



2019년 9월 17일 | Equity Research



REITs Overweight

성큼 다가온 공모 리츠(REITs) 전성시대의 투자전략

- | 지방세법 시행령 개정이 바꾼 큰 파도
- | 리츠는 기업이고 기업은 성장해야 한다.
- | 신한알파리츠 신규커버, 새로운 시대를 시작

Initiation

Top picks

신한알파리츠(293940) | BUY | TP 9,100원 | CP(9월 16일) 7,980원
 에퀴티레지덴셜(EQR.US) | Not Rated | CP(9월 16일) 84.55USD



Analyst **채상욱**
 02-3771-7269
 swchae@hanafn.com

RA **이승희**
 02-3771-3673
 shlee95@hanafn.com



CONTENTS

1. 성장형 리츠가 온다.	3
1) 성장형 리츠 시대의 개막	3
2) 리츠와 부동산펀드	4
3) 지방세법 시행령 개정으로 공모리츠의 시대가 올 것	6
4) 리츠 지원책 「부동산투자회사법」 개정, 공모리츠 활성화의 시작	8
6) 공모리츠 시대를 촉진 할 9.11 활성화 방안	9
7) 국내 상장 리츠 현황	13
8) 리츠의 장단점 분석비교	14
2. Appendix: 리츠 개요 및 Valuation	16
1) Global REITs 시장	16
2) Why REITs?	18
3) 리츠 Valuation	19
3. Top Picks	20
1) 신한알파리츠(A293940)	21
2) 에쿼티레지덴셜(EQR.US)	25

2019년 9월 17일 | Equity Research

REITs

성큼 다가온 공모 리츠(REITs) 전성시대의 투자전략

지방세법 시행령 개정이 바꾼 큰 파도

한국에도 증자를 통해 부동산을 추가 매입하고 성장하는 소위 성장형 리츠(REITs)의 시대가 오고 있다. 물론 트리거는 2019년 지방세법 시행령 개정안에서 사모펀드/리츠에 제공해왔던 상업시설의 종부세 분리과세 혜택이 폐지되고 공모에만 유지하도록 한 부분이다. 이에, 공모 부동산펀드/리츠가 대안으로 부상했는데, 부동산의 경우 공모펀드는 현실적으로 증자가 어려워 시장이 자연스럽게 공모리츠를 선택하였다. 연초부터 홈플러스리츠를 필두로, 하반기에 롯데리츠, NH리츠 등이 나오는 것도 우연이 아니며, 앞으로 토지 공시지가의 상승을 고려했을 때 다수의 그룹들이 공모리츠를 통해 절세뿐 아니라 부동산자산운용에 뛰어들 것이 기대된다. 바람 부는 방향이 달라지고 있다.

리츠는 기업이고 기업은 성장해야 한다.

리츠도 상법상 기업이므로 성장해야 투자매력이 높고, 성장에는 증자가 필수적이다. 그간 한국에 드물던 성장형 리츠는 2018년 신한알파리츠를 시작으로 앞으로 지속해서 등장하고 만개할 것이 예상된다. 성장과정에서 편입할 부동산의 양적/질적 측면이 모두 투자판단의 고려대상이라는 점에서, 리츠운용사(AMC)를 잘 선택하는 것도 어느 부동산을 사는지 만큼 중요하다. 재건축만 보더라도 조합장이 중요하지 않은가? 리츠 선진국인 미국/일본의 REITs도 자본확충을 통해 성장을 하고, 이를 통해 포트폴리오를 재편하고 운용전략을 수립한다.

신한알파리츠 신규커버, 새로운 시대를 시작

신한알파리츠의 커버리지를 새롭게 개시하고, TP 9,100원을 제시하겠다. 또 앞으로 나올 국내 공모리츠에 대해서도 긍정적인 뷰를 제시한다. 기 커버중인 미국의 주택리츠 EQR을 포함해 앞으로 부동산의 직접 투자가 아닌 간접투자시대를 공모 리츠가 열 수 있길 바란다. 스타벅스 한 잔 가격으로 스타벅스가 입점한 그 건물을 살 수 있게 된다는 점에서, 부동산 투자의 새로운 패러다임 변화를 기대해본다.

Initiation

Overweight

Top picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(9월16일)
신한알파리츠(293940)	BUY	9,100원	7,980원
에쿼티레지덴셜(EQR.US)	Not Rated	-	84.55USD



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이송희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

1. 성장형 리츠가 온다.

1) 성장형 리츠 시대의 개막

(1) 잘못 피어진 첫단추에도 불구하고

한국의 리츠는 2001년 부동산투자회사법의 등장과 함께 시작, 기업 부실자산 매각의 구조조정 리츠로 시작

한국 리츠는 1997년 외환위기 당시 기업들의 구조조정을 촉진하기 위한 CR(Corporate Reconstruction)리츠 도입으로 시작되었다. IMF 이후 2000년대가 되며 여러 기업들의 부실 자산을 정리하는 과정에서, 자산 전체를 매입하는 매수자를 찾기 못하는 경우가 많았고, 이에 비핵심자산을 유동화하는 수단으로써 리츠가 사용되기 시작하였다. 2001년 「부동산투자회사법」을 제정하면서 한국도 리츠의 시대를 개막하였다.

이후 리츠 시장의 확대를 위해 최저자본금 및 공모요건을 완화하는 등 완화책을 시도하였으나 해외 주요국의 리츠 시장이 빠르게 성장하는데 비해 한국 리츠 시장의 성장 정도는 미미했다. 특히 경쟁상품인 부동산펀드(Real Estate Fund:REF)의 급격한 성장과 비교해 보았을 때 성장이 더딜 수 밖에 없었다.

리츠시장 외형은 커졌으나, 사모중심이라는 점에서 공모의 비중이 극도로 낮음

한국의 리츠시장 규모는 2002년 자산규모 5,584억원을 시작으로 2018년말 기준 약 43.2조 원 수준까지 왔다. 이처럼 외형적인 성장은 했으나 금융시장에서 리츠의 존재감은 상당히 적은데, 그 이유는 리츠 대부분이 사모리츠이기 때문인 점, 또 리츠의 대부분이 증자를 통해 일반기업처럼 운용자산 규모를 늘리는 성장형이 아닌 자산유동화성격의 신탁형(위탁관리리츠)이거나 구조조정용(CR리츠)라는 점, 그리고 영원한 경쟁상대인 부동산펀드가 있다는 점이 있겠다. 2001년부터 현재까지 상장리츠는 신한알파리츠와 이리츠코크랩 등 5개에 불과했다.

그림 1. 공모리츠 성장 시대 요약



자료: 하나금융투자

2) 리츠와 부동산펀드

(1) 리츠 vs 부동산펀드

부동산펀드는
자본시장법에 기반하며,
리츠 대비 높은 성장세 보여 왔음

한국은 리츠에 비해 부동산펀드시장이 더욱 활발하게 성장해 왔다. 부동산펀드의 경우 2004년 25개, 8,631억원 시장에서 2017년 기준 1,175개, 61.4조원 시장으로 성장했다. 또 부동산펀드의 모태가 자본시장법에 존재하고, 자본시장법이 다양한 하위법률이나 규칙들이 추가적으로 개발되면서 다수의 자산운용사(부동산집합투자업)인 AMC들 입장에서는 부동산펀드의 운용이 더욱 편리할 수 밖에 없었던 것이다. 그러다 2016년의 법 개정으로 AMC는 부동산펀드와 리츠를 동시에 운영할 수 있게 되면서 통합의 과정이 추진되었다. 이제 AMC들은 리츠나 펀드를 자본의 성격에 맞게 운영할 수 있게 된 것이다.

리츠나 펀드의
근거법과 소관부처가 달라
동시에 발전하기 어려운 구조였음

리츠와 부동산펀드 모두 부동산 간접투자처로 이용되지만 리츠의 경우 건전한 부동산투자를 활성화하기 위한, 다소 공익적 목적의 「부동산투자회사법」에 기반한 반면 부동산 펀드의 경우 부동산시장 활성화에 집중된 「자본시장법」에 기반하고 있다는 차이가 있다. 이 간단한 차이는 법의 주무부처의 차이로 이어진다. 부동산 리츠나 부동산 펀드는, 소유목적의 부동산은 국토부와 밀접하지만, 형태는 자본시장체제라는 점에서 기재부 관점에 더 가까운, 즉 양 부처에 모두 밀접한 사업이 되어버렸다.

리츠는 부동산 펀드에 비해 투자 대상이 다소 제한적이지만, 기업입장에서는 안정적인 임대 수익, 즉 현금흐름이 발생되며 증자를 통한 가치 창출이 가능하다. 또한 투자자들은 주주로서 참여할 수 있으며, 주주들에게 매년 배당가능이익의 90% 이상을 의무적으로 배당을 해야 하기 때문에 장기적인 수익을 얻을 수 있다.

(2) 리츠의 증자 용이성과 성장성

리츠와 펀드의 차이 중
핵심은 바로
'성장의 용이성'

리츠와 펀드의 차이 중 핵심은 바로 '성장의 용이성'에 있다. 현행 리츠의 경우 일반기업과 같이 다양한 방법의 증자를 통해서 지속적 성장의 길이 열려있다. 그런데, 부동산펀드의 경우에는 1펀드-1부동산 개념이 일반적이라 부동산 펀드를 보유한 상태에서 추가로 증자를 해서 부동산을 추가 취득하는 과정에서 다소 제한이 크다.

리츠의 경우 상법상 주식회사와 같아서 일단 상장하게 되면 증자 시 시가증자의 편의성이 존재한다. 그런데 펀드의 경우에는 주식형 펀드라면 기준가액이 매일 결정되므로 기준가액에 대한 문제가 없으나, 공모 부동산펀드의 경우 기준가액을 어떻게 설정하느냐에 대한 문제가 존재한다. 감정평가를 매일 할 수는 없는 일이다.

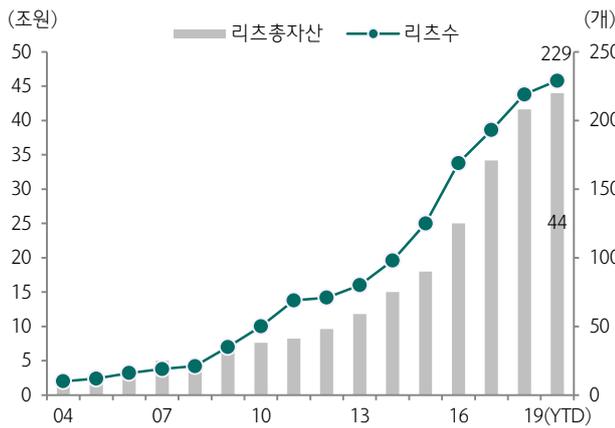
또, 사모부동산펀드의 경우 수익자들의 동의를 얻어서 추가자산 취득이 가능한데, 공모부동산펀드의 경우에 수익자들의 동의를 얻는 실질적 한계도 존재할 수 밖에 없다.

표 1. 리츠와 부동산펀드 비교

구분	리츠			부동산펀드	
	자기관리	위탁관리	CR	회사형	신탁형
근거법률	부동산투자회사법			자본시장법	
주무관청	국토교통부			기획재정부	
회사형태	상법상 주식회사			신탁, 주식회사, 유한/합자회사, 조합	
최저자본금	70억원	50억원		10억원	해당없음
자산관리	직접관리	외부위탁(자산관리회사)		외부위탁(집합투자회사)	
투자대상	총자산의 70%이상 부동산, 총자산의 80%이상 부동산 및 부동산관련 유가증권 또는 현금		총자산의 70%이상 기업구조조정 부동산 대상, 이하 좌동	부동산 (총자산의 50% 초과)	부동산 (운용비율 제한 없음)
법인세	부과대상	배당가능이익의 90% 배당시 배당소득 공제			해당없음

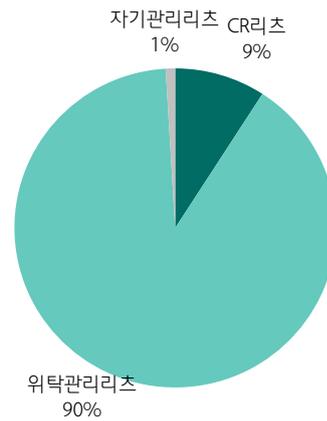
자료: 한국개발연구원, 하나금융투자

그림 2. 국내 리츠 자산규모 추이



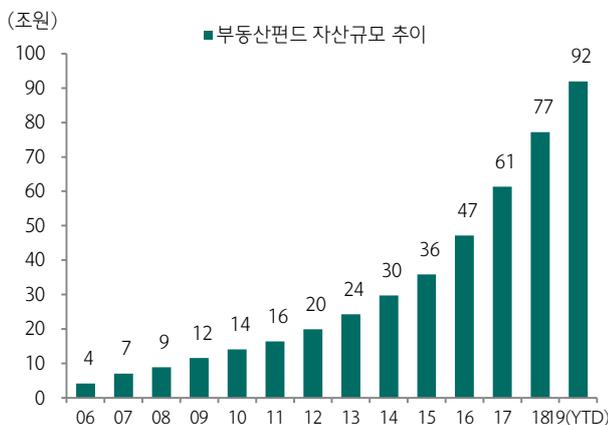
자료: 리츠정보시스템, 하나금융투자

그림 3. 국내 리츠 유형별 현황



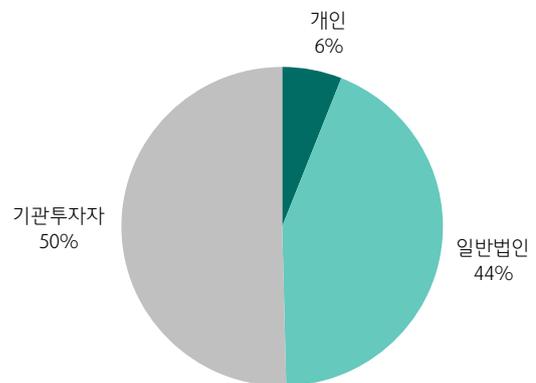
자료: 리츠정보시스템, 하나금융투자

그림 4. 국내 부동산 펀드 자산규모 추이



자료: 금융투자협회, 하나금융투자

그림 5. 사모부동산펀드 투자자 비중



자료: 금융투자협회, 하나금융투자

3) 지방세법 시행령 개정으로 공모리츠의 시대가 올 것

(1) 부동산 보유세제의 개편으로 공모리츠 전성기 대두될 것

재산세와 종부세로 구분되는 보유세

부동산은 취득, 보유, 처분 등 모든 과정에 세금이 부과되며 주로 재산세(지방세)로 징수된다. 현행 보유세제는 수 차례 개정이 이루어지면서 과세항목별, 정책목적별로 세율이 차등 적용되는 복잡한 구조를 띄고 있다. 특히 종합부동산세는 2005년 도입되어 규모가 확대되었다가 축소된 후 최근 점진적인 증가추세에 있다.

지방세법 시행령 개정안 시행 시, 부동산투자회사(사모펀드포함)에 부여하던 토지분 종부세 분리과세가 폐지되어 사모펀드의 보유세 급증, 공모리츠와 공모펀드만이 분리과세 대상

세금 측면에서 공모리츠의 성장이 기대되는 이유는 지방세법 시행령의 개정 때문이다. 현행 상업시설의 경우 건물과 토지를 분리해서 공시가격을 정하고 이를 토대로 과세를 한다. 그리고 이런 토지의 경우 분리과세(건별로 세금을 부과)하거나, 별도합산(법인-개인별로 모두 합산하되 상대적으로 낮은 세율의 과세)하거나, 종합합산(법인/개인별로 모두 합산하고 상대적으로 높은 세율로 과세)한다.

가령, 사업용으로 사용하는 시가 1조원의 강남권 모 빌딩의 토지가격이 7천억/건물가격이 3천억원으로 분개가 되는 경우라 하자. 이 경우, 시가 7천억원 토지의 공시지가가 4천억원이라고 한다면 토지의 과세표준은 4천억X80%=3,200억원이고 이에 대한 세율은 0.7%로 별도합산(누진공제 적용) 하는 식이다. 약 20억원 정도가 나올 것이다. 이런 사업용 빌딩을 동일 개인/법인이 여러 채 보유하고 있다면 별도합산하게 되는데, 이처럼 별도합산 체제는 누진체제로서 세율을 다소 높게 된다.

표 2. 부동산보유세제: 재산세와 종합부동산세

과세항목		재산세(지방세)		종합부동산세(국세)				
		과표	명목세율	과표	명목세율			
합산방식		누진세율 적용 토지는 시군구내 인별합산		과세항목별로 국가내 인별합산				
주택	일반주택	시가표준액의 60%	~0.6억	0.10%	과세기준 초과분의 85% (2020년 90%, 21년 95%, 22년 100%)	0~3억	0.5%(0.6%)	
			0.6~1.5억	0.15%		3~6억	0.7%(0.9%)	
			1.5억~3.0억	0.25%		6~12억	1.0%(1.3%)	
			3억~	0.40%		12~50억	1.4%(1.8%)	
						50~94억	2.0%(2.5%)	
	별장		4%		94억~	2.7%(3.2%)		
					과세하지 않음			
토지	분리과세	농지, 임야 등	70%	0.07%	80%	과세하지 않음		
		공장용지, 공급목적	70%	0.20%		과세하지 않음		
		골프장, 고급오락장용	70%	4%		과세하지 않음		
	별도합산	건물 부속토지, 사업용토지	70%	~2억		0.20%	~200억	0.50%
				2~10억		0.30%	200~400억	0.60%
종합합산	분리과세, 별도합산토지 이외 모든 토지	70%	10억~	0.40%	400억~	0.70%		
			~0.5억	0.20%	~15억	0.75%		
			0.5~1억	0.30%	15~45억	1.50%		
			1억~	0.50%	45억~	2.00%		
건축물	공장용 건축물	70%	0.50%	과세하지 않음				
	이외 일반건축물(상가 등)	70%	0.25%	과세하지 않음				
부가세		지방교육세 20%		농어촌특별세 20%				

자료: 하나금융투자

지방세법 시행령 개정안에 따르면
사모펀드의 부여되었던
토지분 중부세 분리과세는 종료,
별도합산 대상이 될 것

(2) 지방세법 일부 개정안 입법 예고

최근 토지분 재산세 분리과세 대상 토지의 확대로 과세불형평이 심화되면서 지방세법 시행령 일부 개정안이 입법 예고된 바 있다. 지금까지 지방소득세법 102조 8항 3호는 ‘부동산 투자회사가 목적사업에 사용하기 위해 소유한 토지’ 는 사업목적의 부동산에 대한 토지분 중부세가 분리과세 대상으로 정하고 있었다. 이에, 사모펀드가 투자한 토지 역시 분리과세 대상이었다. 하지만 개정안에는 ‘공모’에만 이 혜택을 남겨주고, 사모인 부동산투자회사 및 부동산집합투자기구가 사업에 사용하기 위하여 소유하고 있는 토지를 분리과세 적용 대상에서 제외한다는 내용이 담겨있어 사모 펀드에 대한 세제혜택이 줄게 되었다. 이에 따라 사모 펀드의 장래 수요도 점차 줄 것으로 예상된다. 행안부는 분리과세 혜택 종료시 세 부담에 대해 재산세와 종합부동산세 증가액이 지난 2017년 토지분 재산세 부과기준으로 약 700억원 정도일 것으로 추산하고 있다.

반면, 공모펀드 및 공모리츠에 대해서는 분리과세가 그대로 적용되고 이는 토지분 중부세 면제를 의미하므로, 앞으로 더 큰 수요를 이끌어낼 것으로 전망한다. 특히 건별 부동산이 기천억원대에 이르는 대형 사업장들을 보유한 기업들 입장에서 볼 때 더욱 그렇다.

공모리츠화 대세로 자리잡을 것

특히, 사모펀드의 토지분 중부세 분리과세 혜택을 소급적용하느냐의 여부를 두고 금융투자협회와 행안위간에 토론을 이어가고 있는데, 만약 최초 안처럼 종전 사모펀드에 부여한 중부세 분리과세에 대해서 모두 소급하여 과세적용 할 시, 시장에 일대 충격이 예상된다. 현실적으로는 ‘신규 사모펀드/리츠’에 대해서만 제한 할 것이라고 사료되는데, 공모리츠나 펀드에 대한 혜택은 유지되는 만큼, 앞으로 토지분 공시지가 상승과 세율상승이 예상되는 시점이어서 부동산 시장의 공모리츠화는 대세로 자리잡을 것이라고 판단된다.

그림 6. 지방세법 시행령 일부 개정안 102조 8항 3호 변경내용

‘부동산투자회사’에서
‘공모 부동산 투자회사’로 대상 제한
(공모에는 혜택에 잔존시키고
사모에는 없앴)

제 102조(분리과세대상 토지의 범위)

3. 「부동산투자회사법」에 따라 설립된 부동산투자회사가 목적사업에 사용하기 위하여 소유하고 있는 토지

3. 「부동산투자회사법」 제49조의3제1항에 따른 공모부동산투자회사

자료: 하나금융투자

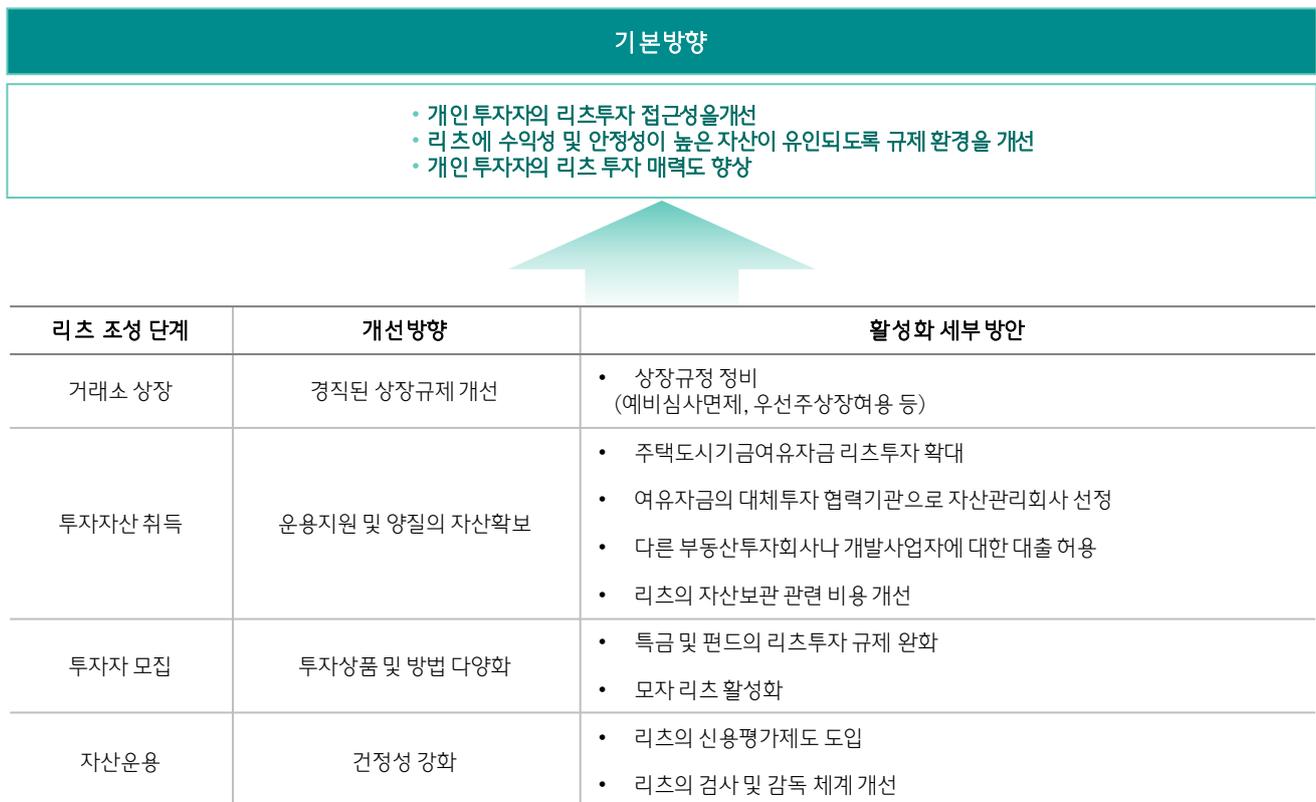
4) 리츠 지원책 「부동산투자회사법」 개정, 공모리츠 활성화의 시작

(1) 국토교통부 주도로 공모리츠 활성화 중

국토교통부는 2018년 12월 공모 및 상장리츠에 대한 지속적인 육성 계획을 넣은 ‘공모·상장리츠 활성화 방안’을 발표했으며, 올해 3월 7일 업무보고를 통해 「부동산투자회사법」을 전면 개정한 상장리츠 활성화 방안을 밝힌바 있다. 또한 올해 안으로 공모·상장리츠의 지원과 사모리츠의 규제완화 등을 내용으로 하는 부동산투자회사법 개정안 마련을 계획하고 있다.

정부가 발표한 ‘공모·상장리츠 활성화 방안’의 기본방향은 개인투자자의 리츠투자 접근성을 높이고, 리츠의 수익성과 안정성을 높인 공모 및 상장리츠가 활발하게 설립되도록 규제 환경을 개선하는 것이다. 무엇보다 거래소의 경직된 상장규제를 개선하기 위해 유가증권시장 상장규정을 정비하여 예비심사를 면제하고, 우선주 상장을 허용하는 등의 제도개선은 리츠 상장 활성화에 가장 필요한 내용이라 할 수 있다.

그림 7. 공모 및 상장리츠 활성화 방안



자료: 국토교통부, 하나금융투자

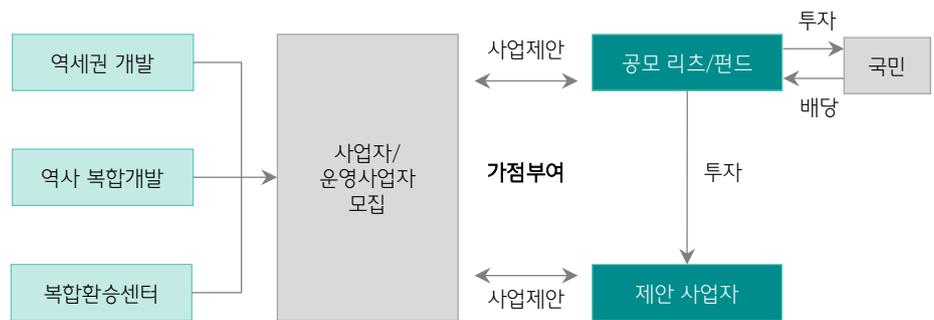
5) 공모리츠 시대를 촉진 할 9.11 활성화 방안

(1) 사실상 공모리츠 폭풍성장의 트리거가 될 9.11 활성화 방안

국토부는 9월 11일 공모/상장리츠 확대방안이라는 내용으로 추가 활성화 대책을 발표하였다. 첫째는 공공시설의 민간 사업자(건설/운영) 선정 시 공모리츠/부동산펀드 사업자나 공모자금 조달사업자에게 우대조치를 마련해서, 우량자산을 공급한다는 내용이다. 가령, 역사복합개발이나 역세권 환승센터 개발 등 공공시설 개발/운영의 민간 사업자 선정시에 공모사업자(공모 리츠/부동산펀드)나 공모자금 사업자를 우대하게 된다. 2018년 상장한 신한알파리츠가 판교의 알파돔빌딩을 매입하게 된 경위와도 비슷한데, 공모 자산운용사들은 앞으로 공공시설과 같은 양질의 자산을 매입할 수 있는 훌륭한 창구가 될 가능성 높다.

그림 8. 공모리츠/펀드에 우량 공공자산 공급

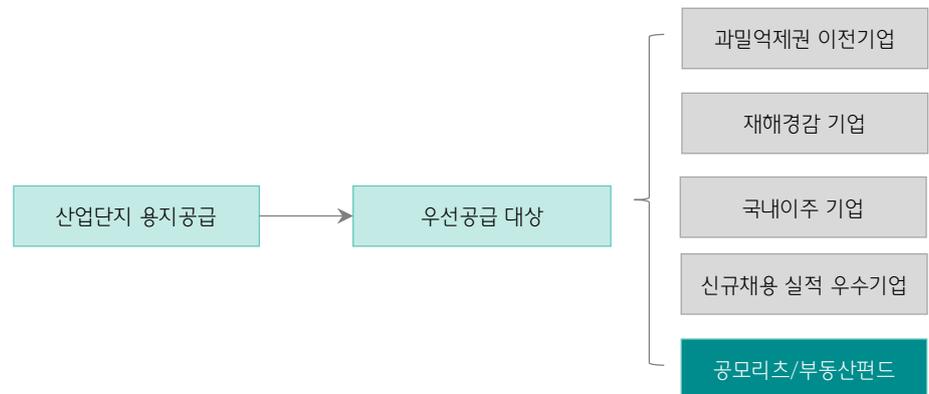
역세권개발, 역사 복합개발, 복합환승센터 등 우량자산 공급시 공모리츠/펀드 사업자에게 가점 부여



자료: 국토교통부, 하나금융투자

그림 9. 공모리츠/펀드 사업자에게 산업단지 용지 공급

공모리츠/펀드 사업자를 산업용지 우선공급 대상에 포함



자료: 국토교통부, 하나금융투자

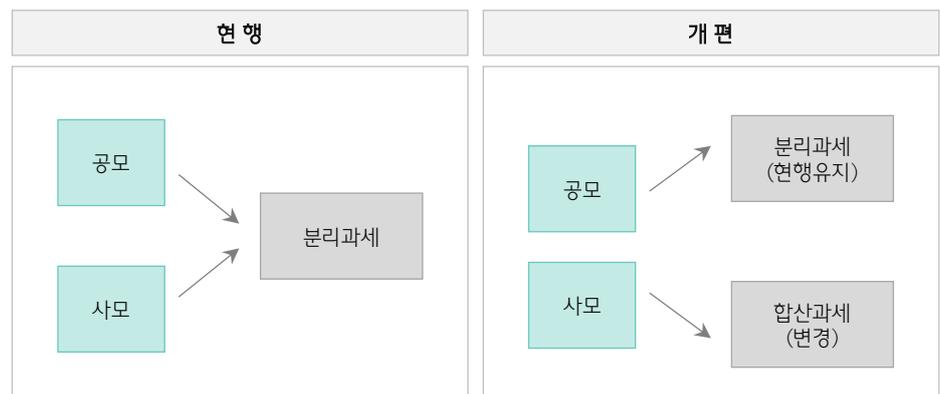
(2) 개인/기업에 대한 세제혜택에 주목하라

둘째는 공모형 리츠/부동산펀드에 투자하는 개인/기업에 대한 세제혜택 내용이다. 부동산 간접투자자에 5천만원 한도로 일정기간(3년)이상 투자해서 발생하는 배당소득에 대해서는 분리과세(세율 9%) 한다는 내용이다.

또한 공모리츠/부동산펀드가 100%로 투자하는 사모리츠/부동산펀드에도 재산세 분리과세를 적용한다는 내용이다(즉 재산세 0.2%와 중부세 제외). 현재 사모형은 합산과세하는 지방세법 시행령이 2020년부터 개정될 예정이어서 공모리츠가 갖는 장점이 그야말로 극대화 될 것으로 예상된다.

그림 10. 공모리츠/펀드 세제혜택

부동산간접투자자에
5천만원 한도로
배당소득에 대해 분리과세



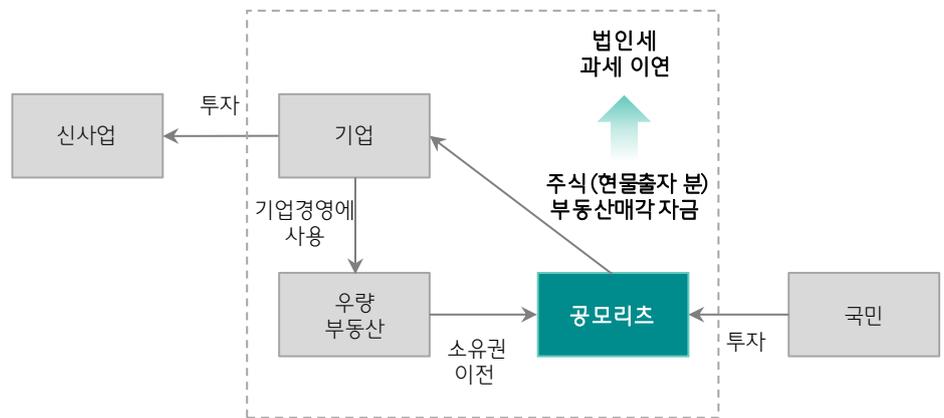
자료: 국토교통부, 하나금융투자

(3) 공모리츠 현물출자 과세특례 연장('19 → '22)

또한 기업이 보유한 부동산을 공모리츠에 유도하기 위해서 공모리츠의 현물출자 과세특례 적용기간을 3년 연장(현행 '19년에서 '22년까지)한다. 원래는 공모리츠에 현물출자 시 양도 소득에 대한 양도차익이 발생하고 이는 법인세 상승의 원인이 되므로 기업입장에서는 매각 효과가 나서 꺼려졌었다. 그러나, 출자대가로 받은 리츠의 주식을 처분할 때까지 법인세 과세를 이연시키는 내용인데 이것이 '19년까지였다가 '22년까지 연장되는 것이다. 이에 향후 3년간 공시지가 상승 등을 고려했을 때, 다수의 기업들 중 보유부담이 높은 기업들이 공모리츠에 현물출자하고, 리츠 주식으로 부여받아 양도세(법인세)를 이연시킬 수 있어서, 공모리츠화가 가속화 될 것으로 예상된다. 이는 아주 큰 변화다.

그림 11. 공모리츠 현물출자 과세특례 적용기한 3년 연장

공모리츠의
현물출자 과세특례 적용기한을
3년 연장('19년→'22년)



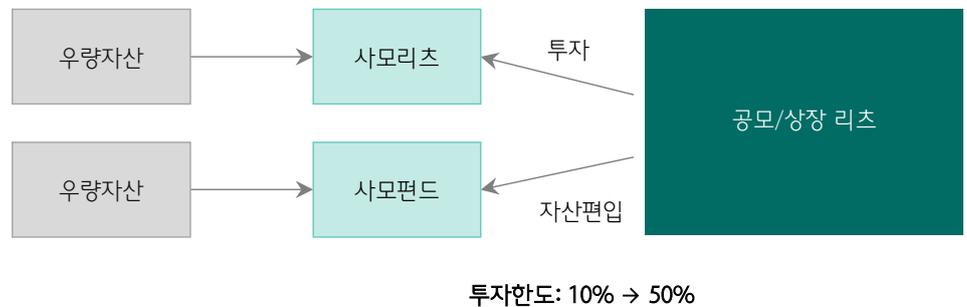
자료: 국토교통부, 하나금융투자

(4) 공모리츠의 사모펀드투자시 헤드카운팅 규정 완화

또, 현재 공모재간접 리츠가 사모리츠/부동산펀드에 10%이상 투자하는 경우, 사모리츠/부동산펀드의 투자자수를 공모화하여 합산하는 헤드카운팅 이슈가 있다. 가령, 사모 49인으로 구성된 리츠를 공모리츠가 10%이상 지분 취득 시, 그 사모펀드의 투자자수를 공모와 합산하도록 한다. 이에, 공모리츠가 사모리츠/펀드에 투자하는 경우가 거의 없었다. 2019년 상장하는 NH리츠의 구조도 이런 구조여서 지분 10%를 넘지 않는다. 그런데, 앞으로 부동산/특별자산 재간접펀드의 사모리츠에 대한 투자 한도를 현행 10%에서 50%로 대폭 확대해서, 사모펀드로의 투자를 촉진할 수 있게 되었다.

그림 12. 부동산/특별자산 재간접펀드의 사모리츠에 대한 투자 한도 확대

부동산/특별자산 재간접펀드의
사모리츠에 대한 투자한도를
10% → 50%로 확대



자료: 국토교통부, 하나금융투자

6) 국내 상장 리츠 현황

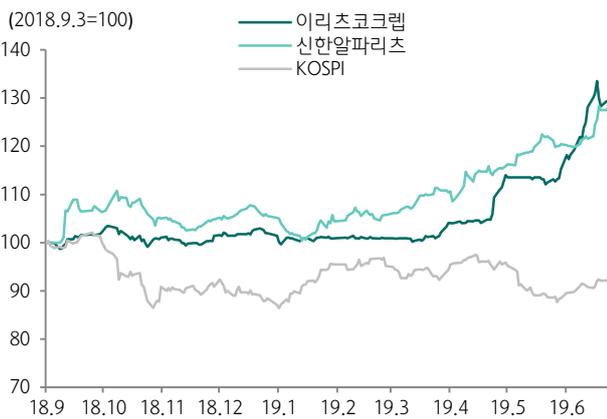
(1) 앞으로 더 커질 리츠 시장

리츠가 상장되어 온 것도 사실이나, 큰 의미있는 시장 변화로 연결되지는 못함.
전세계 최저수준의 공모리츠 규모

2001년 「부동산투자회사법」을 제정 이후 현재까지 우리나라에 상장된 리츠는 에이리츠, 케이탑리츠, 모두투어리츠, 이리츠코크렙, 신한알파리츠 5개로 시가총액은 총 6000억원이다. 국내 상장리츠의 시가총액은 전체 시장의 0.1% 미만으로 이는 전 세계 주요국가 중 최하위 수준이다. 앞으로는 소폭 증가할 것이 예상된다. 특히 연내 상장예정인 롯데리츠 등(시총 0.7조원 예상)을 고려하면 더욱 그렇다.

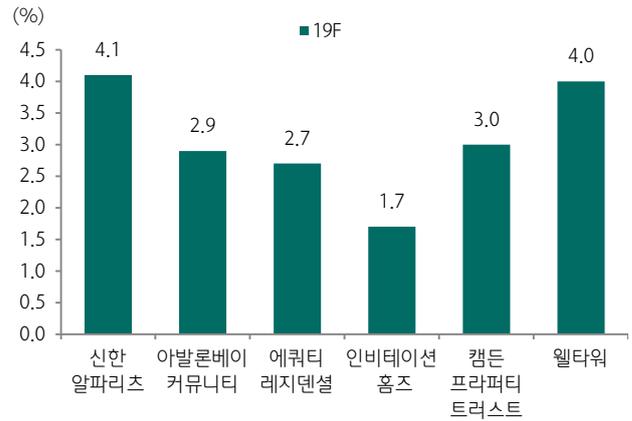
2018년 상장된 이리츠코크렙과 신한알파리츠는 안정적인 임대율과 배당을 실현하면서 주식 시장이 하락한 당해 4분기에도 코스피 대비 아웃퍼폼하였다. 신한알파리츠의 19F, 20F 배당수익률은 각각 4.1, 3.6으로 주요 국가 리츠 수익률과 비교했을 때 여전히 높은 수준이다.

그림 13. 코스피 대비 국내 리츠 주가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 신한알파리츠 및 미국 리츠 배당수익률 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 신한알파리츠 자산현황

건물명	판교크라프트타워(판교 6-4블록 오피스빌딩)	용산 더프라임
위치	경기 성남시 분당구 분당내곡로 117	서울특별시 용산구 원효로 90길 11
규모	대지면적 7,338m ² , 건물면적 99,596m ²	대지면적 3,576m ² , 건물면적 39,010m ²
층수	지하 7층 ~ 지상 15층	지하 6층 ~ 지상 30층
준공연도	2018.03	2014.03
용도	업무시설, 판매시설	업무시설, 판매시설
임대율	업무시설 100%, 판매시설 96.7%	96.9%,

자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

7) 리츠의 장단점 분석비교

(1) 성장성과 증자

리츠투자의 핵심은
증자를 통한 성장임.

공모리츠 투자 시 가장 유의할 포인트 중 하나가 성장성이다. 특히 최근 상장을 기획중인 리츠들의 경우, 공모 이후에 지속적으로 자산을 취득하면서 기업으로서 성장을 해 나가는지 여부가 중요한 투자 포인트 중 하나가 된다.

상장예정인 롯데리츠의 경우,
성장의 안정성이 높음

롯데리츠의 경우, 롯데쇼핑을 포함 롯데그룹이 보유한 부동산이 잠정적 추가 편입 파이프라인이 된다. 이는 추가편입과 운용규모 확대에 있어서 타 리츠 대비 상당히 유리하다는 것을 의미한다. 다만, 추가편입할 자산군이 많다고 하여 무조건 좋은 것만은 아닌데, 왜냐하면 추가 편입될 자산의 본질인 NOI와 Cap rate이 종전 편입 자산과 비교하여 더 좋은지 동등한지 더 나쁜지 등의 평가가 동반되기 때문이다. 가령 더 좋지 못한 자산을 추가 편입하게 된다면, 상장리츠와 추가증자의 리스크를 떠안게 되는 셈이다. 이런 맥락에서 성장성은

- 1) 성장의 확실성(추가 편입 예정 자산군이 안정적인가)
 - 2) 편입자산의 적정성(리츠의 운용목적에 맞는 자산이고 전체 자산대비 적절한 Cap rate)
- 이 두가지 기준으로 평가해야 할 것이다.

그림 15. 신한알파리츠 판교크래프트타워



자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

그림 16. 신한알파리츠 용산 더프라이م



자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

그림 17. 롯데리츠 롯데백화점 강남점



자료: 롯데리츠, 하나금융투자

그림 18. 롯데리츠 롯데마트 의왕점



자료: 롯데리츠, 하나금융투자

(2) 리츠 운영수의 안정성

리츠의 운영수익 안정성은 리츠 투자의 핵심 중 하나, 특히 추가편입을 통한 Cap rate의 하락우려는 투자자들의 기피요인임

리츠는 적정 Cap rate의 수익형 부동산을 보유하고, 이를 배당재원으로 활용하는 만큼, Cap rate의 근간이 되는 임대수익의 안정성이 상당히 중요한 투자포인트가 된다.

상장했거나 상장을 기획중인 공모리츠들 중에서 가장 높은 수준의 중단기 매출안정성은 임차인으로부터 얼마나 장기간의 안정적 임대차계약을 체결했는지가 될 것이다.

롯데리츠의 경우에는 롯데쇼핑으로부터 임차료를 사실상 고정화하여 채권수준의 현금흐름이 예상되는데, 이는 리츠 투자에 있어서 상당한 강점이 된다. 보유자산의 내용만큼 중요한 것이 장래 공실리스크를 고려한 NOI의 하락 위험인데, 롯데의 경우 이런 부분에서 자유롭다. 이는 과거 홈플러스 리츠 상장 추진 시 시장에서 지속적으로 제기되었던 이슈와 다른 부분인데, 그만큼 임대료의 안정성을 리츠 투자 입장에서 중요하게 생각할 수 밖에 없다.

임대차 계약의 구성, 임차인 구성, 입지와 공실률이 중요. 부동산특성이 있기 때문임

또 운영수익의 안정성이 떨어지거나, 편입자산의 보유시기가 짧은 경우가 상대적으로 투자 열위에 있는 리츠가 된다. 임대계약이 만료되거나 현 임차인이 해당 건물의 임대차계약을 연장하지 않아 공실리스크가 부각될 경우 역시 운영수익 안정성의 이슈다.

공실률 역시 임차료 측면에서 화두가 된다. 현재 신한알파리츠가 인기를 끌고 주가성세가 좋았던 이유는 전국 최저 공실 판교(1%미만) 지역의 알짜 상권에 핵심 부동산을 편입하고 있기 때문이었다. 서울시의 오피스 공실률이 두자릿수를 상회하는 상황에서 판교는 남다른 시장이다. 이에 장래 삼성 태평로빌딩과 제주 켄싱턴 호텔을 편입할 이지스의 리츠의 경우 이 두 빌딩에 대한 시장의 평가가 진행될 것이다.

표 4. 국내 리츠 성장성 및 안전성 점검

	신한알파리츠	롯데리츠	NH공모상장제1호 위탁관리 리츠	이지스리츠
AMC	신한리츠운용	롯데AMC	NH농협리츠운용	이지스자산운용
운용자산	판교코래프톤타워, 용산 더프라임	롯데 백화점 4곳, 마트 4곳, 아울렛 2곳	서울스퀘어, 삼성물산 서초사옥, 강남N타워, 잠실SDS타워	제주 조선호텔, 서울태평로빌딩
공모규모	1,140억원	4,750억~5,000억	1,180억원	2,350억원
예상배당수익률	4% 내외	7% 내외	5%~6%	6%내외
상장일	2018.08 상장	2019.10 예정	2019.11 예정	2019.11 예정
성장성	9.11 활성화방안 수혜주. 완전 개방된 편입자산 성격 성장(추가 자산편입)의 확실성은 상대적으로 낮은 편. 어느 물건이든 상업용 빌딩 중심으로 구입할 수 있으나, 정해진 파이프라인은 없기 때문.	롯데쇼핑을 포함한 롯데그룹향후 편입자산의 확실성이 높은 편, 즉, 신규 편입 파이프라인을 확보했다는 장점. 성장리츠의 성격에 부합.	N/A	N/A
안정성	기준에 맞는 편입 및 증자를 통한 규모확대, 수익성 확보에 있어서 강점을 보유. 보유물건지가 판교라는 점에서 입지적 강점도 보유. 임차안정성이 상대적으로 높은 편.	상장시점의 배당수익률이 높아 시장에서 인기 얻을 것. 다만, 그룹자산 중심의 편입이 예상되고, 10년 이상의 장기적 관점에서 오프라인 유통업종에 대한 우려도 존재.	N/A	N/A

자료: 하나금융투자

2. Appendix: 리츠 개요와 Valuation

1) Global REITs 시장

(1) 글로벌 리츠 비교

리츠란 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산 또는 부동산 관련 증권에 투자 및 운영하고 그 수익을 투자자에게 돌려주는 부동산 간접투자기구인 주식회사다. 1960년대 미국에서 처음 도입 후 2000년대 들어 유럽 및 아시아지역에서 부동산 유동화 및 증권화를 위해 리츠가 빠르게 확산되었다. 1994년 5개 국가에서만 시행되었으나 2018년말 기준 37개국에서 시행되고 있으며 상장리츠의 시가총액은 약 2,230조원으로 추정된다. 미국의 상장리츠는 247개로 전체 시가총액은 1.3조달러, 이 중 시가총액 100억달러가 넘는 리츠는 31개에 달한다. 리츠 기업들은 수익의 약 90%를 배당하기 때문에 저금리 기조에서 높은 배당수익률과 지속적인 현금흐름을 원하는 투자자들에게 인기가 높아지고 있다.

표 5. 해외 리츠 현황

(단위: 개, 십억USD, %)

구분	한국	미국	호주	일본	싱가포르
도입년도	2001	1960	1971	2000	2002
상장리츠	5	247	53	63	35
상장리츠 시가총액	0.7	1,344.3	99.1	150.7	67.6
증권거래소 시가총액 대비	0.1%	3.7%	6.8%	2.7%	9.3%

자료: 한국리츠협회, Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 미국 리츠 규모

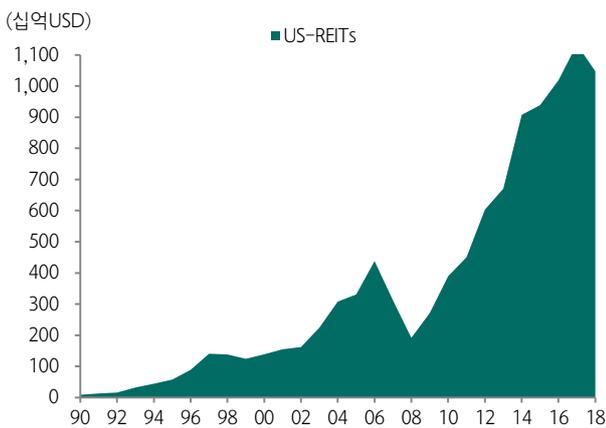


(2) 아시아 리츠

2001년 아시아 지역에 리츠가 도입된 이후 일본과 싱가포르, 홍콩을 중심으로 급속도로 성장하였다. 최근들어 저금리 기조에 따른 아시아 오피스 시장 호황으로 아시아 리츠 기업에 대한 관심이 높아지고 있다. 일본의 경우 도쿄 일대 오피스 공실률은 1%대로 수익이 확대되고 있으며 싱가포르 오피스의 공실률도 8%대로 비교적 낮게 유지 중에 있다. 현재 일본 리츠 시장의 시가총액은 15.2조엔, 싱가포르는 1000억싱가포르달러로 그 규모가 가파르게 성장하고 있으며, 일본 리츠 기업들의 평균 배당수익률은 3.59%, 싱가포르는 5.32%로 각국의 10년물 국채 수익률인 -0.01%, 1.75%와 비교했을시 수익성 역시 좋다.

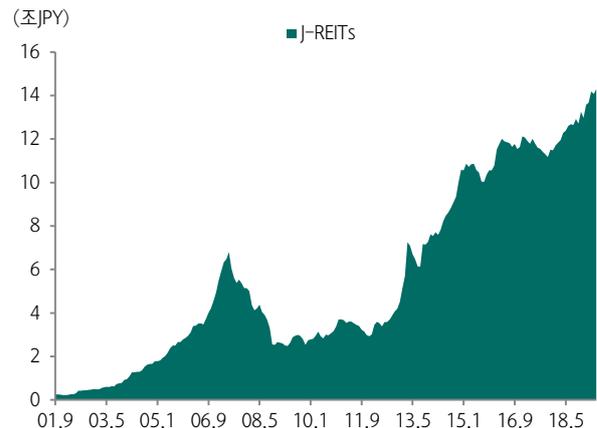
특히 일본의 경우 도쿄도 일대 오피스 시장은 최근 공실률이 1.7%까지 낮춰진 상태라 오피스 리츠에 상당히 우호적 환경이 펼쳐지고 있다. 도쿄도의 오피스 준공도 2018년 34건(141만m²)에서 2019년 32건(85만m²), 2020년 20건(117만m²)으로 공급면적 상 현 수준의 공실률이 당분간은 지속될 것으로 본다.

그림 20. 미국 REITs 시가총액 추이



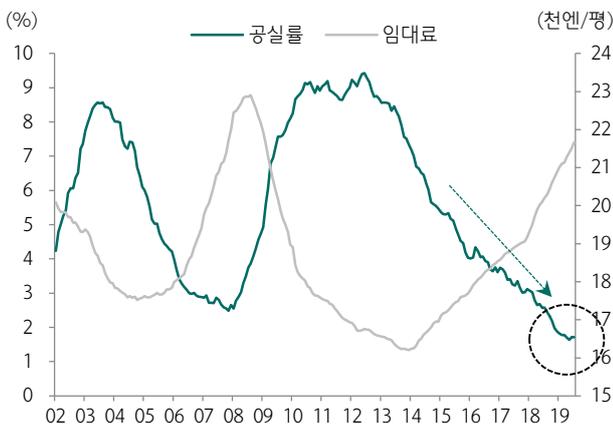
자료: Nareit, 하나금융투자

그림 21. 일본 REITs 시가총액 추이



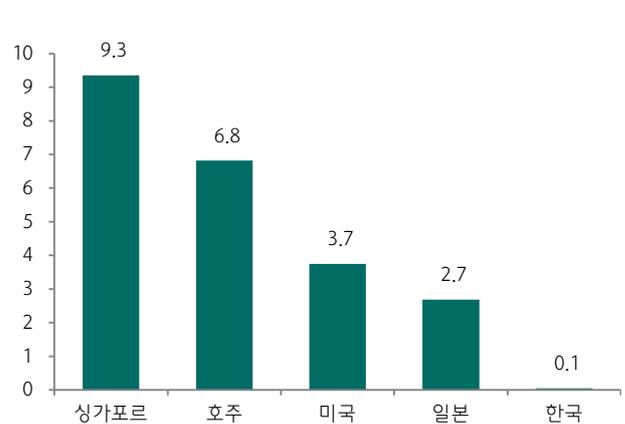
자료: ARES, 하나금융투자

그림 22. 일본 도쿄 공실률 및 임대료 추이



자료: 미키쇼지, 하나금융투자

그림 23. 국내 및 해외 상장리츠 시가총액 비중



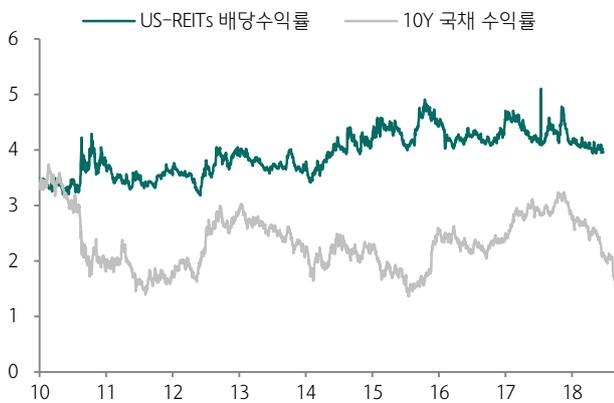
자료: ARES, 하나금융투자

2) Why 리츠?

(1) 리츠 주가 신고가 갱신 중

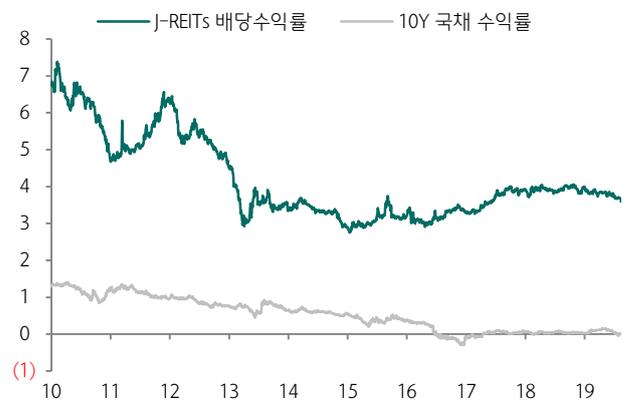
리츠 기업들은 수익의 약 90%를 배당하기 때문에 저금리 기조에서 높은 배당수익률과 지속적인 현금흐름을 원하는 투자자들에게 인기가 높아지고 있다. 특히 최근들어 저성장/저금리 기조가 고착화 되는 구간에 진입하면서 선진국 리츠의 주가가 지속해서 신고가를 갱신하고 있는 상태다.

그림 24. 미국 REITs 배당수익률 vs 10년물 국채수익률



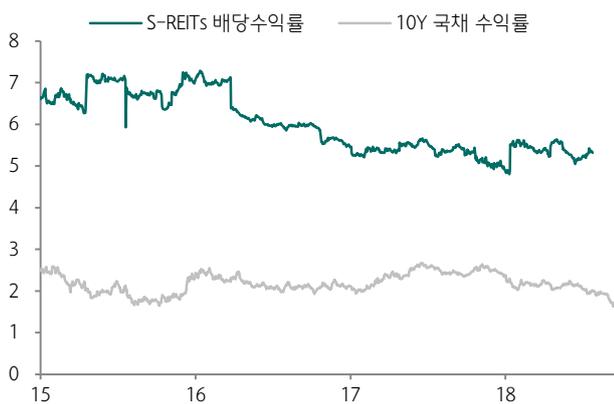
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 25. 일본 REITs 배당수익률 vs 10년물 국채수익률



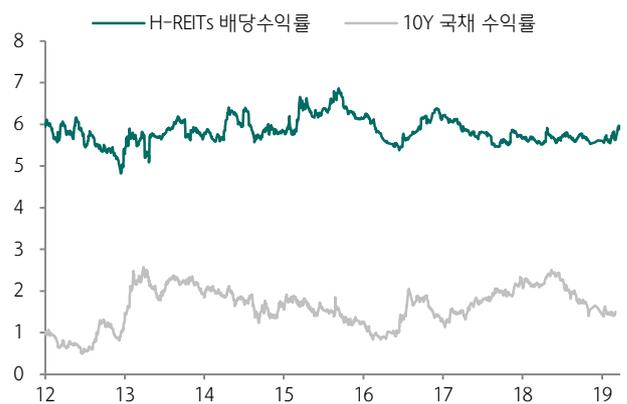
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 26. 싱가포르 REITs 배당수익률 vs 10년물 국채수익률



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 27. 홍콩 REITs 배당수익률 vs 10년물 국채수익률



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3) 리츠 Valuation

(1) FFO (Fund From Operation)

리츠의 수익성은 당기순이익이 아닌 FFO(Fund From Operation)로 판단한다. 이는 리츠의 자산이 대부분 임대자산으로 이루어져 있기 때문인데, 임대자산의 감가상각비는 불규칙적이고 그 변동이 다소 크게 발생하는 경우가 많다. 당기순이익에서는 임대자산에 대한 감가상각 비용이 포함되기 때문에 감가상각비의 변동이 순이익에 미치는 영향을 제거한 FFO로 판단해야 리츠의 수익성을 정확히 판단할 수 있게 된다.

FFO는 일반적으로 '당기순이익+감가상각비+무형자산상각비-자산매각을 통한 이익'으로 계산된다. 리츠는 당기순이익보다 임대순이익이 중요하며 이에 따른 지속가능한 배당여력이 핵심이다. 때문에 일회성 손익인 자산매각에 대한 손익을 가감하는 것이다. 결국 리츠의 배당여력을 검증하는 밸류에이션 방법이 P/FFO다. 미국 리츠의 1Q00-1Q19 평균 P/FFO는 14.28배며, 현재 신한알파리츠의 P/FFO는 23.1배다.

AFFO(Adjusted Fund From Operation) 또는 Normalized FFO는 임대자산의 유지보수 비용을 반영한 지표로 리츠 배당여력이라고 볼 수 있다. 산식은 'FFO-(유지보수를 위한 자본지출비용+리스수수료+기타 비현금 임대비용)+(부채상각비용+자본발행비용)'이다.

(2) NAV(Net Asset Value)

리츠 밸류에이션에서 NAV(Net Asset Value)는 부동산의 순자산가치를 감정평가액 기준으로 환산한 것이다. 일반적으로 부동산 장부가와 감정평가액에 차이가 발생하기 때문에 PBR보다 P/NAV가 더 유용하게 사용되나, 한국의 경우 리츠의 규모가 작아 장부가와 감정평가액의 차이가 작은편이다. 일본 리츠의 2009-2018년 평균 P/NAV는 1.11배다.

NOI(Net Operating Income)는 순 운영수익으로 '임대수입+기타수입-공실 및 취소손실-임대자산 영업비용'으로 부동산 건물의 수익성을 나타내는 핵심 지표다. 부동산에서 자주 활용하는 수익성 지표 중 하나가 Cap Rate(자본환원율)인데, Cap rate은 NOI를 부동산 시장 가치로 나눈 비율로 Cap Rate이 높을수록 저평가 됐음을 의미한다.

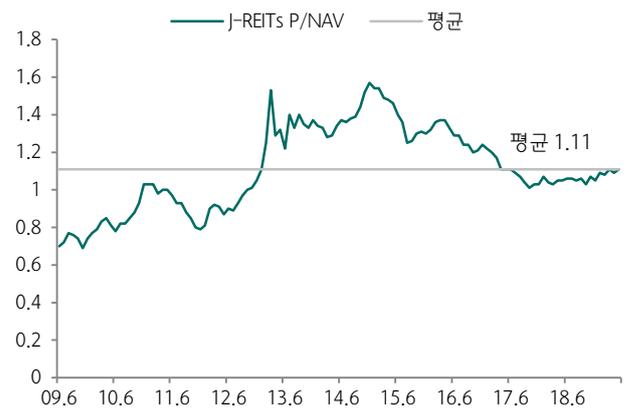
즉 $Cap\ rate = NOI / Value$ 다.

그림 28. US-REITs P/FFO



자료: Nareits, 하나금융투자

그림 29. J-REITs P/NAV



자료: ARES, 하나금융투자

Top Picks

신한알파리츠 (293940)

21

에퀴티레지덴셜 (EQR.US)

25

2019년 9월 17일

신한알파리츠(293940)

성장형 리츠의 대장주

초역세권 오피스빌딩을 기초자산으로

신한알파리츠는 판교크래프톤타워와 용산 더프라임을 기초자산으로 하는 오피스 리츠로 2018년 8월 상장했다. 이 중 판교 크래프톤타워(알파돔 빌딩)는 판교역과 연결되어 있고 네이버, 스노우, 무지(MUJI), 신한금융투자 등 우량임차인을 확보하고 있다. 용산더프라임은 2018년 10월 매입하였고(당시 지분율 32.9%), 이후 우선주 감자를 진행하면서 지분율 100%로 확대했다. 신한알파리츠를 운영하는 AMC는 신한리츠운용이고, 잠재적으로 시가총액 1조원 수준까지 보유자산 규모를 지속해서 확대할 것으로 기대된다.

성장리츠로서의 장단점

신한알파리츠는 성장형 리츠로 시장에 상장했고, 개방형이라 소위 타 그룹의 리츠와는 다르게 모든 자산에 대해서 매입을 열어놓은 것과 같다. 이는 추가 편입자산의 확실성 부분에서는 다소 약하지만, 편입기준을 지키며 매입을 해 나갈 경우 매입 자산의 수익성 측면에서는 양호한 성과가 지속될 수 있다는 의미와도 같다.

신한알파리츠 목표주가 9,100원 커버리지 개시

신한알파리츠의 TP를 9,100원으로 제시하고 신규 커버리지 개시한다. TP는 요구수익률 4.5%, g 1.5%로 2019년말 기준 배당성장모형(DPS/(Ke-g))을 적용하여 도출하였다. 현 주가는 상장 이후 약 60%정도 상승한 수준이라 기대배당수익률도 6%대에서 4.1%수준으로 낮아졌다. 그러나 신한알파리츠는 성장형 리츠라는 아이덴티티를 확실히 지키고 있다는 측면에서 투자매력이 높고, 추가 편입자산의 수익률 제고를 통해 기대배당률이 현 수준 이상에서 지속될 수 있을 것으로 예상된다. 신한알파리츠의 19F P/FFO는 23.1배, PBR은 1.3배수준이다.

Top Picks

BUY(신규)

TP(12M): 9,100원(신규) | CP(9월16일): 7,980원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,062.22
52주최고/최저(원)	8,140/5,350
시가총액(십억원)	380.1
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	47,630.1
60일 평균거래량(천주)	109.8
60일 평균거래대금(십억원)	0.8
19년 배당금(예상, 원)	N/A
19년 배당수익률(예상, %)	N/A
외국인 지분율(%)	1.74
주요주주 지분율(%)	
유진자산운용	8.57
한화손해보험	6.30
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.5 39.0 40.7
상대	4.2 46.7 58.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019F	2020F	2021F
영업수익	십억원	7.0	43.2	45.8	48.6
영업이익	십억원	(1.4)	24.2	25.3	26.5
세전이익	십억원	(7.5)	10.3	10.8	11.4
순이익	십억원	(7.5)	10.3	10.8	11.4
FFOPS	원	N/A	346.0	354.5	360.2
증감율	%	N/A	N/A	2.5	1.6
P/FFO	배	N/A	23.1	22.3	22.0
PBR	배	0.9	1.3	1.3	1.2
ROE	%	(3.1)	3.7	3.9	3.7
BPS	원	6,214.9	5,956.8	6,029.8	6,777.8
DPS	원	116.0	274.8	286.0	291.7
배당수익률	%	2.0	4.1	3.6	3.7

주: 9월 결산 기준

자료: 하나금융투자



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이승희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

초역세권 오피스빌딩을 기초자산으로

신한알파리츠는 판교크라프트타워와 용산 더프라임을 기초자산으로 하는 오피스 리츠로 2018년 8월 상장했다. 이 중 판교크라프트타워(알파돔 빌딩)는 판교역과 연결되어 있고 네이버, 스노우, 무지(MUJI), 신한금융투자 등 우량임차인을 확보하고 있다. 용산더프라임은 2018년 10월 매입하였고(당시 지분율 32.9%), 이후 우선주 감자를 진행하면서 지분율 100%로 확대했다. 신한알파리츠를 운영하는 AMC는 신한리츠운용이고, 잠재적으로 시가총액 1조원 수준까지 보유자산 규모를 지속해서 확대할 것으로 기대된다.

표 1. 신한알파리츠 자산현황

건물명	판교크라프트타워(판교 6-4블록 오피스빌딩)	용산 더프라임
위치	경기 성남시 분당구 분당내곡로 117	서울특별시 용산구 원효로 90길 11
규모	대지면적 7,338m ² , 건물면적 99,596m ²	대지면적 3,576m ² , 건물면적 39,010m ²
층수	지하 7층 ~ 지상 15층	지하 6층 ~ 지상 30층
준공연도	2018.03	2014.03
용도	업무시설, 판매시설	업무시설, 판매시설
임대율	업무시설 100%, 판매시설 96.7%	96.9%

자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

표 2. 신한알파리츠 기초자산 임대차 주요 조건

(단위: 원/3.3m²)

	판교크라프트타워		용산 더프라임	
	업무시설	판매시설	업무시설	판매시설
평균 보증금	482,025	1,450,262	561,646	1,143,948
평균 월임대료	68,070	136,149	59,191	92,119
평균 월관리비	27,028	17,638	30,972	18,000

자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

그림 1. 판교크라프트타워



자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

그림 2. 용산 더프라임



자료: 신한알파리츠, 하나금융투자

성장리츠로서의 장단점

신한알파리츠는 성장형 리츠로 시장에 상장했고, 개방형이라 소위 타 그룹의 리츠와는 다르게 모든 자산에 대해서 매입을 열어놓은 것과 같다. 이는 추가 편입자산의 확실성 부분에서는 다소 약하지만, 편입기준을 지키며 매입을 해 나갈 경우 매입자산의 수익성 측면에서는 양호한 성과가 지속될 수 있다는 의미와도 같다.

표 3. 신한알파리츠 P/FFO, PBR

(십억원, 배)

	2018	2019F	2020F	2021F
당기순이익	N/A	10.3	10.8	11.1
감가상각비	N/A	6.2	6.2	6.2
FFO	N/A	16.5	17.0	17.3
P/FFO	N/A	23.1	22.3	22.0
순자산	236.8	283.7	289.4	325.3
PBR	0.9	1.3	1.3	1.2

자료: 하나금융투자

표 4. 신한알파리츠 cap rate

(십억원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F
NOI	(1.4)	24.2	25.3	25.9
cap rate(%)				
매입금액기준	(0.2)	3.5	3.7	3.8
감정평가액기준	(0.2)	3.5	3.6	3.7

자료: 하나금융투자

표 5. 신한알파리츠 배당수익률

(십억원, 원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F
FFO(배당여력)	N/A	16.5	17.0	17.3
우선주 배당차감	N/A	13.2	13.7	14.0
DPS(보통주)	116.0	274.8	286.0	291.7
배당수익률	2.0	4.1	3.6	3.7

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
영업수익	7.0	43.2	45.8	48.6	53.1
임대료수익	3.1	29.4	31.2	33.1	36.2
관리비수익	3.5	12.7	13.5	14.3	15.6
기타수익	0.2	1.1	1.1	1.2	1.3
영업비용	8.1	18.9	20.5	22.2	24.9
판매비와관리비	8.1	18.9	20.5	22.2	24.9
영업이익	(1.4)	24.2	25.3	26.5	28.2
영업외손익	(6.2)	(13.9)	(14.5)	(15.1)	(16.0)
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융손익	(7.7)	(16.6)	(17.2)	(17.9)	(19.0)
종속및관계기업관련손익	1.5	2.6	2.7	2.8	3.0
세전계속사업이익	(7.5)	10.3	10.8	11.4	12.2
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.5)	10.3	10.8	11.4	12.2
지배주주분할이익	(7.5)	10.3	10.8	11.4	12.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
유동자산	18.2	23.3	29.0	34.9	40.8
현금및현금성자산	18.0	1.8	7.7	13.6	19.5
단기금융자산	0.0	20.1	20.1	20.1	20.1
기타유동자산	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
비유동자산	572.1	719.8	719.8	779.8	779.8
투자부동산	545.5	717.6	717.6	777.6	777.6
기타비유동자산	26.6	2.2	2.2	2.2	2.2
자산총계	590.3	743.1	748.8	814.7	820.6
유동부채	5.2	8.4	8.4	8.4	8.4
기타지급채무	4.4	6.0	6.0	6.0	6.0
단기임대보증금	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0
기타유동부채	0.4	1.3	1.3	1.3	1.3
비유동부채	348.3	451.0	451.0	481.0	481.0
장기차입금	335.5	432.1	432.1	462.1	462.1
임대보증금	10.4	16.2	16.2	16.2	16.2
기타비유동부채	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	353.5	459.4	459.4	489.4	489.4
지배주주지분	236.8	274.2	274.2	304.2	304.2
자본금	42.1	42.1	42.1	42.1	42.1
자본잉여금	202.2	226.2	226.2	256.2	256.2
이익잉여금	(7.5)	5.9	5.9	5.9	5.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	236.8	274.2	274.2	304.2	304.2

투자지표					
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
FFOPS	N/A	346.0	354.5	360.2	366.0
BPS	6,214.9	5,956.8	6,029.8	6,777.8	6,900.7
DPS(보통주)	116.0	274.8	286.0	291.7	297.5
주기지표(배)					
P/FFO	N/A	23.1	22.3	22.0	21.6
PBR	0.9	1.3	1.3	1.2	1.1
배당수익률	2.0	4.1	3.6	3.7	3.7
재무비율(%)					
ROE	(3.1)	3.7	3.9	3.7	4.0
ROA	(1.3)	1.4	1.4	1.4	1.5
부채비율	149.3	167.5	167.5	160.9	160.9

수익성 및 성장성					
	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
수익성(%)					
영업이익률	(19.4)	56.1	55.3	54.4	53.1
EBITDA이익률	38.4	57.5	56.1	54.7	52.3
순이익률	(106.4)	23.8	23.6	23.4	23.0
성장성(%)					
영업이익증가율	N/A	흑전	4.5	4.4	6.6
세전이익증가율	N/A	흑전	5.2	5.1	7.5
순이익증가율	N/A	흑전	5.2	5.1	7.5
FFOPS증가율	N/A	N/A	2.5	1.6	1.6
BPS증가율	N/A	흑전	1.2	12.4	1.8

주: 9월 결산 기준

자료: 하나금융투자

2019년 9월 17일

에퀴티레지덴셜(EQR.US)

미국 주택리츠의 Top pick

미국 리츠 대장주, 실적 흐름 이상무

미국의 리츠기업들은 지속적인 자본확충과 이를 통한 포트폴리오 재편 및 운용전략 수립을 한다. 에퀴티 레지덴셜(EQR.US)의 경우 미국 서부 주요 도시권과 동부 메갈로폴리스(보스톤/뉴욕/워싱턴)지역에 NOI비중 약 99%에 달하는 임대 포트폴리오를 보유하고 있다. 2Q19 영업수익은 6.7억달러(YoY 4.6%)이며, 리츠의 배당여력인 주당 AFFO(Adjusted Fund From Operation)는 0.86달러(YoY 6.2%)로 컨센서스인 0.84를 2.4% 상회했다.

동부해안 수익성 확대 및 포트폴리오 개선 중

전체 임대수익의 증가는 남부 캘리포니아(4.7% 상승)와 샌프란시스코(4.2% 상승)에 기인한다. 특히 임대포트폴리오의 30%를 차지하는 남부 캘리포니아 지역은 전년대비 4.9%에 달하는 임대료 상승과, 평균임대율 96.4%의 낮은 공실률로 높은 임대 수익성과 안정적인 성장성을 보이고 있다. 뉴욕의 임대수익은 2.6% 상승하였는데 다른 지역에 비해 상대적으로 낮은 상승률이나 지속적으로 높아지고 있는 것을 감안하면 점차 개선될 것으로 전망한다.

더불어 EQR은 이번 분기에 워싱턴, 덴버 등 지역에서 총 1,605호, 3.8억달러 규모의 자산을 매입하면서 파이프라인을 다각화 중에 있다.

미 금리 인하에 따른 수혜 기대

EQR은 2019년 주당 AFFO 가이드를 기존 3.39달러에서 3.49달러로 2% 상향하였고, 3분기 가이드를 0.87-0.91달러로 제시하였다. 연준의 금리인하와 함께 미국 부동산 시장의 흐름도 고가주택군 중심으로 더 나아지고 있어서 투자매력이 높다.

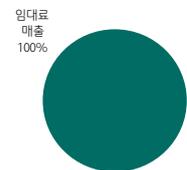
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★☆☆

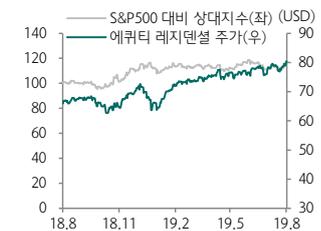
Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	부동산
주요 영업	부동산투자신탁
홈페이지	equityapartments.com
시가총액(십억USD)	29.8
시가총액(조원)	35.9
52주최고/최저()	81.88/62.4
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	13.00
블랙록	11.38
블룸버그 목표가(USD)	78.21
최근 증가(USD)	80.48
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.9 11.7 22.0
상대	5.3 3.4 18.3

매출 비중



주가 추이



주: 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충음) 의미.

Financial Data

백만 USD	2017	2018	2019F	2020F
매출	2,471	2,578	2,685	2,772
영업이익	847	859	898	920
순이익	603	658	507	555
EPS(USD)	1.2	1.1	1.6	1.7
EPS(YOY, %)	98.2	(6.8)	45.9	6.0
ROE(%)	5.9	6.4	4.9	5.1
PER(배)	55.0	61.1	49.7	46.9
PBR(배)	2.3	2.4	3.1	3.3
배당률(%)	3.2	3.3	2.8	2.9

주: Non-GAAP 기준, 전망치는 시장 평균 예상치
자료: Bloomberg, 하나금융투자



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이승희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

미국 리츠 대장주, 실적 흐름 이상무

미국의 리츠기업들은 지속적인 자본확충과 이를 통한 포트폴리오 재편 및 운용전략 수립을 한다. 에퀴티 레지덴셜(EQR.US)의 경우 미국 서부 주요 도시권과 동부 메갈로폴리스(보스톤/뉴욕/워싱턴)지역에 NOI비중 약 99%에 달하는 임대 포트폴리오를 보유하고 있다. 임대 포트폴리오 관리는 주기적인 리밸런싱을 통해 추가 수익을 낼 수 있는 지역에 재투자를 하는 형태로 이루어지며 이 과정에서 부동산 가치 변화에 따른 매각 차익을 내어 투자 재원을 마련한다.

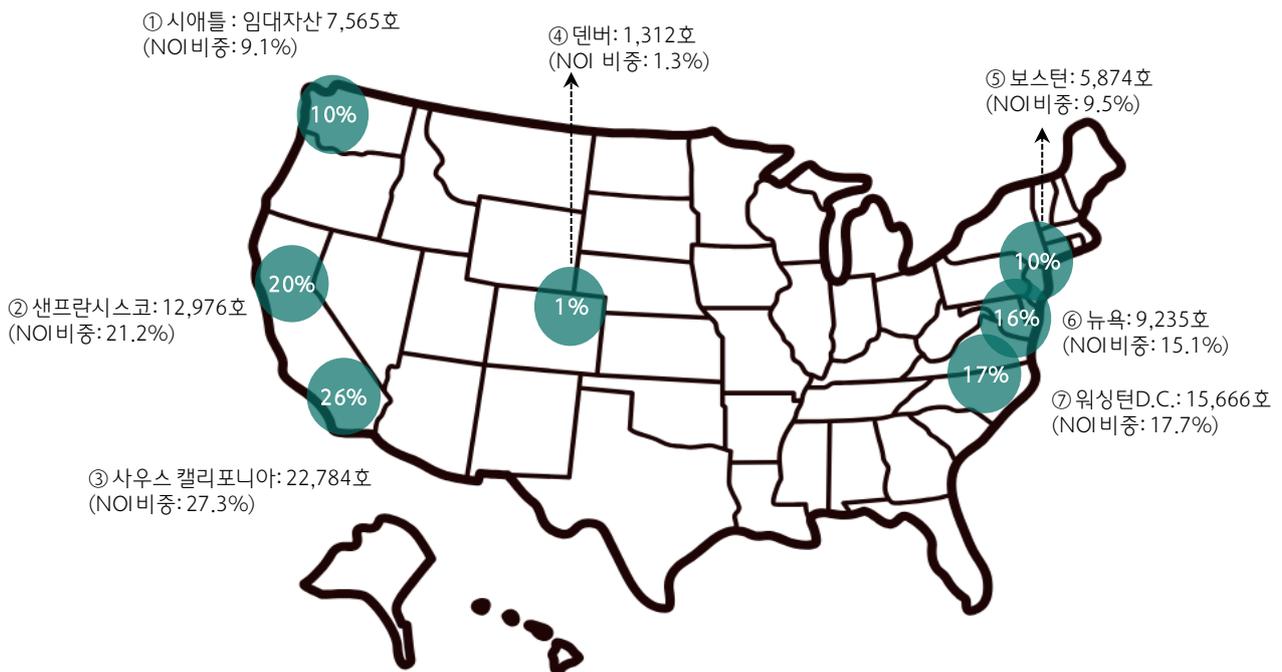
표 1. 2Q19 임대 포트폴리오 지역별 세부 구성

(단위: 호, 달러/월, %)

지역	주택 호수	NOI 비중	평균 임대료 (YoY)	평균 임대율	임대 회전율
로스엔젤레스	15,371	18.8%	2,605 (5.0%)	96.3%	14.0%
오렌지 카운티	4,028	4.5%	2,232 (5.3%)	96.4%	13.7%
샌디에고	3,385	4.0%	2,395 (3.6%)	96.7%	14.3%
사우스 캘리포니아 소계	22,784	27.3%	2,508 (4.9%)	96.4%	14.0%
샌프란시스코	12,976	21.2%	3,244 (4.7%)	96.1%	13.3%
워싱턴DC	15,666	17.7%	2,429 (2.7%)	96.8%	12.1%
뉴욕	9,235	15.1%	3,904 (0.4%)	97.1%	10.4%
보스턴	5,874	9.5%	3,109 (3.6%)	96.5%	12.5%
시애틀	7,565	9.1%	2,338 (4.2%)	96.6%	14.7%
기타	136	0.1%	1,282 (6.6%)	98.8%	19.1%
총계	74,236	100.0%	2,822 (3.6%)	96.6%	13.0%

자료: EQR, 하나금융투자

그림 1. 에퀴티 레지덴셜 임대 포트폴리오 구성

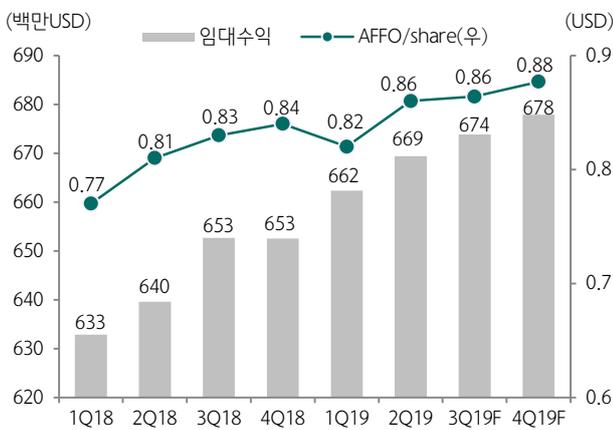


자료: EQR, 하나금융투자

동부해안 수익성 확대 및 포트폴리오 개선 중

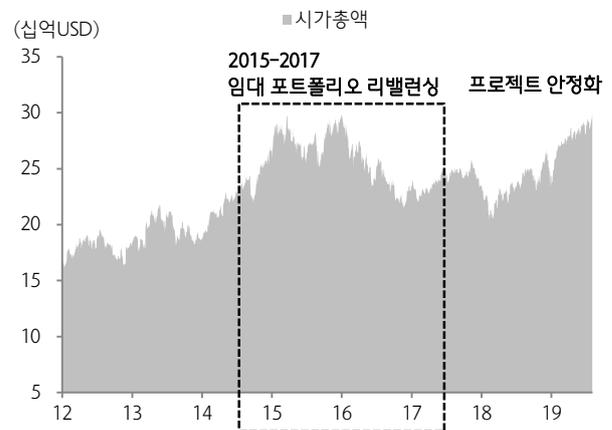
2Q19 기준 에퀴티 레지덴셜의 분기별 임대수익 및 주당 AFFO가 지속적으로 성장 중에 있다. 전체 임대수익의 증가는 남부 캘리포니아(4.7% 상승)와 샌프란시스코(4.2% 상승)에 기인한다. 특히 임대포트폴리오의 30%를 차지하는 남부 캘리포니아 지역은 전년대비 4.9%에 달하는 임대료 상승과, 평균임대율 96.4%의 낮은 공실률로 높은 임대 수익성과 안정적인 성장성을 보이고 있다. 뉴욕의 임대수익은 2.6% 상승하였는데 다른 지역에 비해 상대적으로 낮은 상승률이나 지속적으로 높아지고 있는 것을 감안하면 점차 개선될 것으로 전망한다. 더불어 EQR은 이번 분기에 워싱턴, 덴버 등 지역에서 총 1,605호, 3.8억달러 규모의 자산을 매입하면서 파이프라인을 다각화 중에 있다.

그림 2. EQR 분기별 임대수익 및 주당FFO



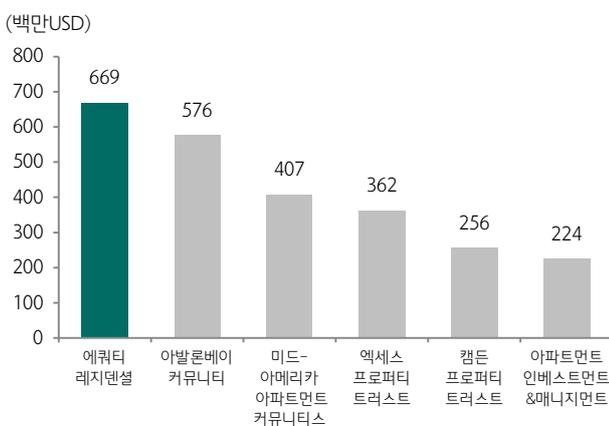
자료: EQR, 하나금융투자

그림 3. EQR 시가총액 추이



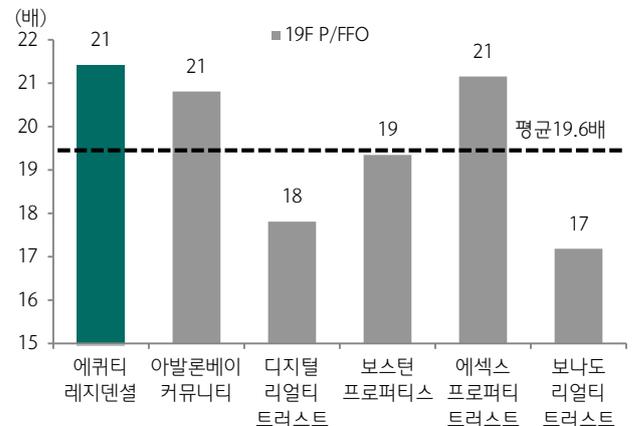
자료: EQR, 하나금융투자

그림 4. 미국 리츠 2Q19 임대수익 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 미국 주택 리츠 2019F P/FFO



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출	2,426	2,471	2,578	2,685	2,772
매출총이익	N/A	N/A	N/A	1,761	1,818
판매비	0	2	1		
영업이익	856	847	859	898	920
이자 비용	482	384	413		
기타영업손익	(4,103)	(169)	(245)		
세전이익	4,481	629	686		
법인세	2	0	1		
소수주주이익	188	25	28		
특별손실	(1)	0	0		
당기순이익	4,292	603	658	507	555
성장율(YoY)					
매출	(11.6)	1.9	4.3	4.1	3.2
영업이익	(15.2)	(1.0)	1.3	4.5	2.5
순이익	393.3	(85.9)	9.0	(22.9)	9.4
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	N/A	65.6	65.6
영업이익률	35.3	34.3	33.3	33.4	33.2
순이익률	176.9	24.4	25.5	18.9	20.0

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
현금성자산	40	42	77	51	47
매출채권	0	0	0	0	0
비유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	22,243	22,458	20,026	19,987	19,815
자산총계	22,951	23,110	20,704	20,571	20,394
유동부채	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동부채	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
부채총계	11,742	11,847	9,801	9,730	9,615
자본금	8,540	8,576	8,762	8,890	8,939
이익잉여금	1,778	1,857	1,430	1,315	1,197
자본총계	11,209	11,263	10,903	10,841	10,779

투자지표

	(단위: 백만USD)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(USD)					
EPS	0.6	1.2	1.1	1.6	1.7
BPS	27.9	27.7	27.4	25.6	24.7
SPS	6.6	6.7	7.0	8.6	8.6
DPS	13.0	2.0	2.2	2.3	2.4
주기지표(배)					
PER	102.7	55.0	61.1	49.7	46.9
PBR	2.3	2.3	2.4	3.1	3.3
EV/EBITDA	21.2	20.7	20.5	23.2	22.4
PSR	9.7	9.5	9.4	11.1	10.8
배당수익률(%)	20.2	3.2	3.3	2.8	2.9
재무비율(%)					
ROE	41.6	5.9	6.4	4.9	5.1
ROA	19.6	2.9	3.2	2.7	2.7
ROIC	4.1	4.3	4.4	-	-
부채비율	82.4	82.6	81.8	-	-
유동비율	N/A	N/A	N/A	-	-
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.0	-	-

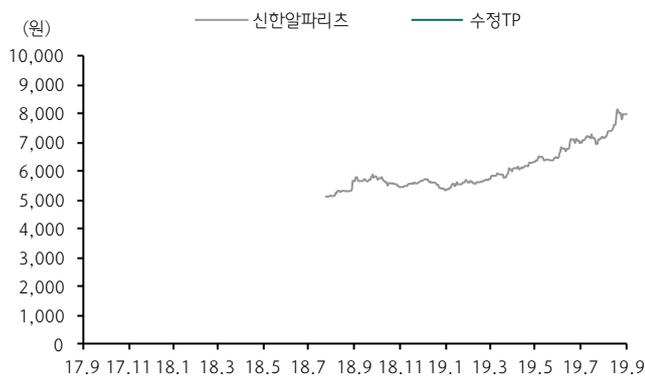
자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표

	(단위: 백만USD)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	1,324	1,357	1,214	1,266	1,356
감가/무형상각비	762	769	709	748	790
비현금자본증감	63	(29)	(454)	(858)	(928)
투자활동	(645)	(696)	5,904	(594)	(377)
유형자산처분	523	56	0	0	293
유형자산취득	(1,000)	(985)	(773)	(743)	(863)
투자자산증감	N/A	(15)	36	0	0
재무활동	(693)	117	(586)	(565)	(83)
배당금	(777)	(92)	(119)	(150)	(188)
단기부채증감	N/A	0	0	0	0
장기부채증감	54	1,222	(592)	331	809
자본금증감	83	44	82	8	265
잉여현금흐름	132	185	264	319	301

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

신한알파리츠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.17	BUY	9,100	-	-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_ 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_ 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(매도)_ 목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 09월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.