의지가 강하다. 앵커는 공모리츠로 유입된 현금을 본업에 다시 투자함으로써 본업의 체력 개선이 궁극적 목표다. 예를 들어 유통기업이 공모리츠를 설립한다면 앵커로써 리츠 자산인 점포 운용에 관여할 수 있는 반면, 일반적인 부동산펀드는 운용에 관여를 하지 못한다.

따라서 앵커나 투자자에게 손실이 되는 자산이라면 차라리 구조조정하거나 매각하는 것이 낫지, 굳이 리츠에 자산으로 편입하지 않는다. 단순히 자산 유동화보다 점포의 전략이 더 중요한 리테일 기업들에게는 공모리츠가 선호되는 유동화 방식이 될 것이다. 결론적으로 공모리츠는 투자자와 앵커간 동반성장의 vehicle이며, 정부가 상장리츠를 정책적으로 지원해야 할 명분이 될 것이다.

4. 추가로 필요한 규제 완화

정부가 리츠 활성화에 나선 주된 이유는 부동산 투자의 패러다임을 직접투자에서 간접투자로 전환하기 위함이다. 정부는 2015년부터 시작된 주택가격 상승이 이전 정부의 주택경기 부양책도 있지만, 과도한 유동성이 빚은 결과물로 보고 있다. 한동안 저금리가 지속될 것이 분명하기에 풍부한 유동성은 투자처를 찾아 헤맬 것으로 보인다. 이에 적절한 투자대상을 마련하는 것이 시급하며 이 수요를 투자 진입장벽이 낮은 상장리츠로 유도하고자 한다.

리츠 활성화를 위한 정부의 정책적 지원은 2016년부터 시작됐다. 초기 주목할 만한 정책은 ‘조세특례제한법’에 의해 공모리츠에 현물출자 시 양도세 과세를 이연해 주는 것이었다. 기업들이 자산 매각 시 발생하는 양도세 부담을 줄여준다는 점에서 기업들이 리츠를 자산 유동화의 vehicle로 고려하게 된 기폭제가 되었다. 2018년에는 상장리츠 활성화에 정책이 집중됐다. 국토교통부가 발표했던 ‘부동산투자회사 활성화 방안’의 주요 내용은 아래와 같다. 그러나 기존 대비 많은 변화가 있었지만 여전히 효력에 의구심은 있는 상황이다.

표 9. 2018년 말 발표한 상장리츠 활성화를 위한 정책

방안	목표	효과
비개발 위탁관리 리츠 상장예비심사 폐지	원활한 상장리츠 공급	리츠 상장기간이 1~2개월 단축됨
주택도시기금의 여유자금을 상장리츠에 투자	정부기관인 주택도시기금이 상장리츠에 일종의 앵커로 참여 개인의 리츠 투자 의욕 고취	아직 실현된 사례가 없음 관련 프로세스 정립 필요
확정급여형(DB형) 퇴직연금에 리츠투자 허용	리츠 수요처 확대	만기가 정해진 DB형 상품 특성상 정해진 만기(통상 매년 12/30~31)에 보유 자산을 모두 매각(청산)해야 함 리츠의 적은 거래량으로 매각 리스크 헷지 불가능, DC형과 IRP에도 리츠 투자 허용 필요

자료: 국토교통부, 삼성증권

그간 보여준 국내 부동산펀드의 성장 속도를 보더라도 국내 부동산 간접투자상품의 성장 가능성은 매우 높다. 그러나 투자기구 중에서도 리츠에만 차별적 제도가 많아, 유사한 간접 투자상품인 부동산펀드에 수요를 뺏기는 현상이 지속돼 왔다. 현재 국내 리츠에 추가로 필요한 규제 완화는 다음 세가지로 판단한다.

1) 공급자와 수요자 모두 세제 혜택이 필요하다. 투자자 측면에서 현재 리츠는 주식과 마찬가지로 배당세율 15.4%가 적용되고 있다. 리츠의 투자목적이 주식 가치 상승보다 배당에 있는 만큼, 한시적이나마 분리과세나 차등세율 적용이 필요하다. 혹은 리츠에 투자하는 펀드에 소득공제 도입으로 일반인의 보편적 리츠 투자로 유도할 필요가 있다.

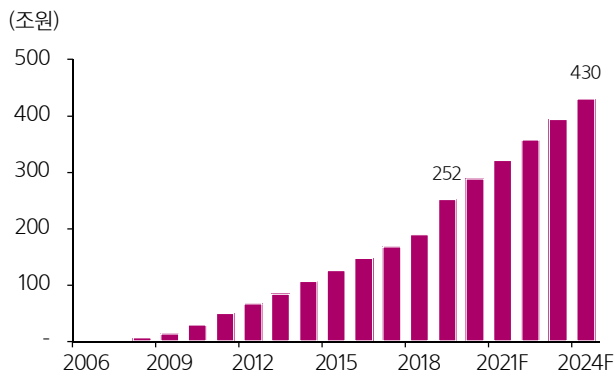
공급자 측면에서, 리츠의 자산 매각시 매각이익의 90% 이상을 배당해야 법인세가 비과세된다. 반면 일본은 자산 매각이익의 내부 유보를 허용함으로써 리츠의 성장을 돕고 있다. 리츠의 성장을 위해 유연한 의무 배당 정책이 필요하다.

2) 부동산펀드 대비 불리한 리츠의 설립 요건을 개선해야 한다. 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠는 2016년, 인허가제에서 등록제로 변경됐지만 여전히 오랜 심사기간과 절차로 기존 대비 큰 차이가 없다. 부동산펀드는 금융당국의 인가만 받으면 되고, 주식회사/신탁형/대출형/유한회사형 등 여러 유형으로 설립이 가능하다. 이처럼 구조적 용이성과 운용 탄력성으로 펀드는 2004년 도입됐음에도 2002년 도입된 리츠 규모를 압도하고 있다. 리츠는 주식회사형으로만 설립하게 돼 있어 금산법, 공정거래법 등 관련법을 모두 준수해야 하며 이중 규제로 영업인가 과정만 2개월 이상 소요된다. 심사 당국의 인력 확충과 까다로운 상장 절차/공모기준을 간소화가 필요하다.

3) 현재 적용되는 상장리츠의 사모펀드 투자 제한을 완화해야 한다. 지난 7월 3일 발표된 ‘하반기 경제정책 방향’에는 이에 대한 규제완화 가능성이 언급되었다. 상장리츠의 대형화와 확장성을 위해 필요한 규제완화다.

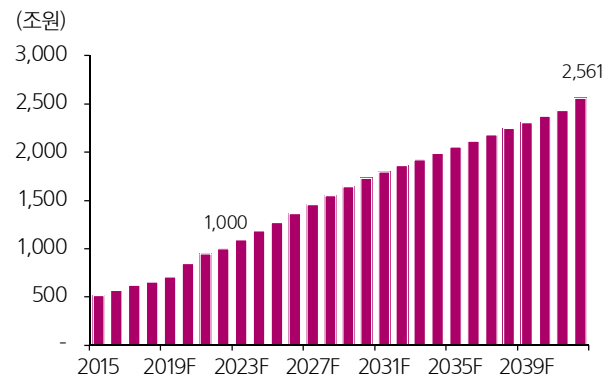
4) 연기금/보험사의 투자제약 완화가 필요하다. 고령화로 국민연금 기금 조성액과 퇴직연금 운용 규모는 가파르게 증가하고 있다. 준채권형 상품인 리츠는 안정적 장기 투자상품이 절실한 연기금/보험사의 주요 투자대상이 될 수 있다. 그럼에도 현행 규정 하에서 주요 연기금과 보험사는 현실적으로 리츠 투자가 불가능하다.

그림 23. 국민연금 기금 조성액(2018년 8월 추계치)



자료: 국민연금, 삼성증권

그림 24. 퇴직연금 적립액



자료: 금융투자협회, 삼성증권

보험사는 ‘IFRS 21’ 도입으로 투자 대상별로 신용위험계수만큼 일정 비율을 충당금으로 적립해야 한다. 일례로 ETF와 KOSPI 200지수에 포함된 주식 투자 시 신용위험계수는 8%이다. 상장리츠는 주식보다 안정적으로 인식되지만, KOSPI 200에 포함되지 않았다면 위험계수 최대치인 12%가 적용된다. 반면 리츠와 유사한 성격을 지닌 상장인프라 주식 ‘백쿼리인프라’는 SOC자산이 기초자산이라는 이유로 위험계수 6%를 적용받음에 따라 보험사의 훌륭한 투자대상이 되고 있다.

퇴직연금 제도가 발달한 호주나 미국에서는 연기금이 주도적으로 리츠에 투자함으로써 부동산 산업과 연금상품이 동반 성장했음을 기억해야 한다. 미국 연기금의 부동산 투자 규모는 1970년대 50억달러였는데 1990년대 말에는 2천억달러로 성장했고, 동 기간 부동산에 투자하는 연기금은 70여곳에서 500여곳으로 증가하며 부동산을 안정된 수익처로 인식하는 계기가 되었다. 미국의 대표적 연기금인 CalPERS(캘리포니아 공무원 퇴직연금)의 포트폴리오에서 리츠 비중은 8~12%에 달한다.

표 10. CalPERS JRF II와 LTCF 자산배분

Asset class	JRF II		LTCF	
	Current Allocation	Current Year Target	Current Allocation	Current Year Target
Global equity	49.2%	50.0%	17.1%	15.0%
Global Fixed Income	34.4%	34.0%	58.7%	61.0%
TIPS	5.0%	5.0%	5.7%	6.0%
REITs	8.2%	8.0%	12.4%	12.0%
Commodities	3.2%	3.0%	6.1%	6.0%
Cash Equivalents	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Fund	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

자료: CalPERS

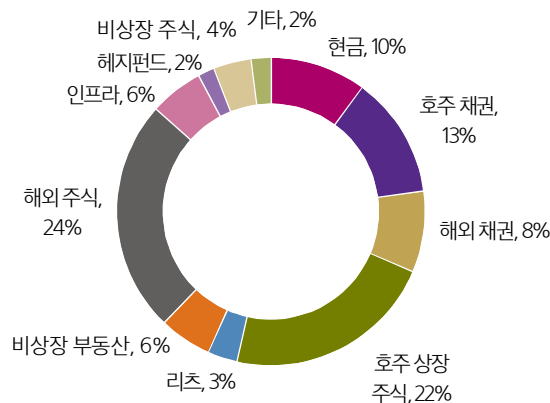
표 11. CalPERS CERBTf 펀드 자산 배분

Asset class	Strategy 1		Strategy 2		Strategy 3	
	Current Allocation	Policy target allocation	Current Allocation	Policy target allocation	Current Allocation	Policy target allocation
Global Equity	56.0%	57.0%	39.8	40.0%	23.8%	24.0%
Global Fixed Income	26.3%	27.0%	38.3%	39.0%	38.1%	39.0%
TIPS	4.9%	5.0%	9.9%	10.0%	25.7%	26.0%
REITs	8.2%	8.0%	8.3%	8.0%	8.2%	8.0%
Commodities	3.2%	3.0%	3.2%	3.0%	3.2%	3.0%
Cash Equivalents	1.4%	0.0%	0.5%	0.0%	1.0%	0.0%
Total Fund	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

자료: CalPERS

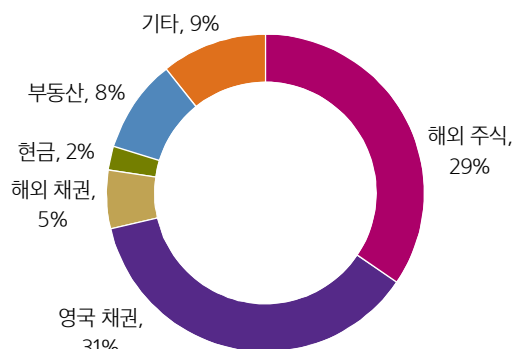
호주는 정부가 나서 보험사와 연기금의 부동산 투자 제약을 1980년대부터 1990년대까지 지속적으로 해제했다. 그 결과 호주의 퇴직연금 운용자산에서 리츠/부동산/인프라 비중은 13%다.

그림 25. 호주 퇴직연금 자산배분 (2019년 5월 기준)



자료: Superannuation, 삼성증권

그림 26. 영국 퇴직연금 자산배분 (2018년 말 기준)



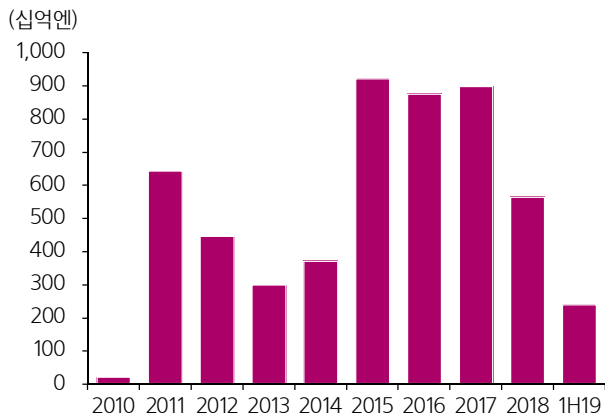
자료: Universities Superannuation Scheme, 삼성증권

현재 한국이 추구하는 리츠 성장의 방향이 일본식 위탁관리/앵커리츠라는 점에서 J-REIT를 살펴볼 필요가 있다. 일본에는 60개의 J-REIT가 상장돼 있으며 리츠간 수익률 편차가 크지 않은 편이다. 현재 J-REIT의 시가총액은 동경 상장 2부 및 JASDAQ 시장 규모와 유사하며 일본 부동산 시장에서 J-REIT의 위상은 높고 경제에 미치는 영향도 크다.

2001년 9월, 2개의 리츠가 최초로 상장되며 J-REIT의 역사가 시작됐다. 금융위기였던 2008년, 8개의 리츠가 합병되거나 인수되는 부침을 겪은 뒤 2012년, 5년만에 리츠 상장이 재개됐다. 현재 거의 모든 J-REIT가 상장된 상태다. J-REIT가 2011년부터 본격적으로 성장한 데에는 저금리 영향도 있지만, J-REIT 성장과 경기부양을 위해 BOJ(일본 중앙은행)가 J-REIT를 매입하기 시작한 영향이 컸다.

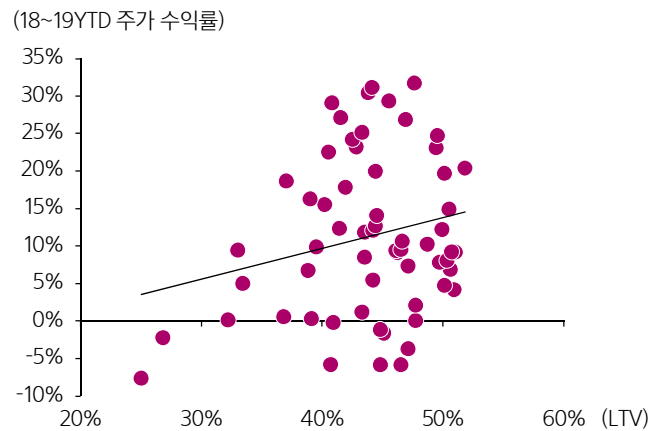
일본 정부의 J-REIT 육성은 지금도 진행형이다. 일본 국토교통성과 금융청은 부동산 시장의 성숙화와 금융시장 확대를 위해 2020년까지 J-REIT 육성에 적극 협력하기로 했다. 그 차원에서 1) 배당소득세(외국인 15%, 내국인 20%)의 과세표준을 리츠 투자 손실액만큼 하향조정하고, 2) 리츠의 부동산 유통세(거래세)를 감면하고, 3) 지방은행들의 리츠 투자 수익은 본업에서 발생한 수익으로 인정하며, 4) 리츠 자산 매각이익의 내부 유보를 허용하는 등의 혜택을 주고 있다.

그림 27. BOJ의 J-REIT 매입액



자료: CEIC, 삼성증권

그림 28. J-REIT의 주가 수익률과 LTV- 저금리로 LTV가 높을수록 성과 좋아



자료: Bloomberg, 삼성증권

그 결과 J-REIT는 일본인들의 대표 투자상품으로 자리매김했다. 현재 J-REIT 투자자의 43%는 'Trust banks'(신탁은행)으로 가장 많다. 펀드를 통해 리츠에 투자하는 구조로 실제 투자 주체는 개인이다. 개인이 개별 리츠의 가치를 평가하고 매수하기는 어렵기 때문에 전문운용사에 위탁함으로써 J-REIT에 투자하고 있다. 특히 개인의 장기자금이 주로 운용되는 'NISA'(일본의 개인종합자산관리계좌로 다양한 금융상품을 통합 운영하며 비과세 혜택을 받음)를 통해 매입된 자산 중 trust bank가 59%로 절대 다수를 차지한다. 개인에게 적합한 금융상품으로 자리매김하기 위해서는 정부의 적극적인 지원이 필요하며 세제 혜택이 절대적일 것이다.

표 12. 일본 리츠와 주식의 투자자 분류 비교 (%)

	J-REIT					주식				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
금융기관	52	52	56	53	53	23	24	25	26	26
지방은행	-	6	6	5	5	3	3	3	3	3
투자신탁 (Trust bank)	42	42	45	43	43	15	16	17	18	18
생보사	-	2	2	2	1	3	3	3	3	3
보험사	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1
기타	2	2	2	2	4	1	1	1	1	1
증권사	-	2	2	2	2	2	3	2	2	2
기업	11	10	10	9	8	23	23	24	24	24
외국인	24	25	23	25	25	27	28	27	27	27
개인	11	10	10	11	12	24	22	22	21	21
합계	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: FSA

IV. K-REIT 성장이 가져올 변화

1. 개인을 위한 다양한 금융상품이 만들어질 것

2018년 국민연금 기금운용본부의 금융부문 투자수익률을 보자. 국내 주식은 -16.77%, 해외 주식은 -6.19%의 수익률을 기록한 반면 대체투자는 11.80%(연말 공정가치 반영)의 양호한 수익률을 거뒀다. 2015년부터 국내 채권, 주식 등 전통적 투자 자산의 수익률 저하 현상이 지속되고 있다. 주식시장의 정보 비대칭성이 사라지며 운용역이 운용 성과에 미치는 영향력도 점차 낮아지고 있다. 'Alliance Bernstein'이 2006년 발표한 자료에 따르면, 운용역이 수익성에 미치는 영향은 인덱스 펀드의 경우 0%, 전통 액티브 펀드는 17%에 불과한 반면 대체투자 펀드는 80%에 달하는 것으로 나타났다.

저금리 장기화, 전통 투자자산에 대한 기대감 저하, 경기 불확실성 등으로 부동산 위주의 대체투자 선호는 거스를 수 없는 트렌드가 되고 있다. 최근 개인 투자자들은 수익성보다 안정성에 더 관심을 두기 시작해, 5%의 수익률에도 열광하며 부동산간접투자상품과 같은 인컴펀드에 관심이 커지고 있다. 개인들의 주요 투자대상이던 ELS의 수익률이 4% 미만으로 하락한 반면, 현재 상장 리츠의 2019년 평균 예상 배당률은 여전히 5.4%다.

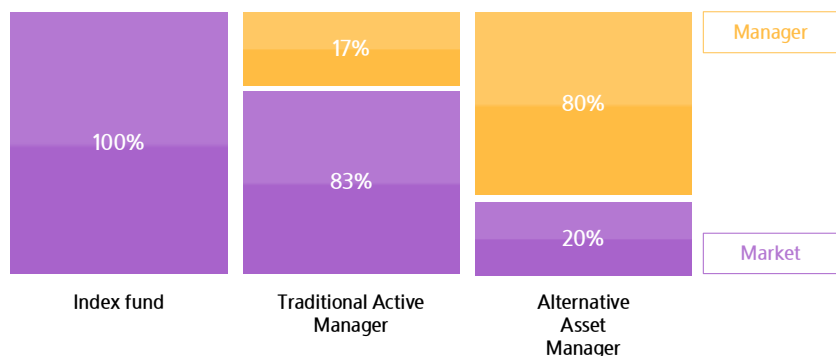
표 13. 국민연금 투자현황 및 장기수익률 (조원)

구분		금액	비중	2018년 연간	설립이후('88~'18) 연평균	5년('14~'18) 연평균	3년('16~'18) 연평균
채권	국내	311.0	48.7%	4.85%	4.84	3.60	2.45
	해외	26.6	4.2%	4.21%	4.37	3.58	2.77
주식	국내	108.9	17.1%	-16.77%	4.72	1.30	3.07
	해외	113.0	17.7%	-6.19%	5.15	4.75	3.79
대체투자		76.6	12.0%	11.80%	8.75	9.87	8.75
단기자금		2.1	0.3%	2.43%	4.08	1.58	1.59

주: 2018년말 기준

자료: 국민연금

그림 29. 운용역이 수익성에 미치는 영향력



자료: AllianceBernstein, 2006, Bernstein Wealth Management Research

대체투자 상품군 중에서도 개인들에게 가장 적합한 상품은 상장리츠다. 부동산의 생애주기별로 리스크와 타겟 투자자가 달라지기 때문이다. 부동산의 생애주기는 1) 노후화된 기존 건물의 단계, 2) 재개발 단계, 3) 새로운 임차인을 유치해 정상화 시키는 단계, 4) 안정적 임대수익을 벌어들이는 안정화 단계로 구분되며 수익률의 차이는 리스크의 차이에서 비롯된다.

1)과 2)의 단계에 자산을 매입할 경우 risk만큼 return도 높아지게 된다. 이 단계에서 투자자의 투자기간은 공사기간까지 포함, 5년 이상이 대부분이며 차입비율도 LTV 한도인 70%까지 모두 사용함으로써 레버리지 비율을 높인다. 궁극적으로는 매각 차익을 노리는 'Opportunistic' 혹은 'value added' 투자에 해당돼 기대 IRR은 통상 20% 내외다. 이 과정에서는 주기적인 배당(현금흐름)이 없어도 높은 리스크를 감내하고 장기간 거액을 투자할 수 있으며, 복잡한 금융기법을 이해할 수 있는 기관투자자들이 적합하다.

3)단계에 소요되는 시간은 통상 2년 내외다. 새로운 건물이 공급돼 임차인이 모두 유치되고 안정화되는 기간이다. 배당과 매각차익을 모두 추구하며 차입비율은 여전히 높은 경우가 대부분이다. 'Core plus' 투자에 해당된다.

4)단계는 새로운 건물에 이미 임차인이 대부분 유치돼, 건물이 안정화되는 단계다. 매월 임대료 수익이 꾸준히 들어오고 LTV 비율도 50% 이하로 낮다. 매각차익보다는 배당수익에 초점을 맞춘 투자로, 'Core' 투자에 해당되는 개인들의 주요 상품 유형이다. 기대수익률은 1)~3) 단계보다 낮을지라도, 현금흐름이 꾸준하고 안정성이 높기 때문이다.

그림 30. 부동산 생애주기별 타겟투자자

단계	기관 투자자 위주의 부동산펀드/사모리츠			개인 위주의 상장리츠
	기존 건물	개발	임대	안정화
기간	-	3년	1~2년	-
현금흐름				
자산가치				
투자자	Opportunistic	Value Add	Core Plus	Core
요구수익률(IRR)	>20%	<20%	>10%	<10%
보유기간	5년 미만	5~7년	10년	10년 이상
차입비율	70% 이상	70% 이상	60~70% 이상	0~50%
특징	매각차익 중심	매각차익 중심	배당+매각차익 중심	배당수익 중심

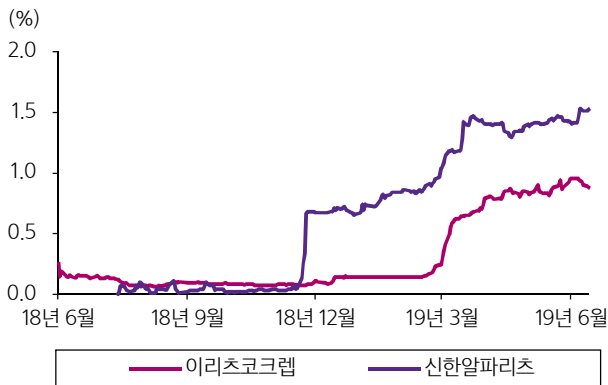
자료: '리츠 열리어답터', 삼성증권

공모리츠에 자산을 유동화하는 기업 입장에서는 사모리츠/펀드보다 높은 가격(낮은 배당률)에 자산을 리츠에 매각함으로써 수익을 극대화하고 개발과정에서 지출된 투자금을 회수할 수 있다. 개인투자자들은 사모리츠/펀드보다 상대적으로 낮은 기대수익률을 가져가지만, 투명성과 안정성을 보장받게 된다. 상장초기 이 단계에서 나타나는 배당수익률은 대체로 5~6%다.

① 리츠 기반의 상품 발달

상장리츠, 특히 거래량이 많은 대형 리츠가 늘어날수록 개인들의 투자상품으로 기능하기 용이해진다. 현재 국내 상장리츠의 단점은 일평균 거래량이 10억원 미만으로 유동성이 매우 적다는 것이다. 그러나 올 들어 신한알파리츠와 이리츠코크렙의 외국인 지분율과 거래량이 점차 늘어나며 투자상품으로 역할이 확대되고 있다. 3월 말, 'Vanguard global 리츠펀드'(VGXRX)에 신한알파리츠가 편입되기도 했다.

그림 31. 국내 상장리츠의 외국인 지분율



자료: Fnguide, 삼성증권

그림 32. Vanguard 글로벌 리츠 ETF에 신한알파리츠 편입

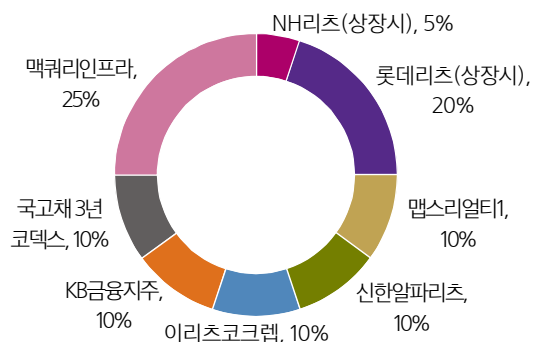


자료: Vanguard, 삼성증권

현재 대부분 증권사가 판매하는 펀드 대부분은 주식형이다. 높은 배당률을 기반으로 상장리츠가 기초자산인 리츠펀드/ETF/ETN 상품이 개발된다면 금융시장의 상품 다변화에도 기여할 수 있다. 현재 이리츠코크렙과 맥쿼리인프라의 배당 기준월은 6, 12월, 신한알파리츠는 3, 9월, 맵스리얼티 1은 12월 등 상장리츠/펀드의 배당월이 상이하다. 1~2개월마다 소액이라도 배당하는 컨셉이 가능해 개인들의 호응을 이끌어 낼 수 있다. 캐나다나 싱가포르에서도 개인들이 가장 선호하는 리츠 유형은 월지급 배당 형식의 리츠다.

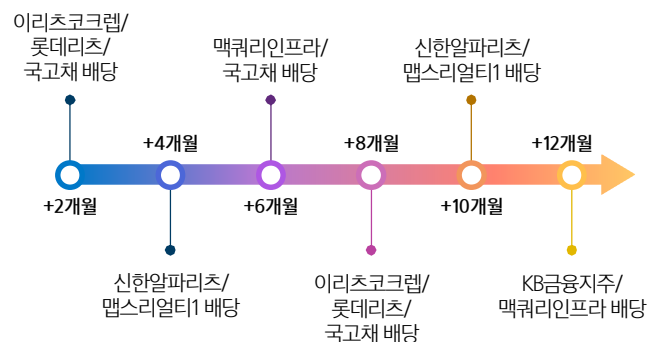
ETN은 기초지수 수익률을 추종하는 패시브 상품으로, 증권사가 자기 신용으로 발행하므로 주식처럼 자유롭게 매매할 수 있다. ETN은 ETF에서 시도하지 않았던 원자재, 변동성, 옵션 전략 등 다양한 상품을 출시하며 ETF 대비 범위를 확장했다. 상장주식은 ETN 발행에 어려움이 없으며 투자자는 구조화된 금융상품에 투자함으로써 상장리츠의 유동성 부족 문제를 해결할 수 있다.

그림 33. 리츠ETN 구성 시 종목 예



자료: 삼성증권

그림 34. 리츠펀드의 구성종목 배당월 설정 예



자료: 각사, 삼성증권

② 리테일리츠는 개인에게 최적의 상품

홈플러스리츠의 상장이 철회되고, '쇼핑의 메카'인 미국에서 리테일 리츠 침체가 가속화되는 잡음에도 불구하고, 향후 국내 상장리츠 중 가장 빠르게 늘어날 유형은 리테일리츠로 판단한다. 리츠 공급자인 리테일 기업은 현재 산업의 구조적 변화에 직면해 있어 신규 투자와 자산 유동화의 요구가 매우 높다. 그간 리테일 기업들은 유동화 방식으로 세일즈엔 리스백이나 사모펀드를 활용해왔지만 'IFRS 16' 도입으로 세일즈엔리스백 거래도 부채로 잡히게 되고, 사모펀드의 요구수익률이 매우 높아 오히려 점포의 수익성이 악화되는 경우가 많았기에 공모리츠를 적극 고려하기 시작했다.

연내 롯데쇼핑은 점포를 트랜치로 묶어 리츠를 상장할 계획으로 알려진다. 신뢰도 높은 롯데리츠 공모에 성공한다면 이어 타 유통기업들도 리츠 상장에 나서는데 기폭제가 될 것이다. 양질의 자산과 앵커의 신뢰도만 뒷받침해준다면 리테일리츠가 초기 리츠시장의 성장을 견인할 것으로 판단하는데, 근거는 다음과 같다.

1) 자산 매입시 상대적으로 경쟁강도가 낮다. 최근 부동산 자산운용사들이 과도한 경쟁으로 높은 가격에 부동산을 매입해 집합투자기구의 수익률이 저하되는 사례가 많다. 이를 벗어나기 위해 해외 부동산으로 눈을 돌리기 시작했지만 해외 역시 경쟁이 과열되고 있다. 리테일기업들은 대부분 자가 보유자산을 출자전환하거나 ROFO(우선매수협상권)를 통해 매입하기 때문에 우량 부동산을 적절한 밸류에이션에 취득할 수 있고, 이는 결국 투자자의 높은 수익률로 연결된다.

2) 마스터리스의 안정적 임차 방식이다. 오피스리츠의 임차기간은 통상 3~5년인데 반해 리테일은 사모펀드의 경우 12~15년, 공모리츠도 10년 내외가 대부분이다. 긴 임차기간은 투자자에게 안정적인 배당의 근거가 된다. 이 같은 이유로 일본의 GPIF(공적연금)가 J-REIT 중 가장 많이 투자하고 있는 종목이 일본 최대의 리테일리츠인 'Japan retail fund'다.

3) 타 리츠 대비 높은 배당수익률이다. 자산가치가 중요한 오피스리츠 대비 리테일리츠의 배당수익률은 약 100bp 높아 채권 성격이 좀더 강하다. 또한 리테일 기업들은 주기적인 유상증자와 자산편입으로 리츠의 확장성을 목표로 하기 때문에 주주들은 리츠의 성장성도 누릴 수 있다.

올 4분기 상장할 롯데리츠를 주목할 만하다. 롯데쇼핑의 마트/아울렛/백화점을 기초자산으로 편입해 기존 리츠보다 규모나 자산 개수 측면에서 최대 리츠가 될 전망이다. 롯데쇼핑은 유동화를 통해 유입된 현금을 본업에 재투자함으로써 리츠 주주와 롯데쇼핑은 동반 성장을 꾀할 것이다. 롯데지주가 100% 출자한 롯데AMC는 장기적으로 롯데쇼핑의 점포 외에도 롯데그룹의 다양한 자산을 리츠에 담을 것으로 예상된다. 롯데리츠 임차인의 신용등급이 높고, 장기적으로 다양한 그룹 자산을 담을 가능성이 높아 리츠의 확장성이 매우 높다는 점에서 투자자와 성과를 공유하는 선진국형 리츠 사례가 될 것으로 기대된다.

표 14. 설립됐거나 설립 예정인 국내 리테일리츠 비교

	롯데리츠	홈플러스리츠	이리츠코크렘
리츠 설립 목적	롯데쇼핑 신사업 투자와 부동산의 효율적 관리	MBK의 투자금 회수 목적	이랜드리테일 신사업 투자와 부동산의 효율적 관리
자산형태	백화점/아울렛/마트	마트 51개	아울렛 5개
공모규모	미정	1.7조원	791억원
임차인	롯데쇼핑	홈플러스스토어즈 및 홈플러스	이랜드리테일
임차인 신용등급	AA-	A2+	BBB+
임대차 계약	마스터리스 계약	마스터리스 계약	마스터리스 계약
확장성	추후 그룹의 다양한 자산 편입 가능	마트 자산만 편입 예상	추후 신규 매입한 자산 편입 계획

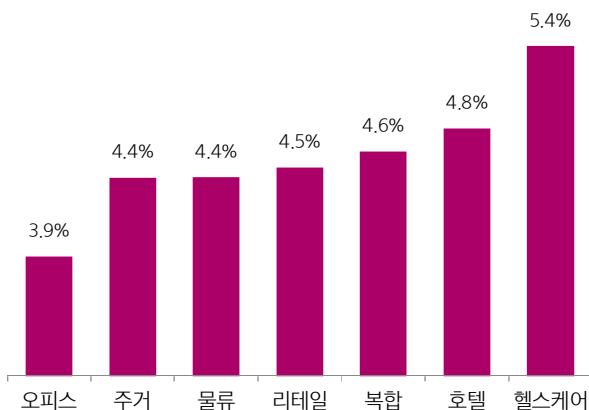
자료: 각사, 삼성증권

오프라인 리테일 침체의 직격탄을 입고 있는 미국 리테일리츠의 관점으로 모든 리테일리츠를 평가할 필요는 없다. 일본 주요 리테일리츠인 Japan retail fund(8953), Frontier(8964), AEON REIT(3292), Kenedix Retail(3453)의 시가총액은 2018년 연간 4.0% 상승했다. 성장을 견인한 주요인은 1) 고령화에 따른 인구의 도심 집중과 도심물 수요 증대, 2) 인바운드 관광객 증가였다.

일본의 대형 리테일리츠들은 2017~2018년, 활발한 자산 리밸런싱을 시행했는데 주로 외곽물을 매각하고 도심물을 매수하는 방식이었다. Japan Retail Fund의 자산 포트폴리오 중 72%가 도심형 코어에셋이다. 일반적으로 도심물의 NOI yield는 외곽물 대비 낮다고 인식된다. 그러나 교외의 NOI는 6%대로 높아 보이지만 감가상각비 부담이 커, 상각 후 NOI yield는 4%에 불과하다. 도심물의 NOI yield는 평균 4%지만 감가상각비 상각 후 NOI yield는 4.5%로 교외물 대비 밸류에이션에 있어 유리하다. 일본의 리테일 업황은 일본과 인구구조적, 사회적으로 유사한 후행적 변화를 겪는 한국에게 시사하는 바가 크다.

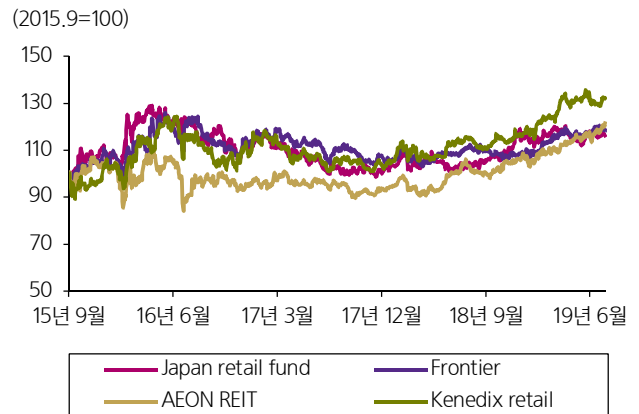
현재 국내 아울렛/마트/백화점 중 쿠팡 등 직배송 서비스 확산으로 인해 마트의 위협요인이 가장 많은 것은 사실이다. 홈플러스리츠의 실패요인 중 하나도 단일 점포 유형인 마트만 편입돼 리스크가 부각됐기 때문이다. 그러나 일본의 리테일리츠들처럼 다양한 점포 유형이 믹스돼 있고, 점포의 입지가 양호하다면 충분한 투자 경쟁력을 가질 수 있다. 국내 상장리츠의 초창기 성장은 안정적 배당과 낮은 밸류에이션을 내세운 리테일리츠가 주도할 가능성이 높다.

그림 35. J-REIT의 섹터별 배당수익률 비교(2019F)



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 36. 일본 주요 리테일리츠 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

2. 리츠 ECM/DCM 시장 확대

향후 상장 리츠 시대가 열리며 국내 자본시장에 다양한 변화가 예상된다. 상장 리츠가 늘어나며 IPO 시장뿐 아니라 PO(유상증자), 대출 등 부동산 금융시장이 동반 성장할 것이다. 리츠는 지속적인 부동산의 추가 편입을 위해 자금 조달을 해야 하기 때문이다. 통상 자산 매입에 있어 차입과 자본 비율은 6:4(LTV 60%)로, 자본은 유상증자를 통해 조달한다.

2018년 기준, 미국 리츠 129개는 총 467억달러의 자금을 조달했는데 이 중 IPO가 33억달러, 유상증자가 180억달러(우선주 포함), 차입이 252억달러였다. 매년 미국 리츠 총 시가총액의 3%에 해당되는 물량이 PO 시장을 형성하는 것으로 분석된다. 리츠의 특성상 PO의 빈도가 높다는 점을 감안하면 상장리츠 시대의 개화는 자본시장에 시사하는 바가 크다.

표 15. 미국 리츠의 자금조달 규모(백만달러)

연도	Total		IPO		PO				차입	
	리츠 수	조달액	리츠 수	조달액	보통주		우선주		리츠 수	조달액
	리츠 수	조달액	리츠 수	조달액	리츠 수	조달액	리츠 수	조달액	리츠 수	조달액
2010	173	47,450	9	1,975	91	23,629	17	2,617	56	19,230
2011	164	55,877	8	2,307	92	31,075	31	4,108	33	13,790
2012	254	80,447	8	1,822	106	35,143	71	10,631	69	25,730
2013	254	80,243	19	5,732	121	35,756	28	4,755	86	30,739
2014	219	67,910	6	4,067	102	24,106	24	4,618	87	30,934
2015	162	62,777	7	1,423	75	23,433	8	2,236	72	32,201
2016	196	76,833	4	1,690	75	26,158	36	4,655	82	37,261
2017	263	100,146	9	2,950	75	27,875	52	10,970	127	50,767
2018	129	54,870	5	3,264	53	16,654	10	1,580	61	25,222
1H19	83	31,097	1	77	40	13,448	8	979	34	13,624

참조: 2019년은 연초 이후 6월까지 누적 기준

자료: NAREIT, 삼성증권

서두에 밝혔듯, 우리는 국내 상장리츠의 시가총액은 KOSPI 시가총액의 약 2~3%로 성장할 것으로 판단한다. 이를 국내 리츠시장에 대입 시, KOSPI 시가총액을 국내 리츠 시가총액은 향후 26조원까지 성장할 것으로 추정된다. 보수적으로 향후 20년에 걸쳐 성장이 나타난다고 가정 시, 연간 IPO와 PO시장 규모는 32~51조원에 이를 전망이다. ECM 수수료율을 IPO의 경우 2%, PO 1.5%를 일률 가정하면 국내 ECM 시장 규모는 수수료 기준 7~9천억원에 이른다. 발행업무를 하고 있는 증권사 IB에 주요 수익원이 될 것이다. 더불어 부동산 금융시장의 성장과 선진화에 기여하는 계기가 될 것이다.

표 16. 국내 상장리츠 ECM 시장 규모 추정(조원)

연도	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34	'35	'36	'37	'38
IPO	2	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
PO	1	2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	23	25	27	29	31	33	35	37
총액인수 대상액	1	34	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51
수수료 시장규모	1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

주: NAV의 50%를 IPO/PO 한다고 가정

자료: 삼성증권

3. 자본시장과 결합돼 부동산 시장의 투명한 성장 유도

공모리츠 활성화는 내수 경기 진작에도 기여한다. 리츠는 소액으로도 부동산에 투자할 수 있어 일반인도 쉽게 참여할 수 있다. 실물자산에 투자해 가격이 안정적이고 자본이득보다 수입 증가분의 분배(배당)를 목적으로 하기에 개인에게 적절한 투자상품이다. 따라서 이에 파생된 수많은 고용 증가가 가능하다.

리츠의 사회적 역할도 크다. 일본과 미국 등 리츠가 발달한 국가에서는 금융위기와 같은 자산 폭락기에 리츠가 부동산의 매수 주체로 나서 시장 충격을 완화하는 역할을 했다. 이처럼 리츠의 순기능들을 감안 시 정책적인 지원, 특히 세제혜택이 필요하다. 주요국의 리츠가 빠르게 성장했던 이유도 정부가 개인에게 투자 기회를 부여한다는 명분으로 세제혜택을 부여하며 상장리츠 중심으로 육성했기 때문이다.

Company
Initiation

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com
02 2020 7857

소지윤
Research Associate
Jenna1.soh@samsung.com
02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	8,000원	(12.4%)
현재주가	7,120원	
시가총액	3,391.3억원	
Shares (float)	47,630,123주 (63.5%)	
52 주 최저/최고	5,136원/7,120원	
60 일-평균거래대금	6.1억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
신한알파리츠 (%)	11.1	31.1	0.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	13.3	31.4	0.0

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	7,600
Recommendation	4.0

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

2019. 7. 12

신한알파리츠 (293940)

계속되는 국내 최초의 기록들

- 판교 크래프톤타워와 용산 더프라임 타워를 기초자산으로 한 오피스리츠
- 크래프톤의 NAV는 3,530억원, 더프라임타워는 600억원으로 추정, 19F 배당수익률 3.9%
- 신한리츠운용은 신한금융그룹의 리츠AMC로 그룹 부동산 비즈니스의 중심점이 될 것

WHAT'S THE STORY

성공적인 리츠 상장과 유상증자: 2018년 8월, 상장에 이어 2019년 1월, 국내 리츠 업계 최대 규모인 486억원의 유상증자에 성공했다. 우량 리츠에 대해 충분한 국내 투자 수요와 리츠의 성장가능성을 시사한다. 성공 요인은 신한금융그룹이라는 신뢰도 높은 앵커가 자산을 공급한다는 점이 꼽힌다. 신한알파리츠의 기초자산은 판교 '크래프톤 타워'와 용산 '더프라임타워'로 장부가 기준 총 순자산가액은 2,380억원이다.

신한알파리츠의 구조: Core 유형 오피스인 '판교 크래프톤' 타워와 높은 배당수익률(향후 5년 평균 6%)을 지닌 용산 더프라임타워의 우량한 자산가치를 반영해 신한알파리츠의 주가는 상장 이래 48.9% 상승, 동기간 내 KOSPI를 56.6%p outperform했다. 신한알파리츠는 크래프톤 타워를 인근 유사 오피스의 시장가격보다 100억원 싼 5,182억원(감정평가액 5,360억원)에 매입함에 따라 초기 투자 수익률을 높였다. 현재 크래프톤 타워의 프리렌트 기간은 0.2달(연환산)에 불과하다. 더프라임 타워는 서브 오피스 권역에 위치한 중형 오피스지만 임대면적의 각각 25%, 28%를 사용하는 신한생명, 유베이스와 장기 임차계약을 맺었고 cap rate 5.5%에 매입했다. 크래프톤 타워의 임대료 인상 조건은 연 2.5%, 더프라임타워는 2.25%로 향후 5년간 평균 배당수익률은 4%대 후반, 10년간 6%로 예상된다.

신한리츠운용은 그룹 부동산 비즈니스의 중심점: 신한금융지주는 1) 막대한 보유 부동산을 분리해 본업에 집중하고, 2) 개인에게 적절한 투자상품을 제공하며, 3) 리츠 비즈니스에서 파생되는 다양한 계열 비즈니스 기회 창출을 목표로 신한리츠운용(AMC)을 설립했다. 신한알파리츠는 이를 위한 중심점으로, 오피스 외에 다양한 자산을 모자리츠 구조로 편입해 규모를 키울 계획이다. 신한리츠운용은 최근 선릉역 '위워크'를 자산으로 한 특금리츠를 출시했는데 판매한지 5분만에 300억원의 자금모집에 성공했다. 배당수익률 5.2%로 신한은행 고객들을 대상으로 판매함으로써 신한금융지주 고객을 위한 상품마련에 핵심적 역할을 수행했다. 신탁의 만기는 5년으로, 이후 신한알파리츠에 편입될 가능성도 높아 신한리츠운용은 다양한 자산 파이프라인을 확보하고 있다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	28	45	47	48
영업이익 (십억원)	11	27	28	29
순이익 (십억원)	(2)	11	12	13
EPS (adj) (원)	(195)	221	237	257
EPS (adj) growth (%)	n/a	흑전	7.4	8.2
EBITDA margin (%)	37.9	59.7	60.1	60.4
ROE (%)	(1.0)	4.4	4.4	4.8
P/E (adj) (배)	(36.6)	32.2	30.0	27.7
P/B (배)	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA (배)	77.2	30.0	28.0	27.0
Dividend yield (%)	3.3	3.9	3.9	4.2

자료: 삼성증권 추정

판교 크래프톤 타워의 cap rate, 4.2%까지 적용 가능: 크래프톤 타워의 매입가 기준 cap rate는 5.6%지만, 공실률 0%에 가까운 판교 오피스 시장을 감안 시, cap rate는 서울 프라임 오피스 수준인 4.2%까지 도달 가능하다. Cap rate 4.2% 가정 시 크래프톤의 NAV는 3,530억원(보증금, 대출 제외)로 추정된다. 더프라임 타워는 매입 시기가 불과 작년 10월이었기에 매입 당시 가치를 그대로 적용, 합산해 목표주가를 8,000원으로 제시한다. 최근 6월 주당 배당금은 137원으로 공시했는데 이는 비용 절감으로 계획됐던 134원 대비 높은 것이다. 현재 평균 LTV는 58%로 낮은 편이나 향후 추가 자산 편입 시 LTV를 높이고 대출금리를 낮춤으로써 레버리지 효과를 극대화, 배당수익률이 더욱 높아질 수 있다.

리스크는 금리와 임대수요: 신한알파리츠와 같은 오피스리츠 투자에 고려해야 할 요소는 금리와 임대수요다. 오피스리츠는 타 리츠 대비 배당수익률이 낮은 편이라, 금리 인상 시 스프레드 축소 폭이 클 수 있다. 또한 타 리츠 대비 배당보다 부동산 가치에 비중을 크게 두고 있는 만큼, 해당 자산의 임대수요가 저하될 경우 밸류에이션 하락이 나타날 수 있다.

신한알파리츠 목표주가 산정(십억원)

구분	항목	판교 크래프톤	용산 더프라임	합계	비고
손익	영업수익	35	11	45	
	영업비용	6	1	7	
	NOI	29	9	38	
자산가치	매입가	518	165	683	
	취득가	556	179	735	
	장부가	547	179	726	
Cap rate	매입가	5.6%	5.5%		
	취득가	5.2%	5.1%		매입가에 취득세 포함
	장부가	5.3%	5.1%		
	전망치	4.2%	5.5%	4.5%	판교는 강남 프라임오피스 평균
	자산가치(전망치)	686	165	851	
	보증금/대출	332	105	438	보유현금 차감
	NAV	353	60	413	
	목표주가(원)			8,000	

자료: 신한알파리츠, 삼성증권

신한리츠운용이 운용하는 리츠 내역

자산	크래프톤타워	용산 더 프라임	위워크타워
위치	성남시 분당구 백현동 535	서울 용산구 원효로 90길 11	서울 강남구 삼성동 143-40
자산전경			
대지면적/연면적	7,338㎡, 99,596㎡	3,576㎡, 39,010㎡	1,012㎡, 15,074㎡
건물규모	지하 7층~지상 15층	지하 6층~지상 30층	지하 6층~지상 19층
준공일	2018년 3월	2014년 3월	1993년 12월
매입가		1,651억원(평균 1,399만원)	
형태	신한알파리츠가 부동산으로 100% 보유 신한리츠운용이 보통주 134억원 투자	신한알파리츠의 자리츠, 신한알파용산리츠'가 100% 보유	특금리츠인 '신한알파강남리츠'로 설립 신한리츠운용이 보통주 27억원 공동투자
임차인	블루홀(47%), 네이버(22%), 스노우 등	신한생명(25%), 유베이스(28%)등	위워크 100%(15년+추가5년)

주: 크래프톤타워와 용산 더프라임타워만 신한알파리츠 기초자산임

자료: 신한알파리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

03월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	28	45	47	48
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	28	45	47	48
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	17	18	19	19
영업이익	n/a	11	27	28	29
(영업이익률, %)	n/a	37.9	59.7	60.1	60.4
영업외손익	n/a	(13)	(16)	(16)	(16)
금융수익	n/a	0	0	0	0
금융비용	n/a	16	16	16	16
지분법손익	n/a	3	0	0	0
기타	n/a	0	0	(0)	0
세전이익	n/a	(2)	11	12	13
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	n/a	0	11	12	13
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
순이익	n/a	(2)	11	12	13
(순이익률, %)	n/a	(8.8)	25.1	26.2	27.6
지배주주순이익	n/a	(2)	11	12	13
비지배주주순이익	n/a	(2)	0	0	0
EBITDA	n/a	11	27	28	29
(EBITDA 이익률, %)	n/a	37.9	59.7	60.1	60.4
EPS (지배주주)	n/a	(195)	221	237	257
EPS (연결기준)	n/a	(195)	221	237	257
수정 EPS (원)*	n/a	(195)	221	237	257

현금흐름표

03월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	8	27	30	31
당기순이익	n/a	(2)	11	12	13
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	6	16	16	16
유형자산 감가상각비	n/a	0	0	0	0
무형자산 상각비	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	6	16	16	16
영업활동 자산부채 변동	n/a	4	0	2	2
투자활동에서의 현금흐름	n/a	(181)	(23)	2	0
유형자산 증감	n/a	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	(9)	(23)	2	0
기타	n/a	(173)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	n/a	156	37	(55)	(32)
차입금의 증가(감소)	n/a	149	18	(26)	(2)
자본금의 증가(감소)	n/a	0	48	0	(0)
배당금	n/a	(6)	(12)	(13)	(14)
기타	n/a	12	(16)	(16)	(16)
현금증감	n/a	(17)	42	(22)	(1)
기초현금	n/a	18	1	43	20
기말현금	n/a	1	43	20	19
Gross cash flow	n/a	4	27	28	29
Free cash flow	n/a	8	27	30	31

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 신한알파리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

03월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	6	31	31	31
현금 및 현금등가물	n/a	1	2	2	2
매출채권	n/a	0	0	0	0
재고자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	5	29	29	29
비유동자산	n/a	748	777	752	751
투자자산	n/a	743	777	752	751
유형자산	n/a	0	0	0	0
무형자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	5	0	0	0
자산총계	n/a	754	808	783	782
유동부채	n/a	60	87	65	65
매입채무	n/a	4	5	7	9
단기차입금	n/a	54	52	53	53
기타 유동부채	n/a	3	30	5	4
비유동부채	n/a	450	442	440	440
사채 및 장기차입금	n/a	432	405	403	403
기타 비유동부채	n/a	18	37	37	37
부채총계	n/a	510	529	505	505
지배주주지분	n/a	244	278	278	277
자본금	n/a	42	52	52	52
자본잉여금	n/a	188	226	226	226
이익잉여금	n/a	2	1	(0)	(1)
기타	n/a	12	0	(0)	(0)
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	244	278	278	277
순부채	n/a	480	473	447	445

재무비율 및 주당지표

03월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	62.2	2.9	2.9
영업이익	n/a	n/a	155.3	3.6	3.6
순이익	n/a	적전	흑전	7.4	8.2
수정 EPS**	n/a	적전	흑전	7.4	8.2
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	(195)	221	237	257
EPS (연결기준)	n/a	(195)	221	237	257
수정 EPS**	n/a	(195)	221	237	257
BPS	n/a	5,677	5,393	5,383	5,366
DPS (보통주)	n/a	232	276	276	300
Valuations (배)					
P/E***	n/a	36.6	32.2	30.0	27.7
P/B***	n/a	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	n/a	77.2	30.0	28.0	27.0
비율					
ROE (%)	n/a	(1.0)	4.4	4.4	4.8
ROA (%)	n/a	(0.3)	1.5	1.5	1.7
ROIC (%)	n/a	(177.4)	(425.4)	(361.6)	(297.4)
배당성향 (%)	n/a	(360.3)	115.2	107.3	107.9
배당수익률 (보통주, %)	n/a	3.3	3.9	3.9	4.2
순부채비율 (%)	n/a	196.6	170.0	161.0	160.8
이자보상배율 (배)	n/a	0.7	1.7	1.8	1.8

Company Initiation

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

Jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 7,200원 (16.9%)

현재주가	6,160원
시가총액	3,901.8억원
Shares (float)	63,341,590주 (24.7%)
52주 최저/최고	4,400원/6,350원
60일-평균거래대금	6.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이리츠코크렙 (%)	6.2	28.3	40.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	8.3	28.6	56.0

SAMSUNG vs THE STREET

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

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

2019. 7. 12

이리츠코크렙 (088260)

대형 리츠로 성장 가능성

- 뉴코아 야탑/일산/평촌점, 2001 아울렛 중계/분당점을 기초자산으로 한 리테일리츠
- 리테일리츠는 부동산 가격 상승보다 꾸준한 배당이 포인트로 통상 오피스리츠보다 배당수익률이 100bp 높음, 이리츠코크렙의 19F 배당수익률 5.6%
- 2019년 앵커인 이랜드리테일의 신용등급 상향이 예상돼 조달금리 하락과 배당 증가 예상

WHAT'S THE STORY

5개 점포를 가진 안정적 리테일리츠: 이리츠코크렙은 당초 기업구조조정리츠(CR리츠)로 설립돼 2018년 6월 국내 리츠 사상 최대 규모로 상장했다. 기초자산은 뉴코아 야탑/일산/평촌점, 2001아울렛 중계/분당점이며 이랜드리테일이 주식의 75%를 보유한 앵커다. 일반 위탁관리리츠는 앵커 지분율이 50% 이하여야 하지만 이리츠코크렙은 CR리츠라 앵커 지분율에 제한이 없다. 책임임차인은 모두 이랜드리테일로, CPI 연동에 기반한 16년~20년 고정임대 방식이라 안정적이다. 임대료 수익 추정을 위한 CPI 예상치를 보수적으로 매년 1%로 가정했을 경우 향후 5년간 연평균 배당수익률은 5.7%로 추정된다.

추가 자산편입 계획을 충실히 이행, 성장하는 리츠: 상장 당시 모집 자금의 사용 계획은 중계/분당점 편입이었으며 작년 8월에 편입을 완료하며 총 자산은 5,670억원에서 8,330억원으로 확대됐다. 초창기에는 이랜드리테일 자산 위주로 포트폴리오를 구성하나, 장기적으로는 그 외 자산을 좋은 가격에 매입해 분산투자 효과를 노릴 계획이다. 고려하는 자산은 강남/홍대/명동 상업시설, 서울 시내 쇼핑몰 등 대형 자산으로 장기적으로 총 자산 1.5조원대의 초대형 리츠로 성장시킬 계획이다. 이 과정에서 기존 주주는 리츠의 성장과 그에 따른 수익을 공유할 수 있다.

2019년 예상 배당수익률 5.6%, 5년 평균 5.7%: 상장 후 3차례의 배당을 공시, 지급했는데 2018년 12월과 2019년 6월 배당금은 당초 계획을 3~6원씩 초과한 175원씩이었다. 최근 급격한 주가 상승에도 불구하고, 향후 12개월 예상 배당수익률은 5.6%로 여전히 높다. 리테일리츠의 장점은 배당수익률이 오피스리츠 대비 100bp 이상 높은 것으로, 안정성과 고배당을 선호하는 개인투자자에게 적합하다. 부동산 가치 상승보다 안정적인 배당에 초점을 맞춘 리테일리츠의 특성 상 배당할인모형으로 할인률 5.3%를 적용해 산출한 7,200원을 목표주가로 제시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	17	42	43	43
영업이익 (십억원)	13	32	32	33
순이익 (십억원)	5	14	15	16
EPS (adj) (원)	90	217	245	245
EPS (adj) growth (%)	n/a	140.3	12.6	0.2
EBITDA margin (%)	95.8	76.3	76.4	76.5
ROE (%)	1.9	5.1	6.0	6.2
P/E (adj) (배)	69.6	28.4	25.2	25.1
P/B (배)	1.5	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA (배)	48.2	25.2	24.8	24.3
Dividend yield (%)	4.7	5.6	5.7	5.8

자료: 삼성증권 추정

앵커 신뢰도 상승으로 향후 배당 upside: 이리츠코크렙의 약점으로 앵커인 이랜드리테일의 상대적으로 불리한 재무구조가 꼽혀 왔다. 그러나 2017년 모던하우스 매각과 영업 개선으로 2018년 하반기 이랜드리테일의 기업신용등급이 BBB0에서 BBB+로 향상된데 이어, 2019년 한단계 추가 상향(A0)이 기대되는 상황이다. 현재 이리츠코크렙의 장기차입금 금리는 4.0%인데 이랜드리테일의 신용평가 등급 상향 시 회사채 발행으로 3%대 금리에 조달이 가능할 전망이다. 조달금리 0.5%p 하락 시 주당 배당금은 9.8% 상승하는 구조다.

유동인구가 많은 핵심 도시에 위치한 기초자산: 이리츠코크렙의 기초자산인 5개 매장들은 유동인구가 많은 수도권 핵심 입지에 위치한다. 이들 지역은 모두 도보권으로 이용 가능한 상권이며, 아울렛 매장들이라는 점에서 경기에 상대적으로 덜 민감하다. 일본 도시에 기초자산이 위치한 우량 리츠들은 리테일리츠에 대한 우려에도 불구하고, 최근 안정적인 주가를 보여줬는데 이는 고령화로 도심몰의 수요는 여전히 강하다는 점을 시사한다.

이리츠코크렙 배당 추정 (십억원)

구분	5년 연평균 수익률	18/01- 18/06	18/07- 18/12	19/01- 19/06	19/07- 19/12	20/01- 20/06	20/07- 20/12	21/01- 21/06	21/07- 21/12	22/01- 22/06	22/07- 22/12	23/01- 23/06
수익합계	35.8	13.8	18.1	17.3	17.4	17.5	17.7	17.8	18.1	18.2	18.4	18.5
야탑/일산/평촌	28.9	13.8	14.2	14	14.2	14.2	14.4	14.4	14.6	14.7	14.8	14.9
중계/분당	6.9	0	4	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6
영업비용	13.3	6.4	7	6.5	6.6	6.6	6.6	6.5	6.6	6.5	6.6	6.5
이자비용	11.7	5.8	6.4	5.8	5.9	5.8	5.9	5.8	5.9	5.8	5.9	5.8
운용비용	1.5	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
총 배당 예상액	22.5	7.4	11.1	10.7	10.8	11.1	11.1	11.3	11.5	11.7	11.8	11.9
주당 배당예상액	356	118	175	175	171	175	175	178	182	185	186	188
배당수익률												
1) 목표주가 기준	4.9%	3.3%	4.9%		4.7%		4.9%		5.0%		5.2%	
2) 현 주가 기준	5.7%	3.8%	5.6%		5.5%		5.6%		5.8%		6.0%	

주: 7월 10일 종가 기준

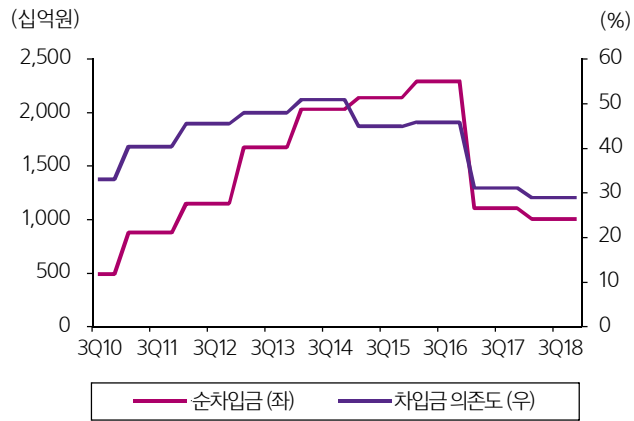
자료: 삼성증권

이리츠코크렙 기초자산 요약(십억원)

	뉴코아 야탑점	뉴코아 일산점	뉴코아 평촌점	아울렛 분당점	아울렛 중계점
위치	분당구 야탑동	고양시 마두동	안양시 호계동	성남시 구미동	노원구 중계동
대지면적(㎡)	8,047	5,712	5,746	4,588	4,007
연면적(㎡)	76,939	60,148	69,765	45,765	31,709
건물규모	지하 7층/지상 8층	지하 7층/지상 10층	지하 7층/지상 12층	지하 7층/지상 8층	지하 4층/지상 8층
감정가	228.4	149.7	188.6	120.9	145.2
임대기간	16년 마스터리스	16년 마스터리스	16년 마스터리스	20년 마스터리스	20년 마스터리스
연 임대료	10.9	7.8	9.1	6.1	7.0
임대료 인상률	매년 CPI만큼 상승(최소 0%~최대 2.5%)			(최소 0%~최대 1.5%)	
관리비	Triple net				

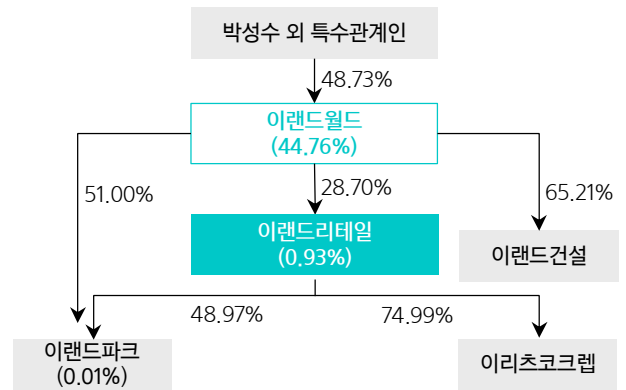
자료: 이리츠코크렙

이랜드리테일 순차입금과 차입금 의존도 추이



자료: FnGuide, 삼성증권

이랜드리테일 그룹 지배구조(1Q19)



자료: 전자공시, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	n/a	17	42	43	43
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	17	42	43	43
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	4	10	10	10
영업이익	n/a	13	32	32	33
(영업이익률, %)	n/a	74.7	76.3	76.4	76.5
영업외손익	n/a	(8)	(18)	(17)	(18)
금융수익	n/a	0	0	0	0
금융비용	n/a	8	18	17	18
지분법손익	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
세전이익	n/a	5	14	15	16
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	n/a	5	14	15	16
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
순이익	n/a	5	14	15	16
(순이익률, %)	n/a	29.2	32.8	36.4	36.0
지배주주순이익	n/a	5	14	15	16
비지배주주순이익	n/a	0	0	0	0
EBITDA	n/a	17	32	32	33
(EBITDA 이익률, %)	n/a	95.8	76.3	76.4	76.5
EPS (지배주주)	n/a	90	217	245	245
EPS (연결기준)	n/a	90	217	245	245
수정 EPS (원)*	n/a	90	217	245	245

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	7	17	22	25
당기순이익	n/a	5	14	15	16
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	11	15	15	15
유형자산 감가상각비	n/a	4	0	0	0
무형자산 상각비	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	7	15	15	15
영업활동 자산부채 변동	n/a	1	3	7	9
투자활동에서의 현금흐름	n/a	(96)	4	(1)	0
유형자산 증감	n/a	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	(2)	2	0	0
기타	n/a	(94)	2	(1)	0
재무활동에서의 현금흐름	n/a	11	(25)	(22)	(23)
차입금의 증가(감소)	n/a	432	0	0	(1)
자본금의 증가(감소)	n/a	79	(3)	0	0
배당금	n/a	(7)	(22)	(22)	(22)
기타	n/a	(493)	0	0	0
현금증감	n/a	(78)	(5)	(0)	1
기초현금	n/a	98	20	16	15
기말현금	n/a	20	16	15	17
Gross cash flow	n/a	16	29	30	30
Free cash flow	n/a	7	17	22	25

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이리츠코크렙, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	n/a	22	16	16	17
현금 및 현금등가물	n/a	20	16	16	17
매출채권	n/a	0	0	0	0
재고자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	2	0	0	0
비유동자산	n/a	706	704	705	705
투자자산	n/a	0	0	0	0
유형자산	n/a	0	0	0	0
무형자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	706	704	705	705
자산총계	n/a	728	720	721	722
유동부채	n/a	4	18	25	34
매입채무	n/a	0	0	0	0
단기차입금	n/a	0	0	0	0
기타 유동부채	n/a	4	18	25	34
비유동부채	n/a	451	440	440	439
사채 및 장기차입금	0	432	432	432	431
기타 비유동부채	n/a	19	8	8	8
부채총계	n/a	455	458	465	473
지배주주지분	n/a	273	262	256	249
자본금	n/a	32	32	32	32
자본잉여금	n/a	48	45	45	45
이익잉여금	n/a	194	186	179	173
기타	n/a	(0)	0	0	0
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	273	262	256	249
순부채	n/a	410	416	416	414

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	141.9	1.5	1.5
영업이익	n/a	n/a	146.9	1.7	1.7
순이익	n/a	n/a	171.7	12.6	0.2
수정 EPS**	n/a	n/a	140.3	12.6	0.2
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	90	217	245	245
EPS (연결기준)	n/a	90	217	245	245
수정 EPS**	n/a	90	217	245	245
BPS	n/a	4,317	4,141	4,040	3,932
DPS (보통주)	196	293	346	350	360
Valuations (배)					
P/E***	n/a	69.6	28.4	25.2	25.1
P/B***	n/a	1.5	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA	n/a	48.2	25.2	24.8	24.3
비율					
ROE (%)	n/a	1.9	5.1	6.0	6.2
ROA (%)	n/a	0.7	1.9	2.2	2.2
ROIC (%)	n/a	(363.7)	(303.5)	(154.7)	(113.9)
배당성향 (%)	n/a	365.8	159.2	143.1	146.8
배당수익률 (보통주, %)	3.2	4.7	5.6	5.7	5.8
순부채비용 (%)	n/a	150.0	158.6	162.6	166.2
이자보상배율 (배)	n/a	1.7	2.1	2.2	2.2

2019. 7. 12

Company
Initiation

맥쿼리인프라 (088980)

검증된 인프라 운용 역량

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

Jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 13,000원 (13.0%)

현재주가 11,500원

시가총액 4,0조원
 Shares (float) 349,044,336주 (92.2%)
 52주 최저/최고 8,830원/12,150원
 60일 평균거래대금 96.8억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
맥쿼리인프라 (%)	(2.6)	23.1	28.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	(1.6)	23.9	43.3

SAMSUNG vs THE STREET

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

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

- 12개의 인프라자산을 펀드형태로 보유한 상장 인프라펀드
- 2018년 말~2019년 초, 기본 보수요율 하향조정, 성과보수는 1년 누적 기준성과를 초과해야 지급하는 구조로 변경함에 따라 연간 주당 분배금 30원 상승 예상

WHAT'S THE STORY

국내 최대의 인프라펀드: 맥쿼리인프라는 운용사인 'Macquarie Korea Asset Management'에 의해 운용되는 상장 인프라펀드다. 현재 11개의 도로자산과 1개의 항만을 펀드형태로 보유하고 있으며 투자형태는 선순위대출, 후순위대출, 주식 등이다. 각 펀드마다 통행료 수입이 발생하면 운용비용을 차감한 후 이를 이자수익과 배당금 형태로 지급하는데 맥쿼리인프라는 이 수익들을 운용수익으로 인식하고 운용비용을 차감한 뒤, 맥쿼리인프라 주주에게 분배금을 지급하는 구조다.

보수 체계조정으로 주당 분배금 증가: 맥쿼리인프라의 보수체계는 기본 운용보수와 성과보수로 구성된다. 기존에는 기본 보수요율이 시가총액의 1.1~1.25%였고 분기마다 total return(주가 상승분+배당수익)이 8% 초과 시 초과분의 20%만큼을 성과보수로 지급해 왔다. 이에 따른 딜레마는 맥쿼리인프라의 주가가 오를수록 성과보수가 크게 증가해 맥쿼리인프라의 분배금과 주가 upside를 저해하는 것이었다. 그러나 2018년 하반기 '플랫폼파트너스'와의 분쟁 이후 Macquarie Korea Asset Management는 2019년 4월 1일부터 기본 보수요율을 0.85%로 하향 조정하고, 2) 성과보수는 1년의 누적 기준성과를 초과해야만 지급되는 구조로 변경했다. 이어 올해 초, 성과보수 체계를 아예 없애 버림에 따라 연간 주당분배금은 약 30원 상승할 전망이다.

2019년 예상 배당수익률 6.1%: 상반기 주당분배금은 350원으로 하반기도 유사한 수치 가정 시 2019년 예상 배당수익률은 6.1%로 추정된다. 맥쿼리인프라는 세무상 혹은 배당가능이익 중 큰 금액을 100% 성향으로 배당한다. 향후 실적과 배당 업사이드는 현재 MRG가 없는 자산 중 통행량이 우수하거나, 추가로 신규투자를 할 경우 발생하게 된다. 현재 맥쿼리인프라는 에너지, 신재생 등에 투자를 고려하고 있으며 기존 배당수익률을 훼손하지 않는 자산을 검토 중이다. 지난 10년간 맥쿼리인프라의 주가는 4배 상승했고 배당수익률은 5~6%대를 유지했는데 이는 리파이낸싱과 추가 지분투자로 우수한 포트폴리오 운용을 해 왔기 때문이며 AMC 고유의 운용역량을 입증하는 것이다. 목표주가를 13,000원으로 상향한다. 배당할인모형을 사용해 추정했으며 Cost of equity 4.3%, Cost of debt 3.9%, Target gearing 9.4%를 가정했다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
운용수익(십억원)	262	308	306	311
영업이익	208	259	258	264
순이익 (십억원)	208	259	258	264
EPS (adj) (원)	595	742	739	756
EPS (adj) growth (%)	10.9	24.7	(0.4)	2.3
영업이익률 (%)	79.4	83.8	84.0	84.8
ROE (%)	11.2	13.9	13.6	13.9
P/E (adj) (배)	15.6	15.5	15.6	15.2
P/B (배)	1.8	2.1	2.1	2.1
ROA (%)	9.8	11.9	11.6	11.8
Dividend yield (%)	6.7	6.1	6.4	6.7

자료: 삼성증권 추정

2018년과 올 1분기 실적은 예상을 상회: 맥쿼리인프라의 2018년과 올 1분기 순이익은 시장 예상치를 크게 상회했다. 2018년 실적 호조의 원인은 1) 부산항 신항의 물동량이 순조로워 가동률이 95.9%에 달했고(6.6%pYoY), 2) 기존 도로자산 대부분 양호한 통행량을 보였으며, 3) 2018년 초 리파이낸싱을 통해 이자비용 절감효과가 나타났기 때문이다. 이어 2019년 1분기 순이익은 전년대비 34% 증가하는 서프라이즈였는데, 1) 천안, 신공항, 수정산터널 등 3개 자산에서 세무소송 승소에 따른 세금 환입 효과로 배당이 증가했고, 2) 서울-춘천고속도로의 리파이낸싱으로 이자수익이 전년대비 30억원 증가(연간 100억원 증가 예상)했으며, 3) 수정산 터널에서 배당이 시작된 영향이다. 1분기 5건의 세무소송 승소로 내년 상반기까지 배당금 상승이 예상되는데다, 자산 건전성이 개선됐다는 점이 가장 긍정적이다.

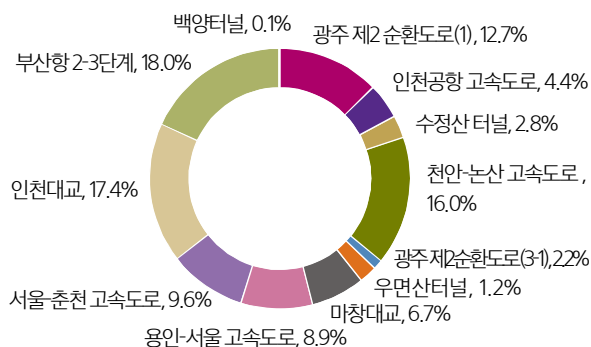
투자자 제한도 없어 같은 속성을 지닌 리츠 대비 폭넓은 수요처 확보: 리츠와 유사한 성격을 지녔지만 기초자산이 SOC인 '상장인프라 주식'이다. 'IFRS 21' 도입으로 보험사는 투자 대상별로 차등해서 신용위험계수만큼 투자금액의 일정 비율을 충당금으로 적립해야 하는데, 여전히 위험계수 12%가 적용되는 상장리츠(KOSPI 200에 편입되지 않았을 경우)와 달리 맥쿼리인프라는 6%를 적용받음에 따라 보험사의 주요 투자대상이 되고 있다.

맥쿼리인프라 분기실적 추정(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
운용수익	105	48	57	51	137	52	65	55	227	240	262	308	306	311
YoY	8.6%	11.0%	9.9%	6.9%	30.4%	9.2%	13.2%	6.1%	3.3%	5.8%	9.0%	17.9%	-0.7%	1.4%
이자수익	47	48	50	51	51	52	52	54	177	178	196	209	212	214
배당수익	58	-	7	-	86	-	12	-	40	62	66	99	94	97
기타운용수익	-	-	-	-	-	-	-	-	10	1	-	-	-	-
운용비용	13	13	14	14	13	12	11	14	97	53	54	49	49	47
운용수수료	9	10	10	9	10	10	8	8	38	37	38	35	34	31
이자비용	3	2	2	3	2	2	2	3	16	13	10	9	10	10
기타운용비용	(1)	(1)	(2)	(2)	1	1	1	3	81	39	44	5	5	5
영업이익	93	35	43	37	124	65	75	68	130	187	208	259	258	264
YoY	10.3%	20.4%	10.9%	4.6%	34.2%	84.1%	74.8%	84.9%	-15.5%	44.2%	10.9%	24.7%	-0.4%	2.3%
법인세차감전순이익	93	35	43	37	124	65	75	68	130	187	208	259	258	264
법인세	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
법인세율 (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
당기순이익	93	35	43	37	124	65	75	68	130	187	208	259	258	264
YoY	10.3%	20.4%	10.9%	4.6%	34.2%	84.1%	74.8%	84.9%	-15.5%	44.2%	10.9%	24.7%	-0.4%	2.3%

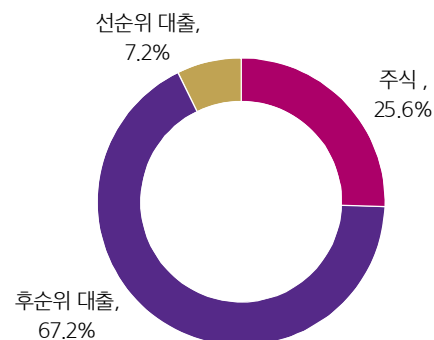
자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

그림 1. 맥쿼리인프라 투자액 기준 자산별 구성



자료: 맥쿼리인프라

그림 2. 맥쿼리인프라 자산의 투자형태별 구성



자료: 맥쿼리인프라

대차대조표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	1,756	1,730	1,757	1,785	1,781
대출금	1,227	1,268	1,281	1,293	1,306
현금및예치금	38	19	20	22	23
지분증권	491	443	456	470	452
기타자산	358	415	438	450	463
미수이자	348	409	430	443	456
미수금	3	3	3	3	3
선급비용	2	2	2	2	2
미수배당금	5	1	1	1	1
자산총계	2,114	2,145	2,195	2,235	2,245
운용부채	250	282	282	309	315
사채	250	199	199	209	210
장기차입금	-	83	83	100	105
미지급운용수수료	9	9	10	10	10
기타부채	6	7	15	15	14
부채총계	265	298	307	334	339
자본금	1,816	1,816	1,816	1,816	1,816
자본잉여금	-	-	-	-	-
자본조정	-	-	-	-	-
기타포괄손익누계액	-	-	-	-	-
이익잉여금	33	31	73	87	92
자본총계	1,848	1,847	1,888	1,902	1,908

수익률

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성(%)					
영업이익률	78.0	79.4	83.8	84.0	84.8
순이익률	78.0	79.4	83.8	84.0	84.8
ROE	10.7	11.2	13.9	13.6	13.9
ROA	8.9	9.8	11.9	11.6	11.8
배당수익률	6.4	6.7	6.1	6.4	6.7
배당성향	98.3	104.5	94.3	100.1	101.8
Valuation(배)					
PER	15.4	15.6	15.5	15.6	15.2
PBR	1.6	1.8	2.1	2.1	2.1

손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용수익	240	262	308	306	311
이자수익	178	196	209	212	214
배당수익	62	66	99	94	97
기타운용수익	1	-	-	-	-
운용비용	53	54	49	48	47
이자비용	13	10	9	10	10
운용수수료	37	38	35	34	31
기타운용비용	39	44	5	5	5
영업이익	187	208	259	258	264
영업외손익	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	187	208	259	258	264
법인세비용	-	-	-	-	-
법인세율(%)	-	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-	-
당기순이익	187	208	259	258	264

주요 투자지표

12월 31일 기준 (원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성(%, YoY)					
매출증가율	5.8	9.0	17.9	(0.7)	1.4
영업이익증가율	44.2	10.9	24.7	(0.4)	2.3
순이익증가율	44.2	10.9	24.7	(0.4)	2.3
EPS 증가율	36.9	10.9	24.7	(0.4)	2.3
주당지표(원)					
EPS	537	595	742	739	756
BVPS	5,295	5,290	5,410	5,450	5,466
DPS	527	620	700	740	770

Company Initiation

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

Jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 34,000원 (34.9%)

현재주가	25,200원
시가총액	4,785.5억원
Shares (float)	18,990,164주 (38.8%)
52 주 최저/최고	23,950원/37,400원
60 일-평균거래대금	4.4억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK디앤디 (%)	-10.8	-6.5	-23.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.0	-6.3	-14.6

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	41,000
Recommendation	4.0

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

2019. 7. 12

SK디앤디 (210980)

개발 부동산 유동화로 2020년 최대 실적 예상

- 2018년 한앤컴퍼니와 SK가스로 대주주 변경, 공동 경영 시작
- 2019년 준공 개발 프로젝트가 적고 ESS 화재로 실적 저조하나 2020년은 총 0.8조원에 달하는 대형 프로젝트의 준공이 예정돼 있어 사상 최대 실적 전망
- 최근 부동산 간접투자상품/투자기구의 고성장으로 전방산업에 있는 SK디앤디에게 우호적

WHAT'S THE STORY

국내 최대의 순수 디벨로퍼, 2018년 말 자본 확충으로 개발 역량 강화: SK디앤디는 국내 최대의 상업용 부동산 디벨로퍼로, 시공을 분리함으로써 유연한 시장 대응과 높은 ROE를 추구한다. 2018년, 대주주인 SK가스는 보유 지분 중 3.5%를, 최창원 SK디스커버리 부회장은 보유 지분 전량을 한앤컴퍼니에 매각했다. 연말에 1,300억원 규모의 주주배정 유상증자를 실시함에 따라 한앤컴퍼니의 지분율은 29.3%로 증가했으며 한앤컴퍼니와 SK가스는 SK디앤디의 공동 경영을 시작했다.

2020년 최대 이익, 부동산 유동화 시장 확대는 긍정적 환경: 2018년 기준 SK디앤디의 매출은 72%가 부동산 개발, 19%가 신재생, 4%가 ESS에서 발생하며 나머지는 가구 등 기타 사이다. 2019년은 준공 프로젝트가 서소문오피스(총 매출 2,29억원), '문래 SK V1 지식센터'(776억원)에 불과해 부동산 개발 매출이 적지만 2020년에는 '성수 V1', '성수 W' 지식센터(총 2,900억원), 저동호텔(1,655억원), 켄싱턴호텔(2,500억원) 등 대형 프로젝트 4건이 준공되며 매출과 현금흐름에 크게 기여할 것이다. 켄싱턴호텔은 이지스자산운용이 AMC로 설립할 리츠에 매각할 계획인 리모델링 프로젝트로, 양호한 수익성이 예상된다. 이에 따라 2020년 매출은 0.9조원, 영업이익은 1,327억원으로 창사 이래 최대 실적이 예상된다. 현재 2021년 준공 프로젝트가 확정되지 않았으나 현재 확보한 프로젝트 확정 시, 2021년에도 성장을 이어갈 전망이다. 최근 리츠 등 부동산 투자기구가 고성장을 하고 있어 전방에 있는 SK디앤디와 같은 디벨로퍼에게는 우호적 환경이 조성되고 있다.

목표주가 34,000원 제시: 자기자본비용 9.1%, 지속 가능 ROE 15%를 감안해 목표 PBR을 1.6배를 적용, 목표주가 34,000원과 BUY의견을 제시한다. 유상증자로 부동산 개발과 ESS사업 확장 여력이 생겼고 연료전지 등 장기 성장을 위한 준비 중임에도 12M FW PBR 1.2배로 역사적 최저 수준이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	563	471	909	588
영업이익 (십억원)	85	69	133	85
순이익 (십억원)	52	34	91	92
EPS (adj) (원)	3,235	1,796	4,792	4,826
EPS (adj) growth (%)	(3.8)	(44.5)	166.8	0.7
EBITDA margin (%)	17.3	17.1	15.8	16.2
ROE (%)	17.3	9.5	22.1	18.7
P/E (adj) (배)	7.8	14.0	5.3	5.2
P/B (배)	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (배)	13.0	15.0	7.2	11.3
Dividend yield (%)	2.3	1.6	3.8	3.8

자료: 삼성증권 추정

디벨로퍼 역량을 기반으로 ESS에 이어 연료전지 사업 진출: 2018년부터 ESS(Energy Storage System: 에너지 저장장치)사업에 진출했다. 올 1월 울산 ESS 현장 사고로 90억원의 매출 타격이 있었으며 6월부터는 재가동되고 있어 2분기도 손익 부진이 이어질 전망이다. 현재 가동 중인 ESS 사이트 용량 296MW를 비롯해, 총 491MW의 ESS 현장을 보유하고 있으며 설치 중인 용량은 278MW에 달한다. 이어 ESS 사업에 진출했는데, SK건설이 건설한 ESS 공장의 비용 절감분을 SK디앤디와 공유하는 방식이다. 초기 투자비가 많이 들고 15년간 투자금을 회수할 수 없지만, SK디앤디는 매년 운영해 발생하는 전기요금 절감분을 받는 방식으로 수익을 보전할 계획이며, 이에 따른 예상 IRR은 7%로 추정된다. '분산 전원시대'를 앞두고 SK디앤디는 SK가스가 그랬듯, 전국에 ESS와 연료전지 거점을 만들겠다는 계획이다. 첫 프로젝트로 청주(20MW, EPC 수주액 5,600억원)의 인허가 진행 중이며 올 4분기 착공 예정이다.

신재생/ESS/연료전지 사업 모두 필수적으로 디벨로퍼 역량이 요구된다. 적절한 부지 확보능력과 복잡한 인허가의 노하우가 필요하며 건설과 운영, 이후 매각 프로세스에 가장 익숙해, 해당 사업에 확장이 용이하다. 더불어 안정적 현금흐름이 발생하는 사업 특성상 주력인 부동산 개발사업에서 나타날 수 있는 높은 변동성과 리스크를 헤지할 수 있다.

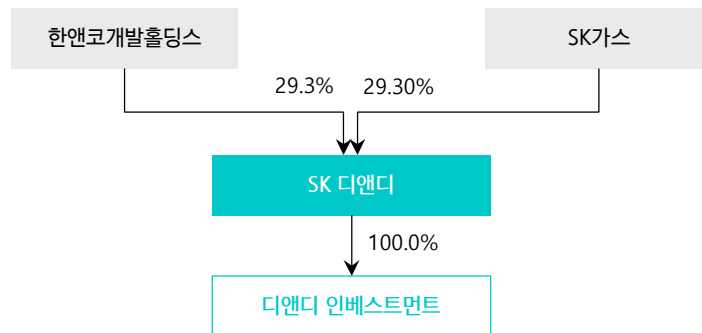
임대주택사업으로 리츠 출시 준비: 수유, 신촌, 서초 2곳 등 총 2,029세대, 4개 사업지에서 임대주택 사업을 추진 중이다. 모두 2021년 하반기부터 운영을 시작할 예정이며 그 외 논현과 목동에서 1천세대의 추가 사업을 추진하고 있어 2023년에는 최소 3천세대 이상의 임대주택을 운영하게 된다. 향후 SK디앤디는 자회사 리츠AMC인 '디앤디인베스트먼트'와 연계해 임대주택 운영사업을 추진하고 리츠를 출시할 계획이다. 인구는 줄어도 이동성 강한 1인가구는 지속적으로 늘어나므로 장기적으로 임대주택의 수요는 충분하다. 임대주택 사업의 초기 IRR은 4%에 불과하나 8년 뒤 매각 등 다양한 자산 리밸런싱으로 리츠AMC의 수익 제고를 꾀할 수 있다.

SK디앤디 분기실적 추정(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출	45.1	276.6	114.9	126.2	52.3	56.5	137.1	224.8	562.8	470.7	909.4	588.0
부동산개발	17.7	254.9	77.1	56.3	26.3	29.5	103.1	135.8	406.0	294.7	651.4	350.0
신재생에너지	22.0	14.6	25.4	43.8	13.9	15.0	20.0	71.1	105.8	120.0	200.0	180.0
ESS	1.3	2.4	5.9	11.7	3.6	7.0	9.0	8.4	21.3	28.0	30.0	30.0
가구/기타	3.8	4.9	6.6	14.4	8.5	5.0	5.0	9.5	29.7	28.0	28.0	28.0
영업이익	1.1	60.0	9.7	14.2	적전	4.8	16.8	47.7	85.1	68.7	132.7	84.8
YoY	-91.0%	744.1%	67.4%	-1134.7%	-148.0%	-92.1%	73.3%	235.3%	259.1%	11.0%	93.1%	-36.1%
부동산개발	(0.6)	60.8	8.8	8.8	1.5	2.1	10.3	28.8	77.8	42.7	97.7	50.8
신재생에너지	4.8	2.4	1.0	2.8	1.8	1.7	2.0	6.6	11.0	12.0	20.0	19.0
ESS	0.4	0.9	3.0	6.8	(0.4)	1.1	4.5	8.9	11.1	14.0	15.0	15.0
가구/공통비	(3.5)	(4.1)	(3.1)	23.8	(3.4)	0.0	0.0	3.4	13.1	0.0	0.0	0.0
영업이익률	2.4%	21.7%	8.4%	11.3%	-1.0%	8.4%	12.3%	21.2%	15.1%	14.6%	14.6%	14.4%
세전이익	(2.1)	58.2	6.9	6.2	(7.3)	(2.2)	11.8	43.1	69.1	45.3	121.7	121.8
순이익	(1.8)	43.9	5.6	4.6	(4.9)	(1.7)	9.1	35.7	52.4	34.0	91.3	91.3
지배주주 순이익	(1.8)	43.9	4.9	5.3	(4.9)	(1.7)	9.1	35.7	52.4	34.0	91.3	91.3

자료: 삼성증권

SK디앤디 지배구조(1Q19 기준)



자료: 전자공시

SK디앤디 부동산 개발사업 파이프라인별 매출 예상 (십억원)

프로젝트	사업유형	착공-완공	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
가산 V1, W 센터	자체사업 분양	15-18	182				
강남역 BIEL 오피스텔	자체사업 분양	15-18	54				
서소문 오피스	자체사업 선매각	17/03-19/08	46	171			
문래 SK V1 지식센터	분양 인도기준	17/07-19/09		78			
성수 V1, W 지식센터	분양 인도기준	17/12-20/05			290		
저동 호텔	자체사업 선매각	18/04-20/10	8	33	124		
판교 호텔	REF	18/05-21					
명동 호텔	REF (35%)	18/06-21					
컨싱턴호텔	자체사업 선매각	2H19-20		13	238		
삼일빌딩 개발	REF 개발	2H19-21					
당산 생각공장	자체사업 분양	1H20-22					400
Total			290	295	651	-	400

주: 판교/명동호텔과 삼일빌딩은 부동산펀드 형태로 자본법손익으로 유입

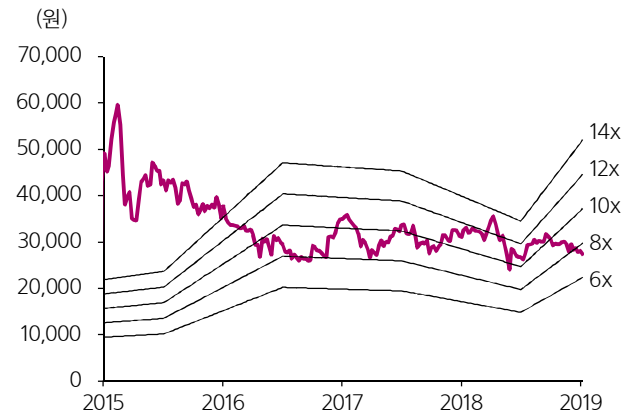
자료: SK디앤디

SK디앤디 PBR밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

SK디앤디 PER밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	331	563	471	909	588
매출원가	251	421	346	702	447
매출총이익	80	141	125	208	141
(매출총이익률, %)	24.2	25.1	26.5	22.8	23.9
판매 및 일반관리비	56	56	56	75	56
영업이익	24	85	69	133	85
(영업이익률, %)	7.2	15.1	14.6	14.6	14.4
영업외손익	65	(16)	(23)	(11)	37
금융수익	12	8	1	1	1
금융비용	13	21	25	12	9
지분법손익	0	(4)	0	0	45
기타	65	1	1	(0)	0
세전이익	89	69	45	122	122
법인세	24	17	11	31	30
(법인세율, %)	26.8	24.2	24.8	25.3	24.8
계속사업이익	65	52	34	91	91
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	65	52	34	91	91
(순이익률, %)	19.7	9.3	7.2	10.0	15.6
지배주주순이익	54	52	34	91	92
비지배주주순이익	11	0	0	0	0
EBITDA	29	97	80	144	95
(EBITDA 이익률, %)	8.9	17.3	17.1	15.8	16.2
EPS (지배주주)	3,362	3,235	1,796	4,792	4,826
EPS (연결기준)	4,024	3,235	1,796	4,792	4,826
수정 EPS (원)*	3,362	3,235	1,796	4,792	4,826

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(157)	(134)	(13)	178	(20)
당기순이익	65	52	34	91	92
현금유출입이없는 비용 및 수익	(27)	52	47	52	49
유형자산 감가상각비	6	12	12	11	10
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	(33)	39	35	41	38
영업활동 자산부채 변동	(156)	(212)	(59)	76	(122)
투자활동에서의 현금흐름	191	(266)	43	(17)	12
유형자산 증감	(25)	(209)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	31	30	43	(17)	12
기타	184	(87)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(34)	442	(44)	(41)	(51)
차입금의 증가(감소)	63	377	(33)	(33)	(33)
자본금의 증가(감소)	1	81	0	0	0
배당금	(6)	(10)	(11)	(8)	(18)
기타	(93)	(7)	0	(0)	0
현금증감	24	41	28	121	(58)
기초현금	41	65	107	135	256
기말현금	65	107	135	256	197
Gross cash flow	38	104	81	143	140
Free cash flow	(182)	(344)	(13)	178	(20)

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK디앤디, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	702	914	979	1,158	1,130
현금 및 현금등가물	65	107	135	256	197
매출채권	29	81	86	90	94
재고자산	321	470	494	519	545
기타	286	256	264	293	294
비유동자산	239	576	482	470	460
투자자산	90	140	58	58	58
유형자산	103	304	292	281	271
무형자산	6	9	9	9	9
기타	40	122	122	122	122
자산총계	941	1,490	1,460	1,628	1,589
유동부채	308	733	697	788	697
매입채무	30	25	26	27	29
단기차입금	69	69	69	69	69
기타 유동부채	209	639	602	691	600
비유동부채	375	410	393	386	365
사채 및 장기차입금	360	392	377	362	347
기타 비유동부채	15	17	16	24	18
부채총계	683	1,142	1,090	1,174	1,062
지배주주지분	259	348	371	454	528
자본금	16	19	19	19	19
자본잉여금	85	163	163	163	163
이익잉여금	154	160	183	266	340
기타	3	6	6	6	6
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	259	348	371	454	528
순부채	441	789	731	560	598

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	19.7	70.1	(16.4)	93.2	(35.3)
영업이익	(41.4)	259.7	(19.2)	93.1	(36.1)
순이익	146.8	(19.4)	(34.9)	166.8	0.7
수정 EPS**	99.4	(3.8)	(44.5)	166.8	0.7
주당지표					
EPS (지배주주)	3,362	3,235	1,796	4,792	4,826
EPS (연결기준)	4,024	3,235	1,796	4,792	4,826
수정 EPS**	3,362	3,235	1,796	4,792	4,826
BPS	16,008	18,316	19,512	23,904	27,780
DPS (보통주)	600	600	400	950	950
Valuations (배)					
P/E***	7.5	7.8	14.0	5.3	5.2
P/B***	1.6	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	31.2	13.0	15.0	7.2	11.3
비율					
ROE (%)	23.1	17.3	9.5	22.1	18.7
ROA (%)	6.6	4.3	2.3	5.9	5.7
ROIC (%)	3.0	8.7	5.6	11.0	7.0
배당성향 (%)	17.8	21.7	22.3	19.8	19.7
배당수익률 (보통주, %)	2.4	2.3	1.6	3.8	3.8
순부채비율 (%)	170.4	226.8	197.2	123.3	113.4
이자보상배율 (배)	2.8	5.7	2.7	11.1	9.4

Company Initiation

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

Jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 2,900원 (31.2%)

현재주가	2,210원
시가총액	5,580.0억원
Shares (float)	252,489,230주 (60.8%)
52 주 최저/최고	2,210원/2,975원
60 일-평균거래대금	10.7억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국토지신탁 (%)	-5.8	-13.0	-20.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.9	-12.8	-11.7

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	3,200
Recommendation	4.0

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

2019. 7. 12

한국토지신탁 (034830)

대안상품이 필요하다

- 올 3분기, 신규 인허가를 받은 3개 player 진입이 예고돼 있어 시장 둔화와 더불어 경쟁 심화의 우려 대두
- 향후 영업수익 감소는 불가피하나 타사들 대비 차입형신탁 수주 감소 속도가 더디고, 대손충당금 규모가 크지 않다는 점에서 하방 경직성 확보

WHAT'S THE STORY

시장 둔화에 경쟁자 출현까지: 현재 부동산 신탁업계의 상황은 '내우외환'으로 표현된다. 주택시장 규제로 공급량이 많았던 지방시장부터 타격을 받고 있을 뿐 아니라, 올해 3월 한국투자증권, 대신증권, 신영증권 컨소시엄 등 3개 업체가 신탁업 신규인가를 받음에 따라 기존의 Big 2인 한국토지신탁과 한국자산신탁의 입지가 흔들릴 수 있는 상황이다. 정부는 향후 2년간 신규인가 업체에게 차입형신탁 시장에 진출을 금지했지만 이미 2018년 하반기부터 차입형신탁 시장이 급격히 꺾이고 있어 큰 의미는 없다.

2019년 외형 감소의 우려: 한국토지신탁의 차입형신탁 수주액은 2016년 1,509억원에서 2017년 1,165억원, 2018년 1,030억원으로 지속 하락해 2019년부터 영업수익 감소가 우려된다. 신규 비즈니스로 집중했던 도시정비사업에서 연 300~500억원의 수주를 달성하고 있으나 매출까지 시간이 많이 소요된다는 점에서 단기적으로 기여도는 미미하다. 올해 차입형신탁 500억원, 기타 300억원, 정비사업 1천억원의 수주가 예상돼 총 수주는 전년과 유사하겠지만 매출 가시성이 높은 차입형신탁 수주 감소는 우려 요인이다.

보수적 실적 추정에도 PBR 0.5배, ROE 15%: 향후 3년간 신탁업계 전반의 어려운 시기가 예상되나 1) 타사들 대비 차입형신탁 수주가 2018년까지 1천억원대로 견조했고, 2) 서울 핵심지역 대비 진행 속도가 그나마 빠른 비핵심 지역 중소 사업장 중심의 정비사업 수주를 했다는 점이 오히려 실적 연착륙의 요소로 작용하고 있다. 총당금 리스크를 반영한 보수적 실적 추정에도 2019F PBR은 0.5배, ROE는 14.7%, 2019F 예상 배당수익률은 3.4%로 추가적인 주가 하락 리스크는 제한적이다. 우리가 BUY를 추천하는 이유는 성장성보다는 극단적인 저평가에 의한 것이다. COE 9.7%, 지속 가능한 ROE 7%를 감안, 목표 PBR 0.7배를 적용해 산출한 목표주가 2,900원을 제시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	269	245	234	208
영업이익 (십억원)	185	150	134	120
순이익 (십억원)	167	131	115	105
EPS (adj) (원)	662	519	456	416
EPS (adj) growth (%)	0.0	(21.6)	(12.0)	(8.9)
EBITDA margin (%)	68.8	61.5	57.6	58.0
ROE (%)	21.8	14.7	11.4	9.6
P/E (adj) (배)	4.1	4.3	4.8	5.3
P/B (배)	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	5.2	5.6	6.3	6.8
Dividend yield (%)	4.1	3.4	3.2	3.2

자료: 삼성증권 추정

향후 대손충당금에 따라 손익 변동성 확대: 올해 손익에 리스크는 top line 외에도 bottom line 에서도 발생할 수 있다. 2018년 상반기까지는 새로이 적용된 'IFRS 9' 기준 영향으로 기존에 보수적으로 쌓았던 대손충당금 환입이 지속돼 손익에 기여했으나 작년 하반기부터는 환입 효과가 사라지고 신규 대손충당금 설정이 늘어나는 상황이다. 통영, 거제 등 일부 경상지역에서 준공 후 미분양 해소 속도가 느리기 때문이며 이에 따라 향후 손익 변동성이 커질 전망이다.

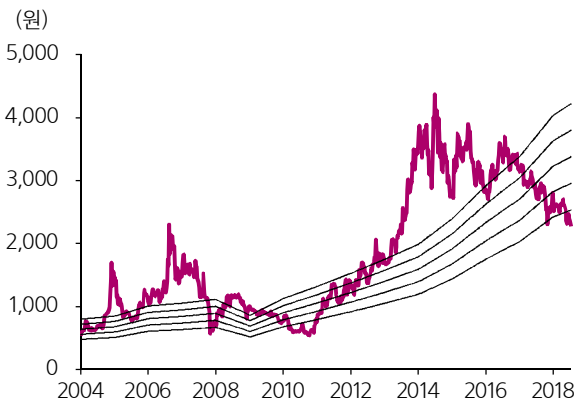
리츠 등 대안상품을 찾기 위한 노력: 그간 한국토지신탁이 업계 1위의 손익과 인당 영업수익을 기록했던 이유는 차입형신탁에서 파생된 이익이 영업이익의 90%를 차지했기 때문이다. 주택시장 규제와 신규 경쟁자 진입으로 향후 이 같은 포트폴리오가 지속되기 어렵다는 점에서 사측은 대안상품을 찾기 위해 노력 중이다. 그 중 하나가 리츠AMC 비즈니스다. 개발사업인 차입형신탁의 변동성을 헤지할 수 있는 안정성과 꾸준한 현금흐름 유입이 가능한 비즈니스 구조기 때문이다. 현재 리츠AMC 영업수익은 연 30억원 수준으로 미미하나 향후 개발형 리츠 중심으로 리츠AMC를 확대할 경우 시너지와 수익 기여도가 높아질 것이다. 차입형신탁 1위의 역량으로 후방산업인 리츠AMC에서도 역량을 발휘할 것으로 기대한다.

한국토지신탁 분기실적 추정 (십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업수익	72.8	66.7	64.9	65.0	62.8	72.8	61.1	48.2	250.0	269.3	245.0	233.8	208.4
YoY	33.8%	-0.6%	3.0%	-0.7%	-13.7%	9.3%	-5.8%	-25.9%	40.5%	7.7%	-9.0%	-4.6%	-10.9%
수수료수익	43.1	49.5	45.2	49.7	40.7	47.2	39.4	30.1	187.7	187.5	157.5	141.2	115.8
이자수익	18.5	16.6	20.2	20.9	19.4	24.3	20.2	17.1	53.5	76.2	81.0	84.6	84.6
증권평가/처분이익	0.3	0.0	0.1	1.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.0	1.6	1.5	2.0	2.0
기타	10.9	0.6	(0.6)	(6.8)	2.4	1.0	1.0	0.6	5.9	4.1	5.0	6.0	6.0
영업비용	18.7	22.5	19.8	23.8	24.3	25.5	21.0	24.5	78.8	84.8	95.3	100.1	88.4
이자비용	4.7	3.6	3.0	4.4	4.0	3.0	4.0	5.1	13.9	15.7	16.1	18.1	17.4
증권평가/처분손실	0.0	0.1	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	1.0	0.2	0.9	1.0	1.0	1.0
판관비	13.2	16.9	14.3	15.8	16.7	20.0	15.0	13.3	58.4	60.3	65.0	67.0	60.0
영업이익	54.0	44.2	45.1	41.3	38.6	47.3	40.1	23.7	171.2	184.5	149.7	133.7	119.9
YoY	45.5%	-4.4%	5.9%	-8.8%	-28.7%	7.2%	-11.1%	-42.7%	50.1%	7.8%	-18.9%	-10.7%	-10.3%
세전이익	69.7	47.3	58.0	48.0	41.8	52.3	48.1	32.5	221.0	222.9	174.7	153.7	139.9
법인세비용	16.5	12.0	13.8	13.6	11.7	13.1	12.0	6.8	53.1	55.9	43.7	38.4	35.0
지배주주순이익	53.1	35.3	44.1	34.6	30.1	39.3	36.1	25.7	167.2	167.1	131.0	115.2	105.0
YoY	86.3%	-50.9%	28.5%	6.7%	-43.4%	11.4%	-18.1%	-25.6%	37.8%	0.0%	-21.6%	-12.0%	-8.9%

자료: 한국토지신탁, 삼성증권

한국토지신탁 PBR밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

한국토지신탁 PER밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	250	269	245	234	208
이자수익	53	76	81	85	85
수수료수익	188	187	157	141	116
기타영업수익	9	6	7	8	8
영업비용	79	85	95	100	88
이자비용	14	16	16	18	17
판매비와 관리비	58	60	65	67	60
기타영업비용	7	9	14	15	11
영업이익	171	185	150	134	120
영업외수익	54	46	25	20	20
영업외비용	4	8	0	0	0
세전계속사업이익	221	223	175	154	140
법인세비용	53	56	44	38	35
당기순이익	168	167	131	115	105
지배주주지분 당기순이익	167	167	131	115	105
EBITDA	172	185	151	135	121

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	(97)	66	137	109	104
당기순이익	168	167	131	115	105
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(235)	(67)	(21)	(28)	(18)
기타	(30)	(35)	26	21	16
투자활동현금흐름	37	31	(112)	(83)	(63)
유형자산취득	(0)	(1)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(4)	(8)	(136)	(82)	(55)
무형자산순증	(0)	(0)	0	0	0
기타	42	40	24	(2)	(8)
재무활동현금흐름	79	33	(16)	(11)	(37)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의 순증	100	70	11	17	(18)
배당금지급	(18)	(25)	(27)	(28)	(19)
기타	(2)	(12)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가	20	130	9	15	4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한국토지신탁, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
금융자산	919	915	1,049	1,129	1,182
유동자산	107	251	268	292	306
현금성자산	41	171	180	195	199
기타 유동자산	66	80	88	97	107
비유동자산	185	210	214	218	223
투자자산	140	158	159	161	162
유형자산	1	1	1	1	1
기타 비유동자산	43	51	54	56	59
자산총계	1,211	1,376	1,531	1,639	1,710
유동부채	85	76	78	80	83
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	76	75	74	73
비유동부채	406	476	487	504	486
사채	299	359	310	330	315
기타 비유동부채	107	116	177	174	171
부채총계	491	551	564	584	569
지배주주지분	716	821	964	1,052	1,138
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본	(12)	(18)	(18)	(18)	(18)
이익잉여금	496	618	724	813	899
비지배주주지분	4	4	3	3	3
자본총계	719	825	967	1,055	1,141

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	662	662	519	456	416
BPS	2,834	3,379	4,019	4,388	4,747
DPS	0	110	75	70	70
성장성(% YoY)					
매출증가율	40.4	7.7	(9.0)	(4.6)	(10.9)
영업이익증가율	50.1	7.8	(18.9)	(10.7)	(10.3)
순이익증가율	38.2	(0.5)	(21.5)	(12.0)	(8.9)
EPS증가율	37.8	0.0	(21.6)	(12.0)	(8.9)
EBITDA증가율	50.2	7.8	(18.7)	(10.6)	(10.2)
수익성(%)					
영업이익률	68.5	68.5	61.1	57.2	57.6
순이익률	67.1	62.0	53.5	49.3	50.4
EBITDA Margin	68.8	68.8	61.5	57.6	58.0
ROA	15.5	12.9	9.0	7.3	6.3
ROE	25.7	21.8	14.7	11.4	9.6
배당수익률	0.0	4.1	3.4	3.2	3.2
배당성향	14.6	16.0	14.5	15.3	16.8
안정성					
순차입금(십억원)	338	278	280	282	260
차입금/자본총계비율(%)	52.7	54.5	47.6	45.2	40.2
Valuation(X)					
PER	4.7	4.1	4.3	4.8	5.3
PBR	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	5.2	5.6	6.3	6.8

Company
Initiation

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

Jenna1.soh@samsung.com

02 2020 7091

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
------	-------------	-----

목표주가 **4,200원** (5.9%)

현재주가	3,965원
시가총액	4,474.6억원
Shares (float)	112,853,251주 (44.0%)
52 주 최저/최고	3,811원/5,190원
60 일-평균거래대금	2.8억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국자산신탁 (%)	-6.4	-8.1	-17.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.5	-7.9	-8.1

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	5,800
Recommendation	4.0

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

2019. 7. 12

한국자산신탁 (123890)

내실 다지기

- 지방 분양경기 침체, 신규 player 진입으로 비우호적 영업 환경 조성
- 2018년부터 수주 감소 속도가 큰 편이며, 기대를 모았던 서울지역 재건축 사업도 지연
- 단기적으로 대손충당금의 불확실성이 리스크, 긴 호흡으로 지켜볼 필요, HOLD 의견 제시

WHAT'S THE STORY

주력이던 차입형신탁시장 둔화: 한국자산신탁에게 차입형신탁은 수수료 수익의 80%를 차지하는 주요 비즈니스다. 그러나 2018년부터 지방 분양경기 침체로 차입형신탁 시장의 성장에 제동이 걸림에 따라 신탁업계는 고전하고 있으며, 한국자산신탁의 실적에도 영향이 불가피하다. 실적의 선행지표인 신탁 수수료 약정액(수주액)은 2017년 2,227억원에서 2018년 1,097억원으로 큰 폭 감소했다. 더불어 올해 3월, 한국투자증권, 대신증권, 신영증권 컨소시엄 등 3개 업체가 신규 인가를 받음에 따라 이들에게 차입형신탁 비즈니스가 허용되는 2년 뒤부터 경쟁은 더욱 심화될 전망이다.

장기적으로 외형, 단기적으로 비용 문제: 2018년 수주액이 전년대비 50.7% 감소하며 타사 대비 수주 감소 속도가 빠른 편이다. 2021년부터는 외형 급감의 리스크가, 2018년부터는 비용 문제가 리스크로 대두되고 있다. 2016~2017년 사상 최대의 차입형신탁 수주를 지속했지만 문제는 대손충당금이다. 2018년 서산사업지에서 300억원의 대손충당금을 반영한 데 이어, 2019년 1분기에도 서산/보은 등에서 총 100억원의 대손충당금을 추가 반영하며 전분기 대비 대손충당금은 92억원이 증가했다. 더불어 금융위원회에서 건전성 규제 가이드라인을 강화할 계획이라, 추가 대손충당금 반영 가능성이 잔존한다. 2018년 이자수익이 영업수익의 30%를 차지했지만 향후 40%대로 증가할 전망이다. 단기적으로 외형의 급락은 방어하겠지만 건전성 측면에서 긍정적인 것만은 아니다.

적정주가 4,200원으로 HOLD의견 제시: 자기자본비용 9.7%, 지속가능 ROE 7%를 감안, 목표 PBR 0.7배를 적용한 적정주가는 4,200원이다. 상승여력이 5.9%에 불과해 HOLD의견을 제시한다. 높은 밸류에이션을 적용하기 어려운 이유는 1) 비용 불확실성이 커지는 시기로 판단되며, 2) 2016년 상장 당시부터 기대를 모았던 서울 핵심지역의 재건축 사업이 실행에 옮겨지기까지 상당한 시간이 소요될 것으로 보기 때문이다. 초기 비즈니스인데다, 현재 서울지역 주택시장 규제가 최대 강도를 보이는 만큼, 긴 호흡으로 지켜볼 필요가 있다. 신규 player가 차입형신탁 시장에 진입할 2021년까지 한국자산신탁 고유의 성장전략 마련이 필요하다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	227	227	202	185
영업이익 (십억원)	138	116	102	99
순이익 (십억원)	102	87	76	74
EPS (adj) (원)	907	768	661	644
EPS (adj) growth (%)	(18.5)	(15.4)	(13.9)	(2.6)
EBITDA margin (%)	61.2	51.6	50.9	54.1
ROE (%)	18.5	13.6	10.5	9.5
P/E (adj) (배)	4.9	5.2	6.1	6.2
P/B (배)	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	5.5	7.8	8.2	8.1
Dividend yield (%)	4.5	2.5	2.5	2.5

자료: 삼성증권 추정

리츠와 블라인드펀드를 통한 개발로 돌파구 마련: 차입형신탁 시장 침체기를 타개하기 위해 다양한 금융 vehicle을 활용, 개발사업을 추진 중이다. 1) 한국자산캐피탈, 한국자산에셋운용, MDM투자운용 등 금융 계열사를 활용해 블라인드펀드, 프로젝트 펀드를 조성하고 자금을 조달해 직접 사업 부지를 매입해 개발하는 방식이다. 한국자산신탁의 개발 역량을 활용해 우량 부지를 취득할 수 있어 좀 더 적극적으로 비즈니스 기회를 창출하고 있다. 2018년 펀드 모집액은 약 300억원이었으며 올해에도 유사한 성과를 낼 수 있을 것이다. 2) 겸업 중인 리츠AMC를 활용해 2개의 상업용 건물과 8개의 임대주택리츠를 운영 중이다. 신탁업이 프로젝트를 개발하는 전방산업이라면 리츠AMC는 개발된 프로젝트를 유통시키는 후방산업이다. AMC 수수료 수익은 2018년 27억원에 불과했지만 신탁사에게 리츠AMC는 개발한 부동산을 매각할 수 있는 유용한 vehicle로 시너지 창출이 가능하다.

한국자산신탁 분기별 손익 추정(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업수익	51.3	56.0	57.7	61.5	56.0	56.6	60.2	54.5	222.5	226.5	227.3	201.9	185.1
YoY	5.6%	9.6%	-0.8%	-4.7%	9.1%	1.0%	4.4%	-11.4%	63.0%	1.8%	0.4%	-11.2%	-8.3%
수수료수익	33.7	38.8	39.4	39.7	32.7	34.7	38.8	32.5	159.9	151.6	138.7	111.5	93.9
이자수익	15.9	16.0	17.1	19.7	20.9	20.9	20.9	20.9	45.8	68.6	83.6	85.4	86.2
증권평가/처분이익	0.8	0.1	0.4	2.0	1.3	0.5	0.0	0.2	12.4	3.3	2.0	2.0	2.0
기타	0.9	1.2	0.8	0.1	1.1	0.5	0.5	0.9	4.4	3.0	3.0	3.0	3.0
영업비용	18.9	17.1	29.1	23.6	25.1	33.0	27.0	25.9	55.7	88.7	111.0	100.1	85.9
이자비용	1.6	1.9	2.3	3.0	3.5	5.0	5.0	6.5	3.8	8.8	20.0	17.1	15.9
판관비	8.7	10.3	10.2	14.9	10.2	11.0	15.0	11.8	36.9	44.0	48.0	45.0	40.0
대손상각비	0.0	0.4	2.1	29.1	0.1	15.0	5.0	14.9	12.5	24.5	35.0	30.0	25.0
기타	8.6	4.5	14.5	(23.4)	11.3	2.0	2.0	(7.3)	2.5	11.4	8.0	8.0	5.0
영업이익	32.4	38.9	28.6	38.0	30.9	23.6	33.2	28.6	166.8	137.8	116.3	101.8	99.2
YoY	-12.3%	-4.8%	-27.6%	-23.2%	-4.7%	-39.4%	16.1%	-24.5%	73.4%	-17.4%	-15.6%	-12.5%	-2.5%
세전이익	32.5	38.9	28.8	38.3	32.0	23.1	33.2	28.5	166.7	138.5	116.8	100.8	98.2
법인세비용	7.3	9.3	6.8	11.7	7.5	5.4	7.8	8.4	39.9	35.1	29.2	25.2	24.6
지배주주순이익	24.8	29.9	21.7	25.9	24.4	17.6	25.4	19.1	125.5	102.4	86.6	74.6	72.7
YoY	-9.1%	-3.6%	-28.7%	-29.5%	-1.4%	-41.0%	17.0%	-26.2%	72.4%	-18.5%	-15.4%	-13.9%	-2.6%

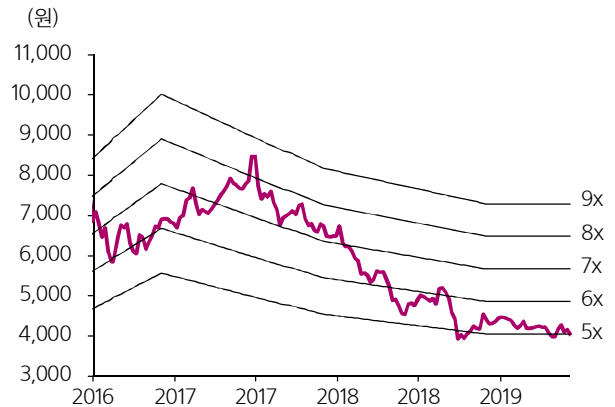
자료: 한국자산신탁, 삼성증권

한국자산신탁 PBR밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

한국자산신탁 PER밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	222	227	227	202	185
이자수익	46	69	84	85	86
수수료수익	160	152	139	112	94
기타영업수익	17	6	5	5	5
영업비용	56	89	111	100	86
이자비용	4	9	20	17	16
판매비와 관리비	37	44	48	45	40
기타영업비용	15	36	43	38	30
영업이익	167	138	116	102	99
영업외수익	1	1	1	(1)	(1)
영업외비용	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	167	138	117	101	98
법인세비용	40	35	29	25	25
당기순이익	127	102	87	76	74
지배주주지분 당기순이익	126	102	87	75	73
EBITDA	167	139	117	103	100

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	(118)	(169)	42	32	61
당기순이익	127	103	88	76	74
유형자산감가상각비	0	0	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(259)	(292)	(47)	(44)	(12)
기타	14	19	1	(1)	(1)
투자활동현금흐름	71	(10)	(175)	52	(20)
유형자산취득	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	36	(30)	(186)	34	8
무형자산순증	(0)	(1)	0	0	0
기타	35	21	11	18	(28)
재무활동현금흐름	71	182	134	(84)	(41)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의 순증	98	203	154	(73)	(30)
배당금지급	(17)	(18)	(20)	(11)	(11)
기타	(10)	(3)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가	24	3	1	0	0

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한국자산신탁, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
금융자산	655	904	1,089	1,055	1,047
유동자산	78	45	78	79	90
현금성자산	34	38	38	39	39
기타 유동자산	43	7	40	40	51
비유동자산	47	59	73	116	117
투자자산	37	4	5	5	5
유형자산	1	1	1	1	1
기타 비유동자산	8	54	67	110	111
자산총계	780	1,008	1,240	1,250	1,254
유동부채	111	64	53	37	54
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	111	64	53	37	54
비유동부채	152	351	505	477	402
사채	60	130	270	237	222
기타 비유동부채	92	221	235	240	180
부채총계	263	415	558	514	456
지배주주지분	512	593	682	736	798
자본금	47	51	56	56	56
자본잉여금	131	131	131	131	131
기타자본	(10)	(13)	0	0	0
이익잉여금	344	427	495	549	611
비지배주주지분	4	0	0	0	0
자본총계	516	593	682	736	798

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,112	907	768	661	644
BPS	4,582	5,332	6,130	6,619	7,172
DPS	200	200	100	100	100
성장성(% YoY)					
매출증가율	63.0	1.8	0.3	(11.2)	(8.3)
영업이익증가율	73.4	(17.3)	(15.6)	(12.5)	(2.5)
순이익증가율	73.2	(18.4)	(15.2)	(13.7)	(2.5)
EPS증가율	60.5	(18.5)	(15.4)	(13.9)	(2.6)
EBITDA증가율	73.0	(17.0)	(15.4)	(12.4)	(2.5)
수익성(%)					
영업이익률	75.0	60.9	51.2	50.4	53.6
순이익률	57.0	45.6	38.5	37.4	39.8
EBITDA Margin	75.2	61.2	51.6	50.9	54.1
ROA	18.8	11.6	7.8	6.1	5.9
ROE	27.1	18.5	13.6	10.5	9.5
배당수익률	3.0	4.5	2.5	2.5	2.5
배당성향	14.6	19.6	12.7	14.7	15.1
안정성					
순차입금(십억원)	113	308	462	388	358
차입금/자본총계비율(%)	29.0	58.3	73.3	58.0	49.8
Valuation(X)					
PER	6.0	4.9	5.2	6.1	6.2
PBR	1.5	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.8	5.5	7.8	8.2	8.1

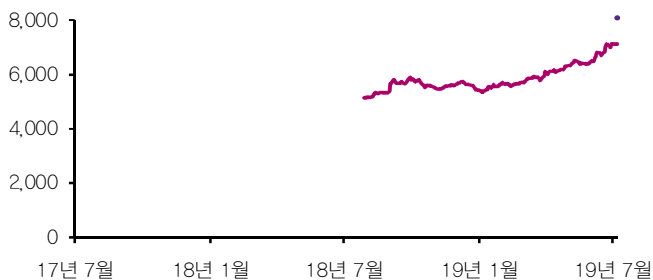
Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

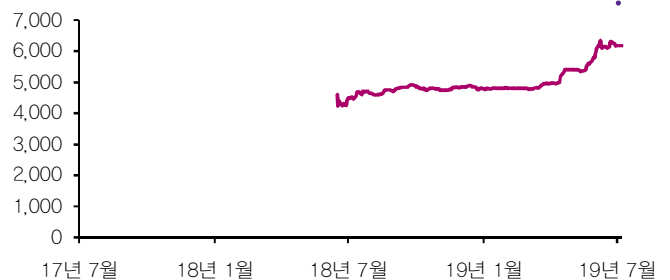
신한알파리츠

(원)



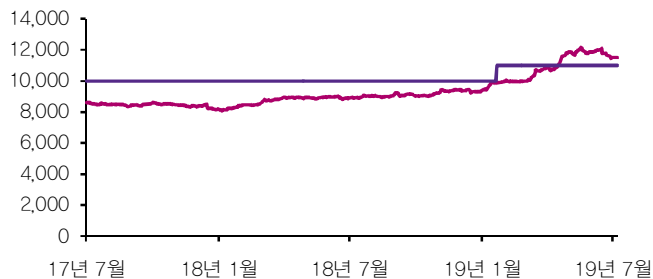
이리츠코크렙

(원)



맥쿼리인프라

(원)



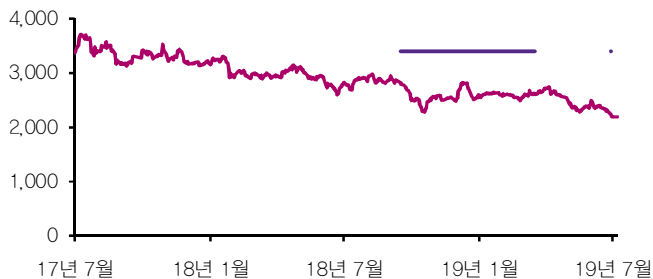
SK디앤디

(원)



한국토지신탁

(원)



한국자산신탁

(원)



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

신한알파리츠

일 자	2019/7/12
투자의견	BUY
TP (원)	8,000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

이리츠코크렙

일 자	2019/7/12
투자의견	BUY
TP (원)	7,200
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

맥쿼리인프라

일 자	2016/9/19	2017/9/19	2018/9/19	2019/2/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	10,000	10,000	10,000	11,000
과리율 (평균)	(15.02)	(13.19)	(6.91)	
과리율 (최대or최소)	(11.50)	(7.60)	(1.00)	

SK 디앤디

일 자	2017/7/9	8/14	9/21	11/15	2018/1/22	2019/1/22
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	39,000	41,000	34,000	35,000	40,000	40,000
과리율 (평균)	(11.58)	(27.33)	(15.44)	(8.70)	(23.85)	(25.20)
과리율 (최대or최소)	(7.69)	(20.49)	(10.74)	(0.86)	(6.50)	(23.50)

한국토지신탁

일 자	2018/9/27	2019/7/12
투자의견	BUY	Not Rated
TP (원)	3,400	n/a
과리율 (평균)	(24.32)	
과리율 (최대or최소)	(16.76)	

한국자산신탁

일 자	2018/9/27	2019/7/12
투자의견	BUY	Not Rated
TP (원)	5,828	n/a
과리율 (평균)	(26.15)	
과리율 (최대or최소)	(12.51)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

samsungPOP.com

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
Dow Jones
Sustainability Indices
In Collaboration with RobecoSAM