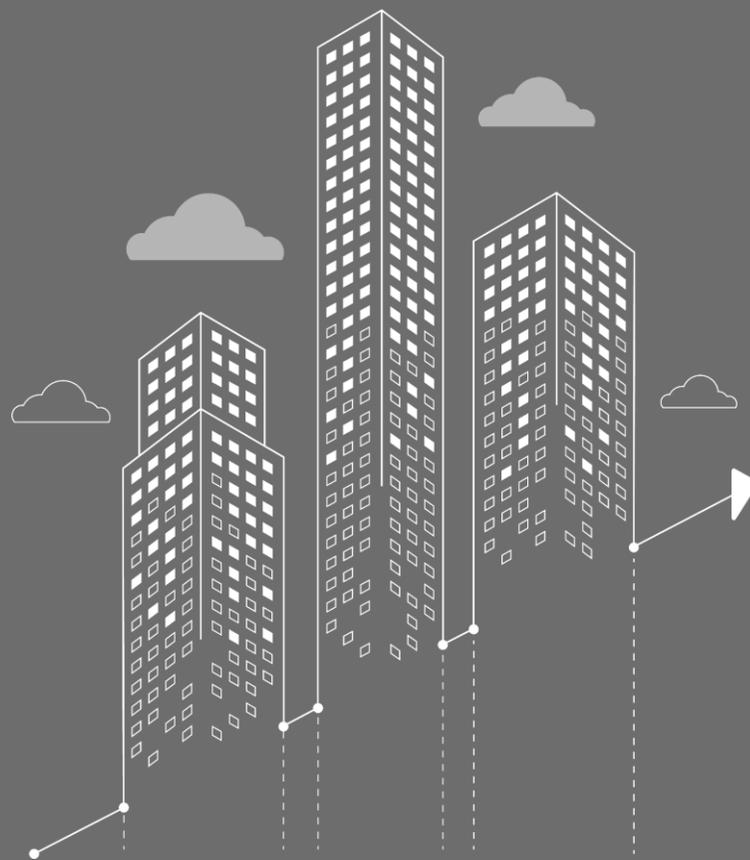


## Part 4.

# REITs 투자 시 점검해야 할 것들

- 리츠는 실물 부동산이나 주식과는 다른 성격을 갖고 있어 투자할 때 기초자산 특성, 임대계약 및 임차인 특성, 투자 수익률, 밸류에이션 등을 점검할 필요가 있습니다.



“기초자산 특성, 임대계약 및 임차인 특성, 투자 수익률, 밸류에이션 등을 점검할 필요가 있습니다”

[리츠 투자 시 확인해야 할 요소들]

운영 역량 / 투자성향 / 시장상황 및 섹터 특성 / 부가서비스 등 + 그 외 정성적인 요인들

REITs의 특성

배당은 얼마나 나오나요?

배당 가능한 금액이 얼마죠?

주가가 높은지 낮은지 어떻게 알죠?

자산가치는 어떻게 아나요?

레버리지를 활용한다던데

임대계약 및 임차인 특성

계약기간은 어떻게 되죠?

임대료는 상승하나요?

임대료를 꾸준히 낼만한 임차인 인가요?

자산가치는 어떻게 확인하나요?

기초자산(부동산) 특성

임대료는 얼마나 나오나요?

유지관리비는?

투자수익률이 얼마인가?

기초자산의 위치는?

토지 가치? 건물 가치?

CBD? YBD? GBD?

## “임대료는 리츠의 매출과 배당의 원천이 됩니다”

- NOI(Net Operating Income)는 현재 발생하는 임대료에서 영업 경비(관리비, 수선비, 세금 등)를 제외한 순영업소득입니다.
- Cap Rate(Capitalization Rate)는 투자금액대비 연간 순영업소득(NOI) 비율로 실질적인 투자 수익률을 의미합니다.

### [기초자산의 NOI와 Cap Rate]

#### ① NOI(Net Operating Income)

임대료 - 유지관리비,공과금,보험료,재산세 = NOI

부동산 투자시 실제로 얻을 수 있는 수익

#### 2. Cap Rate(Capitalization Rate)

NOI / 자산 매입가격 = Cap Rate

Ex) 100억에 Cap Rate가 5%면,  
연간 들어오는 임대료에서 유지관리비,공과금,보험료,재산세를 제외한 금액이 연간 5억원

실질 투자 수익률의 개념

#### 투자대상 A

- 투자금액 : 100억
- 연간 임대료: 6억
- NOI : 5억



#### 투자대상 B

- 투자금액 : 100억
- 연간 임대료: 7억
- NOI : 5억



- ✓ 투자대상 A와 B는 투자금액이 동일한데 연간 임대료는 투자대상 B가 1억 더 높음
- ✓ A의 투자수익률은 6%, B의 투자수익률은 7%로 계산되나 실제 얻을 수 있는 수익 (NOI)은 동일함
- ✓ NOI와 Cap Rate를 활용하여 기초자산을 살펴본다면, NOI가 동일하고 5%의 Cap Rate를 갖고 있는 자산을 알 수 있음.

“기초자산인 부동산을 보는 관점은 거시적 입지, 미시적 입지, 건축물 및 토지 특성으로 나눌 수 있습니다”

[기초자산에 대해 체크해야 할 세가지 분야]

1

거시적 입지

- 도시의 성장세
- 인구 증가율(유입인구, 자연증가)
- 공급계획, 도시계획
- 국가 내 경쟁 도시 존재 여부
- 도시 내 비슷한 등급의 자산의 Cap Rate
- 해당 지역 핵심 산업의 성장 여부

국가/지역 /도시 단위의 입지

2

미시적 입지

- 도시 내 해당 입지의 특징  
(업무중심지구, 상업지구 등)
- 대중교통 근접성(도심)
- 간선도로 및 고속도로 접근성  
(물류 및 비도심)
- 관광지 접근성(호텔)

Street, 동, 필지 단위의 입지

3

건축물 및 토지 특성

- 건축연한
- 건축물 특성
- 잔여 용적률
- 용도 제한 여부

상부 건축물 및 개별 필지의 특성

“시세 차익이 목적인 주식과 다르게 리츠는 투자 수익에서 배당이 차지하는 비중이 높습니다”

- FFO(Fund From Operation)는 당기순이익에 감가상각비를 더하고 자산 매각 수익을 차감해 리츠의 배당 가능한 이익을 나타냅니다.
- 배당 관련 지표인 배당성향과 배당률은 각각 두 가지 방법으로 계산 가능합니다.

#### [순이익과 FFO (Fund From Operation)]



#### [배당과 관련하여 확인해야 할 지표들]

\* 배당성향

$$\text{배당} \div \text{FFO} = \text{FFO를 기준으로 하는 배당성향}$$

$$\text{배당} \div \text{순이익} = \text{순이익을 기준으로 하는 배당성향 (100%를 초과하는 경우가 많음)}$$

\* 배당률 혹은 예상 배당률

$$\frac{\text{과거 연간배당}}{\text{주가}} = \text{배당 이력을 바탕으로 계산}$$

$$\frac{\text{미래 연간배당}}{\text{주가}} = \text{미래 임대료를 바탕으로 한 추정치}$$

자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

“가치 평가 방식으로는 크게 P/FFO(시가총액-배당가능이익 비율), P/NAV(시가총액-순자산 비율)가 있습니다”

- P/FFO = 시가총액(P)/배당가능이익(FFO). P/FFO 10배는 주가가 연간 배당가능이익의 10배에 거래되고 있다는 것을 의미합니다.
- P/NAV = 시가총액(P)/순자산가치(NAV). NAV(Net Asset Value)는 보유 기초자산에 대해 실시되는 감정평가액을 이용하여 추정됩니다.

### [NAV를 계산 하는 방법]



매입시점 → 현재시점



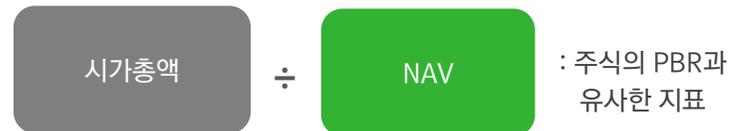
자료: 대신증권 Research Center

### [P/FFO와 P/NAV]

- REITs의 시가총액과 REITs의 배당 가능 이익인 FFO간 배수를 계산



- REITs의 시가총액과 REITs가 보유한 자산의 NAV를 비교하는 수치가 P/NAV



자료: 대신증권 Research Center

“통상 리츠는 50% 이상의 레버리지를 사용하여 자산을 매입함으로써 운영 수익을 극대화합니다”

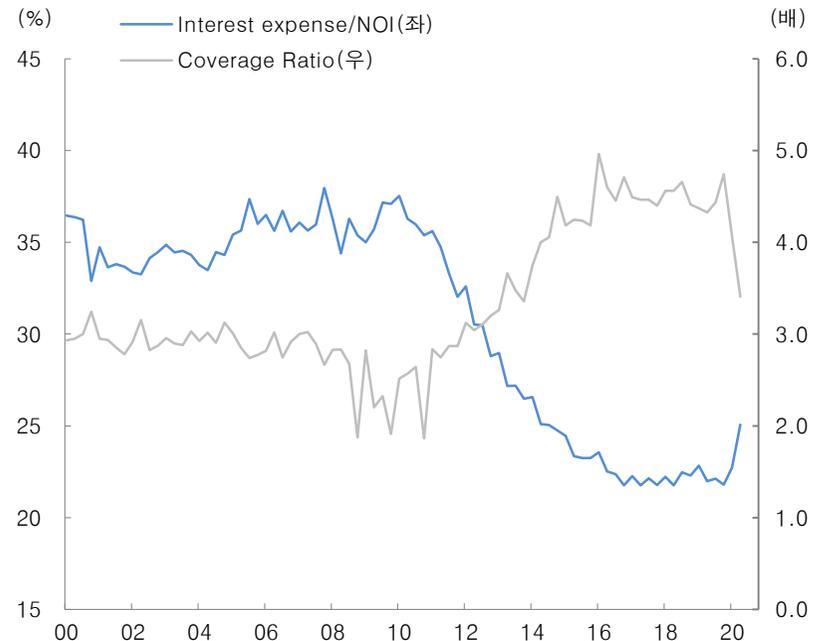
- 부채비율(Debt Ratio)은 보유 자산 중 부채의 비중을 나타내며, 수치가 낮을수록 재무구조 안정성이 높음을 의미합니다.
- 이자비용 관련해서는 ①이자비용을 NOI로 나눈 값과 ②영업이익을 금융비용으로 나눈 이자보상배율(Interest Coverage Ratio)을 통해 안정성을 점검할 수 있습니다. 이자비용/NOI은 낮을수록, 이자보상배율은 높을수록 금융비용 부담이 낮습니다.

### [부채를 이용하는 레버리지가 배당에 미치는 영향]



자료: 대신증권 Research Center

### [미국 리츠의 이자비용/NOI와 Coverage Ratio]



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

### “다양한 임대 계약 구조가 존재하여 리츠 별로 임대료 수입의 변동성이 다를 수 있습니다”

- 임대료 상승 조건, 긴 임차기간, 높은 위약금, 넷리스(Net lease) 등의 임대 계약 구조가 상대적으로 리츠에 유리합니다.
- 임대인의 신뢰도가 높을 경우 안정적으로 임대료를 지불할 수 있는 양질의 임차인들이 임대 계약을 체결하려는 수요가 높습니다.

#### [리츠의 임대계약에서 체크해야 할 요인들]

구분	상세설명
임대료 상승 조건	임대료가 고정 된 경우보다는 매해 일정비율 상승하거나 CPI연동 상승 조건이 있는 경우 배당 증가 기대
계약 기간	계약 기간이 길수록 리츠의 장기 매출이 보장되어 안정적인 배당 가능
매출연동여부	매출과 연동되는 임대료 계약의 경우 테넌트의 사업 매출이 임대료에 영향을 주기 때문에, 배당 변동이 발생할 수 있음
Gross Lease/ Net Lease	그로스 리스(Gross Lease):임차인이 정해진 임대료만 지불 싱글넷리스(Single Net Lease) : 임차인이 재산세 부담 더블넷리스(Double Net Lease) : 임차인이 재산세/화재보험 부담 트리플넷리스(Triple Net Lease) : 임차인이 재산세/보험/수리유지비 부담(미/영에서는 트리플넷리스가 일반적)
계약 해지 시 위약금	계약 해지 시 위약금이 높을수록 중도해지가 줄어들어 예상치 못한 매출 감소 리스크 축소

#### [리츠의 임차인 관련 체크해야 할 요소들]

임차인의 안정성	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 임차인의 신용등급 / 매출 / 산업 속성 등</li> <li>✓ 성장산업에 속하거나 임차인의 매출 증대가 예상되는 경우 추가적인 임대 수요 발생</li> </ul>
임대 규모 관련	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 하나의 테넌트가 건물 전체를 임대하는 경우 단기적으로는 임대율이 높아지나, 계약 만료 후 갱신하지 않을 경우 건물 전체의 임차인을 새로 구해야 하는 위험이 발생할 수 있음</li> <li>✓ 테넌트 당 임대 면적이 낮아지면 관리의 어려움</li> </ul>
임차인의 외부효과	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 프라임 오피스는 대기업이나 글로벌 기업 입주 시 건물 가치 상승, 임대료 상승, 임차 수요 상승 등의 외부효과 기대</li> <li>✓ 기술 및 운영 역량이 필요한 리츠의 경우 선도기업 임차 레코드 축적 시 기술/ 운영 역량에 대한 보증 효과 발생</li> </ul>

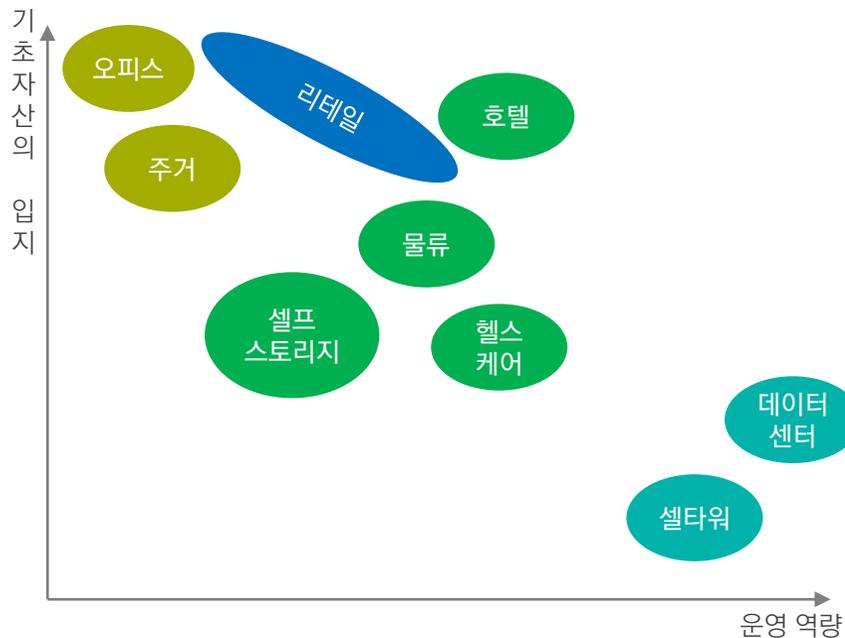
자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

### “분야별로 리츠 가격에 영향을 미치는 변수들의 중요도가 다릅니다”

- 오피스/주거 같은 전통 자산은 입지의 중요성이 상대적으로 높은 반면 운영 역량의 차이에 따른 매출 성과 차이는 크지 않습니다.
- 리테일, 호텔, 산업(물류) 등은 입지와 운영 역량이 매출 성과에 모두 중요하게 작용합니다.
- 데이터 센터/셀타워와 같이 IT에 기반한 리츠들은 전통 자산에 비해 입지보다 운영 역량의 중요성이 월등히 높은 특징을 갖습니다.

#### [기초자산과 운영 역량의 중요도]



#### [섹터 별 운영 역량 체크리스트]

섹터	상세 설명
데이터 센터	리츠의 데이터 센터 운영 능력 및 기술력을 바탕으로 한 서비스 제공 역량
셀타워	셀타워 유지/보수 역량 및 트랙 레코드
헬스케어	시니어 하우스 운영 능력
호텔	브랜드, 호텔 운영 능력
물류	화주유치 능력, 자동화, 저온창고 운영 역량
오피스	매입/매각 시점 등 포트폴리오 조정 능력

자료: 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

# Compliance Notice

- 
- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
  - 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center)
  - 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.