

ESR 켄달스퀘어리츠 (365550)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	8,100원(신규)
증가(2022/05/30)	6,890원
상승여력	17.6 %

Stock Indicator	
자본금	213십억원
발행주식수	21,309만주
시가총액	1,468십억원
외국인지분율	53.0%
52주 주가	5,810~7,663원
60일평균거래량	551,909주
60일평균거래대금	3.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	9.2	3.8	5.3
상대수익률	-5.1	10.3	9.7	21.6



FY	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익(십억원)	54	94	98	100
순이익(십억원)	15	33	34	35
FFO(십억원)	28	57	60	61
EPS(원)	104	153	160	165
BPS(원)	4,892	5,181	5,058	4,935
DPS(원)	268	274	283	288
P/FFO(배)	31.8	25.6	24.3	23.9
PER(배)	60.9	44.9	43.0	41.7
PBR(배)	1.3	1.3	1.4	1.4
배당수익률(%)	4.2	4.0	4.1	4.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/리츠/운송] 배세호
(2122-9178) seho.bae@hi-ib.com

초대형 물류 리츠의 자신감

리츠 소개

ESR켄달스퀘어리츠는 국내 최대의 물류 리츠로, 총 17개 물류센터(수도권 16개, 부산 1개)에 총 109만㎡(33만평)의 면적을 보유하고 있다. 보유 물류 센터의 연면적 평균은 6.5 만㎡(2만평)이며 대부분 준공 연한이 5년 이하인 최신식 물류센터다. 주요 임차인은 쿠팡 등 이커머스 및 3PL 업체이며, 공실률은 99.9%로 제로에 가깝다. 결산월은 5월, 11월로 연간 2회 배당을 실시하고 있다.

1) DPS의 안정적인 증가, 2) 물류 센터 공급 과잉 우려는 과도

2022년(5, 6기, 21.12~22.11) 조정 NOI(REF 포함)는 1,070억원(+60.3% YoY)이 예상된다. 2021년 12월 신규 편입된 물류 센터들의 임대 수익이 반영되면서 실적 증가를 이끌 전망이다. 2022년 FFO(배당가능이익)은 573억원(+101.2%)으로 주당 배당금 274원(연간 배당수익률 4.0%)에 해당한다.

물류 센터는 이커머스 시장 성장에 따라 수요가 크게 늘어나, 역대 최저의 공실률을 유지하며 임대인 우위 시장이 형성되어 있다. 하지만 2022~2023년 대규모의 물류 센터 공급이 예정되어 있어 물류 센터 가치 하락에 대한 우려가 있는 상황이다. 하지만 1) 교통 입지가 좋은 연면적 5천평 이상의 물류 센터 수요는 지속될 것으로 보이고, 2) 연초 예정되었던 2022~2023년 공급 예정 물량이 대거 지연될 가능성이 높아 공급 과잉 우려는 과도하다고 판단한다. 추가로 2021년 이후 물류센터 관련 민원의 폭발적인 증가, 소방법 강화 등에 따라 신규 인허가가 제한되어 있는 상황이다. 물류 센터 공급 증가에 따라 공실률 상승이 2023년까지 현실화된다고 가정해도, 2024년 이후에는 공실 면적이 빠르게 채워질 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 8,100원

ESR켄달스퀘어리츠에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 8,100원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV Valuation 방식을 사용했으며, 2023 NOI 1,099억원에 Target cap rate 4.20%를 반영했다. NAV에 할증률 10%를 적용했는데, 이는 스폰서인 부동산 운용사 ESR켄달스퀘어로부터 안정적으로 우량 물류 자산을 공급받을 수 있는 것을 반영했다. 올해 하반기 중에도 이천 물류센터6(연면적 62,195㎡)가 새롭게 편입될 예정이며, 향후에도 스폰서로부터 편입 가능한 파이프라인은 260 만㎡으로 현재 포트폴리오 대비 225%에 달한다.

리츠 소개

ESR켄달스퀘어리츠는 국내 최대의 물류 리츠로, 총 17개 물류센터(수도권 16개, 부산 1개)에 총 109만 m^2 (33만평)의 면적을 보유하고 있다. 보유 물류 센터의 연면적 평균은 6.5 만 m^2 (2만평)이며 대부분 준공 연한이 5년 이하인 최신식 물류센터다. 주요 임차인은 쿠팡 등 이커머스 및 3PL 업체이며, 공실률은 99.9%로 제로에 가깝다. 결산월은 5월, 11월로 연간 2회 배당을 실시하고 있다.

ESR켄달스퀘어리츠는 스폰서인 물류 센터 전문 운용사 ESR켄달스퀘어로부터 우량 물류 자산을 공급받고 있다. 2020년 상장 시 보유 물류센터는 11개(자리츠 7개, 수익증권 4개)에서 2022년 3월 기준 17개(자리츠 12개, 수익증권 5개)로 늘어났다. 올해 하반기 중 이천 물류센터6(연면적 62,195 m^2)가 새롭게 편입될 예정이며, 향후에도 스폰서로부터 편입 가능한 파이프라인은 260만 m^2 으로 현재 포트폴리오 대비 225%에 달한다.

표1. ESR 켄달스퀘어 자산 포트폴리오

자산	준공일	취득가액(십억원)	매입 Cap rate	연면적(m^2)	임대가능면적(m^2)	임대율
부천 (저운)물류센터	2019-07	197	4.73%	58,264	42,624	100.0%
고양 물류센터	2019-01	478	4.87%	199,678	168,095	100.0%
용인 물류센터 1	2017-11	129	4.83%	70,028	68,036	100.0%
이천 물류센터 2	2018-04	49	5.37%	33,365	32,008	100.0%
이천 물류센터 3	2018-12	29	4.71%	18,421	18,108	100.0%
김해 물류센터 1	2000-12	46	5.09%	25,733	25,077	100.0%
안성 물류센터 1	2020-02	160	5.12%	95,265	94,875	100.0%
안성 물류센터 2	2020-06	325	4.18%	154,191	147,384	100.0%
안성 물류센터 3	2021-04	127	4.52%	63,471	63,471	100.0%
안성 물류센터 4	2021-11	59	4.27%	27,039	27,027	100.0%
김해 물류센터 2	2019-12	71	4.68%	39,941	38,228	100.0%
이천 물류센터 5	2020-02	198	4.17%	84,545	82,764	100.0%
이천 물류센터 1	2017-02	65	4.93%	47,653	40,608	100.0%
이천 물류센터 4	2018-06	81	5.13%	49,616	46,939	100.0%
용인 물류센터 2	2017-01	76	4.98%	43,176	43,176	100.0%
평택 물류센터	2013-08/2017-05	84	4.39%	43,212	43,121	99.9%
용인 물류센터 3	2020-06	92	4.59%	43,045	38,222	100.0%
이천물류센터 6(예정)	2022-06	122	4.56%	62,195	62,195	100.0%
합계/평균		2,388	4.73%	1,154,015	1,081,960	99.9%

자료: 하이투자증권

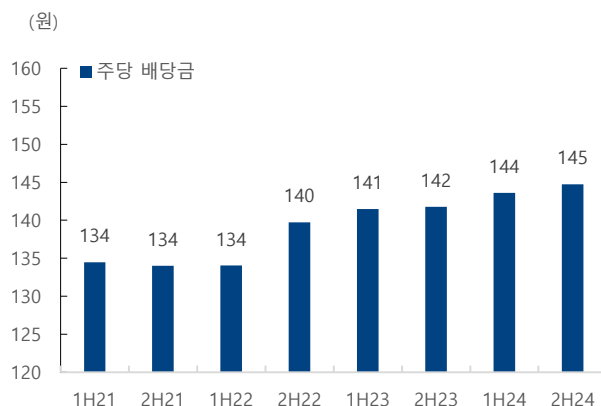
포트폴리오 대형화에 따른 DPS 증가

ESR켄달스퀘어리츠의 보유 물류센터는 2020년 11개(자리츠 7개, 수익증권 4개)에서 2021년 중 6개의 자산(수도권 5개, 부산권 1개)을 편입하며 17개(자리츠 12개, 수익증권 5개)로 늘어났다. 추가 편입 자산은 모두 준공 연도가 3년 이내의 고속도로가 인접한 우량 물류센터다. 2022년 6월 중에도 이천물류센터 6(연면적 62,195m²)가 예상되며 물류 센터 신규 편입에 따른 영업수익 및 주당 배당금 증가가 기대된다.

2022년(5, 6기, 21.12~22.11) 조정 NOI(REF 포함)는 1,070억원(+60.3% YoY)이 예상된다. 2021년 12월 신규 편입된 물류 센터 임대 수익이 반영되면서 실적 증가를 이끌 전망이다. 2022년 FFO(배당가능이익)는 573억원(+101.2% YoY)으로 주당 배당금 274원(연간 배당수익률 4.0%)에 해당한다. 2022년 예상 FFO로만 계산했을 시, 주당 배당금은 269원이나, 10억원 수준의 자본 전입을 통해 5원의 주당 배당금을 높여 배당금 가이드를 맞출 것으로 예상된다. 자본 전입을 이용한 배당금 지급은 2021년 100억원(주당 배당금 70원)에 달했으나, 신규 물류센터 편입 효과를 통해 2022년 10억원으로 줄어들고, 2023년부터는 순수 FFO로만 배당금 가이드를 맞출 것으로 기대된다.

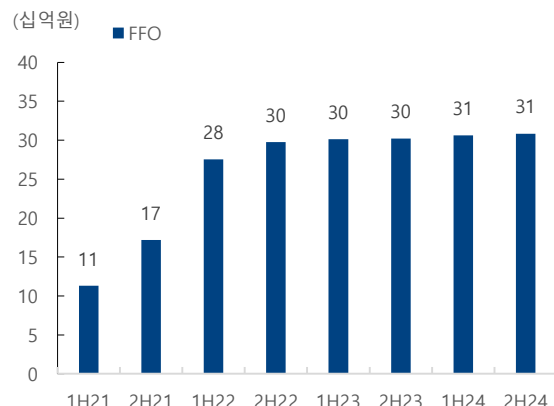
2023년(7, 8기, 2022.12~2023-11)의 영업수익은 2021년 12월 편입된 신규 물류 센터의 임대수익이 온전히 반영되고, 평균 1.5%의 임대료 상승률도 적용되어 전년대비 4.0% 증가한 980억원을 기록할 것으로 보인다. 이에 주당배당금은 전년대비 3.5% 늘어난 283원이 예상되며, 주식발행초과금을 이용한 배당금 지급이 아닌 순수 FFO로만 가능할 것으로 기대된다.

그림1. ESR 켄달스퀘어리츠 주당 배당금 추이 및 전망



자료: Dart, 하이투자증권

그림2. ESR 켄달스퀘어리츠 FFO 추이 및 전망



자료: Dart, 하이투자증권

공급 과잉 우려는 과도

물류 센터는 이커머스 시장 성장에 따라 수요가 크게 늘어나, 역대 최저의 공실률을 유지하며 임대인 우위 시장이 형성되어있다. 하지만 2022~2023년 대규모 물류센터 공급 면적이 예정되어 있어 물류 센터 가치 하락에 대한 시장의 우려가 많은 상황이다. 1) 교통 입지가 좋은 연면적 5천평 이상의 물류 센터 수요는 지속될 것으로 보이고, 2) 연초 예정되었던 2022~2023년 공급 예정 물량이 대거 지연될 가능성이 높아 공급 과잉 우려는 과도하다고 판단한다.

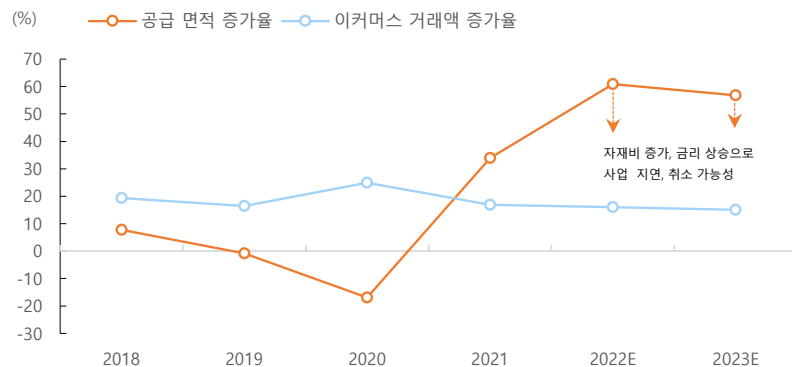
2021년 수도권 물류센터 공급 면적은 역대 최대수준인 69만평을 기록한 것으로 파악된다. 역대 최대 공급 면적을 기록했음에도, 서부 지역을 제외한 물류센터 공실률은 0%~2.7%, 1Q22 기준 임대료도 수도권 전반적으로 전분기대비 소폭 상승한 모습을 보였다. 공급 증가 국면에서도 5천평 이상 A급 물류센터에 대한 수요를 아직 소화하고 있는 단계다.

시장 조사기관 WRC에 따르면 2022년, 2023년 수도권 물류센터 공급 면적은 각각 111만평, 174만평으로 모두 전년대비 각각 60.8%, 56.8% 증가가 예상된다. 이는 2017~2021년 이커머스 거래액(서비스 제외) 연평균 증가율 19.3%을 대폭 뛰어넘는 수치로, 시장은 공급 과잉 우려가 심화되고 있다.

다만 1) 현재도 주요 이커머스 업체를 중심으로 수도권 A급 물류센터의 임차 면적이 빠르게 채워지고 있고, 2) 예정 공급 면적은 공사 자재비 증가, 보험료 상승, 금리 상승 등에 따른 사업성 저하로 공급이 대거 지연되거나, 취소될 가능성도 존재하기 때문에 현재 우려는 과도하다고 판단한다.

추가로 2021년 이후 물류센터 관련 민원의 폭발적인 증가, 소방법 강화 등에 따라 신규 인허가가 제한되어 있는 상황이다. 물류 센터 공급 증가에 따라 공실률 상승이 2023년까지 현실화된다고 가정해도, 2024년 이후에는 공실 면적이 빠르게 채워질 것으로 예상된다.

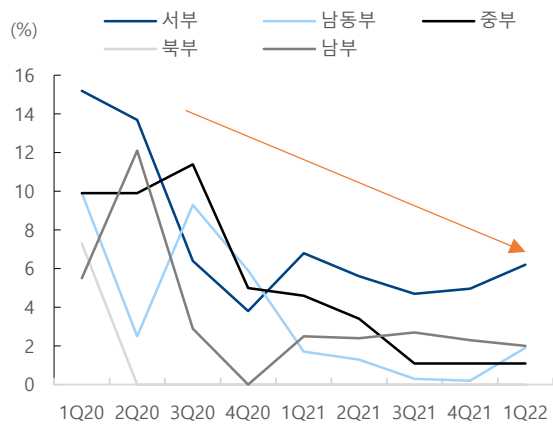
그림3. 수도권 물류센터 공급 증가율 vs. 이커머스 거래액 증가율 추이 및 전망



자료: WRC, 통계청, 하이투자증권

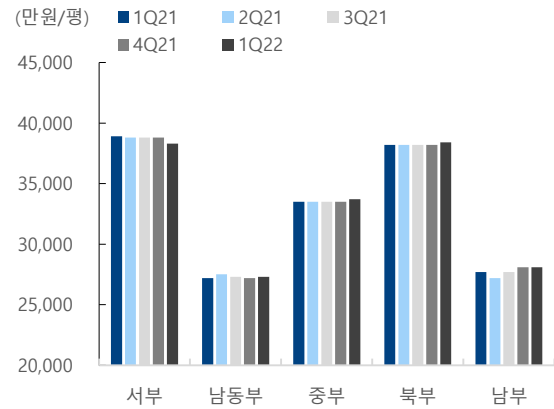
주: 이커머스 거래액 서비스 부문 제외

그림4. 수도권 물류센터 공실률 추이



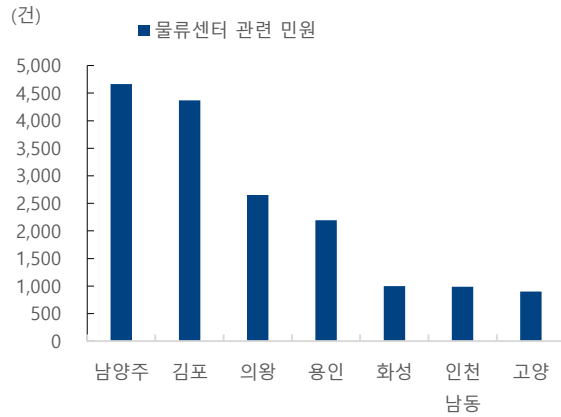
자료: JLL, 하이투자증권

그림5. 수도권 물류센터 임대료 추이



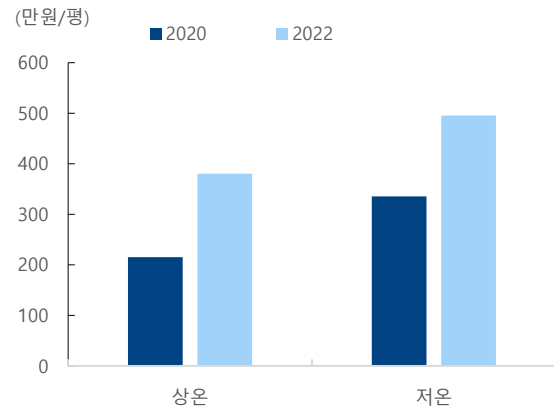
자료: JLL, 하이투자증권

그림6. 2020~2021년 수도권 물류센터 관련 민원



자료: 권익위, 언론 자료, 하이투자증권

그림7. 물류센터 공사비 추이



자료: 한국부동산개발협회, 언론자료, 하이투자증권

Valuation 및 목표주가

ESR켄달스퀘어리츠에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 8,300원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV Valuation 방식을 사용했으며, 자리츠 1, 2(12개 물류센터)의 2023년 NOI와 지분법손익으로 인식되는 부동산 수익증권(5개 자산)의 2023년 NOI를 환산하여 합산했다. 부동산 수익증권의 경우 ESR켄달스퀘어의 지분율이 99%(97.78~99.29%) 수준이다.

수도권 물류센터의 Cap rate는 2018년 6% 수준에서 지속적으로 하락하여 2022년 3% 후반~4% 초반까지 하락한 바 있다. 금리 상승에 따른 Cap rate 상승 압박이 있지만, 보유 물류 센터가 연면적 평균 6.5 만m² (2만평)의 준공 연한이 5년 이하인 최신식 물류센터라는 점이 가치 하락에 대한 하방을 지지할 것으로 보인다.

NAV에 할증률 10%를 적용했는데, 이는 스폰서인 부동산 운용사 ESR켄달스퀘어로부터 안정적으로 우량 물류 자산을 공급받을 수 있는 것을 반영했다. 올해 하반기 중에도 이천 물류센터6(연면적 62,195m²)가 새롭게 편입될 예정이며, 향후에도 스폰서로부터 편입 가능한 파이프라인은 260 만m² 으로 현재 포트폴리오 대비 225%에 달한다.

표2. 목표주가 산정(NAV)

(십억원, %, 원, 배)	Valuation
2023E NOI (a)	109.9
- 2023E 자리츠 1, 2(12개 자산) NOI	85.6
- 2023E 부동산 수익증권(5개 자산) NOI 환산	24.3
Target cap rate (b)	4.20%
Target value (c) = (a/b)	2,617.7
2022년말 순차입금 (d)	1,051.4
NAV (f) = (c) - (d)	1,566.3
할증률 (g)	10%
주식수(천 주) (h)	213,089
주당 NAV (f)*(g) / (h)	8,086
목표 주가	8,100
현재주가	6,890
상승 여력	17.6

자료: 하이투자증권

표3. NOI, Cap rate Sensitivity Analysis

(십억원, %)		NOI				
		98.9	104.4	109.9	115.4	120.9
Cap Rate	4.00	7,342	8,052	8,761	9,471	10,180
	4.10	7,031	7,723	8,415	9,107	9,799
	4.20	6,734	7,410	8,100	8,761	9,437
	4.30	6,452	7,111	7,771	8,431	9,091
	4.40	6,182	6,826	7,471	8,116	8,761

자료: 하이투자증권

표4. ESR 캔달스퀘어리츠 영업실적 추이 및 전망(5 월, 11 월 결산)

(십억원, %)	20.12 ~21.5	21.6 ~21.11	21.12 ~22.5	22.6 ~22.11	22.12 ~23.5	23.6 ~23.11	20.12 ~21.11	21.12 ~22.11	22.12 ~22.11	22.12 ~23.11
	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	23.7	30.1	45.8	48.4	48.9	49.2	53.8	94.2	98.0	99.5
YoY			93.3	61.1	6.7	1.5		75.3	4.0	1.5
자리/초1	23.7	30.1	30.5	30.5	31.0	31.0	54	61	62	63
YoY			28.7	1.5	1.5	1.5		13.5	1.5	1.5
자리/초2	0.0	0.0	15.3	17.9	17.9	18.2	0	33	36	37
YoY					17.0	1.5			8.6	1.5
영업비용	15.6	15.3	21.9	24.3	24.3	24.6	31	46	49	49
YoY			40.5	58.2	10.7	1.5		49.3	5.8	1.1
감가상각비	5.9	7.7	11.5	13.1	13.1	13.1	13.6	24.6	26.2	26.2
YoY			95.2	70.8	13.8	0.0		81.4	6.5	0.0
NOI	21.5	25.9	40.1	42.6	42.8	42.8	47.4	82.8	85.6	86.7
YoY			86.3	64.7	6.6	0.5		74.5	3.4	1.3
조정 NOI	31.5	35.2	51.9	55.0	54.8	55.1	66.7	107.0	109.9	110.9
YoY			64.9	56.3	5.5	0.2		60.3	2.8	0.9
영업이익	8	15	24	24	25	25	23	48	49	50
YoY			195.1	64.1	3.0	1.5		110.6	2.3	1.9
영업이익률	34.2	49.0	52.2	49.9	50.4	49.9	42.5	51.0	50.1	50.4
영업외손익	-3	-5	-8	-8	-8	-7	-8	-15	-15	-15
금융비용	6	9	13	13	13	13	15	26	25	25
지분법손익	3	4	5	5	5	5	6	10	10	10
세전이익	5	9	16	17	17	17	15	33	34	35
순이익	5	9	16	17	17	17	15	33	34	35
FFO(배당가능이익)	11	17	28	30	30	30	28	57	60	61
배당액	19	19	28	30	30	30	38	57	60	61
보통주 주식 총수(백만주)	143	143	213	213	213	213	143	213	213	213
보통주 주당 배당금(원)	134	134	134	140	141	142	268	274	283	288

자료: Dart, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표(5월, 11월 결산)

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	32	62	61	59
현금 및 현금성자산	24	53	51	49
기타유동자산	8	10	10	10
비유동자산	1,411	2,160	2,136	2,112
투자부동산	1,199	1,938	1,912	1,885
관계기업자산	183	193	195	198
자산총계	1,443	2,222	2,197	2,172
유동부채	43	12	12	12
단기차입금	28	0	0	0
비유동부채	696	1,106	1,107	1,108
장기차입금	668	1,059	1,059	1,059
임대보증금	25	45	45	45
부채총계	739	1,118	1,119	1,120
지배주주지분	701	1,104	1,078	1,052
자본금	143	213	213	213
자본잉여금	541	900	900	900
이익잉여금	16	-9	-35	-62
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	4	4	4	4
자본총계	704	1,104	1,078	1,052

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	54	94	98	100
증가율(%)		2.5	2.0	2.0
영업비용	31	46	49	49
감가상각비	14	25	26	26
NOI	47	83	86	87
영업이익	23	48	49	50
증가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률(%)	54	94	98	100
이자수익	1	0	0	0
이자비용	15	26	25	25
자본비용(손실)	6	10	10	10
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	33	34	35
법인세비용	0	0	0	0
세전계속이익률(%)	54	94	98	100
당기순이익	15	33	34	35
순이익률(%)	54	94	98	100
지배주주귀속 순이익	15	33	34	35
FFO(배당가능이익)	28	57	60	61
증가율(%)		57.3	60.4	61.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	27	54	59	60
당기순이익	15	33	34	35
유형자산감가상각비	14	25	26	26
투자활동 현금흐름	-1,424	-767	0	0
투자부동산의 취득	-1,212	-762	0	0
투자부동산의 처분	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	1,062	754	-60	-61
단기차입금의 증감	28	-28	0	0
장기차입금의 증감	674	398	0	0
보통주 발행	357	442	0	0
배당금지급	-19	-57	-60	-61
현금및현금성자산의증감	-335	41	-2	-2
기초현금및현금성자산	358	24	65	63
기말현금및현금성자산	24	65	63	62

주요투자지표

	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	104	153	160	165
BPS	4,892	5,181	5,058	4,935
DPS	268	274	283	288
Valuation(배)				
PER	60.9	44.9	43.0	41.7
PBR	1.3	1.3	1.4	1.4
P/FFO	31.8	25.6	24.3	23.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.1	3.0	3.2	3.3
배당수익률	4.2	4.0	4.1	4.2
부채비율(부채/자산)	51.2	50.3	50.9	51.6
순차입금비율	48.4	47.3	47.9	48.6
이자보상비율(x)	1.5	1.9	1.9	2.0

자료 : ESR 캔달스퀘어리츠, 하이투자증권

ESR 캔달스퀘어리츠

최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-05-31	Buy	8,100	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 배세호)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	97.3%	2.7%	-