

리츠

비중확대

종목	투자의견	목표주가
케이타리츠	Not rated	-

리츠 바로 알기

하반기 상장 리츠 늘어날 전망

하반기 모두투어 리츠와 코크렙6호 등 연속형 자기관리 리츠 상장이 예정돼 있다. 한국의 리츠는 2001년 도입돼 2015년 자산 18조원(순자산 9조원)으로 성장했다. 그러나 여전히 영세한 비상장/위탁/1물1사/기한부 리츠가 대부분이라 선진국에서 보는 진정한 리츠는 찾기 힘들다. 지난 2월, 정부는 '리츠 경쟁력 제고방안'을 통해 리츠 육성 의지를 밝혔다. 본 자료에서는 정부의 리츠시장 활성화 의지에 맞춰 나타날 단증기적인 특징을 짚어 보았다.

1) 갈 곳 없는 돈

매크로 불안과 함께 저금리 기조가 장기화될 전망이다. 통상 저금리는 주택매매를 자극할 수 있으나 최근 정부는 가계부채 관리와 함께 중도금 집단대출 규제까지 검토하고 있는데다, 지방 경기 불안으로 일부 지역은 주택거래가 침체되고 있어 풍부한 유동성이 일방적으로 주택매매 시장에 쏟아진다고 보기 어렵다. 리스크 분산과 안정적 현금흐름을 목표로 한 부동산 간접투자 시장이 가장 유력한 투자처 중 하나가 될 수 있다.

2) 성장성과 배당매력을 동시에 노릴 특화리츠 성장

리츠 성장 초기에는 오피스가 주요 투자자산이지만 결국 호텔/물류/헬스케어 등으로 자산이 다변화되며 리츠시장 규모가 커진다. 최근 한국도 오피스 집중에서 투자대상이 다양해져 특히 호텔/물류/헬스케어 등 성장성 높은 특화리츠에 주목한다. 상장 예정인 '모두투어 리츠'는 다물리츠와 연속성을 지닌 최초의 호텔리츠다. 호텔리츠는 passive income구조인 타 리츠와 달리 호텔의 income gain(운영소득) 성장과 배당 매력을 동시에 노릴 수 있다는 점에서 매력이 크다. 해외 호텔리츠는 운영과 소유의 분리, UPREITs 등의 구조를 통해 리츠는 원활한 자본조달을, 투자자는 안정적 상품구조의 이점을 취할 수 있다.

3) 리츠는 디벨로퍼에게 출구전략의 하나

최근 건설/신탁사의 리츠AMC 설립 붐이다. 건설/신탁사는 보유자산을 효율적으로 관리하기 위해 AMC(자산관리회사)를 설립하고 리츠에 일정 지분을 태운다. 만약 개발 중 자산을 리츠에 편입할 경우, 건설/신탁사는 도급마진/AMC 수수료에 향후 발생할 수 있는 리츠손실을 헷징할 수 있다. 최근 가장 빨리 AMC설립에 나선 업체는 현대산업개발과 대림산업인데, 이들은 주요 리츠자산으로 임대주택보다는 오피스/리조트/호텔/물류 등, 수익률 높은 수익형 부동산이나 이미 보유하고 있는 자산 위주로 접근할 계획이다.

고착화된 저금리 기조와 정부의 리츠 육성 의지로 부동산 업계는 자본시장에서의 자금조달이 쉬워지고 투자자는 소액으로 부동산 투자에 접근이 쉬워진다. 부동산 유동화를 통한 시장 발달이 가속화될 수 있다. 아직 초기라 주식관점에서 투자대상을 찾기 어렵지만 보다 직접적으로 리츠시장에 투자하는 방법은 1) 상장된(될) 자기관리 리츠(케이타리츠, 모두투어 리츠, 코크렙 6호 등)나 2) 부동산 구조화 시장 확대를 기회로 성장할 수 있는 디벨로퍼를 매수하는 것이다. 리츠AMC 설립이 건설/신탁사의 단증기 실적에 영향을 주기는 어렵지만 자산 개발 후 리츠를 출구전략으로 사용할 수 있다는 점이 핵심이다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
Seungkyun.kang@truefriend.com

아래는 리츠 관련 주요 용어와 투자자산별 리츠의 특성이다.

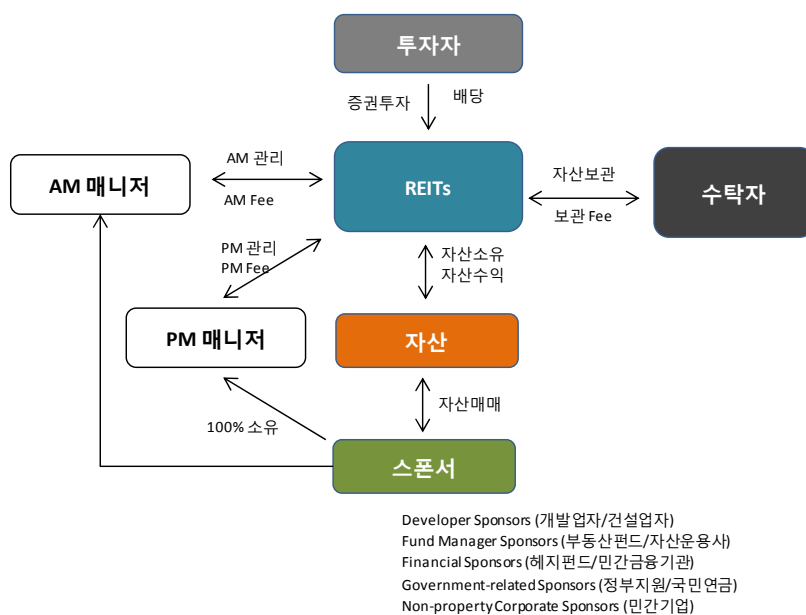
일본과 싱가포르에서 발달한 스폰서(앵커) 리츠

지난 3월, 우리는 일본의 노무라부동산과 노무라리츠(NRF) 탐방했다. 노무라부동산은 1개의 상장리츠(NRF)와 1개의 사모리츠(NPR)을 보유하고 있다. 노무라부동산은 개발 후 자산가격 20~30억엔대의 부동산을 계열사 리츠에 매각하고 100억엔 이상 자산은 보유 임대하는 방식으로 포트폴리오를 짠다. 리츠를 통해 환금성 있는 자산의 빠른 회전을 유도하며 리츠는 노후건물을 노무라부동산에 매각해 재개발을 유도한다. 재개발된 자산을 다시 노무라리츠에 매각함으로써 유동화를 반복한다. 개발사업의 출구전략으로 리츠를 활용하는 사례다. 이때 노무라부동산은 NRF 지분을 5.66% 가진 전형적인 스폰서가 된다.

이 같은 스폰서리츠는 앵커리츠라고도 불린다. 스폰서는 리츠의 핵심투자자(최대주주)로, 보유자산을 이양하거나 자본을 투자해 리츠 운영을 지원하고, 스폰서가 전액 출자한 독립 AMC(자산관리회사)를 통해 리츠를 설립/관리하는 구조다. 특히 싱가포르와 일본에 스폰서 리츠가 발달했는데 대형 종합부동산 기업이 주로 스폰서 역할을 한다. 공신력있는 스폰서가 개별 리츠의 상장을 주도하고 상장 이후에도 AMC나 PMC(시설관리회사)를 설립해 리츠 운영에 적극 개입한다(리츠 자체는 고용을 하지 않음). 즉 스폰서/리츠/AMC/PMC간 긴밀한 관계를 통해 리츠 운영을 효율화하고 있다.

한국의 리츠가 일본과 유사시기에 도입됐음에도 성장이 더뎠던 것은 2000년대 초 '다산리츠' 등 불명확한 주체에 의한 리츠 설립으로 도덕성 문제가 발생했고 규제가 강화됐기 때문이다(이는 최근까지도 발생한 문제기도 하다). 따라서 공신력있는 대기업이나 공기업, 금융기관이 앵커로 참여할 경우 리츠는 투명성이 제고된다. 싱가포르의 경우 금융위기 당시, 5개의 비계열 스폰서가 부도가 난 반면 계열리츠는 스폰서에 의해 구제받을 수 있었다. 이처럼 강력한 스폰서의 존재로 신뢰도를 향상시키고 투자물건 및 채원조달이 용이하다.

[그림 1] 스폰서 리츠 구조



자료: 한국투자증권

싱가폴은 정부기관들이 스폰서로 적극 참여해 인구의 7%가 국부펀드가 최대주주인 ‘CMT’ 리츠에 투자하고 있다. 일본은 미쓰이/미쓰비시쇼/노무라 등 대형 디벨로퍼가 스폰서로 리츠에 투자하고 스폰서가 100% 소유한 AMC가 관리하는 captive-REITs 구조가 많다. 2001년 Japan real estate 투자법인과 일본빌딩펀드투자법인 등 2개의 J-REITs가 상장됐다. Japan real estate의 스폰서는 미쓰비시쇼로 노무라부동산처럼 개발사업의 출구전략으로 리츠를 활용했다. 일본빌딩펀드는 미쓰이부동산이 스폰서로 리츠사업을 asset-light한 부동산관리(비자산 사업)를 통한 수수료 수익 취득을 목적으로 했다.

〈표 1〉 싱가포르 리츠 스폰서 종류

구분	Developer Sponsors (개발업자)	Fund Manager Sponsors (부동산펀드/자산운용사)	Financial Sponsors (헤지펀드)	Government-related Sponsors (정부지원/국민연금)	Non-property Corporate Sponsors (민간기업)
목적	-Asset light strategy -Target investor base -Services focus -Fee income -Funds management -Re-rate headstock	-Services focus -Fee income	-Trading focus -Asset turn -Buy wholesale -Sell retail -Warehouse/divest -Funds management	-Optimize divestment -Asset sellers	-Pipeline -Repeat business -Covenant
장점	-Pipeline -Fundamentals -Close to assets	-Management skills -Independence of product	-Asset holding period	-Ability to decide -Pipeline -Quality covenant	-Single tenant core asset issues

자료: 한국투자증권

노무라리츠의 경우, 통상 대형 물건 매입시 유상증자를 통한 fund raising 비율은 40%, 차입 비율 60%였다. 리츠가 성장하는 가장 좋은 방법은 유상증자를 통한 부동산 매입이다. 좋은 물건을 저가에 매입할수록 배당수익률은 높아진다. 노무라리츠도 매입 물건을 확정 한 뒤 자세한 공시를 통해 기존 투자자의 유상증자 참여를 돕는다. 노무라부동산의 AMC 는 리츠 AUM에 비례해 운용보수를 받는다.

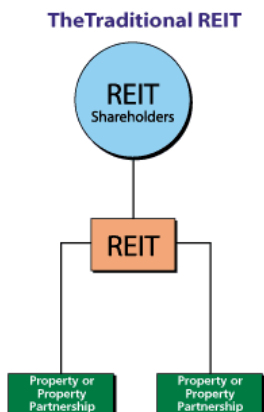
UPREITs

미국에서 주로 발달한 리츠기법은 UPREITs(Umbrella partnership REITs)로 전통REITs가 변형된 형태다. 전통리츠는 리츠회사가 부동산을 직접 소유하는 반면 업리츠는 직접 부동산을 소유하지 않고 운영 파트너십(OP, Operating Partnership, 투자조합)지분을 소유한다. 즉, 업리츠는 OP의 운영/지분권을 갖고 OP는 부동산을 직접 소유한다. 업리츠는 OP의 매수와 합병을 통해 특정 부동산에 직접 투자하고 사업을 대형화하거나 관리를 용이하게 할 수 있다. 부동산의 소유권 이전을 OP가 전담하므로 소유권 이전 절차에 필수 부과되는 양도세 등, 각종 세금의 지급시기를 조절할 수 있다.

OP 지분은 1주 주식에 1개 OP 단위가 교환되도록 옵션화돼 있다. 부동산 파트너십들은 보유자산을 OP에 매각하고 그 대가로 OP의 유한(Limited partnership)지분을 받게 된다. 리츠는 OP의 무한 파트너십(General Partnership)지분을 소유하는 형태로 부동산 파트너십의 매수와 합병이 이뤄진다.

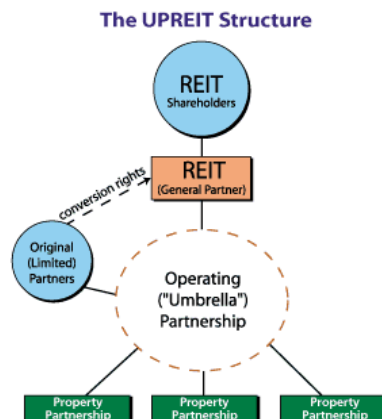
결론적으로 업리츠는 현물출자 후 지분매각시까지 양도세 납부를 연기해주는 구조의 장점이 가장 크다. 한국의 경우, 리츠에 편입되는 물건의 양도세 이연제도는 공공성을 지닌 임대주택리츠에서만 시행되고 있다. 이 같은 업리츠는 뒤에서 살펴볼 호텔 등 특화리츠 성장에 가장 유용한 형태가 되었다.

[그림 2] 전통 REITs



자료: Scheinfeld, S.G

[그림 3] UPREITs



자료: Scheinfeld, S.G

호텔리츠: 소유와 운영의 분리

호텔리츠는 호텔자산에 투자하는 특화리츠다. 호텔리츠의 핵심은 호텔의 소유와 운영 분리구조로, 이 구조가 정착화되며 리츠/펀드가 호텔에 투자하는 것이 용이해졌다. 이는 미국 메리어트가 최초로 선보인 구조다. 메리어트는 1973~1990년 공격적으로 호텔을 확장했는데 호텔을 지어 팔고 위탁운영을 하다가 매각대금으로 또 다른 호텔 건설을 반복하는 방식이었다. 그러나 1990년대 중반 경기침체에 따른 일본계 투자자금이 회수되자 유동성 확보에 나서게 되었다. 결국 팔리지 않은 10억달러 규모의 호텔을 떠안으며 1993년 투자회사(호텔을 보유한 호스트 메리어트)와 운영회사(메리어트 인터내셔널)의 분리를 결의하고 투자회사는 리츠로 전환했다.

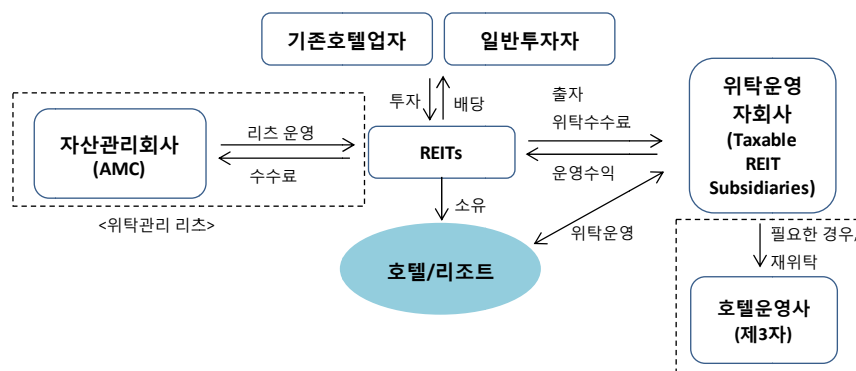
투자회사는 호텔보유의 부담을 덜고 프랜차이즈나 위탁경영으로 운영함으로써 효율적으로 호텔업을 확장했고 투자자는 리츠로부터 배당 받는 구조다. 스타우드, 아코르, 초이스 등의 브랜드가 이 구조에 해당되는 운영사다.

[그림 4] 메리어트의 운영과 소유의 분리



자료: 메리어트

[그림 5] 호텔리츠 운영 구조



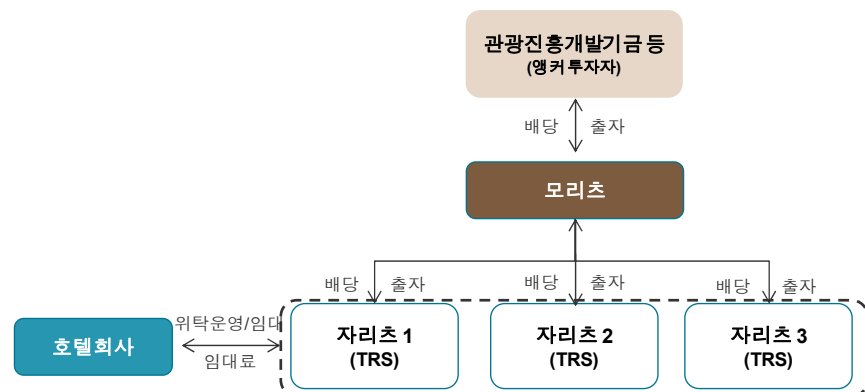
자료: 한국투자증권

여기에 주로 UPREITs 구조가 사용됐다. 운영자가 주도적으로 리츠를 설립하고 호텔사업자는 보유호텔을 리츠에 현물출자하며 리츠 상장으로 손쉽게 호텔을 추가 매입한다. 호텔사업자는 호텔을 운영 파트너십(Operating Partnership)에 현물출자(양도세 연기 혜택 적용)하고 OP 지분을 받는다. 리츠 상장 시 주식과 OP 지분을 교환하며 호텔은 리츠 소유가 된다. 이 때 출자자는 연기된 양도세를 납부한다. 호텔리츠는 법인세 면제를 누리고 수익을 최대한 향유하기 위해 과세대상 리츠 자회사(리츠가 100% 출자한 자회사, TRS: Taxable REIT subsidiary)를 설립해 호텔업에 등록하고 매출을 발생시킨다.

UPREITs 구조로 미국의 호텔리츠는 총 19개사가 상장됐으며 시가총액 479억달러, 총 25만실 규모다. 미국의 호텔리츠는 2015년 수익률 13.7%로 모든 특화리츠 중 가장 좋았다. 대부분 가장 유망한 리츠 투자분야로 호텔을 꼽는다. 대부분 100% 자기관리 리츠 형태인 영속기업이다.

반면 홍콩, 싱가포르, 일본은 부동산회사와 호텔운영사가 SI로 참여해 호텔리츠를 주도하는 위탁리츠 형태다. 위탁리츠는 AMC가 물건을 확보하고 이후 책임 임차할 운영사를 찾는 AMC 위주의 프로세스다. 리츠는 호텔업을 확장하는 레버리지 역할을 한다. 다음은 일본, 싱가포르, 홍콩의 주요 호텔리츠 사례다.

[그림 6] 미국 호텔리츠 운영 구조 - TRS 제도



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 미국 호텔리츠

(단위: 백만달러)

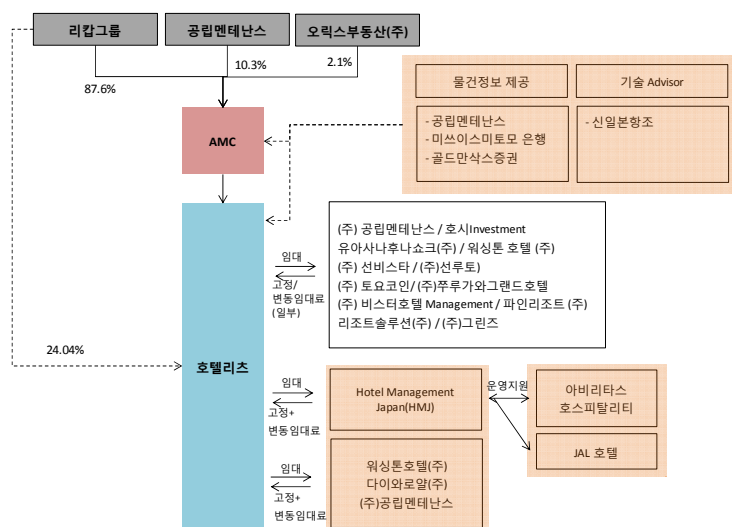
	자본금	비율	호텔 개수	객실수
Host Hotels & Resorts	16,438	34.8%	105	55,278
Hospitality Properties Trust	4,274	9.0%	291	43,976
RLJ Lodging Trust	3,074	6.5%	147	22,300
LaSalle Hotel Properties	3,617	7.7%	44	11,100
Sunstore Hotel Investors	2,858	6.0%	29	13,744
Strategic Hotels&Resorts	2,760	5.8%	18	8,272
Ryman Hospitality	2,413	5.1%	4	7,795
Diamondrock Hospitality	2,392	5.1%	26	11,000
Pebblebrook Hotel Trust	2,332	4.9%	29	7,321
Chesapeake Lodging Trust	1,472	3.1%	20	5,932
Hersha Hospitality Trust	1,339	2.8%	51	8,120
FelCor Lodging	1,303	2.8%	60	17,583
Ashford Hospitality Trust	1,018	2.2%	87	17,030
Summit Hotel Properties	875	1.9%	88	10,908
Chatham Lodging Trust	557	1.2%	25	3,591
Ashford Hospitality Prime	422	0.9%	10	3,703
Sotherly Hotels Inc	80	0.2%	11	2,683
Innsuites Hospitality Tr	18	0.0%	5	843
Supertel Hospitality	7	0.0%	68	6,009
Total	47,249	100.0%	1,118	257,188

자료: 미국리츠협회

▶ 일본 Japan Hotel REITs: 일본 최대 호텔리츠로 리츠AMC의 주주는 리캡그룹, 공립 멘테난스, 오릭스부동산이며 호텔리츠의 대주주는 리캡그룹(싱가폴 홍콩그룹이 투자한 부동산펀드)이다. 46개의 호텔과 리조트를 보유하고 있으며 총 9,099실에 해당된다. 시가총액 29억달러로 자산취득가(23억달러), 순차입금(8억달러) 감안 시 NAV의 248%에 시가총액이 형성되고 있으며 PER은 30배다.

글로벌 호텔리츠 중 가장 주가가 강세였는데 유상증자를 통하여 매년 호텔을 인수해 외형을 키움에 따라 영업수익이 연평균 20% 이상 고성장하고 있기 때문이다. 2015년에도 9개의 호텔을 인수했고 2015년은 특히 엔화약세에 따른 인바운드 방문객 증가의 수혜가 컸다.

[그림 7] Japan Hotel REITs 구조



자료: Japan Hotel REITs

▶ 싱가포르 호텔리츠: 싱가폴은 총 6개의 호텔리츠가 상장됐으며 128개 호텔, 2,3만실, 100억달러의 자산규모를 이루고 있다. Ascott Residence Trust, Far East Hospitality Trust, CDL Hospital Trust등 주로 부동산회사가 앵커 투자자다. 이 중 Ascott residence trust의 자산가치는 47억 싱가포르달러에 이르며 89개의 자산이 38개 도시 14개 국가에 분포되어 있어 시장 변동성이 적다. 배당수익률은 2015년 6.71%로 배당가능 이익의 최소 90%이상을 배당을 하고 있다. 2014년 9개, 2015년 6개의 부동산 인수를 통해 지속 성장하고 있다.

▶ 홍콩 Regal REITs: 2006년 Regal hotels int'l이 보유호텔을 Regal hotel REITs에 매각하며 탄생했다. 시가총액 8억달러로 9개 호텔의 공정가치는 28억달러, 순차입금은 18억달러다. NAV의 80%에 시가총액이 형성돼 있으며 PER은 29배다. 2015년 부동산 공정가치 평가손실(20억 홍콩달러)반영으로 적자 전환했으나 이를 제외한 순이익은 전년대비 3.2% 증가했다. 중국 경기 둔화 및 홍콩달러 강세 등의 어려운 외부 환경(홍콩 방문객수는 2015년 5,930만명으로 전년대비 2.5% 감소, 평균 객실 점유율은 86%로 전년대비 4%p 감소)를 감안하면 무난한 실적이다.

▶ 미국 Host Hotel & Resort: 2014년 말부터 달러강세와 유럽 관광객 감소(유럽 경제침체)로 F&B 수익성이 악화되고 순이익이 감소했다. 자산 재편에 따라 외형성장이 다소 느려졌으나 객단가나 객실점유율은 꾸준히 상승 중이다. 배당수익률도 2014년 3.5%에서 2015년 4.1%로 증가했고 2015년말부터 올 4월까지 7.6억달러의 자사주 매입을 실시했다.

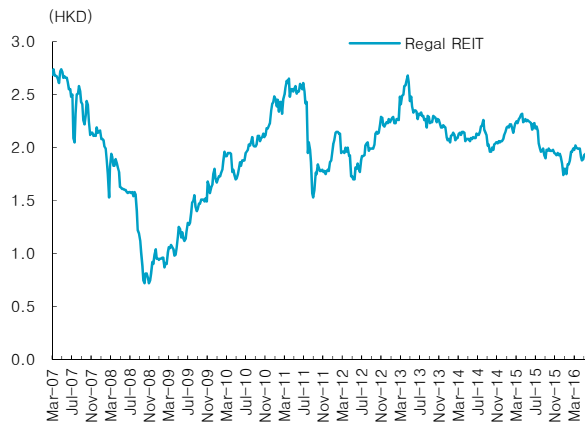
〈표 3〉 아시아 호텔리츠 현황

(단위: 억달러)

구분		총 자산	상장시기	객실수	운영사(브랜드)
싱가폴	Ascendas Hospitality Trust	10	2012	3,482	Novotel, Ibis
	Ascott Residence Trust	27	2006	8,691	Ascott, Somerset
	CDL hospitality Trsut	18	2006	4,455	Millennium & Copthome Hotels
	FarEast Hospitality Trust	19	2012	2,829	Jelco Properties
	OUE Hospitality Trust	14	2013	1,077	OUE Limited
	Frasers Hospitality Trust	13	2014	2,770	The Westin, Fraser Suites
	sub total	101		23,304	
홍콩	Regal REIT	30	2007	4,232	Regal Hotel
	Hui Xian REIT	65	2011	1,415	Grand Hyatt, Sofitel
	New Century REIT	7	2013	2,021	The New Century Group
	sub total	102		7,668	
일본	Japan Hotel REIT	15	2006	7,510	Domi Inn, Ibis, Toyogo Inn comfort
	Hoshino Resorts REIT	2	2013	364	Hoshino Resort, Arashiyama Onsen
	sub total	17		7874	
말레이시아	YTL Hospitality REIT	8	2005	3,706	JW Marriot, Ritz-Carton

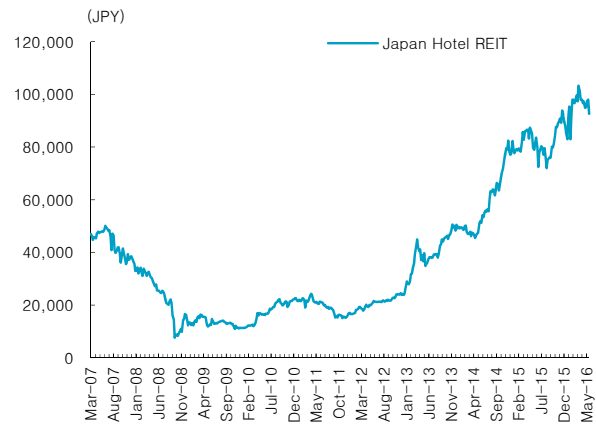
자료: 한국투자증권

[그림 8] HK Regal REITs



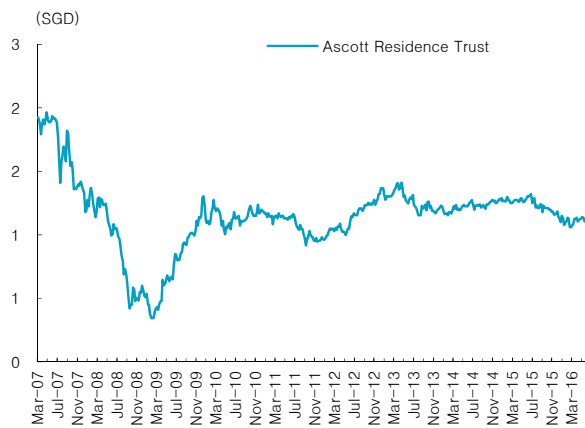
자료: Bloomberg

[그림 9] Japan Hotel REITs



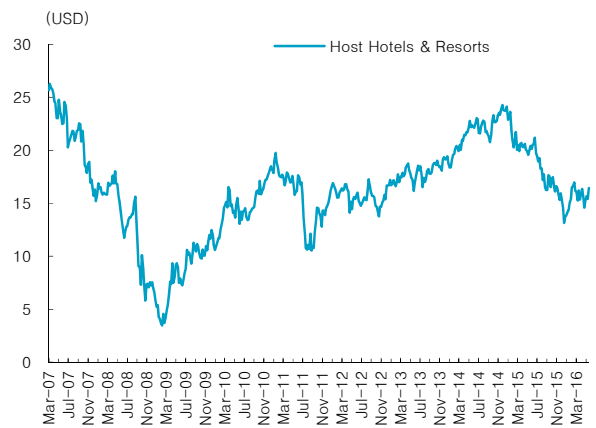
자료: Bloomberg

[그림 10] 싱가포르 Ascott Residence Trust REITs



자료: Bloomberg

[그림 11] US Host hotels & Resorts



자료: Bloomberg

〈표 4〉 Japan hotel REITs 손익

(단위: 백만원)

	2012	2013	2014	2015
영업수익	7,283	11,475	12,762	17,041
영업비용	4,688	6,107	5,217	6,052
영업이익	2,595	5,368	7,546	10,989
영업이익률	35.6%	46.8%	59.1%	64.5%
세전이익	1,412	3,235	5,776	9,296
순이익	19,031	3,233	5,775	9,295
자산가치(취득가)	130,883	158,902	173,429	225,723
시가총액	na	132,113	214,929	281,408

자료: Japan hotel REITs

〈표 5〉 홍콩 Regal REIT 손익

(단위: 백만홍콩달러)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Portfolio value	Initial Hotels	13.8	14.3	17.0	20.1	20.2	20.0	18.4
(십억홍콩달러)	iclub Hotels	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9	4.1	3.7
	Total	14.3	14.9	17.8	21.0	21.1	24.1	22.1
영업수익				736	844	867	1,001	1,002
영업이익				707	814	837	971	972
영업이익률				96.1%	96.4%	96.5%	97.0%	97.0%
EBITDA				629	716	760	851	866
EBITDA Margin				85.5%	84.8%	87.7%	85.0%	86.4%
순이익				372.0	481.0	440.0	522.0	530.0
순이익률				50.5%	57.0%	50.7%	52.1%	52.9%

자료: Regal REITs

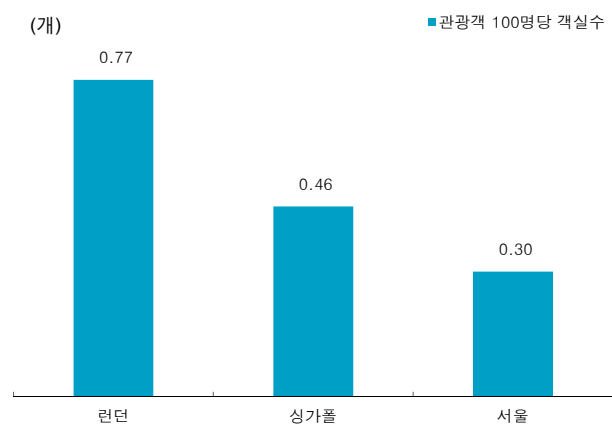
한국 호텔산업에 호텔리츠가 필요한 이유

호텔리츠는 리츠가 발달한 대부분의 국가에서 가장 수익률이 높은 리츠 중 하나다. 오피스나 주택리츠는 근본적으로 자본이득을 추구해 준공 후 수동적 임대료(passive income) 수취를 하다가 3~5년 내 매각으로 리츠를 청산하는 경우가 많다. 그러나 호텔업은 income gain(운영소득)을 기반으로 20년 이상 장기운영 구조로 짜인다. 호텔은 운영상품이면서 브랜드와 결합된 독특한 구조라는 점에서 1물 1리츠가 아닌 다물 리츠가 필요하다.

호텔업의 성공을 위해서는 싼 취득가에 좋은 입지 선점이 가장 중요하다. 호텔업은 고정비 지출이 높고 변동비가 낮아 BEP 매출 수준이 매우 높다(객실 점유율 55% 이상으로 추정). 한국의 호텔 대부분은 대기업이 소유하고 있는데 자본력이 필요한 장치산업이라는 이유가 가장 컸다. 재벌기업은 호텔에서 수익이 나지 않아도 면세점 등 타 사업에서 수익을 내 왔다. 한국 호텔업의 문제는 오너는 많지만 전문 운용사가 없고 대부분 소유와 운영을 같이 하는 가족형 독립호텔 구조라는 점이다.

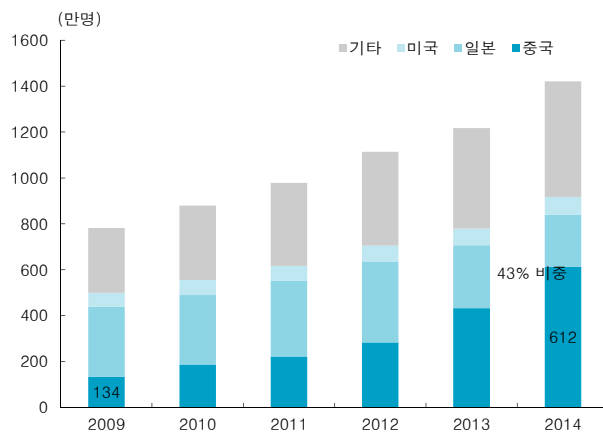
전국 숙박업 내 모텔/여인숙 등 여관업 비중은 63.5%, 그 외 대부분은 호텔 및 기타관광 숙박시설이다. 또한 관광호텔 중 특1,2급은 46%로 추정되며 서울은 62%에 달한다. 즉 한국 숙박업은 모텔 아니면 4,5성 특급호텔의 기형적 구조다. 반면 한국은 지금 중국인을 타겟으로 한 호텔이 필요하다. 수도권 호텔 이용자의 70%가 외국인이며 이 중 50% 이상이 중국인인데 이들은 10만원대 전후의 비즈니스 호텔을 찾고 있다. 한국의 인바운드 관광객은 일본을 앞서나 인구 100명당 호텔 객실수는 OECD 중 가장 낮은 140국 중 99위다(세네갈이 98위). [그림 12]처럼 런던과 싱가포르 대비 서울의 호텔 객실수는 현저히 부족한 것으로 나타난다.

[그림 12] 주요 국가의 관광객 100명당 객실수



자료: World Economic Forum

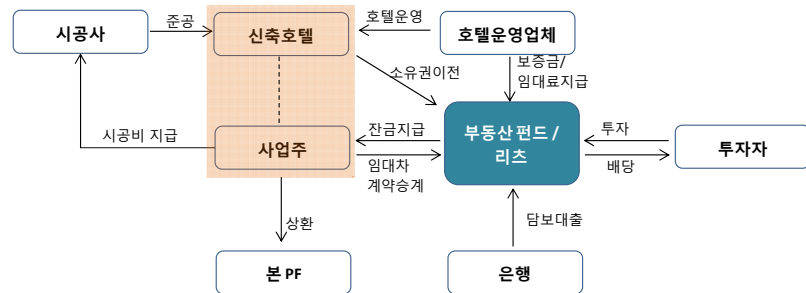
[그림 13] 한국의 국적별 인바운드 관광객수



자료: 한국관광공사

한국의 호텔업은 말레이시아보다 낙후된 셈인데 지을 주체는 많지만 운영사가 부족하다. 또한 운영사를 갖춘 주체는 호텔을 지을 금융조달에 어려움을 겪는 경우가 많다. 이를 리츠를 통해 풀어나갈 수 있다. 호텔리츠를 통해 자본시장에서 자산 유동화와 매입자금 조달이 가능하다. 성공적인 호텔리츠 성장을 위해서는 1) 호텔업의 운영과 소유의 분리, 2) 미국에서 정착된 UPREITs(현물출자에 따른 세제혜택으로 호텔의 유동화) 등이 필요하다.

[그림 14] 호텔 개발과 운영 구조



자료: 한국투자증권

통상 호텔은 운영 수익성이 떨어지고 거래가 원활하지 않으나 비즈니스 호텔은 비교적 수익성이 양호하고 거래가 용이한 편이라 리츠/펀드의 좋은 투자대상이다. 현재 18개의 호텔에 약 2조원의 리츠/펀드가 투자돼 있다. 2011년 최초로 명동 스카이파크 호텔을 자산으로 한 'JR5호' 위탁 호텔리츠가 설립됐다. 이를 포함, 6개의 호텔리츠가 설립돼 있다.

그러나 모두 사모형이며 위탁리츠이자 1물 1사라 성장에 한계가 있다. 더불어 국내 호텔리츠는 모든 사업진행을 AMC가 책임지고 호텔 운영사는 마지막에 책임임차를 하는 구조라 앵커 역할을 할 호텔운영사의 지분 참여가 저조하다. 일본 호텔리츠는 도미인 브랜드가, 홍콩 리갈리츠는 리갈호텔이 책임 운영사로 앵커 투자자로 참여했기 때문에 성장이 빨랐다. 올 8월 상장할 모두투어리츠는 모두투어가, 아벤트리리츠는 운영사인 HTC가 강력한 앵커로 참여하는 영속형 자기관리리츠를 지향한다는 점에서 향후 호텔리츠 시장의 성장 가능성을 높이는 요소다.

수익구조는 전문 운영사와 호텔리츠간 임대계약(master lease)을 통해 임대료를 수취하는 방식이다. 운영사는 최소 보장 임대료를 책정해 호텔리츠에 납부하는데 통상 1년치 임대료(20~50억원)이나 호텔 연매출의 38~45%, 총 투자액의 3~5%에 해당된다. FF&E 개보수 비용은 매출의 3% 수준에서 임차인이 충당금을 적립한다. 최소보장 임대료 책정의 이유는 호텔 투자 초기시점, 수익률 보장을 통해 상품구성의 안정성을 확보해 투자자를 유치하기 위함이다.

〈표 6〉 한국 호텔리츠 현황

(단위: 십억원)

구분	위탁관리리츠					자기관리리츠		
	(사모형, 기한부 비상장 리츠)					(공모형, 영속형 상장 추구)		
	JR REITs 5	JR REITs 8	JR REITs 10	생보1호리츠	JR REITs 12	펍코 6호	아벤트리리츠	모두투어리츠
주주	KT&G 지행공	건설공제조합 KT&G 지행공	하나투어 농협상호 KT&G	새마을금고 경찰공제회	대성산업 하우사모신탁	경찰공제회 신한캐피탈 지행공	HTC IBK캐피탈	모두투어 일진그룹 SK증권
사업지	명동	명동	충무로	명동	신도림동	울산	인사동	명동
자본금	16	46	33	27	64	5	19	19
자산규모	31	108	88	59	160	73	32	53
객실	130	306	288	144	269	354	155	324
개관	2011	2012	2013	2012	2014	2015	2012	2014
브랜드	스카이파크	스카이파크	T-Mark	나인트리	쉐라톤	롯데시티	아벤트리	스타즈
비고	리모델링	리모델링	리모델링	리모델링	유동화	신축	리모델링	리모델링

자료: 한국투자증권

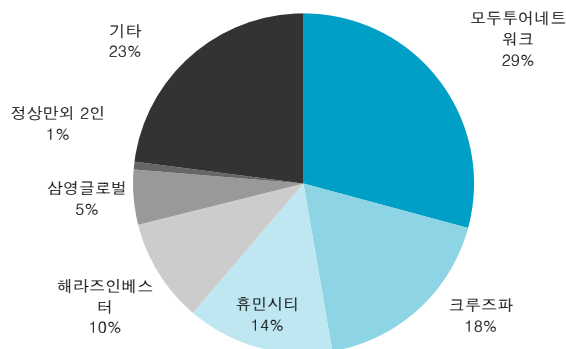
모두투어리츠: 최초의 호텔특화 앵커리츠

모두투어리츠는 올 8월 상장예정인 국내 최초의 자기관리 호텔리츠다. 호텔을 소유법인과 운영법인으로 나누고 소유법인인 모두투어리츠를 리츠로 전환 상장하는 사례다. 모두투어 네트워크가 29% 지분을 지닌 앵커투자자로, 운영사인 모두스테이를 100% 소유한다. 모두스테이는 최소보증 임대료를 모두투어 리츠에 납부하며 리츠 상품의 안정성을 확보시켜 준다.

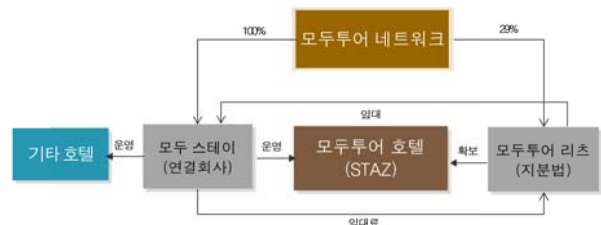
모두투어는 모두투어 네트워크와 모두투어 리츠를 통해 총 4개의 호텔(모두투어리츠가 Staz 3개 보유, 모두투어 네트워크가 제주 로베로 1개 보유), 530개 객실을 보유하고 있다. 평균 객실판매율은 90%에 이른다. 경쟁 과열 속에서도 기존 비즈니스인 '여행 알선업'과 시너지를 낼 수 있도록 추진하고 있다. 모두스테이는 객실운영 수입의 43%, 부대수입의 10%를 모두투어 리츠에 최소 임대료로 지급하므로 모두투어 리츠의 투자자는 안정적 상품구조를 확보할 수 있다. 일례로 1호점은 최소보증 임대료로 연 15억원, 2호점은 13억원씩 지급하며 계약조건은 5년만기로 연 3% 인상이다.

향후 모두투어 리츠의 성장 방식은 유상증자를 통한 호텔 매입이 될 것이다. 앵커 투자자인 모두투어 네트워크는 지속적인 유상증자에 참여함으로써 20~30%대의 지분율을 유지하고 최대주주 지위를 유지할 가능성이 높다. 모두투어 리츠는 2018년까지 총 3천객실, 20여개 호텔을 확보하는 것이 목표다. 모두투어 리츠는 중국인 관광객 위주로 한국에는 형성되지 않은 3성급 비즈니스 호텔시장을 공략한다는 전략이다. 3성급 비즈니스호텔은 4성급과 품질 차이는 크지 않지만 가격 수준은 30% 이상 낮아 경쟁력이 높다.

[그림 15] 모두투어 리츠 현재 지분 구성



[그림 16] 모두투어 호텔사업 구조



자료: 모두투어 리츠

자료: 모두투어 리츠

[그림 17] 모두투어 리츠 호텔자산



STAZ Hotel 명동 1



STAZ Hotel 명동 2



STAZ Hotel 동탄

자료: 모두투어

〈표 7〉 모두투어리츠 손익

(단위: 백만원)

	2014	2015	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
영업수익	904	3,023	0	0	275	629	703	782	732	806
영업비용	1,274	1,995	195	243	342	496	565	445	559	426
OP	(371)	1,028	(195)	(243)	(67)	133	138	337	173	380
EBT	(914)	39	(192)	(272)	(310)	(142)	(135)	90	(69)	153
NP	(716)	22	(192)	(272)	(310)	(56)	(108)	68	(56)	118

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 모두투어리츠의 보유 호텔 명세

(단위: 백만원)

		2014	2015	토지장부가	건물장부가	토지공정가	건물공정가
STAZ 명동 I	임대수익	904	1,664	18,181	9,167	24,296	12,778
	임대비용	224	377				
STAZ 명동 II	임대수익	-	1,359	11,107	10,924	15,761	16,939
	임대비용	-	416				
합계	임대 영업이익/가치	680	2,230	29,288	20,091	40,057	29,717

자료: 한국투자증권

아울렛 리츠: '코크렙6호' 상장 대기

연내 아울렛에 투자하는 사모리츠인 '코크렙 6호 기업구조조정 부동산투자회사'의 상장을 추진한다. 호텔리츠처럼 아울렛에 특화된 최초의 상장리츠로 1물1리츠가 아닌 여러 자산의 영속형 리츠다. 현재 자산규모는 2,700억원(뉴코아아울렛 일산, 평촌점, NC백화점 야탑점 보유)이다. 코크렙6호는 이랜드로부터 레저 계열사 부동산과 추가 뉴코아 아울렛 등을 매입해 상장에 맞춰 1조원 자산규모로 키울 예정이라 현존하는 가장 큰 리츠가 될 수 있다. 코크렙6호는 기존에 기관이 보유한 지분을 매입한 뒤 일부를 구주매출로 개인에 내놓으며 신주도 발행 계획이다.

상장 시기는 11월로 예상되며 배당수익률 연 6~7%가 목표다. 코크렙6호 상장은 기관투자자를 위한 사모 중심과 기한부였던 국내 리츠 시장이 공모 상장 중심으로 재편될 계기가 될 것이다. 재무구조 개선을 위해 이랜드 그룹이 리츠를 활용해 보유자산을 유동화하는 사례다.

〈표 9〉 코크렙6호 손익

(단위: 십억원)

	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15	2H15
영업수입	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	11.0	9.0	9.5	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
YoY	0.2%	-0.3%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	-13.6%	-29.8%	-14.0%	5.0%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
영업비용	3.1	3.0	3.1	3.0	3.2	3.1	2.7	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
영업이익	9.6	9.7	9.7	9.7	9.6	9.6	8.3	6.6	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
영업이익률	75.4%	76.2%	75.6%	75.7%	74.9%	75.6%	75.6%	74.1%	79.3%	80.1%	80.1%	79.6%	80.1%	80.2%
YoY	0.0%	1.7%	0.2%	-0.6%	-1.0%	-0.1%	-12.9%	-31.2%	-9.7%	13.6%	0.3%	-0.7%	0.0%	0.8%
이자수익	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자비용	5.1	5.2	5.1	5.2	5.1	5.2	4.4	3.8	4.1	4.2	4.1	4.2	4.1	4.2
세전이익	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.1	3.0	3.5	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4
당기순이익	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	5.1	10.4	3.5	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4
배당액	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1	0.0	4.1	4.6	4.6	4.7	4.6	4.7	4.6

자료: 한국투자증권

[그림 18] 코크렙6호 아울렛 자산



평촌점



일산점



야탑점

자료: 코크렙6호

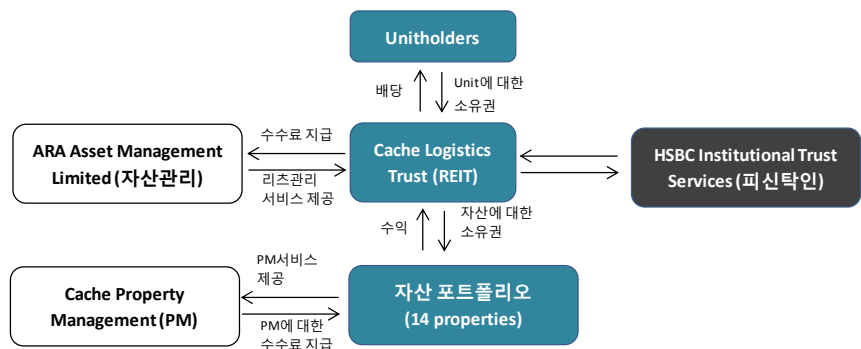
물류 리츠

물류리츠 역시 유망한 특화리츠 중 하나다. 물류에 투자가 개시된 시점은 2011년으로 2015년까지 인가된 물류리츠는 총 13건, 자산규모 8,532억원에 이른다. 그간 오피스를 대신해 급격히 성장한 자산으로 현재 리츠시장 내 비중은 4.3%다.

글로벌 대표 물류리츠로 싱가포르 'Cache Logistics Trust'가 있다. 19개 물류창고를 보유하고 있으며 앵커인 CWT(동남아 최대 상장 물류기업)는 물류창고 자산을 공급하며 AMC 지분 40%를 소유하고 있다. 앵커 투자자의 물류기업 전문성을 이용해 전략적 위치에 물류창고를 보유하고 안정적 tenant를 유치하고 있다. 화주기업이 보유한 물류센터의 소유권을 이전하거나 물류센터 개발에 앵커로 참여하며 key tenant 역할을 수행한다면 안정적으로 성장하면서 대형화될 수 있다.

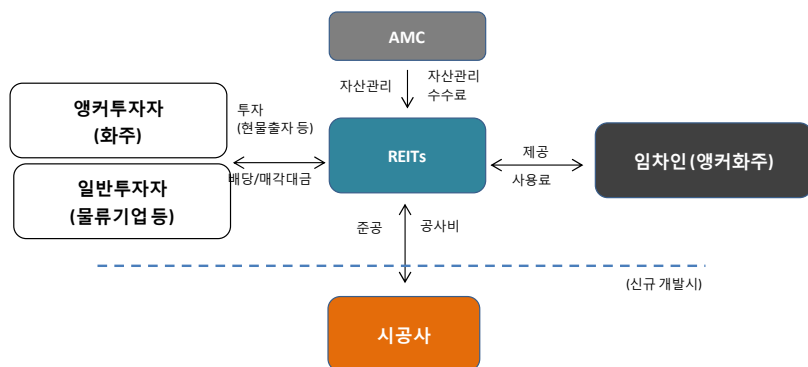
국내 등록된 물류센터는 2015년 말 기준 2,216개로 서울/수도권이 43%의 최대 비중을 차지한다. 임대 가능한 물류시설은 80%가 서울/인천/경기도에 집중돼 있다. 온라인 쇼핑이 급속히 증가(2014년 45조원)하며 물류시설의 수요가 높아지고 있다. 물류센터의 기대 수익률은 7.5~8.5%를 유지하는 고수익 상품이다. 현재 한국토지신탁이 500억원 규모의 경기도 안성 물류부동산 리츠의 AMC를 맡고 있다.

[그림 19] Cache Logistics Trust(REITs) 구조



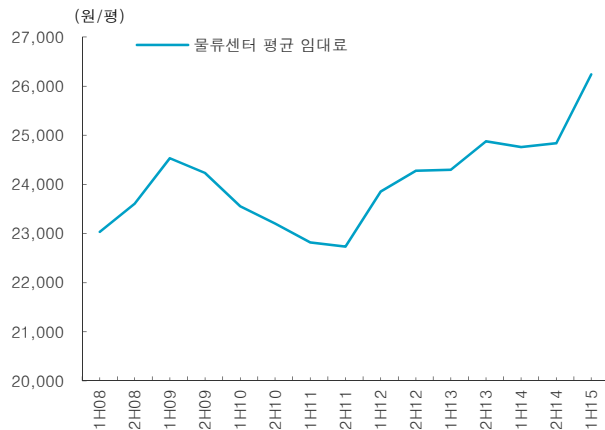
자료: Cache Logistics Trust

[그림 20] 물류리츠 구조



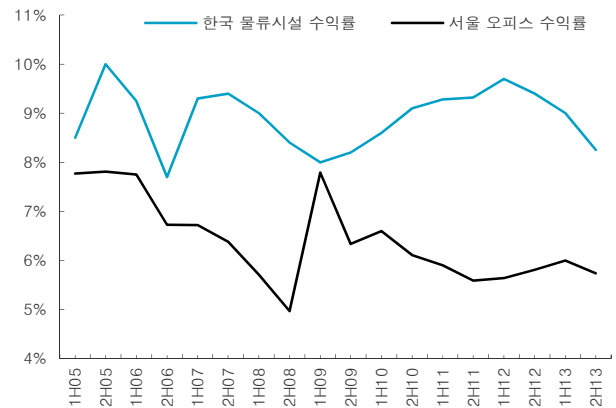
자료: Cache Logistics Trust

[그림 21] 물류센터 평균 임대료(원/평)



자료: CBRE

[그림 22] 물류시설 총 수익률



자료: CBRE

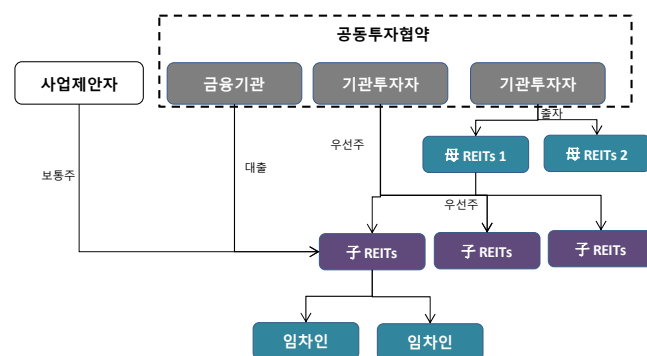
건설사와 신탁사의 리츠AMC 설립 불의 이유

최근 건설사들과 신탁사들은 리츠AMC 설립에 여념이 없다. 대부분의 신탁사는 리츠AMC를 통해 이미 관련업이 이익은 작지만 사업부 중 하나로 기능하고 있다. 건설사 중 대림산업이 가장 먼저 최근 AMC를 설립했고 현대산업이 향후 설립검토 중이다.

리츠AMC는 리츠자산을 통합관리/운영하는 회사다. 건설/신탁사들은 자회사로 AMC를 설립하고 리츠를 운영하는 paper company로 삼는 동시에 리츠에 소량의 지분(3~5%)을 태운다. 리츠AMC는 리츠 운용 혹은 자산의 매각수수료를 취한다. 일례로 싱가포르 Ascendas 리츠는 Ascenda그룹 자회사인 Ascendas funds management가 AMC를 맡고 스폰서인 Ascendas가 AMC 지분 100%를 소유하고 리츠 지분 17.1%를 소유한다.

건설/신탁사들의 리츠 투자대상으로 임대주택리츠나 뉴스테이가 있다. 아직까지 주택리츠 대부분은 공공성이 강한 위탁/기한부 리츠다. 미분양 리츠, 희망주택리츠(하우스푸어 지원) 등이 그 예로 수익성 위주의 리츠는 아니었다. 뉴스테이도 리츠 형태를 통해 공공성이 개입된 임대주택을 공급한다. 사업제안자(스폰서)가 출자해 모자형 리츠를 설립하고 주택기금이 출자/용자를 지원하며 사업제안자가 AMC를 수행한다. 뉴스테이에는 주택기금이 50% 이상 출자할 경우 건설사의 재무제표 연결대상에서 제외된다. 주택기금이 50% 미만을 출자할지라도 주택기금이 대주주거나 건설사가 비록 대주주라도 주택기금과 FI 1~2인의 출자비율 합이 50%를 넘으면 제외 가능한 혜택을 줬기에 리츠투자에 장애가 낮다.

[그림 23] 모자리츠 구조



자료: 리츠협회

건설/신탁사가 리츠AMC 설립과 함께 리츠 투자로 얻는 효익은 다음과 같다. 1) 일차적으로 AMC 손익을 인식하고(연결 자회사), 2) 장기적으로는 리츠 손익이 양호할 경우, 리츠에서 배당수익을 얻는다. 3) 리츠는 건설/신탁사에 개발자산이 된다. 건설사는 시공권을 확보함으로써 도급마진을 얻을 수 있다(이는 2000년대 초 유행한 민자 SOC방식과 유사). 금융기관보다 건설/신탁사가 리츠 투자에 있어 불리하지 않을 수 있는 이유는 건설사는 시공마진이나 AMC 수입으로, 신탁사는 신탁수수료나 AMC 수수료로 초기부터 리츠 투자 손실을 헷징하며 가기 때문이다. 즉 worst 시나리오 에에서도 초기 개발단계에서 향후 운영 수입에서 나타날 손실을 선제적으로 상쇄할 수 있다.

그러나 투자한 리츠 규모가 크게 확대되고 투자자산의 수익률이 나빠질 경우(공실, 임대료 하락, 비용 상승)에는 평가손실이 잡히기 때문에 리스크 관리가 필요하다. 따라서 가장 빠르게 AMC설립에 나선 대림산업이나 현대산업은 주요 리츠자산으로 임대주택보다 수익성 부동산(오피스/물류/호텔 등)을 주요 대상으로 삼고 있으며 이는 수익률 제고를 위함이다. 양사 모두 D타워(오피스), 호텔, 리조트 등 보유자산이 많기 때문에 리츠AMC는 효과적인 자산관리의 도구가 될 수 있다.

리츠자산의 구성도 중요하지만 무엇보다 리츠 수익률의 key는 자산의 취득가다. **일본은 버블 붕괴로 2000년대 초, 리츠들이 좋은 자산을 헐값에 담을 수 있었다.** 한국은 이 같은 가격 붕괴는 없었기 때문에 고수익을 창출하기가 어렵다는 약점도 있다. 그러나 정부의 리츠 육성에 따라 리츠시장이 활성화되며 그간 없었던 기회가 많아질 것이다. **디벨로퍼들은 자산유동화를 쉽게 함으로써 부동산 개발 활성화를 유도할 수 있다는 점이 핵심이다.**

글로벌 리츠 수익률

미국 REITs시장은 50년 역사를 가진 가장 성숙한 시장이다. 최근 5년 누적 수익률은 S&P500을 소폭 하회(-5.6%p)했지만 대체로 좋은 자산을 매입하기 어려웠던 2013년을 제외한다면 시장을 outperform 했다. 다양한 기법/구조/상품/자산 등을 통해 투자 포트폴리오에서 분산투자 및 대체투자의 역할을 하고 있다.

〈표 10〉 미국 REITs 연 수익률 비교

	REITs total	S&P 500	REITs 종류				
			Apartment	Hotel	Shopping Mall	Healthcare	Office
2011	7.3%	2.1%	11.9%	-15.2%	16.7%	7.7%	-3.9%
2012	20.1%	16.0%	3.7%	9.4%	25.5%	14.5%	9.1%
2013	3.2%	32.4%	-9.3%	24.3%	-3.5%	-11.3%	3.1%
2014	27.1%	13.7%	33.6%	27.9%	29.6%	26.7%	19.5%
2015	2.3%	1.4%	12.1%	-27.9%	0.6%	-11.3%	-3.3%

자료: Bloomberg, 한국투자증권

일본의 경우 상장리츠는 총 54개, 합산 시가총액은 5월말 기준 11.9조엔에 달한다. 일본 리츠의 최근 5년간 연평균 수익률은 16.9%로 Tokyo Stock Price Index(연평균 수익률 12.8%)를 outperform 했다. 특히 최근 1년 시장수익률은 -15.8%로 어려움을 겪었으나, 일본리츠의 경우 +5.1%로 안정적인 수익률을 보여주었다.

〈표 11〉 일본 REITs 수익률 비교

	1 month	3 months	6 months	1 year	2 years (annualized)	5 years (annualized)	10 years (annualized)
TSE REIT	-1.2%	1.8%	10.0%	5.1%	13.7%	16.9%	5.9%
TOPIX	2.9%	7.4%	-11.6%	-15.8%	9.3%	12.8%	0.6%

주: 2016년 5월말 기준
자료: ARES

케이타리츠(145270)

Not rated

			매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER EV/EBITDA	PBR	ROE	DY	
			(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(%)	(%)	
주가(6/27, 원)	1,630												
시가총액(십억원)	56												
발행주식수(백만)	28												
52주 최고/최저가(원)	2,170/1,020	2011A	1.0	(0.6)	(0.7)	(422)	NA	(0.6)	NA	NA	(6.0)	NA	
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,200	2012A	3.0	0.1	0.3	48	NM	0.1	88.0	42.9	0.8	0.9	0.0
유동주식비율(%)	89.1	2013A	8.0	5.0	3.6	666	1,343.2	4.9	6.4	8.6	0.6	9.1	14.1
외국인지분율(%)	13.8												
주요주주(%)	이명식 외 7인 10.9	2014A	9.5	6.7	3.7	689	3.5	6.8	6.6	10.0	0.6	9.4	7.1
	에이제이네트웍스 외 1인 9.4	2015A	11.4	8.2	4.5	165	(76.1)	7.9	7.2	13.1	0.8	10.7	2.6

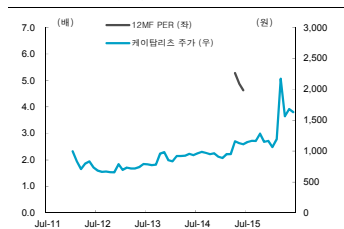
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

가장 오래된 자기관리 리츠, 기회가 다가온다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.1)	39.4	45.3
상대주가(%p)	(3.9)	42.6	53.1

12MF PER 추이



자기관리리츠는 일본의 중합 부동산기업과 가장 유사: 국내 상장된 영속형 자기관리리츠는 케이타리츠, 광희리츠를 포함, 총 2개에 불과(이코리아리츠는 2015년 상장폐지)하며 그 중 케이타리츠는 가장 왕성하게 자산 매입과 밸류업을 통해 임대수익을 추구하는 리츠다. 5개의 근린생활시설, 1개의 교육연구시설, 1개의 단독주택(판교 아펠바움)등 총 7개다. 작년 12월, 저가에 김포빌딩을 매입하며 작년 순이익에 20억원의 평가이익이 반영되었다. 총 투자자산의 평균 ROE는 16%에 이르며 cap rate는 7.3%로 높은 수준이다. Cap rate가 높을수록 임대료 수준 대비 보유자산 가치가 저평가됐음을 의미한다.

다이와하우스와 임대주택 사업 추진: 지난 3월, 다이와하우스가 제3자 배정 유상증자에 참여하며 케이타리츠 지분 8.8%를 보유한 주요 주주가 되었다. 곧 다이와하우스에서 4~5명의 인력이 파견되며 임대주택사업을 본격 추진하게 된다. 케이타리츠는 공공성격의 뉴스테이는 임대료 상한과 입지의 제약으로 참여 의지가 없다. 대신 서울 역세권에 순수 민간임대주택 사업을 공략하고 있다. 적절한 가격에 입지를 찾기가 어렵지만 올해 착공을 하는 것이 목표다. 첫 임대사업은 약 100호 규모에서 시작할 계획이며 향후 마스터리스 방식도 도입해 규모의 경제를 키울 계획이다. 수익률은 투자자산에 따라 달라지나, 기준금리의 약 3배가 목표다. 그 외에 오피스 위주의 자산 매입작업도 지속하고 있다. 회사가 성장기이므로 인력은 18명으로 4명 늘었다.

케이맥스를 통해 시설관리: 기존에는 자회사 '케이타BM'을 통해 90여개의 tenant 시설관리를 해왔으나 최근 케이맥스(전략적 투자자인 일본 자산관리회사 '자이맥스'가 100% 출자해 설립한 국내 시설관리회사, 케이맥스는 케이타리츠 지분 3.31% 보유, 자이맥스는 케이타리츠 지분 3.69% 보유)에 케이타BM을 매각하고 케이맥스가 케이타리츠의 tenant 관리를 모두 도맡고 있다. 시설관리는 노동집약적이라 규모의 경제가 중요하며 일본 자이맥스의 노하우를 적용할 수 있는 기회다.

2015년까지 배당수익률 6% 지속: 2015년에도 주식배당을 포함, 6.0%의 배당수익률(2013년 자산처분으로 12.0%, 2014년 6.4%)을 보였다. 현재 자기관리리츠의 의무배당은 배당가능 이익의 90%에서 50%로 한시 완화된 상태지만 케이타리츠는 작년에도 배당가능 이익의 85%를 배당, 주주가치 제고에 힘쓰고 있다. 현재 위탁/CR리츠는 실체가 없는 리츠라 취득세와 법인세 감면 혜택을 받고 있으나 자기관리 리츠는 실체가 있는 영속형 법인이라는 점에서 이 혜택이 없다. 정부의 리츠 육성 의지가 강한 만큼, 향후 불균형적 제도에 대한 개선이 이뤄진다면 케이타리츠의 자산 매입과 성장은 더욱 빨라질 것이다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
Seungkyun.kang@truefriend.com

올해 신규 자산매입이 없어도 배당수익률 3% 이상 유지 예상: 2016년 실적은 신규 자산 매입이 없을 경우 자산 평가이익을 제외한 전년과 유사한 매출 77억원, 순이익 50억원이 예상된다. 전년과 유사한 수준의 배당을 실시한다고 보수적으로 가정한다면 연초 유상증자에 따른 주식수 증가와 주가 상승으로 배당수익률은 3.0%로 낮아지나 여전히 저금리 감안시 높은 배당수익률이다. 7개 자산의 총 취득가는 1,027억원, 시가는 1,184억원이며 순차입금 386억원 감안시 현재 시가총액은 투자자산 가치의 62%에 불과하다. J-REITs의 P/NAV 비율은 고성장을 구가했던 2000년대 초에는 2배였으나 지금은 1.6배에 수렴한다. 케이타리츠는 성장 초입기임에도 P/NAV 비율은 1.1배다.

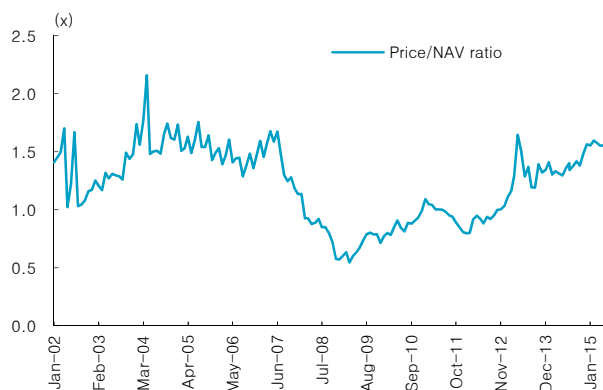
〈표 12〉 케이타리츠 투자자산 명세

(단위: 백만원)

투자부동산	대지면적(㎡)	연면적	투자구조				총 취득가	매출	손익		
			공실률(%)	자기자본	차입금	임대보증금			순이익	Caprate(%)	ROE(%)
쥬디스태화	810	6,578	4.03	387	11,000	2,946	14,333	1,318	621	8.1	105.9
완정빌딩	743	3,876	-	2,425	3,000	910	6,335	569	394	8.8	16.2
판교아펠바움	598	581	-	1,377	3,330	30	4,737	300	206	6.4	15.0
화정빌딩	1,328	17,255	2.95	13,510	15,000	8,230	36,740	3,150	2,197	9.0	15.3
미원빌딩	373	3,646	-	2,086	6,600	473	9,159	409	197	4.4	9.4
서초빌딩	990	4,588	-	4,604	12,000	500	17,104	1,133	804	6.8	17.5
김포빌딩	1,372	9,470	-	3,849	9,000	1,428	14,277	866	421	5.3	10.1
합계	6,214	45,994		28,238	59,930	14,517	102,685	7,745	4,840	7.3	16.3

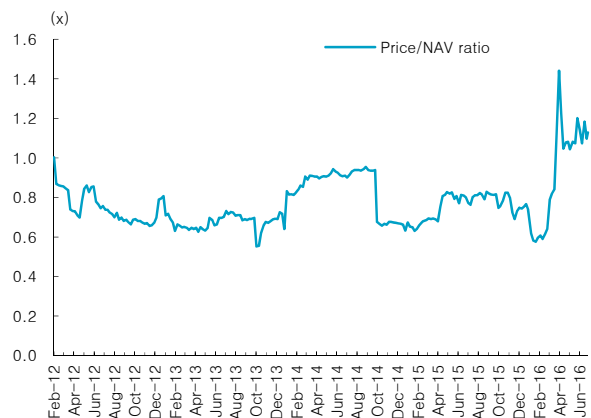
자료: 한국투자증권

[그림 24] 일본 J-REITs 주가 대비 순자산가치 비율



자료: ARES

[그림 25] 케이타리츠의 주가 대비 순자산가치 비율



자료: 한국투자증권, 케이타리츠

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
유동자산	3	16	16	7	2
현금성자산	1	2	1	3	1
매출채권및기타채권	0	1	1	1	1
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	20	21	73	102	120
투자자산	20	21	72	101	1
유형자산	0	0	0	1	2
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	23	36	88	108	123
유동부채	10	3	8	22	36
매입채무및기타채무	1	1	3	6	4
단기차입금및단기사채	8	0	4	3	16
유동성장기부채	0	0	0	11	15
비유동부채	2	6	40	46	43
사채	0	0	11	0	0
장기차입금및금융부채	0	3	18	37	31
부채총계	12	9	49	68	79
지배주주지분	11	27	40	40	43
자본금	12	27	27	27	28
자본잉여금	0	1	1	1	1
기타자본	(0)	0	0	0	(0)
이익잉여금	(1)	(1)	12	12	15
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	11	27	40	40	43

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
영업활동현금흐름	3	2	5	4	(5)
당기순이익	(1)	0	4	4	4
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	4	2	6	1	(10)
기타	0	0	(5)	(1)	1
투자활동현금흐름	(22)	(12)	(36)	(16)	(21)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(20)	(6)	(41)	(26)	0
무형자산순증	0	0	(0)	0	(0)
기타	(2)	(6)	5	11	(20)
재무활동현금흐름	19	11	29	15	27
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	19	11	29	18	29
배당금지급	0	0	0	(3)	(2)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	0	1	(1)	2	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

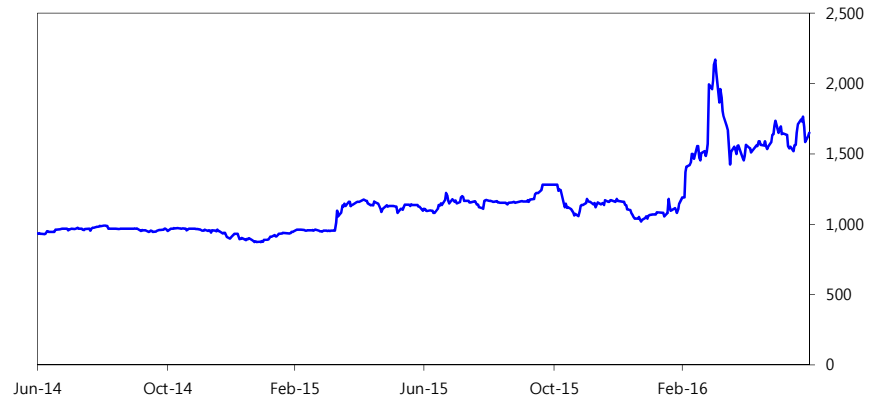
	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
매출액	1	3	8	10	11
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1	3	8	10	11
판매관리비	2	3	3	3	3
영업이익	(1)	0	5	7	8
금융수익	0	0	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	1	2	2
이자비용	0	0	1	2	2
기타영업외손익	0	0	(0)	0	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(1)	0	5	5	6
법인세비용	0	0	1	1	1
연결당기순이익	(1)	0	4	4	4
지배주주지분순이익	(1)	0	4	4	4
기타포괄이익	0	0	(0)	0	0
총포괄이익	(1)	0	4	4	5
지배주주지분포괄이익	(1)	0	4	4	5
EBITDA	(1)	0	5	7	8

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
주당지표(원)					
EPS	(422)	48	666	689	165
BPS	4,543	4,981	7,306	7,400	1,572
DPS	0	0	600	320	30
성장성(% , YoY)					
매출증가율	NA	205.1	163.6	19.7	19.6
영업이익증가율	NA	NM	3,583.2	36.0	21.7
순이익증가율	NA	NM	1,343.2	3.5	19.9
EPS증가율	NA	NM	1,343.2	3.5	(76.1)
EBITDA증가율	NA	NM	1,307.1	36.2	21.6
수익성(%)					
영업이익률	(63.0)	(4.5)	62.2	70.7	72.0
순이익률	(68.0)	(8.3)	45.4	39.3	39.4
EBITDA Margin	(55.6)	11.6	62.6	71.2	72.4
ROA	(2.9)	0.7	4.1	3.8	3.9
ROE	(6.0)	0.9	9.1	9.4	10.7
배당수익률	NA	0.0	14.1	7.0	2.5
배당성향	0.0	0.0	90.1	46.4	18.5
안정성					
순차입금(십억원)	5	(7)	19	45	60
차입금/자본총계비율(%)	72	11	82	127	141
Valuation(X)					
PER	NA	88.0	6.4	6.6	7.2
PBR	NA	0.8	0.6	0.6	0.8
EV/EBITDA	NA	42.9	8.6	10.0	13.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
케이타리츠(145270)	2016.02.25	NR	-



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 6월 28일 현재 케이타리츠 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.