

## 하나 글로벌 리서치

2020년 3월 30일 | Equity Research

# 글로벌 4차산업 리츠

하나금융그룹



## 코로나발 언택트 시대, 성장형 리츠로 4차산업의 건물주가 되자

- 코로나가 증폭시킨 언택트 시대, 부동산의 패러다임 변화 중
- 글로벌 성장형 리츠 Top 10 추천, 4차산업용 건물의 건물주



건설/부동산 Analyst 채상욱  
02-3771-7269  
swchae@hanafn.com



선진국기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆☆

#### 미국 리츠

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(3월27일)
아메리칸타워(AMT)	★★★★★	252.00USD	218.48USD
에퀴닉스(EQIX)	★★★★★	651.52USD	594.27USD
알렉산드리아(ARE)	★★★★★	178.13USD	143.47USD
크라운캐슬(CCI)	★★★★★	155.08USD	136.89USD
프롤로지스(PLD)	★★★★☆	94.81USD	79.17USD
아메리콜드(COLD)	★★★★☆	38.00USD	33.89USD

#### 싱가포르 리츠

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(3월27일)
케펠디씨리츠(KDCREIT)	★★★★★	2.25SGD	2.18SGD
아센다스리츠(AREIT)	★★★★☆	3.20SGD	2.78SGD
메이플트리로지스틱스(MLT)	★★★★☆	1.73SGD	1.60SGD
케펠리츠(KREIT)	★★★★☆	1.27SGD	0.97SGD



# CONTENTS

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>1. 왜 글로벌 성장형 리츠인가?</b>	<b>7</b>
1) 부동산 투자의 시대	7
2) 성장형 리츠의 시대 개막	11
3) 성장형 리츠 딥다이브	13
4) 성장형 리츠 포트폴리오	15
<b>2. 리츠 회계와 가치평가</b>	<b>19</b>
1) 리츠의 ‘외부 성장’ 과 ‘내부 성장’	19
2) 배당재원의 대한 가치평가: FFO와 AFFO	23
3) 배당재원에 대한 가치평가: DPU	30
4) 임대수익을 활용한 리츠 포트폴리오 가치평가	31
<b>3. 글로벌 리츠 자산매입전략: 유상증자와 부채</b>	<b>33</b>
1) 리츠에게 유상증자는 악재가 아닌 호재	33
2) 글로벌 성장형 리츠 유상증자 사례 확인	34
3) 리츠의 부채 프로파일	42
<b>글로벌 성장형 리츠 10선</b>	<b>47</b>
아메리칸타워 (AMT)	48
에퀴닉스 (EQIX)	52
알렉산드리아 (ARE)	56
크라उन캐슬 (CCI)	60
프롤로지스 (PLD)	64
아메리콜드 (COLD)	68
케펠디씨리츠 (KDCREIT)	72
아센다스리츠 (AREIT)	76
메이플트리로지스틱스 (MLT)	80
케펠리츠 (KREIT)	84

2020년 3월 30일

## 글로벌 4차산업 리츠

하나 글로벌 리서치

## 코로나발 언택트 시대, 성장형 리츠로 4차산업의 건물주가 되자

코로나가 증폭시킨 언택트 시대, 부동산의 패러다임 변화 중 언택트(Untact)가 코로나19 시대의 행동표준으로 급부상하고 있다. 비대면을 의미하는 언택트는 실물 부동산 또한 변화시키고 있는데, 전통적 대면 산업에 필요했던 유통/상업/오피스/주택시설에 대한 투자매력을 낮추고 있는 반면, 언택트 시대에 필수불가결한 ① 5G통신인프라시설(타워/스몰셀) ② 클라우드/서버용 데이터센터 ③ 글로벌 온라인 유통체인을 위한 물류 및 냉동창고 ④ 바이오/하이테크산업에 필요한 오피스 클러스터 등 성장형 부동산의 가치는 치솟고 있다. 이런 부동산만을 편입한 리츠(REITs)가 성장형 리츠이며, 코로나로 가속화된 언택트 시대는 성장형 리츠에 투자할 때다.

## 글로벌 성장형 리츠 Top 10 추천, 4차산업용 건물의 건물주

글로벌 주식형 상장리츠는 약 500개 이상이며 (한국 7개), 이중 언택트 시대의 글로벌 선도기업들이 적극적으로 시설투자하는 부동산들을 미리 확보한 리츠들을 엄선하여 하나금융의 글로벌 Top 10 리츠 포트폴리오를 제시하고자 한다.

- 1) 아메리칸타워(AMT), 크라운캐슬(CCI): 2020년 하반기이후 미국의 5G중대역(Mid-Band) 투자 및 신흥국 4G투자와 함께 장기적으로 높은 성장 기대되는 통신 인프라(타워/스몰셀)리츠
  - 2) 에퀴닉스(EQIX), 케펠다씨리츠(KDCREIT): 글로벌 클라우드 컴퓨팅 비즈니스의 성장과 함께 단순임대를 넘어 클라우드/서버 연결 및 중개까지 범위를 확대중인 데이터센터 리츠
  - 3) 프롤로지스(PLD), 아메리콜드(COLD), 메이플트리로지스틱스(MLT): 글로벌 물류재고 관리 및 배송체계의 발달과 언택트 시대 글로벌 이커머스의 가파른 성장으로 장기적인 성장이 기대되는 물류센터/냉동창고 리츠
  - 4) 아센다스(AREIT), 알렉산드리아(ARE): 비즈니스 시너지가 높은 산업/과학/바이오 클러스터에 투자하며 높은 안정성과 성장성을 동시에 갖추는 하이테크/바이오 클러스터 리츠
  - 5) 케펠리츠(KREIT): 싱가포르 오피스시장 호황과 더불어 앵커(스폰서)로부터 A급 오피스를 받아 성장중인 오피스 리츠
- 이들 성장형 리츠는 레거시 리츠들이 DPS와 Yield에 집중할 때, 탑라인과 DPS성장, 나아가 부동산생태계를 조성하면서 경제적 해자를 구성하고 있다. 일반 건물들이 아닌, 4차산업용 건물의 건물주가 되자.

## 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆☆

## 미국 리츠

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(3월27일)
아메리칸타워(AMT)	★★★★★	252.00USD	218.48USD
에퀴닉스(EQIX)	★★★★★	651.52USD	594.27USD
알렉산드리아(ARE)	★★★★★	178.13USD	143.47USD
크라운캐슬(CCI)	★★★★★	155.08USD	136.89USD
프롤로지스(PLD)	★★★★☆	94.81USD	79.17USD
아메리콜드(COLD)	★★★★☆	38.00USD	33.89USD

## 싱가포르 리츠

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(3월27일)
케펠다씨리츠(KDCREIT)	★★★★★	2.25SGD	2.18SGD
아센다스리츠(AREIT)	★★★★☆	3.20SGD	2.78SGD
메이플트리로지스틱스(MLT)	★★★★☆	1.73SGD	1.60SGD
케펠리츠(KREIT)	★★★★☆	1.27SGD	0.97SGD



건설/부동산 Analyst 채상욱  
02-3771-7269  
swchae@hanafn.com



선진국 기업분석 윤승연  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

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

## Summary

### 언택트 시대가 불러온 부동산 시장의 패러다임 변화를 성장형 리츠로 잡아라

#### 포스트코로나가 불러온 언택트시대, 성장형 리츠에 투자하라

포스트 코로나시대, 부동산에도 언택트로의 패러다임 변화가 급속히 찾아오고 있음

누구도 예상하기 어려웠던 코로나19가 글로벌 시장에 블랙스완급 충격을 주면서 2008년 글로벌 금융위기 이상의 충격을 시장에 불러온 지 약 2개월이 경과하고 있다. 3월 28일 기준 미국 역시 확진자가 10만명 이상 나왔고, 전세계 60만명 이상의 확진자가 나오면서 코로나 19는 경제와 사회전반에서 상당한 변화를 초래할 것으로 보여진다. 현재는 미연준의 무제한 자산매입 프로그램과 각국의 재정정책등이 공조하면서 위기는 패닉장세에서 다소 회복하며, 코로나 이후 무엇이 달라질지에 대해서 논의가 한창이다.

언택트는 이제 밀레니얼세대의 특징이 아니라 전 인류의 보편적 행동 프로토콜로 자리잡고 있음

코로나는 부동산과 같은 실물시장에도 혁신적 변화를 갖고 오고 있다. 코로나 이후 가장 자주 언급되는 단어 중 하나는 언택트(Untact)다. Un + Contact의 합성어인 언택트는 원래는 대면을 꺼리는 신세대를 지칭하는 형태로 사용되면서 새로운 유통 트렌드로 시작했지만, 코로나19 언택트는 어쩔수 없이 사회적 거리두기(Social Distancing)을 해야하는 현실에서 일종의 새로운 프로토콜이 되고 있다. 즉, 모두가 언택트 하는 시대가 되고 있는 것이다.

언택트 시대, 성장기업은 나스닥을 중심으로 한 FAANG, 미디어컨텐츠, 5G통신관련 산업/기업들이며, 이들 기업이 성장에 필요한 부동산들인 5G통신인프라, 데이터센터, 물류센터 및 냉동창고, 복합 클러스터, 바이오/하이테크 비즈니스 클러스터 등의 수요가 급증하며 이런 부동산을 편입한 리츠의 주가가 초강세로 전환

넷플릭스를 통해서 영화와 TV드라마를 시청하거나, 유튜브 등을 통해서 다양한 채널을 구독하고 종일 재생목록을 틀어놓는것이 이제는 더 이상 새롭지 않다. 이제는 정규 초중고 교육과정에서 온라인수업을 진행하고 오피스에서는 재택근무와 원격 컨퍼런스콜, 화상회의등을 진행하는 것이 새로운 기준이 되고 있다. 또한 이를 위해서 개인이 PC나 노트북을 새로 구입하거나 업그레이드하고, 구글드라이브나 애플드라이브에 추가비용을 내며 개인 클라우드를 확보하는 삶이 가속화 되고 있다. 오프라인에서 의류 및 생필품을 사거나 내구재를 사는 것도 아마존이나 쿠팡 등을 통해 더욱 적극적으로 이루어지고있고, 아파트 모델하우스를 보는것이나 가구를 교체하는 데에도 이제는 VR이 적극적으로 활용되고 있다. 닌텐도나 엑스박스를 통한 온라인 게임들, 네트워킹 등이 과거와 비교할 수 없을 만큼 확대되는 시대, 코로나가 불러온 언택트 시대다.

언택트 시대, 성장형 리츠에 투자하라

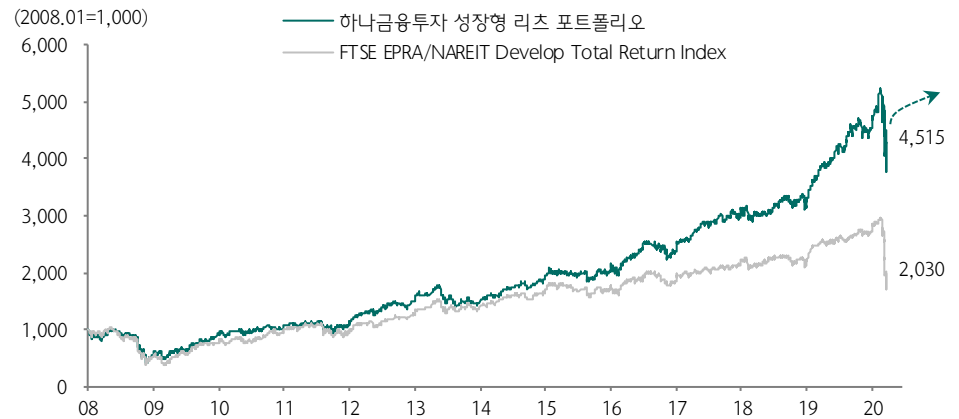
언택트 시대는 부동산의 패러다임도 바꾸고 있다. 동시에 부동산의 간접투자 수단인 리츠들의 주가 성과도 완전히 차별적으로 만들고 있다. 특히 Old Economy에 필요했던 부동산들은 전통적인 오피스, 오프라인 상업시설이나 유통시설, 혹은 공동주택과 같은 부동산들이 지고, New Economy, Untact Economy로 부를 수 있는 신사업들에 필요한 부동산들의 몸값이 치솟고 있다. 특히 5G시대에 필요한 통신인프라(타워/스몰셀), 아마존/쿠팡 등이 전세계 물류기지로 활용하는 물류센터나 신선배송을 위한 냉동창고들, 또한 구글/페이스북/아마존 등이 전세계 클라우드링 환경을 구축하기 위해서 활용하는 데이터센터와 같은 부동산들을 편입한 리츠들의 시대가 오고 있다. 원래부터 이들 부동산들은 성장산업에 해당하는 성장형 부동산이었고 지난 10여년 이상의 투자성과도 S&P500이나 나스닥을 상회했지만, 언택트 시대에 이들 부동산은 종전보다도 더욱 높은 수요 속에 부동산 수요가 급증하게 된 것이다. 이런 리츠들, 소위 언택트 시대에 글로벌 성장형 산업에 필수적인 부동산들을 보유한 리츠들에 적극적으로 투자 할 때다.



그림 1. 역사적 수익률: 하나금융투자 성장형 리츠 포트폴리오 vs FTSE EPRA/NAREIT Develop Index

대표 글로벌리츠 인덱스  
‘FTSE EPRA 선진리츠지수’ 대비  
확연한 아웃퍼폼을 보여온  
성장형 리츠

코로나19로 인한 낙폭은  
글로벌 리츠지수 대비 작고  
회복은 빠른 상황



주: 아메리칸타워, 크라운캐슬, 프롤로지스, 에퀴닉스, 알렉산드리아, 디지털리얼티, 케펠DC 성장형 리츠 8개 종목과 캐피탈랜드물, 메이플트리 로지스틱스, 아센다스리츠, 케펠리츠, 오메가헬스케어, 신한알파리츠 가치형 리츠 6개 종목을 65 대 35 동일가중으로 시뮬레이션 한 결과 값임

주2: 2020/3/26 종가 기준

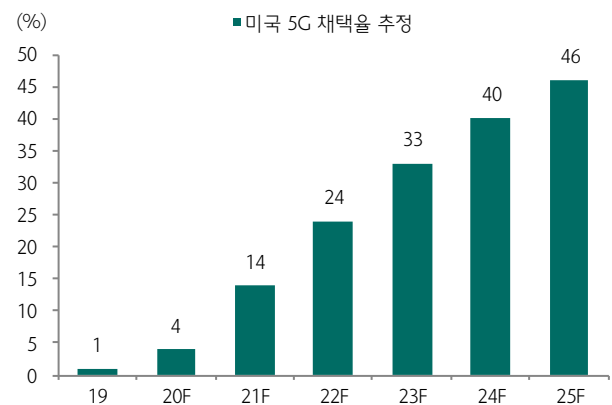
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 통신 매크로 타워와 스몰셀



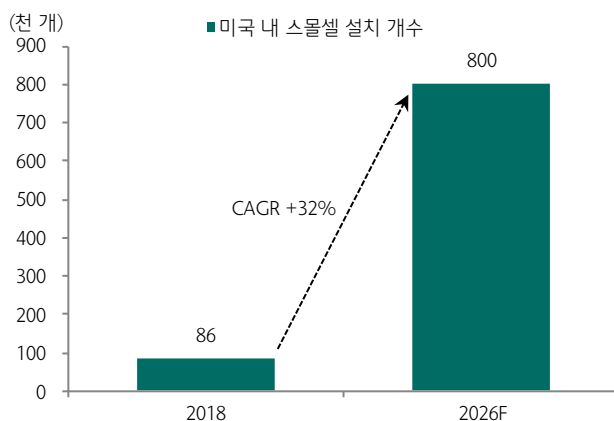
자료: Crown Castle International, 하나금융투자

그림 3. 미국 5G 채택율 추정



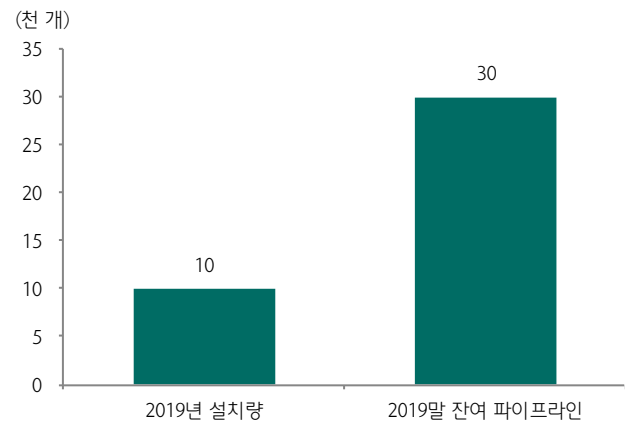
자료: AV&Co, Statista, 하나금융투자

그림 4. 미국 스몰셀 설치는 가파르게 증가할 전망



자료: Fortunebusiness(2019.11), 하나금융투자

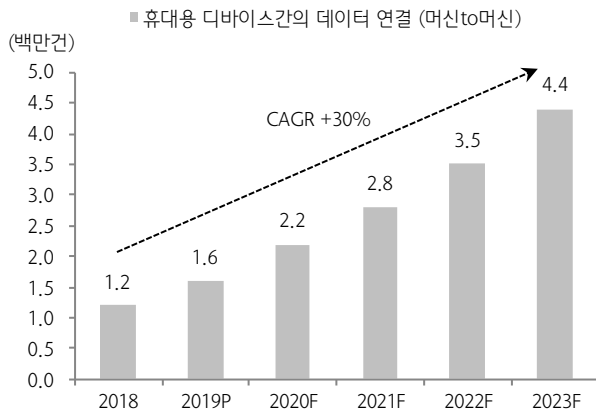
그림 5. 연간 설치량보다 파이프라인의 성장이 더 큰 5G 스몰셀



주: 크라운캐슬의 연간 설치량 및 2019년 말 잔여 파이프라인임 (스몰셀 노드 개수)

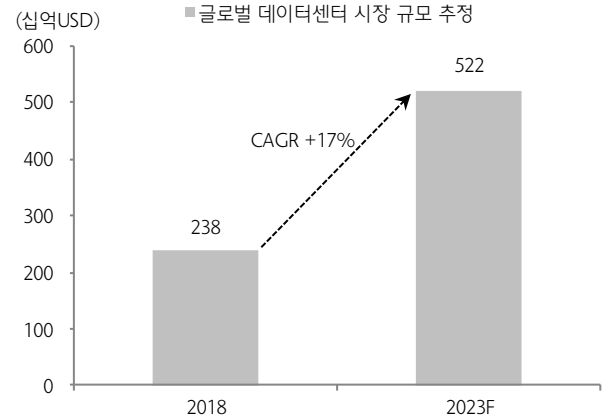
자료: Crown Castle International, 하나금융투자

그림 6. 글로벌 디바이스 간 연결은 연 30%의 속도로 증가할 전망



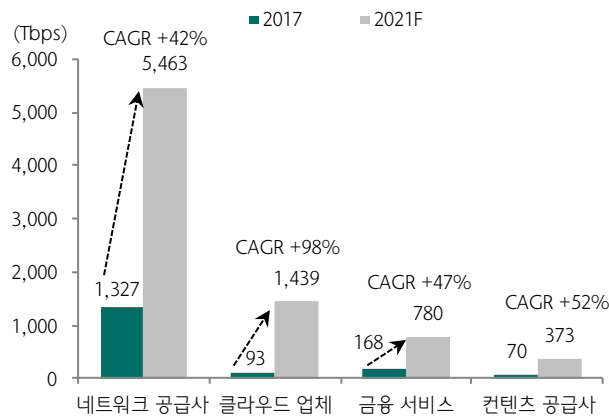
자료: Cisco Annual Internet Report, 2018~2023 (2020/03/09 발간자료), 하나금융투자

그림 7. 데이터 인프라 역할을 하는 데이터센터 시장 역시 고성장 기대



자료: Technavio Market Research (2019), 하나금융투자

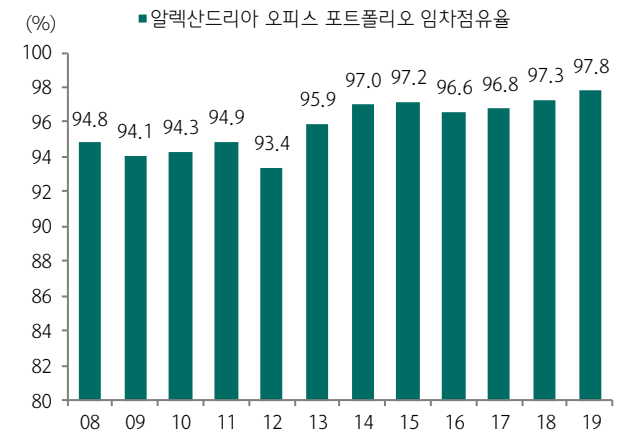
그림 8. 데이터센터 임대구조 변화는 빠르게 진행 중



주: 에퀴닉스 내 임차인별 트래픽 변화 추정임

자료: Equinix, 하나금융투자

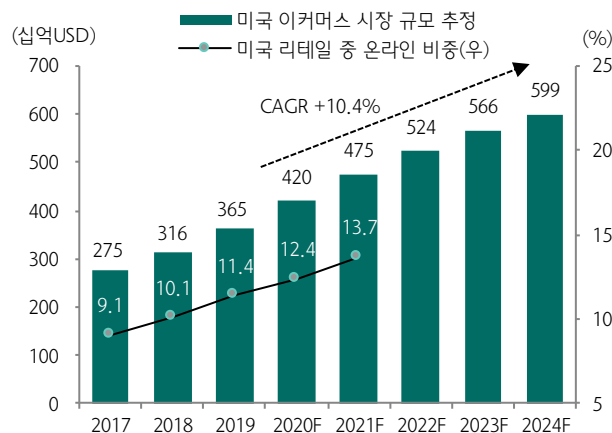
그림 9. 비즈니스 클러스터 부동산은 10년이상 안정적인 임차율 유지



주: 매각부동산 혹은 마찰적 공실률을 제외한 기준

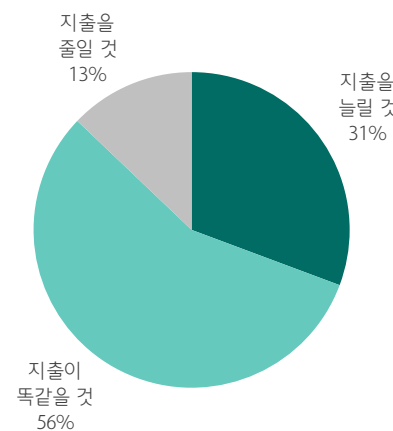
자료: Alexandria Real Estate, 하나금융투자

그림 10. 미국 이커머스 시장규모 및 비중 추이



자료: Bloomberg, Statista, 하나금융투자

그림 11. 미국 코로나19 설문조사: 향후 12개월간 온라인 제품구매지출



자료: Forbes, Bizrate Insights 2020/3/16~20 Survey, 하나금융투자

## 하나금융투자가 제안하는 성장형 리츠 10선

하나금융투자는 언택트 시대 글로벌 선도기업들이 적극적으로 투자하는 부동산을 확보한 리츠들을 엄선,

하나금융 글로벌 성장형 리츠 10선 포트폴리오 제시하였음

- 1) 아메리칸타워(AMT), 크라운캐슬(CCI): 2020년 하반기 이후 미국의 5G중대역(Mid-Band) 투자 및 신흥국 4G투자와 함께 장기성장 기대되는 통신타워/스몰셀 리츠
- 2) 에퀴닉스(EQIX), 케펠DC(KDCREIT): 글로벌 클라우드 컴퓨팅 비즈니스의 성장과 함께 엔터프라이즈 클라우드/서버 연결 및 중개까지 범위를 확대중인 데이터센터 리츠
- 3) 프롤로지스(PLD), 아메리콜드(COLD), 메이플트리로지스틱스(MLT): 글로벌 물류재고 관리 및 배송체계의 발달과 언택트 시대 글로벌 이커머스 시장의 가파른 성장에 따라 장기적인 성장이 기대되는 물류센터/냉동창고 리츠
- 4) 아센다스(AREIT), 알렉산드리아(ARE): 비즈니스 시너지가 높은 산업/과학/바이오 클러스터에 투자하며 높은 안정성과 성장성을 동시에 갖추는 비즈니스 클러스터 리츠
- 5) 케펠리츠(KREIT): 싱가포르 오피스시장 호황과 더불어 앵커(스폰서)로부터 A급 오피스를 공급받으며 지속 성장 중인 오피스 리츠

표 1. 하나금융투자 글로벌 Top 10 성장형 리츠

(단위: %)

종목명	리츠 섹터구분	주가 수익률 및 배당지표						투자포인트 요약
		YTD	1Y	3Y	5Y	'20F DPS 성장률	'20F 배당률	
아메리칸타워 (AMT.US)	통신타워	-4.9%	14.6%	93.2%	151.1%	+18.9%	2.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 최대 통신인프라 리츠, 미국/신흥국에서 통신타워 임대</li> <li>2020년 하반기 이후 미국 5G 중대역 투자확대로 고성장 전망</li> <li>인도/북아프리카/남미 4G 투자는 높은 수익성으로 연결 기대</li> </ul>
에퀴닉스 (EQIX.US)	데이터센터	2.2%	35.1%	64.3%	198.7%	+8.0%	1.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 시총 1위 데이터센터 리츠, 24개국에 210개 자산 임대 중</li> <li>단순 공간임대를 넘어 '데이터 중개' 역할 확대 중</li> <li>장기적으로 탑라인/배당재원 두 자리수 성장 가능할 전망</li> </ul>
알렉산드리아 (ARE.US)	바이오 클러스터	-11.2%	3.1%	41.7%	70.2%	+4.6%	2.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 보스턴/캘리포니아 등 주요 바이오클러스터 투자 리츠</li> <li>과거 10년동안 4%이하의 낮은 공실률 유지, 높은 안정성 보유</li> <li>미국 생명과학/바이오테크 시장과 함께 장기성장 기대</li> </ul>
크라운캐슬 (CCI.US)	타워/스몰셀	-2.9%	12.0%	62.5%	95.4%	+6.3%	3.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 5G 익스포저 가장 높은 대형 통신인프라 리츠</li> <li>5G 시대 통신인프라 핵심 비즈니스(타워와 스몰셀) 모두 영위</li> <li>2020년 하반기 이후 미국 5G 중대역 투자확대로 고성장 전망</li> </ul>
프롤로지스 (PLD.US)	물류센터	-10.4%	13.7%	72.9%	115.5%	+5.9%	2.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 최대 물류센터 리츠로 미국 물류허브내 포트폴리오 보유</li> <li>'언택트 시대' 수혜 기대되는 리츠로 온라인유통과 함께 성장전망</li> <li>기존물류센터 대비 월등한 우량자산 보유, 낮은 공실률 유지 중</li> </ul>
아메리콜드 (COLD.US)	냉동창고	-3.3%	14.3%	N/A	N/A	+4.6%	2.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 유일 냉동창고 전문 리츠, 미국 내 시장점유율 2위</li> <li>선진국→신흥국으로 이어질 글로벌 콜드체인성장 최대수혜 리츠</li> <li>장기적으로 외형성장이 수익성으로 이어지며 배당 고성장 기대</li> </ul>
케펠디씨리츠 (KDCREIT.SP)	데이터센터	5.7%	54.9%	113.4%	182.9%	+14.6%	4.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>아시아 최초, 최대 데이터센터 리츠</li> <li>8개국에 17개 자산보유, 그 중 76.3%는 코로케이션</li> <li>포트폴리오 평균 임대율 93.6%, 평균 잔여임차기간 7.7년</li> </ul>
아센다스리츠 (AREIT.SP)	비즈니스 클러스터	-5.4%	3.4%	31.6%	51.0%	+2.2%	6.0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>캐피탈랜드를 스폰서로 둔 싱가포르 최대 규모 산업용 리츠</li> <li>4개국에서 198개 포트폴리오 운용, AUM 128억SGD</li> <li>최근 미국 사이언스파크 28개 매입, 시장 확대 지속</li> </ul>
메이플트리로지스틱스 (MLT.SP)	물류센터	-7.4%	15.2%	77.0%	79.4%	+2.0%	5.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>메이플트리인베스트먼트가 스폰서로 참여한 물류센터 리츠</li> <li>8개국에 143개 포트폴리오를 운용, AUM은 82.7억SGD</li> <li>공급체인 변화로 베트남과 말레이시아 자산군 수혜 전망</li> </ul>
케펠리츠 (KREIT.SP)	오피스	-21.3%	-21.1%	8.0%	4.7%	+4.7%	6.0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>싱가포르 CBD 내 랜드마크 오피스 빌딩을 보유한 오피스 리츠</li> <li>최근 2-3년간 낮은 공실률과 높은 수요로 오피스 시장 호황</li> <li>케펠랜드로부터 A급 오피스를 지속 공급, 안정적인 성장 기대</li> </ul>

주: 2020/3/27 종가 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 1. 왜 글로벌 성장형 리츠인가?

### 1) 부동산 투자의 시대

#### (1) 부동산 직접 투자와 간접 투자

부동산투자는 국내 투자자들에게 친숙한 이슈인데, 직접 투자만 그렇고 간접투자 시장은 체감이 먼 영역

한국 사람들에게 부동산 투자는 굉장히 친숙한 이슈이나 리츠는 가깝고도 멀다. 국내만 하더라도 리츠는 220여개 이상 존재하지만 10여개를 제외하고 모두 사모형태로만 존재하기 때문에 개인이 리츠에 대해서 제대로 알기 어려운게 사실이다.

글로벌 시장에서 리츠의 지위는 한국과 180도 다르다. 상장리츠의 수만 500여개가 넘을 정도로 리츠가 활성화 되어 있다. 상장 리츠의 시가총액이 해당 국가 주식시장 전체의 10%가 넘어가는 나라(싱가포르 등)도 존재하며(VS 한국 0.2%), 개별리츠 한 종목의 시가총액이 100조원에 육박하기도 한다.

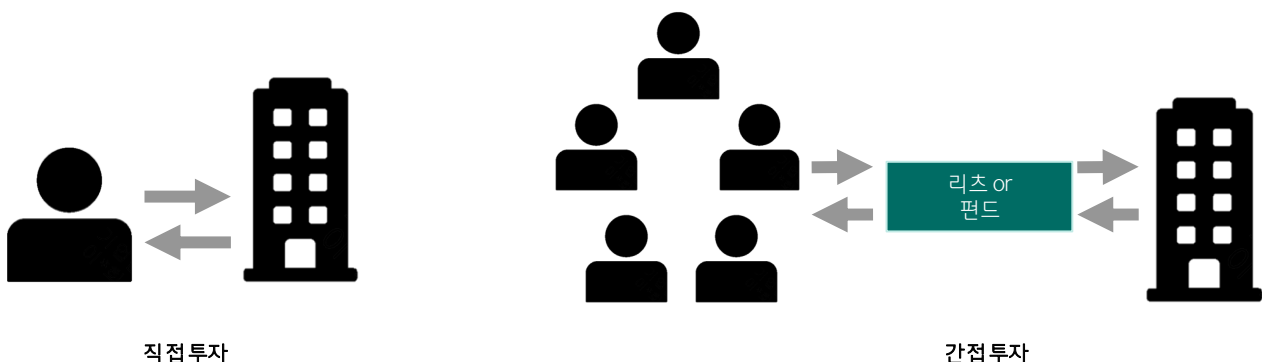
리츠는 부동산에 투자하는 것으로, 아파트 등 주택 외에도 다양한 상업용, 산업용 건물에 투자할 수 있게 함

리츠는 근본적으로 부동산에 투자하는 것으로, 흔히들 부동산 투자로 개인들의 아파트 투자를 떠올리기 쉬울 것이다. 개인이 이처럼 아파트에 직접 투자할 수도 있지만, 일정한 자본요건이나 자격요건을 갖추어서 리츠 설립인가를 받고, 그 리츠가 아파트를 매수할 수도 있다. 이렇게 투자자가 직접 부동산을 투자할 때는 직접투자라고 하며 ‘투자자-부동산’의 구조다. 그런데 리츠를 설립해서 리츠가 부동산을 매입하는 경우에는 ‘투자자-리츠-부동산’의 구조처럼 ‘투자자-부동산’인 직접 투자와 비교하여 간접투자라고 하며, 간접투자의 방법들도 다양하지만 리츠가 가장 대표적이다. 다른 간접투자 방식으로는 ‘투자자-부동산펀드(RF)-부동산’일 수도 있고, ‘투자자-일반기업-부동산’일수도 있고, 혹은 싱가포르처럼 ‘투자자-비즈니스 트러스트(BT)-부동산’일수도 있다. 결국 리츠는 부동산을 매입하는 것이라는 점에서는 똑같고 개인들이 직접 부동산에 투자하는 것의 단점들(부동산 전부를 사야하기 때문에 지분 매입이 아니라 총액을 인수하는 부담 등)을 상당히 보완하는 장점을 가지면서 전 세계적으로 간접투자의 핵심으로 떠오르고 있다.

리츠는 간접투자의 한 수단이며, 비슷하게는 부동산펀드가 있음

직접 투자 대비 간접투자의 장점과 단점이 존재하는데, 장점으로는 리츠를 통해서 부동산의 일부 지분만을 소액으로도 살수 있다는 점이 가장 클 것이다. 5천원, 1만원 등 초소액으로도 투자할 수 있는 게 리츠다. 소위 스타벅스 한잔 가격으로 스타벅스가 입점한 건물을 일부 살수 있는 것으로 간접투자과 리츠의 장점을 요약할 수 있다. 물론, 이뿐만이 아니다.

그림 1. 부동산 직접투자과 간접투자 차이





## (2) 왜 부동산인가

부동산은 투자대상 중 하나로 자리잡고 있고, 특히 리츠는 대체투자의 커다란 축으로 작용 중

부동산은 토지+건물로 구성되며 소유권이 거래되거나 혹은 사용권이 거래됨

부동산 가격은 토지가격과 건물가격으로 나눌 수 있고, 건물가격은 안정적이나 토지가격은 60년대부터 주요국에서 일제히 상승, 부동산 가격상승이 현실화 됨.

토지가격 상승은 토지수요대비 공급이 부족하기 때문, 도심 내 토지수요는 인구증가-도시화-기술발전-경제성장이 원인이나 공급은 환경규제-절차규제 등으로 충분히 토지가 공급되지 못하는 것이 나타났기 때문

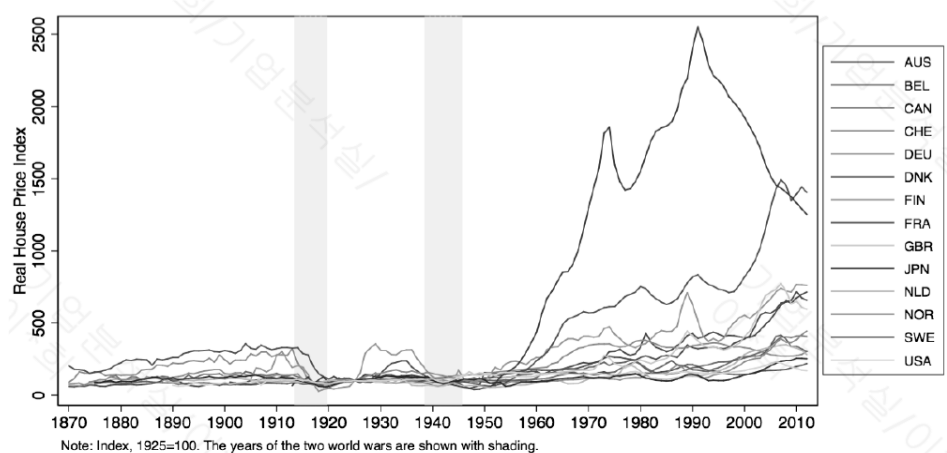
1960년대부터 토지가격이 주요국에서 일제히 상승, 부동산 가격상승이 현실화 되고 있음

부동산은 주식, 채권 등과 같은 투자대상의 하나로 보편적으로 받아들여지는 대안 중 하나다. 특히 자산배분 전략으로 대체투자(주식, 채권 등을 제외한 투자)가 떠오르면서 부동산 역시 투자의 주요 기관, 연기금, 펀드 등의 투자대상이 되었다. 개인들의 경우 이미 부동산을 자유롭게 사고팔며 현금흐름이나 차익에 대한 기대가 투자수요로 연결되고 있다.

부동산은 물리적으로는 토지와 건물로 구성되어 있고, 국내 민법상의 권리로는 사용권-수익권-처분권의 권리 합을 소유권이라 규정하고 있다. 이러한 토지 소유권을 인정하는 자본주의 국가에서 부동산의 가격은 토지와 건물의 총 합으로 평가를 한다. 한편, 일부 사회주의 국가에서는 민간의 토지 소유권을 인정하지 않는 경우가 많아, 해당 토지를 점유할 수 있는 권리 혹은 사용권(50~100년 등)만이 거래된다. 여전히 소유권은 국가소유인 경우다.

부동산의 가격상승이나 하락 등 가격에 대한 주요 14개국, 140년 이상의 초장기간에 걸친 장기 시계열데이터를 토대로 합리적으로 설명하는 것은 독일 본 대학의 카타리나 놀(Katharina knoll) 교수의 'No price like home(2014)'의 논문이다. 그는 논문에서 1870년부터 2012년까지 140년 넘는 기간의 주택실질가격을 분석했으며, 대부분의 국가에서 1870~1950년대까지는 실질가격 상승이 미미하다가 1960년대부터 급격히 상승하는 것을 발견하고, 이에 대한 분석을 수행한 바 있다. 그는 부동산 가격상승의 원인은 결국 '도시화와 도시 토지 공급의 축소'를 지적했고, 도시 토지 공급의 위축은 1) 1970년대부터 환경-제도적 규제 강화로 신도시나 도시 외연확장의 어려움과 2) 철도망 등 교통수단이 1970년대 들어 Peak out하는 점 등을 든다. 이로 인해서 도시 내 토지를 점유하는 것에 대한 대체비용의 급격한 증가가 있을 수 밖에 없으며, 부동산 중 건축물의 대체비용은 신기술 등으로 오히려 낮아질 수도 있지만, 도심 내 토지는 대체가 불가능하기 때문에 토지공급이 감소하면서 전세계적 토지가격상승 → 부동산가격 상승이 나타난 것을 지적한다.

그림 2. No price like home(2014, Katharina knoll)



자료 No price like home, 하나금융투자

### (3) 왜 리츠인가 1

리츠는 부동산 가치변화를  
그대로 반영

부동산투자가 유망하다면, 부동산투자를 리츠로 해야 하는 이유는 뭘까. 그것은 리츠가 부동산의 가치변화를 그대로 반영하는 훌륭한 수단이기 때문이다. 가령, 편입한 부동산의 시가평가를 연 최소 1회 이상 수행할 것을 제도화하고 있는 싱가포르의 경우, 상장리츠의 장기평균 시가총액은 NAV 1배에 수렴한다. 가령, 2000년도에 1,000억원에 매입할 때 시총이 1,000억원이라면, 그 건물이 2020년에 2,000억이 되었다면 시가총액도 2,000억원이 되는 식이다.

리츠가 편입한 부동산의  
가격 변화를 리츠 주가가  
그대로 반영

부동산의 가치변화에 따라 리츠 역시 가격이 장기적으로 수렴한다는 것은 어쩌면 당연한 얘기다. 그러나 이런 당연한 얘기가 항상 맞지는 않다. 가격과 가치가 항상 같이 가는 것은 아니어서다. 코스톨라니의 유명한 비유(가격은 산책나간 강아지의 랜덤워크, 가치는 주인이 쫓아 걸어가는 길)가 있듯이 말이다. 그러나 최종적으로는 리츠가 편입한 부동산의 가격 변화를 리츠 주가가 그대로 반영한다. 이는 상장된 거의 모든 리츠들에서 나타난 현상이다.

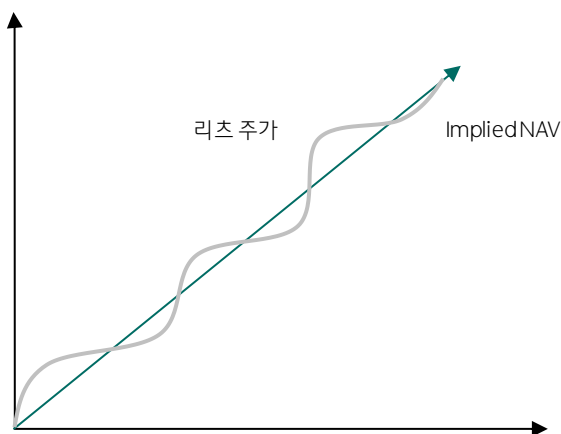
해외의 경우에는 말할 것도 없지만, 국내의 경우만 보아도 그렇다. 신한알파리츠의 경우, 첫 공모상장한 가격은 판교 크래프톤타워를 시가 대비 비교적 낮은 가격으로 인수한 가격이었다. 그리고 이후 판교 역세권의 성장과 함께 부동산 가격상승에 대한 기대가 더해져, 신한알파리츠의 주가는 상승했다. 신한알파가 보유한 크래프톤 타워의 시가평가를 하지 않았지만, 해당 주변의 부동산 가격은 일제히 상승했으므로 이 건물 역시 시장가격은 상승했을 것이라 추정가능하고, 이 상승을 주가가 그대로 반영한 것이다.

한편, 오프라인 유통업을 기초로 하는 리츠의 경우에는, 오프라인 유통업의 전망에 따라서 현재의 부동산 가치보다 미래의 부동산 가치가 좀 더 내려가 있을 것이라고 생각하는 투자자들이 많다. 이런 컨센서스는 시장 내 부동산 가격의 변화로 이어지고 리츠 주가는 이런 부동산 가치변화를 반영하는 것이어서 자연스런 주가조정 이유가 된다.

순자산가치 변화에  
리츠 주가 역시 연동

이처럼 국내/해외에 상장한 상장리츠의 주가와 순자산가치의 변화, 혹은 순자산가치가 변하는 환경(업황과 거시경제요건)들의 변화에 따라서 리츠 주가 역시 이에 연동되며 높은 상관성을 보인다는 것을 확인할 수 있었고, 이러한 점이 리츠 투자의 큰 장점이다.

그림 3. 리츠의 주가와 NAV



자료: 하나금융투자

그림 4. 국가별 주요 리츠 P/NAV

리츠 명	시가총액 (백만 USD)	배당률	Price / NAV
Prologis (미국)	68,456	2.4%	1.98
Equity Residential (미국)	30,964	2.9%	2.15
Americold Trust (미국)	6,625	2.3%	1.85
Nippon Building (일본)	11,297	2.5%	1.58
Japan Real Estate (일본)	9,922	2.6%	1.41
Nippon Prologis (일본)	6,886	3.0%	1.37
Capitaland Mall Trust (싱가포르)	6,634	5.3%	1.18
Ascendas REIT (싱가포르)	8,519	5.1%	1.51
Mapletree Logistics (싱가포르)	5,128	4.3%	1.58
Keppel REIT (싱가포르)	3,028	4.5%	0.91

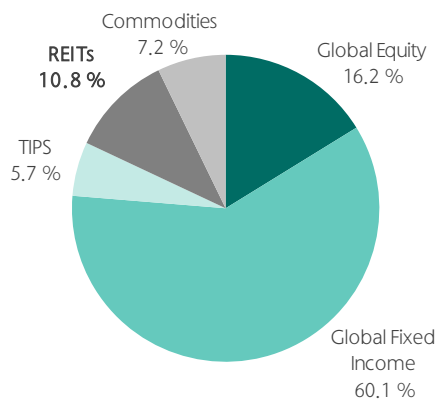
자료: Bloomberg, 하나금융투자

#### (4) 왜 리츠인가 2

##### 대체투자의 한 수단으로 자리잡은 리츠

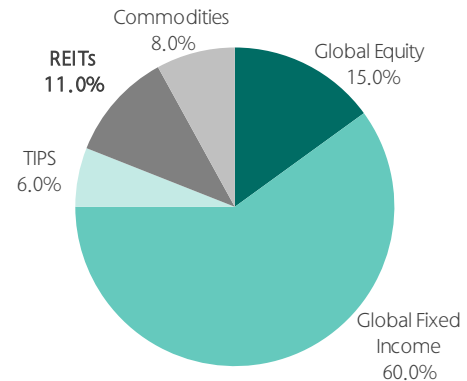
리츠에 투자해야 하는 두번째 이유는 Money Flow 관점에 있다. 리츠는 대체투자의 상당한 한 축으로 자리잡고 있고 점차 확대중에 있다. 캘리포니아 연기금인 CalPERS는 펀드별로 리츠의 편입비중을 정하고 있다. 자산배분의 원칙은 국가, 상품, 만기 등 자산성격에 따라 분산하는 것이고, 리츠 역시 대체투자의 한 부류에서 아예 별도로 리츠라는 항목을 둘 정도로 비중이 높아졌다. 호주 연기금 ASFA(Association of Superannuation Funds of Australia) 역시 리츠를 포함하는 자산배분 전략을 수립하고 있다. 인프라에 6%, 상장부동산에 3%, 비상장부동산에 5% 투자 등 자산배분의 다양성 추구하고 있다

그림 5. CalPERS LTCF 자산배분 현황



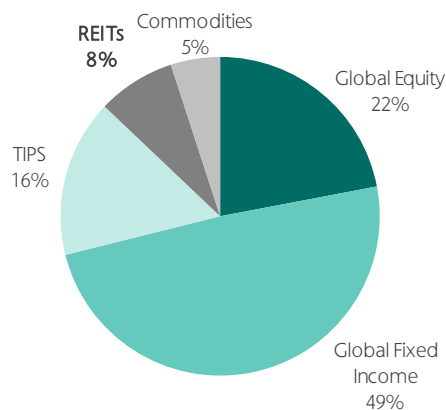
자료: 2018-2019 Comprehensive Annual Financial Report, 하나금융투자

그림 6. CalPERS LTCF 자산배분 타겟 비중



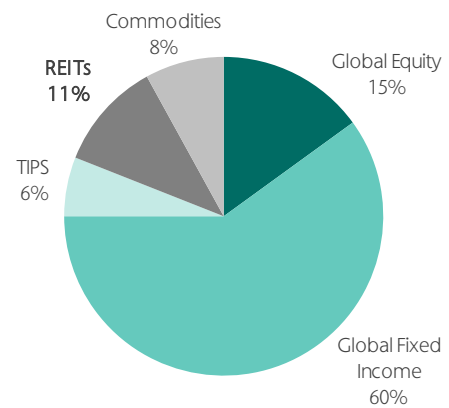
자료: 2018-2019 Comprehensive Annual Financial Report, 하나금융투자

그림 7. CalPERS LRF 자산배분 현황



자료: 2018-2019 Comprehensive Annual Financial Report, 하나금융투자

그림 8. CalPERS LRF 자산배분 타겟 비중



자료: 2018-2019 Comprehensive Annual Financial Report, 하나금융투자

표 1. 호주 ASFA 자산배분 현황

(단위: %)

글로벌 주식	25
호주 주식	22
호주 채권	12
연금	10
글로벌 채권	9
인프라	6
비상장 부동산	5
비상장 주식	4
상장 부동산	3
기타	3

자료: ASFA, 하나금융투자

## 2) 성장형 리츠의 시대 개막

### (1) 리츠 투자의 기본인 배당을 넘어

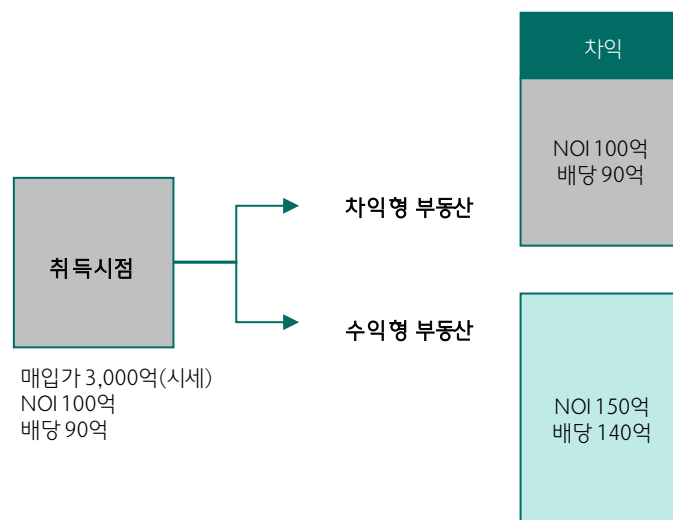
부동산의 가격상승이 구조적으로 발생하여, 이에 기반한 수익을 현실화하는 방법은 현금흐름과 차익실현의 두가지가 존재한다. 국내 투자자들에게 ‘리츠에 투자’할 것을 권유하는 경우 대부분은 리츠 투자를 현금흐름 위주의 배당주 컨셉으로 접근하는 경향이 있다고 보여진다. 리츠는 아무래도 실물 부동산을 매입하고, 부동산에서 발생하는 NOI(순영업이익, Net Operation Income)를 기반으로 사실상 90%이상을 완전배당하기 때문에, 리츠 = 배당이라는 공식이 받아들여진다.

대부분의 국가에서 법인세법령에는 이익의 90%이상을 배당할 경우 법인세를 면제해주고 있는데, 리츠가 대표적으로 법인세 면제를 받는 상품이다. 이처럼 리츠의 배당성향이 높은 만큼, 배당수익률의 한 축으로 리츠를 고려하는 것은 당연할 것이다.

그러나 배당은 기업이 보여주는 성장의 한 단면일 뿐이다. 어떤 기업들은 배당을 전혀 증가시키지 않고서도 놀라운 성장을 한다. 배당에 대해서도 워런 버핏의 유명한 말이 있는데, 기업의 ROE가 더 높다면, 배당을 할 필요가 없다는 것이다. 이처럼 자본 재투자를 통한 ROE가 높은 경우 배당은 오히려 성장재원의 감소로 이어진다. 그는 실제로 과거에도 기부할 수 있었지만 더 부자가 된 후 기부하겠다고 한 바 있는데 이는 그가 전성기 시절(전 생애가 전성기지만)너무나 높은 ROE를 내고 있었기 때문이었다. 마찬가지로 배당 그 자체는 성장한 기업들이 보여줄 수 있는 많은 결과물 중 하나이므로, 배당만이 리츠의 투자포인트는 아니다. 우리는 배당보다 더 높은, 리츠 투자의 성과에 연결되는 키 팩터를 도출하였다.

배당은 기업이 보여주는  
성장의 한 단면,  
리츠 투자의 성과에 연결되는  
키팩터를 새로 도출

그림 9. 부동산의 가치 추정



자료: 하나금융투자

‘성장’이라는  
리츠투자의 새로운 기준

## (2) 성장형 리츠란 4차산업에 필수적인 부동산을 보유한 리츠를 의미

리츠투자의 새로운 기준으로 ‘성장’을 제시한다. 성장형 리츠는 다소 어감이 어색할지도 모르겠다. 배당을 주는 부동산이 성장주라고? 라는 질문이 나올법도 하다. 그렇지만 실제로 성장형 리츠는 존재하며 부동산 역시 성장이라는 주제와 잘 어울릴 수 밖에 없다.

가령, 5G 기술투자와 인프라 투자가 확대될 것이라고 생각되는 상황에서의 수혜주들을 찾아본다면 당연히 버라이즌, AT&T를 포함한 통신서비스 기업들이 먼저 떠오르지만, 이들 통신서비스 기업들을 고객으로 두고 5G와 관련한 통신망 인프라인 셀 타워(Cell Towers)나 스몰셀(Small Cell) 등 커뮤니케이션 인프라 부동산을 보유한 아메리칸타워, 크라운캐슬과 같은 리츠가 각광받는다. 리츠가 보유한 부동산이 일반 부동산이 아니라 기술혁신 산업이나 신성장 산업에 반드시 필요한 부동산이기 때문이다. 그리고 리츠는 부동산의 가치변화를 주가로 그대로 나타내므로 이런 리츠들은 배당수익률보다 성장율이 주가의 키 팩터가 되는 것이다.

마찬가지로 온라인 쇼핑 등이 활성화 되면서 오프라인 유통업이 침체중이지만 아마존, 알리바바, 쿠팡 등 온라인 유통업체들이 게임체인저가 된다. 그리고 이러한 게임체인저급 고객들을 보유하고 이들에게 물류센터나 냉동창고 등의 시설을 임대 해주는 리츠들, 즉 온라인이 산업 확대에 반드시 필요한 산업용 시설과 물류시설, 냉동창고 등을 보유한 리츠들 역시 성장산업이 된다. 이러한 프롤로지스, 아메리콜드, 메이플트리 로지스틱스 등이 있다.

구글, 페이스북, 아마존 등 클라우드 시장의 성장에 반드시 필요한 데이터센터도 성장산업에 필수불가결한 부동산이다. 이런 데이터센터들을 글로벌하게 공급하면서 코로케이션/홀세일 사업을 수행하는 리츠는 에퀴닉스, 케펠DC리츠, 디지털리얼티 트러스트 등이 있다.

성장산업의 부동산을 보유한 리츠가  
성장형 리츠

성장하는 산업에 반드시 필요한 핵심 부동산이나 인프라 등을 보유한 리츠, 이런 리츠들이 성장형 리츠다.

그림 10. 에퀴닉스 데이터센터 IBX 내부



자료: Equinix, 하나금융투자

그림 11. 프롤로지스 물류창고 내부



자료: Prologis, 하나금융투자



### 3) 성장형 리츠 답다이크

#### (1) Top line growth와 DPS growth

하나금융투자는 전 세계 상장된 500여개의 상장 리츠들을 탐다운 분석과 바텀업 분석을 수행하였다. 특히 성장형 리츠에 해당하는 기업들에 대해서는 인텔스한 분석을 진행하였고, 본 보고서를 통해서 소개하고자 한다.

AUM 증가와 낮은 공실률로  
해당 부동산에 대한  
니즈를 확인 가능

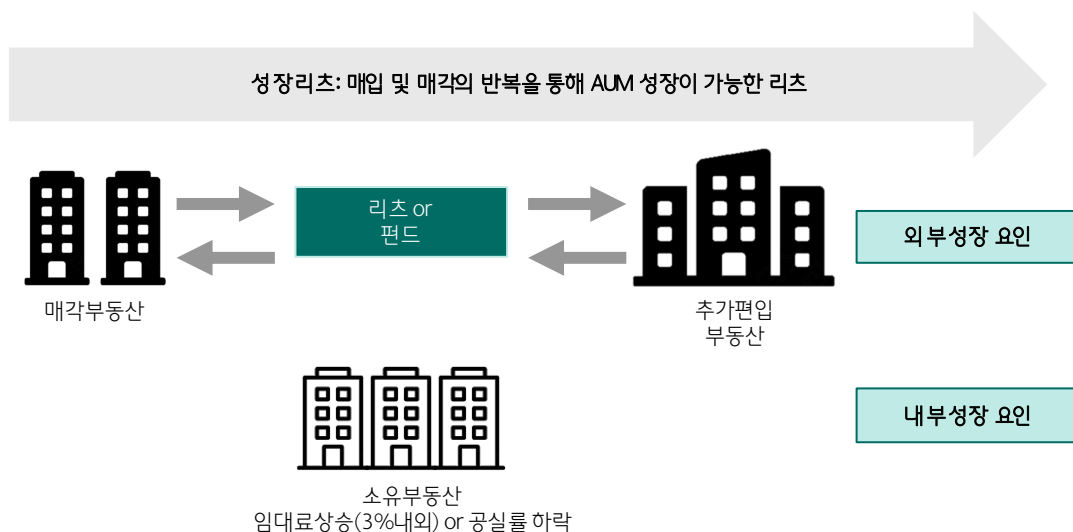
종전 임대차 계약 만기 후  
더 높은가격으로 임대계약을 할 때  
탐라인 초과성장이 발생

먼저 성장에 대한 기준을 제시하겠다. 성장은 Top line 성장과 DPS의 성장 기준을 적용하였다. 통상적으로 리츠의 매출액은 부동산 임대료가 대부분인 경우가 많다. 그리고 임대료의 경우 전년비 상승률이 3% 이내로 계약이 되어 있는 경우가 일반적이다. 그런데 탐라인이 10%이상 성장하려면 어떻게 해야 할까? 리츠는 부동산을 추가적으로 지속해서 편입하면서 매출액 성장을 이어가게 되는데, 이 경우 편입 부동산의 규모(AUM)을 늘리면서도 동시에 임대율이 높아 공실률이 낮은 상태가 유지되고 이러한 추세가 장기적으로 이어질 때 해당 부동산들에 대한 시장의 니즈가 높다는 것이 확인된다. 이러한 과정에서 종전 임대차 계약이 만기되고 새롭게 임대계약을 체결하게 될 때 보다 높은 가격으로 임대차 계약을 맺게 되면 서도 탐라인 초과성장이 나타난다. 요약하면 다음과 같다.

리츠가 편입하는 부동산에 대한 시장의 니즈 확대 → 리츠가 부동산을 지속 편입하면서 공실률이 낮은 수준이 유지되고 매출액 성장 지속 → 종전 임대차 계약의 신규 갱신시 초과임대료 상승 → 편입 부동산의 니즈 확대(반복)다.

이 과정이 반복되면서 탐라인 성장이 하이싱글, 혹은 두자릿수로 나타나게 된다면, 리츠의 배당성향을 이론상 배당가능이익의 90%로 봤을 때 배당규모 역시 하이싱글, 두자릿수로 그대로 바텀라인까지 이어진다. 이러한 리츠가 성장형 리츠의 일반적 사례다.

그림 12. 성장리츠 Top line growth



자료: 하나금융투자

## (2) 자산재평가를 통한 성장의 의미

취득원가 방식 부동산 Booking은  
부동산 가치변화를 제대로  
보여주지 못함.

부동산의 경우 일반적으로 대부분의 국가에서는 취득원가를 재무제표에 기표한다. 그리고 건물에 대해서 감가상각을 진행하게 된다. 한국을 포함하는 많은 나라에서 투자부동산이나 유형자산에 대해서 취득원가법을 적용하고 이러한 취득원가에서 감가상각하는 방식을 통해서 해당 재무제표에서 차지하는 비중이 점차 낮아지게 된다.

그런데 부동산은 토지와 건물로 구성되어 있고, 건물분에 대해서 감가상각을 진행하여 잔존 가치가 제로가 되더라도 토지분에 대해서는 감가상각이 없으며, 실제 세상에서 토지가격은 오히려 올라가서 합산 부동산 가치(토지+건물)이 취득시점 대비(토지80+건물20)이라고 하면 건물 감가상각 종료시점에서는 합산가치가 토지150+건물0이 되는 경우가 더 빈번하게 나타난다. 이러한 토지+건물로 합쳐서 소유권을 거래하는 매각/매수인 경우, 이 리츠는 부동산 매각이익이 발생하게 되며 이러한 매각이익 역시 배당 재원이 된다.

매각이익도 부동산 투자수익이고,  
리츠 배당재원

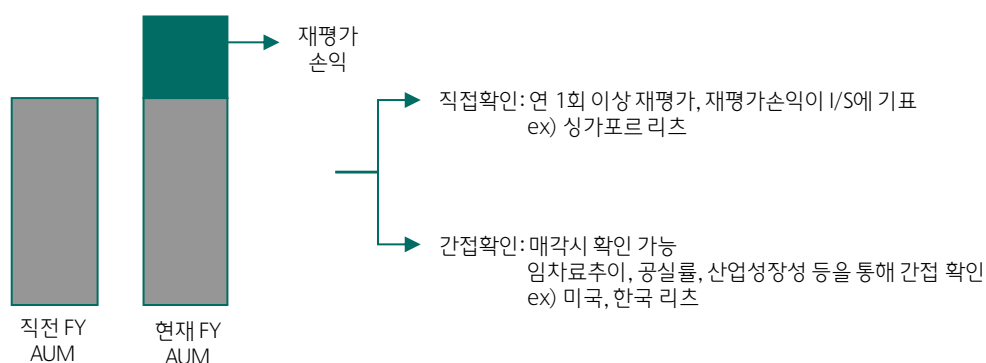
이러한 매각이익도 리츠 투자와 배당재원 중 커다란 비중을 차지한다. 이러한 매각이익 혹은 자산재평가를 통한 이익도 이익성장 및 배당성장의 핵심이다. 결국 싱가포르처럼 자산재평가를 통해서 매년 당기순익을 늘리거나, 혹은 미국의 리츠처럼 자산재평가 없이 진행하지만 결국 매각차익을 통해서 총 부동산 생애주기의 IRR이 높아지거나 하는 것은 결국 같은 개념이다. 심지어 건물 매각에 따른 현금유입 시기마저도 같다. 회계상의 이익실현 시점만 다를 뿐인 것이다.

미국의 경우 일반적 영업손익(NOI) 외에 자산매각손익 등을 반영하여 FFO(Funds from operation)를 계산하며, Capex 투자 등까지 추가로 고려한 Adjust FFO가 배당재원이 된다. 이 내용은 뒷 부분에서 자세히 다루겠다.

한편, 싱가포르의 매년 자산재평가를 하며 이러한 평가이익을 반영하여 당기순이익을 도출한다. 반면, 배당가능재원은 재평가금액이 빠진 금액이 되며, 이 역시 후술하겠다.

리츠는 부동산에 투자하는 것이고, 부동산 투자는 자본차익과 현금흐름 양 부문에 투자 아이디어가 존재할 수 있다. 좋은 부동산을 싸게 사서 비싸게 팔 수 있는 경우, 그 어느 리츠라 하더라도 투자자들은 수익을 낼 것이다. 반면, 좋지 않은 부동산을 비싼 가격에 사들일 경우, 어떤 투자자라도 손해를 볼 수 있다. 간단한 이치다.

그림 13. 재평가손익 직접확인과 간접확인



자료: 하나금융투자

#### 4) 성장형 리츠 포트폴리오

##### (1) 5G의 시대, 통신타워와 스몰셀

5G는 IOT시대와 자율주행 시대에 필수불가결한 기술로 초고속 통신망의 5세대를 의미한다. 저속 광역망인 6GHz 이하 주파수 대역과 초고속 근거리망에 쓰이는 밀리미터파(mmWave, 28GHz)의 두 개로 나뉘어져 있다. 5G 기술 중 특히 밀리미터파의 경우 사실상 최고기술 수준으로 LTE 대비 20배 속도와 저 지연(Low Latency)을 자랑하며, LTE가 통상 20ms의 지연속도지만 5G 28GHz에서는 지연시간이 1ms 이하로 줄게 된다.

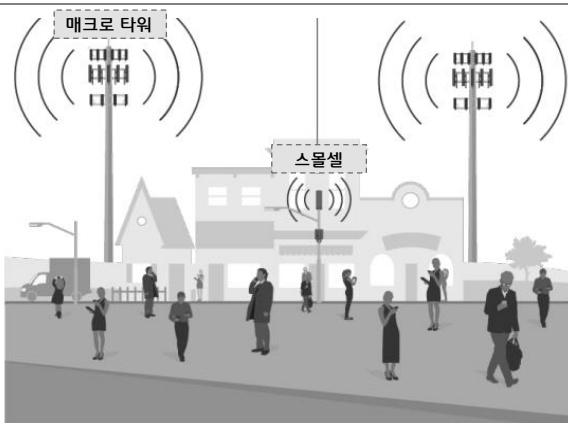
5G시대 자율주행차의 경우 주변의 모든 사물들과 실시간으로 통신을 하면서 주행을 한다. 현재 테슬라의 NOA(Navigation on autopilot)를 해 보면 주변 모든 사물들과 상호연동 하면서 주행하는 것을 알 수 있다. 그런데 시속 100km의 속도로 차가 달릴 때 1초에 움직이는 거리는 27m가 되며, 현재의 LTE 상황에서 20ms의 이상의 레이턴시가 존재한다면 차가 주변을 확인하고 제동하는데 걸리는 시간동안 관성으로 나아가게 되는 거리가 1m 이내가 된다. 그러나 28GHz의 밀리미터파를 이용하고 레이턴시가 1ms 이하로 낮아진다면 2.7초 이동 후 차는 곧바로 제어를 할 수 있게 된다. 즉, 상황이 나타나자마자 100km로 이동하는 차가 2.7cm만 이동하고 제동하는 수준의 통신속도를 확보하게 되는 개념이다.

2020년 미국 통신사들의 중점은  
5G 커버리지 확대,  
매크로 타워 중심 임대수요  
확대 정망

통신기술의 발전에 상응하는 통신인프라 장비 중 대표적인 것이 통신타워(Cell Tower)와 스몰셀(Small Cell)이다. 현재시점에서 미국 인프라(통신타워) 리츠의 장래성장 동력은 간단히 세 가지로 정리할 수 있는데 ① 2020년 미국 4대 통신사들의 5G 커버리지 확대에 따른 기존 매크로 타워 임대료 상승효과 (매크로 타워 부착장비 변화에 따른 임대료 상승) ② 대도시 지역 밀리미터파(mmWave) 5G망 확대에 따른 스몰셀 수요 증가 ③ 인도/남미 등 신흥국 4G LTE 커버리지 확대에 따른 신흥국 매크로타워 수요 증가이다.

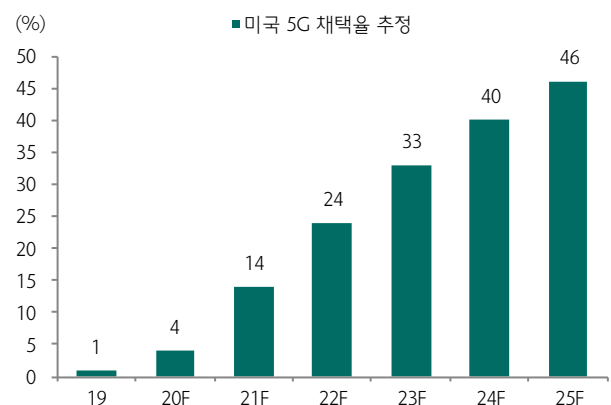
새로운 통신망의 구축은 기본적으로 '선 Coverage → 후 Capacity'의 순서로 진행되는데 2020년의 미국 통신사들의 중점이 5G 커버리지 확대인 만큼 매크로 타워를 중심으로한 임대수요가 강하게 나타날 것으로 기대된다. 미국 통신 5G 대역폭에서 커버리지(매크로 타워)에 사용될 대역폭은 범위가 좁은 밀리미터파 보다는 600Mhz 수준의 낮은 대역폭이 될 것으로 추정되며 이후 스몰셀 장비에서 밀리미터파가 활용될 것으로 보인다.

그림 14. 통신 매크로 타워와 스몰셀



자료: Crown Castle International, 하나금융투자

그림 15. 미국 5G 채택율 추정



자료: AV&Co, Statista, 하나금융투자

## (2) 클라우드 컴퓨팅 시대, 데이터센터

클라우드 공급사와  
콘텐츠 공급사의 투자확대로  
데이터센터 임차 수요 증가 중

데이터센터는 '캐비닛' 단위로  
임대를 내어주는 코로케이션이 주,  
임대료는 전력비용에 기반

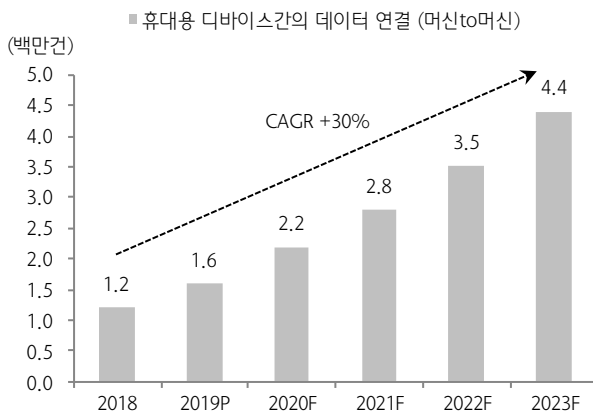
4차산업혁명 관련 기술들의 구체화로  
데이터센터 리츠들의 필요성도  
서버상호연결과 같은 서비스  
형태로 변화

최근 몇 년동안 'AWS, MS Azure, CGS'와 같은 하이퍼스케일급 클라우드 공급사들과 '넷플릭스/디즈니'와 같은 콘텐츠 공급사들이 데이터센터 투자를 확대하는 가운데 임대형 데이터센터의 높은 임차수요 또한 지속되고 있다. 임대형 데이터센터는 '캐비닛' 단위로 임대를 내어주는 코로케이션(Colocation)서비스를 핵심사업으로 영위하는데 임대료는 각 업체가 사용하는 유틸리티 비용(전력비용)에 기반하는 것이 일반적이다.

데이터센터 리츠들은 2000년대 초반 이후 인터넷의 발달과 함께 대형 금융회사나 IT업체들이 넓은 서버실을 필요로하게 되며 점차 주목받기 시작했다. 2015년까지 데이터센터 리츠들의 주요 임무는 안정적인 유틸리티 공급과 시설보안 등 말 그대로 물리적인 공간을 관리하는 것이었다. 이후 클라우드컴퓨팅, 5G, 사물인터넷 등 4차산업혁명과 관련된 기술들이 점차 구체화(Define)되며 데이터센터 리츠들의 필요성도 과거 단순 공간관리에서 서버상호연결과 같은 서비스 형태로 변화해왔다. 이를 증명하듯 데이터센터 리츠들의 핵심 임차인구성 또한 과거에는 일반 엔터프라이즈급 기업이나 금융회사들이 높은 비중을 차지했으나 현재는 초대형 클라우드 공급사와 통신사들이 높은 비중을 차지하고 있다. 이는 '데이터센터'라는 공간 자체가 가지는 역할이 과거와 확연히 달라졌다는 것을 의미한다.

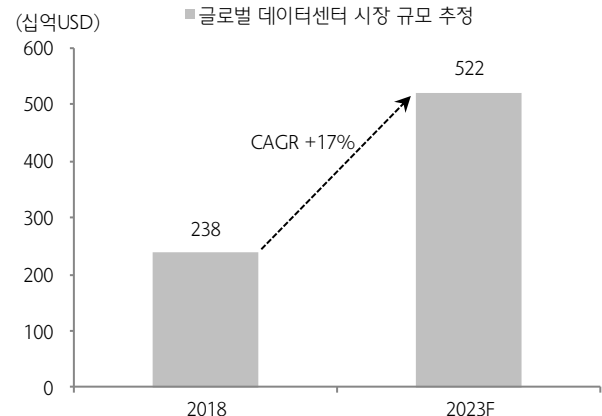
이러한 변화와 함께 나타난 서비스가 상호연결(Interconnection)이다. 상호연결은 각 기업들이 글로벌 사업부간의 서버연결을 저지연(Low-Latency)상태로 원활하게 할 수 있도록 도와주는 서비스다. 재밌는점은 초대형 클라우드 공급사들이 제공하는 IaaS(Infrastructure as a service) 형태의 클라우드가 점차 서버를 대체하기 시작하면서 데이터센터 리츠도 이들과 협력하기 시작했다는 점이다. 이에 따라 현재는 기업들이 데이터센터 리츠에 서버를 임대함으로써 클라우드 컴퓨팅 서비스를 받을 수 있게 되었다. 이는 무궁무진해질 상호연결의 시작을 의미한다는 점에서 투자매력도가 매우 높다. 미국에는 대표적으로 에퀴닉스(EQIX), 디지털리얼티트러스트(DLR), 사이러스원(CONE)등이 있으며 아시아에는 케펠DC가 대표적인 데이터센터 리츠이다.

그림 16. 글로벌 디바이스 간 연결은 연 30%의 속도로 증가할 전망



자료: Cisco Annual Internet Report, 2018-2023 (20/3/9 발간), 하나금융투자

그림 17. 데이터 인프라 역할을 하는 데이터센터 시장 역시 고성장 기대



자료: Technavio Market Research, 하나금융투자

### (3) 하이테크 건축물 – 바이오/비즈니스 클러스터

비즈니스 클러스터는  
캘리포니아의 실리콘밸리,  
뉴욕의 월스트리트,  
보스턴 및 샌프란시스코  
바이오클러스터 등  
특정 산업의 공급사슬 형성

비즈니스 클러스터는 특정 산업의 이해관계자들이 지리적으로 가까운 위치에 모일 때 형성된다. 미국의 유명한 비즈니스 클러스터로는 캘리포니아의 실리콘밸리, 뉴욕의 월스트리트, 보스턴-샌프란시스코의 바이오클러스터를 예로 들 수 있겠다. 실리콘밸리의 경우 1950년대 초반 몇 개의 컴퓨터 및 집적회로 제조업체들이 캘리포니아에 몰려들면서 시작되었고 이후 IT 클러스터의 중심이었던 휴렛 팩커드, 베리안, 애플과 같은 대형업체들과 공급사슬을 공유하려는 다양한 중소기업체들이 몰려들면서 거대한 비즈니스 권역을 구성하게 되었다. 이렇게 형성된 클러스터는 공급사와 고객사간 공급사슬형성과 비즈니스 관계에서 높은 시너지를 보일뿐더러 R&D와 같은 연구개발분야에서도 긍정적인 효과를 나타내왔다. 미국 샌프란시스코의 바이오테크베이 또한 마찬가지였다. 이곳에는 로슈, 애브비, 길리어드사이언스와 같은 거대 제약사와 바이오테크업체들이 거대한 바이오테크 클러스터를 형성하고 있는데, 이들은 최근 연구활동과 개발동향공유, 바이오 연구원들간의 관계형성, 정부지원등의 이유로 클러스터를 형성하기 시작했으며 1980년대부터 높은 비즈니스 시너지를 이어오고 있다.

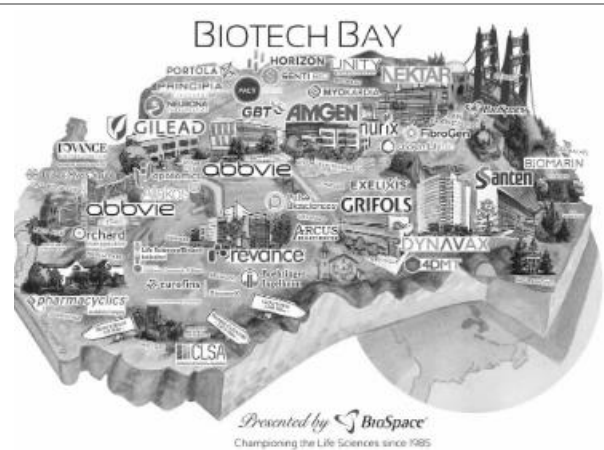
우리가 접근해야할 부분은 이런 클러스터 부동산에 투자하는 리츠들이다. 비즈니스 클러스터에서는 각종 비즈니스 시너지 효과 때문에 임차인이 이탈하는 경우가 많지 않다. 이에 따라 클러스터 부동산은 대체로 낮은 공실율과 안정적인 임대료상승을 보인다. 미국 오피스 리츠 알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE)는 대부분의 포트폴리오가 미국 바이오클러스터 오피스인데 최근 3년 클러스터 내 운영 포트폴리오의 공실율이 3%미만을 유지하는것을 확인할 수가 있다. 아시아 리츠로는 글로벌 과학단지에 투자하는 아센다스 리츠등이 대표적이다.

그림 18. 캘리포니아 실리콘밸리 클러스터



자료: Siliconvalleymaps, 하나금융투자

그림 19. 샌프란시스코 바이오테크베이 클러스터



자료: Biospace, 하나금융투자

표 2. 알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE) 보유 부동산 지역별 연평균 임차인 점유율

(단위: 점유율%)

	2017FY	2018FY	2019FY
보스턴 대도시권	96.6%	98.7%	99.1%
샌프란시스코	99.6%	100.0%	98.3%
뉴욕시티	99.8%	98.3%	99.2%
샌디에이고	94.5%	94.7%	92.3%
시애틀	97.7%	97.7%	98.7%
메릴랜드	95.2%	96.8%	96.7%
리서치 트라이앵글	98.1%	95.4%	96.5%
클러스터 평균	97.4%	97.4%	97.3%
비 클러스터 평균	78.4%	79.0%	80.1%

자료: Alexandria Real Estate, 하나금융투자



#### (4) 물류시설과 냉동창고

##### 언택트 시대 도래로

##### 온라인 배송이 트렌드로 거듭남

온라인 배송은 언택트(Untact)시대의 도래와 함께 글로벌 ‘빅 트렌드’로 거듭나고 있다. 최근 코로나19 사태로 국내와 해외를 막론하고 엄청난 물량의 이커머스 배송이 쏟아지고 있는데 국내에서는 쿠팡의 일일배송이 200만건에서 300만건 이상으로 증가했으며 이마트의 쓱닷컴도 1~2월 누적 매출이 전년대비 30% 이상 증가했다. 아마존과 월마트는 폭증하는 주문을 감당하기 위해 전세계 각각 10만명, 15만명의 직원을 추가 채용하기로 결정했다. 이후 세계적으로 코로나19의 확산이 끝나더라도 이번 ‘반강제 언택트’에 적응해버린 글로벌 소비자들의 온라인 소비성향은 하나의 장기적인 트렌드로 잡리잡을 전망이다.

##### 최근 온라인 리테일 판매 비중

##### 확대와 콜드체인 증가로

##### 글로벌 임대 물류센터 수요 확대

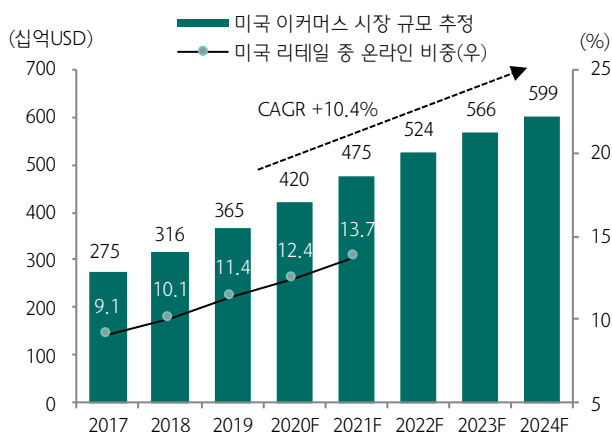
글로벌 임대형 물류센터의 주요 임차인은 ‘아마존’, ‘월마트’와 같은 메이저 온라인 리테일러와 ‘페덱스’, ‘유나이티드파슬서비스’, ‘XPO로지스틱스’와 같은 운송/물류업체들이다. 2008년 금융위기 이후 주요 선진국들의 물류재고 관리능력 향상과 배송체계의 발달로 글로벌 물류부동산시장은 물류허브를 중심으로 안정적인 성장세를 이어왔다. 미국의 핵심 물류허브인 펜실베이니아, 발티모어, 시카고, 달라스, 샌프란시스코 등 지역의 2019년 평균 임대료상승률은 전년대비 5%증가를 기록했는데 핵심 물류허브에서 여전히 높은 물류수요가 지속되고 있음을 알 수 있다. 최근 3년 간 미국 유통센터(Distribution Center)의 평균 공실률은 9.5~10.0%를 유지하고 있으며 (2019년 4분기 9.9%) 상대적으로 우량자산을 보유하고있는 미국 물류리츠의 공실률은 이보다 낮은 4~5%수준을 보이고 있다. 대표적인 글로벌 물류리츠로는 미국의 프롤로지스(PLD)와 싱가포르의 메이플트리로지스틱스(MLT)등이 있다.

##### 냉동물류시설 전문 임대리츠 등

##### 다양한 종류의 물류센터 리츠 등장

일반적인 물류센터 리츠 외에도 냉동물류시설을 전문으로 임대하는 리츠도 있다. 아메리콜드(COLD)는 2018년 1월 상장한 글로벌 유일의 냉동물류 리츠로 냉동창고(Temperature-Controlled Warehouse)시장 미국점유율은 23%로 2위를 차지하고 있다 (vs 1위 Lineage Logistics 29%). 신선도 유지가 필요한 식품/의약품의 물류유통과정은 향후 냉동저장/배송 기술의 발달과 함께 우선적으로는 미국과 낙농업이 발달한 선진국시장을 중심으로 성장할 것이 기대된다. 장기적으로는 평균기온이 높아 신선도 관리가 어려운 동남아와 북아프리카 등 신흥시장을 중심으로도 발전할 것이 기대된다.

그림 20. 미국 이커머스 시장 규모 추이



자료: Bloomberg, Statista, 하나금융투자

그림 21. 아메리콜드 냉동창고 내부 모습



자료: Refrigerated Transporter, 하나금융투자

## 2. 리츠 회계와 가치평가

### 1) 리츠의 ‘외부 성장’ 과 ‘내부 성장’

#### (1) 리츠의 외형성장 (Top-Line Growth)

리츠의 외형성장은

①외부성장(External Growth)와

②내부성장(Internal Growth)

두 가지 부분으로 구성

이는 임대수입의 원천이

기존 보유 부동산과 신규 인수/개발

부동산으로 나뉘기 때문

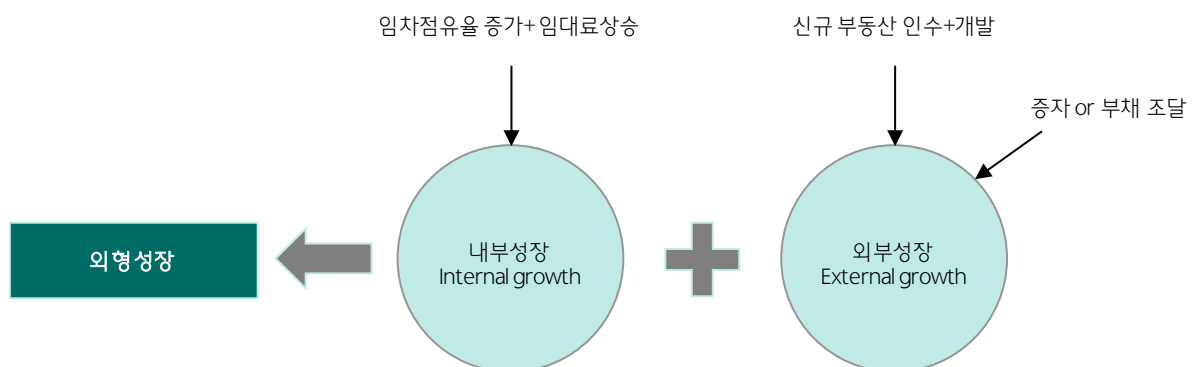
리츠 수익의 원천은 보유 부동산 포트폴리오에서 발생하는 임대수입이다. 국가를 불문하고 주식형 상장리츠는 매출총이익의 70~80% 이상을 부동산과 관련된 수입으로부터 발생하도록 제한하고 있다. 해당 요건을 충족할 경우 이중과세 방지를 위해 법인세를 감면해주는 혜택을 주는 것이다. 미국의 경우 미국 국세청(IRS)에서 허용한 TRS(Taxable REIT Subsidiary)와 같은 자회사를 통해 임대업이 아닌 기타 서비스를 통해 매출을 얻을 수 있게 되어있으나 본질적으로 리츠 이익의 75% 이상은 임대수입으로부터 발생하도록 규제하고 있다.

임대수입은 크게 두가지로 구성할 수 있는데 ① 기존 보유 부동산에서 발생하는 기존 임차들에 대한 임대료 수입(Rent Revenue)과 ② 신규 인수/개발한 부동산에서 새로운 계약을 통해 얻는 추가적인 임대료 수입이다.

신규부동산에서 새로 증가하는 계약은 아예 해당 리츠와 최초로 계약하는 새로운 임차인으로부터 비롯될 수도 있고 비즈니스 확장을 원하는 기존 임차인들과의 추가 계약에서 비롯될 수도 있다. 신규 인수/개발을 공격적으로 하는 리츠일수록 기존 임차인들과의 관계가 중요하게 작용한다는 것을 추측해 볼 수 있다. 리츠의 탑라인성장을 의미하는 임대수입성장, 즉 외형성장(Top-Line Growth)은 위에서 설명한 것과 같이 두가지 부분으로 나누어볼 수 있다. 즉 기존 보유 부동산 성장에 해당되는 ‘내부성장(Internal Growth)’과 신규인수개발 성장에 해당되는 ‘외부성장(External Growth)’이다.

참고로 기존에 보유한 부동산을 매각함으로써 얻는 부동산매각차익은 대부분의 리츠 회계에서 일회성 이익으로 간주되기 때문에 회계적으로 외형성장(Top-Line)의 구성요소라 보기는 어렵다. 다만 부동산매각차익은 보유현금의 증가를 의미한다는 점에서 따라서 신규부동산을 인수하거나 개발하는 투자재원으로 활용되며 이는 외부성장(External Growth)에 직접적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.

그림 22. 리츠의 내부성장과 외부성장



자료: 하나금융투자

내부성장은 기존 보유 부동산에서 발생하는 임대액의 성장을 의미

단위 임대료의 상승과 공실율의 하락은 내부성장을 촉진하는 요인

## (2) 내부성장 (Internal Growth)

우리는 경제학에서 ' $\Delta TR(\text{매출성장}) = F[\Delta P(\text{가격상승}), \Delta Q(\text{판매수량증가})]$ '라는 개념을 익히 들어왔다. 이를 활용하여 리츠의 내부성장 함수를 간단히 정리해볼 수 있다.

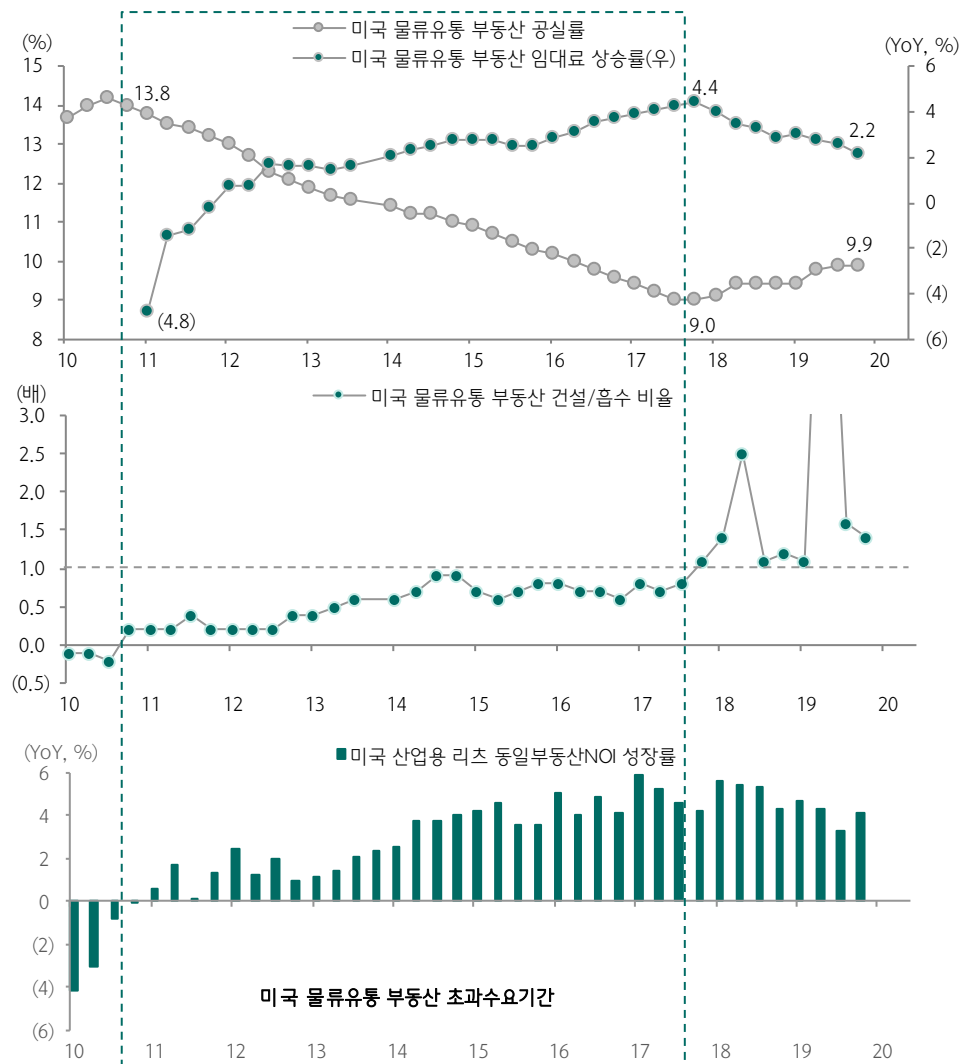
$$\Delta TR(\text{내부임대증액}) = F[\Delta P(\text{기존 부동산 단위임대료증가}), \Delta Q(\text{기존 부동산 공실률감소})]$$

기존 부동산 단위임대료(P)와 기존 부동산 공실률(Q)은 부동산 수요공급에 강력한 영향을 받는다. 간단한 예를 보자. 미국 부동산정보업체 라이스(REIS: Real Estate Solutions by Moody's Analytics)는 2010년부터 미국 물류유통부동산(Distribution Center)에 대해 분기별로 공실률과 유효 임대료 추이를 발표하고 있는데 미국의 물류부동산 공실률은 2011년 1분기 13.8%를 기록한 이후 2017년 4분기 9.0%까지 꾸준히 하락했다. 같은 기간 미국 물류부동산 임대료상승률(YoY)은 2011년 1분기 YoY -4.8%에서 2017년 4분기 +4.4%를 기록했다. 약 7년 동안 미국 물류부동산은 초과수요로부터 발생하는 수혜를 누린 것이다. 전미리츠협회(NAREIT)에서 공시하는 미국 산업용(물류) 부동산 동일부동산(Same Store) NOI(Net Operating Income)성장률 또한 해당 기간 동안 대체로 상승하는 모습을 보였다.

그림 23. 미국 물류유통부동산 주요 지표 추이

미국 물류유통 부동산은 2011년~2017년 초과수요 상태로 공실율은 하락하고 임대료 상승률은 증가하는 모습을 보임

해당 시기에 미국 물류리츠는 높은 내부성장(동일부동산NOI성장)을 시현한 것을 확인 가능



자료: REIS, NAREIT, Bloomberg, 하나금융투자

리츠의 내부성장은 기본적으로  
해당 부동산시장의 수요공급 상황이  
중요하게 작용

반면 2018년 1분기부터는 공실률이 상승하고 임대료상승률이 감소하는 모습을 보이고 있다. 미국 물류유통부동산시장의 초과수요기간이 끝나고 초과공급상태가 시작되었다는 것을 알 수 있다. REIS에서 발표하는 미국 물류부동산의 건설/흡수(Construction/Absorption) 비율을 살펴보자. 건설/흡수비율은 해당 분기내 신규건설(공급)된 부동산 면적과 신규임차(수요)된 부동산 면적을 나누어서 계산한다. 건설흡수비율이 2017년 4분기를 기점으로 1.0 배를 넘어섰는데 이는 미국 물류부동산시장이 초과수요상태에서 초과공급상태로 전환되었다는 것을 의미한다. 이에 대한 결과로 2017년 4분기 이후 미국 물류부동산시장 공실률은 2019년 4분기까지 2년동안 0.9%p 상승했고 연간 임대료상승률은 2.2%p 하락했다. 미국 상장 산업용 리츠의 동일 매장 NOI 성장률 또한 2017년 1분기 YoY +5.9%를 기록한 뒤 둔화되기 시작하여 2019년 4분기 YoY +4.1%를 기록했다.

\*참고로 미국 전체 물류부동산의 초과수요 상태는 2017년 하반기부터 끝났지만 주요 물류허브를 중심으로 높은 성장세가 나타나는 중

미국 물류부동산 시장의 사례로 알 수 있듯이 리츠의 내부성장은 기본적으로 해당 부동산에 대한 '수요공급'이 중요하게 작용한다. ① 먼저 공급은 시장의 심리, 즉 시장참가자들이 바라보는 부동산 전망에 달려있다. 국내 건설사들의 아파트 공급을 예로 들어보면, 분양하고자 하는 지역 시장의 부동산 가격이 하락하는 상황에서는 건설사들이 자체적으로 분양을 연기하는 경우가 있다. 초과공급이 심각한 수준이 아니라면 해당 아파트단지 분양이연은 단기적으로 수요공급 밸런스를 맞추는데 도움이 될 수 있다. 이는 결국 부동산 공급은 현재 예상되는 시장의 부동산 수요 수준 근거하여 따라 시차를 두고 발생하는 것을 의미한다. 부동산공급의 전방에는 부동산수요가 자리잡고 있는 것이다.

전통부동산에 대한 수요는 지역적인  
요소와 일부 매크로요인에 크게 영향  
받는 경향이 있음.

② 반면에 부동산에 대한 수요는 발생하는 요인이 다양하다. 바로 여기서 성장형부동산과 전통형부동산간의 차이가 나타난다. 우리가 익히 아는 전통형부동산(주거용, 오피스, 리테일, 의료시설 등)에 대한 수요는 대체로 (1) 교통/접근성 (2) 유동인구등과 같은 지역적인 요소에 크게 좌우되며 (3) 부동산가격이나 (4) 금리수준과 같은 매크로요인에도 크게 영향 받는다. 전통형부동산의 수요를 진작하는 요인들은 대체로 한계가 있기에 해당 부동산이 얼마나 우량(Prime)한지가 중요하게 된다. 성장정보다는 안정성에 무게중심이 가게 되는 것이다. 이 경우 해당 부동산의 가치는 결국 현재 그리고 앞으로 얼마나 안정적으로 임대수입을 창출할 수 있는지가 핵심이 되기 때문에 사람들의 관심은 현재 부동산을 투자했을 때 얻을 수 있는 수익(Income)에 대해 관심을 갖게 된다. 이 부분은 이후 '자본환원율(Cap Rate)'의 개념과 함께 다시 언급하겠지만 결론적으로 전통형리츠의 투자매력은 배당수익률이 크게 좌우지한다는 말이다.

따라서 전통형 부동산은 자산이  
얼마나 우량한지가 중요

반면 성장형 부동산은 수요의 원천이  
패러다임 변화와 연계되어 있음

성장형부동산(데이터센터, 통신인프라, 물류유통/냉동유통센터)은 조금 다르다. 물론 성장형부동산도 부동산이기에 지역 요인과 매크로요인이 중요하다. 다만 차이점은 성장형부동산은 그 수요가 대부분 4차산업혁명과 같은 새로운 패러다임의 변화와 강력하게 연관되어 있다는 점이다. 4차산업과 관련된 리츠의 밸류에이션이 높은 평가를 받는 이유도 여기에 있다. 이들의 수요를 이끄는 요인은 결국 (1) 선진국 5G도입과 신흥국 4G보급확대 (2) 데이터트래픽 증가 (3) 미디어콘텐츠 다양화 (4) 사물인터넷도입 (5) 온라인 유통시장성장과 같은 우리가 아는 4차산업혁명 패러다임과 연관되어 있다. 심지어 자율주행기술이나 우주산업의 발전과도 관련이 있다. 이러한 수요요인으로 인해 전통형부동산보다는 장기적으로 높은 수요가 기대된다는 특징이 있으며 내부성장에 있어서도 유리한 조건을 취한다.

장기적으로 높은 수요를 기대할 수  
있다는 특징이 있는 것

### (3) 외부성장 (External Growth)

리츠 외부성장의 성공 여부는 각 리츠의 인수개발 전략에 달려있음

우량 부동산을(혹은 잠재적으로 우량한 부동산을) 싼 가격에 살수록, 즉 초기 인수의 NOI Yield가 높을수록 리츠 전체 포트폴리오의 ROA는 상승함

\*신규자산인수(Acquisition)는 기존의 다른 업체 혹은 리츠가 점유하고 있던 자산을 인수하는 것. 따라서 시장차원에서 추가적인 공급을 불러일으키지는 않음

\*반면 ② 개발(Development)은 공급을 늘린다는 점에서 차이가 있음

외부성장은 신규자산에 대한 인수, 개발, 재개발을 통해 기존 보유자산에서 발생하는 임대 성장 외 추가적으로 얻는 외형성장을 의미한다. 외부성장의 성공여부는 각 리츠의 자산운용 전략, 특히 지역 부동산에 대한 투자전략에 따라 결정되게 되는데 지역별로 해당 부동산에 대한 시장상황이 다르기 때문이다. 이는 전통형부동산이나 성장형부동산이나 공통적으로 적용되는 부분이다.

기본적으로 리츠의 외부성장전략은 '우량 부동산'을 '좋은 가격'에 인수하는 것이다. 우량부동산에 대한 인수는 전체 자산 포트폴리오의 공실률을 낮추고 임대료상승률을 증가시키며 리츠 전체 부동산 포트폴리오에서 발생하는 수익(Return)을 높이는 효과가 있다. 우량한부동산을 싼 가격에 인수할 수록 자산대비투자성과(ROA)는 높아진다.

다만 '우량 부동산'의 정의는 전통형부동산과 성장형부동산에서 각기 다를 수 있다. 전통형부동산에서 '우량함'을 결정하는 요인은 앞에 내부성장에서 언급한 바와 같이 지리/인구적 요인이 큰 비중을 차지하며 부동산의 '우량함'이 지역적인 요인들에 의해 크게 좌우된다. 반면 성장형부동산은 산업의 혁신이나 성장이 부동산의 '우량함'을 결정하는 요인이 전반적인 패러다임의 변화라는 점에서 전통형부동산과의 차이가 존재한다. 즉 미래 부동산의 가치를 결정하는 요인이 좀 더 다양하다고 볼 수 있다. 임대형 데이터센터 시장을 예로 들어보자.

과거 글로벌 데이터센터는 비대해진 서버실을 체계적으로 관리하고자 하는 일반 엔터프라이즈 기업들의 수요가 전체수요에서 높은 비중을 차지했다. 글로벌 임대형 데이터센터 시장 자체도 규모가 크지 않았을뿐 더러 이를 뒷받침하는 통신인프라도 상대적으로 열악했다. 현재는 통신인프라와 클라우드와 같은 기술의 발전과 함께 아마존/마이크로소프트와 같은 클라우드 공급사들이 전체 데이터센터시장 수요에서 차지하는 비중이 상승하고 있다. 이들은 기존에 미국 내에서 초대형 데이터센터들을 운영하고 있었는데 최근 몇 년간 유럽과 아시아지역 서비스를 확대하며 미국 외 지역에서도 원활한 트래픽 확보가 필요하게 되었다.

이러한 시장상황과 맞물려 글로벌 1, 2위 데이터센터 리츠 에퀴닉스(EQIX)와 디지털리얼티(DLR)은 2019년부터 유럽과 아시아에서 초대형(하이퍼스케일) 데이터센터에 대한 인수/개발을 확대하고 있다. 즉 부동산의 수요를 진작하는 요인이 산업의 전반적인 트렌드, 즉 '클라우드 컴퓨팅 비즈니스의 확대'와 연동되어 있음을 확인할 수 있다.



## 2) 배당재원의 대한 가치평가: FFO와 AFFO

### (1) 정의와 특수성에 대하여

리츠에 대한 가치평가 방법은  
각 국가별로, 리츠 산업별로 상이한  
모습을 보임

이는 각 국가별로 리츠에 대한 회계  
기준이 다르고 리츠협회의 역할이  
다르기 때문

미국에서는 배당재원의 개념으로  
FFO와 AFFO를 활용

각 리츠가 공시하는 보충자료를  
통해 Non-GAAP 조정을 확인할 수  
있음

역사적으로 미국에서는 배당재원의  
성장율이 높은 리츠들의 주가가  
상대적으로 아웃퍼폼하는 모습을  
보여옴

리츠 회계의 특수성은 리츠의 밸류에이션 방법과 연결되는데 미국에서는 이미 우리에게 익숙한 FFO(Funds From Operation)와 AFFO(Adjusted Funds From Operation)등을 활용하는 것이 일반적이다. FFO의 경우 단순하게는 회계상의 당기순이익(미국의 경우 US GAAP기준)에서 회계기간동안 발생한 부동산관련 유무형상각비를 더해주고 여기에 회계기간동안 발생한 부동산매각손실(이익)을 가감하여 계산하는데 리츠의 특정기간 내 발생한 현금흐름을 보여주는데 활용된다.

이러한 방법은 리츠의 가치를 배당재원(Dividend Capacity)을 통해 평가해본다는 점에서 의미가 있다. 미국 리츠에서 FFO를 통한 기업가치평가가 일반적으로 활용되는 이유는 2002년부터 전미리츠협회(NAREIT)에서 제시하는 FFO 가이드라인이 존재하기 때문이다. 2018년 12월 NAREIT에서 발간한 <FFO White Paper>를 참고해보면 NAREIT에서 정의하고 있는 FFO조정은 크게 4가지 항목으로 앞서 언급한 바와 같이 '① 부동산관련유무형상각비 ② 부동산매각손실(이익) ③ 보유 부동산 지분조정에서 발생하는 손실(이익) ④ 부동산손상 차손' 등이다.

다만 현실적으로 각 리츠에게서 발생하는 일회성 이익/비용은 차이가 크다. 실제 Non-GAAP 기준으로 FFO와 AFFO를 계산할 때 많게는 10개 이상의 일회성 및 비 현금 항목에 대한 가감이 이루어지는데 개별 리츠마다 각 항목이 차지하는 비중과 항목의 구성은 상이한 모습을 보이고 있다. 이러한 이유 때문에 대부분의 리츠들은 NAREIT 정의 FFO를 공시함과 동시에 추가적으로 일회성 비현금이익/비용을 가감하여 자체적으로 FFO를 계산하게 된다. 사측에서 공시하는 'Non-GAAP 조정'에 대한 정보가 투명 할 수록 시장에서는 각 리츠의 배당재원가치를 평가할 때 기존에 NAREIT 정의 FFO가 아닌 각 리츠가 자체적으로 계산한 FFO와 AFFO를 이용하게 된다. 대부분의 미국 시가총액 상위 리츠들은 자체적인 Non-GAAP 조정에 대한 공시가 투명하기 때문에 시장에서도 이를 주류로 보고 활용하는 편이다.

그림 24. NAREIT(전미리츠협회)에서 정의하는 FFO

Net income (calculated in accordance with GAAP), excluding:

- Depreciation and amortization related to real estate.
- Gains and losses from the sale of certain real estate assets.
- Gains and losses from change in control.
- Impairment write-downs of certain real estate assets and investments in entities when the impairment is directly attributable to decreases in the value of depreciable real estate held by the entity.

그림 25. 배당재원 성장률과 리츠 주가수익률의 상관성

성장형 리츠	최근 5개년 연평균 AFFO 성장률	최근 5년 연평균 주가 수익률
아메리칸 타워 (통신인프라)	+14.2%	+15.0%
에퀴닉스 (데이터센터)	+20.2%	+17.2%
프롤로지스 (물류센터)	+24.7%	+9.2%
비성장형 리츠	최근 5개년 연평균 AFFO 성장률	최근 5년 연평균 주가 수익률
사이먼 프로퍼티 (리테일)	+3.5%	-21.3%
에퀴티 레지덴셜 (공동주택)	+4.6%	-5.2%
보스턴 프로퍼티스 (오피스)	+2.2%	-7.7%

주: <https://www.reit.com/nareit/advocacy/policy/financial-standards-reporting/nareit-funds-operations-ffo>

자료: NAREIT 2018 FFO White Paper, 하나금융투자

자료: Bloomberg, 하나금융투자

AFFO의 경우 NAREIT에서 특별히 제시하는 가이드라인이 없다. 일반적으로는 FFO에서 주식보상비와 같은 비현금비용을 더하고 매 회기 반복적으로 발생하는 자본지출(유지보수 CAPEX)를 빼서 계산한다. 위에서 설명한 것과 같은 이유로 같은 AFFO라 할지라도 각 리츠마다 계산하는 방법은 상이하게 된다. 다만 마찬가지로 사측의 Non-GAAP 조정 공시가 투명하고 논리적으로 받아들일 수 있어야 한다. FFO와 마찬가지로 미국 대형 리츠들은 AFFO에 대한 조정 공시를 투명하게 하고있으며 시장에서도 밸류에이션 척도로 적극적으로 활용하고 있다. 원칙적으로 AFFO는 FFO보다 큰 값이 나오는 것이 일반적이나 개별 리츠마다 조정방법이 상이하기 때문에 종종  $AFFO < FFO$ 를 보이는 경우도 있다.

표 3. 미국 주요 리츠 섹터별 주당FFO, 주당AFFO 및 밸류에이션

(단위: USD, 배)

종목	티커	주당FFO				주당AFFO				P/FFO				P/AFFO			
		2018	2019	2020F	2021F	2018	2019	2020F	2021F	2018	2019	2020F	2021F	2018	2019	2020F	2021F
아메리칸타워	AMT	7.2	7.8	8.2	9.0	8.0	7.9	8.5	9.5	21.8	29.3	26.7	24.3	19.8	29.1	25.7	23.0
크라운캐슬	CCI	5.0	5.5	5.8	6.3	5.5	5.7	6.1	6.5	21.9	26.0	23.5	21.8	19.8	25.0	22.3	21.1
SBAC	SBAC	6.2	7.3	8.5	9.5	7.6	8.5	9.4	10.4	26.3	32.8	30.9	27.6	21.3	28.4	28.0	25.1
통신타워 평균										23.4	29.4	27.0	24.6	20.3	27.5	25.3	23.1
에퀴닉스	EQIX	15.6	15.5	18.7	21.2	20.7	22.8	24.7	26.2	22.6	37.6	31.7	28.1	17.0	25.6	24.1	22.6
디지털리얼티	DLR	6.6	6.7	6.5	6.8	6.1	5.9	5.9	6.3	16.1	18.0	20.6	19.4	17.6	20.2	22.6	21.1
사이러스원	CONE	3.3	3.6	3.8	4.1	3.3	3.5	3.7	4.0	16.0	18.0	15.1	14.0	15.8	18.7	15.5	14.5
코어사이트	COR	5.1	5.1	5.2	5.5	6.6	6.7	5.2	5.4	17.2	22.0	21.4	20.2	13.2	16.7	21.4	20.6
데이터센터 평균										18.0	23.9	22.2	20.4	15.9	20.3	20.9	19.7
프롤로지스	PLD	3.0	3.3	3.7	3.9	3.4	3.5	3.2	3.3	19.4	26.9	21.5	20.6	17.4	25.7	24.8	23.8
듀크리얼티	DRE	1.3	1.4	1.5	1.6	1.2	1.3	1.4	1.4	19.5	24.1	21.4	20.2	22.0	26.7	23.8	22.4
아메리콜드	COLD	1.2	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.3	1.4	22.2	29.5	27.6	24.7	21.6	30.0	26.9	24.2
물류센터 평균										20.4	26.8	23.5	21.8	20.3	27.4	25.2	23.5
웰타워	WELL	4.0	4.2	4.0	4.2	3.6	3.7	3.8	4.0	17.2	19.7	12.4	11.8	19.1	22.2	13.3	12.6
벤틀스	VTR	4.1	3.9	3.5	3.6	3.7	3.5	3.1	3.1	14.4	15.0	8.6	8.5	15.9	16.7	9.8	9.7
헬스피크프로퍼티스	PEAK	1.8	1.8	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5	1.6	15.3	19.6	14.3	13.8	17.6	22.4	16.4	15.5
메디컬프로퍼티즈	MPW	1.4	1.3	1.6	1.7	1.2	1.1	1.3	1.4	11.7	16.2	10.8	10.2	14.0	19.9	13.8	12.9
오메가헬스케어	OHI	3.0	3.1	3.1	3.2	2.7	2.8	2.8	3.0	11.6	13.8	9.0	8.7	13.0	15.3	10.1	9.4
헬스케어 평균										14.1	16.9	11.0	10.6	15.9	19.3	12.7	12.0
사이먼프로퍼티	SPC	12.1	12.0	12.2	12.7	11.2	10.8	10.8	11.3	13.8	12.4	4.8	4.6	15.0	13.8	5.4	5.2
리얼티 인컴	O	3.1	3.3	3.5	3.7	3.2	3.3	3.5	3.7	20.2	22.4	16.3	15.5	19.8	22.2	16.2	15.4
리젠시센터스	REG	3.8	3.9	3.9	4.0	2.8	3.0	3.2	3.3	15.3	16.2	10.4	10.2	20.9	21.2	12.7	12.2
페더럴리얼티	FRT	6.2	6.3	6.4	6.7	5.1	5.1	5.2	5.4	18.9	20.3	11.9	11.4	23.2	25.2	14.7	14.1
리테일 평균										17.1	17.8	10.8	10.4	19.7	20.6	12.2	11.7
보스턴프로퍼티스	BXP	6.3	7.0	7.5	8.0	4.9	4.9	5.2	5.6	17.9	19.7	12.5	11.8	23.2	28.0	18.2	16.8
알렉산드리아	ARE	6.6	7.0	7.3	7.8	5.9	6.3	6.1	6.6	17.5	23.2	19.6	18.4	19.7	25.8	23.6	21.8
베리트	VER	0.4	(0.1)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	16.3	(66.0)	7.9	7.6	9.9	13.4	8.1	7.8
킬로리얼티	KRC	3.5	3.9	4.1	4.5	2.4	2.3	2.9	3.3	18.1	21.5	15.1	13.8	26.3	36.0	21.4	19.1
SL그린리얼티	SLG	6.6	7.0	7.2	7.3	4.0	4.7	4.8	4.8	11.9	13.1	6.6	6.5	19.8	19.5	10.0	10.0
오피스 평균										16.3	2.3	12.3	11.6	19.8	24.5	16.3	15.1
에퀴티레이덴셜	EQR	3.3	3.5	3.6	3.7	3.0	3.2	3.2	3.4	20.3	23.2	17.3	16.8	22.2	25.1	19.5	18.7
아발론베이커뮤니티	AVB	9.0	9.3	9.7	10.2	8.5	8.7	9.1	9.6	19.3	22.5	16.5	15.7	20.5	24.1	17.6	16.8
에섹스프로퍼티	ESS	12.6	13.4	14.0	14.7	11.6	12.1	12.6	13.2	19.5	22.5	16.4	15.6	21.1	24.9	18.2	17.3
인비테이션홈스	INVH	1.2	1.3	1.3	1.4	1.0	1.0	1.1	1.2	17.0	24.0	15.9	15.0	21.1	29.1	18.7	17.5
미드아메리카아파트	MAA	6.0	6.6	6.5	6.8	5.4	5.9	5.7	6.0	15.8	20.1	16.5	15.9	17.7	22.2	18.8	17.9
주거용 평균										18.4	22.4	16.5	15.8	20.5	25.1	18.6	17.6

주: 2020/3/27 종가 및 시장 컨센서스 기준

자료: S&amp;P Capital Consensus, 하나금융투자

## (2) Case Study: 에퀴닉스(EQIX)와 디지털리얼티(DLR)의 배당재원 분해하기

어떠한 지표를 배당재원으로 보느냐  
에 따라서 밸류에이션이 크게 달라짐

이는 각 리츠별로 상이하기 때문에  
배당재원조정에 대한 구성을  
확인할 필요성이 있음

미국 데이터센터 리츠 중에서 시가총액 1, 2위를 차지하고 있는 에퀴닉스(EQIX)와 디지털리얼티 트러스트(DLR)의 예를 들어보자. 앞에서 제시한 표에 따르면 두 리츠의 밸류에이션을 FFO를 기준으로 판단할 경우 2021년 선행 P/FFO는 각각 31.7배, 20.6배를 기록하고 있는데 이 경우 단순 멀티플에서만 에퀴닉스 기업가치가 약 54%의 프리미엄을 받고 있는 것처럼 보인다. 반면 AFFO의 경우 2021년 선행 P/AFFO는 각각 24.1배, 22.6배인데 이를 기준으로 할 경우 에퀴닉스의 상대 밸류에이션 프리미엄은 7%로 좁혀진다. 이러한 차이는 어디서 발생하는 걸까? 두 회사의 FFO→AFFO 조정과정을 먼저 살펴보자.

우선 에퀴닉스의 경우 2019년 연간 당기순이익은 5.07억 USD로 순이익률은 9.1% 수준(2019FY 매출액 55.6억 USD)이다. FFO는 NAREIT 정의에 따라 데이터센터 관련 감가상각비 8.45억 USD를 가(+)해주고 일회성 부동산매각이익 0.39억USD를 감(-)해주었다. 비(非)연결공동투자법인(JV)에 대한 조정은 미미한 수준(60만USD)이었다. 2019년 FFO(NAREIT정의) 총액은 13.15억 USD로 매출액 대비 마진율은 23.6% 수준이다. 직관적으로 알 수 있듯이 부동산관련상각비가 연간 당기순이익에 1.7배나 되기 때문에 회계적이익과 현금흐름의 괴리가 크게 나타나고 있음을 알 수 있다.

표 4. 에퀴닉스(EQIX) FFO 및 AFFO 조정 내역

(단위: 백만USD, %)

FFO Non-GAAP 조정 (Reconciliation)	2017	2018	2019
당기순이익 (지배+비지배)	233.0	365.4	507.2
Real Estate Depreciation	754.4	883.1	845.0
Loss(gain) on Disposition of Real estate	4.9	4.6	(39.3)
Adjustments for FFO from unconsolidated joint ventures	0.1	0.0	0.6
NAREIT FFO attributable to Common Shareholders	992.4	1,253.1	1,314.6
(%YoY)	36.9%	26.3%	4.9%
(%FFO Margin)	22.7%	24.7%	23.6%
AFFO Non-GAAP 조정 (Reconciliation)			
NAREIT FFO attributable to Common Shareholders	992.4	1,253.1	1,314.6
Installation revenue adjustment	24.5	10.9	11.0
Straight-line rent expense adjustment	8.9	7.2	8.2
Amortization of deferred financing costs and debt discounts and premiums	24.4	13.6	13.0
Contract cost adjustment	0.0	(20.4)	(26.0)
Stock-based compensation expense	175.5	180.7	236.5
Non-real estate depreciation expense	111.1	141.0	242.8
Amortization expense	168.0	203.4	196.3
Accretion expense (adjustment)	(13.6)	(0.7)	0.5
Recurring capital expenditures	(168.0)	(203.1)	(186.0)
(Gain) loss on debt extinguishment	65.8	51.4	52.8
Transaction(Acquisition) costs	38.6	34.4	24.8
Impairment charges	0.0	0.0	2.5
Income tax expense adjustment (Non Cash)	0.4	(12.4)	39.7
AFFO attributable to common shareholders	1,437.0	1,659.1	1,931.1
(%YoY)	33.3%	15.5%	16.4%
(%AFFO Margin)	32.9%	32.7%	34.7%

자료: Equinix, 하나금융투자

추가조정에 따라 배당재원가치가 크게 변하는 것을 확인가능

에퀴닉스의 FFO → AFFO 조정과정에서 눈에 띄는 항목은 ① 주식보상비용(+) 2.37억 USD ② 비부동산감가상각비용(+) 2.43억USD ③ 무형상각비(+) 1.96억USD ④ 반복발생 유지보수자본지출(-) 1.86억USD 등이다. 주식보상비용과 비부동산감가상각비의 합은 4.8억USD로 연간 당기순이익 5.1억USD의 95%에 달한다. 이렇게 추가적인 가감이 끝난 AFFO는 2019년 기준 19.3억USD로 매출액 대비 마진율은 34.7%에 달한다. FFO → AFFO 조정 시의 증액은 6.2억USD로 연간 FFO의 47% 수준이다. 즉 FFO → AFFO 조정 과정에서 에퀴닉스의 연간 배당재원가치는 대략적으로 1.5배가 되는 것이다.

표 5. 디지털리얼티 트러스트(DLR) FFO 및 AFFO 조정 내역

(단위: 백만USD, %)

FFO Non-GAAP 조정 (Reconciliation)	2017	2018	2019
<b>지배주주순이익</b>	<b>173.1</b>	<b>249.9</b>	<b>493.0</b>
Real estate related depreciation & amortization	830.3	1,173.9	1,149.2
Loss(gain) on real estate transactions	(40.4)	(80.0)	(267.7)
Impairment of investments in real estate	29.0	0.0	5.4
Unconsolidated JV real estate related depreciation & amortization	11.6	14.6	52.7
Non-controlling interests in operating partnership	3.8	10.2	21.1
Non-controlling interests share of gain on sale of property	3.9	0.0	0.0
<b>NAREIT FFO attributable to Common Shareholders</b>	<b>1,011.3</b>	<b>1,368.6</b>	<b>1,453.8</b>
(%YoY)	16.6%	35.3%	6.2%
(%NAREIT FFO Margin)	40.7%	44.4%	45.2%
Termination fees and other non-core revenues	(1.0)	(5.1)	(53.7)
Transaction and integration expenses	76.0	45.3	27.9
Loss from early extinguishment of debt	(2.0)	1.6	39.2
Issuance costs associated with redeemed preferred stock	6.3	0.0	11.8
Other Adjustments	7.7	7.6	(26.3)
<b>Core FFO</b>	<b>1,098.3</b>	<b>1,418.0</b>	<b>1,452.6</b>
(%YoY)	25.4%	29.1%	2.4%
(%Core FFO Margin)	44.2%	46.0%	45.1%
<b>AFFO Non-GAAP 조정 (Reconciliation)</b>			
<b>Core FFO</b>	<b>1,098.3</b>	<b>1,418.0</b>	<b>1,452.6</b>
Non-real estate depreciation	12.2	13.0	14.5
Amortization of deferred financing costs	10.7	12.2	13.4
Amortization of debt discount/premium	3.1	3.6	2.4
Non-cash stock-based compensation expense	17.9	25.3	34.9
Straight-line rental revenue	(16.6)	(40.4)	(55.8)
Straight-line rental expense	12.1	9.8	1.0
Above- and below-market rent amortization	1.8	26.5	17.1
Deferred non-cash tax expense	(2.9)	(12.0)	(18.8)
Capitalized Leasing compensation & internal leasing commissions	(17.2)	(21.0)	14.5
Recurring capital expenditures	(136.3)	(132.2)	(180.7)
<b>AFFO attributable to common shareholders</b>	<b>983.1</b>	<b>1,302.8</b>	<b>1,295.1</b>
(%YoY)	21.2%	32.5%	-0.6%
(%AFFO Margin)	39.6%	42.3%	40.3%

자료: Digital Realty Trust, 하나금융투자

### 일회성요인인 부동산매각이익/손실은 리츠 순이익변화에 매우 큰 영향을 줌

이번에는 동종업체인 미국 시가총액 2위 데이터센터 리츠 디지털리얼티 트러스트(DLR)의 순이익→FFO 조정과정을 살펴보자. 우선 2019년 동사의 회계상(US GAAP) 지배순이익은 4.93억 USD로 연간 지배순이익률은 15.3% (2019FY 매출액 32.2억USD)를 기록했다. 2019년 연간 순이익은 전년대비 97.3% 증가한 수준인데 영업외항목에서 부동산처분이익 2.7억USD가 일회성 이익으로 반영된 것을 확인할 수 있다. 일회성 부동산매각/처분 이익의 규모가 상당히 크기 때문에 당기순이익의 변동성이 크게 발생하는 것을 확인할 수 있다.

디지털리얼티의 2019년 NAREIT FFO의 경우 에퀴닉스와 마찬가지로 데이터센터(부동산) 관련 유무형상각비 11.5억USD를 가(+)-해주었고 1회성 부동산처분이익 2.7억USD를 감(-) 해주었다. 이후에는 비연결공동투자법인(JV)에서 발생한 유무형상각비와 비지배지분을 조정했다(합산 0.8억USD). 2019년 DLR의 NAREIT FFO총액은 14.5억USD로 매출액 대비 마진율은 45.2% 수준이다. 부동산관련감가상각비가 연간 지배순이익의 2.3배 수준이며 마찬가지로 회계상순이익과 배당재원(FFO)의 괴리가 크게 나타나고 있다.

### 일부 미국리츠는 NAREIT정의에 맞춰 FFO를 한번 조정한뒤 자체적으로 추가조정을 하는 경우가 있음

참고로 디지털리얼티는 FFO를 NAREIT정의에 맞춰 한번 조정하였고 이후 추가로 자체적인 조정을 통해 'Core FFO'를 명시하였다. 'Core FFO'는 NAREIT FFO에 이어서 사측이 자발적으로 추가적인 비현금비용(이익)을 한번 더 가감해준것이다. 'Core FFO'는 조기상환부채손실(+0.4억USD), 상환우선주발행비용(+0.1억USD), 비핵심매출(-0.5억USD)등을 가감 해주었는데 2019년 기준으로 NAREIT FFO와 큰 차이는 없다.

FFO → AFFO 조정과정에서 비교적 액수가 큰 항목은 ① 주식보상비용(+) 0.35억USD ② 비부동산감가상각비용(+) 0.15억USD ③ 무형상각비(+) 0.16억USD ④ 반복발생유지보수 자본지출(-) 1.81억USD 등이다. 가감이 끝난 AFFO는 2019년 기준 13.0억USD로 매출액 대비 마진율은 40.3%이다. 에퀴닉스와 달리 AFFO가 오히려 FFO보다 감소한 것을 볼 수 있는데 이는 가(+)-해지는 비부동산상각비 및 무형상각비에 비해 감(-)-해지는 유지보수지출이 훨씬 크기때문이다. FFO → AFFO 조정 시의 감액은 1.6억USD로 연간 FFO의 11% 수준이다. 에퀴닉스와 달리 FFO → AFFO 조정 과정에서 디지털리얼티 트러스트의 연간 배당재원가치는 대략적으로 0.9배 수준으로 줄어들게 되는 것이다.

### 에퀴닉스의 상대적으로 큰 비부동산상각비용으로 인해 두 리츠를 P/FFO로 비교하는 것은 적절치 않았음

에퀴닉스는 회계상의 손익계산서에서 동종업체인 디지털리얼티에 비해 '비부동산감가상각비용(Non-real estate depreciation)'이 상대적으로 큰 비중을 차지하고 있다. 2019년 기준 전체 유무형상각비중에서 비부동산상각비용이 차지하는 비중이 19%에 달한다. 이러한 이유는 에퀴닉스 대차대조표에서 유형자산항목(PP&E)이 어떻게 구성되어 있는지를 확인함으로써 힌트를 얻을 수 있다. 2019년 말 기준 에퀴닉스의 총 유형자산은 181억USD인데 이 중 'Core System'으로 분류되는 항목이 약 81억USD로 총 유형자산의 45%를 차지하고있다. 나머지는 빌딩 54억USD(30%), 임대시설개량비용자본화 18억USD (10%), 건설중인자산 10억USD (6%), 'Personal Property' 10억USD (6%), 토지 8억USD (4%) 순이다. 여기서 '비부동산감가상각비'로 포함되는 부분은 자본화비용과 'Personal Property' 그리고 'Core System' 표시 자산 일부 등으로 파악된다.



디지털리얼티의 경우 2019년 말 총 유형자산은 169억USD인데 이 중 92%에 달하는 155억이 빌딩자산이며 나머지 14억 중에서도 토지가 8억USD를 차지하고 있다. 연간으로 발생하는 비부동산상각비용은 미미한 수준이다.

이러한 회계상의 이유 때문에 미국 1, 2위 데이터센터 리츠인 에퀴닉스와 디지털리얼티의 주가를 배당재원 기반으로 평가할 경우 FFO보다는 AFFFO를 이용하는 것이 보다 적합해 보인다. AFFFO가 두 데이터센터 리츠에서 발생하는 비현금비용의 특수성을 상대적으로 더 잘 반영하고 있음을 알 수 있다.

프롤로지스는 자체적으로  
4단계의 FFO 조정을 공시

### (3) Case Study: 대형 산업용 리츠 프롤로지스 (PLD)의 FFO 및 AFFFO 조정 과정

이번에는 FFO와 AFFFO에 대한 조정을 미국 대형 산업용 리츠의 케이스를 통해 확인해보자. 미국 최대 물류 리츠인 프롤로지스(PLD.US)의 경우 대형 리츠들 중에서도 상대적으로 복잡한 4단계의 조정과정(NI → NAREIT FFO → Modified FFO → Core FFO → AFFFO)을 공시하고 있다. 다양한 항목이 있지만 비교적 굵직한 항목만 확인해보자.

#### (Step 1) 지배순이익 → NAREIT FFO

앞의 에퀴닉스/디지털리얼티 사례에서 언급한 바와 같이 지배순이익으로부터 NAREIT FFO까지의 조정은 크게 4가지 항목으로 구성된다. 2019년 프롤로지스의 연간 지배주주순이익은 15.7억 USD로 순이익률은 47% 수준이다. 여기에 ① 부동산관련유무형상각비 11억 USD를 가(+)-해주고 ② 일회성부동산매각이익 3.9억USD를 감(-)해주었다. 참고로 프롤로지스는 단순 임대사업 외에도 미국과 글로벌 물류부동산을 개발 후 매각하여 펀드형태로 운영하는 사업을 영위하는데 이에 따라 연간으로 3.5~5.0억USD규모의 일회성매각이익이 발생해 왔다. 2019년과 2018년은 해당 매각이익 규모는 각각 3.9억USD와 3.7억USD였다. 이어서 ③ 비연결법인이익 2.5억USD를 가(+)-해주었다. 이렇게 계산한 2019년 연간 NAREIT FFO는 25.2억USD로 연간 매출액의 75% 수준이다.

#### (Step 2) NAREIT Defined FFO → 수정FFO (Modified FFO)

수정FFO로 가는 과정에서 주요하게 조정되는 항목은 ① 미실현외환/파생손실 +0.7억USD와 ② 이연법인세비용 +0.1억이다. 대부분 마이너한 항목이다. 2019년 수정FFO는 25.9억USD를 기록했다.

#### (Step 3) 수정FFO (Modified FFO) → 핵심FFO (Core FFO)

핵심FFO(Core FFO)는 프롤로지스 FFO 컨센서스에 활용되는 지표다. 즉 시장에서 FFO를 가장 잘 반영하고 있다고 인정하는 값이다. 앞에서 계산된 수정FFO에서 임대업 본연의 현금창출능력이라고 볼 수 없는 '토지 및 개발부동산(Development Properties, 현재 건설중이거나 건설이 완료되었지만 아직 임차환경이 안정화 되지 않은 부동산)매각이익'을 감(-)해주는 것이다. 해당 이익은 2019년과 2018년 모두 4.7억USD씩 발생했는데 이는 수정FFO의 20%에 달하는 비중을 차지한다.

당기순이익으로부터 조정되는  
FFO와 AFFO는 비현금비용과 일회성  
이익을 가감해준다는 측면에서  
리츠의 현금배당재원 추정에 대한  
나름의 합리성을 가짐

다만 FFO와 AFFO는 계산시 많은  
비현금비용을 제외하는 바람에 리츠  
가 보유한 자산의 공정가치를 제대로  
반영하고 있지 않을 수 있음

또한 각 리츠가 자의적으로 조정하는  
항목이 많기 때문에 이에 대한  
정당성을 찾는 노력도 필요하다는  
점은 한계점으로 작용

#### (Step 4) 핵심FFO (Core FFO) → AFFO

마지막은 AFFO값에 대한 계산이다. 앞서 계산한 핵심FFO와의 차이점은 ① 감(-)했던 토지 및 개발부동산 매각이익을 다시 가(+)해주고 당초 AFFO계산에서 반영해야 할 ② 정액 임대매출과 반복발생지출(개선비용+임차인비용 등)을 감(-)해준다는 점이다. 이렇게 계산한 AFFO는 다른 리츠들의 성과와 비교할 때 사용하기에 좀 더 적합해 보인다. 앞서 통일된 기준을 가지고 있는 NAREIT FFO는 개별 리츠의 특수성을 제대로 반영하지 못한다는 특징이 있지만 AFFO는 상대적으로 개별 리츠의 특수성을 다양하게 반영하고 있다. 반복발생하는 자본지출을 감(-)해주는 것 또한 현금흐름 측면에서 좀 더 합리적으로 보인다.

결론적으로 당기순이익으로부터 조정되는 FFO와 AFFO는 비현금비용과 일회성이익을 가감해준다는 측면에서 리츠의 현금배당재원 추정에 대한 나름의 합리성을 가지고 있다. 다만 모든 지표가 그러하듯이 완벽할 수는 없는데 FFO와 AFFO는 계산시 많은 비현금비용을 제외하는 바람에 리츠가 보유한 자산의 공정가치를 제대로 반영하고 있지 않을 수도 있기 때문이다. 또한 각 리츠가 자의적으로 조정하는 항목이 많기 때문에 이에 대한 정당성을 찾는 노력도 필요해진다. 싱가포르리츠처럼 매년 자산재평가를 반영하는 경우에는 FFO나 AFFO와 같은 조정을 애초에 따로 발표하지 않기도 한다. 결론적으로 FFO와 AFFO는 리츠의 가치를 평가하는데 좋은 평가단위가 될 수 있지만 개별 리츠에 따라서 활용정도를 판단해야 할 것이다.

표 6. 프로로지스(PLD.US)의 2017~2019FY FFO 및 AFFO 조정

(단위: 백만 USD)

FFO Non-GAAP 조정	2017FY	2018FY	2019FY
지배주주순이익 (Net earnings attributable to common stockholders)	1,642	1,643	1,567
부동산관련 유무형상각비 (Real estate related depreciation and amortization)	848	913	1,102
부동산매각차익 (Gains on other dispositions of investments in real estate, net)	(855)	(371)	(390)
비지배지분조정 (Reconciling items related to non-controlling interests)	(39)	23	(8)
비연결법인지분조정 (Our share of reconciling items included in earnings related to unconsolidated entities)	147	142	246
<b>NAREIT 정의 FFO (NAREIT defined FFO attributable to common stockholders/unitholders)</b>	<b>1,743</b>	<b>2,350</b>	<b>2,517</b>
미실현외환평가손실 (Unrealized foreign currency and derivative losses (gains), net)	69	(120)	69
이연법인세비용 (Deferred income tax expense)	(5)	1	12
부채처분관련당기법인세비용 (Current income tax expense on dispositions related to acquired tax liabilities)	2	1	0
비연결법인지분조정 (Our share of reconciling items included in earnings related to unconsolidated entities)	(15)	(0)	(7)
<b>수정FFO (FFO, as modified by Prologis attributable to common stockholders/unitholders)</b>	<b>1,795</b>	<b>2,232</b>	<b>2,591</b>
개발부동산/토지처분이익 (Gains on dispositions of development properties and land, net) (-)	(328)	(470)	(468)
처분이익에대한당기법인세 (Current income tax expense on dispositions)	19	17	15
부채조기상환손실 (Losses on early extinguishment of debt, net)	72	3	16
비지배지분조정 (Reconciling items related to non-controlling interests)	(0)	6	0
비연결법인지분조정 (Our share of reconciling items included in earnings related to unconsolidated entities)	(7)	0	10
<b>핵심FFO (Core FFO attributable to common stockholders/unitholders)</b>	<b>1,551</b>	<b>1,788</b>	<b>2,164</b>
<b>AFFO Non-GAAP 조정</b>			
<b>핵심FFO (Core FFO attributable to common stockholders/unitholders)</b>	<b>1,551</b>	<b>1,788</b>	<b>2,164</b>
개발부동산/토지 발생이익 (Gains on dispositions of development properties and land, net) (+)	328	470	468
처분이익에대한당기법인세 (Current income tax expense on dispositions)	(19)	(17)	(15)
정액임대료조정 (Straight-lined rents and amortization of lease intangibles)	(81)	(67)	(105)
부동산개선비용 (Property improvements expenses)	(84)	(90)	(135)
임차인 입주비용 및 임대수수료 (Turnover Costs)	(153)	(135)	(179)
기타무형상각비 (Amortization of debt discount, financing costs and management contracts, net)	4	14	18
주식보상비용 (Stock compensation expense)	77	76	98
비지배지분조정 (Reconciling items related to non-controlling interests)	36	21	32
비연결법인지분조정 (Our share of reconciling items related to unconsolidated ventures)	(61)	(68)	(69)
<b>AFFO attributable to common stockholders/unitholders*</b>	<b>1,597</b>	<b>1,992</b>	<b>2,276</b>

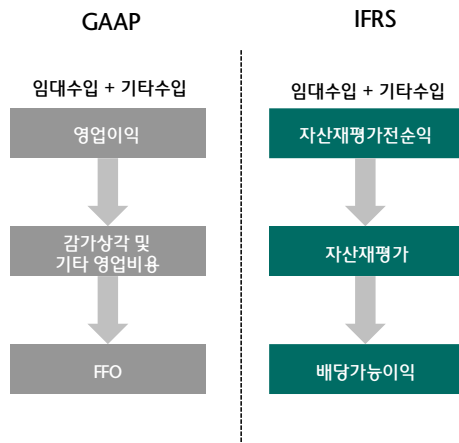
자료: Prologis Supplemental Presentations, 하나금융투자

### 3) 배당재원에 대한 가치평가: DPU

싱가포르 리츠의 경우 IFRS에 따라 매 기간마다 자산에 대한 감정평가가 진행된다. 이에 연간 보고서에 자산재평가손익의 계정이 존재하며 재평가전손익(NIBTF)에 자산재평가손익을 가감후 세금 차감을 하면 순이익이 도출된다. 자산재평가손익은 자산 매각에 따른 현금흐름이 아니기 때문에 다시 자산재평가액을 가감하면 배당가능이익(DI)이 도출된다. 자산의 가치를 주기적으로 평가하고 가치의 증가 및 감소를 모두 반영 가능하다는 점에서 회계상으로 감소만 반영되는 감가상각보다 건물가치를 더 잘 반영한다고 할 수 있으며, 때문에 해당 리츠의 미래 가치를 고려하지 않을 경우 P/NAV는 거의 1배가 된다. 또한 감가상각을 통해 FFO(배당여력)을 도출하는 미국 리츠와 달리 FFO를 구하지 않고 위의 배당가능이익으로부터 DPU를 도출해 밸류에이션을 하게 된다.

케펠 디씨 리츠는 매년 4분기 자산재평가를 진행, 아센다스 리츠는 3FQ에 자산재평가가 진행되며, 이 때 가감되는 자산 가치를 당기순이익에 반영하게 된다.

그림 26. GAAP vs IFRS



자료: 하나금융투자

그림 27. 아센다스 리츠 자산재평가 공시자료

Jan 31, 2020
<a href="#">Revaluation Of Ascendas REIT's Properties</a>
Apr 29, 2019
<a href="#">Revaluation Of Ascendas REIT's Properties</a>
Apr 23, 2018
<a href="#">Revaluation Of Ascendas REIT's Properties</a>
Apr 25, 2017
<a href="#">Revaluation Of Ascendas REIT's Properties</a>
Apr 25, 2016
<a href="#">Revaluation Of A-REIT's Properties</a>
Apr 23, 2015
<a href="#">Revaluation Of A-REIT's Properties</a>

자료: 아센다스 리츠, 하나금융투자

표 7. 아센다스 리츠 리밸류에이션 히스토리

(백만SGD)

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>싱가포르 포트폴리오</b>	<b>8,202.7</b>	<b>8,566.6</b>	<b>8,645.8</b>	<b>8,769.5</b>	<b>9,160.0</b>
비즈니스&사이언스 파크	3,205.7	3,635.3	3,657.6	3,691.2	4,129.1
복합빌딩(생활편의시설&리테일)	709.9	722.9	725.0	724.0	729.5
산업용빌딩	1,432.4	1,402.7	1,641.4	1,653.3	1,666.3
데이터센터	537.0	540.1	533.2	538.2	543.6
다층형 임대공장	332.9	331.1	334.1	334.5	335.4
경공업빌딩	652.9	651.5	619.3	618.7	580.0
물류센터	1,331.9	1,283.0	1,135.2	1,209.6	1,176.1
<b>호주 포트폴리오</b>	<b>1,456.0</b>	<b>1,307.0</b>	<b>1,493.5</b>	<b>1,560.9</b>	<b>1,574.7</b>
교외 오피스	373.9	158.0	343.3	321.0	319.7
물류센터	1,082.1	1,149.0	1,150.2	1,239.9	1,255.0
<b>영국 포트폴리오</b>				<b>813.5</b>	<b>797.7</b>
<b>미국 포트폴리오</b>					<b>1,309.8</b>
<b>총합계</b>	<b>9,658.7</b>	<b>9,873.6</b>	<b>10,139.3</b>	<b>11,143.9</b>	<b>12,842.2</b>

자료: 아센다스 리츠, 하나금융투자

#### 4) 임대수익을 활용한 리츠 포트폴리오 가치평가

##### NOI와 내재 자본환원율 (Implied Cap Rate)

리츠가 보유한 부동산 포트폴리오의 영업성과를 확인하기 위해서는 각 리츠가 공시하는 NOI(Net Operating Income)를 활용할 수 있다. NOI는 간단히 말해 '부동산 매출 - 부동산 운영비용'이다. NOI는 여러가지로 활용할 수 있지만 첫번째로 리츠의 투자성과를 확인하는데 사용할 수 있으며 두번째로는 현재 리츠의 포트폴리오가치가 시장에서 어떻게 평가되고 있는지 알 수 있다.

자본환원율 = 연간NOI / 부동산가격  
(실물 부동산 평가)

내재자본환원율 = 연간NOI / EV  
(리츠 평가)

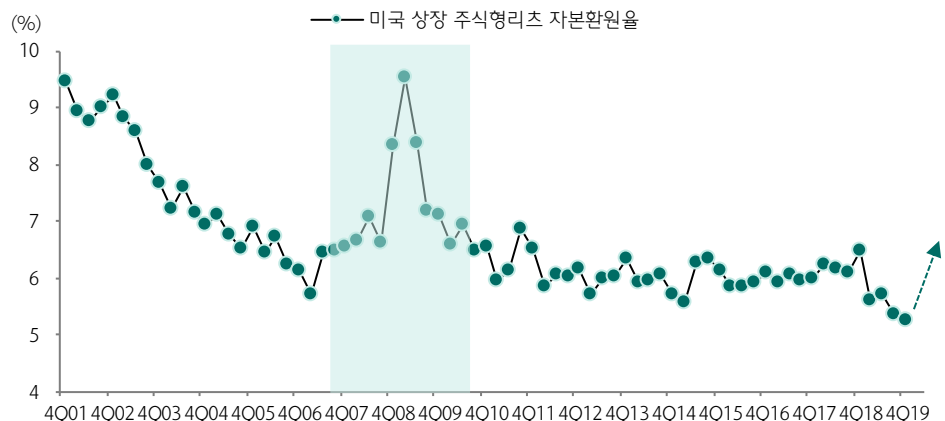
부동산 가치평가에서 사용되는 자본환원율(Capitalization Rate)은 앞에서 언급한 NOI를 부동산가격으로 나눈 개념이다. 미국 리츠의 경우 부동산 가치를 장부에 원가로 기록하기 때문에 시가를 반영한 자본환원율을 구하기 어렵다는 단점이 있다. 이때 각 리츠가 공시하는 NOI를 이용하면 NOI/EV를 통해 리츠에 내재된 자본환원율을 구해볼 수 있다. 시가총액을 통해 구하는 EV는 자기자본을 시가로 반영하고 있기 때문에 간접적으로나마 시장에서 평가하는 '내재 자본환원율'을 구해볼 수 있는 것이다. 이러한 방법은 리츠의 EV를 전체 포트폴리오가치(공정가치)로 가정하는 것에서 출발한다.

간단한 예로 현재 물류 부동산 리츠 프롤로지스(PLD)와 내재 자본환원율과 미국 물류부동산 시장 평균 자본환원율이 각각 3%와 5%라고 가정해보자. 프롤로지스의 자본환원율이 시장평균대비 낮다는 것은 그만큼 프롤로지스의 보유 포트폴리오가 상대적으로 우량하여서 시장대비 높은 가치를 인정받고 있거나 부동산 사업 외에서 발생하는 부가가치가 크다는 말이다. 자본환원율은 부동산의 할인율과 같은 개념이기 때문에 낮다는 것은 해당 부동산을 시장에서 우량으로 인정하고 있다는 것과 같다. 전미리츠협회(NAREIT)에서는 분기별로 전체 상장 주식형 리츠에 대한 내재자본환원율과 각 산업별 리츠에 대한 평균 내재환원율을 공시하고 있다. 2019년 4분기 미국 주식형리츠의 내재자본환원율은 5.3%로 현재 주식형 리츠의 기업 가치가 역사적으로 NOI대비 높게 평가되고 있다는 것을 알 수 있다. 다만 여기서 공시되는 내재자본환원율은 해당 분기 NOI를 연율화한 과거수치를 기반으로 하기 때문에 미래 NOI성장에 대한 부분은 반영되어 있지 않다.

그림 28. NAREIT 미국 상장 주식형리츠 내재 자본환원율 추이

자본환원율의 상승은 곧 NOI에 대한 할인율의 증가를 의미하며 이는 곧 부동산가치가 하락을 의미

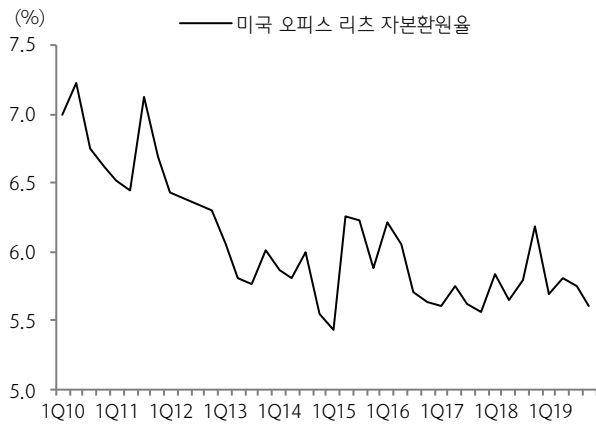
최근 코로나19로 인한 리츠 시가총액 감소는 미국 주식형 리츠의 내재 자본환원율 상승을 야기할 전망



주: 분기별 발표 기준, 음영은 금융위기 기간

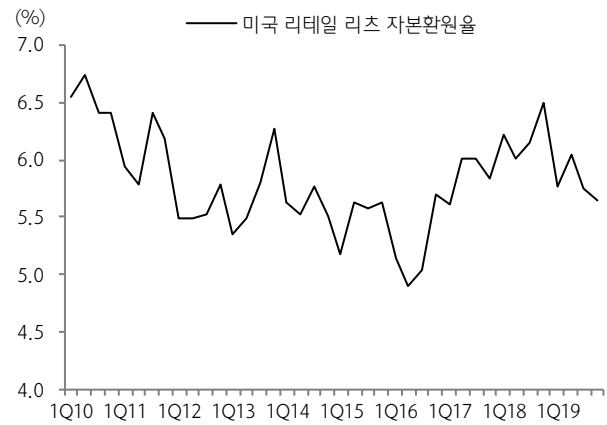
자료: REIS, Bloomberg, 하나금융투자

그림 29. 미국 오피스 리츠 내재 자본환원율



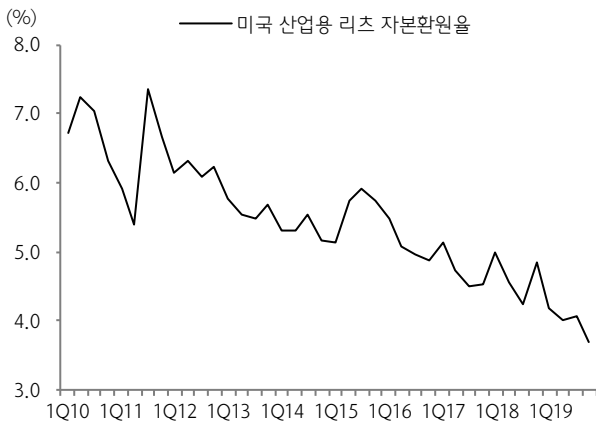
자료: NAREIT T-Tracker, 하나금융투자

그림 30. 미국 리테일 리츠 내재 자본환원율



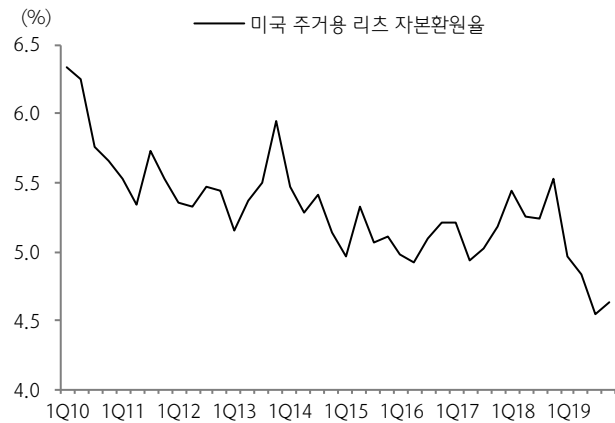
자료: NAREIT T-Tracker, 하나금융투자

그림 31. 미국 산업용 리츠 내재 자본환원율



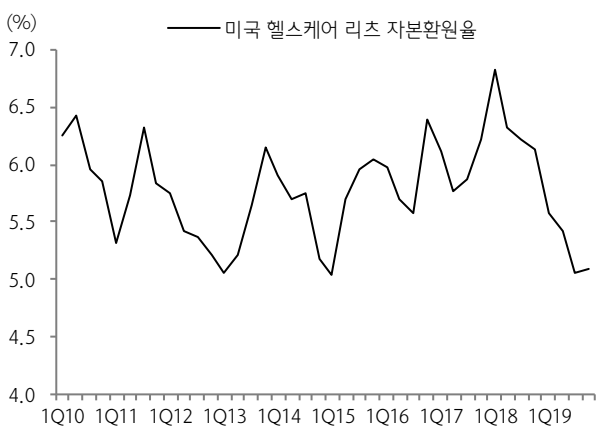
자료: NAREIT T-Tracker, 하나금융투자

그림 32. 미국 주거용 리츠 내재 자본환원율



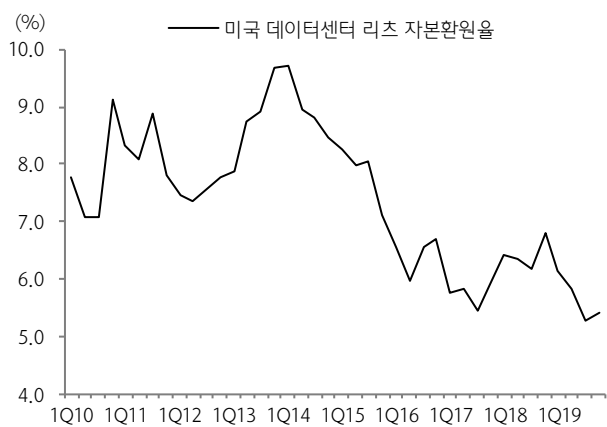
자료: NAREIT T-Tracker, 하나금융투자

그림 33. 미국 헬스케어 리츠 내재 자본환원율



자료: NAREIT T-Tracker, 하나금융투자

그림 34. 미국 데이터센터 리츠 내재 자본환원율



자료: NAREIT T-Tracker, 하나금융투자



### 3. 글로벌 리츠 자산매입전략: 유상증자와 부채

#### 1) 리츠에게 유상증자는 악재가 아닌 호재

일반적으로 기업가치가 단기 내 변하지 않는(경직성이 있는) 상황에서 증자에 따른 주당 기업가치 하락은 주가의 하락으로 연결

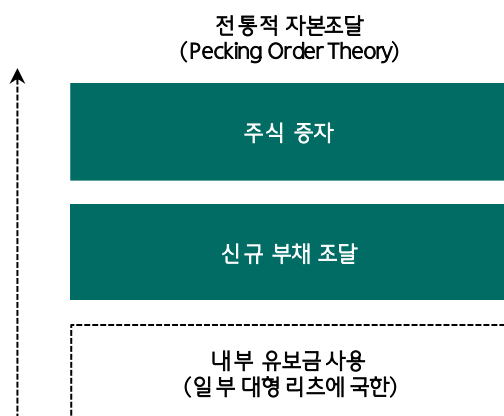
리츠의 증자는 신규자산인수를 목적으로 하는 경우가 대부분이며 증자 이후 신규자산으로부터 임대매출이 발생하기까지의 시간이 짧음

일반적으로 기업이 유상증자를 단행할 경우 권리락이 발생하는 원인은 다양하지만 본질적으로 기업가치가 변하지 않는 상황에서 자본 조달로 인한 주식수의 증가는 기존 주주들의 지분 희석을 야기하고 이는 주당 기업가치의 하락으로 이어지기 때문이다. 자본조달 시 기업가치가 비탄력적인 모습을 보이는 이유는 조달된 자본이 신규자산이나 고정 설비에 투자되더라도 신규로 투자된 설비 혹은 자산이 가동되고 이익을 창출하기까지는 상당한 시간이 소요되기 때문이다.

리츠의 경우 유상증자에 있어서 이와 사뭇 다른 모습을 보인다. 리츠의 외부성장은 신규자금 차입을 통한 부동산 인수 및 개발에서 발생한다. 부동산개발의 경우 개발 착수시점부터 다소 시간이 소요될 수 있으나 부동산인수는 해당 자산의 기존 임차인들과 사전에 진행되는 신규 계약을 통해 새로운 임대매출이 발생하기까지의 시간이 다소 짧다. 경우에 따라서는 즉 인수 거래가 완료된 이후 해당 분기부터 즉각적인 매출 반영이 가능하다.

결론적으로 상장리츠가 유상증자를 발표한다는 것은 증자액에 상응하는 가치에 해당하는 부동산을 단기간에 인수할 것이라는 의미와 같다. 이는 대부분의 유상증자 케이스에서 해당 될 것이다. 따라서 리츠의 증자는 외부성장(External Growth)을 촉진시키는 발판이라고 볼 수 있으며 뒤에서 사례를 통해 다루겠지만 주주가치의 희석 또한 미미한 수준이기 때문에 악재가 아닌 호재라고 봐도 무방하겠다.

그림 35. 리츠 자본조달 구조



자료: 하나금융투자

그림 36. 리츠의 주요 부채조달방법

- ① 은행 대출 (Interest-Bearing Loans)  
→ 담보 vs 미 담보 대출
- ② 리츠 채권(사채) 발행
- ③ 전환사채 등 메자닌 발행  
(주식 전환 옵션 내재로 상대적으로 낮은 금리)
- ④ MTN (Medium-Term Notes)

자료: 하나금융투자

## 2) 글로벌 성장형 리츠 유상증자 사례 확인

### (1) 아메리콜드(COLD) 2019년 4월 유상증자 케이스

아메리콜드는 2018년 1월 NYSE에 상장한 냉동물류창고 전문 리츠

미국의 성장형 리츠 중 비교적 최근에 상장한 아메리콜드(COLD.US)의 경우 2018년 1월 뉴욕거래소 IPO를 통해 8.34억 달러를 모집하며 증시에 상장했다. IPO이후 현재까지 2번의 기존 PE지분매각을 위한 주주공모와 1번의 추가 주식발행증자(Additional Public Offerings)를 진행했는데 앞선 2번의 공모는 주식수 추가발행이 아니기 때문에 주식수 증가는 신규발행이 진행되었던 2019년 4월 16일 12.6억 달러 규모의 유상증자에서만 나타났다. 성장형 리츠의 유상증자 사례로 해당 사례를 구체적으로 살펴보자.

표 8. 아메리콜드 기존 투자자 지분매각(Selling Shareholders Exit) 및 신규 발행(Secondary Offering) 내역

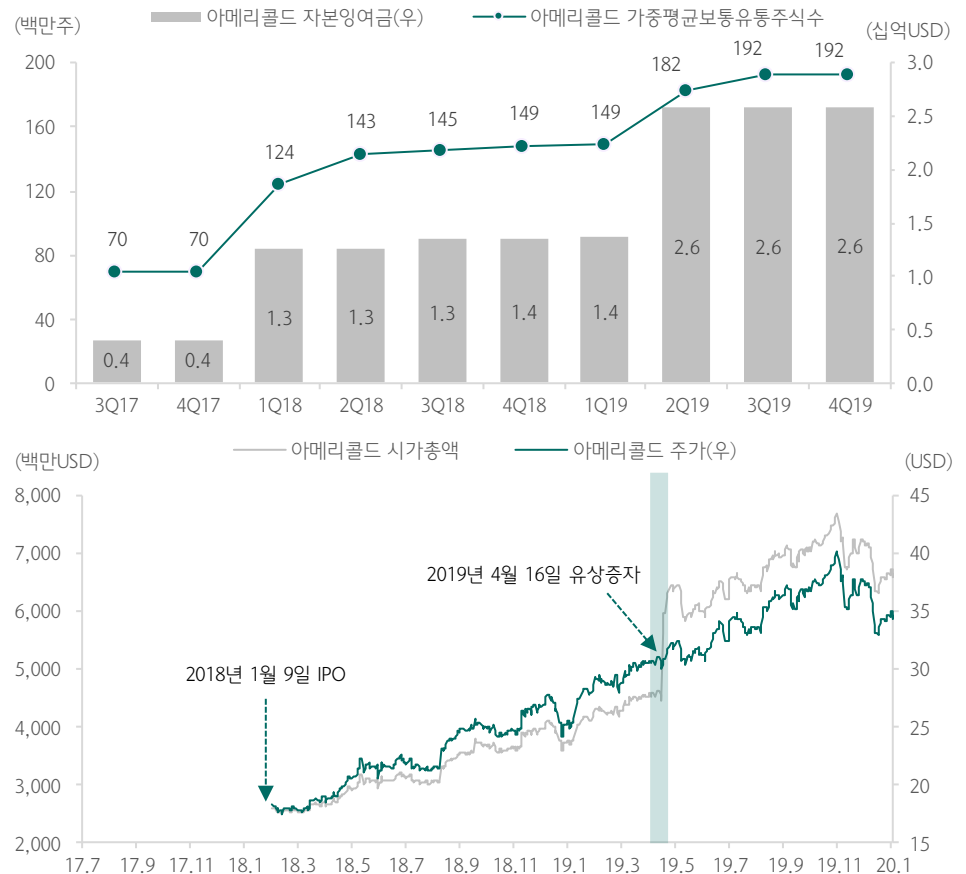
(단위: USD, 백만USD, 백만주)

증자형태	공시일	공모주가 (USD)	모집주식수 (백만주)	거래규모 (백만USD)	공모시점 시가총액 (백만USD)	비고
IPO	2017-11-14	16.00	40.3	834	2,209	IPO
Additional (지분매각)	2018-09-11	24.50	31.0	1,050	3,613	YF ART GP(PEF) 등 Selling Shareholders 21만주
Additional (지분매각)	2019-02-27	27.75	40.4	1,290	4,129	YF ART GP(PEF) 등 Selling Shareholders 40만주
<b>Additional (추가발행)</b>	<b>2019-04-16</b>	<b>29.75</b>	<b>43.8</b>	<b>1,301</b>	<b>5,792</b>	<b>4,375만 주 신규발행 및 유통</b>

자료: Americold, Bloomberg, 하나금융투자

그림 37. 아메리콜드 분기별 자본잉여금 및 가중평균보통유통주식수 추이

2019년 4월 유상증자 이후  
유통주식수와 자본잉여금은  
조달금액/주식수 만큼 증가



주: 자본잉여금 계정 = Additional Paid in Capital

자료: Bloomberg, 하나금융투자

국내와 마찬가지로 미국의 상장기업들은 유상증자나 부채발행과 같은 자금조달사항에 대해 투자설명서(Prospectuses)를 별도로 제출한다. 2019년 4월 아메리콜드의 해당 유상증자에 대한 설명서에서 공시된 증자예상금액은 12.56억USD이다. 당연한 이야기지만 2019년 2분기 말 아메리콜드 재무제표 차변에서 전분기 대비 증가한 자본잉여금(APIC)은 12.1억USD로 설명서에 명시된 선도판매(Forward Sale)물량을 제외한 증자총액과 일치한다.

시가발행 형태의 유상증자였으며  
당일 장마감 후 공모하여  
익일상장하는 Overnight형태로 진행

증자공시 전후의 일일증가, 시가총액 및 유통주식수 흐름을 확인해보자. 아메리콜드의 유상증자 공시는 4월 16일 장 마감이후 공시되었는데 당일 증가는 30.0달러였다. 사측에서 당일 오후 공시한 주당 주식발행가액은 29.75달러로 당일 시가대비 할인율은 0.8%에 불과했기에 사실상 시가형태의 증자인것을 알 수 있다. 신규로 발행된 주식 4,375만주는 공시 다음날인 4월 17일 상장되었다(Overnight Offering). 당일 유통주식수는 23.8% 증가했는데 시가증자로 주가는 권리락이 발생하지 않고 안정적으로 상승하는 모습을 보였다.

표 9. 2019년 4월 아메리콜드 보통주 주가, 시가총액 및 유통주식수 추이

(단위: USD, 백만USD, 백만주)

	일별 아메리콜드 주가	일별 아메리콜드 시가총액	일별 아메리콜드 유통주식수
2019-04-09	30.4	4,530	149.1
2019-04-10	31.1	4,635	149.1
2019-04-11	31.1	4,638	149.1
2019-04-12	31.1	4,632	149.1
2019-04-15	30.7	4,578	149.1
2019-04-16 (유상증자 및 클로버리프 인수 공시)	30.0	4,474	149.1
2019-04-17 (신주상장 및 거래)	30.4	(+25.5%) 5,616	(+23.8%) 184.6
2019-04-18 (브로커 매수옵션행사)	30.9	(+6.2%) 5,966	(+4.5%) 192.9
2019-04-19	30.9	5,966	192.9
2019-04-22 (선도거래결산일)	31.4	(4.8%) 6,254	(+3.4%) 199.4
2019-04-23	31.7	6,326	199.4
2019-04-24	31.9	6,368	199.4
2019-04-25	32.0	6,382	199.4
2019-04-26	32.3	6,444	199.4
2019-04-29	31.8	6,344	199.4
2019-04-30	32.0	6,384	199.4
2019-05-01 (클로버리프 인수완료)	32.2	6,412	199.4

주: 일일 유통주식수는 시가총액에서 주가를 나누어 산출함

자료: 하나금융투자

표 10. 2019년 4월 16일 아메리콜드 유상증자 세부사항 - 1

	주당 제안 가격 (USD)	모집예정금액 (USD)	발행 예정 주식수
주당 공모가액	29.75	1,301,562,500	43,750,000
증권사 인수할인분(Underwriting Discount)	1.04	45,554,688	43,750,000
아메리콜드 순 공모가액	28.71	1,256,007,813	43,750,000

자료: Americold Prospectuses, 하나금융투자

표 11. 2019년 4월 16일 아메리콜드 유상증자 세부사항 - 2

Common shares offered by us	35,500,000 보통주
Common shares offered by the <u>forward purchaser</u> or <u>its affiliate</u>	8,250,000 보통주
<u>Underwriters' option</u> to purchase additional common shares from us (15% of 4,375만주)	6,562,500 보통주
<u>Common shares to be outstanding immediately</u> after this offering (증자 후 즉시 유통되는 주식 수)	190,632,808 보통주
Common shares to be outstanding after this offering and settlement of the 2019 forward sale agreement	198,882,808 보통주

자료: Americold Prospectuses, 하나금융투자

표 12. 2019년 4월 16일 아메리콜드 유상증자 세부사항 - 3 (Overnight Offering Time Table)

일자	이벤트
2019-04-16	유상증자 공시일 / 및 클로버리프 인수가격 및 예상 완료일자 공시 발행가 결정 (29.75달러로 결정, 전일 종가 30달러 대비 0.83% 할인)
2019-04-16	
2019-04-17	신주상장일
2019-04-17	그린슈 브로커 옵션 행사일
2019-04-19	침묵기간(Quiet Period) 종료일 선도거래 결산일
2019-04-22	

자료: Americold Prospectuses, 하나금융투자

리츠는 부동산 임대업 특성상  
자본조달 → 신규자산투자 →  
이익발생까지의 시간이 짧음

아메리콜드의 주가가 유상증자 이후 하락하지 않은 이유는 시가형태 증자의 역할이 크게 작용했을 것이다. 다만 또 다른 관점에서도 이유를 생각해 볼 수 있다. 우선 기업이 유상증자를 단행할 때 권리락이 발생하는 원인은 다양할 수 있지만 본질적으로는 단기 내 기업가치가 변하지 않는 상황에서 자본조달로 인한 주식수의 증가는 주당가치, 즉 주가의 하락을 야기하기 때문이다. 자본조달 시 단기 내 기업가치가 변하지 않는 이후는 조달된 자본이 신규 설비에 투자되거나 이를 통한 순이익 창출까지는 상당기간 시간이 소요되기 때문이다. 이 경우 기업가치에는 어떠한 경직성이 있다고 할 수 있다.

반면에 리츠는 부동산 임대업 특성상 자본조달 → 신규자산투자 → 이익발생까지의 시간이 짧다. 조달한 자금을 가지고 공장을 짓는 것이 아니라 다음 분기부터 바로 실적에 기여할 수 있는 부동산을 인수하기 때문이다. 물론 토지부터 개발하는 경우에는 시간이 소요될 수 있으나 대규모 자금이 일시적으로 필요한 상황, 즉 증자나 부채발행이 필요한 경우는 계획적인 개발보다는 우량 부동산을 인수하는 상황에서 훨씬 많이 보인다.

당시 클로버리프 인수 완료시점은  
5월1일로 이는 유상증자 공시일인  
4월16일로부터 불과 11영업일 이후

아메리콜드 역시 2019년 4월 투자설명서에서 증자로 조달된 자금을 ‘클로버리프 자산인수’에 사용할 것을 명시한 바 있다. 2019년 1분기 말 재무보충자료에 따르면 클로버리프의 인수금액은 약 12.4억USD로 4월 유상증자금액과 흡사하다. 당시 클로버리프 인수 완료시점은 5월 1일이었는데 유상증자 공시일인 4월 16일로부터 불과 11영업일 이후임을 알 수 있다. 사측은 사전에 6.5억USD 규모의 선순위브릿지론(Senior unsecured bridge loan)을 일으켰는데 내부적으로 인수거래를 확정해놓고 증자를 통해 해당 브릿지론에 대한 상황과 차액에 대한 현금거래를 이행한 것을 알 수 있다. 4월 중순에 증자를 완료하고 5월부터 신규자산이 실적에 잡히기 시작한 것이다.

표 13. 2019년 초 아메리콜드가 인수 한 클로버리프 포트폴리오 목록

지역	냉동창고 수	입방피트 (백만)	입방피트 비중 (%)	제곱피트 (천)	제곱피트 비중 (%)
보유(Owned) 자산					
알칸사스	5	41.0	31.1%	1,109	21.1%
일리노이	1	7.5	5.7%	229	4.4%
아이오와	4	18.9	14.4%	927	17.7%
미네소타	3	13.6	10.3%	861	16.4%
미주리	1	8.3	6.3%	316	6.0%
노스 캐롤라이나	2	13.8	10.5%	490	9.3%
오하이오	3	15.6	11.8%	856	16.3%
사우스 캐롤라이나	1	2.5	1.9%	122	2.3%
버지니아	1	3.5	2.7%	117	2.2%
관리(Managed) 자산					
일리노이	1	7.0	5.3%	221	4.2%
포트폴리오 합계	22	131.7	100.0%	5,245	100.0%

자료: Americold, 하나금융투자

신규 인수자산이 기존 자산  
포트폴리오보다 상대적으로 높은  
'Entry 자본환원율'을 가질 경우  
전체 기업가치는 상승효과를 가짐

이번에는 인수한 자산이 아메리콜드 기업가치에 어떤 영향을 줄 수 있었는지 확인해보자. 냉동창고 리츠의 임대가능용량(Capacity)는 일반적으로 팔레트(Pallets)라는 단위를 사용한다. 2019년 1분기 말 아메리콜드의 물류 CAPA(팔레트)는 총 318만 팔레트였으며 임차점유율은 79%였다. 5월 1일 인수 완료한 클로버리프의 물류 CAPA는 60만 팔레트로 아메리콜드 입장에서는 클로버필드 자산 인수를 완료함으로써 약 20%의 CAPA증가가 가능했던 것이다.

신주가 상장된 4월 17일 아메리콜드의 시가총액은 26% 상승했다. 유통주식수는 23.8% 증가했지만 당일 증가가 전일대비 1.3% 소폭 상승한 까닭이다. 시장에서는 이미 증자로 조달된 자금이 클로버필드 자산을 인수하는데 사용되는 것을 알고 있었다. 만약 클로버필드의 자산이 기존 아메리콜드 자산 포트폴리오와 똑같은 투자수익률을 가지고 있었다면 단순히 물류 CAPA가 증가한 이상으로 기업가치가 상승할 요인은 부족했다. 결국 증자이후 주가가 상승할 수 있었던 까닭은 신규로 인수한 클로버리프 자산군이 상대적으로 높은 7~8%의 자본환원율을 보였기 때문이다. 당시 미국 물류 부동산 자본환원율이 6%대였음을 감안 시 아메리콜드의 내재 자본환원율(앞에서 설명하였음)은 7%보다 낮았을 것이다. 즉 상대적으로 우량한 자산을 인수함으로써 기업가치가 상승하는 효과가 발생한 것이다.

이 외에도 2019년 2분기 공시자료에서 나타나는 동일 부동산(Same store warehouse)성과와 비동일부동산 (Non-same store warehouse)성과 차이를 통해서도 4월 유상증자가 실행되었던 당분기(2Q19)에 클로버리프를 포함한 신규취득 자산이 기업가치 상승효과로 작용했다는 것을 알 수 있다.

표 14. 2019년 2분기 공시 아메리콜드 기존 부동산(SS Warehouse) 및 신규 부동산 (Non SS Warehouse) 비교 표

	2Q19 기존 부동산	2Q19 신규 취득/개발 부동산	비고
자산수(개)	137	29	22개는 클로버리프로부터 인수한 자산
임차점유율(%)	76.7%	77.7%	신규 자산에서에서 1% 높은 점유율
NOI Margin (NOI ÷ 매출액, %)	33.0%	33.7%	신규에서 0.7%p 높은 NOI 마진을

자료: Americold, 하나금융투자

표 15. 2019년 1분기 공시 아메리콜드의 인수 거래 진행 중인 프로젝트 목록

시설명	지역	자산 수	입방피트 (백만)	팔레트 수 (천개)	인수가액 (백만USD)	초기 NOI Yield (%)	예상 자산안정화 투자자본 대비 NOI 수익률	인수 완료일
PortFresh	사바나, GA	1	4.3	6	20	7.0%	9~12%	1/31/2019
Cloverleaf Cold	9개 주	22	132.0	602	1,242	7.0%	7~8%	5/1/2019
Lanier Cold	조지아	2	14.4	51	82	7.9%	9~10%	5/1/2019

주: Cloverleaf purchase price results in an approximate 7% NOI entry yield which is exclusive of SG&A expense.

자료: Americold, 하나금융투자



표 16. 2019년 4월 아메리콜드 유상증자 총액 인수 증권사 목록 (주식수 기준)

(단위: 주)

증권사/투자은행	주식수
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated	15,750,000
Goldman Sachs & Co. LLC	9,843,750
Citigroup Global Markets Inc.	4,593,750
J.P. Morgan Securities LLC	4,593,750
RBC Capital Markets, LLC	2,625,000
BB&T Capital Markets, a division of BB&T Securities, LLC	875,000
BTIG, LLC	875,000
Citizens Capital Markets, Inc.	875,000
Rabo Securities USA, Inc.	875,000
Raymond James & Associates, Inc.	875,000
Regions Securities LLC	875,000
SunTrust Robinson Humphrey, Inc.	875,000
Robert W. Baird & Co. Incorporated	218,750
<b>합계</b>	<b>43,750,000</b>

자료: Americold Prospectuses, 하나금융투자

## (2) 아메리칸타워(AMT) 2015년 2월 유상증자 케이스

인수자금은 버라이즌 매크로 타워  
11,489개를 인수하는 용도로 사용

또 다른 예로 아메리칸타워(AMT)의 2015년 유상증자 사례를 보자. 2015년 2월 아메리칸 타워는 미국 통신사 버라이즌(VZ)으로부터 11,489개의 통신타워를 인수하는데 필요한 자금을 조달하기 위해 유상증자를 단행했다. 당시 총 1.1만개 통신타워의 인수총액은 51억USD였는데 이 중 23억USD를 일반공모형태의 보통주 증자를 통해 조달했다. 아메리칸타워는 2015년 2월 24일 장 마감이후 일반공모증자 공시를 내었고 2월 25일 주식발행가액(Pricing)을 결정했다. 당시 주당 증자가격은 2월 25일 종가 97.9달러대비 0.9% 할인된 97.0달러였는데 앞서 아메리콜드 사례와 마찬가지로 시가증자 형태였다는 것을 알수있다.

표 17. 2015년 2월 아메리칸타워 보통주 주가, 시가총액 및 유통주식수 추이

(단위: USD, 백만USD, 백만주)

	아메리칸 타워 주가	아메리칸 타워 시가총액	아메리칸 타워 유통주식수
2015-02-22	96.5	38,271	396.5
2015-02-23	97.3	38,588	396.5
2015-02-24 (증자 발표일)	94.7	37,548	396.7
2015-02-25	97.9	38,818	396.7
2015-02-26 (신주상장 및 거래)	98.9	39,227	396.7
2015-02-27	99.1	39,330	396.7
2015-02-28	99.1	39,330	396.7
2015-03-01	99.1	39,330	396.7
2015-03-02 (브로커 매수옵션행사)	(+0.3%) 99.4	(+6.2%) 41,769	(+5.9%) 420.2
2015-03-03	98.3	41,298	420.2
2015-03-04	98.6	41,416	420.2
2015-03-05	99.2	41,702	420.2

주: 일일 유통주식수는 시가총액에서 주가를 나누어 산출함

주2: 2015년 2월 24일 증자 규모는 22.8억 달러 규모

자료: 하나금융투자

표 18. 아메리칸 타워 펀딩 자금 출처 및 사용용도

(단위: 백만USD)

자금 출처		자금 사용용도	
기존 보유현금 사용	75	버라이즌 거래에 필요한 자금	5,056
예탁증서(DS) offered hereby	1,250	버라이즌 거래에 필요한 수수료 및 비용	91
보통주 유상증자액	2,287		
회전신용편의를 통한 부채조달	1,535		
총 조달자금규모	5,147	총 자금사용규모	5,147

자료: American Tower, 하나금융투자

2015년 아메리칸타워의 버라이즌  
타워인수 증자는 시가증자로  
주가희석이 발생하지 않았고  
자금사용목적이 구체적이었던 사례

2014년 말 당시 아메리칸타워의 미국 내 통신타워 개수는 2.8만개 수준이었는데 최대 경쟁사 크라운캐슬 인터내셔널(CCI)의 미국 내 타워 보유수는 3.9만개에 달했다. 지금은 미국 전체 통신타워의 95%를 임대사업자가 보유하고 있지만 당시만 해도 통신사가 직접보유하고 있는 타워의 비중이 높았기에 아메리칸타워는 통신사가 보유한 타워를 추가로 인수함으로써 미국 내에서 추가적인 점유율 확보가 가능했다. 2014년 한 해 동안 크라운캐슬이 이미 AT&T로부터 9천개 이상의 통신타워를 인수완료했던 상황이었기에 아메리칸타워는 점유율 유지를 위해 유상증자와 부채조달을 섞어 51.1만개 이상의 타워를 인수하게 된다. 이는 미국 성장형 리츠 중 전형적으로 자본조달을 통해 외형성장을 노렸던 사례로 볼 수 있다.

해당 증자의 브로커옵션이 행사되었던 2015년 3월 2일 이후 아메리칸타워 유통주식수는 5.9% 증가했는데 증자 전후로 주가는 안정적인 흐름을 보였다. 시가증자형태로 주식희석이 발생하지 않았고 자금사용목적이 구체적이었기 때문이다. 조달된 자금을 통해 버라이즌과의 타워 인수거래가 완료되기까지 걸린 시간은 영업일 기준으로 24일에 불과했다. 해당 거래가 불러일으킨 레버리지 효과는 이후 부채부분에서 한번 더 설명하겠다.

표 19. 2015년 1분기 아메리칸 타워 지역별 매크로 타워 포트폴리오 변화

(단위: 개)

지역	4Q14말 공시 된 타워 수	신규건설	신규인수	기타조정	1Q15말 공시 된 타워 수
미국	28,566	23	11,475	(16)	40,048
브라질	11,873	92	-	24	11,989
칠레	1,156	4	-	(1)	1,159
콜롬비아	3,589	41	-	(4)	3,626
코스타리카	464	-	-	-	464
독일	2,031	-	-	-	2,031
가나	2,038	14	-	-	2,052
인도	12,977	407	-	(95)	13,289
멕시코	8,716	1	-	-	8,717
페루	571	7	-	-	578
남아공	1,918	-	-	-	1,918
우간다	1,265	55	6	-	1,326
합계	75,164	644	11,481	(92)	87,197

주: 버라이즌 타워는 2015년 3월 30일 인수 완료공시 함

자료: American Tower, 하나금융투자

### (3) 케펠DC리츠(KDCREIT.SP) 유상증자 케이스

싱가포르 리츠는 Gearing ratio 상한 규제(현재 45%)로 인해 부동산 취득을 위한 자금조달 시 부채를 늘리기 보단 증자를 하는 것이 더 용이하다. 따라서 증자 이슈가 상대적으로 잦았는데 대부분 Private placement(사모) 형태로 진행되며, 증자를 통해 조달한 자금이 부동산 취득으로 이어지기 때문에 오히려 DPU와 배당수익률이 상승할 수 있다.

케펠 디씨 리츠(KDCREIT.SP)의 경우 작년 총 4.6억SGD 규모의 KDC SGP 5, maincubes DC 매입을 위해 두 번의 증자를 진행하였고 이를 통해 4.8억SGD가 조달되었다. 증자 당시 각각 CP 1.9SGD, 2.0SGD였으며 이보다 할인된 1.7SGD에 발행되었다. 특히 '19년 10월에 진행된 증자는 Preferential offering(우선할당) 형태며 이는 회사가 우선권에 따라 선택한 개인 또는 법인에게 사모로 주식을 발행하는 것으로 이를 위해선 정부의 승인이 필요하다.

표 20. 증자 관련 용어

Private placement	사모
Preferential offering	우선할당, 사모
Renounceable underwritten rights	포기가능한 신주매입권
Consideration share	주주배정
Conversion of ECS	전환사채 주식화

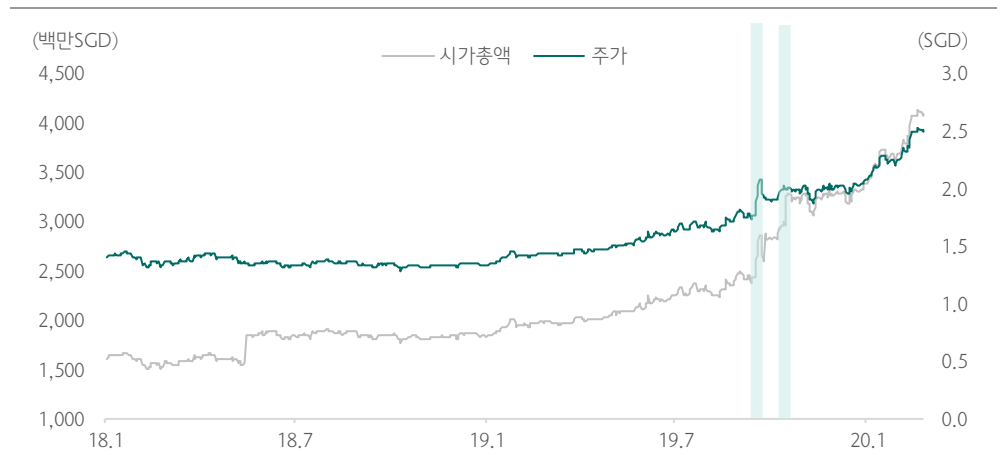
자료: 케펠 디씨 리츠, 하나금융투자

표 21. 케펠 디씨 리츠 증자 히스토리 (KDC SGP 5, maincubes DC 매입관련)

발생일	Offered 주식수 (백만주)	Offer 주가 (SGD)	기말발행주식수 (백만주)	거래규모 (백만SGD)	시가총액 at Offer (백만SGD)	증자 전일 시가총액 (백만SGD)	비고
18.05.16	224.0	1.35	1,351.6	303.1	1,851	1,556	private placement
19.09.25	135.0	1.74	1,487.3	235.4	2,596	2,623	private placement
19.10.15	142.0	1.71	1,632.4	242.8	2,960	3,004	preferential offering

자료: 케펠 디씨 리츠, 하나금융투자

그림 38. 케펠 디씨 리츠 시가총액 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## (4) 아센다스(AREIT.SP) 유상증자 케이스

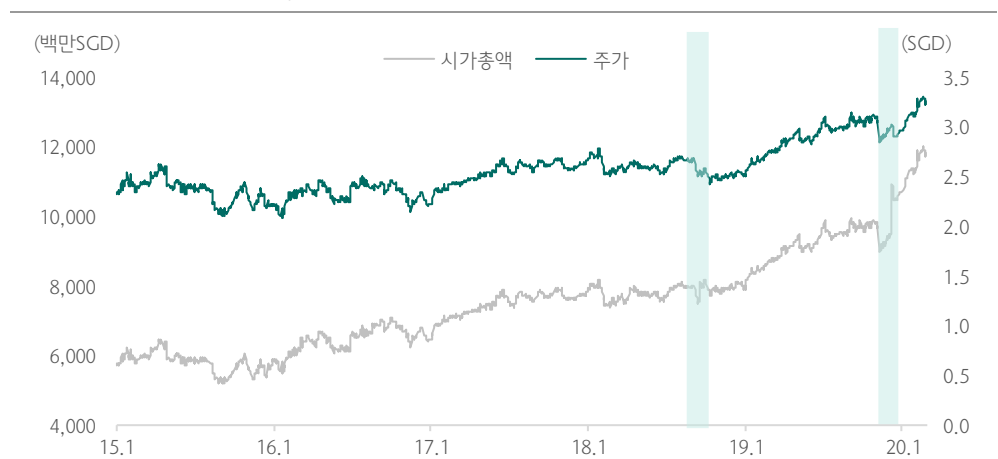
아센다스 리츠는 FY15/16에 4.2억SGD 규모의 ONE@Changi City 매입을 위해 사모로 2.1억SGD 규모의 증자를 진행하였으며 FY 16/17엔 4.2억SGD 규모의 DNV/DSO 매입을 위해 2.5억SGD를 증자하였다. 가장 최근엔 15.7억SGD 규모의 부동산 취득을 위해 총 13억SGD 규모의 Renounceable right을 발행하였다. Renounceable right은 포기가능한 신주매입권으로 주주들이 그 권리를 행사 또는 매각할 수 있으며 시가보다 할인발행 되어 희석을 방지한다. 아센다스의 경우 발행 당시 주가 3.17SGD에서 15% 할인된 2.63SGD에 발행되었다.

표 22. 아센다스 리츠 증자 히스토리

	Offered 주식수 (백만주)	Offer 주가 (SGD)	기말발행주식수 (백만주)	거래규모 (백만SGD)	시가총액 at Offer (백만SGD)	증자 전일 시가총액 (백만SGD)	비고
15.12.18	90.00	2.22	2,495.71	210.00	5,923	5,709	private placement ONE@Changi City 매입용
16.01.20	65.29	2.22	2,561.00	144.85	5,612	5,820	preferential offering
16.03.01	94.47	2.22	2,655.47	209.99	6,141	6,218	consideration shares
16 연내	148.59	2.01	2,814.16	299.32	-	-	conversion of ECS
16.08.08	64.00	2.42	2,878.16	154.69	6,709	6,606	private placement DNV/DSO 매입용
17.02.16	40.83	2.45	2,924.77	100.00	7,119	7,119	private placement DNV/DSO 매입용
18.09.18	178.01	2.54	3,110.84	452.14	7,989	7,619	private placement
19.12.06	498.04	2.63	3,612.69	1,309.85	10,905	9,519	Renounceable right 28 in the US, 2 in Singapore 매입용

자료: 아센다스 리츠, 하나금융투자

그림 39. 아센다스 리츠 시가총액 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 3) 리츠의 부채 프로파일

#### (1) 성장형리츠와 부채조달

리츠는 증자와 부채조달만이  
투자재원을 마련하는 유일한 수단

리츠는 세법상 과세이익의 90%이상을 배당으로 지급해야 하기 때문에 재무제표의 자본부분을 확인해보면 대부분 누적결손(Accumulated Deficit)상태인것을 볼 수 있다. 따라서 증자와 부채조달만이 투자재원을 마련하는 유일한 수단이 된다. 특히 대규모 자산을 인수하는 경우에는 더욱 그렇다. 앞에서 언급했듯이 성장형 리츠의 증자는 대부분 신규자산을 매입하기 위한 자금조달이 주요 목적이었다. 리츠가 부채를 조달하는 이유 역시 마찬가지로 신규자산에 대한매입이나 만기도래가 임박한 부채를 상환하는것이 주요 목적이다.

대부분의 상장리츠가 매년 상당한  
비용을 이자비용으로 지출함

리츠의 부채 또한 일반적인 기업과 마찬가지로 다양한 항목으로 구성되어있다. 다만 일반기업 보다 리츠에게 좀 더 중요한건 '이자지급의 의무가있는 부채(Interest Bearing Debt)'의 규모라 할 수 있는데 대부분의 상장리츠가 매년 상당한 비용을 이자비용으로 지출하고있기 때문이다. 연간 EBITDA의 1/3에 해당하는 금액을 이자비용으로 지출(EBITDA/이자비용=3.0배)하는 경우도 있다. 데이터센터, 통신인프라, 물류센터등 부동산에 투자하는 성장형 리츠들은 일반적으로 전통산업에 투자하는 리츠보다 높은 레버리지를 사용한다. 전략적 자산인수가 성공적이라면 이러한 레버리지는 높은 실적성장을 불러일으키게 된다.

성장형리츠 또한 높은 레버리지를  
이용하기 때문에 이자비용 추정에  
대한 가시성과 재무건전성이 중요

아메리칸타워는 2015년 버라이즌  
타워 인수 이후 EBITDA/이자비용  
비율이 개선되는 모습을 보였음

아메리칸타워의 2015년 2월 증자사례를 다시한번 살펴보자. 당시 버라이즌 타워 1.1만개의 인수총액은 51억USD였으며 사측이 보유하고있던 현금은 7,500만USD에 불과했다. 시가증자 형태의 공모증자를 통해 모집한 금액은 23억USD이었다. 나머지 필요한 38억USD 중 13억USD는 ADS(예탁증서)를 이용했고 15억USD를 회전신용편의(Revolving Credit Facility)로 조달했다. 결국 부채와 자본을 동시에 조달하여 자산인수 대금으로 사용한 것이다. 부채조달이후 아메리칸타워의 장기부채는 2014년 말 기준 136억USD에서 2015년 말 171억USD로 증가했다. 다만 증자를 병행했기 때문에 장기부채비율(장기부채/보통주자본)은 345%에서 257%로 감소했다. 또한 2015년 아메리칸타워의 연간 이자비용은 2014년 대비 2.7% 증가한 5,960만 달러를 기록했는데 연간 EBITDA의 경우 자산인수효과로 2014년 대비 15.7% 증가한 30.7억USD를 기록했다. 이에 따라 EBITDA/이자비용은 2014년 말 4.6배에서 2015년 말 5.1배로 개선되었다. 부채조달을 통한 자산인수가 긍정적인 레버리지효과를 가져온 사례인것이다. 전략적인 자산매입을 지속한 결과 2019년 아메리칸타워의 EBITDA/이자비용은 5.8배로 과거 대비 개선되었음을 알 수 있다.

표 23. 하나금융투자 성장형리츠 커버리지 EBITA/이자비용 추이

(단위: %, 배)

종목명	2019년 말 총부채/총자산	2019년 말 순부채/EBITDA	평가기관 신용등급	EBITDA/이자비용				
				2017	2018	2019	2020F	2021F
아메리칸타워	84.6%	6.2x	(S&P BBB-)	5.5x	5.7x	5.8x	6.1x	6.5x
크라운캐슬	72.7%	7.2x	(S&P BBB-)	4.2x	4.9x	4.8x	4.9x	5.1x
에퀴닉스	63.1%	4.2x	(S&P BBB-)	4.3x	4.6x	5.6x	6.2x	6.8x
프롤로지스	34.9%	5.3x	(S&P A-)	6.0x	7.8x	8.9x	8.4x	8.7x
디지털리얼티	53.8%	5.8x	(S&P BBB)	5.5x	5.7x	5.3x	5.7x	6.0x
알렉산드리아	44.7%	7.0x	(S&P BBB+)	5.7x	5.4x	5.6x	5.6x	6.0x
아메리콜드	56.1%	4.6x	Not Rated	2.5x	3.3x	3.9x	4.4x	4.6x
캐펠DC	35.0%	4.8x	Not Rated	7.7x	8.9x	10.3x	9.3x	8.9x
캐피타랜드몰	33.8%	6.6x		4.6x	5.1x	4.5x	5.1x	5.2x
메이플트리로지스틱스	42.1%	8.9x		5.4x	5.7x	5.1x	5.2x	5.4x
평균	52.1%	6.1x		5.1x	5.7x	6.0x	6.1x	6.3x

자료: S&P Capital, Bloomberg 컨센서스, 하나금융투자



싱가포르를 포함한 일부 국가는  
기어링비율 제한을 통해 상장리츠들  
의 부채규모를 직접적으로 관리함

리츠의 역사가 오래된 선진국 리츠는  
제도적으로 부채에 대한 직접적인  
규제가 거의 없는 편

## (2) 정부와 협회차원의 리츠 부채관리

미국의 경우 증권거래위원회(SEC)나 전미리츠협회(NAREIT)등 정부기구나 협회차원에서 상장 리츠 부채비율에 대한 규제를 정한 것이 없지만 싱가포르 리츠의 경우 싱가포르 정부에서 '기어링(Gearing) 비율(총부채/총자산)'한도를 45%로 규제하며 부채를 체계적으로 관리하고 있다. 이는 각 시장의 특수성에서 비롯된 것으로 볼 수 있는데 싱가포르의 경우 우량 리츠의 대부분이 정부기관과 공적 연기금이 최대주주 혹은 스폰서로 자리잡고 있으며 해당 스폰서가 자체 개발한 부동산 물량을 리츠에 매각하여 운영하게 하는 소위 '앵커 리츠'의 형태이기 때문이다. 이는 또한 싱가포르 리츠가 비교적 짧은 역사를 가지고 있기 때문이기도 하다. 싱가포르 외 국가에서는 홍콩, 말레이시아, 독일, 네덜란드 등이 리츠의 부채/자산비율을 규제하고 있다.

반면 리츠의 역사, 즉 부동산 자본화의 역사가 오래된 선진국 리츠는 특별히 부채비율에 대한 규제를 시행하고 있지 않다. 이는 리츠의 역사가 1960년 최초 도입 이후 60년을 넘어가 고있는 미국이나 50년 가까이 된 호주, 제도적으로 정착한지 20년을 넘어가는 유럽과 일본 또한 마찬가지다. 비교적 리츠시장 규모가 작은 독일이나 네덜란드 등 국가는 부채/자산비율을 규제하고 있지만 이 또한 60~66%로 싱가포르나 홍콩리츠의 45% 대비 상대적으로 러프한 수준이다. 영국은 직접적으로 부채규모를 규제하고있지는 않지만 연간 이자보상비율을 1.25배 이상으로 유지하도록 명시하고 있다. 이러한 제도적 차이 때문에 국가별 리츠의 부채규모는 상이한 모습을 보인다.

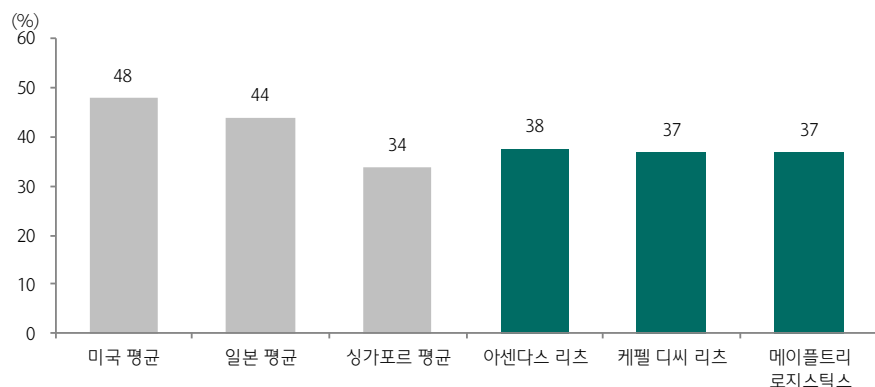
표 24. 국가별 리츠 부채 규제현황

	부채/자산비율(기어링) 규제	기타 부채에 관한 규제
싱가포르	45%	고려중 (이자보상비율>2.5배)
홍콩	45%	없음
말레이시아	50%	없음
태국	60%	없음
벨기에	60~66.25%	없음
독일	60~66.25%	없음
네덜란드	60~66.25%	없음
미국	없음	없음
일본	없음	없음
캐나다	없음	없음
호주	없음	없음
영국	없음	이자보상비율(ICR) > 1.25배
프랑스	없음	없음

주: 2019년 7월 기준 / 자료: Monetary Authority of Singapore, 하나금융투자

그림 40. 기어링 비율(Gearing Ratio) 비교

싱가포르 평균 Gearing Ratio는  
34%로 미국 48%, 일본 44%에 비해  
월등히 낮음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

싱가포르의 정부의 부채규제로  
부채비율이 낮고 발행자 신용등급이  
A~AA로 높은 모습을 보임

반면 미국 리츠는 부채비율이 높고  
신용등급은 BBB~A 범위에 위치함  
다만 평균적으로 75~80%의 부채가  
고정금리로 발행되며 시계열상으로  
만기도래시점이 길게 분산되어있음

### (3) 리츠부채는 '고정이자 + 장기부채'로 구성

일반적으로 리츠가 부담하고 있는 이자지급부채의 구성은 보통 4~5가지이지만 대부분 고정금리형태의 선순위사채가 높은 비중을 차지하고 있다. 부채비율이 상대적으로 높은 미국리츠의 상황을 먼저 살펴보자. 미국리츠의 부채는 대부분 고정이자(Fixed Rate)의 형태로 발행되며 자금조달기구로는 ① 무담보선순위사채(Senior Note) ② 장기분할상환대출(Term Loan) ③ 모기지담보대출(Secured Mortgage Debt) ④ 회전신용편의(Revolving Credit Facilities)등이 포함 된다.

아메리칸타워(AMT)의 부채비율은 2019년 말 기준으로 472%로 미국 상장리츠들 중에서도 높은 부채수준을 보이고 있다. 다만 부채총액 362억USD 중 65억은 리스회계기준 변경에 따라 2019년부터 새로 반영된 토지임대리스부채(영업리스)이다. 이자비용을 수반하는 유동성장기부채와 장기부채의 합산액은 242억USD이며 이 중 80%는 고정금리부채(선순위사채)로 구성되어 있다. 변동금리부채비중이 높지 않기 때문에 장기적으로 발생하는 이자비용이 대부분 가시화되어있다.

프롤로지스(PLD)의 2019년 말 기준 부채비율은 48%로 안정적이다. 장기부채총액은 119억USD로 전체부채총계 140억USD의 85%를 차지한다. 전체 장기부채 중 81%인 97억USD는 무담보선순위사채로 구성되어있다. 선순위사채는 마찬가지로 전체의 95%가 고정금리채권으로 구성되어있기 때문에 이자율리스크 관리측면에서 안정적이다. 장기분할상환대출은 약 14억USD로 전체 장기부채 중 12%를 차지하는데 대부분 변동금리대출이다. 주로 엔화/유로/캐나다달러 등 외화 형태 대출로 이자는 변동금리(LIBOR)+60~100bp에서 결정된다. 모기지대출과 회전신용편의 비중은 높지 않다.

에퀴닉스(EQIX)의 2019년 말 부채총계는 151억USD로 부채비율은 171%수준이다. 이 중 이자지급부채(Interest Bearing Debt)총계는 120억USD로 전체 부채의 약 80%를 차지하고 있으며 고정금리로 이자를 지급하는 선순위사채(달러 및 유로)가 전체 이자지급부채의 76%를 차지하고 있다. 나머지는 변동금리 외화대출이 11%를 차지하고있다.

결론적으로 미국 주요 성장형리츠는 글로벌 평균대비 상대적으로 높은 부채비율을 보이고 있지만 이자지급을 수반하는 부채의 75~80%가 고정금리채권이기 때문에 미래 발생하는 이자비용에 대한 추정이 가시적이다. 이는 이자비용 관리 측면에서 중요하다.

메이플트리 로지스틱스(MLT.SP)의 부채비율은 64.1%, 부채총액은 35.6억SGD며, 전체 부채의 84%가 고정금리로 금리변동리스크를 축소했다. 케펠 디씨 리츠(KDCREIT.SP), 아센다스 리츠(AREIT.SP) 역시 각각 부채비율 48.4%, 64.5%로 낮은 부채 비율을 보이고 있다

싱가포르 리츠는 Gearing ratio 45% 규제로 인해 상당히 낮은 부채비율을 유지 중에 있다. 또한 높은 신용의 스폰서로 인해 낮은 자금조달비용까지 갖추고 있어 대부분 안정적인 재무구조를 보이고 있다.

표 25. 아메리칸타워(AMT)의 부채 프로파일

(단위: 백만USD, %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F~	총 합계
<b>고정금리부채</b>	<b>1,605</b>	<b>1,434</b>	<b>1,304</b>	<b>3,002</b>	<b>12,163</b>	<b>19,509</b>
(% of 총부채)	54.8%	99.2%	97.4%	80.6%	82.4%	80.6%
(% 가중평균이자율)	3.7%	3.5%	3.6%	3.2%	3.5%	3.5%
<b>변동금리부채</b>	<b>1,323</b>	<b>12</b>	<b>35</b>	<b>721</b>	<b>2,600</b>	<b>4,691</b>
(% of 총부채)	45.2%	0.8%	2.6%	19.4%	17.6%	19.4%
<b>총부채</b>	<b>2,928</b>	<b>1,447</b>	<b>1,339</b>	<b>3,723</b>	<b>14,763</b>	<b>24,200</b>
(% of 전체기간)	12.1%	6.0%	5.5%	15.4%	61.0%	100.0%

자료: Prologis 10-K, 하나금융투자

표 26. 프로로지스(PLD)의 부채 프로파일

(단위: 백만USD, %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F~	총 합계
<b>고정금리부채</b>	<b>19</b>	<b>818</b>	<b>798</b>	<b>884</b>	<b>7,437</b>	<b>9,956</b>
(% of 총부채)	3.5%	76.7%	100.0%	87.1%	86.7%	83.0%
(% 가중평균이자율)	6.0%	1.7%	3.2%	4.4%	2.3%	2.6%
<b>변동금리부채</b>	<b>517</b>	<b>248</b>	<b>0</b>	<b>131</b>	<b>1,143</b>	<b>2,039</b>
(% of 총부채)	96.5%	23.3%	0.0%	12.9%	13.3%	17.0%
<b>총부채</b>	<b>536</b>	<b>1,066</b>	<b>798</b>	<b>1,015</b>	<b>8,580</b>	<b>11,995</b>
(% of 전체기간)	4.5%	8.9%	6.7%	8.5%	71.5%	100.0%

자료: Prologis 10-K, 하나금융투자

표 27. 에퀴닉스(EQIX)의 부채 프로파일

부채종류	지급 이자율/스프레드	고정/변동	만기	부채잔액
회전신용편의	L + 100bp	변동	2022년 12월	0
외화장기대출 (SEK, GBP, JPY)	L + 120bp	변동	2022년 12월	1,287
<b>선순위채권</b>				
USD due in 2020, 2021	5.000%	고정	2021년 이내	450
USD due in 2022	5.375%	고정	2022년 01월	344
USD due in 2024	2.625%	고정	2024년 11월	1,000
USD due in 2026	5.875%	고정	2026년 01월	1,100
USD due in 2026	2.900%	고정	2026년 11월	600
USD due in 2027	5.375%	고정	2027년 05월	1,250
USD due in 2029	3.200%	고정	2029년 11월	1,200
<b>달러채권합계</b>	<b>4.288%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,944</b>
EUR due in 2024	2.875%	고정	2024년 05월	842
EUR due in 2025	2.875%	고정	2025년 10월	1,122
EUR due in 2026	2.875%	고정	2026년 02월	1,122
<b>유로채권합계</b>	<b>2.875%</b>			<b>3,086</b>
모기지 및 기타 대출	변동	변동	변동	83
금융리스부채	-	-	-	1,506
<b>부채합계</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>11,906</b>
(% 고정금리부채 비중)				76%

자료: Equinix, 하나금융투자

## 글로벌 성장형리츠 10선

아메리칸타워 (AMT.US)	48
에퀴닉스 (EQIX.US)	52
알렉산드리아 (ARE.US)	56
크라운캐슬 (CCI.US)	60
프롤로지스 (PLD.US)	64
아메리콜드 (COLD.US)	68
케펠디씨리츠 (KDCREIT.SP)	72
아센다스리츠 (AREIT.SP)	76
메이플트리로지스틱스 (MLT.SP)	80
케펠리츠 (KREIT.SP)	84

2020년 3월 30일 | 미국

# 아메리칸 타워(AMT.US)

## 하나 글로벌 리서치

### 성장형 리츠 컨셉에 딱 맞는 대형 인프라 리츠

#### 글로벌 넘버원 성장형 리츠

아메리칸 타워(AMT)는 미국의 대표적인 성장형 리츠로 미국과 인도, 북아프리카, 남미지역에서 통신인프라 임대사업을 영위하고 있다. 2019년 4분기 말 기준으로 미국 내 40,567개의 셀타워를 보유 및 임대하고 있으며 미국 내 통신타워 점유율은 26%로 1위이다. 경쟁사(CCI/SBAC)와 달리 인도/북아프리카/남미 등 신흥시장 투자를 확대하고 있다. 신흥시장은 4G LTE 투자가 활발히 이루어지고 있기에 고성장이 기대된다.

#### 성장조건을 모두 갖춘 임대사업자

성장형리츠는 ① 신기술이나 생태변화로부터 가시적인 성장이 기대되어야 하고 ② 자본투자 등 포트폴리오 운영전략에서 성장산업 투자가 지속되어야 한다. 아메리칸타워는 미국 5G생태 도입과 신흥국 4G 확대 최대 수혜업체중 하나이며 미국 내에서는 5G 중대역(Mid-Band)가 본격 도입되는 2020년 하반기 이후부터 본격적인 성장이 기대된다. 투자자들이 AMT투자에 있어서 가장 우려하는 부채비율(2019년 말 471%)도 크게 걱정할 요인은 아니다. 전체 이자지급부채 중 81%가 고정이자(Fixed-Rate)를 지급하는 선순위채권이며 2023년 이후 만기가 도래하는 부채 비중이 76%이다. EBITDA/이자비용비율은 2016년 5.0배에서 2019년 5.8배로 매년 꾸준히 개선중이다.

#### 2020년 하반기 이후 본격적인 성장 기대

2020년 6월 25일과 12월 8일 각각 CBRS, C-Band 5G 중간대역폭 경매가 예정되어있다. 아직까지 통신타워에대한 수요가 가시적으로 늘어나지 않은것은 최근 도입된 5G서비스가 기존 4G와 혼용이 가능한 600~800MHz 저주파수 대역폭이기 때문이다. 향후 고주파 대역 사용이 증가할수록 주파수의 확장성이 떨어지기 때문에 타워밀도는 증가할 수 밖에 없는 구조이며 이는 2020년 하반기 이후부터 시작될 것으로 전망한다. 또한 전사 매출의 각각 18%, 16%, 8%를 차지하는 남미, 인도, 북아프리카 타워매출 성장도 가속화 될 것이 기대되며 특히 2018년 통신사 합병으로 수익성이 악화되었던 인도는 2021년 이후 빠르게 회복 될 것이 기대된다.

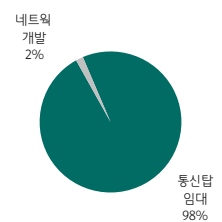
#### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★★

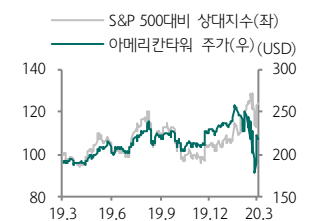
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕 거래소
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산신탁
홈페이지	www.americantower.com
시가총액(십억USD)	96.8
시가총액(조원)	117.8
52주최고/최저(USD)	258.62/174.32
주요주주 지분율(%)	
뱅크드 그룹	13.20
블랙록	7.25
블룸버그 목표가(USD)	252.00
최근 증가(USD)	218.48
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.6) 1.9 16.5
상대	7.1 13.1 22.8

#### 매출구성



#### 주가추이



주: 1. 2020.3.27(미국시간) 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(좋은) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	7,440	7,580	8,105	8,622
영업이익	1,905	2,688	2,927	3,184
지배순이익	1,236	1,888	1,962	2,213
주당 AFFO (USD)	8.0	7.9	8.5	9.5
주당 AFFO (YOY, %)	18.9	(1.1)	7.4	12.2
ROE(%)	21.2	36.3	41.6	69.9
P/FFO(배)	21.8	29.4	26.7	24.3
P/AFFO(배)	19.6	28.9	25.7	23.0
배당수익률(%)	2.0	1.6	2.1	2.4

자료: Bloomberg, 하나금융투자



선진국 기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

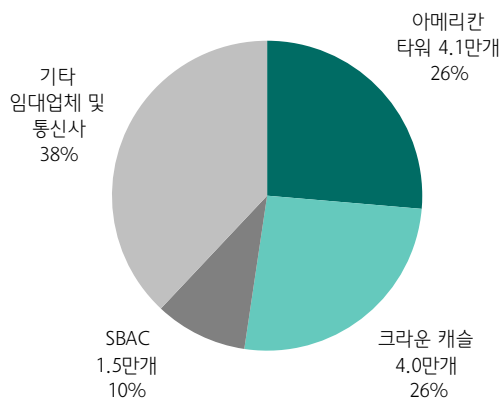


## 글로벌 대표 성장형 리츠

아메리칸 타워(AMT)는 미국의 대표적인 성장형 리츠로 미국과 인도, 북아프리카, 남미지역에서 통신인프라 임대사업을 영위하고 있다. 2019년 4분기 말 기준으로 미국 내 40,567개의 셀타워를 보유 및 임대하고 있으며 미국 내 통신타워 점유율은 26%로 1위이다. 경쟁사(CCI/SBAC)와 달리 인도/북아프리카/남미 등 신흥시장 투자를 확대하고 있다. 신흥시장은 4G LTE투자가 활발이 이루어지고 있기에 고성장이 기대된다.

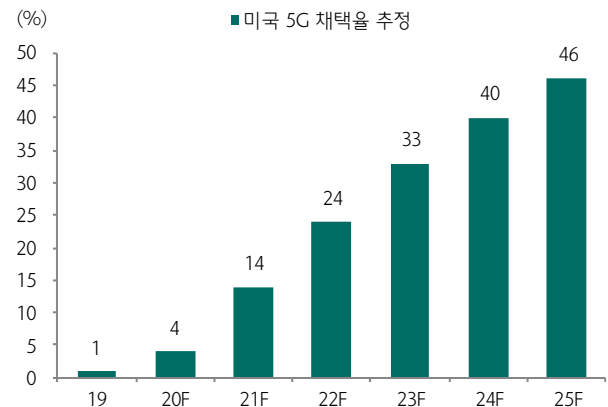
성장형리츠는 ① 신기술이나 생태변화로부터 가시적인 성장이 기대되어야 하고 ② 자본투자 등 포트폴리오 전략차원에서 성장산업에 관한 투자가 지속되어야 한다. 아메리칸타워는 미국 5G생태 도입과 신흥국 4G 확대 최대 수혜업체중 하나이며 미국 내에서는 5G 중대역(Mid-Band)가 본격 도입되는 2020년 하반기 이후부터 본격적인 성장이 기대된다. 투자자들이 AMT투자에 있어서 가장 우려하는 부채비율(2019년 말 471%)도 크게 걱정할 요인은 아니다. 전체 이자지급부채 중 81%가 고정이자(Fixed-Rate)를 지급하는 선순위채권이며 2023년 이후 만기가 도래하는 부채 비중이 76%이다. EBITDA/이자비용비율은 2016년 5.0배에서 2019년 5.8배로 매년 꾸준히 개선중이다.

그림 1. 미국 통신타워 시장점유율



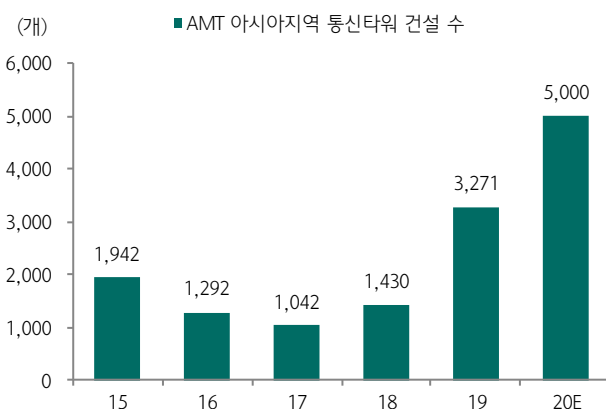
자료: Wireless Estimator, 각 사, 하나금융투자

그림 2. 미국 5G 채택율 추정



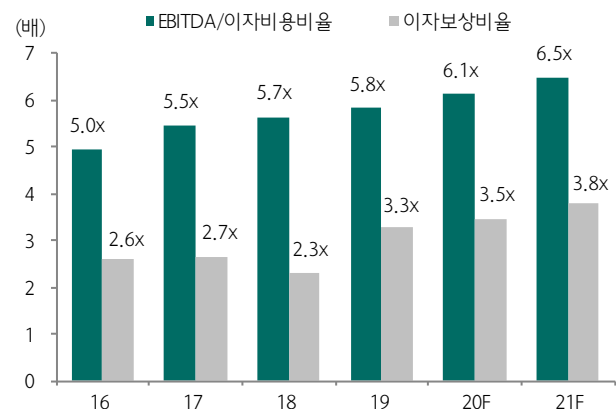
자료: AV&Co, Statista, 하나금융투자

그림 3. 2020년에도 아시아 지역 투자확대 지속



자료: 하나금융투자

그림 4. EBITDA/이자비용 비율 추이



자료: 하나금융투자

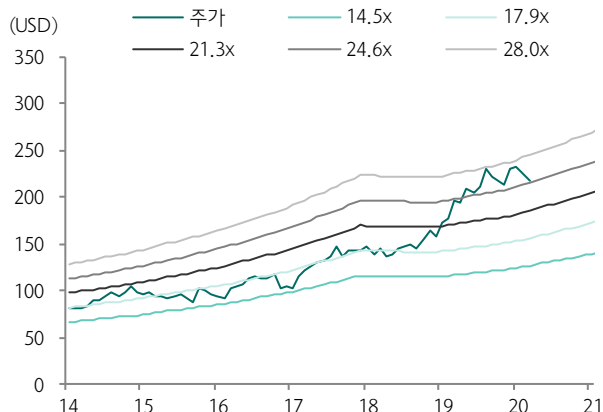
표 1. 아메리칸타워(AMT.US) 분기실적 핵심표

(단위: 백만USD, USD, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,742</b>	<b>1,781</b>	<b>1,786</b>	<b>2,132</b>	<b>1,813</b>	<b>1,890</b>	<b>1,954</b>	<b>1,924</b>	<b>7,440</b>	<b>7,580</b>	<b>8,105</b>	<b>8,622</b>
타워임대	1,710	1,749	1,752	2,103	1,786	1,849	1,922	1,908	7,315	7,465	7,985	8,502
미국	931	957	958	976	986	1,007	1,096	1,099	3,822	4,189	4,526	4,904
글로벌	779	792	794	1,127	800	842	678	809	3,493	3,128	3,459	3,598
남미	332	318	304	311	333	346	332	330	1,265	1,341	1,469	1,525
아시아	273	308	323	637	289	321	313	295	1,541	1,217	1,228	1,282
아프리카	139	132	132	143	144	141	148	150	545	584	624	650
유럽	35	35	34	37	34	34	33	34	142	135	138	142
기타서비스	31	32	34	29	27	41	32	15	125	115	120	120
<b>YoY (%)</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>25.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>9.4%</b>	<b>-9.8%</b>	<b>11.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.4%</b>
타워임대	7.3%	6.8%	5.8%	25.3%	4.4%	5.7%	9.7%	-9.3%	11.4%	2.1%	7.0%	6.5%
미국	4.4%	6.7%	5.9%	7.0%	5.9%	5.2%	14.4%	12.6%	6.0%	9.6%	8.1%	8.3%
글로벌	10.9%	7.0%	5.7%	47.1%	2.7%	6.3%	-14.7%	-28.2%	18.0%	-10.4%	10.6%	4.0%
남미	20.1%	10.9%	2.0%	0.8%	0.5%	8.8%	9.0%	6.2%	8.1%	6.0%	9.5%	3.9%
아시아	-0.9%	4.5%	8.6%	114.5%	5.8%	4.3%	-3.3%	-53.7%	32.3%	-21.0%	0.9%	4.4%
아프리카	N/A	N/A	N/A	12.5%	3.6%	7.3%	12.2%	5.4%	8.3%	7.0%	6.9%	4.1%
유럽	N/A	N/A	N/A	10.1%	-4.8%	-3.7%	-3.0%	-8.6%	15.7%	-5.1%	2.9%	2.3%
기타서비스	42.1%	29.1%	33.4%	11.5%	-12.7%	30.2%	-5.6%	-47.2%	28.0%	-7.7%	3.7%	0.0%
<b>영업비용</b>	<b>1,339</b>	<b>1,235</b>	<b>1,218</b>	<b>1,743</b>	<b>1,199</b>	<b>1,206</b>	<b>1,225</b>	<b>1,262</b>	<b>5,535</b>	<b>4,892</b>	<b>5,178</b>	<b>5,438</b>
(% YoY)	23.4%	13.8%	8.8%	26.7%	-10.5%	-2.4%	0.6%	-27.6%	18.6%	-11.6%	5.8%	5.0%
% of Sales	76.9%	69.3%	68.2%	81.8%	66.1%	63.8%	62.7%	65.6%	74.4%	64.5%	63.9%	63.1%
자산비용	507	547	543	531	533	549	548	543	2,129	2,174	2,275	2,422
판매 및 관리비	205	158	178	193	198	165	188	180	733	730	750	800
감가상각비	446	450	449	766	437	449	443	450	2,111	1,778	1,949	2,001
기타비용	168	67	35	244	20	29	35	83	562	166	162	172
<b>영업이익</b>	<b>403</b>	<b>546</b>	<b>567</b>	<b>389</b>	<b>615</b>	<b>684</b>	<b>728</b>	<b>661</b>	<b>1,905</b>	<b>2,688</b>	<b>2,927</b>	<b>3,184</b>
(% YoY)	-24.2%	-5.4%	1.1%	18.2%	52.6%	25.3%	28.4%	70.0%	-4.7%	41.1%	8.9%	8.8%
(% OPM)	23.1%	30.7%	31.8%	18.2%	33.9%	36.2%	37.3%	34.4%	25.6%	35.5%	36.1%	36.9%
영업외비용	156	228	178	192	173	220	186	192	751	772	800	788
이자비용	200	211	209	209	208	205	201	201	826	814	842	842
<b>세전이익</b>	<b>249</b>	<b>318</b>	<b>390</b>	<b>197</b>	<b>442</b>	<b>464</b>	<b>542</b>	<b>469</b>	<b>1,155</b>	<b>1,916</b>	<b>2,127</b>	<b>2,396</b>
(% YoY)	-25.4%	-22.8%	5.9%	39.5%	77.2%	45.7%	39.0%	137.7%	-8.1%	66.0%	11.0%	12.6%
(% Pretax Margin)	14.3%	17.9%	21.8%	9.3%	24.4%	24.6%	27.7%	24.4%	15.5%	25.3%	26.2%	27.8%
<b>(지배)순이익</b>	<b>285</b>	<b>307</b>	<b>367</b>	<b>278</b>	<b>397</b>	<b>429</b>	<b>499</b>	<b>563</b>	<b>1,236</b>	<b>1,888</b>	<b>1,962</b>	<b>2,213</b>
(% YoY)	-9.8%	-16.4%	15.6%	16.4%	39.3%	39.9%	35.9%	102.7%	-0.2%	52.7%	3.9%	12.8%
(% NIM)	16.4%	17.2%	20.5%	13.0%	21.9%	22.7%	25.5%	29.3%	16.6%	24.9%	24.2%	25.7%
<b>DPS (USD)</b>	<b>0.75</b>	<b>0.77</b>	<b>0.79</b>	<b>0.84</b>	<b>0.90</b>	<b>0.92</b>	<b>0.95</b>	<b>1.01</b>	<b>3.15</b>	<b>3.75</b>	<b>4.49</b>	<b>5.34</b>
(% YoY)	21.0%	20.3%	19.7%	20.0%	20.0%	19.5%	20.3%	20.2%	20.2%	18.9%	19.8%	19.0%
<b>주당FFO (USD)</b>	<b>1.70</b>	<b>1.60</b>	<b>1.69</b>	<b>2.26</b>	<b>1.73</b>	<b>1.86</b>	<b>2.02</b>	<b>2.23</b>	<b>7.24</b>	<b>7.84</b>	<b>8.18</b>	<b>8.99</b>
(% YoY)	15.7%	1.4%	9.2%	36.3%	1.5%	16.3%	19.8%	-1.2%	16.0%	8.2%	4.4%	9.9%
<b>주당AFFO (USD)</b>	<b>1.84</b>	<b>1.90</b>	<b>1.85</b>	<b>2.40</b>	<b>1.94</b>	<b>2.04</b>	<b>2.00</b>	<b>1.93</b>	<b>7.99</b>	<b>7.90</b>	<b>8.49</b>	<b>9.52</b>
(% YoY)	9.5%	13.1%	6.9%	46.3%	5.4%	7.4%	8.1%	-19.6%	18.9%	-1.1%	7.4%	12.2%

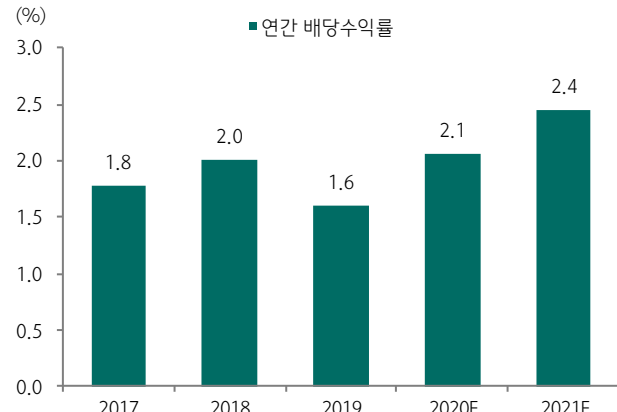
주: 주당FFO는 NAREIT협회 정의 기준, 주당AFFO는 사측 Non-GAAP Reconciliation 기준  
 자료: Bloomberg, S&P Capital IQ, 하나금융투자

그림 5. AMT 12개월 선행 P/AFFO 밴드



자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 6. AMT 연간 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서						대차대조표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2017	2018	2019	2020F	2021F		2015	2016	2017	2018	2019
매출액	6,664	7,440	7,580	8,105	8,622	순부동산자산	9,866	10,517	11,101	11,247	12,084
영업비용	4,666	5,535	4,892	5,178	5,438	현금성자산	321	787	802	1,209	1,501
유무형상각비	1,716	2,111	1,778	1,949	2,001	매출채권	227	308	514	459	462
판매관리비	637	733	730	750	800	영업권	4,092	5,071	5,638	5,502	6,178
임대운영 및 기타비용	2,313	2,691	2,383	2,478	2,638	기타무형자산	9,838	11,275	11,783	11,174	12,318
영업이익	1,998	1,905	2,688	2,927	3,184	자산총계	26,904	30,879	33,214	33,010	42,802
이자손익	(703)	(771)	(767)	(800)	(800)	유동성장기부채	50	239	775	2,755	2,928
세전이익	1,256	1,155	1,916	2,127	2,396	미지급비용	516	621	854	948	958
법인세(환입)	31	(110)	(0)	138	156	장기부채	17,069	18,295	19,430	18,405	21,127
지배순이익	1,239	1,236	1,888	1,962	2,213	이연법인세부채	106	778	898	536	768
부동산감가비	1,517	1,915	1,579	1,780	1,999	기타장기부채	959	1,143	1,244	1,265	937
부동산매각손실	244	480	140	0	0	부채총계	20,191	22,812	25,260	26,106	36,215
FFO	2,697	3,209	3,492	3,596	4,022	보통주자본금	4	4	4	5	5
주식보상비	109	138	111	129	128	자본잉여금	9,691	10,044	10,248	10,381	10,118
비부동산감가비	199	196	200	221	228	기타포괄손익누계액	(1,837)	(1,999)	(1,978)	(2,643)	(2,824)
무형상각비	27	19	28	25	27	자사주	(208)	(208)	(974)	(1,207)	(1,226)
반복CAPEX	(114)	(150)	(160)	(163)	(172)	누적배당금	(999)	(1,077)	(1,058)	(1,200)	(1,017)
AFFO	2,755	3,190	3,456	3,536	3,995	지배지분자본총계	6,652	6,764	6,242	5,336	5,055
배당금	1,131	1,395	1,669	2,000	2,380	부채및자본총계	26,904	30,879	33,214	33,010	42,802
성장률(YoY, %)											
매출액	15.2	11.6	1.9	6.9	6.4						
영업이익	7.8	(4.7)	41.1	8.9	8.8						
FFO	23.2	19.0	8.8	3.0	11.8						
AFFO	14.8	15.8	8.3	2.3	13.0						
수익성(%)											
영업이익률	30.0	25.6	35.5	36.1	36.9						
순이익률	18.6	16.6	24.9	24.2	25.7						
AFFO Margin	43.5	47.6	46.4	47.1	49.5						
AFFO Payout	41.9	43.5	47.8	55.6	59.2						

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

투자지표						현금흐름표					
						(단위: 백만USD)					
	2017	2018	2019	2020F	2021F		2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(USD)						영업활동 현금흐름	2,167	2,702	2,926	3,748	3,753
EPS	2.8	2.8	4.3	4.6	5.2	유무형상각비	1,285	1,526	1,716	2,111	1,778
BPS	14.6	12.1	11.4	9.6	5.7	비현금자본증감	(152)	(106)	(352)	(14)	(250)
SPS	15.6	16.9	17.1	18.7	19.9	투자활동 현금흐름	(7,742)	(2,102)	(2,801)	(2,750)	(3,988)
AFFOPS	6.7	8.0	7.9	8.5	9.5	부동산인수개발	(729)	(683)	(804)	(913)	(991)
DPS	2.6	3.2	3.8	4.5	5.3	투자자산증감	10	12	15	98	28
주기지표(배)						기타투자활동	(2)	(16)	(5)	(53)	(64)
P/FFO	22.8	21.8	29.4	26.7	24.3	재무활동 현금흐름	5,593	(99)	(113)	(608)	522
P/AFFO	21.1	19.6	28.9	25.7	23.0	배당금지급	(796)	(993)	(1,164)	(1,342)	(1,603)
EV/EBITDA	22.2	22.7	24.2	23.6	22.2	장기부채증감	2,569	589	1,474	960	2,680
PSR	9.2	9.3	13.4	11.8	11.2	자본금증감	3,829	93	(647)	(134)	86
배당수익률(%)	1.8	2.0	1.6	2.1	2.4	기타재무활동	(19)	212	224	(92)	(642)
재무비율(%)						잉여현금흐름	1,438	2,019	2,122	2,835	2,761
ROE	20.9	21.2	36.3	41.6	69.9						
ROA	3.9	3.7	5.0	4.1	4.8						
ROIC	7.1	6.6	9.3	-	-						
부채비율	254.0	306.5	471.5	-	-						
EBITDA/이자비용(배)	5.5	5.7	5.8	6.1	6.5						
이자보상배율(배)	2.7	2.3	3.3	3.5	3.8						

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

2020년 3월 30일 | 미국

# 에퀴닉스(EQIX.US)

## 하나 글로벌 리서치

### 포스트 코로나19시대 반드시 주목해야 할 성장형 데이터센터 리츠

#### 글로벌 데이터센터 투자가속화는 이제부터 시작

에퀴닉스(EQIX)는 글로벌 데이터인프라의 핵심적인 역할을 하고 있는 대표 성장형리츠이다. 최근 코로나19사태로 넷플릭스를 비롯한 여러 스트리밍업체들이 데이터트래픽 조절을 위해 유럽을 포함한 국가들에서 스트리밍 품질을 낮추고 있는 것이 확인된다. 이는 데이터센터와 같은 디지털인프라 투자가 지속적으로 필요하다는 것을 의미하고 있다. 동사는 디지털리얼티, 사이러스원과 같은 주요 경쟁 데이터센터 임대사업자들과 달리 독자적인 '데이터 중개서비스'를 덧붙여 기존 공간중심의 데이터센터 임대로부터 차별화 된 전략을 추구하고 있다.

#### 서버/클라우드 초저지연에 대한 수요는 크게 증가할 전망

초저지연(Low-Latency)은 글로벌 엔터프라이즈의 서버/클라우드연결에서 아직까지 큰 숙제로 남아있다. A라는 제조업체의 핵심 사업부가 각각 서울과 런던에 위치해있을 경우 상호 서버연결을 위해서는 유무선 통신백본을 통해 망을 연결해야 하는데 물리적인 거리가 멀수록 지연속도는 증가할 수 밖에 없다. 에퀴닉스(EQIX)나 디지털리얼티(DLR)처럼 200개이상의 데이터센터를 운영하는 임대형 데이터센터는 각 데이터센터를 하나의 거점으로 사용할 수 있다. 즉 보유하고 있는 거점형 데이터센터는 '엣지 데이터인프라' 역할을 하는데 이들은 클라우드 공급사(AWS, Azure, GCS)나 지역 통신사와 연계하여 저지연 서버/클라우드를 구축한다. 에퀴닉스의 임차인으로 들어오는 업체는 이를 활용함으로써 기존 통신백본을 통한 연결보다 저렴한 가격으로 저지연/초저지연 연결서비스를 이용할 수 있게 된다. 이는 임차인 내부뿐만 아니라 임차인의 고객사와 공급사인의 연결에서도 활용되기 때문에 비즈니스 시너지가 크다.

#### 포스트 코로나19시대 반드시 주목해야 할 성장형 리츠

에퀴닉스는 Non-GAAP 조정시 비교적 큰 비부동산상각비의 존재로 동종그룹과 FFO멀티플로 비교하는 것은 적절하지 않다. 이부분이 조정된 P/AFFO의 경우 2021년 선행기준 22.6배에 거래되고있어 밸류에이션 부담은 높지않다. 포스트 코로나19시대 반드시 주목해야 할 성장형리츠이며 현재시점에서도 투자매력 매우 높다는 판단이다.

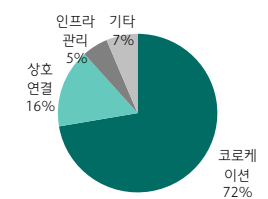
#### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★★

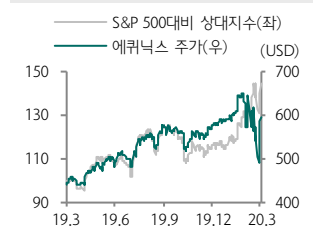
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산신탁
홈페이지	www.equinix.com
시가총액(십억USD)	50.8
시가총액(조원)	61.8
52주최고/최저(USD)	657.00/440.72
주요주주 지분율(%)	
뱅크드 그룹	13.09
블랙록	7.66
블룸버그 목표가(USD)	651.52
최근 증가(USD)	594.27
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.7) 2.8 33.5
상대	10.0 14.0 39.8

#### 매출구성



#### 주가추이



#### Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	5,072	5,562	6,102	6,722
영업이익	977	1,170	1,261	1,391
지배순이익	365	507	574	665
주당AFFO (USD)	20.7	22.8	24.8	27.9
주당AFFO (YOY, %)	11.6	10.3	8.7	12.6
ROE(%)	5.2	6.3	7.5	8.8
P/FFO(배)	22.6	37.6	31.7	28.1
P/AFFO(배)	16.6	25.4	24.1	22.6
배당수익률(%)	2.6	1.7	1.8	1.9

자료: Bloomberg, 하나금융투자



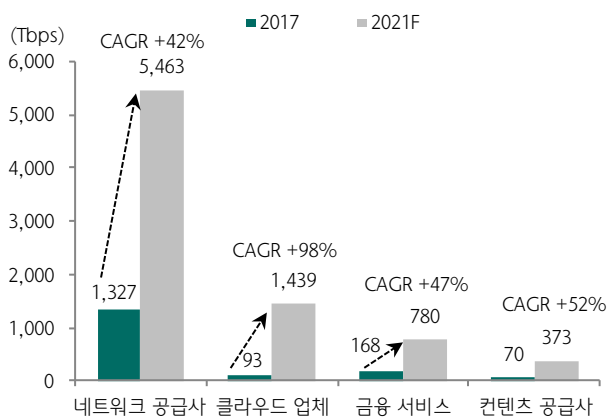
선진국 기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

## 포스트 코로나19시대 반드시 주목해야 할 성장형 리츠

에퀴닉스(EQIX)는 글로벌 데이터인프라의 핵심적인 역할을 하고있는 대표 성장형리츠이다. 최근 코로나19사태로 넷플릭스를 비롯한 여러 스트리밍업체들이 데이터트래픽 조절을 위해 유럽을 포함한 국가들에서 스트리밍 품질을 낮추고 있는 것이 확인된다. 이는 데이터센터와 같은 디지털인프라 투자가 지속적으로 필요하다는 것을 의미하고있다. 동사는 디지털리얼티, 사이러스원과 같은 주요 경쟁 데이터센터 임대사업자들과 달리 독자적인 '데이터 중개서비스'를 덧붙여 기존 공간중심의 데이터센터 임대로부터 차별화 된 전략을 추구하고 있다.

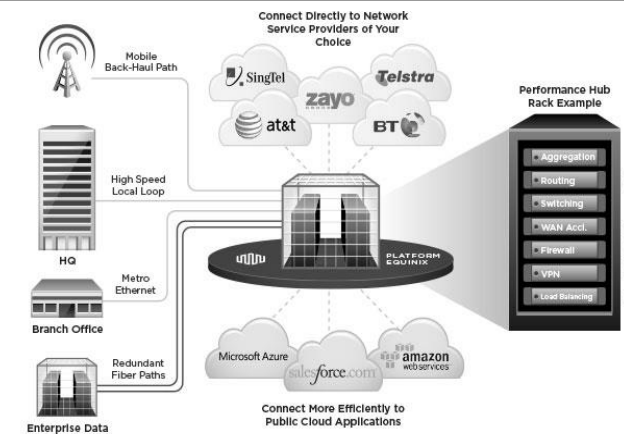
에퀴닉스의 임차인으로 들어오는 업체는 각 데이터센터에서 제공하는 엣지 클라우드를 활용함으로써 기존 통신백본을 통한 연결보다 저렴한 가격으로 저지연/초저지연 연결서비스를 이용할 수 있게 된다. 이는 임차인 내부뿐만아니라 임차인의 고객사와 공급사인의 연결에서도 활용되기 때문에 비즈니스 시너지가 크다.

그림 1. 에퀴닉스 IBX 임대수요 변화: 데이터 중개의 역할 확대



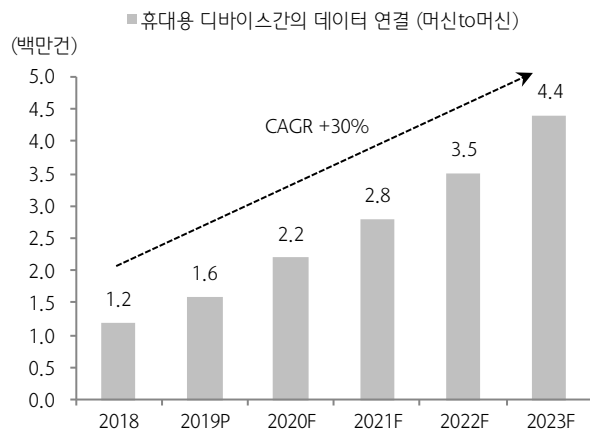
자료: Equinix, 하나금융투자

그림 2. 에퀴닉스 플랫폼 구조도



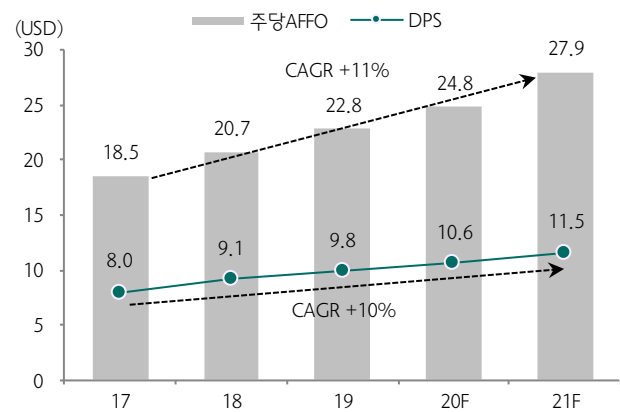
자료: Equinix, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 디바이스 간 연결은 연 30%의 속도로 증가할 전망



자료: Cisco Annual Internet Report, 2018~2023 (2020/03/09 발간자료), 하나금융투자

그림 4. 배당재원은 두자리수 성장 지속 될 전망



자료: Bloomberg, S&P Capital, 하나금융투자



표 1. 에퀴닉스 분기실적 핵심표

(단위: 백만USD, %, 개)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F	2021F
<b>캐비닛 CAPA</b>	<b>245,600</b>	<b>248,100</b>	<b>256,300</b>	<b>276,700</b>	<b>284,200</b>	<b>287,500</b>	<b>290,300</b>	<b>299,500</b>	<b>276,700</b>	<b>299,500</b>	<b>317,825</b>	<b>335,000</b>
미주	97,400	98,200	101,600	105,900	108,000	108,300	109,500	110,900	105,900	110,900	119,975	123,675
유럽/중동/아프리카	102,300	103,900	106,100	113,500	118,100	119,300	120,300	122,800	113,500	122,800	128,800	137,200
아시아태평양	45,900	46,000	48,600	57,300	58,100	59,900	60,500	65,800	57,300	65,800	69,050	74,125
<b>캐비닛 Billed</b>	<b>197,500</b>	<b>203,400</b>	<b>207,400</b>	<b>224,000</b>	<b>228,400</b>	<b>232,400</b>	<b>235,600</b>	<b>239,000</b>	<b>224,000</b>	<b>239,000</b>	<b>259,511</b>	<b>273,141</b>
미주	78,500	80,300	80,700	81,800	82,800	83,600	84,200	85,000	81,800	85,000	94,600	97,308
유럽/중동/아프리카	84,300	87,500	89,200	94,700	97,500	99,600	101,600	103,700	94,700	103,700	110,055	117,740
아시아태평양	34,700	35,600	37,500	47,500	48,100	49,200	49,800	50,300	47,500	50,300	54,856	58,093
<b>캐비닛 임대율</b>	<b>80%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>81%</b>	<b>80%</b>	<b>81%</b>	<b>81%</b>	<b>80%</b>	<b>81%</b>	<b>79%</b>	<b>81%</b>	<b>81%</b>
미주	81%	82%	79%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	79%	79%
유럽/중동/아프리카	82%	84%	84%	83%	83%	83%	84%	84%	83%	84%	85%	86%
아시아태평양	76%	77%	77%	83%	83%	82%	82%	76%	83%	76%	79%	78%
<b>반복발생 매출</b>	<b>1,149</b>	<b>1,186</b>	<b>1,206</b>	<b>1,228</b>	<b>1,273</b>	<b>1,301</b>	<b>1,319</b>	<b>1,338</b>	<b>4,769</b>	<b>5,238</b>	<b>5,748</b>	<b>6,333</b>
비반복매출 (서비스)	67	76	78	82	90	84	77	79	303	324	354	388
<b>매출액</b>	<b>1,216</b>	<b>1,262</b>	<b>1,284</b>	<b>1,310</b>	<b>1,363</b>	<b>1,385</b>	<b>1,397</b>	<b>1,417</b>	<b>5,072</b>	<b>5,562</b>	<b>6,102</b>	<b>6,722</b>
코로나케이션	881	914	930	945	981	1,006	1,013	1,023	3,670	4,022	4,468	5,021
상호연결	195	198	202	207	213	219	227	235	802	894	976	1,032
인프라관리	71	69	68	71	73	74	74	72	280	293	308	318
<b>YoY (%)</b>	<b>28.1%</b>	<b>18.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>9.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.2%</b>	<b>16.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.2%</b>
코로나케이션	27.5%	16.8%	10.4%	9.7%	11.3%	10.1%	8.9%	8.2%	15.5%	9.6%	11.1%	12.4%
상호연결	31.7%	19.3%	12.6%	10.3%	9.1%	10.8%	12.2%	13.4%	17.7%	11.4%	9.2%	5.8%
인프라관리	30.7%	18.9%	7.4%	2.9%	2.0%	6.6%	9.4%	6.0%	14.1%	4.6%	5.3%	3.3%
<b>매출원가</b>	<b>622</b>	<b>652</b>	<b>660</b>	<b>671</b>	<b>682</b>	<b>698</b>	<b>704</b>	<b>726</b>	<b>2,605</b>	<b>2,810</b>	<b>3,093</b>	<b>3,419</b>
(% YoY)	32.7%	24.8%	13.4%	8.3%	9.6%	7.1%	6.7%	8.2%	18.8%	7.9%	10.1%	10.5%
<b>매출총이익</b>	<b>593</b>	<b>610</b>	<b>623</b>	<b>639</b>	<b>681</b>	<b>687</b>	<b>692</b>	<b>691</b>	<b>2,466</b>	<b>2,752</b>	<b>3,009</b>	<b>3,303</b>
(% YoY)	23.5%	12.1%	9.4%	10.1%	14.8%	12.6%	11.1%	8.2%	13.4%	11.6%	9.3%	9.8%
(% GPM)	48.8%	48.3%	48.6%	48.8%	50.0%	49.6%	49.6%	48.8%	48.6%	49.5%	49.3%	49.1%
<b>영업비용</b>	<b>368</b>	<b>395</b>	<b>358</b>	<b>368</b>	<b>402</b>	<b>395</b>	<b>407</b>	<b>379</b>	<b>1,489</b>	<b>1,582</b>	<b>1,748</b>	<b>1,912</b>
(% YoY)	17.3%	10.0%	3.7%	5.7%	9.3%	0.0%	13.8%	2.7%	9.0%	6.3%	10.5%	9.4%
판매/마케팅비	160	154	158	162	170	159	162	161	634	651	719	787
관리/광고비	203	210	207	206	215	233	242	246	827	935	1,059	1,163
<b>영업이익</b>	<b>226</b>	<b>215</b>	<b>266</b>	<b>271</b>	<b>280</b>	<b>292</b>	<b>285</b>	<b>313</b>	<b>977</b>	<b>1,170</b>	<b>1,261</b>	<b>1,391</b>
(% YoY)	35.1%	16.3%	18.2%	16.7%	23.7%	35.7%	7.4%	15.6%	20.8%	19.7%	7.8%	10.3%
(% OPM)	18.6%	17.0%	20.7%	20.7%	20.5%	21.1%	20.4%	22.1%	19.3%	21.0%	20.7%	20.7%
영업외손익	(146)	(141)	(122)	(135)	(119)	(101)	(107)	(151)	(544)	(477)	(483)	(491)
<b>세전이익(GAAP)</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>136</b>	<b>160</b>	<b>191</b>	<b>179</b>	<b>162</b>	<b>433</b>	<b>693</b>	<b>778</b>	<b>900</b>
(% YoY)	43.6%	34.2%	74.6%	44.5%	101.3%	158.4%	24.6%	19.4%	51.0%	59.9%	12.3%	15.7%
(% Pretax Margin)	6.6%	5.9%	11.2%	10.4%	11.8%	13.8%	12.8%	11.5%	8.5%	12.5%	12.8%	13.4%
<b>(지배)순이익</b>	<b>63</b>	<b>68</b>	<b>125</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>144</b>	<b>121</b>	<b>125</b>	<b>365</b>	<b>507</b>	<b>574</b>	<b>665</b>
(% YoY)	49.5%	47.6%	56.2%	68.7%	87.7%	112.3%	-3.2%	13.6%	56.8%	38.9%	13.1%	16.0%
(% NIM)	5.2%	5.4%	9.7%	8.4%	8.7%	10.4%	8.6%	8.8%	7.2%	9.1%	9.4%	9.9%
<b>DPS (USD)</b>	<b>2.28</b>	<b>2.28</b>	<b>2.28</b>	<b>2.28</b>	<b>2.46</b>	<b>2.46</b>	<b>2.46</b>	<b>2.46</b>	<b>9.12</b>	<b>9.84</b>	<b>10.63</b>	<b>11.48</b>
(% YoY)	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	14.0%	7.9%	8.0%	8.0%
<b>주당 FFO (USD)</b>	<b>3.65</b>	<b>3.63</b>	<b>4.24</b>	<b>4.12</b>	<b>3.97</b>	<b>4.16</b>	<b>3.87</b>	<b>3.54</b>	<b>15.63</b>	<b>15.52</b>	<b>18.72</b>	<b>21.17</b>
(% YoY)	33.3%	29.7%	16.5%	14.2%	8.8%	14.6%	-8.6%	-14.1%	22.1%	-0.7%	20.6%	13.1%
<b>주당 AFFO (USD)</b>	<b>5.21</b>	<b>5.37</b>	<b>5.01</b>	<b>5.13</b>	<b>5.95</b>	<b>5.87</b>	<b>5.52</b>	<b>5.51</b>	<b>20.69</b>	<b>22.81</b>	<b>24.67</b>	<b>26.24</b>
(% YoY)	25.6%	17.0%	0.8%	6.4%	14.3%	9.4%	10.2%	7.4%	11.6%	10.3%	8.2%	6.4%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. EQIX 12개월 선행 P/AFFO 밴드

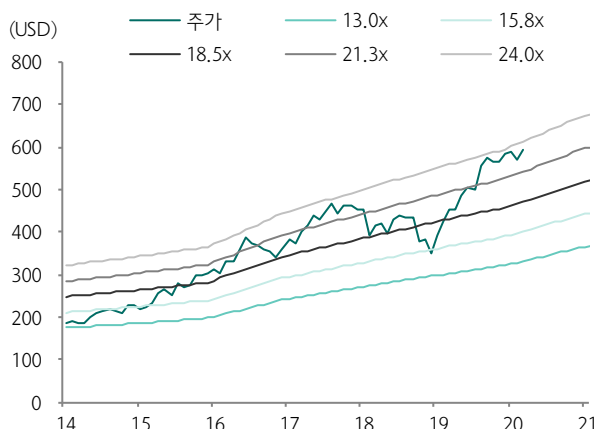
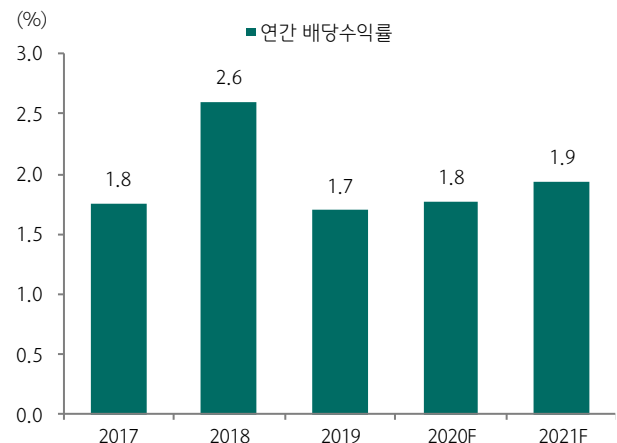
자료: Bloomberg, Capital IQ, 하나금융투자  
Hana Financial Investment

그림 6. EQIX 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, Capital IQ, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서						대차대조표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2017	2018	2019	2020F	2021F		2015	2016	2017	2018	2019
매출액	4,368	5,072	5,562	6,102	6,722	순부동산자산	5,606	7,199	9,395	11,026	12,153
영업비용	3,559	4,094	4,393	4,841	5,331	현금성자산	2,229	748	1,413	606	1,870
유무형상각비	1,029	1,227	1,285	1,411	1,559	매출채권	292	396	576	640	689
판매관리비	1,328	1,460	1,586	1,778	1,950	영업권	1,063	2,986	4,412	4,836	4,782
부동산운용비/기타	1,203	1,407	1,521	1,652	1,822	기타장기자산	119	161	168	278	581
영업이익	809	977	1,170	1,261	1,391	자산총계	10,357	12,608	18,691	20,245	23,966
이자손익	(466)	(507)	(452)	(483)	(491)	유동성장기부채	916	68	64	374	721
세전이익	287	433	693	778	900	유동성장기리스	40	101	79	78	221
법인세	54	68	185	204	234	장기부채	4,277	5,180	8,317	9,439	9,599
지배순이익	233	365	507	574	665	장기리스	1,287	1,411	1,620	1,441	2,747
부동산감가비	754	883	845	979	1,080	기타단기부채	227	194	286	227	455
부동산매각손실(이익)	5	5	(39)	0	0	부채총계	7,611	8,243	11,842	13,025	15,125
FFO	992	1,253	1,315	1,554	1,746	보통주자본금	0	0	0	0	0
주식보상비	176	181	237	268	295	자본잉여금	4,838	7,414	10,121	10,751	12,696
비부동산감가비	111	141	243	219	245	이익잉여금	(108)	19	253	890	1,391
무형상각비	168	203	196	212	234	자사주	(7)	(148)	(146)	(145)	(144)
반복CAPEX	(168)	(203)	(186)	(185)	(191)	누적초과배당금	(1,468)	(1,970)	(2,593)	(3,331)	(4,168)
AFFO	1,437	1,659	1,931	2,122	2,390	자배지분자본총계	2,745	4,366	6,850	7,219	8,841
배당금	620	731	833	903	988	부채및자본총계	10,357	12,608	18,691	20,245	23,966
성장률(YoY, %)											
매출액	20.9	16.1	9.7	9.7	10.2						
영업이익	30.8	20.8	19.7	7.8	10.3						
FFO	36.9	26.3	4.9	18.2	12.4						
AFFO	33.3	15.5	16.4	9.9	12.6						
수익성(%)											
영업이익률	18.5	19.3	21.0	20.7	20.7						
순이익률	5.3	7.2	9.1	9.4	9.9						
AFFO Margin	29.9	32.9	32.7	34.7	34.8						
AFFO Payout	43.2	44.5	43.3	42.8	41.1						

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

투자지표						현금흐름표					
						(단위: 백만USD)					
	2017	2018	2019	2020F	2021F		2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(USD)						영업활동 현금흐름	895	1,019	1,439	1,815	1,993
EPS	3.9	5.3	6.4	8.8	10.2	감가/무형상각비	526	837	1,042	1,227	1,285
BPS	86.7	89.4	103.6	108.1	102.0	비현금자본증감	(45)	(10)	(122)	(28)	(22)
SPS	56.8	63.6	66.1	78.1	83.7	투자활동	(638)	(2,046)	(5,401)	(3,076)	(1,945)
AFFOPS	18.5	20.7	22.8	24.8	27.9	유형자산처분	0	852	48	12	359
DPS	8.0	9.1	9.8	10.7	11.6	유형자산취득	(906)	(1,141)	(1,474)	(2,279)	(2,249)
주기지표(배)						투자자산증감	0	0	0	0	0
P/FFO	36.1	22.6	37.6	31.7	28.1	재무활동	1,833	(919)	4,639	437	1,211
P/AFFO	23.2	16.6	25.4	24.1	22.6	배당금	(521)	(499)	(621)	(739)	(836)
EV/EBITDA	24.0	17.8	22.9	20.9	18.9	단기부채증감	0	0	0	0	N/A
PSR	8.0	5.5	8.8	8.4	7.7	장기부채증감	1,553	(409)	2,814	803	392
배당수익률(%)	1.8	2.6	1.7	1.8	1.9	자본금증감	860	34	2,523	438	1,713
재무비율(%)						잉여현금흐름	(12)	(122)	(35)	(463)	(256)
ROE	4.2	5.2	6.3	7.5	8.8						
ROA	1.5	1.9	2.3	3.0	3.5						
ROIC	5.6	5.4	5.9	-	-						
부채비율	147.2	157.0	150.3	-	-						
EBITDA/이자비용(배)	4.3	4.6	5.6	5.7	6.2						
이자보상배율(배)	1.7	1.9	2.4	2.5	2.7						

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

2020년 3월 30일 | 미국

## 하나 글로벌 리서치

## 알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE.US)

## 미국 최대 바이오 전문 오피스 리츠

## 바이오 전문 오피스 포트폴리오 보유

알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE)는 미국 최대 바이오 오피스 전문 리츠로 시가총액 규모로는 미국 오피스리츠 중 2위다. 동사는 미국 동북부/서부 바이오 클러스터 6개 내에서 총 270개의 관련오피스를 보유 및 임대중이며 주요 임차인은 '브리스톨마이어스스쿼', '머크', '암젠' 등 글로벌 대형제약사와 바이오 테크업체, 미국 정부기관/비영리단체 등이다. 지역별로는 미국 주요 바이오클러스터인 보스턴 대도시권, 샌프란시스코, 뉴욕, 메릴랜드의 비중이 98%에 달한다.

## 미국 바이오 클러스터가 가져다주는 성장성과 안정성

동사는 1994년 이후 26년간 미국 동/서부 바이오클러스터를 중심으로 오피스 투자를 이어왔다. 바이오클러스터 특성상 임차인간 시너지가 높아 이탈율이 낮고 공실률 또한 일반오피스 대비 매우 낮다. 동사 과거 10년 연평균 공실률은 4%이하로 또한 미국 우량오피스 평균수준인 5~7% 대비 낮다. 연간 임대료 상승률은 연평균 +4%로 미국 오피스시장 평균 +2.5~3.0% 대비 높아 여전히 견조한 임차수요가 지속됨을 보이고 있다. 동사는 입주하는 바이오/생명과학 임차인들을 대상으로 벤처캐피탈사업을 병행하고 있는데 특히 스타트업 임차인들은 입주 시 비즈니스/R&D VC투자를 받을 수 있는 셈이다.

현재 임대 총 면적은 2,700만 평방피트(약 76만평)인데 개발 진행중인 면적이 210만 평방피트로 단기내 임대CAPA는 8% 증가할 것이 기대된다. 중/단기 개발 파이프라인 또한 630만 평방피트 수준이기 때문에 향후 4~5년간 안정적인 외형성장이 지속될 것으로 판단한다.

## 장기적으로 성장 가능한 리츠, 투자매력 높다

현재 주가는 2021년 선행 P/AFFO 19.7배에 거래 중이다. 금번 코로나19사태 이후 미국 제약/바이오산업의 성장세는 더욱 가속화 될 것으로 판단되며 주요 바이오 클러스터 내 견조한 수요증가가 나타날 것이 기대된다. 우량 오피스를 임대하고 있는 동사의 잠재성장성 또한 매우 높다. 장기적으로 투자매력 매우 높다는 판단이다.

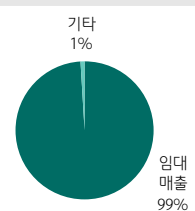
## 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★★

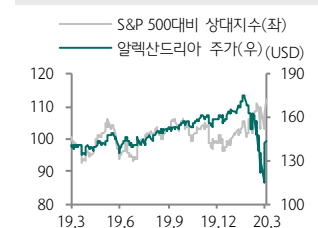
## Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕 거래소
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산신탁
홈페이지	www.are.com
시가총액(십억USD)	17.6
시가총액(조원)	21.4
52주최고/최저(USD)	175.74/109.22
주요주주 지분율(%)	
뱅크드 그룹	15.43
블랙록	9.25
블룸버그 목표가(USD)	178.13
최근 증가(USD)	143.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.3) (6.8) 1.9
상대	3.4 4.4 8.2

## 매출구성



## 주가추이



주: 1. 2020.3.27(미국시간) 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(좋은) 의미.

## Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	1,327.5	1,531.3	1,696.3	1,894.7
영업이익	378.3	432.4	461.0	535.3
지배순이익	364.0	351.0	336.3	376.9
주당 Core FFO (USD)	6.6	7.0	7.3	7.8
주당 Core FFO (YOY, %)	9.6	5.5	5.3	6.2
ROE(%)	5.5	4.3	2.7	2.4
P/FFO(배)	20.0	23.2	19.6	18.4
P/AFFO(배)	22.5	25.8	23.6	21.8
배당수익률(%)	2.8	2.5	2.9	3.1

자료: Bloomberg, 하나금융투자



선진국 기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

## 클러스터 이론에 충실한 글로벌 대표 바이오 오피스 리츠

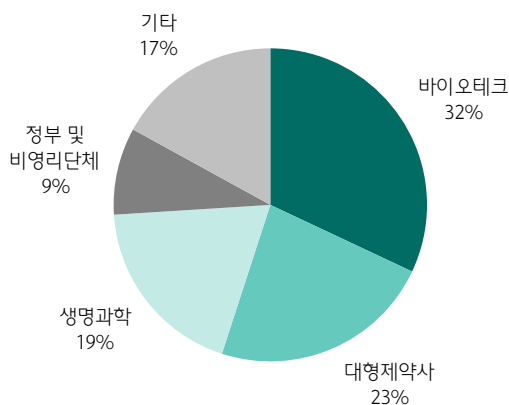
알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE)는 25년 이상 미국 바이오 클러스터에서 오피스 임대업을 영위해옴

과거 10년 연평균 공실율 4%이하, 임차안정성 매우 높다는 판단

알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE)는 미국 최대 바이오 오피스 전문 리츠로 시가총액 규모로는 미국 오피스리츠 중 2위다. 동사는 미국 동북부/서부 바이오 클러스터 6개 내에서 총 270개의 관련오피스를 보유 및 임대중이며 주요 임차인은 '브리스톨마이어스스콧', '머크', '화이자', '암젠' 등 글로벌 대형제약사와 바이오테크업체, 미국 정부기관/비영리단체 등이다. 지역별로는 미국 핵심 바이오클러스터인 보스턴, 샌프란시스코, 뉴욕, 메릴랜드의 비중이 98%에 달한다.

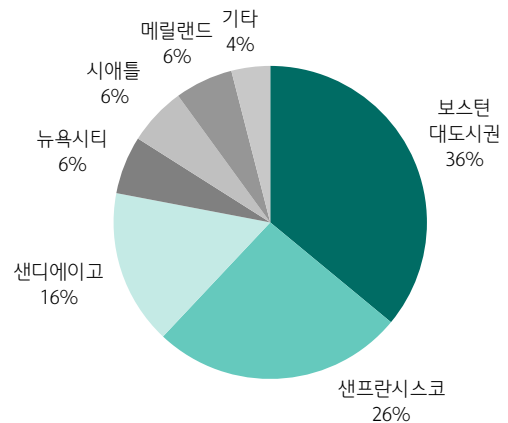
동사는 1994년 이후 26년간 미국 동/서부 바이오클러스터를 중심으로 오피스 투자를 이어왔다. 바이오클러스터 특성상 임차인간 시너지가 높아 이탈율이 낮고 공실률 또한 일반오피스 대비 매우 낮다. 동사 과거 10년 연평균 공실률은 4%이하로 또한 미국 우량오피스평균 5~7% 대비 낮다. 연간 임대료 상승률은 연평균 4%로 미국 오피스시장 평균인 2.5~3.0% 대비 높은 수준이어서 견조한 임차수요가 지속됨을 보이고 있다. 동사는 입주하는 바이오/생명과학 임차인들을 대상으로 벤처캐피탈사업을 병행하고 있는데 특히 스타트업 임차인들은 입주 시 비즈니스/R&D VC투자를 받을수 있는 셈이다.

그림 1. 알렉산드리아 리츠 연간 2019년 임대매출액 산업별 비중



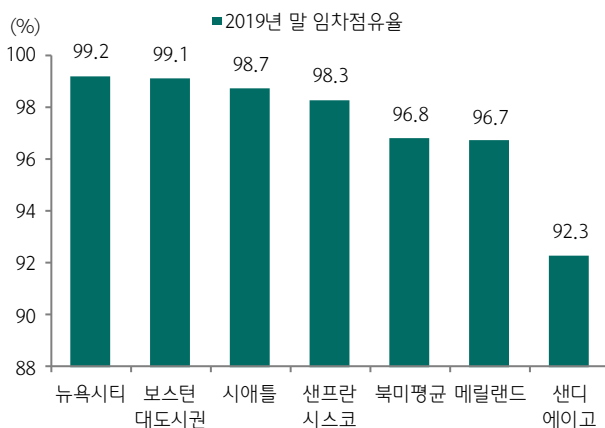
자료: Alexandria Real Estate, 하나금융투자

그림 2. 알렉산드리아 리츠 연간 2019년 임대매출액 지역별 비중



자료: Alexandria Real Estate, 하나금융투자

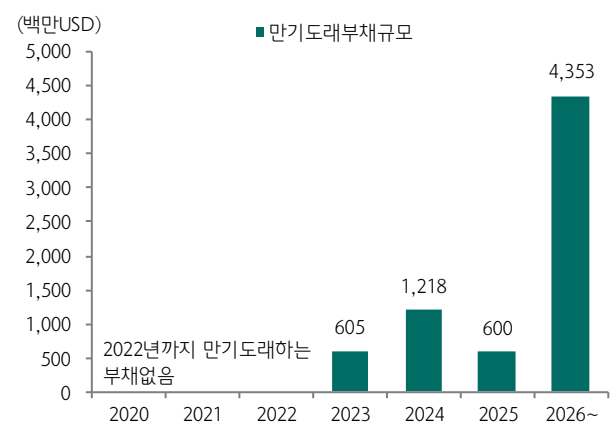
그림 3. 2019년 말 기준 주요 지역별 임차 점유율



주: 임차 점유율(%) = 1 - 공실률(%)

자료: Alexandria Real Estate, 하나금융투자

그림 4. 부채 리스크 관리 측면에서 안정적



자료: Alexandria Real Estate, 하나금융투자

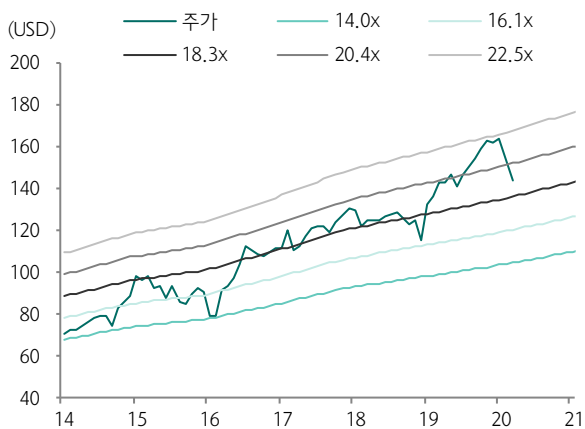
표 1. 알렉산드리아 리얼에스테이트 분기실적 상세표

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>320</b>	<b>325</b>	<b>342</b>	<b>340</b>	<b>359</b>	<b>374</b>	<b>390</b>	<b>408</b>	<b>1,327</b>	<b>1,531</b>	<b>1,696</b>	<b>1,895</b>
임대수입	318	323	337	338	355	372	386	405	1,315	1,517	1,679	1,876
기타수입	2	2	5	3	4	2	5	3	13	14	17	21
<b>YoY (%)</b>	<b>18.2%</b>	<b>19.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>13.9%</b>	<b>12.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.2%</b>	<b>19.9%</b>	<b>17.7%</b>	<b>15.4%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.7%</b>
임대수입	18.3%	18.5%	18.9%	13.2%	11.7%	15.1%	14.6%	19.8%	17.1%	15.4%	10.7%	11.7%
기타수입	6.2%	246.2%	130.3%	439.9%	64.8%	-0.1%	-10.8%	26.7%	119.6%	13.8%	17.5%	22.9%
<b>영업비용</b>	<b>228</b>	<b>234</b>	<b>242</b>	<b>245</b>	<b>260</b>	<b>267</b>	<b>280</b>	<b>292</b>	<b>949</b>	<b>1,099</b>	<b>1,235</b>	<b>1,359</b>
(% YoY)	18.0%	16.7%	15.9%	14.1%	13.9%	14.1%	15.7%	19.2%	16.1%	15.8%	12.4%	10.0%
(% of Sales)	71.3%	71.9%	70.8%	72.0%	72.5%	71.3%	71.7%	71.6%	71.5%	71.8%	72.8%	71.7%
감가상각비	114	119	120	125	134	134	136	141	478	545	601	680
(% of OPEX)	50.0%	50.9%	49.4%	51.0%	51.5%	50.4%	48.4%	48.1%	50.3%	49.6%	48.7%	50.0%
임대비용	92	92	100	98	102	106	116	122	381	445	516	547
일반관리비	22	23	23	22	25	26	28	30	90	109	119	133
<b>영업이익</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>100</b>	<b>95</b>	<b>99</b>	<b>107</b>	<b>111</b>	<b>116</b>	<b>378</b>	<b>432</b>	<b>461</b>	<b>535</b>
(% YoY)	18.5%	25.6%	30.5%	13.5%	7.5%	17.5%	10.8%	21.5%	21.8%	14.3%	6.6%	16.1%
(% OPM)	28.7%	28.1%	29.2%	28.0%	27.5%	28.7%	28.3%	28.4%	28.5%	28.2%	27.2%	28.3%
<b>이자비용</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>157</b>	<b>174</b>	<b>194</b>	<b>203</b>
(% YoY)	23.9%	20.0%	36.1%	11.5%	5.9%	12.6%	9.4%	13.1%	22.4%	10.3%	11.8%	4.4%
<b>(지배)순이익</b>	<b>132</b>	<b>52</b>	<b>209</b>	<b>(32)</b>	<b>124</b>	<b>76</b>	<b>(50)</b>	<b>200</b>	<b>364</b>	<b>351</b>	<b>336</b>	<b>377</b>
(% YoY)	415.9%	64.5%	307.5%	TR	-6.6%	46.7%	TR	TB	150.3%	-3.6%	-4.2%	12.1%
(% NPM)	41.4%	16.0%	61.1%	-9.3%	34.4%	20.4%	-12.7%	48.9%	27.4%	22.9%	19.8%	19.9%
<b>DPS (USD)</b>	<b>0.90</b>	<b>0.93</b>	<b>0.93</b>	<b>0.97</b>	<b>0.97</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.03</b>	<b>3.73</b>	<b>4.00</b>	<b>4.18</b>	<b>4.43</b>
(% YoY)	8.4%	8.1%	8.1%	7.8%	7.8%	7.5%	7.5%	6.2%	8.1%	7.2%	4.6%	5.9%
<b>주당 FFO (USD)</b>	<b>1.62</b>	<b>1.64</b>	<b>1.66</b>	<b>1.68</b>	<b>1.71</b>	<b>1.73</b>	<b>1.75</b>	<b>1.77</b>	<b>6.60</b>	<b>6.96</b>	<b>7.33</b>	<b>7.78</b>
(% YoY)	9.5%	9.3%	9.9%	9.8%	5.6%	5.5%	5.4%	5.4%	9.6%	5.5%	5.3%	6.2%
<b>주당 AFFO (USD)</b>	<b>1.40</b>	<b>1.32</b>	<b>1.40</b>	<b>1.54</b>	<b>2.05</b>	<b>2.01</b>	<b>1.54</b>	<b>1.59</b>	<b>5.85</b>	<b>6.26</b>	<b>6.07</b>	<b>6.59</b>
(% YoY)	84.2%	3.0%	13.6%	27.3%	46.1%	52.7%	10.4%	2.9%	19.4%	7.1%	-3.1%	8.6%

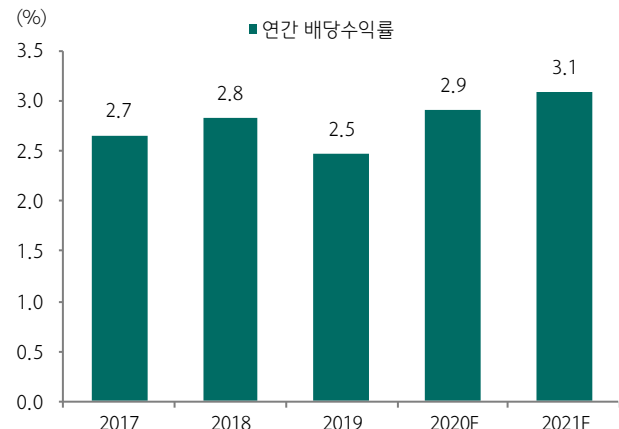
자료: S&amp;P Capital, Bloomberg, Alexandria Real Estate, 하나금융투자

그림 5. ARE 12개월 선행 P/AFFO 밴드



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. ARE 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자



## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,128	1,327	1,531	1,696	1,895
영업비용	817	949	1,099	1,235	1,359
유무형상각비	417	478	545		
판매관리비	75	90	109		
부동산운영비	326	381	445		
영업이익	311	378	432	461	535
이자손익	(129)	(157)	(174)		
세전이익	169	379	363		
법인세	0	0	0		
지배순이익	145	364	351	336	377
부동산감가비	417	478	542		
부동산매각손실(이익)	(125)	(44)	(0)		
FFO	554	682	783	870	984
주식보상비	26	35	44		
비부동산감가상각비	0	0	3		
반복CAPEX	(8)	(12)	(61)		
정액임대료조정	(108)	(99)	(104)		
AFFO	451	604	704	743	831
배당금	318	385	450	508	581
<b>성장율(YoY, %)</b>					
매출액	22.4	17.7	15.4	10.8	11.7
영업이익	16.8	21.8	14.3	6.6	16.1
FFO	31.6	23.0	14.8	11.1	13.1
AFFO	29.7	34.0	16.6	5.4	11.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	27.5	28.5	28.2	27.2	28.3
순이익률	12.9	27.4	22.9	19.8	19.9
FFO Margin	49.2	51.4	51.1	51.3	51.9
FFO Payout	57.3	56.5	57.5	58.4	59.1

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
순부동산자산	7,437	8,857	10,245	11,911	15,123
현금성자산	125	125	254	234	190
매출채권	291	383	483	579	692
기타무형자산	41	76	78	150	282
기타장기자산	155	73	142	277	401
자산총계	8,881	10,355	12,104	14,465	18,391
매입채무	240	366	350	216	199
미지급금	239	266	277	280	279
미지급배당	62	77	92	110	126
담보순위채	810	1,011	771	631	349
무담보순위채	2,031	2,378	3,396	4,292	6,044
기타무담보부채	1,095	774	598	555	384
상환전환우선주	237	87	74	64	0
부채총계	5,273	5,676	6,229	7,187	9,525
순부채	3,815	4,043	4,511	5,245	6,588
보통주자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	3,558	4,673	5,824	7,287	8,874
기타포괄손익누계액	49	5	50	(10)	(10)
지배자본총계	3,608	4,679	5,875	7,278	8,866

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	1.6	3.5	3.6	3.6	4.0
BPS	58.9	65.6	73.4	82.8	82.7
SPS	12.3	12.9	13.6	16.8	18.9
AFFOPS	4.9	5.9	6.3	6.1	6.6
DPS	3.5	3.7	4.0	4.2	4.4
<b>주가지표(배)</b>					
P/FFO	21.5	20.0	23.2	19.6	18.4
P/AFFO	22.2	22.5	25.8	23.6	21.8
EV/EBITDA	25.0	22.0	28.2	23.0	20.7
PSR	10.6	8.9	11.8	11.0	10.1
배당수익률(%)	2.6	3.2	2.5	2.9	3.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.8	5.5	4.3	2.7	2.4
ROA	1.5	2.9	2.2	1.1	1.2
ROIC	3.0	3.0	2.8	-	-
부채비율	73.5	69.4	69.3	-	-
EBITDA/이자비용(배)	5.7	5.4	5.6	5.6	5.9
이자보상배율(배)	2.4	2.4	2.5	2.4	2.6

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	343	393	451	570	684
유무형상각비	261	313	417	478	545
비현금자산증감	(78)	(93)	(163)	(149)	(141)
투자활동 현금흐름	(722)	(1,498)	(1,737)	(2,162)	(3,641)
부동산인수개발	130	123	15	20	7
투자자산증감	(813)	(1,561)	(1,569)	(1,964)	(3,484)
기타투자활동	(25)	(48)	(141)	N/A	N/A
재무활동 현금흐름	419	1,092	1,422	1,586	2,928
배당금지급	(218)	(240)	(312)	(381)	(447)
장기부채증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자본금증감	201	6	602	718	1,291
기타재무활동	78	1,225	1,127	1,279	1,166
잉여현금흐름	(471)	(1,168)	(1,118)	(1,394)	(2,800)

2020년 3월 30일 | 미국

## 하나 글로벌 리서치

## 크라운캐슬인터넷내셔널(CCI.US)

## 5G 패러다임과 함께 가는 성장형 리츠

## 5G 패러다임 맞춤형 포트폴리오 보유

크라운캐슬(CCI)은 통신타워와 스몰셀임대를 핵심으로하는 통신인프라리츠다. 경쟁사인 AMT/SBAC와 다른부분은 미국내에서만 임대사업을 영위하고 있다는 점이다. 동사는 2016년부터 미국 동서부 핵심지역에서 광섬유케이블(Fiber)을 인수하며 비즈니스 다각화를 시작했는데 현재까지 인수완료한 섬유망 규모는 2019년 말 기준 총 8만 루트마일(YoY +23%)이다.

## 스몰셀 임대 비즈니스가 가지는 차별성

5G패러다임의 핵심은 고주파대역 사용을 통한 '초저지연'과 '대량데이터 전송'의 실현이다. 통신 인프라의 도입과정은 일반적으로 '선 Coverage → 후 Capacity'의 형태이기 때문에 3.5 ~ 4.5GHz의 중간대역폭(Mid-Band)이 통신타워에서 먼저 활용되고 이후 데이터트래픽 증가와 함께 초고주파 대역인 밀리미터파(mmWave)가 스몰셀에서 활용 될 것으로 기대된다. 시간순서상으로 매크로타워 → 스몰셀인것인데 현재로써 스몰셀은 2021년 이후에나 본격적인 도입이 기대된다. 또한 미국 스몰셀 시장에서 크라운캐슬의 점유율은 약 50% 수준으로 추정되기 때문에 가파른 성장이 기대된다.

## 미국 포트폴리오 중심, 2021년 이후부터 성장 기대

동사 투자의 핵심은 '미국' 통신 인프라시설로 연간 임대료 상승률이 5%가까이 발생하는 신흥국시장 투자가 없기 때문에 해당 비즈니스를 영위하는 AMT와 SBAC보다는 할인된 밸류에이션을 받아왔다. 미국 통신타워 경우 연 2~3%의 단위 임대료상승률이 고정되어 있으며 동일 타워에 대한 장비수요증가와 타워밀도의 증가를 핵심 성장동력으로 전망하고 있다. 다만 2021년 이후 미국 내 5G 도입이 본격화되고 사물인터넷과 컨테이너수요 증가에 따라 데이터트래픽이 폭발적으로 증가하면 기 설치된 스몰셀에 대한 수요 또한 크게 증가할 것이 기대된다. 이때부터는 경쟁사와의 밸류에이션 갭 또한 메꿔질 것으로 전망되며 장기적 관점에서 투자매력은 매우 높다는 판단이다.

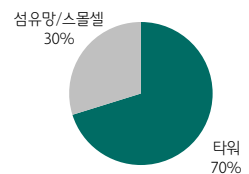
## 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★★

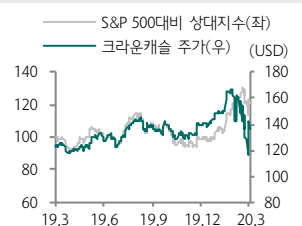
## Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕 거래소
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산신탁
홈페이지	www.crowncastle.com
시가총액(십억USD)	57.0
시가총액(조원)	69.4
52주최고/최저(USD)	168.75/114.18
주요주주 지분율(%)	
뱅크그룹	13.16
캐피탈그룹	10.33
블룸버그 목표가(USD)	155.08
최근 증가(USD)	136.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.2) 5.1 16.5
상대	8.5 16.3 22.8

## 매출구성



## 주가추이



주: 1. 2020.3.27 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

## Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	5,374	5,773	6,041	6,441
영업이익	1,386	1,562	1,805	1,973
지배순이익	512	750	921	1,086
주당 AFFO (USD)	5.5	5.7	6.1	6.5
주당 AFFO (YOY, %)	12.9	3.8	7.8	5.9
ROE(%)	4.9	8.0	9.3	13.0
P/FFO(배)	21.9	26.0	23.5	21.8
P/AFFO(배)	19.8	25.0	22.3	21.1
배당수익률(%)	3.9	3.2	3.6	3.8

자료: Bloomberg, 하나금융투자



선진국 기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

## 5G 패러다임과 함께 장기적으로 성장 가능한 리츠

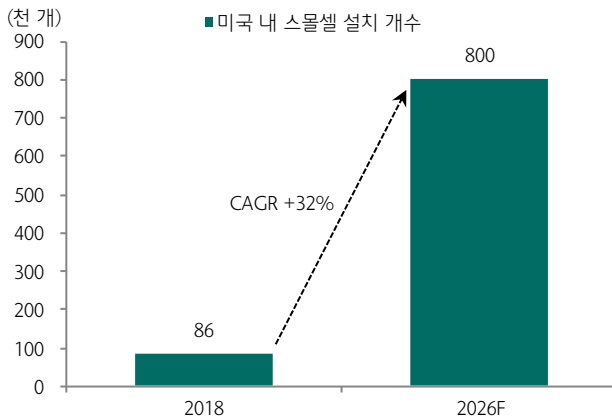
크라운캐슬은 스몰셀 임대사업을 영위한다는 점에서 타 인프라리츠와 차별점이 있음

다만 미국 내 사업만 영위하여 2020년 탑라인 성장은 AMT대비 낮으나 2021년부터 본격적인 성장이 기대

크라운캐슬(CCI)은 통신타워와 스몰셀임대를 핵심으로하는 통신 인프라리츠다. 경쟁사인 AMT/SBAC와 다른부분은 미국내에서만 임대사업을 영위하고 있다는 점이다. 동사는 2016년부터 미국 동서부 핵심지역에서 광섬유케이블(Fiber)을 인수하며 타워임대 이외 비즈니스 다각화를 시작했는데 현재보유한 섬유망 규모는 2019년 말 기준 총 8만 루트마일(YoY +23%)이다.

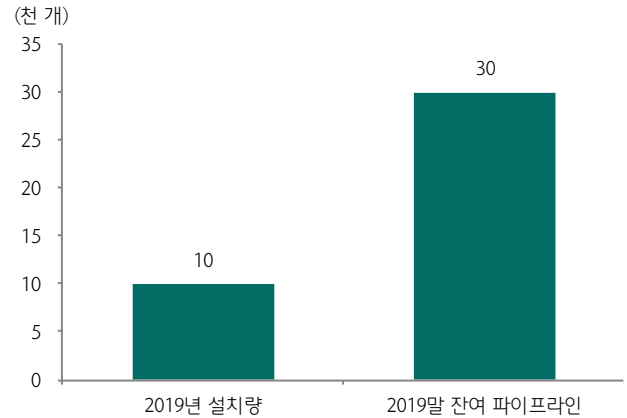
5G패러다임의 핵심은 고주파대역 사용을 통한 '초저지연'과 '대량데이터전송'의 실현이다. 통신 인프라의 도입과정은 일반적으로 '선 Coverage → 후 Capacity'의 형태이기 때문에 3.5 ~4.5GHz의 중간대역폭(Mid-Band)이 통신타워에서 먼저 활용되고 이후 데이터트래픽 증가와 함께 초고주파 대역인 밀리미터파(mmWave)가 스몰셀에서 활용 될 것으로 기대된다. 시간순서상으로 매크로타워 → 스몰셀인것인데 현재로써 스몰셀은 2021년 이후에나 본격적인 도입이 기대된다. 또한 미국 스몰셀 시장에서 크라운캐슬의 점유율은 약 50% 수준으로 추정되기 때문에 가파른 성장이 기대된다.

그림 1. 미국 스몰셀 설치는 가파르게 증가할 전망



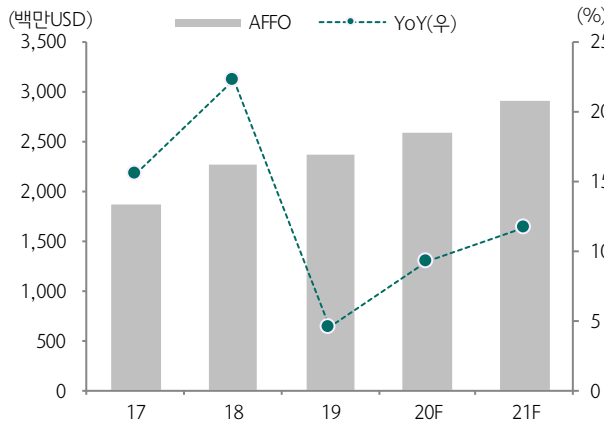
자료: Fortunebusiness(2019.11), 하나금융투자

그림 2. CCI의 단기 스몰셀노드 파이프라인은 3만여 개



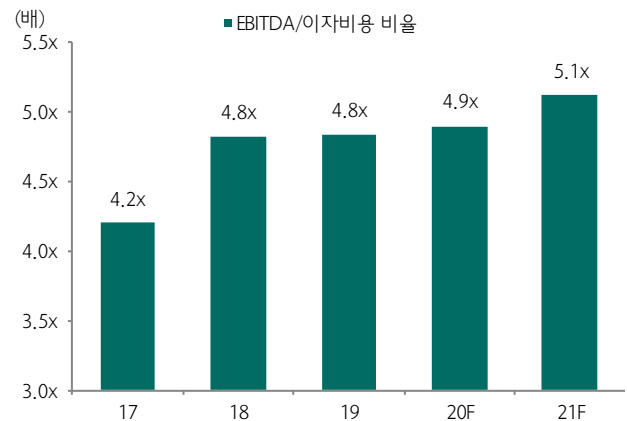
자료: Crown Castle International, 하나금융투자

그림 3. 배당재원의 두자리 수 성장 이어질 전망



자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 매출성장과 함께 이자비용 부담은 점차 감소할 전망



자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 크라운캐슬(CCI) 분기실적 상세표

(단위: 백만USD, USD, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,300</b>	<b>1,330</b>	<b>1,375</b>	<b>1,406</b>	<b>1,426</b>	<b>1,478</b>	<b>1,514</b>	<b>1,429</b>	<b>5,374</b>	<b>5,773</b>	<b>6,041</b>	<b>6,441</b>
부지 임대	1,154	1,169	1,184	1,232	1,219	1,238	1,260	1,301	4,800	5,098	5,347	5,733
서비스 및 기타	146	161	191	174	207	240	254	128	574	675	694	708
(% YoY)	<b>28.0%</b>	<b>28.1%</b>	<b>29.4%</b>	<b>13.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>23.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.6%</b>
부지 임대	34.7%	34.6%	32.6%	17.2%	5.6%	5.9%	6.4%	5.6%	30.8%	6.2%	4.9%	7.2%
서비스 및 기타	-8.2%	-5.0%	12.0%	-7.0%	41.8%	49.1%	33.0%	-26.4%	-16.4%	17.6%	2.8%	2.0%
<b>참고_영업원가</b>	<b>421</b>	<b>443</b>	<b>462</b>	<b>488</b>	<b>475</b>	<b>490</b>	<b>516</b>	<b>486</b>	<b>1,844</b>	<b>1,991</b>	<b>2,150</b>	<b>2,271</b>
부지 임대	347	355	355	353	361	365	369	367	1,410	1,462	1,504	1,612
서비스 및 기타	86	99	119	135	125	138	147	119	434	529	645	658
<b>참고_매출총이익</b>	<b>867</b>	<b>876</b>	<b>901</b>	<b>918</b>	<b>940</b>	<b>975</b>	<b>998</b>	<b>943</b>	<b>3,530</b>	<b>3,782</b>	<b>3,891</b>	<b>4,171</b>
부지 임대	807	814	829	879	858	873	891	934	3,390	3,636	3,842	4,121
(% GPM)	<b>66.7%</b>	<b>65.9%</b>	<b>65.5%</b>	<b>65.3%</b>	<b>65.9%</b>	<b>66.0%</b>	<b>65.9%</b>	<b>66.0%</b>	<b>65.7%</b>	<b>65.5%</b>	<b>64.8%</b>	<b>65.1%</b>
부지 임대	69.9%	69.6%	70.0%	71.3%	70.4%	70.5%	70.7%	71.8%	70.6%	71.3%	71.9%	71.9%
<b>영업비용(원가포함)</b>	<b>950</b>	<b>985</b>	<b>1,016</b>	<b>1,040</b>	<b>1,042</b>	<b>1,059</b>	<b>1,061</b>	<b>1,050</b>	<b>3,988</b>	<b>4,211</b>	<b>4,197</b>	<b>4,436</b>
(% YoY)	24.8%	26.3%	26.7%	7.3%	9.7%	7.5%	4.4%	1.0%	20.5%	5.6%	-0.3%	5.7%
(% of Sales)	73.1%	74.1%	73.9%	74.0%	73.1%	71.7%	70.1%	73.5%	74.2%	72.9%	69.9%	69.2%
임대비용	433	454	474	488	486	503	516	486	1,844	1,991	1,984	2,092
판매 및 관리비	134	138	145	145	152	155	150	157	563	614	618	653
감가상각비	374	379	385	390	394	393	389	398	1,528	1,574	1,582	1,671
기타비용	9	14	12	17	10	8	6	9	53	32	52	53
<b>영업이익</b>	<b>349</b>	<b>345</b>	<b>359</b>	<b>366</b>	<b>384</b>	<b>419</b>	<b>453</b>	<b>379</b>	<b>1,386</b>	<b>1,562</b>	<b>1,805</b>	<b>1,973</b>
(% YoY)	36.9%	33.5%	37.5%	36.1%	10.0%	21.4%	26.2%	3.6%	32.5%	12.7%	15.6%	9.3%
영업이익률	26.8%	25.9%	26.1%	26.0%	26.9%	28.3%	29.9%	26.5%	25.8%	27.1%	29.9%	30.6%
영업외손익	(231)	(160)	(190)	(161)	(168)	(169)	(176)	(165)	(742)	(678)	(750)	(750)
이자비용	(160)	(158)	(160)	(162)	(168)	(169)	(171)	(172)	(637)	(677)	(710)	(730)
<b>세전이익</b>	<b>118</b>	<b>185</b>	<b>169</b>	<b>205</b>	<b>216</b>	<b>250</b>	<b>277</b>	<b>214</b>	<b>644</b>	<b>884</b>	<b>1,055</b>	<b>1,223</b>
(% YoY)	-4.1%	58.6%	43.2%	81.4%	83.1%	35.1%	63.9%	4.4%	36.7%	37.3%	19.3%	16.0%
세전이익률	9.1%	13.9%	12.3%	14.6%	15.1%	16.9%	18.3%	15.0%	12.0%	15.3%	17.5%	19.0%
<b>(지배)순이익</b>	<b>86</b>	<b>152</b>	<b>136</b>	<b>172</b>	<b>182</b>	<b>218</b>	<b>244</b>	<b>180</b>	<b>512</b>	<b>750</b>	<b>921</b>	<b>1,086</b>
(% YoY)	-27.8%	35.6%	59.5%	146.6%	111.6%	43.4%	79.4%	4.7%	32.3%	46.5%	22.8%	17.9%
순이익률	6.6%	11.4%	9.9%	12.2%	12.8%	14.7%	16.1%	12.6%	9.5%	13.0%	15.3%	16.9%
<b>DPS (USD)</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.13</b>	<b>1.13</b>	<b>1.13</b>	<b>1.20</b>	<b>1.20</b>	<b>4.28</b>	<b>4.58</b>	<b>4.87</b>	<b>5.21</b>
(% YoY)	10.5%	10.5%	10.5%	7.1%	7.1%	7.1%	14.3%	6.8%	9.6%	7.2%	6.3%	6.9%
<b>주당 FFO (USD)</b>	<b>1.09</b>	<b>1.26</b>	<b>1.24</b>	<b>1.36</b>	<b>1.36</b>	<b>1.44</b>	<b>1.49</b>	<b>1.36</b>	<b>4.95</b>	<b>5.47</b>	<b>5.83</b>	<b>6.29</b>
(% YoY)	-1.6%	14.1%	20.4%	29.5%	24.7%	14.1%	20.4%	-0.1%	15.5%	10.5%	6.7%	7.8%
<b>주당 AFFO (USD)</b>	<b>1.36</b>	<b>1.31</b>	<b>1.39</b>	<b>1.42</b>	<b>1.45</b>	<b>1.48</b>	<b>1.55</b>	<b>1.38</b>	<b>5.48</b>	<b>5.69</b>	<b>6.13</b>	<b>6.49</b>
(% YoY)	9.8%	9.2%	20.4%	13.0%	6.8%	12.8%	11.5%	-2.6%	12.9%	3.8%	7.8%	5.9%

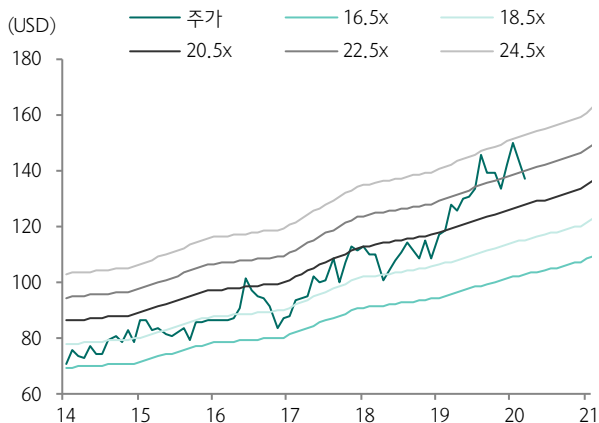
주: 4Q19 타워 서비스매출 인식기준 변경에 따라 4Q18 및 2018년은 금번 분기 공시에서 Restated 된 기준임, 또한 기존 타워 서비스 매출은 임대 매출로 인식변경 되었음

주2: '타워 임대' = Site Rental, '서비스 및 기타' = Network Service and Other

주3: FFO=당기순이익+부동산상각비+기타자산평가손실-우선주배당, AFFO=FFO+/-정액매출및비용조정+주식기준보상비용+비부동산상각비-유지보수CAPEX+/-기타

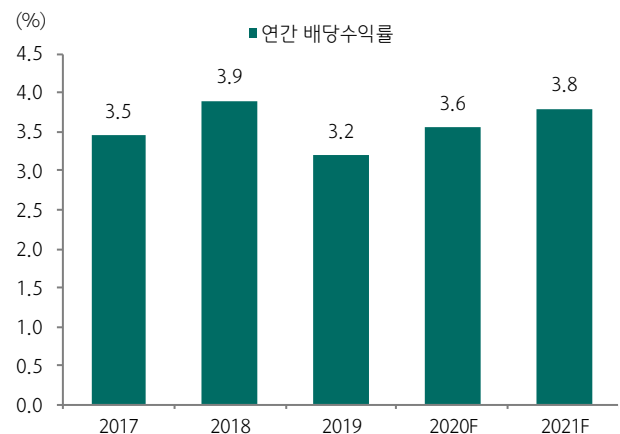
자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 5. CCI 12개월 선행 P/AFFO 밴드



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. CCI 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	4,356	5,374	5,773	6,041	6,441
영업비용	3,310	3,988	4,211	4,197	4,436
유무형상각비	1,242	1,528	1,574		
판매관리비	426	563	614		
임대운영 및 기타비용	1,642	1,897	2,023		
영업이익	1,046	1,386	1,562	1,805	1,973
이자손익	591	637	677		
세전이익	471	644	884		
법인세(환입)	26	19	21		
지배순이익	387	512	750	921	1,086
부동산감가비	1,211	1,472	1,519		
부동산매각손실	17	26	19		
FFO	1,643	2,009	2,288	2,472	2,726
주식보상비	96	108	116		
비부동산감가비	31	56	55		
무형상각비	9	7	1		
반복CAPEX	(85)	(105)	(117)		
AFFO	1,860	2,227	2,376	2,595	2,898
배당금	1,494	1,774	1,915	2,061	2,239
<b>성장률(YoY, %)</b>					
매출액	11.1	23.4	7.4	4.0	6.8
영업이익	10.2	32.5	12.7	15.6	9.3
FFO	15.0	25.1	11.3	8.0	10.3
AFFO	15.6	22.2	4.5	9.2	11.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	24.0	25.8	27.1	29.9	30.6
순이익률	8.9	9.5	13.0	15.3	16.9
AFFO Margin	42.7	42.3	41.2	43.2	45.2
AFFO Payout	81.1	78.4	80.6	79.4	77.3

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
순부동산자산	9,580	9,805	12,933	13,676	14,689
현금성자산	179	568	314	277	196
매출채권	344	441	484	501	596
영업권	5,514	5,758	10,021	10,078	10,078
기타무형자산	3,780	3,650	5,962	5,516	4,836
자산총계	21,937	22,675	32,229	32,785	38,480
유동성장기부채	106	102	115	107	100
매입채무	160	189	249	313	334
장기부채	12,044	12,069	15,817	16,348	18,021
장기리스	0	0	227	227	5,511
기타장기부채	1,082	1,096	1,472	1,485	2,526
부채총계	14,848	15,118	19,890	20,751	27,982
보통주자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	9,549	10,938	16,844	17,767	17,855
기타포괄손익누계액	(4)	(6)	(4)	(5)	(5)
자사주	0	0	0	0	0
누적배당금	(2,458)	(3,379)	(4,505)	(5,732)	(7,356)
자본총계	7,089	7,557	12,339	12,034	10,498
순부동산자산	9,580	9,805	12,933	13,676	14,689

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	1.1	1.6	1.9	2.2	2.8
BPS	26.3	23.9	21.2	23.6	21.3
SPS	11.4	13.0	13.9	13.9	15.5
AFFOPS	4.9	5.5	5.7	6.1	6.5
DPS	3.9	4.3	4.6	4.9	5.2
<b>주기지표(배)</b>					
P/FFO	26.3	21.9	26.0	23.5	21.8
P/AFFO	23.2	19.8	25.0	22.3	21.1
EV/EBITDA	27.4	21.7	22.4	22.6	21.0
PSR	9.7	8.4	10.3	9.9	9.3
배당수익률(%)	3.5	3.9	3.2	3.4	3.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.2	4.9	8.0	9.3	13.0
ROA	1.6	1.9	2.4	2.4	3.3
ROIC	4.3	4.9	5.8	-	-
부채비율	131.0	144.2	228.2	-	-
EBITDA/이자비용(배)	4.2	4.8	4.8	4.9	5.1
이자보상배율(배)	1.8	2.2	2.3	2.5	2.7

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	1,794	1,782	2,043	2,500	2,698
감가/무형상각비	1,036	1,109	1,242	1,527	1,572
비현금자산증감	221	123	221	105	127
투자활동	(1,960)	(1,297)	(10,493)	(1,793)	(2,081)
부동산투자	(909)	(874)	(1,228)	(1,741)	(2,059)
인수자금지불	(1,102)	(557)	(9,260)	(42)	(17)
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동	(937)	(96)	8,193	(734)	(692)
배당금	(1,116)	(1,239)	(1,509)	(1,782)	(1,912)
단기부채증감	0	0	0	0	155
장기부채증감	258	(65)	3,954	386	1,401
자본금증감	(30)	1,301	5,806	807	(44)
잉여현금흐름	885	908	815	761	641

2020년 3월 30일 | 미국

# 프로로지스(PLD.US)

## 하나 글로벌 리서치

### 언택트시대 온라인 유통시장 성장 수혜 리츠

#### 글로벌 물류체계의 중심이 되는 대형 물류 리츠

프로로지스(PLD)는 2019년말 기준 3,558개의 물류센터를 임대하고있는 글로벌 최대 물류리츠로 총 임대면적은 공동투자자산 포함 7.4억 평방피트(2,066만평)이다. 전체 임대면적 중 미국비중은 60%이며 유럽(영국/프랑스/독일)이 25%, 아시아(중국/일본/싱가포르)와 미국 외 미주지역(캐나다/멕시코/브라질)이 각각 8%씩 차지하고 있다. 최근 3년동안 임대자산 평균 공실률이 4% 이하로 매우 안정적이며 기존부동산(Same Store)에서 연 4~5%의 임대이익(NOI)성장이 나타나고 있다.

#### 언택트시대 수혜 온라인 물류/유통시장 성장 가속화 전망

최근 미국과 유럽 내 코로나19 확산과 함께 글로벌 언택트(Untact)시대의 도래가 앞당겨지고 있다. 아마존과 월마트는 폭증하는 주문을 감당하기 위해 전세계 각각 10만명, 15만명의 직원을 추가채용 결정하는 등 글로벌 물류배송체계는 한계를 시험 받는 상황이다. 사태 종료 이후에도 글로벌 소비자들의 온라인 소비성향은 하나의 트렌드로 잡리잡을 전망이다.

기존 시장조사자료에 근거하면 향후 2024년까지 미국 이커머스시장은 연 평균 10%이상의 성장세를 보일 것으로 전망되는데 금번 코로나 사태로 온라인 물류/유통 수요증가 및 시스템적인 발전이 기대되는 만큼 이커머스시장 성장속도는 더욱 가팔라질 수 있을 것으로 보인다.

#### 우량 물류리츠, 장기성장에 베풀어야할 시점

미국 물류부동산 시장은 2017년 하반기 이후 10여년간 지속되어왔던 초과수요상태가 끝나고 일부 자산군에서 공실율이 상승하는 모습을 보여왔다. 다만 2019년 물류 클러스터인 펜실베이니아, 발티모어, 시카고, 달라스, 샌프란시스코의 평균 임대료는 전년 대비 5%증가하며 물류허브를 중심으로는 여전히 견조한 수요가 나타나고 있음을 보였다. 미국 유통센터 공실율도 10% 아래에서 안정화되는 추세이다. 프로로지스는 전체 포트폴리오 평균 공실율이 3.5%수준으로 주요 물류허브에 높은 익스포저가 있어 장기성장이 기대된다. 글로벌 이커머스시장 고성장이 기대되고 밸류에이션 부담이 다소 해소된 현재시점에서 가져가야할 성장형 리츠다.

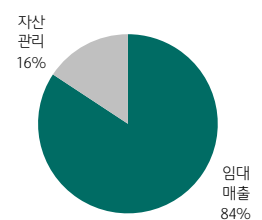
#### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★★

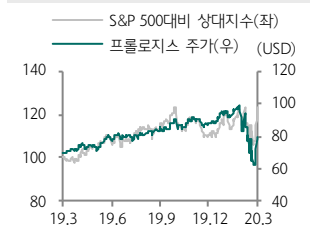
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕 거래소
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산신탁
홈페이지	www.prologis.com
시가총액(십억USD)	58.5
시가총액(조원)	71.2
52주최고/최저(USD)	99.79/59.82
주요주주 지분율(%)	
뱅크드 그룹	11.36
블랙록	8.41
블룸버그 목표가(USD)	94.81
최근 증가(USD)	79.17
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.7) (8.1) 11.5
상대	2.1 3.1 17.8

#### 매출구성



#### 주가추이



주: 1. 2020.3.27 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	2,804	3,331	3,796	4,110
영업이익	847	992	1,137	1,240
지배순이익	1,643	1,567	1,676	1,712
주당 Core FFO (USD)	3.0	3.3	3.7	3.9
주당 Core FFO (YOY, %)	7.8	9.2	11.2	4.6
ROE(%)	8.7	7.0	5.3	5.7
P/FFO(배)	22.8	28.1	21.5	20.6
P/AFFO(배)	20.5	26.7	24.8	23.8
배당수익률(%)	3.3	2.4	2.8	3.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자



선진국 기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

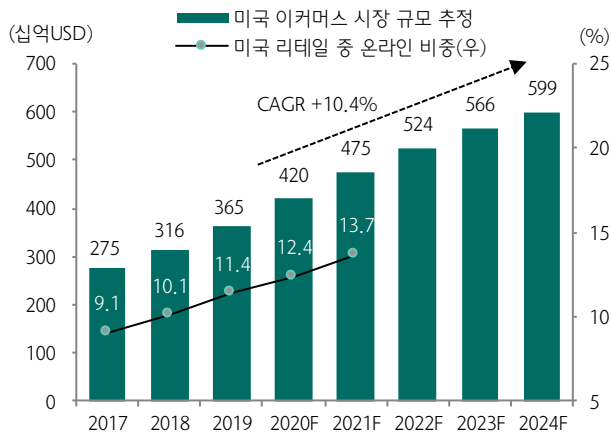


## 글로벌 온라인 물류유통시장 성장 가속화 수혜 리츠

프롤로지스(PLD)는 2019년말 기준 글로벌 3,558개의 물류센터를 임대하고있는 최대 물류센터 리츠로 총 임대면적은 공동투자자산 포함 7.4억 평방피트(2,066만평)이다. 전체 임대면적 중 미국 비중은 60%이며 유럽(영국/프랑스/독일)이 25%, 아시아(중국/일본/싱가포르)와 미국 외 미주지역(캐나다/멕시코/브라질)이 각각 8%씩 차지하고 있다. 최근 3년동안 임대자산 평균 공실률이 4% 이하로 매우 안정적이며 기존부동산(Same Store)에서 연 4~5%의 임대이익(NOI)성장이 나타나고 있다.

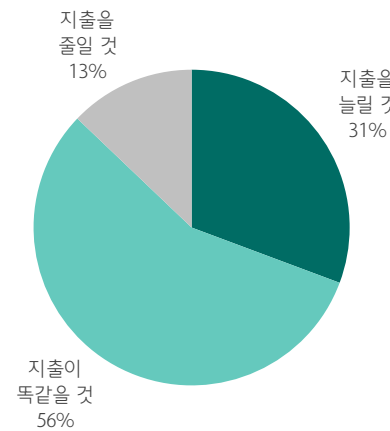
최근 미국과 유럽 내 코로나19 확산과 함께 글로벌 언택트(Untact)시대의 도래가 앞당겨지고 있다. 아마존과 월마트는 폭증하는 주문을 감당하기 위해 전세계 각각 10만명, 15만명의 직원을 추가채용 결정하는 등 글로벌 물류배송체계는 한계를 시험 받는 상황이다. 사태 종료 이후에도 글로벌 소비자들의 온라인 소비성향은 하나의 트렌드로 자리잡을 전망이다. 기존 시장조사자료에 근거하면 향후 2024년까지 미국 이커머스시장은 연 평균 10%이상의 성장세를 보일 것으로 전망되는데 금번 코로나 사태로 온라인 물류/유통 수요증가 및 시스템적인 발전이 기대되는 만큼 이커머스시장 성장속도는 더욱 가팔라질 수 있을 것으로 보인다.

그림 1. 미국 이커머스 시장규모 및 비중 추이



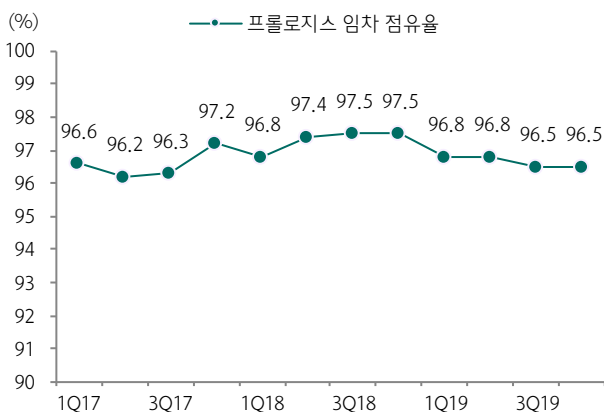
자료: Bloomberg, Statista, 하나금융투자

그림 2. 미국 코로나19 설문조사: 향후 12개월간 온라인 제품구매 지출



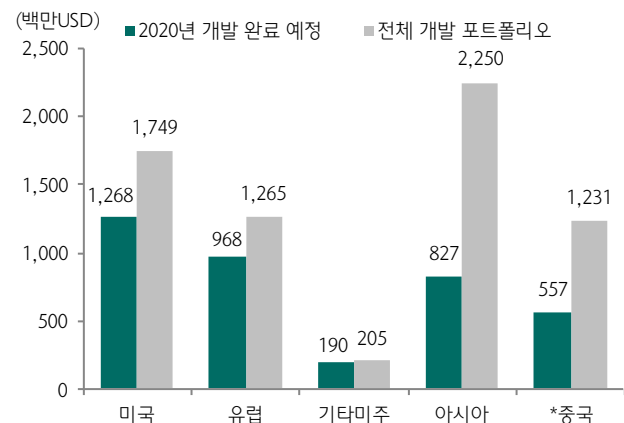
자료: Forbes, Bizrate Insights 2020/3/16~20 Survey, 하나금융투자

그림 3. 분기 말 프롤로지스 임차점유율 추이



자료: Prologis, 하나금융투자

그림 4. 프롤로지스 지역별 개발 파이프라인



자료: Prologis, 하나금융투자

표 1. 프로리시스 분기실적 핵심표

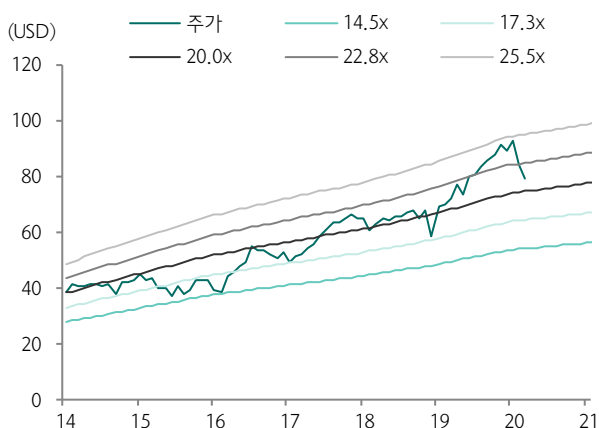
(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>694</b>	<b>621</b>	<b>682</b>	<b>807</b>	<b>772</b>	<b>790</b>	<b>942</b>	<b>826</b>	<b>2,804</b>	<b>3,331</b>	<b>3,796</b>	<b>4,110</b>
(1) 임대매출	561	546	611	681	698	701	712	728	2,398	2,839	3,329	3,620
미국	499	491	556	627	652	649	668	676	2,173	2,645	3,069	3,300
기타 미주지역	30	30	29	30	24	24	23	25	120	95	117	0
아시아	14	12	12	13	14	16	12	13	51	54	67	0
유럽	17	13	14	10	9	12	10	14	54	44	77	0
(2) 자산운용	133	76	71	127	74	89	230	98	406	492	467	491
<b>YoY (%)</b>	<b>10.3%</b>	<b>-18.9%</b>	<b>13.2%</b>	<b>30.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>27.2%</b>	<b>38.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>18.8%</b>	<b>14.0%</b>	<b>8.3%</b>
(1) 임대매출	-2.0%	-6.8%	14.3%	23.3%	24.5%	28.5%	16.4%	6.9%	6.9%	18.4%	17.3%	8.7%
미국	-4.7%	-7.3%	16.2%	27.2%	30.6%	32.3%	20.1%	7.9%	7.3%	21.7%	16.0%	7.5%
기타 미주지역	101.7%	82.1%	25.6%	1.3%	-21.6%	-20.4%	-21.9%	-19.5%	41.5%	-20.8%	22.7%	0.0%
아시아	-5.7%	-32.0%	-27.2%	6.5%	1.1%	34.4%	-4.1%	0.2%	-16.6%	7.3%	22.8%	0.0%
유럽	-5.6%	-41.5%	-15.7%	-38.4%	-50.3%	-5.0%	-31.1%	33.7%	-26.2%	-18.5%	74.0%	0.0%
(2) 자산운용	133.1%	-58.1%	4.6%	85.6%	-44.5%	17.8%	224.0%	-22.2%	8.7%	21.1%	-5.0%	5.0%
<b>영업비용</b>	<b>457</b>	<b>434</b>	<b>501</b>	<b>566</b>	<b>584</b>	<b>573</b>	<b>594</b>	<b>588</b>	<b>1,957</b>	<b>2,339</b>	<b>2,662</b>	<b>2,873</b>
(% YoY)	-2.3%	-11.6%	17.2%	22.6%	27.8%	31.9%	18.6%	4.0%	6.0%	19.5%	13.8%	7.9%
(% OPEX)	65.8%	69.9%	73.4%	70.1%	75.6%	72.4%	63.0%	71.2%	69.8%	70.2%	70.1%	69.9%
감가상각비	204	204	253	287	284	284	282	289	947	1,140	1,304	1,410
기타관리비	62	58	62	57	70	66	65	66	239	267	299	322
임대비용	143	133	147	177	188	181	181	184	601	734	853	927
자산운용비	44	35	35	43	38	37	63	46	157	185	194	202
기타비용	3	5	3	2	4	4	2	4	14	13	13	13
<b>NOI</b>	<b>413</b>	<b>411</b>	<b>462</b>	<b>502</b>	<b>509</b>	<b>520</b>	<b>530</b>	<b>540</b>	<b>1,788</b>	<b>2,098</b>	<b>2,471</b>	<b>2,688</b>
(% YoY)	-0.3%	-4.0%	14.7%	-4.8%	23.2%	26.3%	14.7%	7.5%	0.9%	17.3%	17.8%	8.8%
(% NOI Margin)	74.3%	75.5%	75.8%	73.9%	73.0%	74.1%	74.5%	74.6%	74.9%	74.1%	74.3%	74.4%
<b>영업이익</b>	<b>237</b>	<b>187</b>	<b>182</b>	<b>241</b>	<b>188</b>	<b>218</b>	<b>348</b>	<b>238</b>	<b>847</b>	<b>992</b>	<b>1,137</b>	<b>1,240</b>
(% YoY)	46.5%	-32.0%	3.4%	52.2%	-20.5%	16.3%	91.8%	-1.5%	-4.6%	17.1%	14.7%	9.0%
(% OPM)	34.2%	30.1%	26.6%	29.9%	24.4%	27.6%	37.0%	28.8%	30.2%	29.8%	30.0%	29.0%
<b>영업외손익</b>	<b>171</b>	<b>192</b>	<b>208</b>	<b>467</b>	<b>199</b>	<b>220</b>	<b>156</b>	<b>210</b>	<b>1,039</b>	<b>784</b>	<b>739</b>	<b>695</b>
이자손익	49	62	66	68	68	63	61	65	244	264	327	371
<b>세전이익(GAAP)</b>	<b>409</b>	<b>379</b>	<b>389</b>	<b>709</b>	<b>387</b>	<b>437</b>	<b>504</b>	<b>448</b>	<b>1,886</b>	<b>1,776</b>	<b>1,877</b>	<b>1,935</b>
(% YoY)	77.4%	25.2%	-58.2%	102.0%	-5.2%	15.4%	29.4%	-36.9%	3.9%	-5.8%	5.7%	3.1%
(% 세전이익률)	58.9%	61.0%	57.1%	87.9%	50.2%	55.3%	53.5%	54.2%	67.3%	53.3%	49.4%	47.1%
<b>(지배)순이익</b>	<b>366</b>	<b>335</b>	<b>346</b>	<b>597</b>	<b>347</b>	<b>384</b>	<b>451</b>	<b>385</b>	<b>1,643</b>	<b>1,567</b>	<b>1,676</b>	<b>1,712</b>
(% YoY)	75.2%	22.0%	-61.5%	130.8%	-5.2%	14.7%	30.3%	-35.4%	0.1%	-4.6%	6.9%	2.2%
(% NPM)	52.7%	53.9%	50.8%	73.9%	45.0%	48.6%	47.9%	46.7%	58.6%	47.1%	44.1%	41.7%
<b>DPS (USD)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.48</b>	<b>0.48</b>	<b>0.48</b>	<b>0.53</b>	<b>0.53</b>	<b>0.53</b>	<b>0.53</b>	<b>1.92</b>	<b>2.12</b>	<b>2.25</b>	<b>2.35</b>
(% YoY)	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	9.1%	10.4%	5.9%	4.8%
<b>주당 Core FFO (USD)</b>	<b>0.80</b>	<b>0.71</b>	<b>0.72</b>	<b>0.80</b>	<b>0.73</b>	<b>0.77</b>	<b>0.97</b>	<b>0.84</b>	<b>3.03</b>	<b>3.31</b>	<b>3.68</b>	<b>3.85</b>
(% YoY)	27.0%	-15.5%	7.5%	19.4%	-8.8%	8.5%	34.7%	5.0%	7.8%	9.2%	11.2%	4.6%
<b>주당 AFFO (USD)</b>	<b>1.02</b>	<b>0.72</b>	<b>0.77</b>	<b>0.87</b>	<b>0.71</b>	<b>0.95</b>	<b>0.90</b>	<b>0.91</b>	<b>3.38</b>	<b>3.48</b>	<b>3.19</b>	<b>3.32</b>
(% YoY)	75.1%	-8.0%	-7.1%	24.9%	-29.9%	31.6%	16.5%	5.3%	16.7%	3.0%	-8.2%	4.2%

주: NOI = Consolidated NOI, FFO = Core FFO, AFFO = Adjusted FFO

자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, 하나금융투자

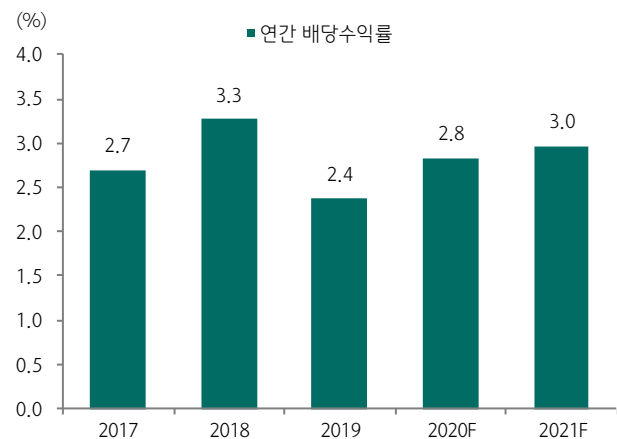
그림 5. PLD 12개월 선행 P/FFO 밴드



주: FFO는 사측조정 Core FFO 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. PLD 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	2,735	2,804	3,331	3,796	4,110
영업비용	1,847	1,957	2,339	2,662	2,873
유무형상각비	879	947	1,140	1,304	1,410
판매관리비	231	239	267	299	322
부동산운용비/기타	570	601	734	853	927
영업이익	888	847	992	1,137	1,240
이자손익	288	244	264		
부동산매각차익	1,197	856	882		
세전이익	1,816	1,886	1,776		
법인세	55	63	75		
지배순이익	1,642	1,643	1,567	1,676	1,712
부동산감가비	848	913	1,102		
기타투자손실(이익)	(855)	(371)	(390)		
FFO	1,551	1,789	2,164	2,777	2,903
주식보상비	77	76	98		
개발부동산조정	328	470	468		
반복CAPEX	(84)	(90)	(135)		
AFFO	1,597	1,993	2,276	2,397	2,430
배당금	972	1,133	1,388	1,470	1,541
<b>성장률(YoY, %)</b>					
매출액	2.9	2.5	18.8	14.0	8.3
영업이익	12.1	(4.6)	17.1	14.7	9.0
FFO	10.8	15.3	21.0	28.3	4.5
AFFO	13.7	24.8	14.2	5.3	1.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	32.5	30.2	29.8	30.0	29.0
순이익률	60.0	58.6	47.1	44.1	41.7
Core FFO Margin	56.7	63.8	65.0	73.2	70.6
Core FFO Payout	60.8	62.8	62.2	53.1	53.3

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
순부동산자산	24,341	23,464	21,889	29,930	29,787
현금성자산	264	807	447	344	1,089
매출채권	90	111	85	107	86
기타무형자산	706	596	532	813	734
기타장기자산	4,848	4,319	5,591	5,869	6,358
자산총계	31,395	30,250	29,481	38,418	40,032
미지급법인세	81	69	57	60	66
매입채무	713	556	703	761	705
장기부채	11,627	10,608	9,413	11,090	11,906
기타단기부채	2	1	32	21	66
기타장기부채	401	405	448	489	554
부채총계	12,974	11,792	10,775	12,617	13,960
보통주자본금	5	5	5	6	6
자본잉여금	19,302	19,455	19,363	25,686	25,719
기타포괄손익누계액	(791)	(937)	(902)	(1,085)	(990)
누적배당금	(3,926)	(3,610)	(2,904)	(2,378)	(2,151)
비지배지분	3,753	3,467	3,075	3,503	3,419
자본총계	18,421	18,458	18,706	25,801	26,072

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	1.0	1.4	1.2	2.5	2.6
BPS	29.2	35.3	35.7	45.3	43.7
SPS	4.9	4.9	5.3	8.3	7.3
FFOPS	2.8	3.0	3.3	3.7	3.9
DPS	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4
<b>주기지표(배)</b>					
P/FFO	23.2	22.8	28.1	21.5	20.6
P/AFFO	22.5	20.5	26.7	24.8	23.8
EV/EBITDA	28.1	28.6	33.3	24.9	23.1
PSR	13.1	11.9	16.9	15.3	14.5
배당수익률(%)	2.7	3.3	2.4	2.8	3.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.8	8.7	7.0	5.3	5.7
ROA	5.5	4.9	4.0	2.8	3.0
ROIC	2.7	2.6	2.6	-	-
부채비율	50.3	43.0	47.5	-	-
EBITDA/이자비용(배)	6.0	7.8	8.9	8.6	8.4
이자보상배율(배)	3.2	3.7	4.1	3.2	3.1

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	1,116	1,417	1,687	1,804	2,264
감가/무형상각비	849	916	880	947	1,140
비현금자산증감	(60)	(80)	74	(43)	7
투자활동	(4,789)	1,252	543	(664)	(685)
유형자산처분	2,795	2,826	3,237	2,310	2,332
유형자산취득	(1,340)	(1,642)	(1,606)	(1,953)	(1,795)
투자자산증감	(435)	714	(8)	234	113
재무활동	3,586	(2,126)	(2,591)	(1,243)	(834)
배당금	(805)	(893)	(943)	(1,123)	(1,346)
단기부채증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
장기부채증감	2,218	(898)	(876)	59	803
자본금증감	0	39	20	7	6
잉여현금흐름	(461)	(492)	(183)	(378)	147

2020년 3월 30일 | 미국

# 아메리콜드(COLD.US)

## 하나 글로벌 리서치

### 글로벌 콜드체인과 함께 장기성장할 리츠

#### 글로벌 유일 냉동창고 전문 리츠

아메리콜드(COLD)는 2018년 1월 상장한 글로벌 유일의 냉동 물류 리츠로 냉동창고(Temperature-Controlled Warehouse) 미국시장 점유율은 23%로 2위를 차지하고 있다 (vs 1위 Lineage Logistics 29%). 미국과 오세아니아 지역에서 176개의 생산/유통 냉동창고를 임대 중이며 이 중 80%는 자체 보유 부동산이고 나머지 20%는 영업리스와 관리만 전문으로하는 부동산이다. 지역별로는 미국이 86%, 호주와 뉴질랜드가 13%를 차지하고 있으며 미국 내에서는 동부/서부/중부/동남부 비중이 23~28%로 고르게 분포되어 있다. 주요 임차인은 'Safeway', 'Sprouts', 'Woolworths', 'Kroger'와 같은 대형 식품 리테일러와 'DANONE', 'Kraft Heinz', 'Unilever'와 같은 식품 생산업체이다. 상위25개 임차인이 전체매출의 60%를 차지한다.

#### 'Farm to Fork' 전략을 통한 '콜드체인' 점유 확대 중

'Farm to Fork'는 말 그대로 농장에서 생산되어서 유통과정을 거쳐 식탁으로 올라오는 모든 과정까지 필요한 냉동물류, 즉 '콜드체인'을 점유하는 전략이다. 동사는 과거 식품 생산과정에 필요한 냉동물류를 중심으로 비즈니스를 영위했으나 최근 신선 배송 등 냉동유통센터(Distribution Center)에 대한 수요가 증가하며 현재는 전반적인 냉동유통과정 전체로 비즈니스를 확대 중이다. 냉동유통창고의 CAPA는 '팔레트(Pallets)' 단위로 세는 것이 일반적이는데 2014년부터 2019년까지 6년동안 12.4만 팔레트를 인수한 것에 비해 2020년 현재 미국 내 개발중인 물류CAPA만 12.6만 팔레트로 추정되어 향후 추가적인 외형성장도 기대되는 국면이다.

#### 글로벌 신선 유통시장의 발달과 함께 장기적인 성장 기대

신선도 유지가 필요한 식품/의약품의 물류유통과정은 기술의 발전과 함께 미국/캐나다와 낙농업이 발달한 선진국(호주/뉴질랜드)시장을 중심으로 성장할 것이 기대된다. 장기적으로는 연평균 기온이 높아 식품관리가 어려운 동남아/북아프리카 등 신흥국 중심으로 발전할 것이 기대된다. 글로벌 '콜드체인' 중심에 있는 동사의 투자매력이 높다는 판단이다.

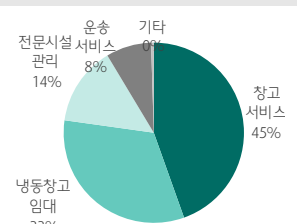
#### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★★

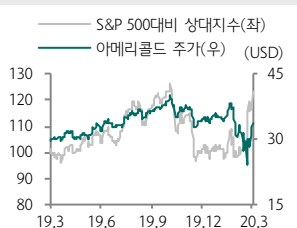
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕 거래소
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산신탁
홈페이지	www.americold.com
시가총액(십억USD)	6.8
시가총액(조원)	8.3
52주최고/최저(USD)	40.42/23.3
주요주주 지분율(%)	
뱅크드 그룹	13.63
블랙록	6.87
블룸버그 목표가(USD)	38.00
최근 증가(USD)	33.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.0 (9.9) 11.1
상대	17.7 1.3 17.4

#### 매출구성



#### 주가추이



주: 1. 2020.3.27(미국시간) 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	1,604	1,784	2,000	2,254
영업이익	180	131	216	239
지배순이익	46	48	107	132
주당AFFO (USD)	1.2	1.2	1.3	1.4
주당AFFO (YOY, %)	N/A	(1.2)	8.0	11.1
ROE(%)	6.5	5.4	4.6	7.2
P/FFO(배)	24.2	29.4	27.6	24.7
P/AFFO(배)	24.8	30.1	26.9	24.2
배당수익률(%)	2.9	2.3	2.5	2.6

자료: Bloomberg, 하나금융투자



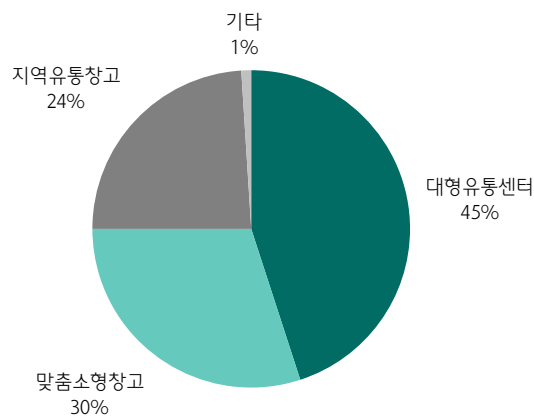
선진국 기업분석 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

## 글로벌 유일 냉동창고 전문 리츠, 콜드체인 시장 성장 수혜전망

글로벌 신선유통 수요증가와 함께  
장기적인 성장이 기대되는 리츠

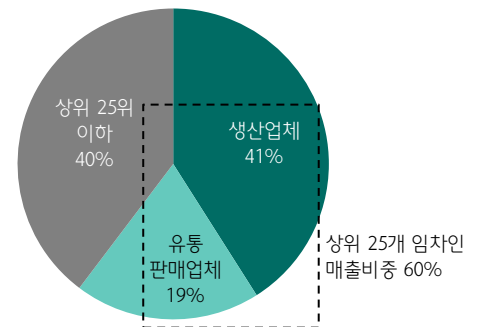
아메리콜드(COLD)는 2018년 1월 상장한 글로벌 유일의 냉동물류 리츠로 냉동창고 미국시장 점유율은 23%로 2위를 차지하고 있다. 미국과 오세아니아 지역에서 176개의 생산/유통 냉동창고를 임대 중이며 이 중 80%는 보유부동산이고 나머지 20%는 영업리스와 관리전문 부동산이다. 지역별로는 미국 86%, 호주/뉴질랜드가 13%를 차지한다. 주요 임차인은 대형 식료품 리테일러와 식품 생산업체다.

그림 1. 2019년 보유 자산 유형별 NOI 비중



자료: Americold, 하나금융투자

그림 2. 상위 25개 임차인이 차지하는 매출비중이 60%



자료: Americold, 하나금융투자

그림 3. 아메리콜드의 'Farm to Fork' 전략: 생산→저장→배송→유통 전단계에 필요한 냉동물류시설에 투자



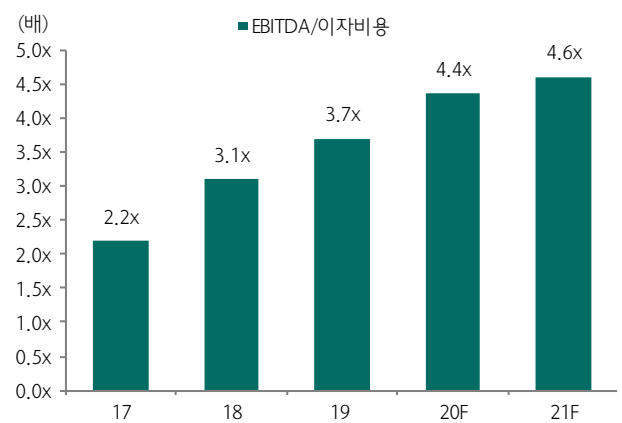
자료: Americold, 하나금융투자

그림 4. 배당재원 고성장 지속될 전망



자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 이익성장과 함께 이자비용 부담 감소할 전망



자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

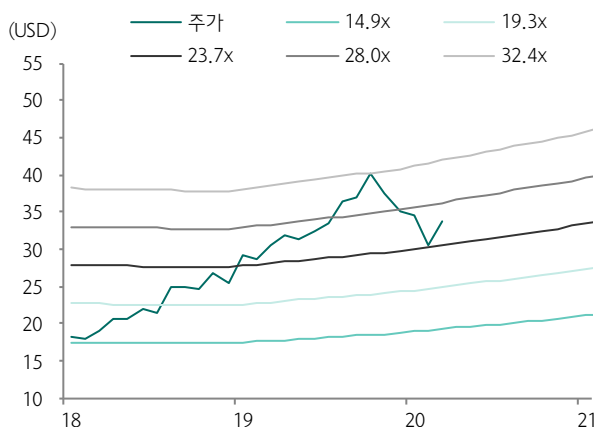
표 1. 아메리콜드 분기실적 핵심표

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>391</b>	<b>395</b>	<b>402</b>	<b>416</b>	<b>393</b>	<b>438</b>	<b>466</b>	<b>486</b>	<b>1,604</b>	<b>1,784</b>	<b>2,000</b>	<b>2,254</b>
냉동창고임대	287	288	297	305	290	338	366	384	1,177	1,377		
타창고관리	64	66	63	67	64	62	63	64	259	253		
운송서비스	38	39	40	41	37	36	36	36	159	145		
기타	2	2	2	2	2	2	2	2	9	9		
<b>YoY (%)</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>11.1%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.7%</b>
냉동창고임대	3.9%	2.1%	2.3%	2.6%	1.1%	17.6%	23.0%	25.6%	2.7%	17.0%		
타창고관리	9.4%	10.3%	3.3%	5.1%	0.4%	-6.4%	0.5%	-3.6%	7.0%	-2.4%		
운송서비스	6.0%	8.6%	12.6%	7.7%	-3.3%	-6.2%	-11.2%	-14.0%	8.7%	-8.8%		
<b>영업비용</b>	<b>355</b>	<b>345</b>	<b>358</b>	<b>365</b>	<b>377</b>	<b>409</b>	<b>427</b>	<b>439</b>	<b>1,424</b>	<b>1,652</b>	<b>1,785</b>	<b>2,015</b>
(% YoY)	5.7%	-1.5%	-1.0%	2.0%	6.0%	18.5%	19.1%	20.5%	1.2%	16.1%	8.0%	12.9%
(% of Sales)	90.8%	87.5%	89.2%	87.7%	95.8%	93.4%	91.6%	90.4%	88.8%	92.6%	89.2%	89.4%
임대비용	197	197	204	205	199	224	252	254	802	930		
일반관리비	28	28	27	28	31	33	32	33	111	129		
감가상각비	29	29	29	30	30	40	45	48	118	163	204	230
(% of OPEX)	8.3%	8.4%	8.2%	8.2%	8.0%	9.9%	10.6%	10.9%	8.3%	9.9%	11.4%	11.4%
<b>냉동창고NOI</b>	<b>90</b>	<b>91</b>	<b>94</b>	<b>100</b>	<b>91</b>	<b>114</b>	<b>113</b>	<b>130</b>	<b>375</b>	<b>448</b>		
(% YoY)	7.2%	7.1%	8.8%	7.0%	1.4%	25.3%	21.1%	28.9%	7.5%	19.5%		
(% NOI Margin)	31.3%	31.6%	31.5%	32.9%	31.4%	33.7%	31.0%	33.8%	31.8%	32.5%		
<b>영업이익</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>16</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>180</b>	<b>131</b>	<b>216</b>	<b>239</b>
(% YoY)	-2.3%	71.7%	58.7%	16.2%	-54.3%	-41.0%	-9.6%	-9.0%	31.4%	-26.9%	64.1%	10.6%
(% OPM)	9.2%	12.5%	10.8%	12.3%	4.2%	6.6%	8.4%	9.6%	11.2%	7.4%	10.8%	10.6%
<b>이자비용</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>93</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>103</b>
(% YoY)	-11.7%	-18.9%	-21.8%	-22.3%	-11.9%	5.1%	9.1%	3.4%	-18.8%	1.2%	3.7%	5.1%
<b>(지배)순이익</b>	<b>(10)</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>(5)</b>	<b>5</b>	<b>27</b>	<b>21</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>107</b>	<b>132</b>
(% YoY)	CR	TB	TB	203.3%	CR	-83.4%	10.4%	677.0%	TB	4.3%	121.8%	23.7%
(% NIM)	-2.7%	7.5%	6.1%	0.6%	-1.2%	1.1%	5.8%	4.3%	2.9%	2.7%	5.3%	5.9%
<b>DPS (USD)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.19</b>	<b>0.19</b>	<b>0.19</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>	<b>0.71</b>	<b>0.80</b>	<b>0.84</b>	<b>0.88</b>
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	42.9%	5.3%	7.9%	6.7%	N/A	13.5%	4.6%	5.6%
<b>주당 FFO (USD)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.29</b>	<b>0.30</b>	<b>0.35</b>	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>	<b>0.33</b>	<b>1.21</b>	<b>1.19</b>	<b>1.23</b>	<b>1.37</b>
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.2%	2.4%	0.6%	-7.0%	N/A	-1.5%	3.0%	11.4%
<b>주당 AFFO (USD)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.27</b>	<b>0.28</b>	<b>0.33</b>	<b>0.29</b>	<b>0.31</b>	<b>0.27</b>	<b>0.30</b>	<b>1.18</b>	<b>1.17</b>	<b>1.26</b>	<b>1.40</b>
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-9.3%	14.8%	-5.3%	-7.3%	N/A	-1.2%	8.0%	11.1%

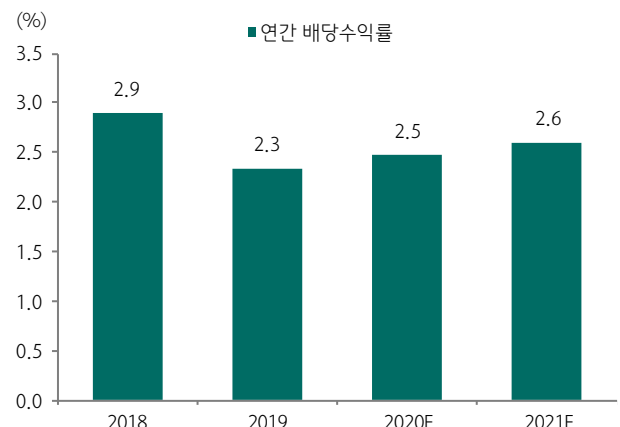
자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, Americold, 하나금융투자

그림 6. COLD 12개월 선행 P/AFFO 밴드



자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 7. COLD 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, S&amp;P Capital, 하나금융투자



## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,544	1,604	1,784	2,000	2,254
영업비용	1,407	1,424	1,652	1,785	2,015
유무형상각비	117	118	163		
판매관리비	111	111	129		
부동산운영비	797	802	930		
영업이익	137	180	131	216	239
이자손익	(114)	(89)	(88)		
세전이익	9	44	43	110	125
법인세(환입)	9	(4)	(5)		
지배순이익	(30)	46	48	107	132
부동산감가비	86	88	115		
부동산매각손실(이익)	0	7	(0)		
FFO	106	175	220	258	309
주식보상비	2	6	10		
비부동산감가비	31	30	49		
무형상각비	9	6	6		
반복CAPEX	(50)	(44)	(59)		
AFFO	95	170	215	267	313
배당금	102	147	174	193	220
<b>성장률(YoY, %)</b>					
매출액	3.6	3.9	11.2	12.1	12.7
영업이익	3.7	31.4	(26.9)	64.1	10.6
FFO	53.3	64.9	25.6	17.6	19.5
AFFO	33.0	80.1	25.9	24.6	16.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	8.9	11.2	7.4	10.8	10.6
순이익률	(1.9)	2.9	2.7	5.3	5.9
AFFO Margin	6.1	10.6	12.0	13.4	13.9
AFFO Payout	21.5	59.7	68.6	65.0	61.7

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
순부동산자산	1,846	1,784	1,835	1,840	3,051
현금성자산	33	23	49	208	234
매출채권	183	200	202	197	215
영업권	187	187	188	186	318
기타무형자산	26	24	27	25	285
자산총계	2,399	2,328	2,395	2,532	4,171
매입채무	61	64	94	85	351
장기부채	1,679	1,680	1,741	1,351	1,695
장기리스	182	152	160	160	236
미지급비용	147	146	147	139	0
선수수익	18	18	19	19	16
부채총계	2,138	2,105	2,209	1,826	2,338
보통주자본금	1	1	1	1	2
자본잉여금	387	393	394	1,356	2,582
자사주	0	0	0	0	0
누적초과배당금	(489)	(532)	(582)	(638)	(737)
지배자본총계	(110)	(150)	(187)	707	1,833
비지배자본	371	372	373	0	0
자본총계	261	222	186	707	1,833

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	(0.2)	0.6	0.3	0.8	0.9
BPS	(1.3)	2.2	7.6	N/A	N/A
SPS	22.0	11.3	9.9	15.3	14.4
AFFOPS	N/A	1.2	1.2	1.3	1.4
DPS	0.3	0.7	0.8	0.8	0.9
<b>주가지표(배)</b>					
P/FFO	N/A	24.2	29.4	27.6	24.7
P/AFFO	N/A	24.8	30.1	26.9	24.2
EV/EBITDA	N/A	18.3	29.4	20.5	18.1
PSR	N/A	2.3	3.5	3.4	3.1
배당수익률(%)	N/A	2.9	2.3	2.5	2.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	N/A	N/A	5.4	4.6	N/A
ROA	(0.0)	1.9	1.4	N/A	N/A
ROIC	7.1	8.6	4.6	-	-
부채비율	936.9	191.2	99.1	-	-
EBITDA/이자비용(배)	2.2	3.1	3.7	4.4	4.6
이자보상배율(배)	1.2	1.8	1.4	2.2	2.3

자료: S&amp;P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	107	119	163	188	236
감가/무형상각비	126	119	117	118	163
비현금자본증감	(25)	(19)	6	(13)	2
투자활동	(67)	(34)	(139)	(126)	(1,605)
유형자산처분	9	33	10	20	1
유형자산취득	(60)	(75)	(149)	(145)	(302)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(31)	(96)	(19)	85	1,395
배당금	(20)	(20)	(20)	(77)	(135)
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	58	6	45	(396)	340
자본금증감	0	0	0	2	3
잉여현금흐름	47	44	14	43	(66)

2020년 3월 30일 | 싱가포르

## 하나 글로벌 리서치

## 케펠디씨리츠(KDCREIT.SP)

## 아시아 최초, 최대의 데이터센터 리츠

## 아시아 최초 데이터센터 리츠

케펠 디씨 리츠(KDCREIT.SP)는 아시아 최초의 데이터센터 리츠로 케펠랜드가 스폰서다. '19년 Keppel DC Singapore 4와 DC 1, 독일의 Kelsterbach 데이터센터가 준공되면서 현재 싱가포르, 호주, 아일랜드, 네덜란드, 독일, 영국, 이탈리아, 말레이시아 8개국에 17개의 자산을 보유 중이며 AUM은 26억 싱가포르달러다. 2019년 기준 매출액은 1.9억SGD(YoY 11.0%), 배당가능이익은 1.1억SGD(YoY 17.8%)다. 배당수익률은 3.7%며 DPU는 7.7 Scts (YoY 5.3%)로 지속 상승 중에 있다.

## 다분화 된 포트폴리오와 낮은 공실률, 증명된 가치

케펠 디씨 리츠 전체 자산군의 76.3%는 코로케이션, 리테일 형태로 다중 임차인을 보유하는 데이터센터다. 리테일의 경우 건물에 다수의 임차인이 들어와있기 때문에 하나의 임차인으로 구성된 홀세일보다 리스크가 상대적으로 낮다. 나머지 23.7%는 홀세일 형태지만 장기임대차계약을 하기 때문에 평균 잔여 임차기간이 10.3년으로 안정적이라고 할 수 있다. 전체 포트폴리오의 평균 임대율은 93.6%로 낮은 공실률을 보이고 있으며 평균 잔여임차기간은 7.7년이다. '19년 9월 FTSE Nareit Developed Index에 포함되면서 아시아 최고의 데이터센터 리츠로 자리매김했다.

## 커지는 데이터센터 시장, 커지는 케펠디씨리츠

최근 클라우드에 대한 수요가 증가하면서 데이터센터에 대한 수요 역시 상승 중에 있다. 글로벌 클라우드 시장은 2023년까지 연평균 25% 상승할 것으로 예상되고 있다. 케펠 디씨 리츠의 시장 점유율은 93%로 지속적으로 포트폴리오를 늘려가고 있기 때문에 장기적으로 안정적인 이익이 기대되며 타국가 대비 상대적으로 높은 배당수익률을 보이고 있어 투자매력도가 높다고 판단한다.

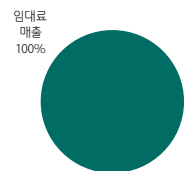
## 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆☆

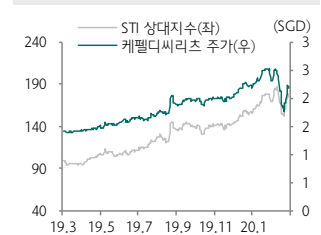
## Key Data

국가	SINGAPORE
상장거래소	Singapore
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산투자신탁
홈페이지	www.keppeldcreit.com
시가총액(십억SGD)	3.6
시가총액(조원)	3.0
52주최고/최저()	2.55/1.44
주요주주 지분율(%)	
케펠	23.42
스미토모미쓰 파이낸셜 그룹	7.84
블룸버그 목표가(SGD)	2.25
최근 증가(SGD)	2.18
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 25.9 59.0
상대	5.2 30.3 53.7

## 매출 비중



## 주가 추이



주: 1. 2019.2.21 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

## Financial Data

백만 SGD	2017	2018	2019	2020F
영업수익	139.1	176	195	258
영업이익	98.4	134	152	187
순이익	70.3	146	111	155
DPS(Scts)	7.1	7.3	7.6	8.8
DPS(YOY, %)	16.0	2.8	4.0	16.1
ROE(%)	6.4	11.3	6.6	8.3
P/NAV	1.5	1.3	1.8	2.0
배당수익률(%)	5.0	5.4	3.7	3.9

자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자



Analyst 채상국

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

## 아시아 최초 데이터센터 리츠, 케펠디씨리츠

케펠 디씨 리츠(KDCREIT.SP)는 아시아 최초의 데이터센터 리츠로 케펠 그룹이 스폰서다. '19년 Keppel DC Singapore 4와 DC 1, 독일의 Kelsterbach 데이터센터가 준공되면서 현재 싱가포르, 호주, 아일랜드, 네덜란드, 독일, 영국, 이탈리아, 말레이시아 8개국에 17개의 자산을 보유 중이며 AUM은 26억 싱가포르달러다. 2019년 기준 매출액은 1.9억SGD(YoY 11.0%), 배당가능이익은 1.1억SGD(YoY 17.8%)다. 배당수익률은 3.7%며 DPU는 7.7 Scts (YoY 5.3%)로 지속 상승 중에 있다.

표 1. 케펠 디씨 리츠 포트폴리오

포트폴리오	위치	임차인 수	임대율	연면적(ft²)	자산가치(\$m)	잔여임차기간	리스유형
Keppel DC Singapore 1	싱가포르	18	87.2%	709,721	287	4년	케펠 리스 / 코로케이션
Keppel DC Singapore 2	싱가포르	4	100.0%	38,480	169	1.8년	케펠 리스 / 코로케이션
Keppel DC Singapore 3	싱가포르	2	100.0%	49,433	231.3	2.7년	케펠 리스 / 코로케이션
Keppel DC Singapore 4	싱가포르	5	92.0%	83,698	Cushman&Wakefield: 385.1 Savills: 385.1	2.8년	케펠 리스 / 코로케이션
Keppel DC Singapore 5	싱가포르	3	84.2%	97,781	316.8	2.1년	케펠 리스 / 코로케이션
DC 1	싱가포르	1	100.0%	213,815	Knight Frank: 200.5 Edmund Tie: 201.5	16.5년	NNN
Basis Bay Data Centre	말레이시아	1	63.1%	48,193	27.8	2.7년	코로케이션
Gore Hill Data Centre	호주	3	100.0%	90,955	192.3	5.6년	NNN / 코로케이션
iseek Data Centre	호주	1	100.0%	12,389	32.2	6.7년	NN
Intellicentre 2 Data Centre	호주	1	100.0%	87,930	49.9	15.9년	NNN
Intellicentre 3 East Data Centre (2020년 완공)	호주	1	100.0%	86,000	A\$26.0-36.0m (development costs)	20.0년	NNN
Cardiff Data Centre	영국	1	100.0%	79,439	63.2	11.7년	NNN
GV7 Data Centre	영국	1	100.0%	24,972	61.4	7.4년	NNN
Almere Data Centre	네덜란드	1	100.0%	118,403	137.1	8.9년	NN
Keppel DC Dublin 1	아일랜드	22	65.7%	68,118	75.7	2.1년	코로케이션
Keppel DC Dublin 2	아일랜드	4	100.0%	25,652	103.4	8.7년	코로케이션
Milan Data Centre	이탈리아	1	100.0%	165,389	56.5	8.3년	NN
maincubes Data Centre	독일	1	100.0%	97,043	133.7	13.5년	NNN

주 1: 코로케이션: 데이터센터

주 2: NNN: net property tax, net insurance premium, net CAM charge (재산세, 보험비, 유지비)

주 3: NN: net property tax, net insurance premium (재산세, 보험비)

자료: 하나금융투자

표 2. 포트폴리오 리스 유형

리스 유형	비중	임차인 수	평균 잔여임차기간	소유 형태		
				감독 및 평가	시설관리	서버 및 rack
Colocation(코로케이션)	76.3%	리테일	3.1년	○	○	-
Fully-fitted (풀옵션)	15.9%	홀세일	10.4년	○	-	-
Shell&core (건물 설계 및 시공)	7.8%	홀세일	10.4년	-	-	-

자료: 케펠 디씨 리츠, 하나금융투자

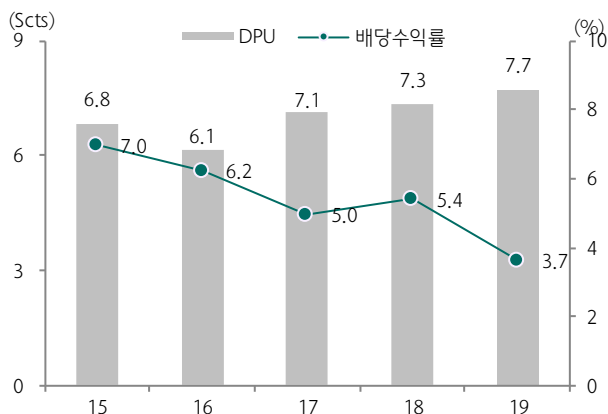
표 3. 케펠 디씨 리츠 분기 실적 테이블

(단위: 백만SGD, %)

	2018	2019	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
<b>매출액</b>	<b>175.5</b>	<b>194.8</b>	<b>257.6</b>	<b>38.0</b>	<b>41.9</b>	<b>47.6</b>	<b>48.0</b>	<b>48.0</b>	<b>47.5</b>	<b>46.4</b>	<b>53.0</b>
YoY	26.2	11.0	32.2	17.9	21.5	34.0	30.5	26.4	13.2	(2.5)	10.3
<b>영업비용</b>	<b>41.9</b>	<b>42.4</b>	<b>70.8</b>	<b>7.9</b>	<b>9.7</b>	<b>11.4</b>	<b>12.8</b>	<b>11.6</b>	<b>11.1</b>	<b>9.2</b>	<b>10.6</b>
YoY	3.1	1.4	66.9	65.9	(10.0)	29.6	(20.8)	47.4	14.3	(20.0)	(17.6)
부동산관리비	31.8	33.6	N/A	6.9	7.2	8.3	9.4	8.7	8.1	7.9	8.9
판매비와관리비	0.8	0.4	N/A	0.1	0.1	0.1	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업비용	9.2	8.5	N/A	0.9	2.5	3.0	2.9	2.8	2.9	1.2	1.6
<b>영업이익</b>	<b>133.7</b>	<b>152.4</b>	<b>186.8</b>	<b>30.2</b>	<b>32.2</b>	<b>36.1</b>	<b>35.2</b>	<b>36.5</b>	<b>36.3</b>	<b>37.2</b>	<b>42.4</b>
YoY	35.8	14.0	22.6	9.7	35.9	35.5	70.8	20.9	12.9	3.0	20.4
OPM	76.1	78.2	72.5	79.3	76.8	75.9	73.3	75.9	76.6	80.3	80.0
<b>금융손익</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(15.4)</b>	<b>(21.1)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(3.7)</b>
YoY	18.8	(2.5)	37.1	16.1	25.0	24.2	10.8	8.3	0.0	(4.9)	(9.8)
금융비용	(16.7)	(16.6)	(21.1)	(4.0)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.4)
금융이익	0.8	1.2	N/A	0.4	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.7
<b>영업외손익</b>	<b>0.6</b>	<b>2.6</b>	<b>N/A</b>	<b>0.5</b>	<b>N/A</b>	<b>0.1</b>	<b>N/A</b>	<b>1.0</b>	<b>N/A</b>	<b>1.6</b>	<b>N/A</b>
YoY	(40.6)	376.0	N/A	(37.8)	N/A	(57.5)	N/A	109.4	N/A	2,705.3	N/A
<b>재평가전순익(NIBTF)</b>	<b>118.4</b>	<b>139.6</b>	<b>167.9</b>	<b>27.1</b>	<b>28.2</b>	<b>32.0</b>	<b>31.1</b>	<b>33.6</b>	<b>32.4</b>	<b>34.9</b>	<b>38.7</b>
YoY	37.5	18.0	20.2	7.4	37.6	36.2	83.8	24.2	15.0	9.0	24.4
<b>자산재평가손익</b>	<b>32.6</b>	<b>(15.9)</b>	<b>N/A</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>32.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>(15.9)</b>
세전이익	151.0	123.7	N/A	27.1	28.2	32.0	63.8	33.6	32.4	34.9	22.8
소득세	(5.0)	(12.6)	N/A	(1.4)	(1.8)	(2.8)	1.0	(2.6)	(2.6)	(2.0)	(5.4)
<b>당기순이익</b>	<b>146.0</b>	<b>111.1</b>	<b>155.4</b>	<b>25.7</b>	<b>26.3</b>	<b>29.2</b>	<b>64.7</b>	<b>31.0</b>	<b>29.8</b>	<b>33.0</b>	<b>17.3</b>
YoY	107.8	(23.9)	39.9	9.3	36.5	31.7	1,127.2	20.8	13.0	12.7	(73.2)
<b>배당가능이익(DI)</b>	<b>96.1</b>	<b>113.2</b>	<b>N/A</b>	<b>20.9</b>	<b>23.1</b>	<b>26.0</b>	<b>26.1</b>	<b>27.1</b>	<b>27.2</b>	<b>27.4</b>	<b>31.5</b>
YoY	16.7	17.8	N/A	(4.1)	14.6	29.0	29.0	29.9	18.1	5.4	20.4
자산재평가액	(31.5)	16.7	N/A	0.0	0.0	0.0	(31.5)	0.0	0.0	0.0	16.7
무형자산상각	6.8	4.4	N/A	0.8	1.2	2.3	2.5	2.0	2.0	0.0	0.4
이연법인세	(3.8)	4.9	N/A	0.2	0.4	0.2	(4.5)	1.7	0.8	0.1	2.2
<b>배당총액</b>	<b>98.9</b>	<b>125.9</b>	<b>N/A</b>	<b>20.3</b>	<b>24.6</b>	<b>25.0</b>	<b>25.0</b>	<b>26.0</b>	<b>26.1</b>	<b>28.7</b>	<b>31.5</b>
YoY	23.3	27.2	N/A	3.5	25.4	27.5	26.8	27.9	6.1	14.8	26.0
<b>DPU(Scts)</b>	<b>7.3</b>	<b>7.7</b>	<b>8.8</b>	<b>1.80</b>	<b>1.82</b>	<b>1.85</b>	<b>1.85</b>	<b>1.92</b>	<b>1.93</b>	<b>1.93</b>	<b>1.93</b>
YoY	2.8	5.3	14.6	3.4	4.6	6.3	5.7	6.7	6.0	4.3	4.3

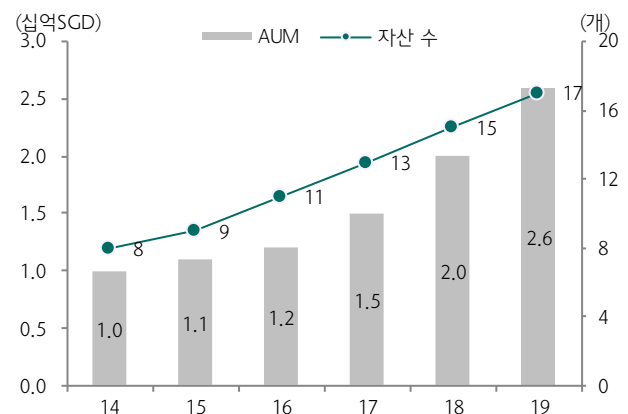
자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 1. DPU(Distribution per Unit) 및 배당수익률 추이



자료: 케펠디씨리츠, 하나금융투자

그림 2. AUM 및 자산수 추이



자료: 케펠디씨리츠, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만SGD)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	139.1	175.5	194.8	257.6	274.0
영업비용	40.6	41.9	42.4	70.8	63.0
영업이익	98.4	133.7	152.4	186.8	211.0
금융손익	(13.3)	(15.8)	(15.4)	(21.1)	(22.9)
영업외손익	0.9	0.6	2.6	N/A	N/A
재평가전손익	86.1	118.4	139.6	167.9	183.3
자산재평가손익	(8.5)	32.6	(15.9)	N/A	N/A
세전이익	77.6	151.0	123.7	N/A	N/A
소득세	(7.3)	(5.0)	(12.6)	N/A	N/A
당기순이익	70.3	146.0	111.1	155.4	169.7
배당가능이익(DI)	82.3	96.1	113.2	N/A	N/A
자산재평가액	10.7	(31.5)	16.7	N/A	N/A
무형자산상각	2.5	6.8	4.4	N/A	N/A
이연법인세	2.5	(3.8)	4.9	N/A	N/A
배당총액	80.3	98.9	125.9	N/A	N/A
DPU(Scts)	7.1	7.3	7.7	8.8	N/A
<b>성장율(YoY)</b>					
매출	40.3	26.2	11.0	32.2	6.3
영업이익	21.0	35.8	14.0	22.6	13.0
순이익	37.9	107.8	(23.9)	39.9	9.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	70.8	76.1	78.2	72.5	77.0
순이익률	50.5	83.2	57.0	60.3	61.9
Payout	97.5	103.0	111.1	N/A	N/A

주: SFRS 기준. 예상치는 S&amp;P Capital 컨센서스

자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(Scts)</b>					
EPS	0.1	N/A	0.1	0.1	0.1
BPS	0.9	1.1	1.3	1.2	1.2
SPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>주가지표(배)</b>					
PER	24.8	12.2	27.7	22.7	22.0
PBR	1.5	1.3	1.7	1.9	1.9
EV/EBITDA	20.8	17.3	24.8	22.1	20.5
PSR	11.6	9.8	15.1	14.1	13.1
배당수익률(%)	5.0	5.4	3.7	4.1	4.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.0	11.2	6.4	8.3	8.9
ROA	3.9	7.1	4.1	5.0	5.7
ROIC	6.0	6.8	6.0	-	-
부채비율	51.9	47.9	48.4	-	-
유동비율	3.3	1.2	2.6	-	-
이자보상배율(배)	6.7	8.0	9.2	-	-

대차대조표	(단위: 백만SGD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>비유동자산</b>	<b>1,102.7</b>	<b>1,225.9</b>	<b>1,570.1</b>	<b>2,028.7</b>	<b>2,637.0</b>
투자부동산	1,102.7	1,225.9	1,570.1	2,028.7	2,637.0
<b>유동자산</b>	<b>91.2</b>	<b>338.3</b>	<b>178.1</b>	<b>226.3</b>	<b>280.0</b>
현금및현금성자산	37.2	298.0	118.2	128.4	155.9
외상미수금	38.5	35.1	49.3	70.3	95.8
기타미수금	13.3	2.0	6.6	14.3	-
기타유동자산	2.3	3.2	4.1	13.3	28.2
<b>자산총계</b>	<b>1,211.2</b>	<b>1,583.0</b>	<b>1,763.3</b>	<b>2,259.1</b>	<b>2,928.0</b>
단기유동부채	30.2	3.1	1.1	130.0	40.3
단기유동리스	3.4	3.5	3.7	3.6	N/A
장기차입금	311.8	437.1	546.6	547.6	880.5
장기차입금	27.9	28.9	30.1	29.9	N/A
장기리스	1.9	1.6	3.1	4.1	59.9
미지급금	12.3	19.4	34.5	37.5	0.1
기타유동부채	0.4	0.2	0.3	N/A	7.8
<b>부채총계</b>	<b>397.7</b>	<b>509.1</b>	<b>646.8</b>	<b>783.2</b>	<b>1,025.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>813.1</b>	<b>1,073.5</b>	<b>1,089.7</b>	<b>1,444.8</b>	<b>1,868.0</b>
자본금	813.1	1,073.5	1,089.7	1,444.8	1,855.0
이익잉여금	N/A	N/A	N/A	N/A	125.2
포괄이익	N/A	N/A	N/A	N/A	(112.2)
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>26.8</b>	<b>31.2</b>	<b>34.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>813.1</b>	<b>1,073.5</b>	<b>1,089.7</b>	<b>1,444.8</b>	<b>1,868.0</b>

현금흐름표	(단위: 백만SGD)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	44	64	104	96	140
감가/무형상각비	N/A	1	2	7	4
비현금자본증감	(25)	(7)	1	(30)	19
투자활동	(52)	(121)	(305)	(448)	(669)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(52)	(5)	(6)	(10)	(24)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	19	314	23	364	557
배당금	(31)	(58)	(72)	(82)	(127)
단기부채증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
장기부채증감	0	0	0	0	0
자본금증감	0	279	0	303	478
잉여현금흐름	(8)	(57)	(201)	(351)	(503)

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 3월 30일 | 싱가포르

# 아센다스리츠(AREIT.SP)

## 하나 글로벌 리서치

### 잘나가는 산업용 리츠, 잘나가는 AREIT

#### 포트폴리오 다다익선

아센다스리츠(AREIT.SP)는 캐피탈랜드를 스폰서로 둔 싱가포르 최대 규모 비즈니스 클러스터 리츠다. 현재 싱가포르, 호주, 영국, 미국 4개국에서 198개 포트폴리오를 운용, AUM은 128억SGD다. FY 3Q19 매출액은 2.4억 SGD(YoY 5.9%), 영업이익은 1.6억SGD(YoY 8.4%), 배당가능이익은 1.3억 SGD(YoY 2.1%)다. DPU는 3.5 Scts며, 미국의 28개, 싱가포르의 2개 비즈니스 파크와 호주 교외 오피스 1개 매입을 위한 증자로 전년동기 대비 12.3% 감소하였다.

#### 안정적인 수익구조와 BS

산업용 리츠는 2019년 10월 이후 싱가포르리츠 섹터 중 가장 높은 수익률을 보이고 있다. 아센다스 리츠의 포트폴리오는 비즈니스&사이언스 파크 44%, 물류센터 25%, 산업용 31%로 다각화되어 있으며 평균 공실률 9.1%, 가중평균잔여임차기간(WALE) 4.0년으로 안정적 수익 구조를 보이고 있다. 싱가포르 리츠의 경우 gearing ratio 45%로 부채/자산 비율 상한 규정이 존재하는데 아센다스 리츠 역시 38%로 유지하면서 안정적인 BS까지 지니고 있다. 임대료 상승률을 보여주는 Rental Reversion은 싱가포르 내 비즈니스&사이언스 파크에 대한 높은 수요로 평균 8.8%를 기록했다.

#### 든든한 스폰서까지

싱가포르 기업의 경우 재정부가 100% 소유한 투자회사인 테마섹홀딩스가 대주주인 경우가 많다. 캐피탈랜드의 리츠들 뿐만 아니라 케펠그룹의 리츠들, 메이플트리 리츠들 등 모두 테마섹홀딩스의 영향력 안에 있다. 또한 평균 gearing ratio(부채/자산)는 34%로 미국 리츠 평균인 48%와 일본 리츠 평균인 44%에 비해 월등히 낮은 비율을 유지하고 있어 비교적 안정성이 높다고 판단된다. 배당과 안정성 면에서 싱가포르 리츠의 투자매력 높다고 판단한다.

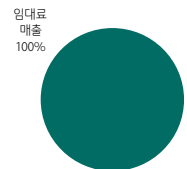
#### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★☆☆

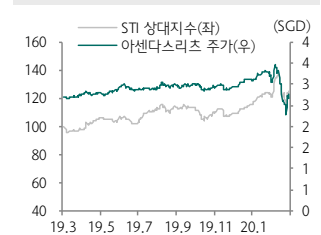
#### Key Data

국가	SINGAPORE
상장거래소	Singapore
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형 부동산투자
홈페이지	www.ascendas-reit.com
시가총액(십억SGD)	10.1
시가총액(조원)	8.6
52주최고/최저()	3,48/2,22
주요주주 지분율(%)	
아센다스	19.15
블랙록	6.00
블룸버그 목표가(SGD)	3.20
최근 증가(SGD)	2.78
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.2) (6.4) 19.7
상대	6.9 12.7 22.4

#### 매출 비중



#### 주가 추이



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

#### Financial Data

백만 SGD	2017	2018	2019F	2020F
영업수익	831	863	887	1,073
영업이익	551	571	588	753
순이익	427	494	503	593
DPS(Scts)	15.7	16.0	14.5	16.4
DPS(YOY, %)	2.5	1.6	(9.2)	12.8
ROE(%)	7.5	7.7	6.1	7.4
P/NAV	1.2	1.2	1.4	1.5
배당수익률(%)	6.2	6.1	5.5	4.9

자료: Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이승희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com



## 포트폴리오는 다다익선

아센다스 리츠(AREIT.SP)는 캐피탈랜드를 스폰서로 둔 싱가포르 최대 규모 비즈니스 클러스터 리츠다. 현재 싱가포르, 호주, 영국, 미국 4개국에서 198개 포트폴리오를 운용, AUM은 128억SGD다. FY 3Q19 매출액은 2.4억 SGD(YoY 5.9%), 영업이익은 1.6억SGD(YoY 8.4%), 배당가능이익은 1.3억SGD(YoY 2.1%)다. DPU는 3.5 Scts며, 미국의 28개, 싱가포르의 2개 비즈니스 파크와 호주 교외 오피스 1개 매입을 위한 증자로 전년동기 대비 12.3% 감소하였다.

표 1. 아센다스 리츠 포트폴리오

(단위: 십억SGD, %)

구분	자산 가치	가중평균 Cap Rates
<b>싱가포르 포트폴리오(97개)</b>	<b>9.16</b>	<b>6.02</b>
비즈니스&사이언스 파크	4.13	5.81
데이터센터	2.21	6.28
경공업/다층형 임대공장	0.91	6.33
물류센터	1.18	6.14
복합빌딩(생활편의시설&리테일)	0.73	5.85
<b>호주 포트폴리오(35개)</b>	<b>1.57</b>	<b>5.88</b>
교외 오피스	0.32	6.23
물류센터	1.25	5.79
<b>영국 포트폴리오(38개)</b>	<b>0.80</b>	<b>5.82</b>
<b>미국 포트폴리오(사이언스 파크 28개)</b>	<b>1.31</b>	<b>6.27</b>
<b>포트폴리오 합계(198개)</b>	<b>12.84</b>	

자료: 아센다스 리츠, 하나금융투자

표 2. 아센다스 리츠 포트폴리오 Rental Reversion

(단위: %)

구분	FY2019	FY3Q19
<b>싱가포르</b>	<b>6.2</b>	<b>8.8</b>
비즈니스&사이언스 파크	9.2	11.8
데이터센터	3.3	4.4
경공업/다층형 임대공장	2.1	0.9
물류센터	4.9	3.1
복합빌딩(생활편의시설&리테일)	0.7	1.4
<b>호주</b>	<b>1.0</b>	<b>-</b>
교외 오피스	1.9	-
물류센터	(9.9)	-
<b>포트폴리오 평균</b>	<b>6.0</b>	<b>8.8</b>

주: FY3Q19 호주 포트폴리오 계약 갱신 없음

자료: 아센다스 리츠, 하나금융투자

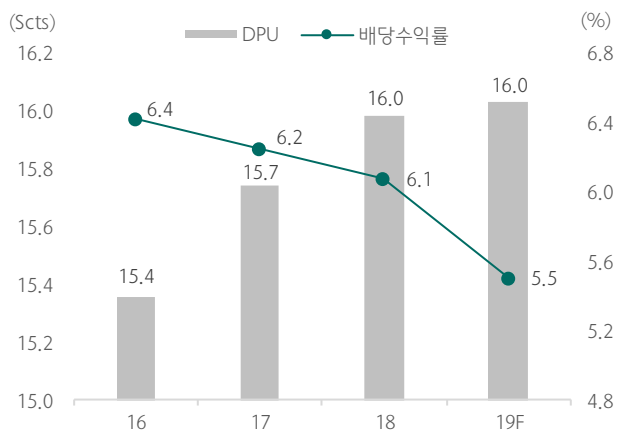
표 3. 아센다스리츠 분기 실적 테이블

(단위: 백만SGD, %)

	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
<b>매출액</b>	<b>862.6</b>	<b>886.7</b>	<b>1,072.8</b>	<b>216.7</b>	<b>218.3</b>	<b>226.6</b>	<b>225.1</b>	<b>229.8</b>	<b>229.8</b>	<b>239.9</b>
YoY	3.8	2.8	21.0	1.5	1.1	4.2	4.3	6.1	5.3	5.9
<b>영업비용</b>	<b>291.1</b>	<b>298.6</b>	<b>N/A</b>	<b>72.2</b>	<b>74.9</b>	<b>74.7</b>	<b>76.8</b>	<b>68.4</b>	<b>68.0</b>	<b>75.3</b>
YoY	3.8	2.6	N/A	(2.9)	7.0	0.3	6.3	(5.2)	(9.2)	0.8
부동산관리비	283.4	291.0	N/A	70.3	72.6	72.6	75.5	66.3	65.9	72.5
판매비와관리비	7.7	7.7	N/A	1.9	2.3	2.1	1.3	2.1	2.1	2.8
<b>영업이익</b>	<b>571.5</b>	<b>588.0</b>	<b>753.4</b>	<b>144.5</b>	<b>143.3</b>	<b>151.9</b>	<b>148.3</b>	<b>161.4</b>	<b>161.8</b>	<b>164.6</b>
YoY	3.8	2.9	28.1	3.9	(1.8)	6.3	3.3	11.7	12.9	8.4
OPM	66.3	66.3	70.2	66.7	65.7	67.0	65.9	70.2	70.4	68.6
<b>금융손익</b>	<b>(100.6)</b>	<b>(115.8)</b>	<b>(149.0)</b>	<b>(22.3)</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(36.1)</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(45.2)</b>	<b>(40.0)</b>	<b>(32.1)</b>
YoY	3.9	15.1	28.7	(23.1)	44.9	58.3	(1.4)	102.7	39.4	(11.1)
금융비용	(109.7)	(126.3)	(149.0)	(24.7)	(31.3)	(38.8)	(31.5)	(47.9)	(42.7)	(34.8)
금융이익	9.1	10.4	N/A	2.4	2.6	2.7	2.8	2.8	2.7	2.7
<b>영업외손익</b>	<b>9.6</b>	<b>22.0</b>	<b>N/A</b>	<b>10.8</b>	<b>(4.4)</b>	<b>25.4</b>	<b>(9.9)</b>	<b>33.3</b>	<b>25.0</b>	<b>(58.1)</b>
YoY	(137.8)	128.3	N/A	(213.0)	(38.9)	(205.8)	(119.6)	206.6	(668.2)	(328.7)
<b>재평가전순익(NIBTF)</b>	<b>487.8</b>	<b>483.1</b>	<b>611.9</b>	<b>111.8</b>	<b>118.2</b>	<b>131.8</b>	<b>121.3</b>	<b>141.8</b>	<b>125.3</b>	<b>94.8</b>
YoY	20.3	(1.0)	26.7	(4.8)	(5.6)	19.7	(10.2)	26.8	6.1	(28.0)
<b>자산재평가손익</b>	<b>3.8</b>	<b>29.3</b>	<b>N/A</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>29.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>46.5</b>
세전이익	491.6	512.4	N/A	111.8	118.2	131.8	150.7	141.8	125.3	141.3
소득세	(2.8)	(14.4)	N/A	(2.4)	(2.4)	(3.0)	(6.6)	(2.5)	(3.9)	(14.3)
<b>당기순이익</b>	<b>494.1</b>	<b>503.1</b>	<b>592.9</b>	<b>112.7</b>	<b>117.5</b>	<b>128.8</b>	<b>144.0</b>	<b>137.8</b>	<b>123.1</b>	<b>127.0</b>
YoY	15.6	1.8	17.9	(4.6)	(8.5)	18.1	4.0	22.2	4.8	(1.4)
<b>배당가능이익(DI)</b>	<b>468.0</b>	<b>485.7</b>	<b>N/A</b>	<b>117.3</b>	<b>115.0</b>	<b>124.3</b>	<b>129.0</b>	<b>124.7</b>	<b>123.8</b>	<b>126.9</b>
YoY	4.9	3.8	N/A	(1.0)	(3.1)	7.0	12.7	6.3	7.6	2.1
자산재평가액	(3.8)	(29.3)	N/A	0.0	0.0	0.0	(3.8)	0.0	0.0	(48.1)
기타(이연법인세 등)	(37.7)	(27.5)	N/A	(1.6)	(10.0)	(17.7)	(26.1)	(25.4)	(12.5)	31.6
<b>배당총액</b>	<b>468.2</b>	<b>498.8</b>	<b>N/A</b>	<b>117.3</b>	<b>120.9</b>	<b>121.7</b>	<b>129.1</b>	<b>124.7</b>	<b>123.8</b>	<b>126.9</b>
YoY	1.7	6.5	N/A	(1.0)	1.7	4.6	12.7	6.3	2.4	4.3
<b>DPU(Scts)</b>	<b>16.0</b>	<b>16.0</b>	<b>16.4</b>	<b>4.00</b>	<b>3.89</b>	<b>3.91</b>	<b>4.15</b>	<b>4.01</b>	<b>3.98</b>	<b>3.51</b>
YoY	1.6	0.3	2.2	(1.2)	(4.2)	(1.5)	6.1	0.1	2.3	(10.3)

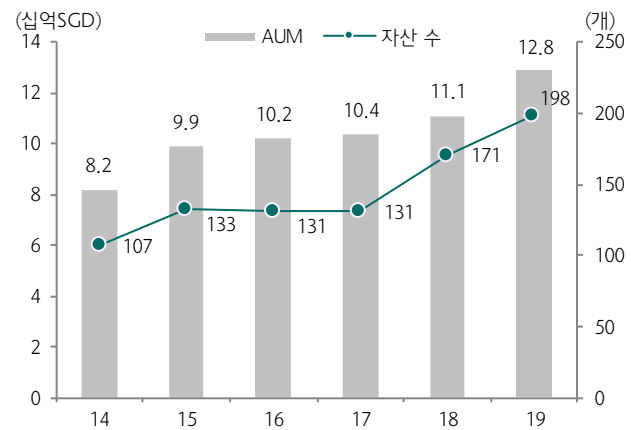
자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 1. DPU(Distribution per Unit) 및 배당수익률



자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 2. AUM 및 자산 수 추이



자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만\$GD)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	831.1	862.6	886.7	1,072.8	1,113.7
영업비용	280.4	291.1	298.6	319.4	329.9
영업이익	550.7	571.5	588.0	753.4	783.8
금융손익	(96.8)	(100.6)	(115.8)	(149.0)	(153.0)
영업외손익	(25.5)	9.6	22.0	N/A	N/A
재평가전순익	405.5	487.8	483.1	611.9	648.3
자산재평가손익	(18.4)	3.8	29.3	N/A	N/A
세전이익	387.1	491.6	512.4	N/A	N/A
소득세	19.0	(2.8)	(14.4)	N/A	N/A
당기순이익	427.5	494.1	503.1	592.9	623.1
배당가능이익(DI)	446.3	468.0	485.7	N/A	N/A
자산재평가액	18.4	(3.8)	(29.3)	N/A	N/A
무형자산상각	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
이연법인세	(11.3)	(37.7)	(27.5)	N/A	N/A
배당총액	460.4	468.2	498.8	N/A	N/A
DPU(Scts)	15.7	16.0	16.0	16.4	N/A
<b>성장율(YoY)</b>					
매출	9.2	3.8	2.8	21.0	3.8
영업이익	18.1	3.8	2.9	28.1	4.0
순이익	24.2	15.6	1.8	17.9	5.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	66.3	66.3	66.3	70.2	70.4
순이익률	51.4	57.3	56.7	55.3	56.0
Payout	103.2	100.0	102.7	N/A	N/A

주: SFRS 기준, 예상치는 S&amp;P Capital 컨센서스

자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(Scts)</b>					
EPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
BPS	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
SPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>주가지표(배)</b>					
PER	17.0	16.0	17.7	17.6	17.3
PBR	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	20.1	20.1	20.1	21.3	20.5
PSR	8.5	8.9	10.2	9.6	9.2
배당수익률(%)	6.2	6.1	5.3	5.7	6.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.4	8.1	7.6	7.2	7.4
ROA	4.3	4.8	4.4	4.5	4.6
ROIC	5.7	5.8	5.4	-	-
부채비율	53.7	54.2	64.5	-	-
유동비율	0.1	0.1	0.3	-	-
이자보상배율(배)	5.5	5.4	4.2	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만\$GD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>비유동자산</b>	<b>7,868.2</b>	<b>9,598.7</b>	<b>9,999.3</b>	<b>10,214.4</b>	<b>11,235.5</b>
투자부동산	7,877.2	9,607.9	10,008.3	10,223.5	11,244.6
<b>유동자산</b>	<b>292.1</b>	<b>271.5</b>	<b>171.6</b>	<b>139.4</b>	<b>178.3</b>
현금및현금성자산	41.6	56.2	20.5	23.6	50.9
외상미수금	38.9	40.5	6.3	5.6	10.2
기타미수금	14.2	51.7	28.4	17.3	16.7
기타유동자산	197.5	123.1	116.3	92.9	100.5
<b>자산총계</b>	<b>8,160.3</b>	<b>9,870.2</b>	<b>10,170.8</b>	<b>10,353.8</b>	<b>11,413.8</b>
단기유동부채	16.8	578.9	231.5	285.2	396.1
단기차입금	270.0	601.1	592.6	624.7	215.8
장기차입금	2,529.7	2,484.5	2,575.9	2,609.3	3,485.9
미지급금	44.8	172.0	28.5	13.6	13.7
미지급비용	113.3	-	111.5	107.5	108.1
기타유동부채	42.1	35.7	117.2	53.8	61.9
기타비유동부채	81.7	161.9	137.8	140.9	146.3
<b>부채총계</b>	<b>3,146.7</b>	<b>4,084.9</b>	<b>3,835.7</b>	<b>3,855.1</b>	<b>4,467.8</b>
자본금	5,013.6	5,480.9	6,030.7	6,194.3	6,641.6
이익잉여금	-	-	-	-	-
포괄이익	-	304.4	304.4	304.4	304.4
<b>자본총계</b>	<b>5,013.6</b>	<b>5,785.3</b>	<b>6,335.1</b>	<b>6,498.7</b>	<b>6,946.0</b>

현금흐름표	(단위: 백만\$GD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	301	399	462	444	645
감가/무형상각비	0	0	0	0	0
비현금자본증감	(10)	11	(24)	(18)	122
투자활동	(643)	(1,496)	(182)	(299)	(1,855)
유형자산처분	13	39	0	61	0
유형자산취득	(301)	(739)	(469)	(207)	0
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	317	1,112	(314)	(190)	1,291
배당금	(261)	(442)	(501)	(295)	(502)
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	577	920	50	121	514
자본금증감	0	642	152	0	1,298
잉여현금흐름	(102)	(498)	(135)	105	396

2020년 3월 30일 | 싱가포르

## 하나 글로벌 리서치

## 메이플트리로지스틱스(MLT.SP)

## 아시아태평양 대표 물류센터 리츠

## 물류체인인 허브 MLT

메이플트리로지스틱스(MLT.SP)는 국영기업 메이플트리인베스트먼트가 스폰서로 참여한 물류센터 중심 산업용 리츠다. 현재 싱가포르, 홍콩 중심 아시아태평양 지역 총 8개국에 143개 포트폴리오를 운용, AUM은 82.7억SGD다. 3QFY19/20 매출액은 1.2억 SGD(YoY 0.3%), 영업이익은 9330만SGD(YoY 4.2%), 배당가능이익은 8,084만SGD(YoY 6.1%)다. DPU는 2.0 Scts며, NAV/unit은 1.18 SGD다. '19년 말레이시아, 베트남, 중국에서 각각 1개, 2개, 4개 자산을 인수하였다.

## 이커머스 시장 확대 수혜

이커머스 및 물류센터 산업 성장에 따라 메이플트리 로지스틱스 역시 싱가포르 및 홍콩뿐만 아니라 중국 및 베트남, 말레이시아까지 파이프라인을 확장했다. 특히 미중 무역분쟁으로 공급체인이 동남아시아로 변하면서 베트남과 말레이시아 자산군의 매출기여 증가가 예상된다. 또한 전체 자산의 60.7%가 코로케이션 형태로 단일 임차인 리스크를 축소하였으며 신뢰높은 스폰서 덕으로 낮은 자본비용을 유지하면서 DPU 상승여력을 확보하였다. 총부채 31억SGD 중 84%가 고정금리로 금리 변동 리스크 헤지하였으며 2024년 이후 만기 도래하는 부채 비중은 65%다. 전체 포트폴리오 공실률은 2.3%, 가중평균잔여임차기간(WALE) 4.4년으로 안정적인 수익구조를 보이고 있다.

## 튼튼한 후원자와 안정적인 재무구조

스폰서인 메이플트리는 국부펀드 테마섹이 100% 출자한 국영기업으로 메이플트리 로지스틱스는 메이플트리로부터 퀄리티 높은 자산을 지속적으로 공급받고 있다. 또한 메이플트리 로지스틱스의 gearing ratio(부채/자산)는 37%로 미국 리츠 평균인 48%와 일본 리츠 평균인 44%에 비해 월등히 낮은 비율을 유지하고 있어 비교적 안정성이 높다. 안정성과 수익성 모든 면에서 투자매력 높다 판단한다.

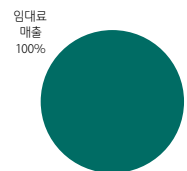
## 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★☆☆

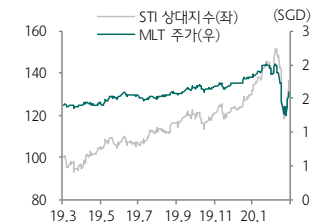
## Key Data

국가	SINGAPORE
상장거래소	Singapore
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형부동산투자신탁
홈페이지	mapletreelogisticstrust.com
시가총액(십억SGD)	6.1
시가총액(조원)	5.2
52주최고/최저()	2.08/1.2
주요주주 지분율(%)	
테마섹	30.39
뱅크드 그룹	2.37
블룸버그 목표가(SGD)	1.73
최근 증가(SGD)	1.60
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.5) 1.1 N/A
상대	2.5 20.2 N/A

## 매출 비중



## 주가 추이



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

## Financial Data

백만 SGD	2017	2018	2019F	2020F
영업수익	373	395	453	498
영업이익	268	287	334	372
순이익	213	472	457	278
DPS(Scts)	7.4	7.6	7.9	8.1
DPS(YOY, %)	0.8	2.4	4.2	2.0
ROE(%)	6.6	6.1	12.9	10.8
P/NAV	1.1	1.1	1.2	1.6
배당수익률(%)	6.8	6.2	5.4	4.3

자료: Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

## 물류체인의 허브 MLT

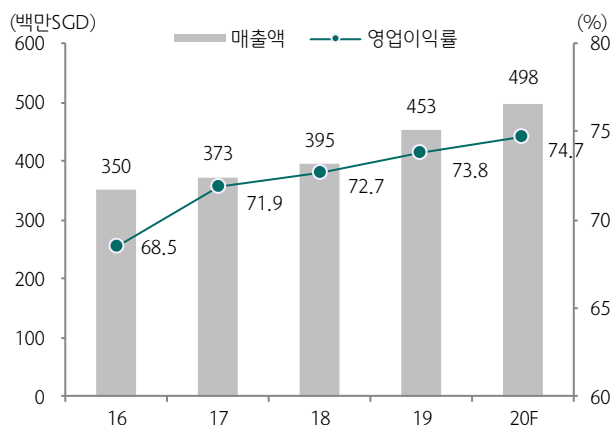
메이플트리 로지스틱스(MLT.SP)는 국영기업 메이플트리인베스트먼트가 스폰서로 참여한 물류센터 중심 산업용 리츠다. 현재 싱가포르, 홍콩 중심 아시아태평양 지역 총 8개국에 143개 포트폴리오를 운용, AUM은 82.7억SGD다. 3QFY19/20 매출액은 1.2억 SGD(YoY 0.3%), 영업이익은 9330만SGD(YoY 4.2%), 배당가능이익은 8,084만SGD(YoY 6.1%)다. DPU는 2.0 Scts며, NAV/unit은 1.18 SGD다. '19년 말레이시아, 베트남, 중국에서 각각 1개, 2개, 4개 자산을 인수하였다.

표 1. 메이플트리 로지스틱스 포트폴리오 개요

AUM (백만SGD)	8270
가중평균임차기간(WALE) (년)	4.4
임대가능면적 (백만m <sup>2</sup> )	4.9
공실률 (%)	2.3
임차인수	670
자산수	143
<b>나라별 자산 수</b>	
싱가포르	52
홍콩	9
일본	16
호주	10
대한민국	12
중국	23
말레이시아	15
베트남	6

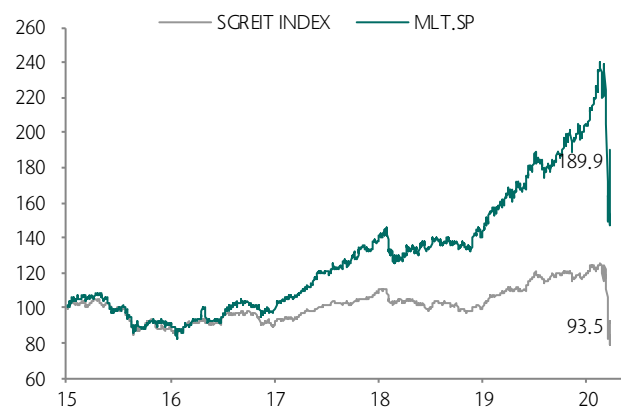
자료: 메이플트리 로지스틱스, 하나금융투자

그림 1. 매출액 및 영업이익률 추이



자료: S&P Capital, 하나금융투자

그림 2. 싱가포르리츠 인덱스 대비 추가성과



자료: Bloomberg, 하나금융투자

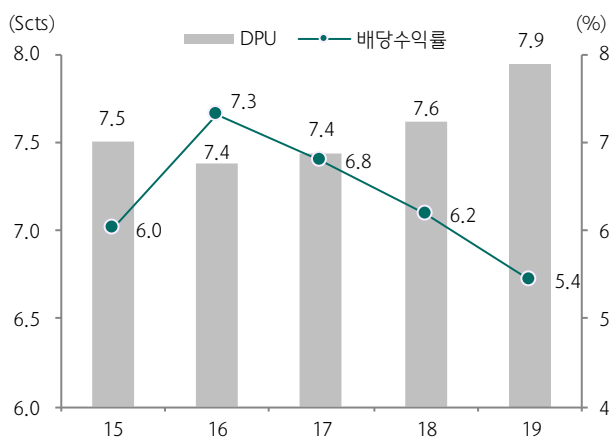
표 2. 메이플트리 로지스틱스 분기 실적 테이블

(단위: 백만SGD, %)

	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
<b>매출액</b>	<b>395.2</b>	<b>452.7</b>	<b>497.7</b>	<b>105.2</b>	<b>106.0</b>	<b>120.4</b>	<b>121.1</b>	<b>119.4</b>	<b>121.9</b>	<b>121.1</b>
YoY	5.9	14.6	9.9	9.8	13.1	22.6	12.7	13.5	15.0	0.5
<b>영업비용</b>	<b>108.1</b>	<b>118.6</b>	<b>126.0</b>	<b>28.6</b>	<b>28.7</b>	<b>30.9</b>	<b>30.5</b>	<b>28.5</b>	<b>27.5</b>	<b>27.7</b>
YoY	3.1	9.7	6.2	8.4	9.7	12.2	8.7	(0.3)	(4.0)	(10.1)
부동산관리비	100.9	112.5	N/A	27.1	28.2	29.7	27.5	27.0	26.2	26.2
판매비와관리비	2.9	3.1	N/A	0.2	0.2	0.3	2.4	0.3	0.3	0.3
기타영업비용	4.2	3.0	N/A	1.3	0.2	0.9	0.6	1.2	1.1	1.3
<b>영업이익</b>	<b>287.1</b>	<b>334.1</b>	<b>371.8</b>	<b>76.6</b>	<b>77.3</b>	<b>89.5</b>	<b>90.7</b>	<b>90.9</b>	<b>94.3</b>	<b>93.3</b>
YoY	7.0	16.4	11.3	10.4	14.4	26.6	14.1	18.6	22.0	4.2
OPM	72.7	73.8	74.7	72.8	73.0	74.4	74.9	76.1	77.4	77.1
<b>금융손익</b>	<b>(51.2)</b>	<b>(61.0)</b>	<b>(75.1)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>(13.2)</b>	<b>(16.5)</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(18.5)</b>	<b>(18.2)</b>	<b>(16.5)</b>
YoY	10.3	19.1	23.2	15.6	12.8	25.0	22.0	31.2	37.9	0.0
금융비용	(52.0)	(69.7)	N/A	(15.0)	(16.0)	(19.2)	(19.5)	(20.7)	(20.3)	(19.0)
금융이익	0.8	8.7	N/A	0.8	2.8	2.7	2.3	2.2	2.1	2.5
<b>영업외손익</b>	<b>(9.9)</b>	<b>1.2</b>	<b>N/A</b>	<b>2.5</b>	<b>5.4</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(6.2)</b>	<b>(2.4)</b>	<b>0.7</b>	<b>4.3</b>
YoY	N/A	N/A	N/A	(126.5)	6.1	(68.8)	63.2	(195.5)	(87.8)	(955.8)
<b>재평가전순익</b>	<b>240.1</b>	<b>262.3</b>	<b>325.1</b>	<b>62.8</b>	<b>53.4</b>	<b>68.9</b>	<b>77.2</b>	<b>60.5</b>	<b>71.0</b>	<b>80.9</b>
YoY	12.8	9.3	23.9	27.4	(20.8)	22.4	15.1	(3.8)	33.0	17.3
<b>자산재평가손익</b>	<b>240.3</b>	<b>203.0</b>	<b>N/A</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>203.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
세전이익	480.4	465.3	N/A	62.8	53.4	68.9	280.2	60.5	71.0	80.9
소득세	(49.1)	(42.8)	N/A	(10.6)	(6.5)	(5.9)	(19.8)	(11.8)	(6.7)	(8.9)
<b>당기순이익</b>	<b>472.2</b>	<b>456.5</b>	<b>277.9</b>	<b>86.5</b>	<b>46.9</b>	<b>62.8</b>	<b>260.4</b>	<b>83.1</b>	<b>64.3</b>	<b>97.4</b>
YoY	122.0	(3.3)	(39.1)	92.2	(50.2)	21.7	(7.5)	(4.0)	37.3	55.2
<b>배당가능이익(DI)</b>	<b>212.9</b>	<b>270.0</b>	<b>N/A</b>	<b>65.2</b>	<b>68.2</b>	<b>76.2</b>	<b>77.5</b>	<b>77.8</b>	<b>78.0</b>	<b>80.8</b>
YoY	14.4	26.8	N/A	19.6	23.9	21.7	22.2	19.5	14.4	6.1
자산재평가액	(240.3)	(203.0)	N/A	0.0	0.0	0.0	(203.0)	0.0	0.0	0.0
무형자산상각	(1.6)	(2.1)	N/A	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타조정액	4.1	34.0	N/A	(21.2)	21.5	13.6	20.1	(4.6)	13.8	(16.4)
<b>배당총액</b>	<b>233.0</b>	<b>287.6</b>	<b>N/A</b>	<b>63.5</b>	<b>69.8</b>	<b>71.9</b>	<b>73.3</b>	<b>73.6</b>	<b>73.6</b>	<b>77.6</b>
YoY	25.2	23.5	N/A	34.5	31.9	23.3	23.8	16.0	5.5	8.0
<b>DPU(Scts)</b>	<b>7.62</b>	<b>7.94</b>	<b>8.10</b>	<b>1.96</b>	<b>1.96</b>	<b>2.00</b>	<b>2.02</b>	<b>2.03</b>	<b>2.03</b>	<b>2.04</b>
YoY	2.4	4.2	2.0	3.7	3.8	5.0	4.5	3.5	3.4	2.1

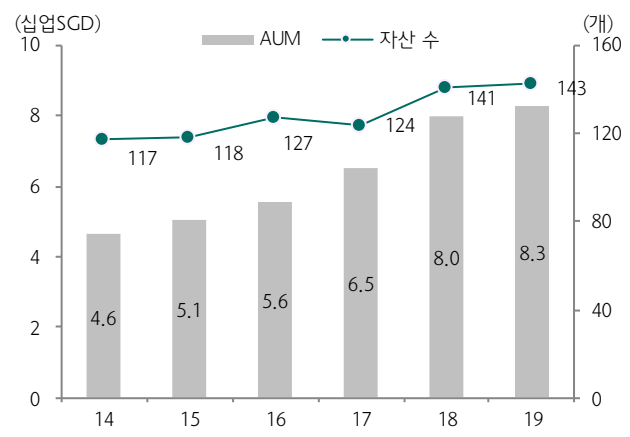
자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 3. DPU(Distribution per Unit) 및 배당수익률



자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 4. AUM 및 자산 수 추이



자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자



## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만\$USD)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	373.1	395.2	452.7	497.7	535.4
영업비용	104.9	108.1	118.6	126.0	128.5
영업이익	268.3	287.1	334.1	371.8	406.9
금융손익	(46.4)	(51.2)	(61.0)	(75.1)	(79.3)
영업외손익	0.1	(9.9)	1.2	N/A	N/A
재평가전손익	212.8	240.1	262.3	325.1	340.4
자산재평가손익	39.0	240.3	203.0	N/A	N/A
세전이익	251.8	480.4	465.3	N/A	N/A
소득세	(40.2)	(49.1)	(42.8)	N/A	N/A
당기순이익	212.7	472.2	456.5	277.9	295.6
배당가능이익(DI)	186.1	212.9	270.0	N/A	N/A
자산재평가액	(39.0)	(240.3)	(203.0)	N/A	N/A
무형자산상각	(1.4)	(1.6)	(2.1)	N/A	N/A
이연법인세	37.2	4.1	34.0	N/A	N/A
배당총액	186.0	233.0	287.6	N/A	N/A
DPU(\$cts)	7.4	7.6	7.9	8.10	N/A
성장율(YoY)					
매출	6.6	5.9	14.6	9.9	7.6
영업이익	11.9	7.0	16.4	11.3	9.5
순이익	(18.3)	122.0	(3.3)	(39.1)	6.3
수익성(%)					
영업이익률	71.9	72.7	73.8	74.7	76.0
순이익률	57.0	119.5	100.8	55.8	55.2
Payout	100.0	109.4	106.5	N/A	N/A

주: SFRS 기준, 예상치는 S&amp;P Capital 컨센서스

자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(\$cts)					
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BPS	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
SPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
주가지표(배)					
PER	14.8	7.6	11.3	19.5	20.0
PBR	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	20.1	22.9	25.5	24.5	23.1
PSR	7.3	8.7	10.9	12.3	11.6
배당수익률(%)	6.8	6.2	5.4	5.1	5.3
재무비율(%)					
ROE	7.2	15.1	11.5	6.3	6.3
ROA	3.9	7.6	6.2	3.5	3.5
ROIC	5.1	4.8	4.7	-	-
부채비율	68.5	65.9	64.1	-	-
유동비율	0.3	0.6	0.7	-	-
이자보상배율(배)	5.7	5.5	4.8	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만\$USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
비유동자산	4,631.2	5,069.5	5,540.1	6,515.2	7,693.7
투자부동산	4,631.2	5,069.5	5,540.1	6,515.2	7,693.7
유동자산	156.5	137.8	146.6	163.1	384.6
현금및현금성자산	106.9	93.3	92.6	101.2	104.3
외상미수금	4.8	5.7	5.4	6.0	4.2
기타미수금	15.7	12.5	16.4	28.2	41.4
기타유동자산	29.1	26.3	32.3	27.7	234.7
자산총계	4,787.7	5,207.4	5,686.7	6,678.3	8,078.3
단기유동부채	56.7	234.3	224.3	53.2	31.6
단기리스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
장기차입금	1,575.2	1,824.0	1,959.8	2,458.6	2,962.1
장기리스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
미지급금	11.2	9.8	12.4	9.9	18.9
미지급비용	35.1	37.3	54.1	50.5	55.3
기타비유동부채	123.0	107.7	104.9	122.3	133.8
부채총계	1,899.4	2,328.9	2,497.0	2,866.5	3,411.1
지배주주지분	2,882.3	2,872.4	3,183.8	3,806.1	4,661.7
자본금	1,736.0	1,723.8	1,705.6	2,328.2	2,985.2
이익잉여금	790.9	824.9	853.6	1,113.9	1,313.1
포괄이익	355.4	323.7	624.7	363.9	363.4
비지배주주지분	6.0	6.0	5.8	5.7	5.5
자본총계	2,888.3	2,878.5	3,189.7	3,811.8	4,667.2

현금흐름표	(단위: 백만\$USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	207	190	221	217	286
감가/무형상각비	1	1	1	2	2
비현금자본증감	(1)	(7)	9	(10)	18
투자활동	(247)	(389)	(360)	(512)	(1,170)
유형자산처분	0	33	14	186	90
유형자산취득	(181)	(402)	(354)	(198)	(939)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	33	186	138	304	886
배당금	(157)	(168)	(175)	(200)	(180)
단기부채증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
장기부채증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자본금증감	N/A	N/A	248	811	584
잉여현금흐름	26	(212)	(133)	19	(653)

2020년 3월 30일 | 싱가포르

# 케펠리츠(KREIT.SP)

## 하나 글로벌 리서치

### 여전히 잘나가는 오피스 리츠

#### 지속적인 파이프라인 확장

케펠리츠(KREIT.SP)는 스폰서인 케펠랜드로부터 A급 오피스를 지속적으로 공급받아 높은 수익성이 기대되는 오피스 리츠다. 현재 싱가포르, 한국, 호주 3개국에서 10개 자산을 운용 중이며, AUM 79억SGD다.

2019년 연간 매출액은 1.6억 SGD(YoY 1.1%), 영업이익은 6700만SGD(YoY -5.2%), 배당가능이익은 1.9억SGD(YoY 0.4%)다. DPU는 5.58 Scts며, NAV/unit은 1.35 SGD다. 2019년 임대율 100%의 서울역 T Tower를 매입, 향후 손익 기여가 기대된다.

#### 오피스 시장 호황, 랜드마크 오피스 보유 중

최근 2-3년간 싱가포르 CBD의 오피스 시장은 낮은 공실률(평균 4.2%)과 공급량('20년 80만m<sup>2</sup>)으로 호황기를 보내고 있다. 특히 케펠리츠는 싱가포르내 랜드마크 오피스 빌딩을 자산으로 보유, 포트폴리오 평균 공실률 0.9%, WALE 4.9년으로 안정적인 임대수익이 기대된다. WALE의 경우 싱가포르는 3.8년으로 주기가 짧지만 호주는 9.0년으로 10년 이상의 장기계약 중심으로 이루어져 있다. 임대료 상승률을 보여주는 Rental Reversion은 2019년 17.6%를 기록했다. 임차인은 은행, 보험, 금융 서비스뿐만 아니라 미디어, 정부기관 등 다분화 되어 있으며 최근 IT기업들의 수요가 증가하고 있다.

#### 안전한 스폰서, 안정적인 매니지먼트

스폰서인 케펠랜드는 아시아 최대규모 부동산 회사로 싱가포르, 중국, 베트남 등지의 주택 및 상업용 빌딩을 운용하고 있다. 또한 케펠랜드의 지분 50%를 테마섹이 보유하고 있다. 오피스 시장의 경우 이미 고점을 지났다는 우려가 지속적으로 제기되고 있으나, 케펠리츠는 포트폴리오 다변화와 동시에 안정적인 임차구조를 유지하고 있으며, 높은 배당률로 투자매력 높다 판단한다.

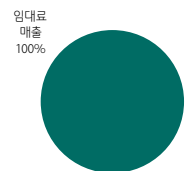
### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆☆

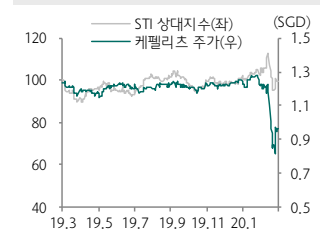
#### Key Data

국가	SINGAPORE
상장거래소	Singapore
산업 분류	부동산
주요 영업	지분형부동산투자신탁
홈페이지	www.keppelreit.com
시가총액(십억SGD)	3.3
시가총액(조원)	2.8
52주최고/최저()	1.3/0.79
주요주주 지분율(%)	
케펠	44.57
뱅크드 그룹	2.04
블룸버그 목표가(SGD)	1.27
최근 증가(SGD)	0.97
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(21.5) (21.0) N/A
상대	(5.5) (1.9) N/A

#### 매출 비중



#### 주가 추이



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

#### Financial Data

백만 SGD	2017	2018	2019	2020F
영업수익	165	166	164	164
영업이익	63	71	67	N/A
순이익	180	155	142	145
DPS(Scts)	5.7	5.6	5.6	5.8
DPS(YOY, %)	(10.5)	(2.5)	0.4	4.7
ROE(%)	3.5	3.0	2.5	2.9
P/NAV	0.9	0.8	0.9	0.9
배당수익률(%)	4.5	4.9	4.5	4.7

자료: Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 이승희

02-3771-3673

shlee95@hanafn.com

## 지속적인 파이프라인 확장

케펠리츠(KREIT,SP)는 스폰서인 케펠랜드로부터 A급 오피스를 지속적으로 공급받아 높은 수익성이 기대되는 오피스 리츠다. 현재 싱가포르, 한국, 호주 3개국에서 10개 자산을 운용 중이며, AUM 79억SGD다.

2019년 연간 매출액은 1.6억 SGD(YoY 1.1%), 영업이익은 6700만SGD(YoY -5.2%), 배당가능이익은 1.9억SGD(YoY 0.4%)다. DPU는 5.58 Scts며, NAV/unit은 1.35 SGD다. 2019년 임대율 100%의 서울역 T Tower를 매입, 향후 손익 기여가 기대된다.

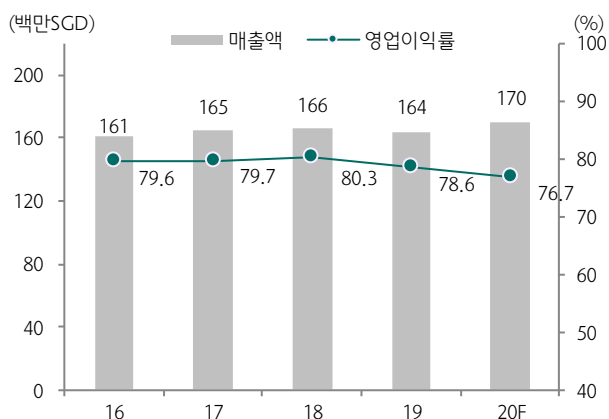
표 1. 케펠 리츠 포트폴리오

(백만SGD, %)

국가	건물명	지분 (%)	임대수익 (백만SGD)	자산가치 (백만SGD)	비율 (%)
싱가포르	Ocean Financial Centre	79.9	66,691	2,099.8	27.4
	Marina Bay Financial Centre	33.3	81,935	1,695.3	33.6
	One Raffles Quay	33.3	23,852	1,254.3	9.8
	Bugis Junction Towers	2019.11 매각	14,371	-	5.9
호주	8 Chifley Square	50.0	12,832	222.2	5.3
	8 Exhibition Street	50.0	11,825	245.6	4.9
	275 George Street	50.0	11,019	231.4	4.5
	David Malcolm Justice Centre	50.0	12,703	215.2	5.2
	311 Spencer Street	50.0	개발중 (2Q20 완공)	323.5	-
한국	T Tower	99.4	8,165 (2019.05 매입)	299.9	3.4
총합			243,393	7,884.2	100

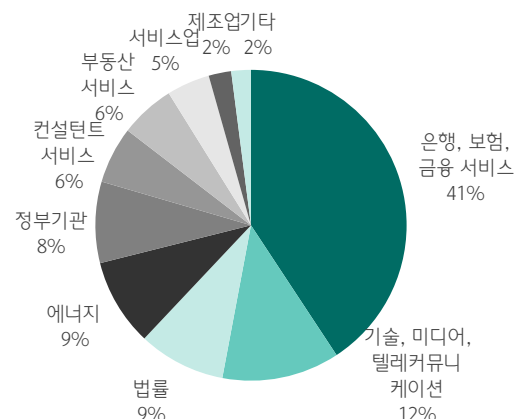
자료: 하나금융투자

그림 1. 매출액 및 영업이익률 추이



자료: S&P Capital, 하나금융투자

그림 2. 케펠리츠 임차인 구성



자료: 케펠리츠, 하나금융투자

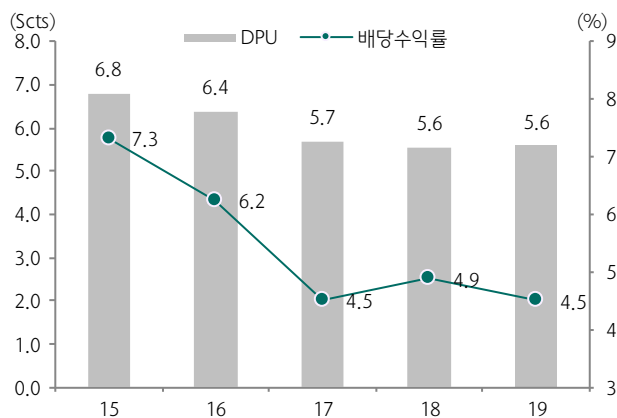
표 2. 케펠 리츠 분기 실적 테이블

(단위: 백만SGD, %)

	2018	2019	2020	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
<b>매출액</b>	<b>165.9</b>	<b>164.1</b>	<b>164.5</b>	<b>39.7</b>	<b>51.7</b>	<b>36.7</b>	<b>37.8</b>	<b>40.0</b>	<b>39.9</b>	<b>42.4</b>	<b>41.7</b>
YoY	0.8	(1.1)	0.2	(0.3)	29.6	(9.4)	(14.8)	0.7	(22.7)	15.6	10.4
<b>영업비용</b>	<b>95.2</b>	<b>97.1</b>	<b>N/A</b>	<b>23.8</b>	<b>24.8</b>	<b>24.3</b>	<b>22.3</b>	<b>23.7</b>	<b>29.4</b>	<b>22.6</b>	<b>21.4</b>
YoY	(6.2)	1.9	N/A	(9.5)	(3.6)	(5.5)	(9.6)	(0.4)	18.6	(7.0)	(4.3)
부동산관리비	84.0	83.3	N/A	21.2	21.6	21.2	20.0	20.7	20.7	21.5	20.4
판매비와관리비	3.1	11.2	N/A	0.6	1.2	1.1	0.2	0.5	8.7	1.1	1.0
<b>영업이익</b>	<b>70.6</b>	<b>67.0</b>	<b>N/A</b>	<b>15.9</b>	<b>26.8</b>	<b>12.3</b>	<b>15.5</b>	<b>16.3</b>	<b>10.5</b>	<b>19.8</b>	<b>20.4</b>
YoY	12.2	(5.2)	N/A	17.7	90.4	(16.1)	(21.3)	2.4	(60.9)	60.2	31.6
OPM	42.6	40.8	N/A	40.1	52.0	33.7	41.0	40.8	26.3	46.7	48.8
<b>영업외손익</b>	<b>(173.0)</b>	<b>(170.9)</b>	<b>N/A</b>	<b>(45.2)</b>	<b>(43.6)</b>	<b>(42.7)</b>	<b>(41.5)</b>	<b>(41.6)</b>	<b>(44.1)</b>	<b>(45.5)</b>	<b>(39.7)</b>
YoY	(4.4)	(1.2)	N/A	(4.3)	(2.4)	(5.2)	(5.9)	(8.0)	1.2	6.5	(4.3)
영업외비용	69.1	64.5	N/A	16.8	17.1	17.7	17.6	15.1	17.2	16.9	15.3
영업외이익	(103.9)	(106.4)	N/A	(28.5)	(26.5)	(25.0)	(23.9)	(26.4)	(27.0)	(28.6)	(24.4)
<b>재평가전손익(NIBTF)</b>	<b>131.7</b>	<b>153.0</b>	<b>158.5</b>	<b>37.1</b>	<b>42.4</b>	<b>24.6</b>	<b>27.6</b>	<b>36.1</b>	<b>21.7</b>	<b>37.7</b>	<b>57.5</b>
YoY	(9.6)	16.2	3.6	(11.8)	34.8	(38.5)	(14.0)	(2.6)	(48.8)	53.1	108.2
<b>자산재평가손익</b>	<b>33.2</b>	<b>3.8</b>	<b>N/A</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>33.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>3.8</b>
세전이익	164.8	156.8	N/A	37.1	42.4	24.6	27.6	36.1	21.7	37.7	57.5
소득세	(10.2)	(11.3)	N/A	1.4	(0.7)	1.5	8.0	1.5	1.3	1.3	7.2
<b>당기순이익</b>	<b>154.6</b>	<b>141.7</b>	<b>N/A</b>	<b>35.6</b>	<b>43.0</b>	<b>23.2</b>	<b>52.8</b>	<b>34.6</b>	<b>20.4</b>	<b>36.4</b>	<b>50.3</b>
YoY	(14.2)	(8.4)	N/A	(10.8)	45.4	(40.1)	(26.7)	(2.8)	(52.6)	57.1	(4.7)
<b>배당가능이익(DI)</b>	<b>189.0</b>	<b>189.3</b>	<b>N/A</b>	<b>48.2</b>	<b>48.3</b>	<b>46.3</b>	<b>46.2</b>	<b>47.3</b>	<b>47.3</b>	<b>47.5</b>	<b>47.1</b>
YoY	(0.9)	0.1	N/A	0.2	1.9	(1.4)	(4.3)	(1.9)	(2.1)	2.5	2.1
자산재평가액	(33.1)	(3.7)	N/A	0.0	0.0	0.0	(33.1)	0.0	0.0	0.0	(3.7)
무형자산상각	10.6	5.3	N/A	2.6	2.6	2.6	2.9	3.0	1.1	0.6	0.5
<b>배당총액</b>	<b>188.7</b>	<b>187.9</b>	<b>N/A</b>	<b>48.1</b>	<b>48.3</b>	<b>46.3</b>	<b>46.2</b>	<b>47.3</b>	<b>47.3</b>	<b>47.6</b>	<b>47.1</b>
YoY	(1.8)	(0.4)	N/A	0.0	1.9	(1.3)	(4.3)	(1.7)	(2.1)	2.6	2.1
<b>DPU(Scts)</b>	<b>5.56</b>	<b>5.58</b>	<b>5.84</b>	<b>1.42</b>	<b>1.42</b>	<b>1.36</b>	<b>1.36</b>	<b>1.39</b>	<b>1.39</b>	<b>1.40</b>	<b>1.40</b>
SYoY	(2.5)	0.4	4.7	(2.1)	0.0	(2.9)	(4.9)	(2.1)	(2.1)	2.9	2.9

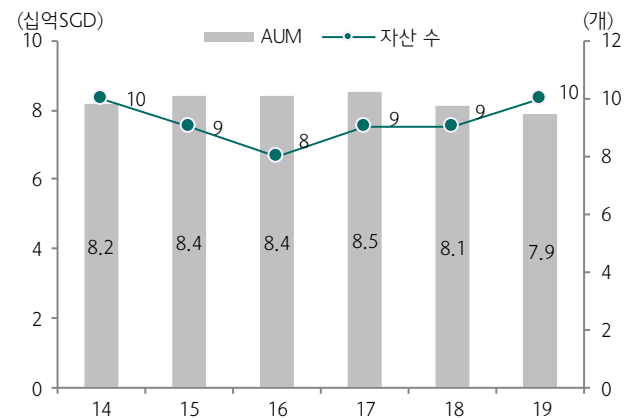
자료: 하나금융투자

그림 3. DPU(Distribution per Unit) 및 배당수익률



자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

그림 4. AUM 및 자산 수 추이



자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만SGD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	164.5	165.9	164.1	164.5	173.5
영업비용	101.6	95.2	97.1	N/A	N/A
영업이익	62.9	70.6	67.0	N/A	N/A
영업외손익	(181.0)	(173.0)	(170.9)	N/A	N/A
재평가전순익	145.6	131.7	153.0	158.5	169.1
자산재평가손익	51.7	33.2	3.8	N/A	N/A
세전이익	197.3	164.8	156.8	N/A	N/A
소득세	(17.2)	(10.2)	(11.3)	N/A	N/A
당기순이익	180.2	154.6	141.7	144.8	158.6
배당가능이익(DI)	190.7	189.0	189.3	N/A	N/A
자산재평가액	(51.7)	(33.1)	(3.7)	N/A	N/A
무형자산상각	13.9	10.6	5.3	N/A	N/A
배당총액	192.1	188.7	187.9	N/A	N/A
DPU(Scts)	5.70	5.56	5.58	5.84	N/A
성장율(YoY)					
매출	2.0	0.8	(1.1)	0.2	5.5
영업이익	12.0	12.2	(5.2)	N/A	N/A
순이익	(30.1)	(14.2)	(8.4)	2.2	9.6
수익성(%)					
영업이익률	38.3	42.6	40.8	N/A	N/A
순이익률	109.5	93.2	86.4	88.0	91.4
Payout	100.7	99.8	99.3	N/A	N/A

주: SFRS 기준, 예상치는 S&amp;P Capital 컨센서스

자료: S&amp;P Capital, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만SGD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
비유동자산	3,691.3	3,618.3	3,775.0	3,880.1	3,730.4
투자부동산	3,691.3	3,618.3	3,775.0	3,880.1	3,730.4
유동자산	3,714.0	3,913.5	3,825.1	3,899.9	3,715.5
현금및현금성자산	144.6	278.7	198.2	258.9	124.8
외상미수금	16.7	7.9	6.0	11.1	14.1
기타무형자산	37.8	22.5	10.7	2.5	N/A
기타장기자산	3,514.8	3,604.3	3,610.3	3,627.3	3,576.6
자산총계	7,425.4	7,535.3	7,604.3	7,784.5	7,449.4
단기유동부채	25.4	0.5	426.8	60.1	99.9
장기차입금	2,464.2	2,481.8	2,113.2	2,237.3	2,021.5
미지급금	19.7	24.4	23.4	25.9	52.9
미지급비용	17.1	15.1	20.0	21.5	N/A
이연법인세부채	25.8	34.8	44.0	50.0	51.4
기타비유동부채	21.9	35.2	27.7	27.3	52.9
부채총계	2,647.6	2,636.8	2,689.0	2,448.9	2,285.6
지배주주지분	4,775.7	4,896.4	4,913.1	4,907.0	4,734.6
자본금	3,394.8	3,456.6	3,530.7	3,557.8	3,525.0
이익잉여금	1,410.0	1,459.7	1,452.1	1,248.5	1,180.2
비지배주주지분	2.1	2.1	2.1	428.6	429.2
자본총계	4,777.8	4,898.6	4,915.3	5,335.6	5,163.8

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
주당지표(Scts)					
EPS	0.0	N/A	0.1	0.0	0.0
BPS	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
SPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
주가지표(배)					
PER	24.4	26.5	35.1	24.1	20.5
PBR	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	90.1	82.2	97.3	47.0	43.7
PSR	25.6	23.4	25.7	20.0	19.0
배당수익률(%)	4.5	4.9	4.5	5.9	6.1
재무비율(%)					
ROE	3.6	3.1	2.6	2.9	3.1
ROA	2.4	2.0	1.7	1.8	1.9
ROIC	0.8	0.9	0.9	-	-
부채비율	51.3	42.8	41.1	-	-
유동비율	0.4	2.0	0.9	-	-
이자보상배율(배)	1.0	1.0	1.0	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만SGD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	180	184	201	174	164
감가/무형상각비	19	15	12	8	3
비현금자본증감	(6)	(1)	1	(10)	(18)
투자활동	13	173	(146)	354	257
유형자산처분	0	157	0	0	530
유형자산취득	(12)	0	0	0	0
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(232)	(203)	(122)	(459)	(563)
배당금	(204)	(183)	(157)	(181)	(188)
단기부채증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
장기부채증감	(172)	(16)	47	(235)	(266)
자본금증감	148	0	0	0	0
잉여현금흐름	168	182	53	83	51

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱, 윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 3월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱, 윤승현)는 2020년 3월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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