



초저금리 시대에 다시 주목해야할 리츠

대체투자분석 | 2020.05.21

건설/부동산REITs 김열매
Tel. 02)368-6174
fruitism@eugenefn.com



Before Coronavirus
vs. **After Coronavirus**

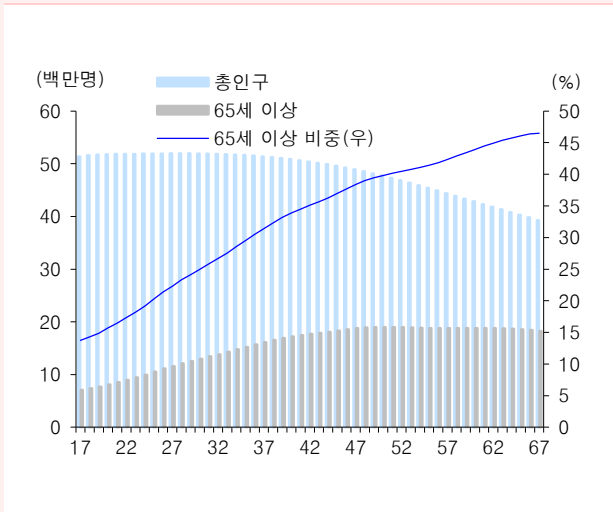
코로나는 리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts) 시장에도 변화를 불리고 있다. 1960년부터 시작되어 역사가 오랜 미국 리츠는 코로나 바이러스 확산 직후 시장 수익률을 하회하며 대폭 하락했는데 이후 증시가 회복하면서 리츠 주가는 섹터별 차별화가 심화되고 있다. 우리는 이번 바이러스 확산으로 기술이 주도하는 시대적 변화 흐름이 빨라질 것으로 판단한다.

미국 리츠 주가는 부동산 가격과 상관계수가 0.91에 달하며 리츠 주가가 부동산 가격에 대체로 선행한다. 미국 리츠 시장에 나타나고 있는 섹터별 주가 차별화는 팬데믹 사태가 장기화될수록 심화될 전망이다. **호텔/리조트, 헬스케어, 리테일 리츠가 부진한 반면 통신 센터와 관련 인프라와 데이터센터 리츠 주가가 상승세를 이어가고 있다.** 이는 코로나 이후 부동산 시장의 변화 방향성을 보여주고 있다고 판단한다.

팬데믹 사태가 빠르게 종식될 경우에는 그간 부진했던 섹터의 반등이 예상된다. 각국이 기준금리를 대폭 하향한 상황에서 리츠는 다른 자산군 대비 상대매력도가 높아질 것이다. 사태가 점차 안정화될수록 초저금리 시대에 리츠의 배당수익률이 다시 주목받을 것으로 전망한다.

한국은 팬데믹 상황 하에서도 비교적 빠르게 안정을 찾아가고 있다. 안정적인 배당수익을 기대할 수 있는 **롯데리츠와 신한알파리츠**에 다시 관심을 가져볼 만한 시점이다. 하반기에는 다양한 기초자산을 담을 새로운 리츠가 상장을 추진하고 있다. 리츠를 활용하면 임대주택, 주유소, 해외 오피스까지 각종 부동산에 분산 투자가 가능하다. **고령화, 초저금리 시대에 리츠는 빼놓을 수 없는 인컴형(Income) 투자자산으로 성장해가고 있다. 리츠 분산투자를 추천한다.**

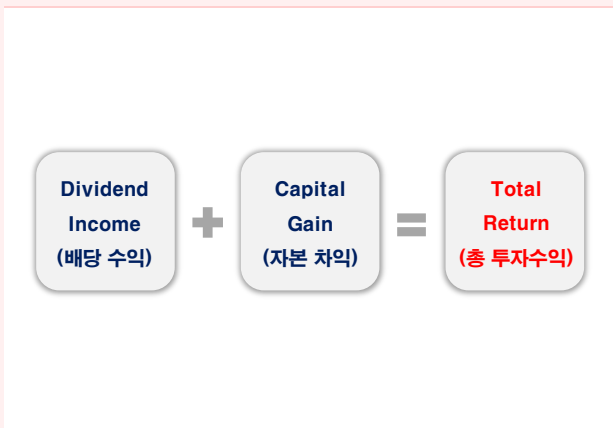
2025년 초고령 사회로 진입하는 한국



자료: 통계청, 유진투자증권

- 한국은 2017년 65세 이상 인구 비중이 14%를 넘어서며 고령 사회에 진입했으며 2025년에는 20%를 넘어서 초고령사회로 진입할 전망
- 고령화와 저성장은 초저금리 시대의 장기화를 예고하며 초고령사회 은퇴설계는 국가적 차원에서 해결해야할 중대 과제임
- 초저금리 시대, 꾸준히 현금흐름을 창출할 수 있는 인컴형(Income) 투자수단으로 고배당주나 채권, 수익형 부동산이 대표적임
- 한국(약1.7조원)은 아직 상장리츠 규모가 작으나 미국(1조 735억달러), 싱가포르(584억달러) 등 선진국에서는 이미 자리잡고 있음(미국, 싱가포르 시가총액은 2020년 3월말 기준)

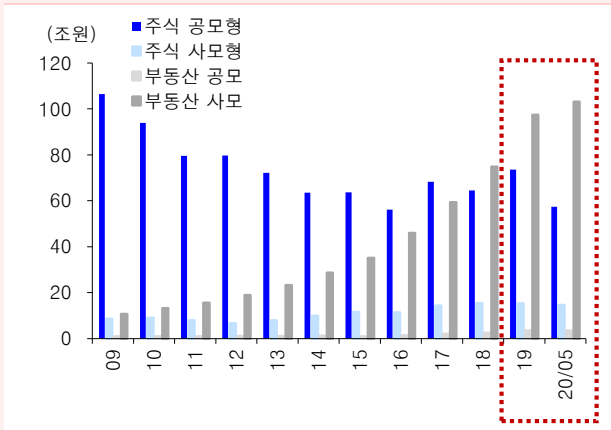
리츠 투자 수익률



자료: 유진투자증권

- 리츠는 부동산 또는 부동산 관련 수익증권에 투자하는 법인으로 리츠에 투자한다는 것은 부동산 투자 기업의 주식을 매입하는 것임
- 리츠는 부동산으로부터 벌어들이는 임대수익과 부동산 관련 수익 증권으로부터 유입되는 배당을 재원으로 리츠 주주에게 정기적으로 배당함
- 기초자산인 부동산 가격상승으로 자본차익을 얻을 수 있음
- COVID-19 사태가 완화되어도 한국은 이미 저금리, 고령화 시대로 본격 접어들고 있어 리츠 투자에 관심을 가져야 할 시점

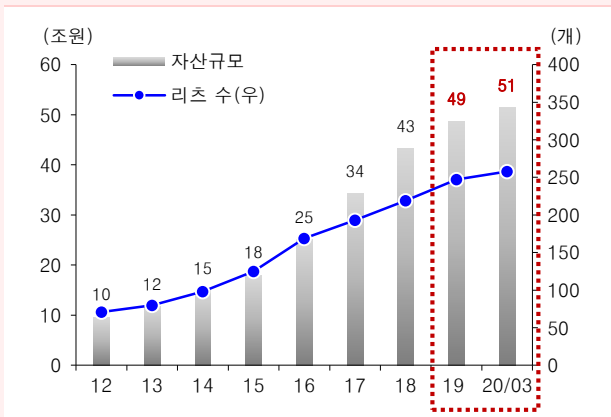
부동산 사모펀드의 가파른 성장



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

- 2008년 금융위기 이후 부동산 펀드가 가파르게 성장함
- 2020년 5월 현재 **부동산펀드 순자산규모는 106조원, 특별자산펀드까지 합산 시 212조원**에 달함
- 한국 부동산펀드는 기관 또는 고액자산가 중심의 사모가 대부분이며 공모 펀드는 3조원에 불과함
- 저금리 환경 하에서 연기금, 보험사 등 부동산 투자 확대할 것으로 예상돼 부동산펀드의 성장도 지속될 전망이며 정부의 정책적 지원으로 공모시장 성장 가능성이 높아지고 있음

리츠의 성장



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

- 2012년 10조원에 불과했던 **리츠의 순자산규모는 2020년 50조원**을 넘어서고 있으며 이 중 공모 상장리츠는 2조원에 불과함
- 정부의 공모형 부동산 간접투자 활성화 정책 방향에 맞추어 공모 상장리츠 성장 기대
- 리츠를 활용하면 개인이 접근하기 어려운 대형 오피스 등 우량 부동산에 소액으로 투자할 수 있으며 배당수익으로 정기적인 현금 흐름 기대 가능

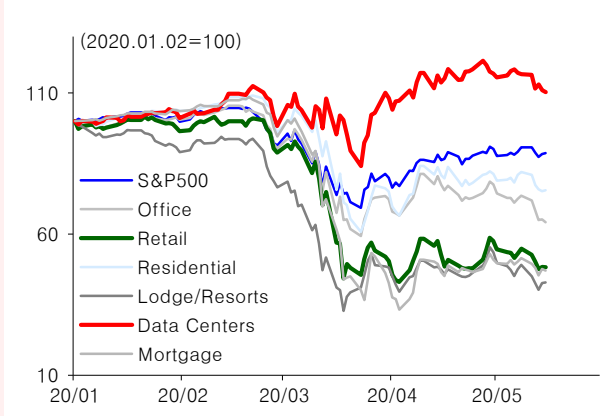
2020년 하반기 공모상장을 추진중인 주요 리츠

리츠명	유형
이지스밸류플러스 위탁관리부동산투자회사	복합형
이지스수익형부동산제319호 위탁관리부동산투자회사	오피스
제이알글로벌 위탁관리부동산투자회사 (벨기에)	오피스
미래에셋맨스제1호 위탁관리부동산투자회사	리테일
코람코에나지플러스 위탁관리부동산투자회사 (주유소)	복합형
이지스레지던스 위탁관리부동산투자회사 (임대주택)	주택
디앤디플랫폼 위탁관리부동산투자회사	오피스
신한서부티앤디 위탁관리부동산투자회사	리테일
(예정) 마스턴프리미어제1호 위탁관리부동산투자회사	오피스
(예정) 캔달스퀘어 위탁관리부동산투자회사	물류

자료: 한국리츠협회, 유진투자증권

- 임대주택, 국내외 오피스, 주유소, 물류센터 등을 기초자산으로 담은 다양한 리츠가 하반기 공모 상장을 추진하고 있음
- 다양한 리츠의 상장으로 개인들에게 부동산도 소액으로 포트폴리오를 구축할 수 있는 투자 대안이 될 수 있어 관심 필요
- 기존 리츠 운용사뿐 아니라 자산운용사, 신탁사, 건설사 등 다양한 주체가 신사업으로 리츠 상품 개발에 뛰어들고 있어 리츠 시장의 성장 기대

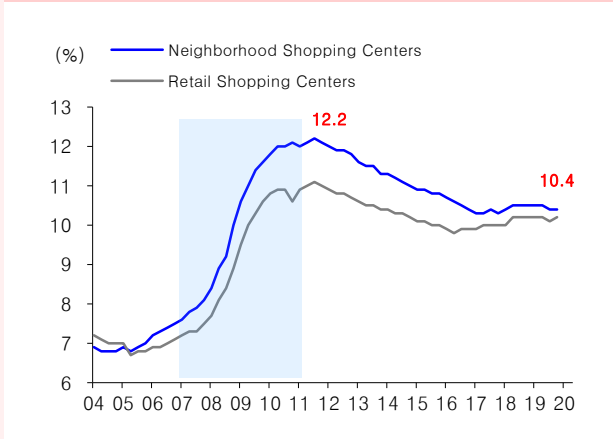
미국 리츠 섹터별 상대지수



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- COVID-19 이후 리츠 섹터별 수익률 차별화가 심화되고 있음
- 호텔, 리조트, 헬스케어, 리테일 순으로 하락폭이 크고 통신 셀타워 등 인프라와 데이터센터 리츠가 강세
- 이번 바이러스 확산으로 기술이 주도하는 시대적 변화 흐름이 빨라질 것으로 판단하며 이는 리츠 섹터에서도 구조적 변화가 예상됨
- 미국 리츠 주가는 부동산 가격과 상관관계가 0.91에 달하며 주가가 부동산 가격에 대체로 선행해 리츠 주가 흐름으로 부동산 시장의 변화 방향성을 예측해볼 수 있음

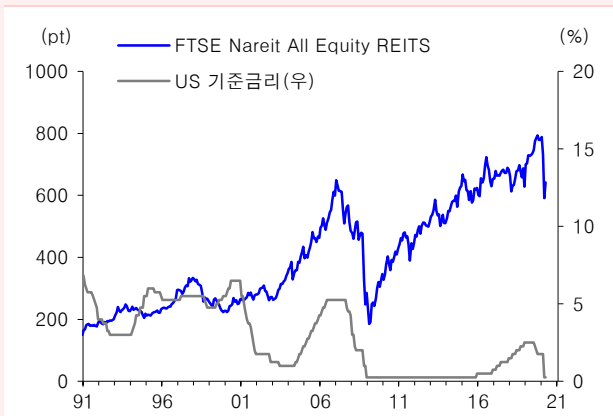
미국 리테일 부동산 공실률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 팬데믹 사태 이전부터 온라인 구매가 오프라인 시장을 빼앗아 가고 있었으며 이번 사태로 변화 속도가 빨라질 것으로 예상
- 미국 상업용 부동산 중 쇼핑센터 등 리테일 부동산의 공실률 상승이 우려됨
- COVID-19이 빠르게 종식될 경우 과도하게 하락한 리테일 리츠 주가 반등 가능성 존재하나 당분간 변동성이 높을 것으로 예상
- 상업용 부동산의 임대료 연체율 증가는 CMBS(Commercial Mortgage Backed Security) 시장에 불안요인, 팬데믹 장기화시 리스크 확산 우려되며 당분간 보수적인 대응이 필요

미국 리츠 지수와 기준금리



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- COVID-19 사태가 점차 안정화될수록 초저금리 시대에 리츠의 배당수익률이 다시 주목받을 것으로 예상
- 역사적으로 미국의 금리인하, 저금리 상태는 리츠 주가에 긍정적
- 0%대 초저금리 시대 인플레이션을 헷지하는 수단으로서 리츠 분산투자를 추천함

롯데리츠 보유 부동산 (1/2)

구분	롯데백화점 강남점	롯데백화점 구리점	롯데마트 의왕점	롯데마트 서청주점 / 롯데아울렛 청주점
소재지	서울시 강남구 대치동 937	경기도 구리시 인창동 677	경기도 의왕시 내손동 743	충청북도 청주시 흥덕구 비하동 811
대지면적/연면적	11,319 m ² / 67,462 m ²	9,938 m ² / 79,270 m ²	14,466 m ² / 36,879 m ²	26,088 m ² / 81,560 m ²
건물규모	지하3층 / 지상9층	지하5층 / 지상9층	지하1층 / 지상6층	지하2층 / 지상5층
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 강남구에 위치하였으며, 역삼동, 대치동, 도곡동 등 소득수준이 높은 대단위 주거단지를 배후로 두고 있음 분당선 한티역 출구 전방에 위치하고 있으며, 한티역 사거리에 위치하여 대중교통 및 자가용을 이용한 접근성이 매우 우수함 	<ul style="list-style-type: none"> 도보2분거리에 중앙선 구리역이 있으며, 도보1분거리에 구리 버스터미널이 있어, 교통요충지에 입지 지하철8호선 연장이 2022년에 완공됨에 따라, 구리시내로 입주하려는 주거수요가 대폭 늘어날 것으로 예상됨 	<ul style="list-style-type: none"> 의왕시 및 안양시 내 주거단지 밀집지역에 입지하고 있음 인근에 안양 IT단지와 평촌 첨단산업단지, 현대자동차연구소 등 대규모 고용시설과 주거단지가 밀집되어 있어, 직주근접 배후수요가 풍부함 	<ul style="list-style-type: none"> 청주 흥덕구에 소재한 판매시설로 롯데아울렛 청주점과 롯데마트 서청주점이 함께 입점되어 있음 중부고속도로 서청주IC인근에 위치하여, 아울렛 수요층 흡수가 용이하며, 주변 대농택지개발지구 등 주거인구의 유입이 가능한 위치로서, 리테일 입지로서 우수함

자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데백화점 강남점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데백화점 구리점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데마트 의왕점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데마트 청주점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데리츠 보유 부동산 (2/2)

구분	롯데마트/롯데아울렛 대구 율하점	롯데마트 장유점	롯데마트 창원점	롯데백화점 광주점
소재지	대구광역시 동구 율하동 1117	경상남도 김해시 대청동 300	경상남도 창원시 성산구 상남동 79	광주광역시 동구 대인동 7-1
대지면적/연면적	20,021.8 m ² / 100,772 m ²	12,646 m ² / 38,838 m ²	27,094 m ² / 140,976 m ²	8,074.4 m ² / 85,285 m ²
건물규모	지하2층 / 지상 6층	지하1층 / 지상 5층	지하5층 / 지상 6층	지하6층 / 지상 12층
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 대구 1호선 율하역과 바로 연결되어 있고, 부산-대구 중앙고속도로 동대구 IC인근에 입지하고 있어, 마트와 아울렛으로서 우수한 입지를 보유함 인근에 대구안심뉴타운이 2021년 준공되는 등 꾸준한 인구 유입이 기대됨 	<ul style="list-style-type: none"> 해당부동산은 김해 본 시가지로 연결되는 금관대로 대로변 및 장유IC인근에 위치하고 있어, 인근 지역으로부터 도로 접근성이 용이한 입지적 장점을 지님 장유유희택지개발지구 내 입지해 있어, 개발지구 준공 이후 꾸준한 인구유입이 예상됨 	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 기준 7km 이내 약 415,000명의 배후 주거인구를 보유하고 있으며, 대상지 반경 6km 인근 지역에 6,100세대 규모의 창원중동도시개발사업이 이루어지고 있어 신규 수요층의 추가적인 확보가 예상됨 	<ul style="list-style-type: none"> 광주1호선 금남로5가역 도보 5분거리에 입지하고 있으며, 반경 1KM 내외 지역은 광주 최대 상업지를 이루고 있음 인근에 내남도시개발구역 등 14만세대 입주를 앞두고 있어, 대규모 신규 수요층 확보가 예상됨

자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데백화점 대구율하점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데백화점 장유점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데백화점 창원점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

롯데백화점 광주점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

신한알파리츠

구분	판교 크래프톤 타워 (실물 부동산)	용산 더프라임타워 (부동산 관련 증권)	대일빌딩
매입금액	5,182	1,651	680
감정평가금액	5,360	1,651	706
기준일	2018.04.30	2018.08.16	2020.01.10
평당 임대료	임대료 68,000 원/평 관리비 27,000 원/평	임대료 58,000 원/평 관리비 30,000 원/평	임대료 93,000 원/평 관리비 39,000 원/평
소재지	경기도 성남시 분당구 분당내곡로 117	서울 용산구 원효로 90길 11	서울 중구 남대문로1가 18
대지면적/연면적	7,337 m ² / 99,596 m ²	3,575 m ² / 39,009 m ²	584 m ² / 8,887 m ²
건물규모	지하 7층 / 지상 15층	지하 6층 / 지상 30층	지상 19층 / 지하 1층
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 판교역은 신분당선-경강선 환승역으로 교통이 매우 편리함 (서울 강남역까지 지하철로 14분 소요) 본건은 판교역 및 현대백화점과 지상1층, 지하층으로 직접 연결된 역세권 빌딩 전체 임대율은 100%이며, 임차인 등 사용자 업무 환경을 위한 유지 활동을 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 용산 국제업무지구, 미군기지 이전, 서울역-용산역 철도 지하화 등 개발호재로 가치상승 가능성 높음 전체 임대율은 99.2%이며, 업무시설 잔여 부분에 잠재 임차인과 협의를 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> 대일빌딩은 금융기관 본사 및 대형 언론사, 유통사가 밀집된 서울 중구의 중심업무지역에 위치 인근에 1호선(종각), 2호선(을지로입구) 지하철역이 있으며, 100%의 임대율을 확보

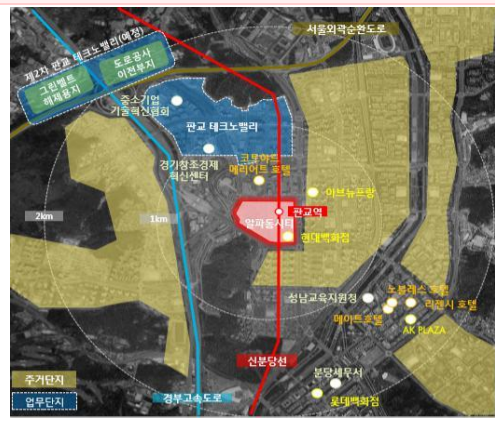
자료: 신한알파리츠, 유진투자증권
주: 금액 단위는 억원

판교 크래프톤 타워



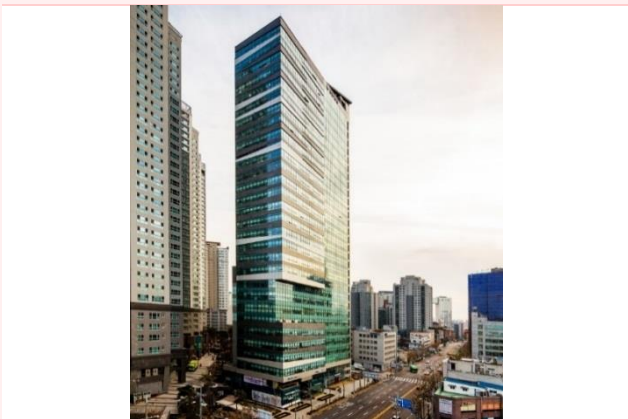
자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

판교 크래프톤 타워 지도



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

용산 더프라임타워



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

대일빌딩



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

리츠 Valuation 방법

. P/NAV(P/NAV) (Price to Net Asset Value)

- NAV (Net Asset Value, 순자산가치): 리츠가 보유한 부동산의 감정가액에서 순부채를 차감
= 건물의 감정평가액 - 이자 지급성 부채
- 투자부동산의 실제가치가 상승하는 경우, 실제가치와 투자부동산의 장부가액 사이에 괴리가 발생
- 리츠의 정확한 자산가치 평가를 위해, NAV는 투자부동산의 장부가액이 아닌 감정평가액(공정가치)을 적용
- P/NAV는 리츠의 특성을 반영한 밸류에이션의 방법으로 PBR과 유사한 개념

. P/FFO(P/FFO) (Price to Funds From Operation)

- FFO (Funds From Operations, 사업운영수익): 부동산 운영을 통해 발생하는 현금의 가치를 측정
= 당기순이익(Net Income) + 감가상각(Depreciation & amortization) - 자산매각차익 + 자산매각차손
- FFO는 비현금성 유출입을 제거한 방식으로 실제 회사가 창출할 수 있는 배당가능이익을 산출한 개념
- 주당 FFO는 리츠의 수익성을 평가하는 지표로서 EPS와 유사
- P/FFO는 이러한 리츠의 특성을 반영한 밸류에이션의 방법으로 PER과 유사한 개념

상장 리츠 현황 요약

(억원, 원, %)	롯데리츠	신한리츠	이리츠	NH프라이리츠	모두투어리츠	케이탑리츠	에이리츠
상장일	2019-10-30	2018-08-08	2018-06-27	2019-12-05	2016-09-22	2012-01-31	2011-07-14
유형	위탁관리	위탁관리	CR-REIT	위탁관리	자기관리	자기관리	자기관리
자산관리회사	롯데에이엠씨	신한리츠운용	코람코자산신탁	NH농협리츠운용	자기관리	자기관리	자기관리
별도	자산	15,755	6,319	5,844	918	1,095	921
	부채	7,220	3,543	2,955	1	673	602
	자본	8,535	2,776	2,889	917	422	319
연결	자산	-	7,318	7,124	-	-	-
	부채	-	4,583	4,557	-	-	-
	자본	-	2,735	2,567	-	-	-
주가(원/주)	5,400	6,520	5,350	5,050	2,640	773	6,430
시가총액	9,286	3,105	3,389	942	207	357	244
NAV	8,579	2,949	4,048	885			
FFO	542	165	222	47			
P/NAV	1.1	1.0	0.8	1.0			
P/FFO	16.7	18.3	15.1	19.6			
DPS(원)	315	304	350	250			
배당수익률(%)	5.8	4.6	6.6	5.0			
배당주기	3월말, 9월말 (기준일: 6, 12월말)	6월말, 12월말 (기준일: 3, 9월말)	6월말, 12월말	2월말, 8월말 (기준일: 11, 5월말)			
기초자산	롯데백화점 강남점 롯데백화점 구리점 롯데백화점 광주점 롯데백화점 창원점 롯데아울렛 청주점 롯데아울렛 대구점 롯데마트 의왕점 롯데마트 장유점	판교 크레프트 타워 용산더프라임 (+대일빌딩)	NC백화점 이태원점 뉴코아 아울렛 일산점 뉴코아 아울렛 평촌점 2001 아울렛 중계점 2001 아울렛 분당점	서울스퀘어 강남N타워 삼성물산서초사옥 삼성SDS타워 (수익증권으로 보유)	스타즈호텔 명동1호점 스타즈호텔 명동2호점 스타즈호텔 동탄점 스타즈호텔 독산점	김포빌딩 쥬디스 테화 에이제이빌딩 미원빌딩 화정빌딩 원정빌딩 서초빌딩 판교산운아일랜드	E편한세상 문래 왕십리 KCC 스위첸 영등포구형역 계동리슈빌 영등포메이즌 2011

자료: 유진투자증권

주1: 시가총액은 5/20 종가 기준

주2: 신한리츠는 2019년 말 기준, 롯데리츠, 이리츠, NH프라이리츠, 모두투어리츠, 케이탑리츠는 2020년 1분기 말 기준

리츠 추천종목 및 투자의견

구분			롯데리츠 (330590.KS)	신한알파리츠 (293940.KS)
투자의견 및 목표주가			BUY(신규) 6,500 원(신규)	BUY(신규) 8,000 원(신규)
현재주가 (5/20 기준)			5,400 원	6,520 원
시가총액 (5/20 기준)			9,286 억원	3,105 억원
실 적	영업수익 (십억원)	2019A	76	48
		2020F	77	50
		2021F	78	50
	영업이익 (십억원)	2019A	56	28
		2020F	57	29
		2021F	57	29
	지배주주순이익 (십억원)	2019A	39	11
		2020F	40	12
		2021F	40	12
수 익 성	영업이익률(%)	2019A	73.7	53.3
		2020F	74.0	54.3
		2021F	73.1	54.3
	순이익률(%)	2019A	51.3	17.8
		2020F	51.9	19.6
		2021F	51.3	19.6
밸 류 예 이 션	PER(배)	2019A	24.0	27.0
		2020F	23.5	24.4
		2021F	23.3	24.2
	PBR(배)	2019A	1.1	1.1
		2020F	1.1	1.1
		2021F	1.1	1.2
성 장 성	P/FFO	2019A	17.1	18.1
		2020F	16.8	16.9
		2021F	16.8	16.8
	P/NAV	2019A	0.9	0.9
		2020F	0.9	0.9
		2021F	0.9	0.9
EV/EBITDA	2019A	22.5	26.5	
	2020F	22.2	25.7	
	2021F	22.2	25.7	
배 당	배당수익률(%)	2019A	5.8	4.2
		2020F	5.9	4.6
		2021F	5.9	4.7

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준

Contents

I. 리츠에 관심을 가져야 하는 이유	12
고령화와 초저금리 시대, 인컴형 자산이 필요하다	12
정부 정책 방향: 공모 상장 리츠 활성화	14
II. 기초부터 살펴보는 리츠	16
리츠란 무엇인가?	16
부동산 직접투자와 비교한 리츠의 특성	22
리츠 벨류에이션 방법	25
상장리츠 살펴보기	26
하반기 공모 상장 추진 중인 다양한 리츠	36
III. COVID-19 이후 미국리츠 동향과 변수	38
미국 리츠를 살펴보는 이유	38
COVID-19 이후 미국 리츠 섹터별 동향	42
미국 리츠 주가의 변수: COVID-19와 초저금리	49
IV. 리츠 투자전략	51
장기적으로 리츠는 시장수익률을 상회, 장기 분산 투자에 적합	51
기업분석	55
롯데리츠(330590)	
신한알파리츠(293940)	

I. 리츠에 관심을 가져야 하는 이유

고령화와 초저금리 시대, 인컴형 자산이 필요하다.

사상 최저치로 내려간
기준금리

COVID-19 가 여전히 세계 경제를 위협하고 있다. 이에 대응하고자 각국 중앙은행에서는 빠르게 기준금리를 인하했고 정부는 재정 정책을 쏟아내고 있다. 한국은행도 지난 3월 16일 임시 금통위를 열어 기준금리를 0.5%p 인하했다. 현재 **한국의 기준금리는 0.75%로 사상 최저치다.**

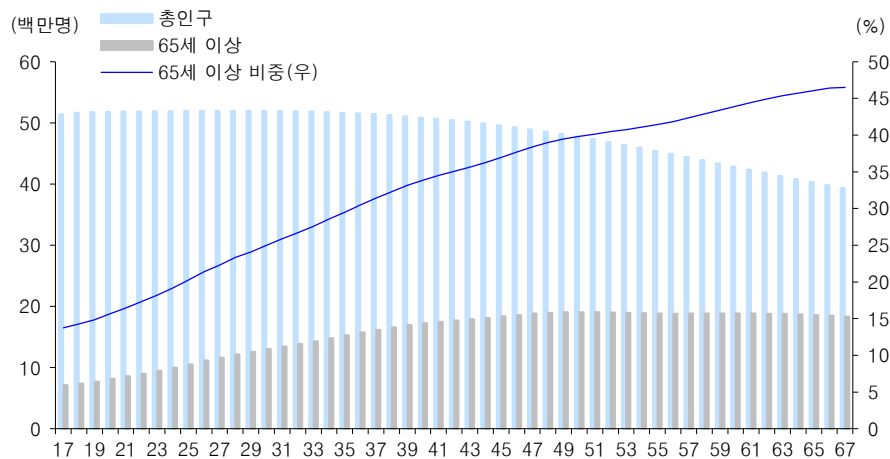
초고령사회 은퇴설계가 필요

바이러스가 진정되면 금리는 얼마나 인상될 수 있을까? 바이러스로 인한 경기 불황의 지속 가능성을 배제하더라도 **고령화와 저성장**은 초저금리 시대의 장기화를 예고하고 있다. 65세 이상 인구가 전체 인구의 7% 이상이면 고령화 사회, 14% 이상이면 고령사회, 20%를 넘어서면 초고령사회다. 한국은 2017년 65세 이상 비중이 14%를 넘어서며 고령사회에 진입했다. 전망 기관마다 다소 차이는 있으나 대략 2025년경에는 초고령사회에 도달할 전망이다. 세계에서 가장 빠른 속도다. **초고령사회 은퇴설계는 국가 차원에서 해결해야 할 과제다.**

인컴형 투자에 관심 증대

은퇴를 준비하는 개인들은 부동산, 주식, 채권 등 다양한 투자를 통해 수익을 추구한다. 목적은 월급을 대체할 수 있는 안정적인 수익 창출이다. 통상 이러한 목적의 투자를 **인컴형(Income) 투자**라 부른다. 상대적으로 단기에 고위험·고수익 자본차익(Capital gain)을 추구하는 투자와 대비되는 개념으로 볼 수 있다. 은퇴 후 인컴형 투자수단으로 고배당주나 채권, 수익형 부동산이 대표적인데 최근 리츠에 대한 관심도 높아지고 있다.

도표 1 65세 이상 인구비중 확대, 2025년 초고령사회 진입



자료: 통계청, 유진투자증권

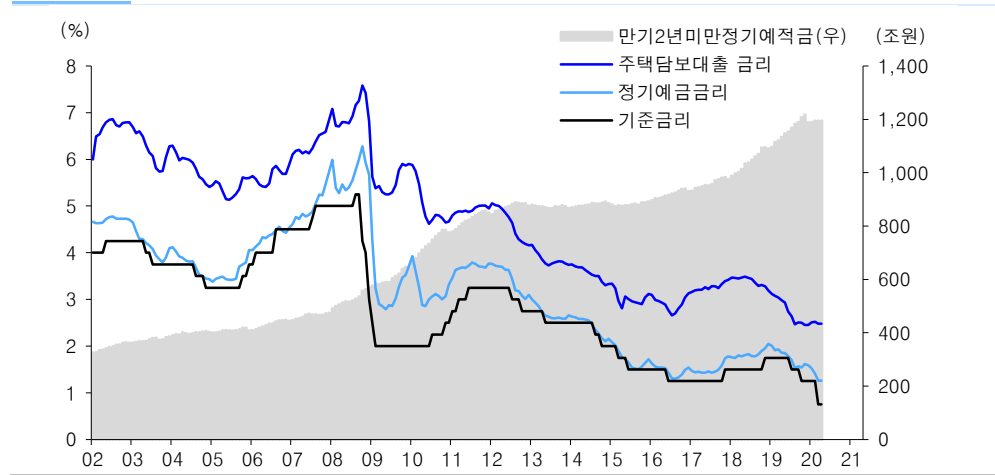
**저금리 시대,
리츠의 배당매력 높음**

금리가 낮아질수록 리츠의 배당은 상대적으로 매력이 높아진다. 은행 예금을 선호하는 보수적인 투자자가 갑자기 공격적인 주식투자자로 돌변할 가능성은 희박하다. 그렇다고 0%대 금리의 예금에 투자나 인플레이션과 화폐가치 하락이 걱정이다. 은퇴자금을 운용해야하는 고령층 투자자일수록 인플레이션을 헛정하면서 정기적으로 꾸준한 현금흐름이 발생하는 투자가 필요하다. **부동산을 기초자산으로 하는 리츠는 장기적 관점에서 자산배분과 현금흐름을 위해 투자를 고려할 만하다.**

**연기금의 대체투자
비중 확대**

변동성이 낮으면서도 안정적인 현금흐름을 찾는 수요는 개인만이 아니다. 저금리 시대에 들어서면서 중장기적으로 안정적인 투자처를 찾기 위해 연기금이나 보험사, 자산운용사들 역시 대체투자 비중을 확대하고 있다. 전통적인 투자 수단으로 주식이나 채권이 있다면 그 외의 투자를 **대체투자(Alternative Investment)**라고 부르는데 부동산펀드나 리츠 같은 부동산 간접투자는 대체투자 안에서도 인기가 높아지고 있다.

도표 2 금리하락과 유동성: 정기에금 잔액과 금리



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 3 리츠 투자 수익률



자료: 유진투자증권

정부 정책 방향: 공모 상장 리츠 활성화

저금리, 저성장, 고령화 시대에 리츠의 성장은 이미 선진국에서 보아온 바이다. 한국 리츠 시장에 변화의 트리거를 제공한 것은 정부다. 정부는 주택시장으로 유입되는 가계 유동성을 부동산 간접투자시장으로 분산시키겠다고 방침을 밝힌 바 있다. 주거용 부동산 특히 다주택자에게는 과세를 강화하는 한편, 부동산 간접투자자에게는 세제 혜택을 부여하는 것이 정책의 큰 방향이다.

국토교통부는 2016년 2월 23일, '리츠산업 경쟁력 제고방안'을 발표했다. 이를 바탕으로 공모리츠 활성화 계획을 제시하며 부동산투자회사법 개정을 통해 공모리츠가 성장할 수 있는 기반을 마련했다. 2017년 6월 28일 금융위원회는 부동산투자회사법 상 자산관리회사(리츠 AMC)를 금융지주회사가 자회사로 편입할 수 있는 금융업 밀접관련회사로 인정하는 안건을 의결했다. 신한리츠운용이 탄생할 수 있었던 배경이다. 이전에는 부동산신탁회사와 집합투자업자(자산운용사)에 한해서만 겸업의 형태로 AMC 영위가 가능했다.

2019년 9월 11일에는 '공모형 부동산간접투자 활성화 방안'이 관계부처 합동으로 발표됐다. 리츠는 국토교통부 인가를 받아도 상장을 하려면 금융위원회 상장 규정을 다시 통과해야 한다. 국토교통부 단독발표가 아닌 기획재정부, 행정안전부, 금융위원회가 합동 발표였다는 점에서 정부의 강력한 의지를 엿볼 수 있다.

도표 4 공모 상장 리츠 확대 방안

기본방향

- 개인투자자의 리츠투자 접근성을 개선
- 리츠에 수익성·안정성 높은 자산이 유인되도록 규제 환경을 개선
- 개인투자자의 리츠 투자 매력도 향상



리츠 조성 단계	개선방향	활성화 세부방안
거래소 상장	경직된 상장규제 개선	<ul style="list-style-type: none"> · 상장규정 정비 - (예비심사면제, 우선주상장허용 등)
투자자산 취득	운용지원 및 양질의 자산 확보	<ul style="list-style-type: none"> · 주택도시기금여유자금 리츠투자 확대 · 여유자금의 대체투자 협력기관으로 자산관리회사 선정 · 다른 부동산투자회사나 개발사업자에 대한 대출 허용 · 리츠의 자산보관 관련 비용 개선
투자자 모집	투자상품 방법 다양화	<ul style="list-style-type: none"> · 특금펀드의 리츠투자 규제 완화 · 모·자 리츠 활성화
자산운용	건정성 강화	<ul style="list-style-type: none"> · 리츠의 신용평가제도 도입 · 리츠의 검사감독 체계 개선

자료: 경제협력개발회의 관계부처 합동, 유진투자증권

**정부 정책 지원
지속될 것으로 기대**

정부는 공공자산 개발 운영의 이익을 국민에게 환원하고 시중 유동성을 생산적인 분야로 흡수하기 위해서는 공모형 부동산간접투자 시장의 성장이 필요하다고 설명했다. 미국, 일본, 싱가포르 등 선진국에서는 정책적인 목적으로 공모리츠를 육성했는데 이 과정에서 다양한 세제 특례와 공공자산 공급 등 정부 지원을 기반으로 성장해 현재 안정적인 투자처로 정착되었다. 한국 정부도 공모리츠 활성화를 위한 정책 지원을 지속할 것으로 기대한다.

2019년 가계금융복지조사에 따르면 한국 가계 평균자산 4.3억원의 70.3%가 부동산이며, 41.5%가 거주주택, 28.8%가 거주주택 이외 주택이나 상가, 토지 등 투자부동산이다. 금융자산 비중은 24.5%로 타 선진국 대비 금융자산 비중은 낮고 부동산 비중이 높은 편이다. 현 정부는 다주택자를 강력하게 규제하는 동시에 부동산 간접투자 시장을 활성화함으로써 가계 자산의 쏠림을 완화하겠다는 정책 기조를 유지하고 있다.

**배당소득 분리과세
세제 혜택**

이를 위해 지난 해 9월 발표된 공모리츠 활성화 방안에 세제 혜택이 포함됐다. 배당소득 분리과세다. 이후 개정된 조세특례제한법 시행령에 따라 올해부터 내년말까지 공모리츠·부동산펀드에 투자금액 5천만원 한도로 3년 이상 투자 시 배당소득에 관해 9%의 분리과세(농어촌 특별세 0.5%, 지방소득세 0.9% 별도, 총 10.4%)를 적용한다. 이는 공모리츠에는 해당되지 않는다.

앞으로 정부는 사모에 대해서는 기존에 적용해온 재산세 분리과세를 배제하고 합산과세를 적용(유예기간 검토 중)할 예정이며 공모에 대해서는 분리과세를 유지할 뿐 아니라 추가로 취득세 감면까지 검토할 계획이다. 양질의 기업보유 자산이 공모 리츠에 공급될 수 있도록 공모리츠 현물출자 과세특례 적용기간도 3년 연장('19년 → '22년)됐다.

도표 5 공모 리츠 세제 혜택을 통한 수익률 개선 효과 예시

- 배당세 분리과세 - 배당소득세 9%의 분리과세를 적용 시 일반모세 대비 약 0.4%p, 종합과세 대비 약 2%p의 수익률 개선
- 5천만원 투자(일반모세 14%, 종합과세 35% 적용), '18년 리츠평균수익 약 8.5%, 평균청산수익 32.6% 적용
- 재산세 분리과세 - 사모가 0.2~0.5% 더 높은 재산세를 적용됨에 따라 공모수익률이 사모대비 연 0.34% 우위

자료: 국토교통부, 유진투자증권

도표 6 자산 유형별 가구당 보유액 및 구성비

	(단위: 만원, %, %p)	자산				실물자산				기타실물자산
		자산	금융자산		저축액	전월세 보증금	부동산	부동산		
			거주주택	거주주택 이외						
평균	2018년	42,036	10,346	7,685	2,662	31,689	29,380	16,894	12,487	2,309
	2019년	43,191	10,570	7,873	2,697	32,621	30,379	17,933	12,446	2,242
	증감률	2.7	2.2	2.5	1.3	2.9	3.4	6.2	-0.3	-2.9
구성비	2018년	100	24.6	18.3	6.3	75.4	69.9	40.2	29.7	5.5
	2019년	100	24.5	18.2	6.2	75.5	70.3	41.5	28.8	5.2
	전년차	-	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.4	1.3	-0.9	-0.3

자료: 2019년 가계금융복지조사, 통계청, 유진투자증권

II. 기초부터 살펴보는 리츠

리츠란 무엇인가?

부동산에 투자하는 방법은 직접투자와 간접투자로 나눌 수 있다. 2000년 이후 한국에서는 부동산 간접투자로서 신탁, ABS, 리츠, 부동산 펀드 등이 등장했다. 리츠(REITs; Real Estate Investment Trusts)와 부동산펀드(REF; Real Estate Fund)는 간접투자의 대표주자다. 두가지 모두 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산이나 부동산 관련 증권 등에 투자하고 그 운용수익 및 매각차익을 배당 또는 잔여재산 분배 형식으로 투자자들에게 지급한다는 점에서 유사하다.

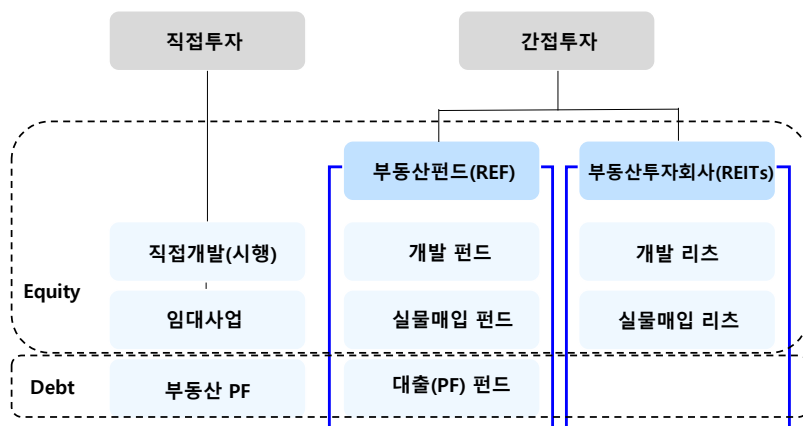
넓은 의미의 부동산펀드는 부동산투자회사(리츠)와 부동산집합투자기구(부동산펀드) 등을 모두 포괄한다. 해외에서는 이런 의미로 부동산 펀드라는 명칭을 쓰고 그 대표적인 상품으로 리츠를 꼽는다. 한국에서는 좁은 의미로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 부동산집합투자기구만을 부동산펀드라고 부르는 것이 일반적이다.

리츠와 부동산펀드는 근거법률이 다름

국내에서 리츠와 부동산펀드의 가장 큰 차이는 **근거법률 및 이에 따른 관할 정부부처의 차이**로부터 비롯된다. 리츠는 상법 상 주식회사의 형태로 부동산투자회사법에 근거하며 국토교통부에 설립인가를 받아야 한다. 부동산투자회사법 제1 조에는 이 법이 '일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 부동산에 대한 건전한 투자를 활성화하여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.'라고 명시되어 있다. 이를 위해 공모 형식의 자금 조성 및 거래소 상장 및 유통을 통해 소액투자자의 접근이 상대적으로 용이하도록 계획됐다.

부동산펀드는 자본시장법에 근거해 국토교통부와는 무관하며 금융위원회의 감독을 받는다. 리츠가 상법 상 주식회사의 형태를 취하는 반면 **부동산펀드는 집합투자기구로서 설립부터 투자, 운용에 제약이 상대적으로 적은 편이다.**

도표 7 부동산 금융의 다양한 종류



자료: 유진투자증권

리츠는 주식회사로서 주주총회, 이사회, 감사 등의 조직을 갖추어야 하나 부동산펀드는 회사형과 신탁형이 모두 가능하다. 투자자 입장에서 리츠에 투자하는 것은 상법상 주식회사의 주식을 취득하는 것이며 부동산펀드에 투자하는 것은 수익증권의 수익자가 되는 것이다. 부동산펀드는 자본투자뿐 아니라 대출이나 다른 펀드 주식에도 투자할 수 있어 투자 범주가 넓고 리츠는 투자 대상에 제약 조건이 많다고 볼 수 있다.

부동산펀드는 환매 가능 여부에 따라 개방형(Open-end)과 폐쇄형(Close-end)로 나뉘는데 국내 부동산펀드는 대부분 폐쇄형으로 만기가 3-5년 이상 설정된 상품이 주를 이룬다. 안정적인 배당수익을 기대할 수 있는 반면 환금성, 유동성에 제약이 있어 개인들이 투자하기에 부담이 있다. 리츠는 영속성을 가진 회사로서 자산을 지속 편입해갈 수 있으나 부동산펀드는 대부분 만기가 정해져 있다.

리츠와 부동산펀드 모두 자금모집을 하는 방법으로 공모와 사모가 있다. 공모는 50인 이상으로 공개모집하고 상장 요건을 갖추면 상장을 전제로 하나 사모의 경우에는 투자자를 공개모집하지 않고 49인 이하의 기관 또는 전문투자자가 참여한다.

도표 8 리츠와 부동산펀드 비교

구분	REITs	부동산펀드(REF)
근거법령/설립	부동산투자회사법 (국토교통부 인가)	자본시장법 (금융위원회 신고)
형태	주식회사	신탁형 / 회사형
최소자본금	위탁 50억 / 자기관리: 70억	규제없음
주식분산	1인 지분 50% 초과금지 공모예외기관 (국민연금, 공제회 등)은 1인 100% 투자 가능	신탁형: 없음 회사형: 금융업법 등에 의한 제한
개발사업	총자산의 30% 이내 가능. 개발비초는 70% 이상 가능	제한 없음
자금차입	순자산의 10배 이내 가능 (주총특별결의)	제한 없음
자금대여	불가 (Mortgage REITs 불가)	가능 (PF형 REF)
세제혜택	90% 이상 배당시 법인세 비과세 (자기관리리츠 제외)	90% 이상 배당시 법인세 비과세

자료: 유진투자증권

도표 9 공모와 사모 비교

	공모	사모
투자자수	50인 이상	49인 이하
상장요건	설정일로부터 90일 이내 한국거래소에 상장 (연기금 등 출자시 상장 면제요건 있음)	없음
모집절차	위탁판매사(은행, 증권사 등)가 공개모집	자산운용사가 직접 모집하거나, 위탁판매사와 49인 이하로 모집
공시의무	자산운용사, 판매회사 홈페이지에 정기/수시공시	없음
회계감사	매기 결산마다 회계감사 실시 후 배당	투자자가 요청하면 실시

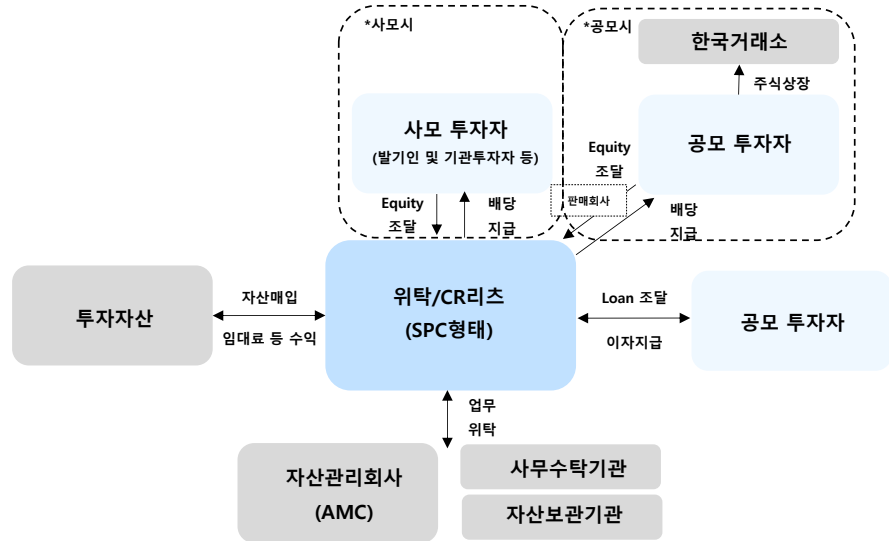
자료: 유진투자증권

도표 10 유형별 리츠의 특징

종류	위탁관리 REITs	기업구조조정(CR)REITs	자기관리 REITs
명칭	위탁관리부동산투자회사	기업구조조정부동산투자회사	자기관리부동산투자회사
형태	Paper Company (명목회사)	Paper Company (명목회사)	일반 회사(법인세 혜택 없음)
투자대상	일반부동산	기업구조조정부동산	일반부동산
영업개시	공모형: 국토교통부 영업인가 사모형: 국토교통부 영업인가 또는 등록 (주주구성, 부동산개발사업에 대한 투자비용 등 요건을 갖출 경우)	국토교통부 영업인가 또는 등록 (금융위 사전협의)	국토교통부 영업인가
설립주체	발기인(발기설립)	발기인(발기설립)	발기인(발기설립)
감독	국토교통부, 금융위원회	국토교통부, 금융위원회	국토교통부, 금융위원회
회사형	명목회사(상근없음)	명목회사(상근없음)	실체회사(상근임원직)
최저자본금	50 억원	50 억원	70 억원
주식분산	1 인당 50% 이내	제한없음	1 인당 50% 이내
주식공모	주식총수의 30% 이상	의무사항 아님 (사모 가능)	주식총수의 30% 이상
상장	요건 충족 즉시	요건 충족 즉시	요건 충족 즉시
현물출자	최저자본금 확보 이후 가능	최저자본금 확보 이후 가능	최저자본금 확보 이후 가능
자산구성 (매분기말)	부동산: 총자산의 70% 이상 부동산, 부동산관련 증권 및 현금: 총자산의 80% 이상	기업구조조정부동산: 총자산의 70% 이상	부동산: 총자산의 70% 이상 부동산, 부동산관련 증권 및 현금: 총자산의 80% 이상
자산운용형태	자신의 투자운용자산권리를 전문 자산관리회사에 위탁		자신의 투자운용자산권리를 자체 인력으로 직접수행
자산운용전문인력	자산관리회사(5 인)에 위탁운용		5 인 (리츠 상근 고용)
배당	90% 이상 의무 배당(초과 배당 가능)		90% 이상 의무 배당
개발사업	주주총회 투자비용 결의	주주총회 투자비용 결의	주주총회 투자비용 결의
처분제한	주택 1 년, 비주택 1 년	제한없음	주택 1 년, 비주택 1 년
자금차입	자기자본의 10 배 이내(주총 특별결의 시)	자기자본의 10 배 이내(주총 특별결의 시)	자기자본의 10 배 이내(주총 특별결의 시)
회사존속	선택적	(일반적으로) 한시적	선택적

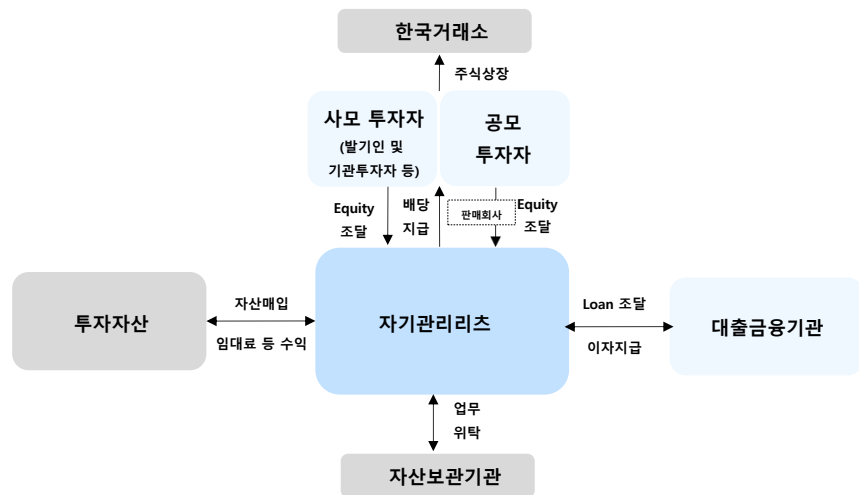
자료: 국토교통부, 유진투자증권

도표 11 리츠 구조 - 위탁관리 및 기업구조조정 부동산투자회사



자료: 유진투자증권

도표 12 리츠 구조 - 자기관리 부동산투자회사

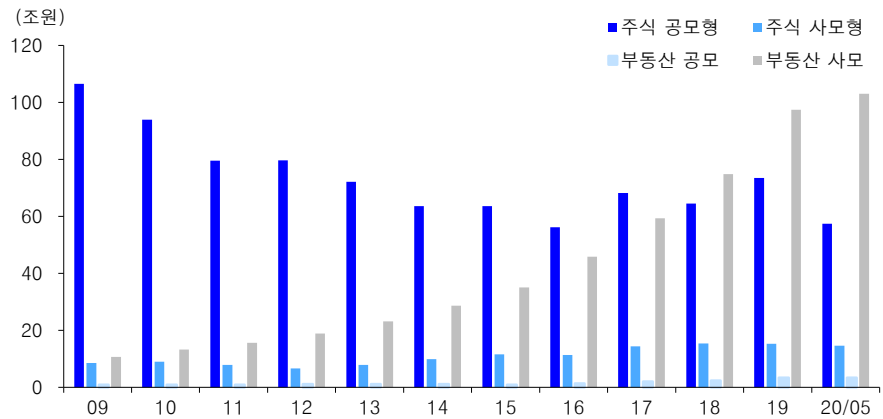


자료: 유진투자증권

리츠와 부동산펀드의 성장

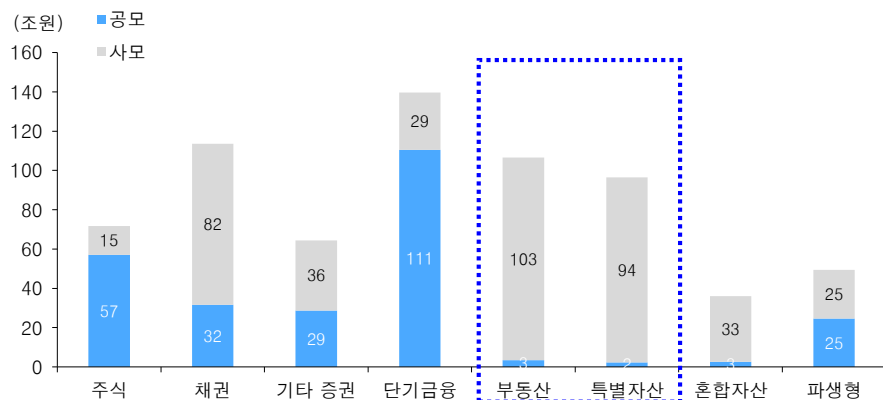
2008년 금융위기 이후 부동산간접투자 시장은 빠르게 성장해왔다. 리츠와 부동산펀드, 공모와 사모 중 빠르게 성장한 것은 상대적으로 설립이 용이한 사모형 부동산펀드다. <도표 13>에서와 같이 부동산펀드는 지난 10여년간 가파르게 성장했다. 2020년 5월 현재 부동산펀드 순자산규모는 106조원, 특별자산 펀드까지 더하면 212조원에 달한다. 부동산펀드 106조원 중 공모펀드는 3조원에 불과하다. 아직까지 사모펀드 비중이 절대적으로 높다.

도표 13 주식형 펀드와 비교한 부동산 펀드 순자산 추이



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

도표 14 자산 유형별 공모/사모 펀드 순자산총액 비교



자료: 금융투자협회, 유진투자증권
주: 2020년 5월 8일 기준

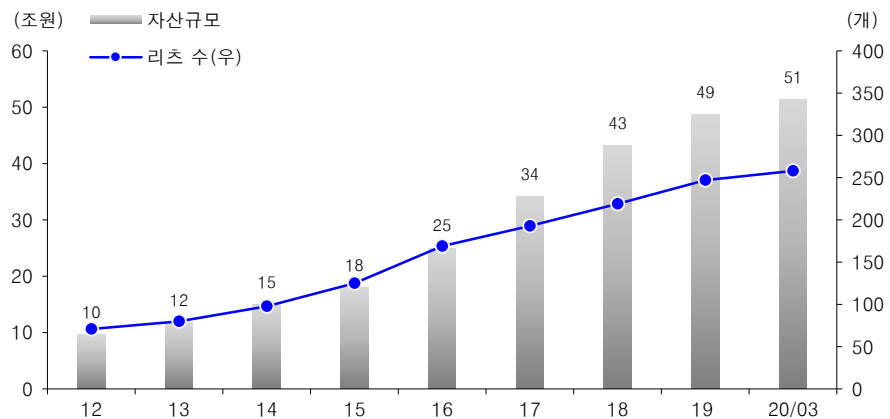
리츠도 최근 10 여년간 빠르게 성장했다. 2012년 10 조원에 불과했던 리츠의 순자산규모는 2020년 50 조원을 넘어섰다. 부동산펀드에 비하면 아직 적은 규모이나 성장세는 유사하다.

공모와 사모 비중을 보면 리츠도 부동산펀드와 유사하게 사모 비중이 절대적으로 높다. 리츠의 순자산 51 조원 중 상장리츠는 3 조원에 불과하다. 2018년 이리츠코크랩, 신한알파리츠, 그리고 2019년 롯데리츠와 NH프라임리츠가 상장하고서야 비로소 의미있는 규모의 공모 상장 리츠가 등장하고 있다.

한국은 리츠와 부동산펀드 모두 사모를 중심으로 성장했다. 기관투자자와 고액자산가들의 투자수요가 충분해 설립/발행자 측에서 공모를 추진할 유인이 크지 않았다. 특히 공모 상장 리츠는 부동산펀드 대비 자금모집에 시간과 비용이 많이 소요되며 절차가 복잡하고 지켜야할 규제도 많다. 또한 사모 대비 공모에 대한 차별적 혜택은 부재했다. 그동안 성장이 더딜 수 밖에 없었다.

앞서 기술한 바와 같이 정부는 지난 해 '공모형 부동산간접투자 활성화 방안'을 발표하며 공모 상장 리츠 활성화 의지를 밝혔다. 부동산펀드와 리츠 모두 그동안 사모 시장의 성장 흐름을 감안하면 이 중 일부만 공모로 넘어온다고 해도 성장 잠재력이 충분하다. 공모 상장 리츠는 성장 초입에 있다.

도표 15 리츠 수와 자산규모 추이



자료: 리츠정보시스템, 유진투자증권

도표 16 주요국 리츠 도입시기와 상장리츠 현황

구분	미국	캐나다	호주	일본	싱가포르	한국
도입 시기	1960	1993	1971	2000	2002	2001
상장 리츠	239	40	45	63	35	7
시가총액(억달러)	10,735	475	705	1,197	584	14
배당수익률(%)	5.4	6.6	6.2	4.6	5.9	4.4
시가총액/GDP(%)	5.2	2.8	5	2.4	16	0.1
GDP(억달러)	205,803	17,125	14,201	49,718	3,641	17,205

자료: EPRA(2020.03.), 유진투자증권

부동산 직접투자와 비교한 리츠의 특성

리츠는 부동산 간접투자로서 직접투자 대비 다양한 장점을 가지고 있다.

소액투자가 가능한 리츠

리츠에 투자하면 **소액 투자가 가능하다**. 부동산에 직접 투자하려면 일시에 상당한 자금이 필요하다. 보유현금만으로 부동산을 취득하는 사람은 많지 않으며 대부분 레버리지(대출)를 일으킨다. 보유한 자본이 적은 개인은 부동산에 투자하기 어렵고 투자를 한다고 해도 매입할 수 있는 부동산이 매우 제한적이다. 리츠 투자의 장점은 개인이 소액으로 부동산에 투자할 수 있다는 점이다. 리츠를 활용하면 개인이 접근하기 어려운 대형 오피스 등 우량 부동산에 소액으로도 투자할 수 있다.

배당수익으로 현금흐름 창출

앞서 기술한 바와 같이 **고령화, 저금리 시대에 은퇴자금으로 상가나 오피스텔**에 투자해 현금흐름을 창출하려는 개인이 늘어나고 있다. 조물주 위에 건물주라는 말이 흔히 들릴 정도로 건물주를 꿈꾸는 개인들이 많지만 개인이 소규모 부동산 투자로 안정적인 현금흐름을 창출하는 것이 생각만큼 쉽지 않은 것도 현실이다. 임대료 연체나 공실 위험뿐 아니라 각종 세금과 수수료, 관리, 수리비까지 취득시점에 예상하지 못했던 요인들이 기대수익에 영향을 미친다. 반면 리츠는 장기 임대차 계약이 체결된 대형 우량 자산에 투자해 상대적으로 안정적인 배당수익을 기대할 수 있다.

자산관리회사 전문운영인력

자산관리회사의 전문운영인력이 각종 이슈에 대응해 개인투자자가 직접 나서야 할 번거로운 일도 없다. 리츠의 투자자산은 전문 AMC(자산관리회사)에 위탁해 운용하거나 자기관리리츠의 경우 리츠가 전문운영인력을 두고 직접 운용한다. 자산의 매입부터 각종 세무, 법무 업무와 임대차 계약 체결 및 관리, 유지보수에 이르기까지 모두 전문가에게 맡길 수 있고 그 내역도 투명하게 공개된다.

공실률이 높고 임대료 연체가 자주 발생하는 작은 상가나 오피스텔을 직접 보유하기보다 누구나 알 만한 핵심 지역 부동산에 투자할 수 있는 부동산간접투자에 대한 선호도는 높아질 것으로 예상된다. 특히 이번 COVID-19 바이러스 사태로 소규모 상가 공실률은 상승할 가능성이 높다. **우량 기업과 장기 임대차 계약이 되어 있어 안정적으로 배당을 줄 수 있는 리츠의 매력**이 더욱 부각될 것이다.

리츠를 활용한 부동산 분산투자

리츠에 투자하면 부동산에도 좀더 다양한 분산투자가 가능하다. 부동산 직접투자는 고액자산가도 분산해 투자하는데 한계가 있으나 리츠는 지역별, 상품별 분산투자가 가능하다. 국경을 넘어 해외부동산에 투자하는 것도 어렵지 않다.

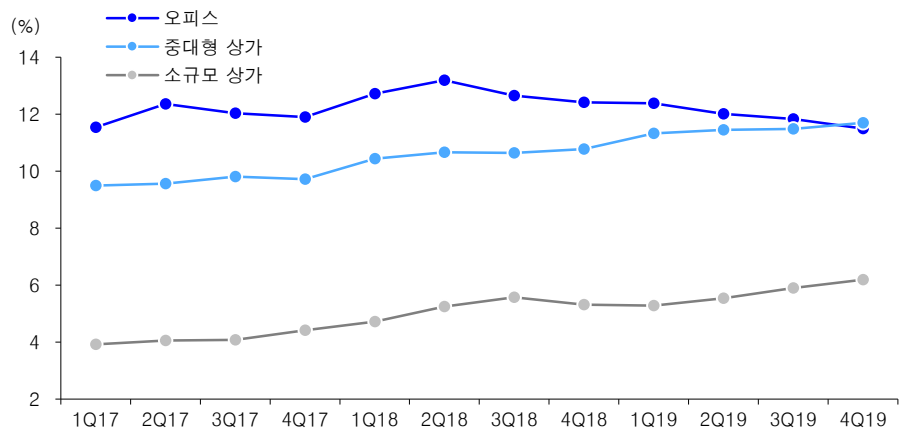
부동산 직접투자는 거래에 최소 수개월이 소요되고 환금성, 유동성에 제약이 큰 반면, 상장 리츠는 환금성이 좋다. 물론 리츠 개별 종목에 따라 유통주식수와 거래량에 차이는 있으나 주식시장에서 상시 거래할 수 있다는 점은 주식으로서 리츠가 가진 큰 장점이다.

도표 17 리츠의 특징점

- **장기적이고 높은 수익**: 리츠는 다른 주식 또는 채권의 수익 대비 장기적이고 높은 수익을 제공
- **배당 수익률**: 시장 상황에 큰 영향을 받지 않는 꾸준한 현금흐름을 통하여 일반 주식 평균 대비 높은 배당 수익률을 달성 가능
- **유동성**: 리츠 투자 후에도 장외시장에서 주식의 매매를 통하여 쉽게 현금으로 변환할 수 있으며, 리츠 상장시 한국거래소에서 주식 매매를 통하여 유동성 확보 가능
- **자산운용전문인력**: 숙련되고 경험이 풍부한 부동산 전문가에 의해 운영
- **관리·감독**: 국토교통부의 정기적인 관리, 감독, 리츠사의 준법감시인들을 통하여 투자자산을 관리
- **공시 의무**: 분기 및 연간 재무 보고서를 포함한 투자보고서 및 영업보고서를 리츠정보시스템에 등록하여 투자판단의 기초가 되는 자료를 정기적으로 공시

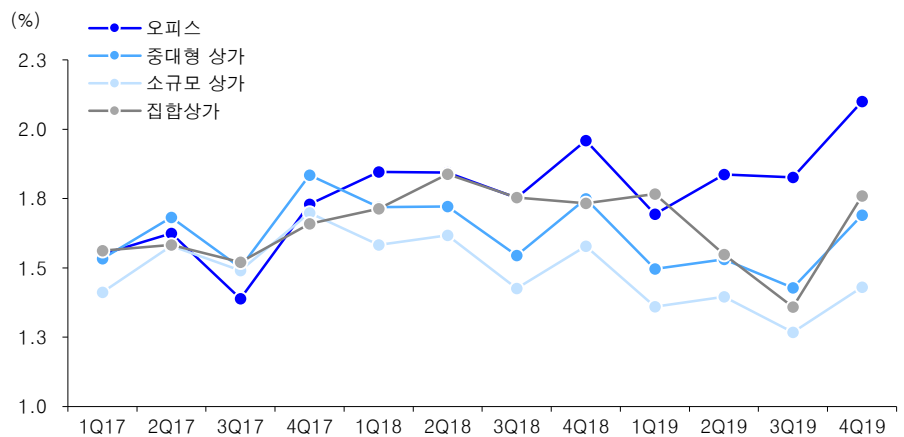
자료: 리츠정보시스템, 유진투자증권

도표 18 수익형 부동산 유형별 공실률 추이



자료: 한국감정원, 유진투자증권

도표 19 수익형 부동산 유형별 투자수익률 추이



자료: 한국감정원, 유진투자증권

리츠의 레버리지 효과

리츠 투자시에는 부동산 직접투자자와 마찬가지로 **소득수익률과 자본수익률을 합산한 투자수익률을 고려**해야 한다. 동일한 부동산을 동일한 가격에 취득할 경우, 수익률에 영향을 미치는 중요한 요인 중 하나는 레버리지 효과다.

먼저 개인이 부동산을 취득하는 경우를 떠올려보자. 이 때, 취득 부동산에 따라 LTV(Loan to Value) 한도에 제약이 있다. 적은 자본으로 대출을 받아 부동산을 취득할 경우, 부동산 가격 상승 시 대출 비중이 높을수록 자본수익률을 극대화할 수 있다. 임대수익률 측면에서도 부동산의 임대수익이 일정하다고 가정할 때, 금리가 낮을수록 대출 비중이 높을수록 소득수익률이 상승한다. 반면 부동산 가격 하락 시에는 대출 비중이 높을수록 자본 손실 위험이 높아진다. 임대수익률 측면에서도 금리 상승 시 대출 비중이 높을수록 소득수익률은 하락한다.

부동산을 직접 취득할 때, 투자자 개개인의 신용에 따라 대출 한도와 금리가 달라진다. 동일한 부동산을 동일한 금액에 취득해도 레버리지 한도와 금리에 따라 투자수익률에 차이가 발생한다. 리츠 역시 마찬가지다. **리츠의 대출금리가 낮을수록 주주에게 귀속되는 투자수익률은 높아진다.**

레버리지 효과 극대화

우량부동산에 투자하는 리츠는 레버리지 효과를 극대화하기에 유리하다. 국내 상장 리츠 중에서는 최초로 롯데리츠가 공모채 발행에 성공했다. 2019년 7월, 롯데리츠는 1,700억원 규모의 담보부사채를 발행했는데 AA-. 안정적 등급으로 1.55%의 낮은 금리에 발행할 수 있었다. 동일한 임대수익을 가정할 때, 조달금리가 낮아질수록 리츠의 배당수익은 높아진다.

레버리지 효과가 항상 긍정적인 것은 아니다. 부동산 가격 하락 시나 금리 상승 시, 임대수익 하락 시에는 레버리지가 높을수록 주주가치 하락 위험이 커진다. 따라서 리츠에 투자할 때에는 각 리츠의 투자부동산 가치 뿐 아니라 리츠의 신용도 및 레버리지 효과의 영향에 대한 고려가 반드시 필요하다.

도표 20 리츠의 재무상태 예시: 레버리지 효과

Assets	Liabilities
Real Estate Assets	Long Term Debt
	Other Liabilities
Other Assets	Shareholders' Equity

자료: Ofwealth, 유진투자증권

리츠 밸류에이션 방법

리츠 밸류에이션 방법으로는 순자산가치 측면에서 부동산 가치를 기준으로 하는 P/NAV 와 보유 부동산으로 부터 창출할 수 있는 현금을 기준으로 하는 P/FFO 가 대표적이다. 일반적인 주식의 밸류에이션 방식인 PER, PBR, DCF 등을 리츠에도 적용해볼 수 있으나 리츠의 특성에 맞게 보완된 P/NAV, P/FFO 밸류에이션 방식이 좀더 합리적이라고 판단한다.

P/NAV 밸류에이션 먼저 P/NAV 방식을 살펴보자. NAV(Net Asset Value)는 리츠가 보유한 자산가치를 감정평가액 기준으로 산출하고 순부채를 차감한 것이다. 리츠가 보유한 부동산의 실질 가치는 장부가액과는 차이가 있을 수 있다. 장부가액에는 통상 부동산 취득 관련 수수료와 각종 비용이 포함되어 취득 시점 재무제표에 감정가액보다 높게 반영될 수 있다.

반면 취득 후 시간이 경과해 부동산의 자산가치가 상승했음에도 불구하고 감정평가를 새로 하지 않아 장부가액이 현 시점에서의 감정평가액보다 낮게 반영되어 있는 경우도 있다. 따라서 부동산의 가치가 중요한 리츠 밸류에이션에서는 Book Value 를 활용한 PBR 보다 P/NAV 를 좀더 유용한 지표로 활용한다.

P/FFO 밸류에이션 P/NAV 와 함께 많이 쓰이는 지표는 P/FFO 밸류에이션이다. FFO(Funds From Operations)는 리츠의 당기순이익에 감가상각비를 합산하고 자산매각차익을 차감해 산출한다. 리츠가 부동산 운영을 통해 창출할 수 있는 현금의 가치를 측정하는 것으로 배당가능 재원을 측정한다고도 볼 수 있다.

리츠의 가치평가에 있어 가장 중요한 것은 보유 부동산의 순자산가치와 주주에게 귀속되는 배당이다. 자산가치와 임대수익은 거시경제 및 시장 상황에 따라 변동할 수 있는데 이때 리츠를 운영하는 AMC(자산관리회사)의 역량은 리츠의 가치에 영향을 주는 중요한 요소다. 따라서 리츠 가치 평가에 있어 정성적 요소로서 리츠 AMC 의 트랙레코드와 역량을 감안해 프리미엄 또는 디스카운트로 반영할 수 있다. 미래 가치 상승을 기대할 수 있는 우량 자산을 싸게 매입하는 것이 중요하며, 수선, 유지 보수 또는 리모델링을 통해 자산가치를 높이거나 공실을 해소하고 임대료를 높이는 등 임대수익을 높이는 것도 리츠 AMC 의 역할이다.

도표 21 리츠 Valuation 방법

· P/NAV(Price to Net Asset Value)

- NAV (Net Asset Value, 순자산가치: 리츠가 보유한 부동산의 감정가액에서 순부채를 차감)
= 건물의 감정평가액 - 이자 지급성 부채
- 투자부동산의 실제가치가 상승하는 경우, 실제가치와 투자부동산의 장부가액 사이에 괴리가 발생
- 리츠의 정확한 자산가치 평가를 위해, NAV 는 투자부동산의 장부가액이 아닌 감정평가액(공정가치)을 적용
- P/NAV 는 리츠의 특성을 반영한 밸류에이션의 방법으로 PBR 과 유사한 개념

· P/FFO(Price to Funds From Operation)

- FFO (Funds From Operations, 사업운영수익: 부동산 운영을 통해 발생하는 현금의 가치를 측정)
= 당기순이익(Net Income) + 감가상각(Depreciation & amortization) - 자산매각차익 + 자산매각차손
- FFO 는 비현금성 유출입을 제거한 방식으로 실제 회사가 창출할 수 있는 배당가능이익을 산출한 개념
- 주당 FFO 는 리츠의 수익성을 평가하는 지표로서 EPS 와 유사
- P/FFO 는 이러한 리츠의 특성을 반영한 밸류에이션의 방법으로 PER 과 유사한 개념

자료: 유진투자증권

상장리츠 살펴보기

국내 상장 리츠는 총 7개, 시가총액은 1조 7,530 억원으로 전체 주식시장 시가총액 대비 미미한 수준이다. 시가총액 1,000 억원 이상 상장 리츠는 롯데리츠, 이리츠코크랩, 신한알파리츠 3개뿐이다. 그마저도 지난해 하반기 롯데리츠가 상장 성공함으로써 이룬 결과다. 한국의 상장 리츠는 이제 걸음마를 내딛은 초기 단계에 불과하다.

시가총액 1천억원 미만 리츠 중 모두투어리츠, 케이탑리츠, 에이리츠 3개 리츠는 자기관리리츠다. 리츠가 실제형 부동산투자회사로서 상근 임직원인 전문운용인력을 두고 자산의 투자와 운용을 직접 수행하는 방식이다. 해외에는 자기관리 형태로 대규모 리츠로 성장한 사례가 많은 반면 아직 한국에서는 규모가 크지 않다.

롯데리츠, 신한알파리츠, NH 프라임리츠는 위탁관리리츠다. 이 3개의 리츠는 각각 롯데 AMC, 신한 리츠운용, NH 농협리츠운용을 자산관리회사(AMC)로 두고 보유자산을 위탁관리한다. NH 프라임리츠는 재간접 리츠로 수익증권을 보유하고 있다. 이리츠코크랩은 코람코자산신탁에서 관리하는 기업구조조정리츠(CR-REIT)다.

도표 22 상장 리츠 현황 요약

(억원, 원, %)	롯데리츠	신한알파리츠	이리츠코크랩	NH 프라임리츠	모두투어리츠	케이탑리츠	에이리츠
상장일	2019-10-30	2018-08-08	2018-06-27	2019-12-05	2016-09-22	2012-01-31	2011-07-14
유형	위탁관리	위탁관리	CR-REIT	위탁관리	자기관리	자기관리	자기관리
자산관리회사	롯데에이엠씨주	신한리츠운용주	코람코자산신탁	NH 농협리츠운용	자기관리	자기관리	자기관리
별도	자산	15,755	6,319	5,844	918	1,095	921
	부채	7,220	3,543	2,955	1	673	602
	자본	8,535	2,776	2,889	917	422	319
연결	자산	-	7,318	7,124	-	-	-
	부채	-	4,583	4,557	-	-	-
	자본	-	2,735	2,567	-	-	-
주가(원/주)	5,400	6,520	5,350	5,050	2,640	773	6,430
시가총액	9,286	3,105	3,389	942	207	357	244
NAV	8,579	2,949	4,048	885			
FFO	542	165	222	47			
P/NAV	1.1	1.0	0.8	1.0			
P/FFO	16.7	18.3	15.1	19.6			
DPS(원)	315	304	350	250			
배당수익률(%)	6.0	4.8	6.6	5.0			
배당주기	3월말, 9월말 (기준일: 6, 12월말)	6월말, 12월말 (기준일: 3, 9월말)	6월말, 12월말	2월말, 8월말 (기준일: 11, 5월말)			
기초자산	롯데백화점 강남점 롯데백화점 구리점 롯데백화점 광주점 롯데백화점 창원점 롯데아울렛 청주점 롯데아울렛 대구점 롯데마트 의왕점 롯데마트 장유점	판교 크레프트 타워 용산더프라임 (+대일빌딩)	NC백화점 이태점 뉴코아 아울렛 일산점 뉴코아 아울렛 평촌점 2001 아울렛 중계점 2001 아울렛 분당점	서울스퀘어 강남N 타워 삼성물산 서초사옥 삼성SDS 타워 (수익증권으로 보유)	스타즈호텔 명동1호점 스타즈호텔 명동2호점 스타즈호텔 동탄점 스타즈호텔 독산점	김포빌딩 주스드 테화 에이제이빌딩 미원빌딩 화정빌딩 원정빌딩 서초빌딩 판교신운아빌딩	E편한세상 문래 왕삼리 KCC 스위트 영등포구청역 계동리슈빌 영등포메이즌2011

자료: 유진투자증권

주1: 시가총액은 5/20 종가기준

주2: 신한알파리츠는 2019년 말 기준, 롯데리츠, 이리츠코크랩, NH 프라임리츠, 모두투어리츠, 케이탑리츠는 2020년 1분기말 기준

롯데리츠(330590.KS): 한국 유통업 최초의 상장 리츠

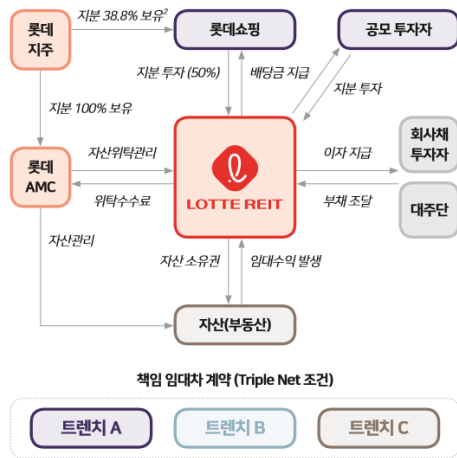
롯데리츠는 롯데쇼핑이 50% 지분을 보유한 위탁관리리츠다. 롯데쇼핑은 롯데리츠 설립 초기에 롯데백화점 강남점을 현물출자했으며 롯데리츠는 이를 포함해 수도권과 지방에 총 8개 자산을 보유하고 있다. 롯데리츠의 자산관리회사인 롯데AMC는 롯데지주가 100% 출자해 설립했다.

롯데리츠 상장 이전에도 유통업계 내 대형 리츠 상장을 추진했던 사례가 있었으나 성공하지 못했다. 롯데리츠는 유통회사가 보유한 부동산을 공모 상장 리츠로 이전하는데 성공한 국내 최초 사례다.

리츠로서 **공모채 발행에 성공**한 것도 롯데리츠가 처음이다. 롯데리츠는 국내 리츠 업계 최초로 담보부 공모 사채를 발행했다. 우량한 신용등급 AA-(안정적) 평가를 받아 1,700억원을 1.55%의 금리로 조달할 수 있었다. 롯데리츠의 조달금리는 평균 2.09%에 불과(만기 3년)해 이자비용을 줄인만큼 배당수익을 높일 수 있다.

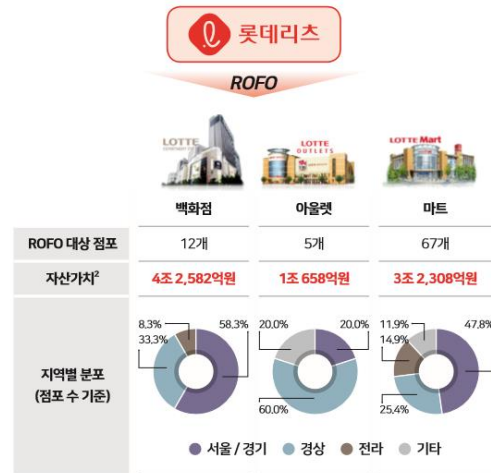
롯데리츠의 투자포인트는 **안정적인 배당수익률**이다. 롯데쇼핑은 롯데리츠의 앵커로서 9~11년간 책임임대차(Master lease) 계약을 맺고 고정 임대료를 지급한다. 임대료는 매년 1.5% 인상되며 Triple-net 계약 조건에 따라 수선유지비, 보험, 제세공과 등을 임차인이 부담한다. 롯데리츠의 주주는 안정적인 배당수익률을 기대할 수 있다.

도표 23 롯데리츠 사업 및 지분 구조



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 24 롯데쇼핑 보유 84개 점포에 대한 ROFO 보유



자료: 롯데리츠, 유진투자증권
 주) ROFO: Right of First Offer, 우선매수협상권

도표 25 롯데리츠 타인자본조달 주요 조건

단위: 백만원	은행장기차입금	담보부공모사채	합계
차입금	498,983	170,000	668,983
이자율	2.27%	1.15%	2.09%
만기	3년	3년	
차입시점	2019년 10 월말	2019년 7 월말	

자료: 롯데리츠, 유진투자증권

리츠는 신규 우량 자산을 편입할 수 있어야 성장할 수 있는데 롯데리츠는 롯데쇼핑이 보유한 84 개 점포(약 8.5 조원)에 대해 우선매수협상권(ROFO: Right of First Offer)을 가지고 있다. 또한 롯데쇼핑이 사모펀드 등에 기유동화한 자산을 추가로 편입할 수도 있다. 우량 부동산 매입 경쟁이 치열한 환경에서 긍정적으로 볼 수 있는 투자포인트다.

최근 롯데쇼핑은 실적악화로 인해 점포 구조조정을 가속화할 것임을 밝혔다. 롯데쇼핑의 실적악화가 롯데리츠의 수익 저하로 이어지거나 롯데리츠가 롯데쇼핑의 부실 자산을 인수할 수도 있다는 우려가 제기되며 롯데리츠 주가가 한동안 조정 받았다. 이는 과도한 우려라고 판단한다.

롯데리츠가 특수관계자인 롯데쇼핑의 자산을 인수하기 위해서는 롯데쇼핑을 제외한 나머지 주주의 동의가 필요하다. 롯데리츠가 가진 우선매수협상권은 문자 그대로 우선적으로 협상을 할 수 있는 권리일 뿐 매수를 해야한다는 의미가 아니다. 역설적으로 롯데쇼핑의 보유자산을 롯데리츠가 추가로 편입하는 것이 생각보다 어려울 수 있다고 판단된다. 리츠의 추가 자산 편입을 통한 성장을 기대하기 어려울 수 있다.

롯데리츠는 성장성보다 안정성을 기대하는 투자자에게 적합한 리츠다. 현 주가 수준에서 연 환산 6%의 배당 수익률을 기대할 수 있으며 반년마다 배당을 수취하게 된다. 롯데쇼핑에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 6,500 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/NAV 1.3 배를 적용해 산출했으며 이는 P/FFO 20 배 수준이다. 롯데쇼핑 실적과 무관하게 롯데리츠의 꾸준한 배당 지급이 확인되면 밸류에이션 상황이 가능할 것이다.

도표 26 롯데리츠 보유 부동산 현황

(단위: 억원)	트렌치 A			트렌치 B			트렌치 C	
	롯데백화점 창원점	롯데마트 의왕점	롯데마트 장유점	롯데백화점 구리점	롯데아울렛 롯데마트 청주점	롯데아울렛 롯데마트 울하점	롯데백화점 강남점	롯데백화점 광주점
취득가액(토지)	1,361	1,247	348	1,090	897	555	3,787	521
취득가액(건물)	1,237	201	257	776	894	910	688	893
감가상각누계	11	2	2	7	6	6	18	11
장부가액	2,587	1,447	603	1,859	1,785	1,459	4,458	1,403
감정평가액	2,468	1,376	575	1,773	1,392	1,702	4,249	1,344
소재지	경남 창원 상남동	경기 의왕 내손동	경남 김해 대항동	경기 구리 인창동	충북 청주 비하동	대구 동구 울하동	서울 강남 대치동	광주 동구 대인동
준공연도	2002.02	2002.07	2004.07	1998.03	2014.02	2010.12	1986.04	1998.09
대지면적/ 연면적	27,095 m ² / 140,977 m ²	14,466 m ² / 36,879 m ²	12,646 m ² / 38,838 m ²	9,938 m ² / 79,271 m ²	26,088 m ² / 81,561 m ²	20,022 m ² / 100,773 m ²	11,319 m ² / 67,462 m ²	8,074 m ² / 85,285 m ²
임대면적	140,977 m ²	36,879 m ²	38,838 m ²	79,271 m ²	81,561 m ²	100,773 m ²	67,462 m ²	93,019 m ²
건물규모	지상 6 층/ 지하 5 층	지상 6 층/ 지하 1 층	지상 5 층/ 지하 1 층	지상 9 층/ 지하 5 층	지상 5 층/ 지하 2 층	지상 6 층/ 지하 2 층	지상 9 층/ 지하 3 층	지상 12 층/ 지하 6 층
임대차기간	9년	9년	9년	10년	10년	10년	11년	11년
연건임대료	120	68	30	90	87	36	208	69

자료: 롯데리츠, 유진투자증권
주 1: 금액 단위는 억원
주 2: 임대료는 연환산 금액

도표 27 롯데리츠 손익요약 및 밸류에이션 주요지표

(단위: 십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
영업수익	24	76	77	78
증가율(%)	-	212	1	1
영업비용	8	20	20	20
감가상각비	6	16	16	16
위탁수수료등	2	5	5	5
영업이익	16	56	57	57
증가율(%)	-	251	2	0
EBITDA	22	72	73	73
영업외손익	(4)	(18)	(18)	(18)
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
금융수익	1	0	0	0
금융비용	5	18	18	18
세전순이익	11	39	40	40
증가율(%)	-	265	2	1
법인세비용	0	0	0	0
당기순이익	11	39	40	40
증가율(%)	-	265	2	1
EPS	70	225	230	232
BPS	5,014	4,936	4,837	4,750
DPS	117	315	318	321
PER	76.8	24.0	23.5	23.3
PBR	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/ EBITDA	72.4	22.5	22.2	22.2
P/NAV	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO	50.4	17.1	16.8	16.8
배당수익률(%)	2.2	5.8	5.9	5.9
영업이익률(%)	66.7	73.7	74.0	73.1
EBITDA이익률(%)	91.7	94.7	94.8	93.6
순이익률(%)	49.4	51.3	51.9	51.3

자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 28 롯데리츠 (1/2)

구분	롯데백화점 강남점	롯데백화점 구리점	롯데마트 의왕점	롯데마트 서청주점 / 롯데아웃렛 청주점
소재지	서울시 강남구 대치동 937	경기도 구리시 인창동 677	경기도 의왕시 내손동 743	충청북도 청주시 흥덕구 비하동 811
대지면적/연면적	11,319 m ² / 67,462 m ²	9,938 m ² / 79,270 m ²	14,466 m ² / 36,879 m ²	26,088 m ² / 81,560 m ²
건물규모	지하3층 / 지상9층	지하5층 / 지상9층	지하1층 / 지상6층	지하2층 / 지상5층
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 강남구에 위치하였으며, 역삼동, 대치동, 도곡동 등 소득수준이 높은 대단위 주거단지를 배후로 두고 있음 분당선 한티역 출구 전방에 위치하고 있으며, 한티역 사거리에 위치하여 대중교통 및 자가용을 이용한 접근성이 매우 우수함 	<ul style="list-style-type: none"> 도보2분거리에 중앙선 구리역이 있으며, 도보1분거리에 구리 버스터미널이 있어, 교통요충지에 입지 지하철8호선 연장이 2022년에 완공됨에 따라, 구리시내로 입주하려는 주거수요가 대폭 늘어날 것으로 예상됨 	<ul style="list-style-type: none"> 의왕시 및 안양시 내 주거단지 밀집지역에 입지하고 있음 인근에 안양 IT단지과 평촌 첨단산업단지, 현대자동차연구소 등 대규모 고용시설과 주거단지가 밀집되어 있어, 직주근접 배후수요가 풍부함 	<ul style="list-style-type: none"> 청주 흥덕구에 소재한 판매시설로 롯데아웃렛 청주점과 롯데마트 서청주점이 함께 입점되어 있음 중부고속도로 서청주IC인근에 위치하여, 아울렛 수요층 흡수가 용이하며, 주변 대동택지개발지구 등 주거인구의 유입이 가능한 위치로서, 리테일 입지로써 우수함

도표 29 롯데백화점 강남점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 30 롯데백화점 구리점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 31 롯데마트 의왕점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 32 롯데마트 청주점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 33 롯데리츠 (2/2)

구분	롯데마트/롯데아울렛 대구 율하점	롯데마트 장유점	롯데마트 창원점	롯데백화점 광주점
소재지	대구광역시 동구 율하동 1117	경상남도 김해시 대청동 300	경상남도 창원시 성산구 상남동 79	광주광역시 동구 대인동 7-1
대지면적/연면적	20,021.8㎡/100,772㎡	12,646㎡/ 38,838㎡	27,094㎡/ 140,976㎡	8,074.4㎡/ 85,285㎡
건물규모	지하2층 / 지상 6층	지하1층 / 지상 5층	지하5층 / 지상 6층	지하6층 / 지상 12층
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 대구 1호선 율하역과 바로 연결되어 있고, 부산-대구 중앙고속도로 동대구 IC인근에 입지하고 있어, 마트와 아울렛으로서 우수한 입지를 보유함 인근에 대구안심뉴타운이 2021년 준공되는 등 꾸준한 인구 유입이 기대됨 	<ul style="list-style-type: none"> 해당부동산은 김해 본 시가지로 연결되는 금관대로 대로변 및 장유C인근에 위치하고 있어, 인근 지역으로부터 도로 접근성이 용이한 입지적 장점을 지님 장유유희택지개발지구 내 입지해 있어, 개발지구 준공 이후 꾸준한 인구유입이 예상됨 	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 기준 7km 이내 약 415,000명의 배후 주거인구를 보유하고 있으며, 대상지 반경 6km 인근 지역에 6,100세대 규모의 창원중동도시개발사업이 이루어지고 있어 신규 수요층의 추가적인 확보가 예상됨 	<ul style="list-style-type: none"> 광주1호선 금남로5가역 도보 5분거리에 입지하고 있으며, 반경 1KM 내외 지역은 광주 최대 상업지를 이루고 있음 인근에 내남도시개발구역 등 14만세대 입주를 앞두고 있어, 대규모 신규 수요층 확보가 예상됨

자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 34 롯데백화점 대구유희점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 35 롯데백화점 장유점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 36 롯데백화점 창원점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 37 롯데백화점 광주점



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

신한알파리츠(293940.KS): 한국 리츠의 성장 잠재력을 보여주고 있는 선두주자

2017년 6월 28일 금융위원회는 부동산투자회사법 상 자산관리회사(리츠 AMC)를 금융지주회사가 자회사로 편입할 수 있는 금융업 밀접관련회사로 인정하는 안건을 의결했다. 신한리츠운용이 탄생할 수 있었던 배경이다. 이전에는 부동산신탁회사와 집합투자업자(자산운용사)에 한해서만 겸업의 형태로 AMC 영위가 가능했다.

신한알파리츠는 신한리츠운용의 첫번째 상장리츠다. 판교 알파돔 크래프톤 타워를 매입하던 당시 매각자인 LH가 정부의 공모리츠 활성화 기조에 맞추어 공모리츠 상장을 매각 조건으로 제시했다. 신한리츠운용은 신한금융투자자와 컨소시엄을 구성해 입찰에 참여했는데 입찰 최고가 대비 약 100억원 이상 낮은 인수가격을 제시했음에도 불구하고 공모시장 준비에 가점을 받아 낙찰됐다. 판교는 수도권 내에서도 오피스 공실률이 낮은 지역으로 최근 수년간 부동산 가격도 상승세다. 판교 크래프톤 타워의 자산가치는 장부가 대비 10~20% 높을 것으로 추정된다.

초기 상장 시 신한알파리츠는 용산 더프라임타워를 담고 있는 '코크랩더프라임리츠' 지분 32.9%를 담고 있었는데 유상증자를 통해 타워 전체를 매입하는데 성공했다. 최근에는 신한리츠운용이 680억원에 남대문로 대일빌딩을 매입해 신한알파리츠에 편입하고자 유상증자를 진행하고 있다. 신한알파리츠는 대일빌딩을 담은 자리츠 지분을 매입했으며 이번 유상증자를 통해 조달된 자금으로 자리츠가 대일빌딩 매입 시 일으킨 후순위 대출을 갚게 된다. <도표 38>과 같이 유상증자 규모는 275억원이다.

도표 38 신한알파리츠 보유 부동산 현황

구분	판교 크래프톤 타워 (실물 부동산)	용산 더프라임타워 (자리츠가 보유)	대일빌딩 (자리츠가 보유)
매입금액	5,182	1,651	680
감정평가금액	5,360	1,651	706
기준일	2018.04.30	2018.08.16	2020.01.10
평당 임대료	임대료 68,000 원/평 관리비 27,000 원/평	임대료 58,000 원/평 관리비 30,000 원/평	임대료 93,000 원/평 관리비 39,000 원/평
소재지	경기도 성남시 분당구 분당내곡로 117	서울 용산구 원효로 90 길 11	서울 중구 남대문로1가 18
대지면적/연면적	7,337 m ² / 99,596 m ²	3,575 m ² / 39,009 m ²	584 m ² / 8,887 m ²
건물규모	지하 7층 / 지상 15층	지하 6층 / 지상 30층	지상 19층 / 지하 1층
주요 임차인	<ul style="list-style-type: none"> 크래프톤(구. 블루홀), 네이버, 스노우, MUJI, 워크앤올, 신한금융투자, 신한은행 	<ul style="list-style-type: none"> 신한생명, 트랜스코스모스, 유베이스, DB생명 	<ul style="list-style-type: none"> 루이비통, 비콘코리아, 신한금융 계열사 등
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 판교역은 신분당선-경강선 환승역으로 교통이 매우 편리함 (서울 강남역까지 지하철로 14분 소요) 본건은 판교역 및 현대백화점과 지상1층, 지하1층으로 직접 연결된 역세권 빌딩 전체 임대율은 95.4%이며, 임차인 등 사용자 업무 환경을 위한 유지 활동을 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 용산 국제업무지구, 미군기지 이전, 서울역-용산역 철도 지하화 등 개발호재로 가치상승 가능성 높음 전체 임대율은 99.2%이며, 업무시설 잔여 부분에 잠재 임차인과 협의를 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> 대일빌딩은 금융기관 본사 및 대형 언론사, 유통사가 밀집된 서울 중구의 중심업무지역에 위치 인근에 1호선(종각), 2호선(을지로입구) 지하철역이 있으며, 4월말 기준 100% 임대율.

자료: 신한알파리츠, 유진투자증권
주: 금액 단위는 억원

신한알파리츠의 투자포인트는 다음과 같다.

첫째, 자산관리회사인 신한리츠운용의 전문성이다. 부동산신탁회사나 일반 자산운용사는 부동산편드나 다른 종류의 투자자산도 함께 투자한다. 신한리츠운용은 금융계열 자회사로 출범한 최초의 전문 리츠 운용사로 리츠 설립과 운용에 특화된 운용사로 성장하고 있다. 공모상장 리츠에 가장 적합한 자산을 찾아 편입하고 운용하는데 집중하고 있는 회사는 아직 많지 않다. 부동산 운용 업력을 쌓은 운용사는 많지만 IPO를 위해서는 증권사가 필요하며 주식에 대한 이해도 필요하다. 신한리츠운용은 신한금융투자와의 함께 상장을 준비할 수 있었으며 주식과 부동산 분야를 아우르는 인력 구성과 조직을 갖추고 있다.

둘째, 보유자산의 미래가치 상승 가능성이 높다. 판교 크래프톤 타워와 용산 더프라임 타워 모두 임차수요가 탄탄하고 핵심지역에 위치하고 있다. 판교는 자산재평가 시 현재보다 최소 10-20%가량 높은 감정평가를 받을 수 있을 것으로 기대한다. 두 건물 모두 신한알파리츠 편입 후 공실률이 매우 낮아졌다.

도표 39 남대문로 대일빌딩



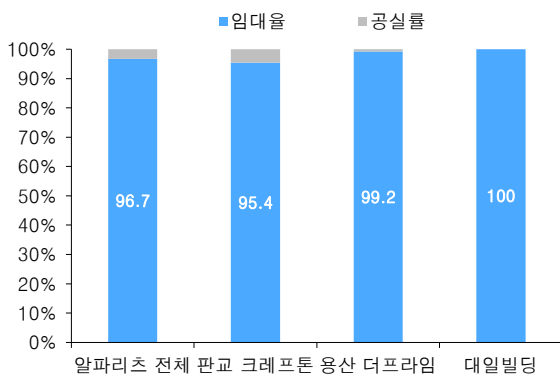
자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

도표 40 신한알파리츠 유상증자 개요

신주 발행(보통주)	4,700,000
증자전 발행주식총수(보통주)	47,630,123
신주 발행가액(확정)	5,860
유상증자 총액	약 275 억원
신주배정기준일	2020-04-09
1 주당 신주배정주식수 (주)	0.091
청약예정일	2020년 5월 19일~20일
신주상장예정일	2020-06-09
대표주관사	신한금융투자

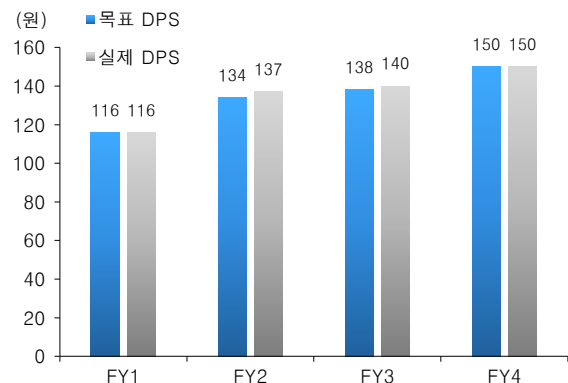
자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

도표 41 4월말 현재 임대현황



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

도표 42 목표대비 실제 주당배당금 추이



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

셋째, 유상증자로 추가 자산편입에 성공한 상장 리츠다. 일반적으로 주식회사가 유상증자를 발표하면 악재로 여겨지나 상장 리츠는 증자를 통해 추가 자산을 편입해야 성장할 수 있다. 신한알파리츠는 이미 유상증자로 용산 더프라임타워 편입에 성공했으며 이번 대일빌딩 편입을 위한 증자도 성공할 것으로 예상된다. 리츠는 트랙레코드가 쌓이고 편입한 자산이 늘어나면서 안정적인 배당을 오랫동안 지급할수록 밸류에이션 프리미엄이 형성된다.

신한알파리츠에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 8,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/NAV 1.3 배를 적용해 산출했으며 이는 P/FFO 23 배 수준이다.

도표 43 신한알파리츠 보유 부동산

(단위 : 백만원)	매입금액	감정평가금액	기준일	감정평가기관
판교 알파돔타워Ⅳ 오피스빌딩	518,198	535,970	18.04.30	(주)태평양감정평가법인
용산더프라임 빌딩	165,100	165,100	18.08.16	(주)제일감정평가법인
대일빌딩	68,000	70,600	20.01.10	(주)삼창감정평가법인
합계		771,670		

자료: DART, 유진투자증권

도표 44 신한알파리츠 손익요약 및 밸류에이션 주요지표

(단위: 십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
영업수익	44	48	50	50
증가율(%)	551	10	4	0
영업비용	21	20	21	21
감가상각비	6	5	5	5
위탁수수료등	15	15	15	15
영업이익	23	28	29	29
증가율(%)	흑전	21	4	0
EBITDA	29	33	34	34
영업외손익	15	15	15	15
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0
금융비용	17	17	17	17
세전순이익	8	11	12	12
증가율(%)	흑전	37	11	1
법인세비용	0	0	0	0
당기순이익	8	11	12	12
증가율(%)	흑전	37	11	1
EPS	170	233	259	260
BPS	5,849	5,648	5,480	5,312
DPS	277	300	304	308
PER	37.0	27.0	24.4	24.2
PBR	1.1	1.1	1.1	1.2
EV/ EBITDA	27.3	26.5	25.7	25.7
P/NAV	1.2	0.9	0.9	0.9
P/FFO	21.0	18.1	16.9	16.8
배당수익률(%)	4.2	4.6	4.7	4.7
영업이익률(%)	52.3	53.3	54.3	54.3
EBITDA이익률(%)	65.9	66.7	67.4	67.4
순이익률(%)	18.2	17.8	19.6	19.6

자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

이리츠코크렙(088260.KS): 기업구조조정리츠(CR-REIT)의 성공 사례

도표 45 이리츠코크렙(기존자산, 직접소유)

구분	NC 백화점 0탑점	뉴코아아울렛 일산점	뉴코아아울렛 평촌점
취득가액(토지)	458	351	385
취득가액(건물)	331	358	400
감가상각누계	127	98	108
장부가액	1,849	1,312	1,601
연간 임대료	110	79	91
소재지	경기도 성남시 분당구 아탑동 356 외	경기도 고양시 일산동구 마두동 797 외	경기도 안양시 동안구 호계동 1039-3
대지면적/연면적	8,046.8 m ² / 76,939.29 m ²	5,712.1 m ² / 60,147.96 m ²	5,745.9 m ² / 69,765.49 m ²
건물규모	지하 7 층 / 지상 8 층	지하 7 층 / 지상 10 층	지하 7 층 / 지상 12 층
취득일자	2005.07.28	2005.07.28	2005.07.28
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 아탑역인근은 분당상권의 시작점으로 분당주민뿐만 아니라 성남지역 주민 유입이 활발하고, 성남종합버스터미널이 인접해있으며, 유동인구 다수 서현/정지역상권에 비해 구매력은 다소 저조하지만 터미널, 종합운동장, 차병원등 인구 유인 시설 다수임 분당선 아탑역도보 5분 이내, 다양한 시내/외 버스 노선 통과하여 접근성이 우수하고 성남대로 이면, 성남 IC와 인접 광역 접근성 양호함 	<ul style="list-style-type: none"> 대단위 주거지역, 오피스, 상업시설 등 인접함 반경 2km 이내 백화점, 대형마트 등 경쟁점 다수 위치하여 경쟁 정도 높음 대규모 아파트 단지, 의정부지방검찰청 및 법원 등의 관공서가 인근에 위치 3호선 마두역에서 도보 4분, 다수의 시내·외 버스노선 통과하는 일산 신도시 교통의 요지 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 아파트 단지, 오피스텔, 오피스 빌딩 및 관공서 등 배후 시설 풍부하고 스마트스퀘어 산업단지 완공 후 평촌지역 유동인구 증가 예상(안양 예상 6만 명) 인근에 안양시청, 동안구청, 교육청 등 공공기관 위치 지하철 4호선 범계역, 평촌역 및 안산/수원 방면 다수의 버스노선이 지나는 곳으로 접근성 우수하고 평촌IC, 외곽순환고속도로 연결 시민대로 인접

자료: 이리츠코크렙, 유진투자증권
 주 1: 금액 단위는 억원
 주 2: 임대료는 연환산 금액

도표 46 이리츠코크렙(간접소유)

구분	2001 아울렛 중계점	2001 아울렛 분당점
소재지	경기도 성남시 구미동 11-1	서울시 노원구 중계동 509
대지면적/연면적	4,588 m ² / 45,765 m ²	4,006 m ² / 31,709 m ²
건물규모	지하 7 층 / 지상 8 층	지하 4 층 / 지상 8 층
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 대상지는 7호선 중계역과 동일로에 인접하였으며, 서울과학기술대학교가 위치한 노원구 중계동 일반상업지역에 위치 중계점이 위치한 중계근린공원 사거리는 중계동의 상권지로, 동일로 6차선 길과 노원로 4차선 도로가 걸쳐 있어 접근 및 교통 여건이 뛰어나, 평균 3만 5천 명의 유동인구가 확인됨. 또한 반경 1km 이내는 아파트, 주택이 밀집한 일반 주거지역으로 둘러싸여 풍부한 배후세력을 보유 중계 택지개발 예정 지구에 위치해 있으며, 2019년 착공 예정인 동북선 하계역과 인접하여 향후 고객 유입 및 상권 개발이 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 분당점이 위치한 미금역 사거리는 근생 상가, 병원, 학원, 위락시설이 집중되어 있는 구미동 메인 상권으로 구분되며, 반경 2km 이내는 오피스텔, 아파트, 주택이 밀집한 제1, 3층 일반주거지역으로 둘러싸여 풍부한 배후세력을 보유 대상지는 다소 경쟁이 치열한 경기 동남부(분당, 용인, 수원)에 위치하고 있으나, 분당선을 중심으로 전, 후 역사에는 백화점 및 쇼핑몰이 부재하여, 경쟁점 대비 넓은 상권을 보유 신분당선 미금역사 2018년 4월 개통 예정으로 향후 고객 유입 인원의 증대 및 상권 개발 형성에 큰 요인으로 작용할 것으로 판단

하반기 공모 상장 추진 중인 다양한 리츠

다양한 리츠가 하반기 공모 상장을 추진하고 있다. COVID-19 팬데믹 영향으로 주식시장의 변동성이 커지면서 당초 계획보다 상장이 다소 지연되었으나 증시가 안정을 되찾으며 하반기에는 새로운 리츠의 상장이 기대된다.

리츠의 원조 코람코자산신탁

한국토지주택공사(LH)를 제외하고 한국에서 리츠 운용 실적이 가장 많은 자산관리회사는 코람코자산신탁이다. 한국 리츠의 원조라고 할 수 있는 코람코는 현재 35 개의 리츠를 운용하고 있으며 수탁규모는 8.5 조원에 달한다. 이리츠코크랩은 코람코의 코크랩 시리즈 중 하나로 2018 년 상장했다. 코크랩 리츠 대부분이 사모로 구성되어 있는데 정부의 공모 활성화 정책에 따라 점차 공모 비중을 높여갈 것으로 기대한다.

세계 혜택 차별화로 코람코 외에도 많은 자산관리 회사들이 공모리츠 상장을 준비 중에 있다. 업계에서는 만기가 정해진 부동산펀드보다 연속적인 리츠로 운용하는 편이 만기 시점 자산가격 변동으로 인한 리스크를 줄이는 등 안정적인 운용에 도움이 될 것으로 기대하고 있다.

도표 47 AMC(자산관리회사)별 운용리츠 현황

	자산관리회사	운용리츠(개)	수탁규모(백만원)	수탁규모 비율(%)
1	한국토지주택공사	42	18,660,626	36.7
2	코람코자산신탁	35	8,451,006	16.6
3	대한토지신탁	25	4,870,925	9.6
4	KB 부동산신탁	23	3,291,015	6.5
5	서울투자운용	9	2,026,895	4.0
6	한국자산신탁	10	1,796,640	3.5
7	제이알투자운용	12	1,759,120	3.5
8	롯데에이엠씨	1	1,583,837	3.1
9	케이티에이엠씨	9	1,498,807	3.0
10	에이알에이코리아	6	1,101,965	2.2
11	신한리츠운용	5	1,024,925	2.0
12	마스던투자운용	7	721,574	1.4
13	교보자산신탁	4	657,919	1.3
14	하-리츠자산신탁	14	641,857	1.3
15	디앤디인베스트먼트	10	587,001	1.2
16	퍼시픽투자운용	5	497,119	1.0
17	코레이트투자운용	3	375,653	0.7
18	케이리츠투자운용	7	305,138	0.6
19	한국토지신탁	7	253,191	0.5
20	이지스자산운용	6	161,139	0.3
	한국 자산관리회사 29사 합계	254	50,846,910	100.0%

자료: 리츠정보시스템, 유진투자증권
주: 2020년 3월 기준

이지스밸류플러스리츠 이지스자산운용은 3 건의 리츠인가를 받고 공모 상장을 추진 중에 있다. 당초 태평로 빌딩과 제주 호텔을 담은 이지스밸류플러스를 가장 먼저 상장하려 했으나 COVID-19 확산으로 호텔 리츠에 대한 우려가 커지자 해당 리츠의 편입 자산을 조정하고 있는 것으로 알려졌다.

이지스레지던스리츠 이지스가 추진 중인 공모상장 리츠 중 '이지스레지던스리츠'가 현재 가장 속도를 내고 있는 것으로 파악된다. 동 리츠는 부평 더샵 민간임대주택 3,578 세대에 대한 수익증권에 투자하는 리츠로 2022년 준공 후 8년간 임대 후 매각할 수 있다. 임대 의무기간인 8년간 임대수익으로 5%대 배당을 지급할 계획이다.

JR 글로벌리츠 국내 최초로 해외 부동산을 기초자산으로 하는 리츠도 상장을 추진하고 있다. JR 글로벌리츠는 벨기에 브뤼셀 소재 '파이낸스타워 콤플렉스' 빌딩에 투자하는 리츠로 총 자산 규모는 14억 유로(약 1.8조원)에 달한다. JR 투자운용이 운용하는 사모리츠를 통해 약 1조원의 대출과 8000억원 규모 지분 투자가 이뤄졌고, 향후 공모를 통해 자금을 모을 모(母) 리츠가 자(子)리츠의 지분을 인수하는 구조로 상장이 진행될 예정이다.

COVID-19로 유럽 부동산 시장 침체가 우려되는 상황이나 동 리츠의 경우 벨기에 연방정부가 15년간 장기 임대차 계약을 맺은 것으로 파악된다. 해외 부동산에 투자하는 첫번째 상장 리츠라는 점에서 귀추가 주목된다. 마스턴투자운용도 서유럽 오피스 빌딩을 기초자산으로 하는 공모상장 리츠를 추진하고 있다.

코람코에너지플러스리츠 코람코자산신탁은 SK 네트워크 직영주유소를 편입, 운용하는 '코람코에너지플러스리츠'의 공모상장을 추진 중이다. 국내 최초의 주유소 리츠로 국내 자산관리회사 중 가장 업력이 오래된 코람코가 출시한다는 점에서 관심을 끌고 있다. 코람코에너지플러스리츠는 SK 네트워크 주유소 189개소를 편입(약 1조원 규모)해 임대, 운용해 수익을 분배하는 리츠다. 현대오일뱅크가 10년 이상 책임임대차 계약을 맺어 안정성을 확보했으며 코람코는 점진적으로 주유소 부속 리테일을 활용해 모빌리티 리테일 플랫폼 비즈니스 모델을 계획하고 있다.

디앤디플랫폼리츠, 서부티엔디리츠, 물류센터리츠 SK D&D의 자회사 디앤디인베스트먼트가 운용하는 디앤디플랫폼리츠, 신한리츠운용의 서부티엔디리츠, 물류업계 대표 운용사인 쉐달스퀘어 리츠도 상장을 준비하고 있다. COVID-19 이후 물류센터 수요가 급증하고 있어 물류센터 리츠 상장 시 관심도 높아질 것으로 예상된다.

다양한 리츠 상장은 개인들에게 선택할 수 있는 선택지가 넓어지는 것이며 자산을 보유한 기업들에게는 자산을 유동화 할 수 있는 경로가 다양해진다는 점에서 긍정적이다. 리츠의 성장은 자산운용사나 신탁사, 건설사들에게 있어 신사업 진출과 새로운 상품개발을 모색해볼 수 있는 기회다.

도표 48 공모상장을 추진중인 주요 자산관리 회사와 편입계획 자산

AMC	리츠명	투자부동산	유형	리츠인가(신청일)
이지스자산운용	이지스밸류플러스 위탁관리부동산투자회사	태평로 빌딩, 제주 조선 호텔 등의 수익 증권	복합형	2019.09.10
	이지스수익형부동산제 319호 위탁관리부동산투자회사	용산구 트윈시티남산	오피스	2019.12.31
제이알투자운용	제이알글로벌 위탁관리부동산투자회사	벨기에 브뤼셀 파이낸스타워	오피스	2020.02.21
미래에셋자산운용	미래에셋맵스제 1호 위탁관리부동산투자회사	광고 센터얼프루르지오시티 내 상업시설	리테일	2020.02.25
코람코자산신탁	코람코에너지플러스 위탁관리부동산투자회사	SK 네트워크 주유소 189개	복합형	2020.04.01
이지스자산운용	이지스레지던스 위탁관리부동산투자회사	부평 더샵 민간임대주택	주택	2020.04.03
디앤디인베스트먼트	디앤디플랫폼 위탁관리부동산투자회사	영등포구 문래동 영시티	오피스	2020.04.22
신한리츠운용	신한서부티엔디 위탁관리부동산투자회사	서울드래곤시티 호텔, 인천 스케이워	리테일	2020.05.13
마스턴투자운용	(예정)마스턴프리미어제 1호 위탁관리부동산투자회사	서유럽 오피스 빌딩	오피스	2020.03.16 인가신청
(예정)켄달스퀘어리츠운용	(예정)켄달스퀘어 위탁관리부동산투자회사	쿠광, 위메프, 미켓컬리 등 수도권 물류센터	물류	-

자료: 한국리츠협회, 유진투자증권

III. COVID-19 이후 미국리츠 동향과 변수

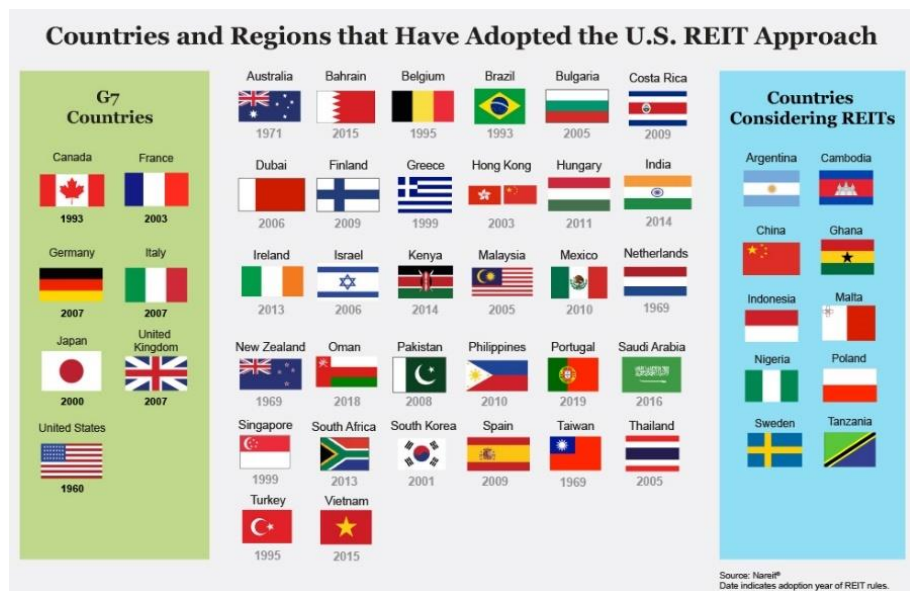
미국 리츠를 살펴보는 이유

한국의 공모상장 리츠는 부동산 시장 규모나 상장 주식시장 규모에 비해 아직 미미한 수준이다. COVID-19 사태로 증시가 요동치며 한국 상장리츠 주가도 상당폭 조정받았고 상반기 공모 상장을 준비해온 다수의 리츠 상장도 다소 지연되고 있다.

한국 리츠 시장의 성장 잠재력과 장기 방향성을 가늠해보기 위해 미국 리츠 시장을 살펴보고자 한다. 리츠는 미국에서 1960년에 최초로 도입되었으며 2000년 이후 유럽 및 아시아 지역에 급속히 확산되었다. 미국 리츠 시장은 세계에서 가장 오랜 역사를 자랑하는 시장이자 가장 규모가 큰 시장으로서 다양한 섹터의 리츠가 상장되어 있다. 2020년 5월 현재 FTSE NAREIT All Equity REITs에 편입된 미국 상장 리츠는 162개, 시가총액은 9,108억 달러 규모다. 유럽 리츠 협회 EPRA(European Public Real Estate Association)에서 제공하는 글로벌 상장 리츠 인덱스에서 미국 리츠의 비중은 65%를 상회하며 미국 상업용 부동산의 약 7.5%를 EPRA 지수에 편입된 리츠가 소유하고 있다.

참고로 리츠가 성장하면서 2016년 8월, 기존 GICS(Global Industry Classification Standard) 내 금융섹터에 속해 있던 부동산 및 리츠가 별도 섹터로 분리되었으며, 리츠 관련 데이터와 인덱스 지표를 제공하는 기관 중 미국 리츠 협회 NAREIT(National Association of Real Estate Investment Trusts), 유럽 리츠 협회 EPRA(European Public Real Estate Association)가 대표적이다.

도표 49 리츠는 1960년 미국에서 최초 도입, 현재 세계 약 40개 국가에서 도입



자료: NAREIT, 유진투자증권

도표 50 주요국 리츠 현황(EPRA 편입)

	GDP	상업용 부동산	상장 부동산	지수편입 시가총액	지수편입 수	리츠 시가총액	지수편입 리츠 수	주식시장 시가총액	시가총액 대비 비중	전체 상업용 부동산 대비 비중
	(십억달러)	Commercial Real Estate (십억달러)	Total Listed Real Estate (십억달러)	Index Full Market Cap (십억달러)	No. of Index Cons. (개)	Index REITs Market Cap (십억달러)	Index REITs (개)	Stock Market Size (십억달러)	Index/Stock Market (%)	Index/Total CRE (%)
호주	1,420	613	59	33	11	33	11	919	3.5	5.3
프랑스	2,780	1,183	47	29	6	29	6	1,990	1.4	2.4
독일	3,951	1,669	91	69	11	3	2	1,685	4.1	4.1
홍콩	363	308	195	151	12	23	3	4,764	3.2	49.1
일본	4,972	2,192	200	168	47	105	40	5,175	3.3	7.7
싱가포르	364	307	95	59	16	40	13	355	16.6	19.2
스웨덴	556	242	52	34	14	-	-	635	5.3	13.9
영국	2,829	1,545	72	62	39	56	32	2,322	2.7	4.0
미국	20,580	8,844	992	666	123	664	122	27,473	2.4	7.5
한국	1,720	730	2	-	-	-	-	1,102	-	-
글로벌합계 (79개국)	81,790	31,128	2,848	1,815	472	1,053	308	68,441	2.7	5.8

자료: EPRA(2020.03.), 유진투자증권

도표 51 주요국 리츠 도입시기와 상장리츠 현황

구분	미국	캐나다	호주	일본	싱가포르	한국
도입 시기	1960	1993	1971	2000	2002	2001
상장 리츠	239	40	45	63	35	7
시가총액(억달러)	10,735	475	705	1,197	584	14
배당수익률(%)	5.4	6.6	6.2	4.6	5.9	4.4
시가총액/GDP(%)	5.2	2.8	5	2.4	16	0.1
GDP(억달러)	205,803	17,125	14,201	49,718	3,641	17,205

자료: EPRA(2020.03.), 유진투자증권

미국 리츠 주가와 부동산 가격의 높은 상관관계

리츠 주가를 살펴보면 부동산 시장의 향방을 가늠해볼 수 있다. 한국은 아직 상장 리츠가 적고 역사가 오래 되지 않아 부동산 시장과의 상관관계가 높지 않다. 하지만 미국의 경우에는 리츠 주가와 실물부동산 가격의 상관관계가 높다. 미국 리츠를 살펴보면, 미국 부동산 시장의 흐름을 가늠해볼 수 있다.

미국리츠협회(NAREIT) 연구결과에 따르면, 1998년부터 2017년까지 **20년간 미국 리츠 주가와 실물 부동산 가격의 상관계수는 0.91에 달한다.** <도표 53>에서와 같이 미국 리츠 주가는 부동산 가격에 일정 기간 시차를 두고 선행해왔다.

부동산은 주식보다 비교적 장기 전망에 따라 의사결정을 하며 거래에 시간이 수개월 이상 소요된다. 매일 거래되는 주식 시장이 부동산 보다 빠르고 민감하게 변동할 수밖에 없고 주가지수가 일정기간 상승, 또는 하락 시 부동산 시장도 시차를 두고 변화하는 흐름을 보여왔다. 2008년 금융위기는 주택시장이 문제의 근원이었기에 주택가격이 하락하면서 리츠 주가가 하락한 후 시차를 두고 상업용 부동산 가격이 하락했다.

금융위기 당시 미국 부동산 가격

금융위기 당시 미국 주택가격(Case-Shiller Home Price Index 기준)은 2006년 7월 이미 정점을 찍었다. 이후 미국 리츠 지수와 S&P500 지수는 각각 2007년 2월과 6월에 최고점을 기록한 후 하락하기 시작했다. 이 때, 미국 상업용부동산 오피스 지수(US RCA Commercial Property Price Index - Central Office)는 2007년 12월까지 상승한 후 하락 반전했다. 주택시장의 리스크가 주식시장으로 전이되고도 약 6개월간 오피스 가격은 상승세를 유지하다 시차를 두고 하락했다.

도표 52 미국 리츠와 주식, 채권, 부동산 Correlations(1998-2017)

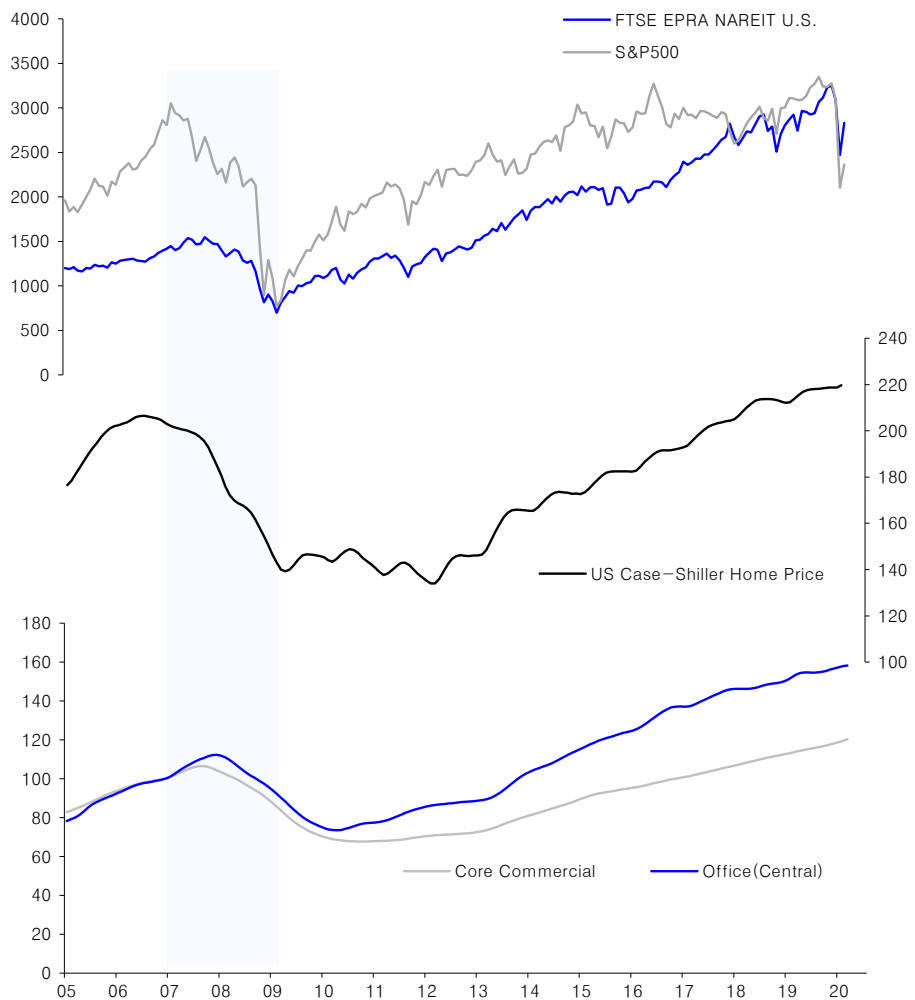
	REITs	Private Real Estate	U.S. Long Bonds	U.S. Large Cap	U.S. Small Cap	Non-U.S. Equity	Private Equity
REITs	1	0.91	-0.03	0.53	0.62	0.56	0.49
Private Real Estate		1	-0.06	0.47	0.57	0.54	0.53
U.S. Long Bonds			1	-0.41	-0.51	-0.5	-0.61
U.S. Large Cap				1	0.92	0.89	0.85
U.S. Small Cap					1	0.88	0.89
Non-U.S. Equity						1	0.89
Private Equity							1

자료: CEM Benchmarking, NAREIT, 유진투자증권

회복 시에도 주가지수가 먼저 상승했다. 리츠 지수와 S&P500 이 모두 2009 월 3 월 바닥을 찍고 반등하기 시작했는데 상업용 부동산 가격은 2010 년 상반기까지 하락세가 이어졌다. 주택가격은 2012 년 3 월에서야 저점을 기록한 후 서서히 반등했다.

주가지수가 좀더 빠르고 민감하게 변동했으며 시차를 두고 부동산 가격이 변화해 왔음을 확인할 수 있다. 최근 몇 개월 간 COVID-19 영향으로 인해 주가지수와 리츠 주가의 변동성이 매우 높아진 상황이다. 미국 리츠 투자를 고려하는 투자자뿐 아니라 미국 부동산 시장과 연계된 각종 산업, 나아가 미국 경기에 관심을 가진 투자자라면 미국 리츠 주가 흐름을 살펴볼 필요가 있다.

도표 53 미국 리츠 주가와 부동산 가격 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

COVID-19 이후 미국 리츠 섹터별 동향

미국 상장 리츠는 FTSE Nareit All Equity REITS Index 기준, 2020년 2월 21일까지 연초대비 7.2% 상승했다. 동기간 S&P500 지수는 3.3%, 다우지수는 1.6% 상승해 리츠가 시장수익률을 상회했다. **연초만 해도 미국뿐만 아니라 많은 선진국에서 저금리 시대 안정적인 투자처로 리츠가 주목받았다.**

2월 마지막주부터 COVID-19 바이러스가 세계 증시를 강타했고 리츠는 주가지수를 대폭 하회하며 급락했다. 올해 미국 증시 저점을 기록한 3월 23일까지 불과 한달만에 리츠는 41.2% 하락했다. 동기간 S&P500은 33.9%, 다우지수는 36.7% 하락했다. 상대적으로 안정적인 투자처로 여겨졌던 리츠가 주가지수보다 더욱 크게 하락했다. **2008년 금융위기 이후 최대 하락이다.**

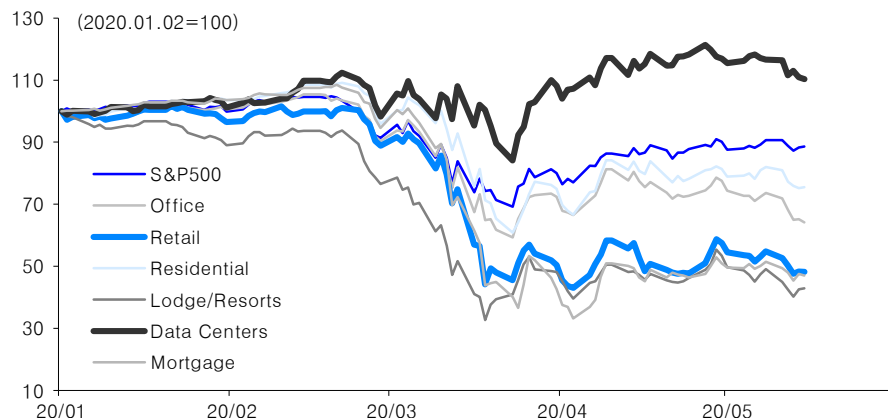
이후 약 2개월간 미국 증시는 하락폭의 약 2/3 까지 회복해 연초대비 수익률(5/15 일 기준)로 보면 S&P500은 -11.4%, 다우지수는 -17.0%를 기록하고 있다. 리츠 주가도 상당 부분 회복했는데 반등에도 불구하고 연초대비 수익률은 -25.6%로 미국 증시 회복대비 여전히 부진하다. COVID-19 바이러스로 미국 다수의 주에서 섰다운 명령이 내려졌고 오프라인 활동이 차단되자 미국 부동산 시장 전반에 우려가 가지지 않은 상황이다.

도표 54 FTSE Nareit All Equity REITS Index



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 55 FTSE Nareit 섹터별 상대지수



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주목할 만한 점은 이번 하락과 반등 구간에서 나타나고 있는 **섹터별 수익률 격차**다. <도표 56>에서와 같이 리츠 섹터에 따라 수익률 격차는 상당하다. COVID-19로 인한 섀다운으로 가장 우려되는 섹터는 호텔, 리조트, 리테일, 그리고 모기지 리츠로 모두 연초대비 50% 이상 하락했다. 반면, 데이터센터 리츠나 통신 인프라 등을 담은 인프라 리츠의 경우 낙폭도 크지 않았을 뿐 아니라 빠르게 상승해 연초대비 플러스(+) 수익률을 기록하고 있다. 섹터별 리츠 상황을 좀더 살펴보겠다.

도표 56 미국 주가지수와 섹터별 리츠 절대수익률 추이

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD
S&P500	3.0	13.6	3.5	-38.5	23.5	12.8	0.0	13.4	29.6	11.4	-0.7	9.5	19.4	-6.2	28.9	-11.4
다우지수	-0.6	16.3	6.4	-33.8	18.8	11.0	5.5	7.3	26.5	7.5	-2.2	13.4	25.1	-5.6	22.3	-17.0
NASDAQ	1.4	9.5	9.8	-40.5	43.9	16.9	-1.8	15.9	38.3	13.4	5.7	7.5	28.2	-3.9	35.2	0.5
NAREIT All Equity	6.7	29.5	-19.1	-41.1	21.3	23.1	4.3	15.6	-0.8	23.4	-1.0	4.8	4.5	-7.9	24.0	-25.6
Industrial				-69.2	4.6	13.8	-9.0	27.2	4.2	16.9	-1.1	25.8	19.5	-5.5	44.8	-11.2
Office				-45.5	28.9	14.6	-4.2	10.0	2.5	22.9	-2.6	9.1	2.2	-17.3	27.0	-35.9
Retail				-51.3	21.7	28.2	8.2	22.6	-2.5	22.8	1.0	-2.7	-9.0	-9.7	5.3	-51.8
Residential				-28.7	22.8	40.1	11.9	3.6	-8.6	34.4	13.1	1.9	3.0	0.0	27.4	-24.5
Diversified				-39.5	15.9	20.1	-4.7	8.4	1.9	25.7	-6.4	11.1	5.1	-12.4	18.8	-45.1
Lodging/Resorts				-65.3	62.1	37.8	-17.7	9.1	25.1	28.0	-27.6	17.6	1.8	-17.3	9.2	-57.1
Health Care				-16.6	15.3	12.7	7.9	14.2	-11.4	26.4	-12.3	1.0	-4.5	1.3	14.7	-40.4
Self Storage				1.4	4.4	25.2	31.0	16.2	5.9	27.2	36.2	-11.4	-0.4	-1.0	9.7	-20.2
Timber							3.8	32.6	4.5	4.8	-10.6	3.9	17.6	-34.5	35.2	-40.3
Infrastructure									3.3	17.9	0.6	6.6	31.8	4.1	38.9	4.0
Data Centers												22.8	25.2	-16.6	40.3	10.3
Specialty												12.7	6.6	-13.0	19.6	-39.6
Mortgage REITs	-30.9	8.4	-47.7	-40.5	8.3	7.0	-15.1	5.8	-12.5	6.3	-18.5	10.0	8.7	-12.3	9.6	-53.0
Home Financing	-33.9	-2.2	-39.9	-30.2	11.2	5.0	-14.4	1.9	-22.9	6.7	-20.1	11.8	11.3	-15.0	4.8	-53.8
Commercial Financing	-22.8	0.8	-45.7	-78.2	-46.2	33.9	-18.5	31.1	31.9	5.8	-13.2	4.8	0.9	-4.8	22.3	-51.6

자료: Refinitiv, 유진투자증권 추정
 주: 배당을 제외한 단순 Price Index 기준 수익률

도표 57 미국 주가지수와 섹터별 리츠 절대수익률 추이(S&P 500 지수 대비 수익률)

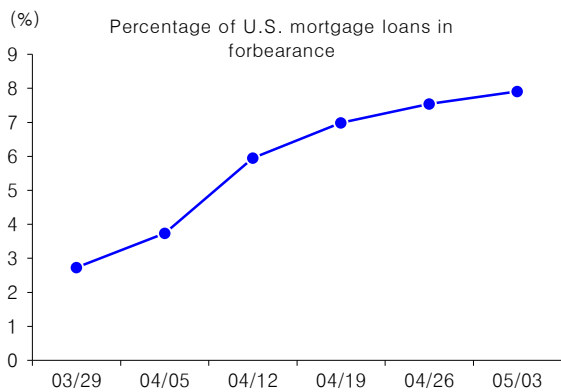
(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD
NAREIT All Equity	3.7	15.9	-22.6	-2.6	-2.2	10.3	4.3	2.2	-30.4	12.1	-0.3	-4.8	-14.9	-1.7	-4.9	-14.2
Industrial				-30.8	-18.8	1.1	-9.0	13.8	-25.4	5.5	-0.4	16.2	0.0	0.7	15.9	0.2
Office				-7.0	5.4	1.8	-4.2	-3.4	-27.1	11.6	-1.9	-0.4	-17.2	-11.1	-1.9	-24.5
Retail				-12.8	-1.8	15.4	8.2	9.2	-32.1	11.4	1.8	-12.2	-28.5	-3.5	-23.6	-40.4
Residential				9.7	-0.6	27.4	11.9	-9.8	-38.2	23.0	13.8	-7.6	-16.4	6.2	-1.5	-13.2
Diversified				-1.1	-7.5	7.3	-4.7	-5.0	-27.7	14.3	-5.7	1.6	-14.3	-6.1	-10.1	-33.7
Lodging/Resorts				-26.8	38.7	25.0	-17.7	-4.3	-4.5	16.6	-26.9	8.1	-17.6	-11.1	-19.7	-45.7
Health Care				21.9	-8.1	-0.1	7.9	0.7	-41.0	15.0	-11.6	-8.5	-24.0	7.5	-14.1	-29.0
Self Storage				39.9	-19.0	12.4	31.0	2.8	-23.7	15.8	36.9	-21.0	-19.9	5.3	-19.2	-8.8
Timber							3.8	19.2	-25.1	-6.6	-9.9	-5.6	-1.9	-28.3	6.3	-28.9
Infrastructure									-26.3	6.5	1.3	-2.9	12.4	10.3	10.1	15.3
Data Centers												13.3	5.7	-10.4	11.4	21.7
Specialty												3.1	-12.8	-6.7	-9.3	-28.2
Mortgage REITs	-33.9	-5.2	-51.2	-2.0	-15.2	-5.8	-15.1	-7.6	-42.1	-5.1	-17.7	0.5	-10.7	-6.1	-19.3	-41.6
Home Financing	-36.9	-15.8	-43.4	8.2	-12.3	-7.7	-14.4	-11.5	-52.5	-4.7	-19.4	2.2	-8.1	-8.7	-24.1	-42.4
Commercial Financing	-25.8	-12.9	-49.3	-39.8	-69.6	21.1	-18.5	17.7	2.3	-5.6	-12.5	-4.8	-18.5	1.4	-6.6	-40.2

자료: Refinitiv, 유진투자증권 추정
 주: 배당을 제외한 단순 Price Index 기준 수익률

Mortgage 리츠 가장 하락폭이 큰 섹터는 Mortgage 리츠다. 상업용 모기지 리츠(Commercial Finance)와 주거용 모기지 리츠(Home Finance)로 구분한다. 모기지 리츠는 최대 60% 이상 하락했다가 현재 연초대비 -53.0%의 수익률을 기록하고 있다. 2020년 5월 15일 FTSE NAREIT 지수에 편입된 상업용 모기지 리츠는 14개, 시가총액 122억 달러, 주거용 모기지 리츠는 23개, 시가총액 260억 달러 규모다. 최근 리츠 주가지수 배당수익률이 급등한 것은 가격 급락으로 인한 것으로 목표했던 배당을 지급하지 못할 경우 실제 수익률은 하락할 것임을 감안해서 봐야 한다.

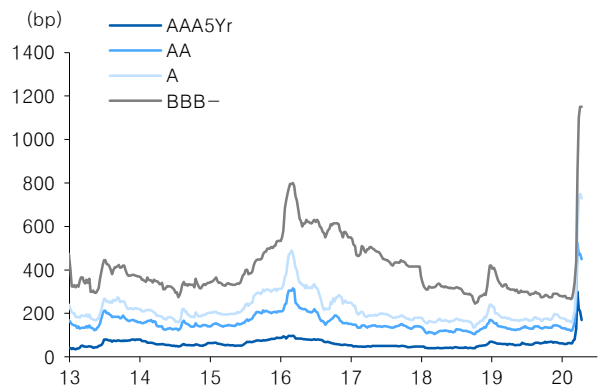
상업용 부동산 임대료 연체율이 상승하고 미국 실업률이 급등하면서 상업용과 주거용 모두 모기지 연체율이 상승하고 있다. COVID-19 사태가 2분기 내 종료될 경우에는 모기지 리츠 주가도 회복할 가능성이 있으나 장기화시에는 주거용 리츠, 부동산 관련 기업 주식 그리고 금융시장 전반에까지 영향을 미칠 수 있는 리스크 요인이 될 수 있다. 당분간 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다.

도표 58 미국 모기지 론 Forbearance 비중



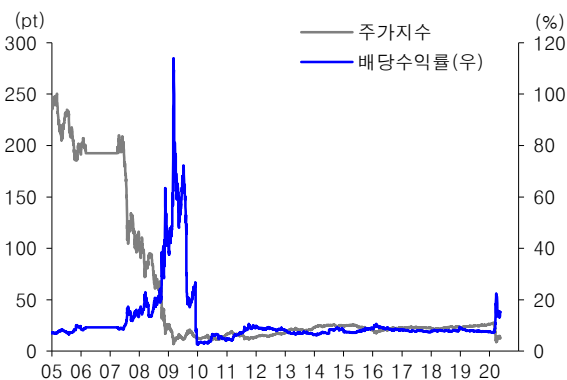
자료: Mortgage Bankers Association, 유진투자증권

도표 59 CMBS 등급별 Spread



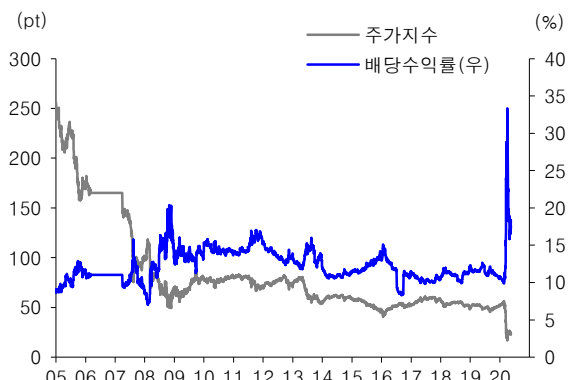
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 60 상업용 모기지 리츠 지수와 배당수익률



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 61 주거용 모기지 리츠 지수와 배당수익률



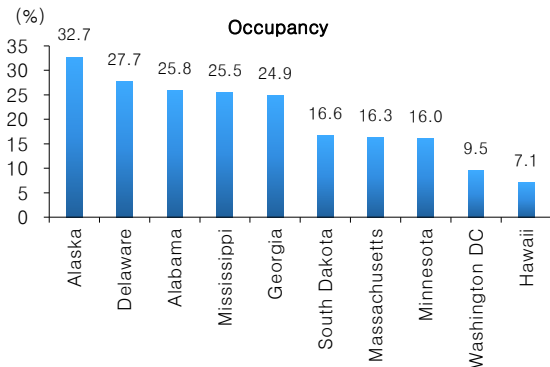
자료: Refinitiv, 유진투자증권

Lodging/Resorts 리츠 Mortgage 리츠를 제외하고 Equity 리츠 중 가장 크게 하락한 섹터는 'Lodging/Resorts' 섹터다. 최대 -67.2%까지 하락했다가 다소 반등했음에도 여전히 연초대비 수익률 -57.1%를 기록하고 있다. 2020년 5월 15일 FTSE NAREIT 지수에 편입된 Lodging/Resorts 상장 리츠는 15개, 시가총액은 190억 달러 규모다.

바이러스가 확산되면서 호텔에서 주로 개최되는 대규모 행사가 대부분 취소 또는 연기됐다. 입출국제한, 이동제한으로 휴양지 리조트를 방문하는 수요도 대폭 감소했다. 당분간 국제적인 행사는 물론이고 여행도 쉽지 않을 것이다. 해당 자산의 수익 감소는 불가피하다.

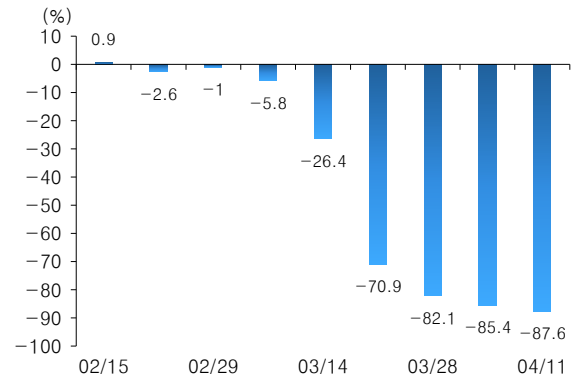
최근 언론보도에 따르면 COVID-19 확진자 증가로 병실이 부족한 미국 델러스에서 호텔을 병원으로 리모델링하는 것을 계획하고 있다. 당분간 호텔 리츠 주가는 본격 회복하기 어려운 상황이나 지리적인 위치가 좋고 관할 지자체의 지원이 있는 곳에서는 **호텔을 의료시설 또는 주거용으로 개조하려는 시도가 늘어날 것**으로 예상된다.

도표 62 4월 북미 호텔 객실 점유율



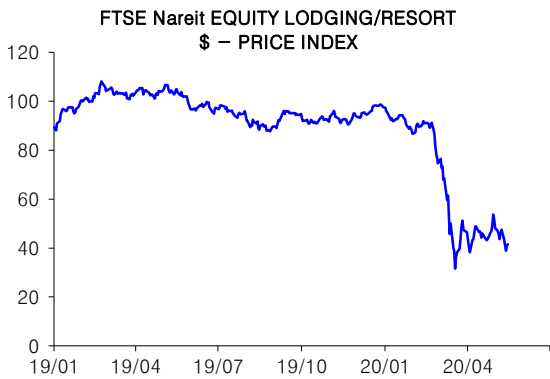
자료: STR, 유진투자증권

도표 63 북미 호텔 객실당 매출액 변동률(RevPAR %)



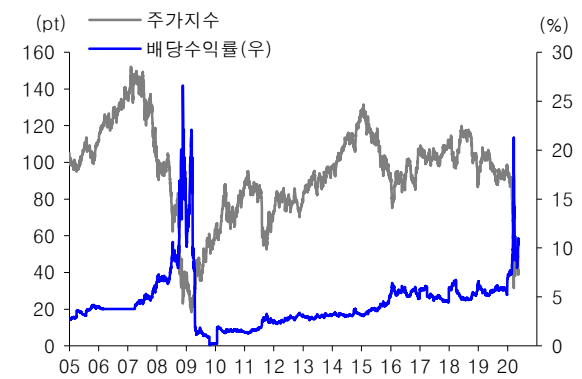
자료: STR, 유진투자증권
주: RevPAR(Revenue per Available Room)

도표 64 Lodging/Resort 리츠 지수



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 65 Lodging/Resort 리츠 지수와 배당수익률



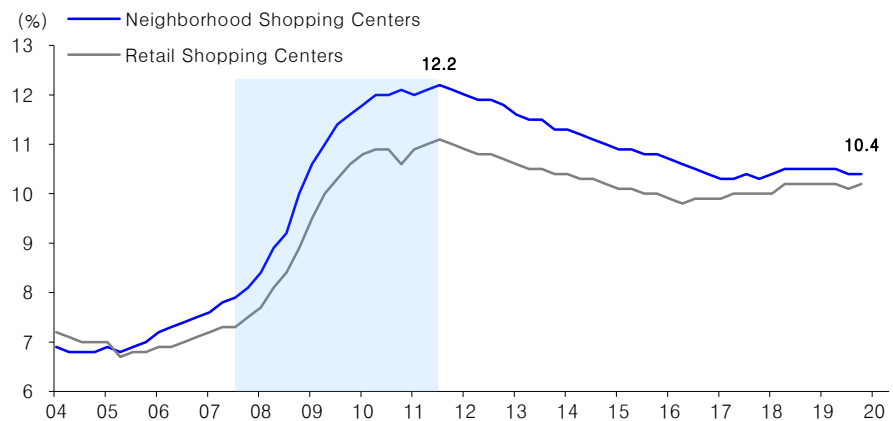
자료: Refinitiv, 유진투자증권

리테일 리츠 호텔/리조트 다음으로 저조한 섹터는 리테일 섹터다. 최대 -55.7%까지 하락했다가 다소 반등했음에도 여전히 연초대비 수익률 -51.7%를 기록하고 있다. 2008년 금융위기 당시에 버금가는 수준이다. 2020년 5월 15일 FTSE NAREIT 지수에 편입된 리테일 상장 리츠는 32개, 시가총액은 799억 달러 규모다.

COVID-19 확산으로 각국 주요도시에서 이동제한을 강화했다. 리테일 리츠가 보유한 쇼핑몰 다수가 폐쇄됐다. 공식적으로 이동제한을 권고하지 않는다 해도 사람들은 오프라인 활동을 줄이고 있다. 섯다운을 해제하는 도시가 늘어나면 리테일 섹터도 다소 회복될 가능성이 있다. 하지만 과거만큼 회복하기는 어려울 것이라는 전망이 우세하다.

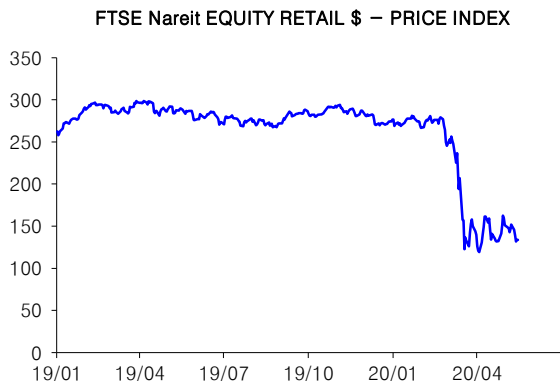
이미 수년간 온라인 구매가 오프라인 시장을 빼앗아 가고 있는 중에 이번 바이러스 확산은 온라인으로의 구매 형태 변화를 가속화하고 있다. 최근 수년간 미국 경제 호황에도 불구하고 리테일 부동산 공실률은 이번 COVID-19 확산 이전에도 10%대의 높은 수준에 머물러 있었다. 이번 바이러스 사태로 인해 리테일 부동산 중 식료품 매장과 약국 등 일부 업종을 제외하면 오프라인 매장은 당분간 상당한 침체를 겪을 것으로 예상된다. 임대료 지불을 유예 또는 삭감 요청이 증가하고 있으며 이와 함께 리츠 투자자에게 지급할 배당금을 삭감하는 배당 컷(Dividend Cut)을 발표하는 리츠도 점차 늘어나고 있다.

도표 66 미국 리테일 부동산 공실률



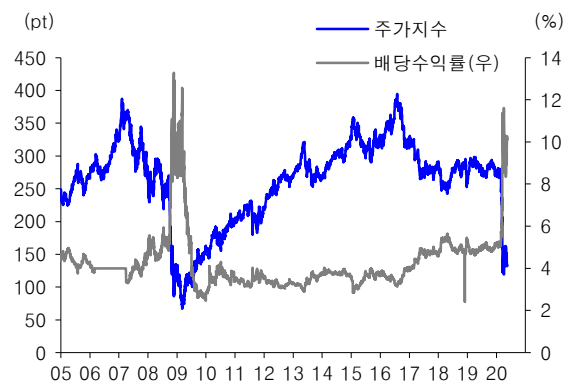
자료: REIS, 유진투자증권

도표 67 리테일 리츠 지수 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 68 리테일 리츠 지수와 배당수익률



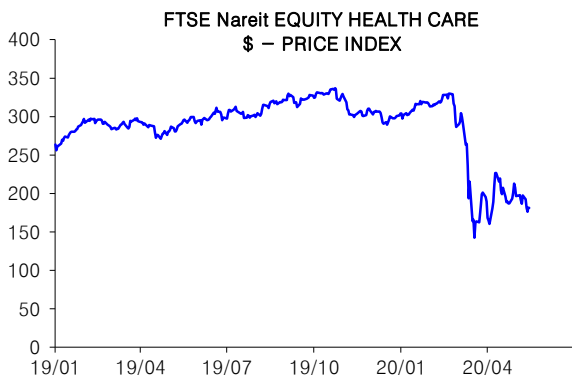
자료: Refinitiv, 유진투자증권

헬스케어 리츠 주로 고령층을 케어하는 Health Care 의 경우 방역비, 관리비 등 비용은 증가하고 수익은 감소할 상황에 처해 있다. COVID-19 이후에도 병원 등 헬스케어 관련 부동산은 개인 간 거리를 두는 방식으로 투자가 필요할 전망이다. 2020년 5월 15일 FTSE NAREIT 지수에 편입된 헬스케어 상장 리츠는 17개, 시가총액은 740억 달러 규모다. 현재 배당수익률은 7.9%까지 상승했으나 비용 증가 및 수익 감소 가능성이 높아 주의가 필요하다.

오피스 리츠 재택근무가 일상화되면 오피스 수요가 감소할 것이라는 전망도 나오고 있다. 최근 몇 년간 세계 대도시 오피스 공실률을 낮춰주었던 공유 오피스 산업의 경우 이번 바이러스로 가장 충격을 받고 있는 업종 중 하나로 지목된다. 최근 위워크(WeWork)는 세계 각지에서 건물주에게 임대료 3개월 면제를 공식 요청한 바 있다. 통상 오피스 시장은 경기에 다소 후행한다. 대도시심 코어 오피스는 대부분 장기 임대차 계약이 체결되어 있기 때문이다. COVID-19가 빠르게 진정되지 않으면 오피스 공실률 상승, 임대료 하락이 예상된다.

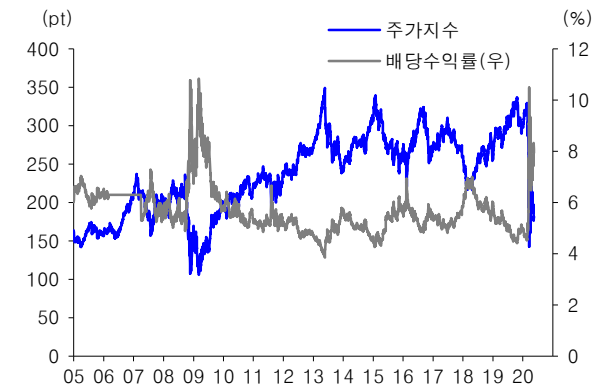
오피스 리츠 지수는 최대 -41.9% 하락 후 다소 회복하는 듯했으나 미국 주요도시에서 COVID-19 확진자가 증가하면서 다시 하락해 연초대비 -37.2%를 기록하고 있다. 2020년 5월 15일 FTSE NAREIT 지수에 편입된 오피스 상장 리츠는 18개, 시가총액은 640억 달러 규모다.

도표 69 헬스케어 리츠 지수 추이



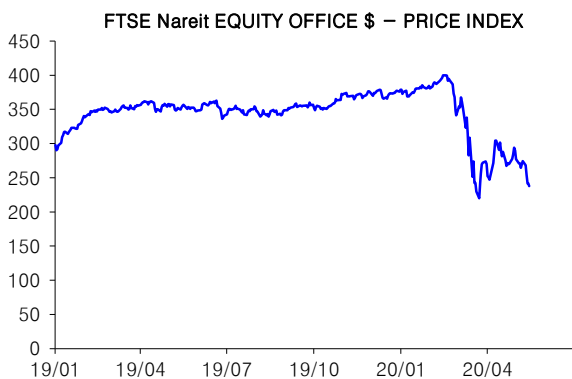
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 70 헬스케어 리츠 지수와 배당수익률



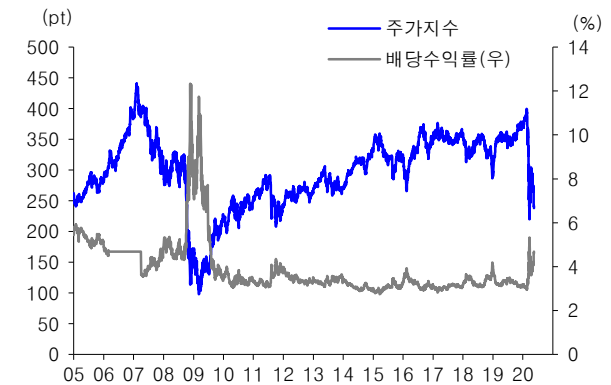
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 71 오피스 리츠 지수 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 72 오피스 리츠 지수와 배당수익률



자료: Refinitiv, 유진투자증권

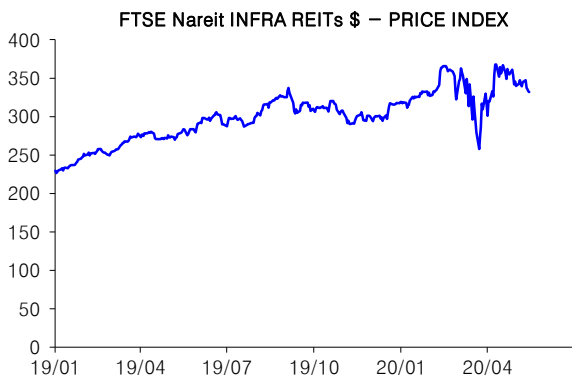
S&P 500 을 상회한 리츠 섹터: 인프라와 데이터 센터

리츠가 전반적으로 하락한 가운데 연초대비 주가가 상승한 리츠도 있다. 인프라와 데이터 센터 리츠다. 인프라 리츠의 기초 자산 중에는 데이터를 전송하는 통신 타워가 포함돼 있으며 채택근무와 온라인 활동 증가로 데이터 센터 리츠도 상대적으로 높은 수익률을 시현하고 있다.

인프라 리츠 주가는 최저점을 기록한 지난 3 월 24 일에도 연초대비 -13.5%를 기록해 시장대비 아웃퍼폼했으며 5 월 15 일 현재 연초대비 4% 수익률을 기록하고 있다. 데이터센터 리츠 역시 최대하락폭이 -15.9%에 그쳤으며 이후 빠르게 반등해 현재 연초대비 10.3% 수익률을 기록하고 있다.

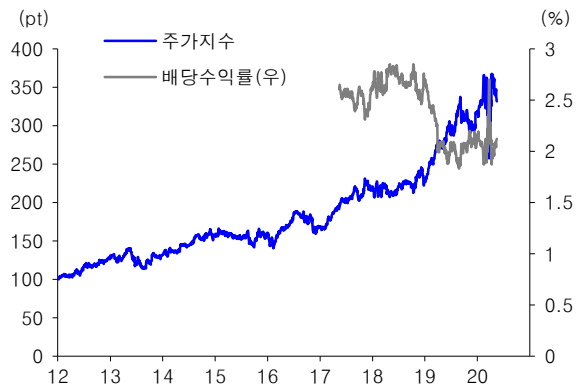
COVID-19 확산이 언제까지 지속될 지 가늠하기 어렵지만 장기적인 관점에서 이들 섹터는 성장 가능성이 높다. 두 섹터 모두 단기 회복 강도가 높았고 배당수익률이 각각 2.12%, 2.43%에 불과하다는 점은 부담이다. 하지만 두 섹터 모두 언택트(untact) 시대 장기 성장성이 담보된 섹터다. 바이러스로 인해 오프라인 활동이 단절된 기간이 길어질수록 섹터별 상대수익률 격차는 확대될 수 있다. 주가 상승에도 불구하고 지속적으로 관심을 가져야할 섹터다. 5 월 15 일 FTSE NAREIT 지수에 편입된 인프라 리츠는 5 개, 시가총액은 1,962 억 달러이며 데이터센터 리츠는 5 개, 시가총액은 1,076 억 달러 규모다.

도표 73 인프라 리츠 지수 추이



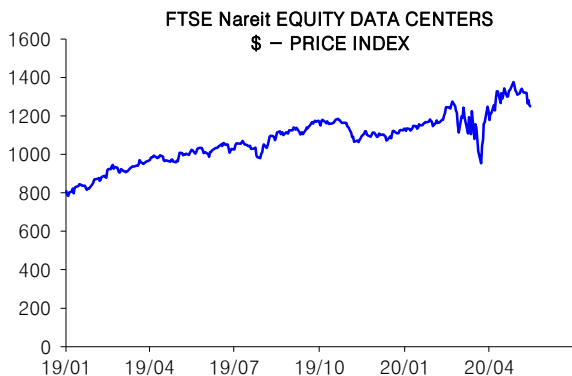
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 74 인프라 리츠 지수와 배당수익률



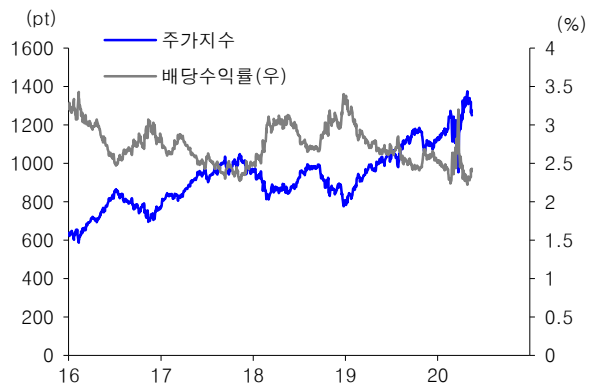
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 75 데이터센터 리츠 지수 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 76 데이터센터 리츠 지수와 배당수익률



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 리츠 주가의 변수: COVID-19 와 초저금리

이번 바이러스 충격으로 주요선진국 리츠가 일제히 급락했다. 기초자산의 가치나 배당수익률을 감안할 때 다수의 리츠가 저평가 구간에 진입해 있다. 물론 단기적으로는 바이러스 종식 시점을 예단할 수 없다. 호텔/리조트, 리테일 리츠 등 배당 삭감이 발표되고 있어 불확실성이 높은 상황이다.

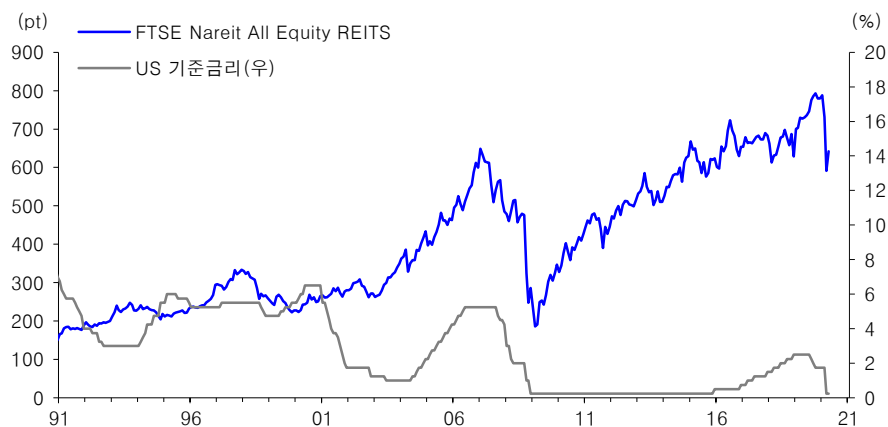
바이러스로 인한 이동제한, 도시 봉쇄는 호텔/리조트, 리테일뿐 아니라 상업용 부동산 전반에 악영향을 미치고 있다. 이번 사태로 미국의 실업률이 급증하고 파산을 신청하는 기업도 증가하고 있다. 실업과 기업도산이 발생하는 정도에 따라서는 바이러스가 주거용 부동산 시장에도 영향을 미칠 수 있다. 미국 리츠 섹터별 주가 추이는 이러한 우려를 반영하고 있다.

통신 타워 등 인프라 리츠와 데이터센터 리츠는 바이러스 충격으로 인한 낙폭을 회복했을 뿐 아니라 연초와 비교해도 플러스 수익률을 기록하며 상승 중이다. COVID-19 영향으로 오프라인 활동에 제약이 생기자 온라인 활동 비중이 높아졌다. 이미 진행형인 IT 혁명은 이번 바이러스 사태를 계기로 좀더 빠르게 우리 사회 전반을 변화시키고 있다. 팬더믹 상태가 장기화될 경우, 리츠 섹터간 주가 차별화는 더욱 심화될 전망이다.

반면 바이러스가 빠르게 종식될 경우에는 그간 부진했던 섹터의 반동이 예상된다. 각국이 기준금리를 대폭 하락한 상황에서 리츠는 다른 자산군 대비 상대매력도가 더욱 높아질 것이다. 상반기 중 바이러스가 종식된다면 그동안 크게 하락한 리테일 리츠의 반동 가능성도 높아 보인다. 온라인 구매가 증가하는 것은 시대적 흐름이지만 그렇다고 해서 리테일 부동산의 가치가 도시 봉쇄 수준으로 하락할 것이라고 보기도 어렵다.

COVID-19 사태가 점차 안정화될수록 초저금리 시대에 리츠의 배당수익률이 다시 주목받을 것으로 예상된다. 통상 시중에 유동성이 풀리면 자산 가격이 상승하며 이 시기에는 현금을 보유하기보다 주식이나 부동산에 투자하는 편이 낫다. 2008 년과 비교해 볼 때, 미국 기준금리가 이미 최저치로 낮아져 있어 추가 인하 여력이 낮아 보인다는 점은 다소 부담요인이나 당분간 금리 인상도 쉽지 않을 전망이다. 역사적으로 미국의 금리인하, 저금리 상태는 리츠 주가에 긍정적이었다.

도표 77 미국 REITs Index 와 기준금리



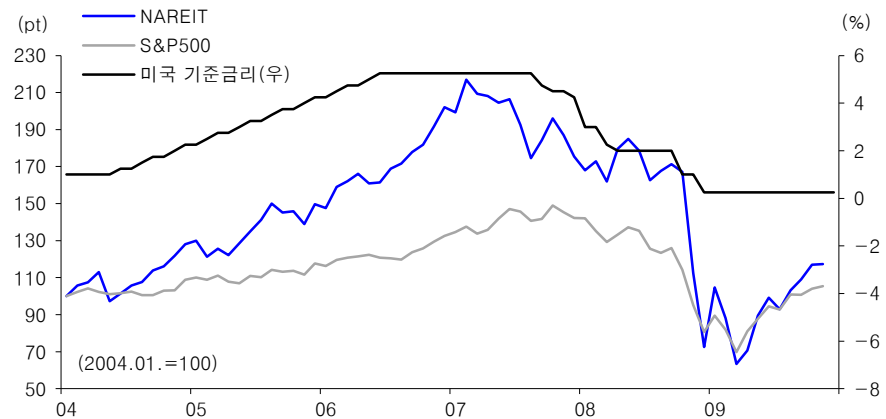
자료: Refinitiv, 유진투자증권

COVID-19 종식 시, 금리 상승 가능성 존재하나 리츠 주가에 우려할 요인은 아님

COVID-19 사태가 종식될 경우, 급격하게 낮춘 사상 최저 수준의 금리는 점차 제자리로 되돌려질 가능성이 있다. 금리 인상 시, 단기적으로 리츠 주가는 민감하게 반응할 수 있다. 하지만 **COVID-19 종식 후 금리 인상을 한다고 해도 우려할 상황은 아니다**고 판단한다. 일반적으로 금리 상승이 리츠에 부담 요인이기는 하나 지금은 금리 수준 자체가 매우 낮다. 기준금리를 몇 번 인상해도 우리는 여전히 저금리 시대에 살고 있을 가능성이 높다.

경기가 회복기를 넘어 호황기에 접어들면 주식시장도 활황을 보이며 리츠의 기초자산인 부동산 가격도 상승한다. <도표 78>은 2004년 미국 기준금리 인상에 S&P500 지수와 FTSE NAREIT All Equity 지수의 성과를 보여준다. 금리 인상 초기에는 리츠가 다소 조정 받았으나 이후 경기 호황이 이어지며 금리 인상에도 불구하고 주식시장이 지속 상승했다. 게다가 리츠의 수익률은 S&P500을 대폭 상회했다. **경기 호황기에 행해지는 금리 인상은 리츠 주가에 우려할 만한 요인이 아니다.**

도표 78 미국 REITs Index 와 기준금리



자료: Refinitiv, 유진투자증권

COVID-19 장기화 시 상업용 부동산 리스크 확대

한국은 다행스럽게도 바이러스 확산이 다소 진정되고 있는 반면 미국은 여전히 진행 상태에 있다. 이번 사태가 장기화될 경우, 부동산 거래가 대폭 감소할 수밖에 없다. 유동인구가 사라져버린 현재 상황이 길어진다면 결국 부동산 가격에 영향을 미칠 수 있다. 단기 신용 위험이 커지고 유동성을 확보하려는 흐름이 지속될수록 현금화에 시간이 필요한 부동산은 하방 압력을 받게 될 것이다.

미국 정부의 강력한 재정 정책으로 인해 아직까지는 괜찮은 상황이라고 보지만 장기화시에는 상업용 부동산 시장 전반에 리스크가 커질 수 있다. 당분간 COVID-19 관련 뉴스 흐름에 따라 리테일 리츠나 모기지 리츠 주가가 출렁일 수 있는 상황이다.

IV. 리츠 투자전략

장기적으로 리츠는 시장수익률을 상회, 장기 분산 투자에 적합

리츠가 경기 충격에 단기적으로 민감한 이유

부동산을 기초자산으로 하는 리츠 투자는 통상 일반기업 주식투자보다 안정적일 것이라는 관념이 존재한다. 이는 절반은 맞고 절반은 틀린 말이다. 부동산, 특히 토지는 유형자산으로서 사라지지 않는다. 일반적인 회사의 자산보다 리츠가 보유한 자산인 부동산이 좀더 안정적이라고 볼 수 있다. 하지만 리츠라고 해서 일반기업 주식보다 안정적이라고 단정할 수는 없다. 실제로 리츠 주가는 시장 하락기에 시장수익률을 크게 하회한 바 있다. 올해 COVID-19가 주식시장을 강타할 때에도 리츠 주가는 시장을 언더퍼폼했다.

리츠 주가의 변동성이 높은 이유

안전자산으로 여겨지는 부동산을 기초자산으로 한 리츠 주가의 변동성이 높은 이유를 짚어보고자 한다.

리츠에 투자한다는 것은 회사 형태인 리츠의 주주가 된다는 뜻이다. <도표 79>에서와 같이 리츠는 레버리지(부채)를 활용해 부동산을 매입한다. 어떠한 연유로든 리츠가 매입한 부동산 가격이 대폭 하락할 경우에는 주주가치가 훼손될 수 있다. 상가 등 수익형 부동산을 직접 매입한 사례와 비교해 생각해보면 이해가 쉽다. 대출을 받아 상가를 매입했는데 상가 가격이 급격히 하락하면 투자한 자본에 손실이 발생한다.

최근 COVID-19 사태처럼 경기가 급격히 악화될 경우에는 리츠가 보유한 부동산의 임대료가 연체될 수 있고 공실률이 상승해 임대수익이 하락할 수 있다. 부채비율이 높은 리츠의 경우, 저금리 환경에서는 문제가 되지 않으나 경제 상황에 따라 조달 금리가 급격히 상승할 시에는 리츠의 유동성이 문제될 수 있다. 주주에게 약속한 배당을 지급하지 못할 가능성은 물론이며 차입금 만기 도래 시 리파이낸싱에 어려움을 겪거나 고금리로 조달해야하는 부담이 발생할 수 있다.

레버리지 효과로 리츠는 좋을 때 더 좋아질 수 있지만 나쁠 때 더 나빠질 수 있다. <도표 80-81>에서와 같이 리츠의 연도별 성과는 매년 안정적이었던 것이 아니다. 시장 상황에 따라 변동이 컸다. 섹터별 특성에 따라 성과에도 차이가 크다는 점도 확인할 수 있다.

도표 79 리츠의 재무상태 예시: 레버리지 효과

Assets	Liabilities
Real Estate Assets	Long Term Debt
Other Assets	Other Liabilities
	Shareholders' Equity

자료: 유진투자증권

도표 80 미국 주가지수와 섹터별 리츠 Price Index 연도별 수익률 추이

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD
S&P500	3.0	13.6	3.5	-38.5	23.5	12.8	0.0	13.4	29.6	11.4	-0.7	9.5	19.4	-6.2	28.9	-11.4
다우지수	-0.6	16.3	6.4	-33.8	18.8	11.0	5.5	7.3	26.5	7.5	-2.2	13.4	25.1	-5.6	22.3	-17.0
NASDAQ	1.4	9.5	9.8	-40.5	43.9	16.9	-1.8	15.9	38.3	13.4	5.7	7.5	28.2	-3.9	35.2	0.5
NAREIT All Equity	6.7	29.5	-19.1	-41.1	21.3	23.1	4.3	15.6	-0.8	23.4	-1.0	4.8	4.5	-7.9	24.0	-25.6
Industrial				-69.2	4.6	13.8	-9.0	27.2	4.2	16.9	-1.1	25.8	19.5	-5.5	44.8	-11.2
Office				-45.5	28.9	14.6	-4.2	10.0	2.5	22.9	-2.6	9.1	2.2	-17.3	27.0	-35.9
Retail				-51.3	21.7	28.2	8.2	22.6	-2.5	22.8	1.0	-2.7	-9.0	-9.7	5.3	-51.8
Residential				-28.7	22.8	40.1	11.9	3.6	-8.6	34.4	13.1	1.9	3.0	0.0	27.4	-24.5
Diversified				-39.5	15.9	20.1	-4.7	8.4	1.9	25.7	-6.4	11.1	5.1	-12.4	18.8	-45.1
Lodging/Resorts				-65.3	62.1	37.8	-17.7	9.1	25.1	28.0	-27.6	17.6	1.8	-17.3	9.2	-57.1
Health Care				-16.6	15.3	12.7	7.9	14.2	-11.4	26.4	-12.3	1.0	-4.5	1.3	14.7	-40.4
Self Storage				1.4	4.4	25.2	31.0	16.2	5.9	27.2	36.2	-11.4	-4.0	-1.0	9.7	-20.2
Timber							3.8	32.6	4.5	4.8	-10.6	3.9	17.6	-34.5	35.2	-40.3
Infrastructure									3.3	17.9	0.6	6.6	31.8	4.1	38.9	4.0
Data Centers												22.8	25.2	-16.6	40.3	10.3
Specialty												12.7	6.6	-13.0	19.6	-39.6
Mortgage REITs	-30.9	8.4	-47.7	-40.5	8.3	7.0	-15.1	5.8	-12.5	6.3	-18.5	10.0	8.7	-12.3	9.6	-53.0
Home Financing	-33.9	-2.2	-39.9	-30.2	11.2	5.0	-14.4	1.9	-22.9	6.7	-20.1	11.8	11.3	-15.0	4.8	-53.8
Commercial Financing	-22.8	0.8	-45.7	-78.2	-46.2	33.9	-18.5	31.1	31.9	5.8	-13.2	4.8	0.9	-4.8	22.3	-51.6

자료: Refinitiv, 유진투자증권 추정
주: 배당을 제외한 단순 Price Index 기준 수익률

도표 81 미국 주가지수와 섹터별 리츠 Total Return Index 연도별 수익률 추이

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD
S&P500	4.9	15.8	5.5	-37.0	26.5	15.1	2.1	16.0	32.4	13.7	1.4	12.0	21.8	-4.4	31.5	-10.7
다우지수	1.7	19.0	8.9	-31.9	22.7	14.1	8.4	10.2	29.7	10.0	0.2	16.5	28.1	-3.5	25.3	-16.3
NASDAQ	2.2	10.3	10.5	-40.0	45.3	18.0	-0.8	17.5	40.1	14.7	7.0	8.9	29.6	-2.8	36.7	0.8
NAREIT All Equity	12.2	35.1	-15.7	-37.7	28.0	27.9	8.3	19.7	2.9	28.0	2.8	8.6	8.7	-4.0	28.7	-24.6
Industrial				-67.3	11.9	19.1	-5.5	31.5	7.5	20.9	2.7	30.1	23.3	-2.5	48.9	-10.3
Office				-42.6	36.4	18.5	-0.7	13.9	6.0	26.7	0.2	12.3	5.1	-14.6	30.8	-35.1
Retail				-48.4	27.3	33.2	12.1	26.7	0.9	27.5	4.7	0.9	-4.8	-7.2	10.6	-50.7
Residential				-24.6	30.7	45.2	15.4	6.9	-5.3	39.1	16.6	3.9	6.2	3.3	31.0	-23.7
Diversified				-36.7	20.0	24.3	-1.1	12.6	6.4	31.2	-2.5	15.8	9.6	-7.9	24.7	-43.9
Lodging/Resorts				-62.7	64.6	39.9	-15.8	12.3	29.1	32.3	-24.5	24.6	7.4	-12.6	16.0	-56.3
Health Care				-11.6	24.0	19.2	13.9	20.0	-7.1	33.1	-7.6	6.1	0.7	7.7	20.6	-39.1
Self Storage				5.0	8.4	29.3	35.2	19.9	9.5	31.4	40.6	-8.5	3.6	2.9	13.7	-19.3
Timber							7.7	37.0	7.9	8.6	-7.0	8.3	21.9	-32.0	42.0	-39.6
Infrastructure									4.8	20.1	3.7	10.0	35.4	7.0	42.0	4.5
Data Centers												26.4	28.4	-14.1	44.2	11.0
Specialty												20.0	13.2	-6.7	27.4	-37.9
Mortgage REITs	-23.2	19.3	-42.3	-31.3	24.6	22.6	-2.4	19.9	-2.0	17.9	-8.9	22.9	19.8	-2.5	21.3	-51.7
Home Financing	-26.0	-1.7	-27.9	-20.0	28.2	21.0	-0.9	16.4	-12.7	19.4	-9.8	25.9	23.3	-4.7	17.2	-52.4
Commercial Financing	-16.1	1.2	-34.1	-74.8	-41.0	42.0	-11.3	43.0	41.8	14.5	-6.0	14.3	9.1	3.5	32.1	-50.1

자료: Refinitiv, 유진투자증권 추정
주: 배당을 포함한 Total Return Index 기준 수익률

단기 불확실성 존재, 초저금리 시대 자산배분 관점에서 접근 추천

리츠는 단기수익을 추구하기보다 장기투자에 적합하다. S&P500 지수와 리츠 지수(FTSE NAREIT All Equity Index)의 장기수익률을 비교해보자. <도표 82>에서와 같이 배당을 제외한 가격지수(Price Index) 기준으로 리츠는 S&P500 을 크게 상회했다. 2019 년말까지 최근 20 년간 S&P500 은 연평균 4.0%, 리츠는 6.4%의 수익률을 기록했다.

20년간 리츠 연평균 수익률 11.6%

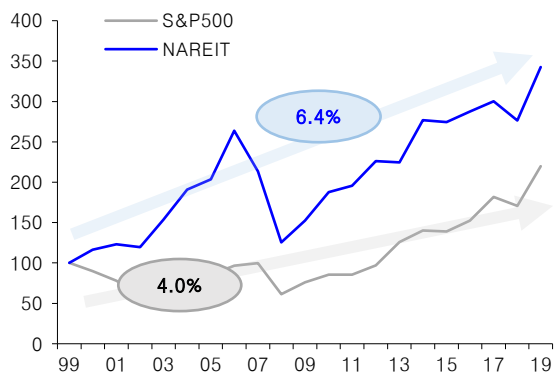
배당을 포함하면 성과 차이는 더욱 두드러진다. <도표 83>에서와 같이 S&P500 은 동일 기간 동안 연평균 6.1%, 리츠는 11.6%의 수익률을 기록했다. 배당을 합산한 장기수익률을 비교할 때 리츠의 성과가 돋보인다. 앞서 기술한 바와 같이 리츠 주가도 단기에는 등락폭이 클 수 있는 만큼 적립식 장기 투자가 적합하다고 판단한다.

최근 COVID-19 확산이 다소 진정되고는 있으나 이로 인한 경제적 악영향은 2분기 이후 본격적으로 나타날 수 있다는 우려가 존재한다. 바이러스 확산 정도와 미국 실업률 등 경제 상황을 지켜봐야 하겠지만 경제 활동이 재개될 때, 주가지수에 후행해 부동산 가격이 움직일 가능성도 존재한다. 특히 산업의 구조적 전환기를 맞이하고 있는 리테일 부동산의 경우 가격 하락 리스크가 높아지고 있다.

리츠의 장점 중 하나는 국경을 넘어 지역별, 상품별로도 소액 분산투자가 가능하다는 점이다. 아직 국내에는 상장 리츠가 다양하지 못한 만큼 미국 우량 리츠에 관심을 가져볼 만하다. 리츠를 활용하면 소액으로도 부동산 포트폴리오 구축이 가능하다.

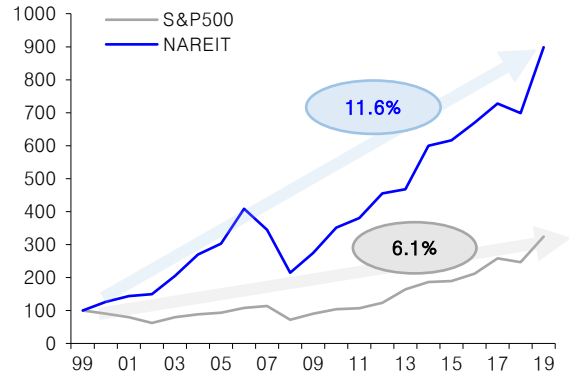
0%대 초저금리 시대 인플레이션을 헛지하는 수단으로서 리츠 분산투자를 추천한다. 리츠는 단기 고수익을 추구하는 상품이 아니라 예금 또는 채권이나 고배당주식 사이의 대체투자 자산임을 명심하자.

도표 82 S&P500, 리츠 Price Index 와 연평균 수익률



자료: Refinitiv, 유진투자증권
주: 배당을 제외한 가격지수(Price Index), 1999.12.31=100, CAGR('99~'19년, 20년간)

도표 83 S&P500, 리츠 Total Return Index 와 연평균 수익률



자료: Refinitiv, 유진투자증권
주: 배당을 포함한 Total Return Index, 1999.12.31=100, CAGR('99~'19년, 20년간)

리츠가 안정적인 상품이라고 해서 **위기 시 안전자산이라고 오인해서는 안된다**. 2008년 금융위기 당시 리츠 주가는 급락한 바 있다. 경기 침체 시 공실률이 높아질 수 있고 임대료도 낮아질 수 있다. 임대수익률은 하락하고 매각에는 오랜 시간이 걸리거나 매각이 안될 수 있다. 저금리, 유동성이 풍부한 환경에서 리츠는 좋은 투자자산이지만 유동성이 축소되며 부동산의 현금화가 어려운 환경으로 변화하면 리츠의 매력은 리스크로 바뀐다.

리츠는 간접투자지만 결국 부동산에 투자하는 것이다. 주택이나 상가에 투자할 때, 개별 물건을 꼼꼼히 살펴 봐야 하듯 리츠 투자를 할 때에는 리츠가 투자하는 부동산을 면밀히 살펴야 한다. 해당 부동산의 가격이 추후 상승할 여력이 있을지, 임대료 수익은 안정적으로 벌어들일 수 있을지, 공실 위험은 없는지 체크해야 한다.

리츠 투자 시 장점은 정보의 투명성이다. 공모리츠의 경우 이러한 내용들을 모두 증권신고서에 담고 있다. 주택이나 상가를 개인이 구매할 때에는 일일이 발품을 팔아 여기저기 물어보며 확인해야 할 내용들이 비교적 상세하고 정확하게 기재되어 있다.

공모 리츠라고 해서 모두 상장되는 것은 아니다. 비상장 공모리츠 시장도 커지고 있는데 49인 이상 200인 이하 투자자 모집으로 사모가 아닌 공모로 분류되나 상장 요건에는 부합하지 않는 경우다. 비상장 공모리츠에 투자할 경우, 비상장 주식에 투자하는 것과 마찬가지로 환금성이 떨어지게 된다.

도표 84 리츠 투자시 점검해야 할 리스크 요인

- 투자원금 손실위험: 주식가격 하락 또는 청산 시 기초자산(부동산 등) 가격의 현저한 하락
- 부동산은 급격한 경기변동 시 매각이 어려울 수 있어 유동성 위험 존재
- 금리 변동 위험: 리츠의 차입 금리 상승은 수익 악화, 배당가능 이익 축소 위험
- 신용위험: 대출만기시점 또는 임대차 계약 만료 시 대출금과 임대보증금 상환해야 함
- 리츠가 부동산 매입시 부동산 취득 관련 위험: 부동산 권리관계 및 이해관계자(채권자 등 제 3자)의 이의제기 등 법률적 하자로 인한 추가자본지출 발생 위험 및 매입가격 추정 오류의 위험
- 임차인의 임대료 지급 불능에 따른 위험, 공실 위험
- 부동산 건물 노후화로 인한 추가적 비용 발생 가능성
- 추후 매수인 확보에 관한 위험: 투자자금 회수 지연 또는 매입가격 이하로 매각할 경우 투자손실 발생
- 제도 변화의 위험: 부동산투자회사법, 자본시장법과 금융투자업에 관한 법률 등 법률 개정에 따른 손익 변동

자료: 유진투자증권

기업분석

롯데리츠(330590)

BUY(신규) / TP 6,500 원

한국 유통업 최초의 상장 리츠

신한알파리츠(293940)

BUY(신규) / TP 8,000 원

한국 리츠의 성장 잠재력을 보여주고 있는 선두주자

대체투자

롯데리츠(330590.KS)

부동산/REITs/건설 김열매
02)368-6174
fruitism@eugenefn.com

한국 유통업 최초의 상장 리츠

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) **6,500 원**
현재주가(5/20) **5,400 원**

Key Data (기준일: 2020.5.20)

KOSPI(pt)	1,990
KOSDAQ(pt)	709
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	929
52 주 최고/최저(원)	7,100 / 4,435
52 주 일간 Beta	0.48
발행주식수(천주)	171,969
평균거래량(3M, 천주)	606
평균거래대금(3M, 백만원)	3,089
배당수익률(20F, %)	5.8
외국인 지분율(%)	6.7
주요주주 지분율(%)	
롯데쇼핑 (외 1 인)	50.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	-2.5	-17.1	-
KOSPI 대비 상대수익률	-1.2	6.8	-10.7	-

Financial Data

결산기(12월)	2020E	2021E	2022E
영업수익(십억원)	76	77	78
영업이익(십억원)	20	57	57
세전계속사업손익(십억원)	39	40	40
당기순이익(십억원)	39	40	40
EPS(원)	225	230	232
BPS(원)	4,936	4,837	4,750
DPS(원)	315	318	321
P/FFO(배)	17.1	16.8	16.8
P/NAV(배)	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	22.5	22.2	22.2

■ 실적 한국 유통업 최초의 상장 리츠

롯데리츠는 롯데쇼핑이 50% 지분을 보유한 위탁관리리츠다. 롯데쇼핑은 롯데리츠 설립 초기에 롯데백화점 강남점을 현물출자했으며 롯데리츠는 이를 포함해 수도권과 지방에 총 8 개 자산을 보유하고 있다. 롯데리츠의 자산관리회사인 롯데 AMC 는 롯데리츠가 100% 출자해 설립했다. 롯데리츠는 유통회사가 보유한 부동산을 공모 상장 리츠로 이전하는데 성공한 국내 최초 사례다.

■ 투자포인트

롯데리츠의 투자포인트는 안정적인 배당수익률이다. 롯데쇼핑은 롯데리츠의 앵커로서 9~11 년간 책임임대차(Master lease) 계약을 맺고 고정 임대료를 지급한다. 임대료는 매년 1.5% 인상되며 Triple-net 계약 조건에 따라 수선유지비, 보험, 제세공과 등을 임차인이 부담한다. 롯데리츠의 주주는 안정적인 배당수익률을 기대할 수 있다.

롯데리츠는 롯데쇼핑이 보유한 84 개 점포(약 8.5 조원)에 대해 우선매수협상권(ROFO: Right of First Offer)을 가지고 있다. 또한 롯데쇼핑이 사모펀드 등에 기유동화한 자산을 추가로 편입할 수도 있다. 우량 부동산 매입 경쟁이 치열한 환경에서 긍정적으로 볼 수 있는 투자포인트다.

최근 롯데쇼핑은 실적악화로 인해 점포 구조조정을 가속화할 것임을 밝혔다. 롯데리츠가 특수관계자인 롯데쇼핑의 자산을 인수하기 위해서는 롯데쇼핑을 제외한 나머지 주주의 동의가 필요하다. 역설적으로 롯데쇼핑의 보유자산을 롯데리츠가 추가로 편입하는 것이 생각보다 어려울 수 있다고 판단된다. 리츠의 추가 자산 편입을 통한 성장을 기대하기 어려울 수 있다.

■ 투자의견 BUY 목표주가 6,500 원 제시

롯데쇼핑에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 6,500 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/NAV 1.3 배를 적용해 산출했으며 이는 P/FFO 20 배 수준이다. 롯데쇼핑 실적과 무관하게 롯데리츠의 꾸준한 배당 지급이 확인되면 밸류에이션 상황이 가능할 것이다.

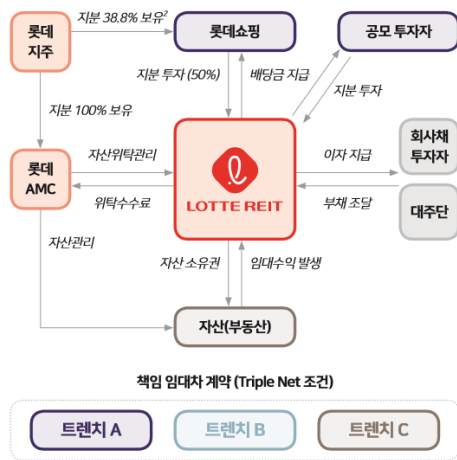
롯데리츠는 롯데쇼핑이 50% 지분을 보유한 위탁관리리츠다. 롯데쇼핑은 롯데리츠 설립 초기에 롯데백화점 강남점을 현물출자했으며 롯데리츠는 이를 포함해 수도권과 지방에 총 8개 자산을 보유하고 있다. 롯데리츠의 자산관리회사인 롯데AMC는 롯데지주가 100% 출자해 설립했다.

롯데리츠 상장 이전에도 유통업계 내 대형 리츠 상장을 추진했던 사례가 있었으나 성공하지 못했다. 롯데리츠는 유통회사가 보유한 부동산을 공모 상장 리츠로 이전하는데 성공한 국내 최초 사례다.

리츠로서 공모채 발행에 성공한 것도 롯데리츠가 처음이다. 롯데리츠는 국내 리츠 업계 최초로 담보부 공모 사채를 발행했다. 우량한 신용등급 AA-(안정적) 평가를 받아 1,700억원을 1.55%의 금리로 조달할 수 있었다. 롯데리츠의 조달금리는 평균 2.09%에 불과(만기 3년)해 이자비용을 줄인만큼 배당수익을 높일 수 있다.

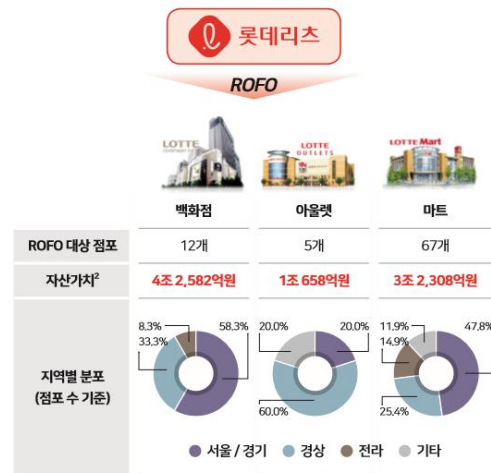
롯데리츠의 투자포인트는 안정적인 배당수익률이다. 롯데쇼핑은 롯데리츠의 앵커로서 9~11년간 책임임대차(Master lease) 계약을 맺고 고정 임대료를 지급한다. 임대료는 매년 1.5% 인상되며 Triple-net 계약 조건에 따라 수선유지비, 보험, 제세공과 등을 임차인이 부담한다. 롯데리츠의 주주는 안정적인 배당수익률을 기대할 수 있다.

도표 85 롯데리츠 사업 및 지분 구조



자료: 롯데리츠, 유진투자증권

도표 86 롯데쇼핑 보유 84개 점포에 대한 ROFO 보유



자료: 롯데리츠, 유진투자증권
 주) ROFO: Right of First Offer, 우선매수협상권

도표 87 롯데리츠 타인자본조달 주요 조건

단위: 백만원	은행장기차입금	담보부공모사채	합계
차입금	498,983	170,000	668,983
이자율	2.27%	1.15%	2.09%
만기	3년	3년	
차입시점	2019년 10 월말	2019년 7 월말	

자료: 롯데리츠, 유진투자증권

리츠는 증자를 통해 신규 우량 자산을 편입할 수 있어야 성장할 수 있는데 롯데리츠는 롯데쇼핑이 보유한 84 개 점포(약 8.5 조원)에 대해 우선매수협상권(ROFO: Right of First Offer)을 가지고 있다. 또한 롯데쇼핑이 사모펀드 등에 기유동화한 자산을 추가로 편입할 수도 있다. 우량 부동산 매입 경쟁이 치열한 환경에서 긍정적으로 볼 수 있는 투자포인트다.

최근 롯데쇼핑은 실적악화로 인해 점포 구조조정을 가속화할 것임을 밝혔다. 롯데쇼핑의 실적악화가 롯데리츠의 수익 저하로 이어지거나 롯데리츠가 롯데쇼핑의 부실 자산을 인수할 수도 있다는 우려가 제기되며 롯데리츠 주가가 한동안 조정 받았다. 이는 과도한 우려라고 판단한다.

롯데리츠가 특수관계자인 롯데쇼핑의 자산을 인수하기 위해서는 롯데쇼핑을 제외한 나머지 주주의 동의가 필요하다. 롯데리츠가 가진 우선매수협상권은 문자 그대로 우선적으로 협상을 할 수 있는 권리일 뿐 매수를 해야한다는 의미가 아니다. 역설적으로 롯데쇼핑의 보유자산을 롯데리츠가 추가로 편입하는 것이 생각보다 어려울 수 있다고 판단된다. 리츠의 추가 자산 편입을 통한 성장을 기대하기 어려울 수 있다.

롯데리츠는 성장성보다 안정성을 기대하는 투자자에게 적합한 리츠다. 현 주가 수준에서 연 환산 6%의 배당 수익률을 기대할 수 있으며 반년마다 배당을 수취하게 된다. **롯데쇼핑에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 6,500 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/NAV 1.3 배를 적용해 산출했으며 이는 P/FFO 20 배 수준이다. 롯데쇼핑 실적과 무관하게 롯데리츠의 꾸준한 배당 지급이 확인되면 밸류에이션 상황이 가능할 것이다.**

도표 88 롯데리츠 보유 부동산 현황

(단위: 억원)	트렌치 A			트렌치 B			트렌치 C	
	롯데백화점 창원점	롯데마트 의왕점	롯데마트 장유점	롯데백화점 구리점	롯데아울렛 롯데마트 청주점	롯데아울렛 롯데마트 울하점	롯데백화점 강남점	롯데백화점 광주점
취득가액(토지)	1,361	1,247	348	1,090	897	555	3,787	521
취득가액(건물)	1,237	201	257	776	894	910	688	893
감가상각누계	11	2	2	7	6	6	18	11
장부가액	2,587	1,447	603	1,859	1,785	1,459	4,458	1,403
감정평가액	2,468	1,376	575	1,773	1,392	1,702	4,249	1,344
소재지	경남 창원 상남동	경기 의왕 내손동	경남 김해 대청동	경기 구리 인창동	충북 청주 비하동	대구 동구 율하동	서울 강남 대치동	광주 동구 대인동
준공연도	2002.02	2002.07	2004.07	1998.03	2014.02	2010.12	1986.04	1998.09
대지면적/ 연면적	27,095 m ² / 140,977 m ²	14,466 m ² / 36,879 m ²	12,646 m ² / 38,838 m ²	9,938 m ² / 79,271 m ²	26,088 m ² / 81,561 m ²	20,022 m ² / 100,773 m ²	11,319 m ² / 67,462 m ²	8,074 m ² / 85,285 m ²
임대면적	140,977 m ²	36,879 m ²	38,838 m ²	79,271 m ²	81,561 m ²	100,773 m ²	67,462 m ²	93,019 m ²
건물규모	지상 6 층/ 지하 5 층	지상 6 층/ 지하 1 층	지상 5 층/ 지하 1 층	지상 9 층/ 지하 5 층	지상 5 층/ 지하 2 층	지상 6 층/ 지하 2 층	지상 9 층/ 지하 3 층	지상 12 층/ 지하 6 층
임대차기간	9년	9년	9년	10년	10년	10년	11년	11년
연간임대료	120	68	30	90	87	36	208	69

자료: 롯데리츠, 유진투자증권
주 1: 금액 단위는 억원
주 2: 임대료는 연환산 금액

롯데리츠(330590.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	-	24	26	26	27
현금 및 현금성자산	-	17	19	19	19
기타유동자산	-	7	7	7	15
비유동자산	-	1,560	1,544	1,529	1,513
투자부동산	-	1,560	1,544	1,529	1,513
자산총계	-	1,584	1,571	1,555	1,540
유동부채	-	7	7	7	7
기타지급채무	-	4	4	4	4
비유동부채	-	714	715	715	716
차입금 및 사채	-	642	642	643	643
기타비유동부채	-	73	73	73	73
부채총계	-	722	722	723	723
자배지분	-	862	849	832	817
자본금	-	86	86	86	86
기타불입자분	-	766	766	766	766
이익잉여금	-	10	(3)	(20)	(35)
비자배지분	-	0	0	0	0
자본총계	-	862	849	832	817

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	-	90	60	60	61
당기순이익	-	12	39	40	40
비현금수익비용가감	-	10	39	39	39
영업활동자산부채변동	-	68	(0)	0	0
투자현금	-	(1,138)	5	0	0
투자부동산처분	-	(1,139)	0	0	0
관계기업투자의처분	-	0	5	0	0
재무현금	-	1,065	(54)	(55)	(55)
차입금증가	-	517	0	0	0
자본증가	-	435	0	0	0
배당금지급	-	(2)	(54)	(55)	(55)
현금 증감	-	17	11	5	6
기초현금	-	0	17	28	33
기말현금	-	17	28	33	39

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업수익	-	24	76	77	78
증가율	-	-	212	1	1
영업비용	-	8	20	20	20
감가상각비	-	6	16	16	16
위탁수수료등	-	2	5	5	5
영업이익	-	16	56	57	57
증가율	-	-	251	2	0
EBITDA	-	22	72	73	73
영업외손익	-	(4)	(18)	(18)	(18)
기타수익	-	0	0	0	0
기타비용	-	0	0	0	0
금융수익	-	1	0	0	0
금융비용	-	5	18	18	18
세전순이익	-	11	39	40	40
증가율	-	-	265	2	1
법인세비용	-	0	0	0	0
당기순이익	-	11	39	40	40
증가율	-	-	265	2	1

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-	70	225	230	232
BPS	-	5,014	4,936	4,837	4,750
DPS	-	117	315	318	321
밸류에이션(배,%)					
PER	-	76.8	24.0	23.5	23.3
PBR	-	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/ EBITDA	-	72.4	22.5	22.2	22.2
P/NAV	-	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO	-	50.4	17.1	16.8	16.8
배당수익률	-	2.2	5.8	5.9	5.9
영업이익률	-	66.7	73.7	74.0	73.1
EBITDA이익률	-	91.7	94.7	94.8	93.6
순이익률	-	49.4	51.3	51.9	51.3

대체투자

신한알파리츠(293940.KS)

부동산/REITs/건설 김열매
02)368-6174
fruitism@eugenefn.com

한국 리츠의 성장 잠재력을 보여주고 있는 선두주자

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) **8,000 원**
현재주가(5/20) **6,520 원**

Key Data (기준일: 2020.5.20)

KOSPI(pt)	1,990
KOSDAQ(pt)	709
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	311
52 주 최고/최저(원)	9,440 / 5,610
52 주 일간 Beta	0.52
발행주식수(천주)	52,330
평균거래량(3M, 천주)	165
평균거래대금(3M, 백만원)	1,091
배당수익률(20F, %)	4.6
외국인 지분율(%)	2.2
주요주주 지분율(%)	
유전자산운용 (외 7 인)	33.9
메리츠증권 (외 1 인)	5.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-10.8	-22.4	2.6
KOSPI 대비 상대수익률	-5.6	-0.4	-14.4	6.3

Financial Data

결산기(12월)	2020E	2021E	2022E
영업수익(십억원)	48	50	50
영업이익(십억원)	28	29	29
세전계속사업손익(십억원)	11	12	12
당기순이익(십억원)	11	12	12
EPS(원)	233	259	260
BPS(원)	5,849	5,648	5,312
DPS(원)	300	304	308
P/FFO(배)	18.1	16.9	16.8
P/NAV(배)	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	26.5	25.7	25.7

■ 실적 한국 유통업 최초의 상장 리츠

신한알파리츠는 신한리츠운용의 첫번째 상장리츠다. 판교 알파돔 크래프트론 타워를 매입하던 당시 매각자인 LH 가 정부의 공모리츠 활성화 기조에 맞추어 공모리츠 상장을 매각 조건으로 제시했다. 신한리츠운용은 신한금융투자과 컨소시엄을 구성해 입찰에 참여했는데 입찰 최고가 대비 약 100 억원 이상 낮은 인수가격을 제시했음에도 불구하고 공모시장 준비에 가점을 받아 낙찰됐다. 판교는 수도권 내에서도 오피스 공실률이 낮은 지역으로 최근 수년간 부동산 가격도 상승세다. 판교 크래프트론 타워의 자산가치는 장부가 대비 10~20% 높을 것으로 추정된다.

■ 투자포인트

첫째, 자산관리회사인 신한리츠운용의 전문성이다. 신한리츠운용은 금융계열 자회사로 출범한 최초의 전문 리츠 운용사로 리츠 설립과 운용에 특화된 운용사로 성장하고 있다. 신한금융투자과 함께 상장을 준비할 수 있었으며 주식과 부동산 분야를 아우르는 인력 구성과 조직을 갖추고 있다.

둘째, 보유자산의 미래가치 상승 가능성이 높다. 판교 크래프트론 타워와 용산 더프라임 타워 모두 임차수요가 탄탄하고 핵심지역에 위치하고 있다. 판교는 자산재평가 시 현재 보다 최소 10~20%가량 높은 감정평가를 받을 수 있을 것으로 기대한다. 두 건물 모두 신한알파리츠 편입 후 공실률이 매우 낮아졌다.

셋째, 유상증자로 추가 자산편입에 성공한 상장 리츠다. 신한알파리츠는 이미 유상증자로 용산 더프라임타워 편입에 성공했으며 이번 대일빌딩 편입을 위한 증자도 성공할 것으로 예상된다. 리츠는 트랙레코드가 쌓이고 편입한 자산이 늘어나면서 안정적인 배당을 오랫동안 지급할수록 밸류에이션 프리미엄이 형성된다.

■ 투자이견 BUY, 목표주가 8,000 원 제시

신한알파리츠에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 8,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/NAV 1.3 배를 적용해 산출했으며 이는 P/FFO 23 배 수준이다.

2017년 6월 28일 금융위원회는 부동산투자회사법 상 자산관리회사(리츠 AMC)를 금융지주회사가 자회사로 편입할 수 있는 금융업 밀접관련회사로 인정하는 안건을 의결했다. 신한리츠운용이 탄생할 수 있었던 배경이다. 이전에는 부동산신탁회사와 집합투자업자(자산운용사)에 한해서만 겸업의 형태로 AMC 영위가 가능했다.

신한알파리츠는 신한리츠운용의 첫번째 상장리츠다. 판교 알파돔 크래프톤 타워를 매입하던 당시 매각자인 LH가 정부의 공모리츠 활성화 기조에 맞추어 공모리츠 상장을 매각 조건으로 제시했다. 신한리츠운용은 신한금융투자와 컨소시엄을 구성해 입찰에 참여했는데 입찰 최고가 대비 약 100억원 이상 낮은 인수가격을 제시했음에도 불구하고 공모시장 준비에 가점을 받아 낙찰됐다. 판교는 수도권 내에서도 오피스 공실률이 낮은 지역으로 최근 수년간 부동산 가격도 상승세다. 판교 크래프톤 타워의 자산가치는 장부가 대비 10~20% 높을 것으로 추정된다.

초기 상장 시 신한알파리츠는 용산 더프라임타워를 담고 있는 '코크랩더프라임리츠' 지분 32.9%를 담고 있었는데 유상증자를 통해 타워 전체를 매입하는데 성공했다. 최근에는 신한리츠운용이 남대문로 680억원에 대일빌딩을 매입해 신한알파리츠에 편입하고자 유상증자를 진행하고 있다. 신한알파리츠는 대일빌딩을 담은 자리츠 지분을 매입했으며 이번 유상증자를 통해 조달된 자금으로 자리츠가 대일빌딩 매입 시 일으킨 후순위 대출을 갚게 된다. <도표 91>과 같이 유상증자 규모는 275억원이다.

도표 89 신한알파리츠 보유 부동산 현황

구분	판교 크래프톤 타워 (실물 부동산)	용산 더프라임타워 (자리츠가 보유)	대일빌딩 (자리츠가 보유)
매입금액	5,182	1,651	680
감정평가금액	5,360	1,651	706
기준일	2018.04.30	2018.08.16	2020.01.10
평당 임대료	임대료 68,000 원/평 관리비 27,000 원/평	임대료 58,000 원/평 관리비 30,000 원/평	임대료 93,000 원/평 관리비 39,000 원/평
소재지	경기도 성남시 분당구 분당내곡로 117	서울 용산구 원효로 90길 11	서울 중구 남대문로1가18
대지면적/연면적	7,337 m ² / 99,596 m ²	3,575 m ² / 39,009 m ²	584 m ² / 8,887 m ²
건물규모	지하 7층 / 지상 15층	지하 6층 / 지상 30층	지상 19층 / 지하 1층
주요 임차인	<ul style="list-style-type: none"> 크래프톤(구. 블루홀), 네이버, 스노우, MUJI, 워크맨을, 신한금융투자, 신한은행 	<ul style="list-style-type: none"> 신한생명, 트랜스코스모스, 유베이스, DB생명 	<ul style="list-style-type: none"> 루이비통, 비콘코리아, 신한금융 계열사 등
입지환경	<ul style="list-style-type: none"> 판교역은 신분당선-경강선 환승역으로 교통이 매우 편리함 (서울 강남역까지 지하철로 14분 소요) 본건은 판교역 및 현대백화점과 지상1층, 지하1층으로 직접 연결된 역세권 빌딩 전체 임대율은 95.4%이며, 임차인 등 사용자 업무 환경을 위한 유지 활동을 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 용산 국제업무지구, 미군기지 이전, 서울역-용산역 철도 지하화 등 개발호재로 가치상승 가능성 높음 전체 임대율은 99.2%이며, 업무시설 잔여 부분에 잠재 임차인과 협의를 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> 대일빌딩은 금융기관 본사 및 대형 언론사, 유통사가 밀집된 서울 중구의 중심업무지역에 위치 인근에 1호선(종각), 2호선(을지로입구) 지하철역이 있으며, 4월말 기준 100% 임대율.

자료: 신한알파리츠, 유진투자증권
주: 금액 단위는 억원

신한알파리츠의 투자포인트는 다음과 같다.

첫째, 자산관리회사인 신한리츠운용의 전문성이다. 부동산신탁회사나 일반 자산운용사는 부동산편드나 다른 종류의 투자자산도 함께 투자한다. 신한리츠운용은 금융계열 자회사로 출범한 최초의 전문 리츠 운용사로 리츠 설립과 운용에 특화된 운용사로 성장하고 있다. 공모상장 리츠에 가장 적합한 자산을 찾아 편입하고 운용하는데 집중하고 있는 회사는 아직 많지 않다. 부동산 운용 업력을 쌓은 운용사는 많지만 IPO를 위해서는 증권사가 필요하며 주식에 대한 이해도 필요하다. 신한리츠운용은 신한금융투자와의 함께 상장을 준비할 수 있었으며 주식과 부동산 분야를 아우르는 인력 구성과 조직을 갖추고 있다.

둘째, 보유자산의 미래가치 상승 가능성이 높다. 판교 크래프톤 타워와 용산 더프라임 타워 모두 임차수요가 탄탄하고 핵심지역에 위치하고 있다. 판교는 자산재평가 시 현재보다 최소 10-20%가량 높은 감정평가를 받을 수 있을 것으로 기대한다. 두 건물 모두 신한알파리츠 편입 후 공실률이 매우 낮아졌다.

도표 90 남대문로 대일빌딩



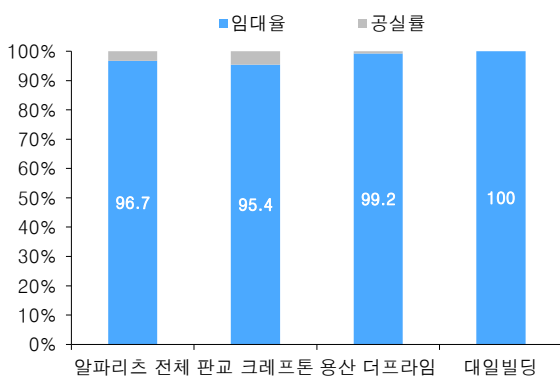
자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

도표 91 신한알파리츠 유상증자 개요

신주 발행(보통주)	4,700,000
증자전 발행주식총수(보통주)	47,630,123
신주 발행가액(확정)	5,860
유상증자 총액	약 275 억원
신주배정기준일	2020-04-09
1 주당 신주배정주식수 (주)	0.091
청약예정일	2020년 5월 19일~20일
신주상장예정일	2020-06-09
대표주관사	신한금융투자

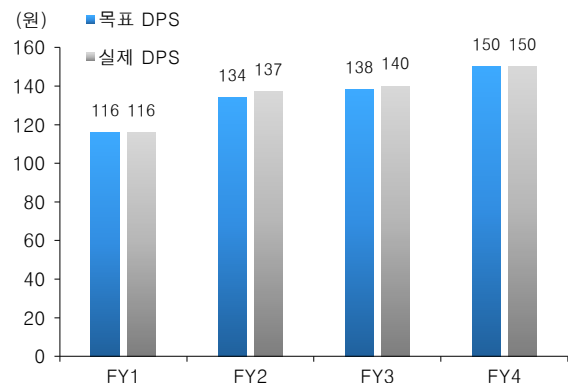
자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

도표 92 4월말 현재 임대현황



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

도표 93 목표대비 실제 주당배당금 추이



자료: 신한알파리츠, 유진투자증권

셋째, 유상증자로 추가 자산편입에 성공한 상장 리츠다. 일반적으로 주식회사가 유상증자를 발표하면 악재로 여겨지나 상장 리츠는 증자를 통해 추가 자산을 편입해야 성장할 수 있다. 신한알파리츠는 이미 유상증자로 용산 더프라임타워 편입에 성공했으며 이번 대일빌딩 편입을 위한 증자도 성공할 것으로 예상된다. 리츠는 트랙레코드가 쌓이고 편입한 자산이 늘어나면서 안정적인 배당을 오랫동안 지급할수록 밸류에이션 프리미엄이 형성된다.

신한알파리츠에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 8,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/NAV 1.3 배를 적용해 산출했으며 이는 P/FFO 23 배 수준이다.

도표 94 신한알파리츠 보유 부동산

(단위 : 백만원)	매입금액	감정평가금액	기준일	감정평가기관
판교 알파돔타워Ⅳ 오피스빌딩	518,198	535,970	18.04.30	주태평양감정평가법인
용산더프라임 빌딩	165,100	165,100	18.08.16	주제일감정평가법인
대일빌딩	68,000	70,600	20.01.10	주삼창감정평가법인
합계		771,670		

자료: DART, 유진투자증권

신한알파리츠(293940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	18	21	18	18	17
현금 및 현금성자산	18	5	3	3	2
기타유동자산	0	16	15	15	15
비유동자산	572	719	782	775	768
투자부동산	572	717	780	773	766
자산총계	590	740	800	793	785
유동부채	5	9	10	11	12
기타지급채무	5	8	9	9	9
비유동부채	348	452	495	495	495
장기차입금	336	433	475	475	475
기타비유동부채	13	19	20	20	20
부채총계	353	461	505	506	507
자본지분	237	279	294	286	278
자본금	42	52	52	52	52
기타불입자본	202	226	251	251	251
이익잉여금	(7)	1	(9)	(17)	(25)
비자본지분	0	0	0	0	0
자본총계	237	279	294	286	278

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	1	21	21	22	22
당기순이익	(8)	8	8	9	9
비현금수익비용가감	9	21	21	21	21
영업활동자산부채변동	5	7	8	8	8
투자현금	(573)	(164)	(70)	1	1
투자부동산처분	(548)	(176)	(70)	0	0
관계기업투자의처분	1	2	0	0	0
재무현금	590	130	55	(15)	(16)
차입금증가	472	156	45	0	0
자본증가	244	48	25	0	0
배당금지급	-	(14)	(15)	(15)	(16)
현금 증감	18	(13)	6	8	8
기초현금	-	18	5	11	19
기말현금	18	5	11	19	27

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업수익	7	44	48	50	50
증가율	-	551	10	4	0
영업비용	8	21	20	21	21
감가상각비	2	6	5	5	5
위탁수수료등	6	15	15	15	15
영업이익	(1)	23	28	29	29
증가율	-	흑전	21	4	0
EBITDA	1	29	33	34	34
영업외손익	6	15	15	15	15
기타수익	0	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	17	17	17	17
세전순이익	(8)	8	11	12	12
증가율	-	흑전	37	11	1
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	(8)	8	11	12	12
증가율	-	흑전	37	11	1

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-	170	233	259	260
BPS	-	5,849	5,648	5,480	5,312
DPS	116	277	300	304	308
밸류에이션(배,%)					
PER	-	37.0	27.0	24.4	24.2
PBR	-	1.1	1.1	1.1	1.2
EV/ EBITDA	-	27.3	26.5	25.7	25.7
P/NAV	-	1.2	0.9	0.9	0.9
P/FFO	-	21.0	18.1	16.9	16.8
배당수익률	1.8	4.2	4.6	4.7	4.7
영업이익률	(14.3)	52.3	53.3	54.3	54.3
EBITDA이익률	14.3	65.9	66.7	67.4	67.4
순이익률	(114.3)	18.2	17.8	19.6	19.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조식분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조식분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.03.31 기준)

