

금융/리츠팀

이경자

Senior Analyst

kyungja.lee@samsung.com

## 리츠 (OVERWEIGHT)

### NAV 하락 리스크를 반영한 주가

- 차입비용 증가, 부동산 가격 하락 우려, PF시장 경색 등으로 상장리츠 주가 하락
- 부동산 가격 15% 하락을 가정한 극단적 시나리오하에 P/NAV 하단은 0.7배
- 올해 유상증자는 없을 것, 자산편입보다 기존 자산의 관리가 중요한 시기

#### WHAT'S THE STORY?

**상장리츠의 주가 하락:** 10월 들어 상장리츠의 하락폭이 확대되고 있다. 상반기에는 인플레이션 헤지의 장점으로 KOSPI 대비 outperform하던 상장리츠의 주가가 하반기 들어 급락한 이유는 금리 급등에 따른 차입비용 증가, 부동산 가격 하락 우려에 더해 최근 레고랜드발 대출시장 경색까지 영향을 미치고 있기 때문이다. 올 들어 부동산 PF시장의 침체가 가속화 되는 와중에, 레고랜드의 ABCP 채무불이행은 단기적으로 채권과 부동산 PF시장의 위축을 야기하는 이벤트였다. 강원도가 지급 보증을 섰음에도 해당 ABCP의 디폴트가 발생하며 PF와 회사채 시장에 충격을 줄 뿐 아니라 실물 부동산을 담고 있는 상장리츠에도 영향을 미치고 있다. 부동산 거래 시 필요한 대출이 위축되고 회사채, 담보대출 등 모든 차입금리가 급등하고 있기 때문이다. 상장리츠는 개발형 자산을 담고 있지 않아 PF와 직접적 연관은 없을지라도,センチメント 회복을 위해서는 해당 사태의 원활한 해결과 부동산 금융 시장 안정이 전제되어야 할 것이다.

**P/NAV 저평가:** 현재 다수의 리츠에서 8~9%대 배당수익률이 속출하고 있어, 최근 상장리츠의 주가 하락은 차입비용 증가 부담을 넘어 막연한 부동산 가격 하락 우려와 대출 시장 위축에 기인하는 것으로 판단된다. 따라서 최근 감평가액 기준으로 NAV를 분석해 보았다. 평균 P/NAV는 0.6~0.7배로 극단적으로 **부동산 가격이 15% 하락한다고 가정 시 P/NAV 하단은 0.7배에 형성되므로** 현 주가는 NAV 하락 리스크를 상당 부분 반영한 상태로 판단된다. 2021년에 부동산 가격 상승폭이 가장 가팔랐으므로 저평가가 심한 리츠는 ① P/NAV 0.7배 미만이거나, ② 2021년 이전 상장한 리츠다. 이 기준만 적용 시 저평가 수준이 극심한 리츠는 **신한알파리츠(2018년 상장, P/NAV 0.69배), 이리츠코크렙(2018년, 0.66배), 코람코에너지리츠(2020년, 0.69배), 이지스밸류리츠(2020년, 0.41배)**가 꼽힌다.

**자산편입보다 기존 자산의 관리가 중요한 시기:** 0.5배 미만의 P/NAV까지 하락한 리츠의 주가 하락 요인으로 추가 자산 편입과 유상증자 우려가 컸던 것으로 판단된다. 유동성이 마르는 시기에 대규모 유상증자의 부담감이 급격히 확대되었다는 점, 국내 오피스 cap rate가 차입금리와 역전된 상태가 지속되고 있다는 점에서 자산편입에 적기가 아니라는 인식 때문이다. 이제 올해 유상증자를 계획하는 리츠는 없는 것으로 파악되므로 주주가치 희석의 리스크는 낮아졌다. 적극적 자산편입과 외형성장이 미덕이던 2020~2021년과 달리, 한동안 외형 성장보다 기존 자산관리와 임대료 인상에 초점을 맞출 필요성이 높다.

리츠별 NAV 추정에 있어 공정가치는 가장 최근의 감정평가 수치를 사용했다. 대부분 감평 일자가 2021년 이후이고 상장 시기가 최근일수록 매입가와 공정가의 격차가 크지 않다.

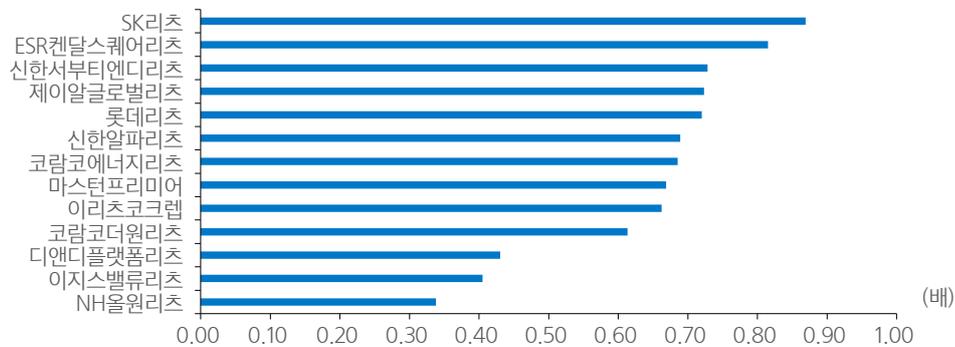
표 1. 리츠별 NAV 추정

상장 시기	리츠	매입가 (십억원)	공정가 (십억원)	NAV (십억원)	P/NAV (배)	시가총액 (십억원)	배당수익률 2022F
2019	롯데리츠	2,301	2,634	1,497	0.72	1,078	7.4%
2020	ESR켄달스퀘어리츠	2,389	2,409	1,116	0.82	910	6.3%
2021	SK리츠	2,277	2,421	1,029	0.87	894	6.2%
2020	제이알글로벌리츠	2,039	2,366	1,174	0.72	849	8.8%
2018	신한알파리츠	1,817	2,135	745	0.69	513	5.7%
2020	코람코에너지리츠	1,360	1,377	585	0.69	401	7.5%
2018	이리츠코크럽	728	901	471	0.66	312	8.5%
2021	디앤디플랫폼리츠	413	500	500	0.43	215	9.1%
2021	신한서부티엔디리츠	530	534	269	0.73	196	8.9%
2022	코람코더원리츠	485	550	258	0.61	158	9.1%
2020	이지스밸류리츠	647	829	365	0.41	148	7.5%
2021	NH올원리츠	636	829	432	0.34	146	8.9%
2022	마스틴프리미어	122	132	132	0.67	88	6.7%

참고: 10/13 종가

자료: 각 사, 삼성증권

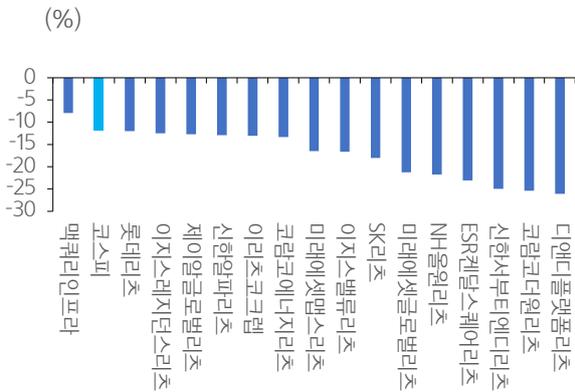
그림 1. P/NAV 비교



자료: 각 사, 삼성증권

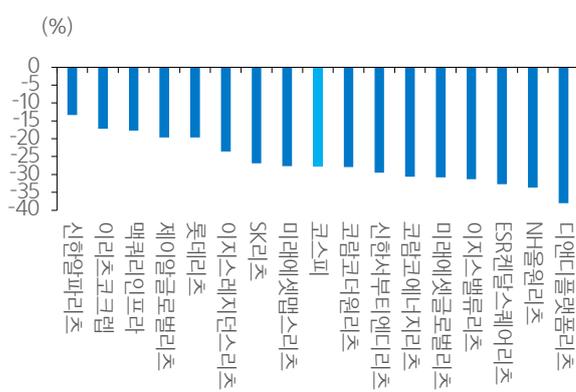
2022년 들어 상장리츠와 인프라펀드는 대체로 KOSPI를 outperform했으나 하반기 들어 급격히 주가가 하락하고 있다. 예상보다 빠른 금리 상승 속도와 차입시장의 위축, 막연한 부동산 가격 하락 우려가 반영된 것으로 판단된다. 맥쿼리인프라는 이러한 이슈에서 비교적 자유로워 최근 1개월간 가장 양호한 성과를 보였다. 금리와 유동성 축소는 부동산 시장에 부정적이나 P/NAV 0.6배 수준으로 하락한 현 상황에서 상장리츠는 저평가 구간에 진입했다.

그림 1. 최근 1개월 상장리츠/인프라펀드 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. YTD 상장리츠/인프라펀드 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

### Compliance notice

- 당사는 2022년 10월 14일 현재 이지스밸류리츠의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 2022년 10월 14일 기준으로 지난 6개월간 신한알파리츠, 이지스밸류리츠의 유상증자에 참여한 적이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 10월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA