

대체투자팀

이경자

팀장

kyungja.lee@samsung.com

이지스레지던스리츠 (350520)

업계 최초의 사회적 채권 발행은 이지스레지던스가

- 사회적채권 발행 계획, 미국 임대주택과 기숙사 지분증권 대출을 리파이낸싱에 활용
- 시장 불안에도 ESG 채권은 견고한 수요, 해외 리츠는 ESG 채권으로 자금조달 선진화
- ESG 채권은 단순히 금리 이점보다, 자금 조달처 다변화와 차입 안정성에 큰 의미

WHAT'S THE STORY?

사회적 채권 100억원 발행 예정: 사회적 채권(Social bond) 발행을 위해 한기평으로부터 ESG인증 등급 'S1'(최상위)를 획득했다. 이 자금은 이지스레지던스가 투자한 뉴욕 임대주택 'Spring creek towers', 일리노이대학교 기숙사 'Illini tower' 지분증권 대출의 리파이낸싱에 활용된다. 회사채 초도 발행이라 발행 규모는 100억원으로 설정했고 회사채 금리도 6.3%로 아직 타 차입금 대비 금리 매력이 크지 않다. 그러나 리츠 업계 최초의 사회적 채권임이라는 점에서 의미를 부여할 만하다. 글로벌 리츠들은 사회적 채권, 녹색채권 등 ESG 채권을 활용함으로써 높은 차입 안정성하에 비즈니스를 확장해 왔다.

Affordable housing(부담 가능한 주택)의 지원 필요성: 2개 자산은 ESG 채권 관리 체계상 '취약계층 주택공급'과 '지속 가능한 도시와 주거지 조성' 요건에 부합한다. 세계적으로 Affordable housing(부담 가능한 주택) 보급의 필요성이 높아지고 있다. 금융위기 이후 충분한 주택 공급이 이뤄지지 않은 데다가, 주택가격 부담이 커지며 주거 취약계층을 위한 다양한 임대주택과 기숙사(Student housing)의 지원 필요성이 높아지는 추세다. 이에 따라 각국은 각종 세금 혜택, 임대료 보전은 물론 금융비용 절감을 위한 금리 혜택으로 지원 방안을 확대하고 있다. 이는 다시 투자대상으로 해당 자산들의 매력을 높여주는 요인이다.

견고한 ESG 채권 수요: ESG 채권 종류는 크게 녹색채권과 사회적 채권으로 나뉘며, 싱가포르와 일본 등 해외에서는 이를 모두 포괄하는 지속 가능 채권을 주로 발행한다. 2022년 금리 인상과 함께 전세계 회사채 시장도 위축됐지만 ESG 채권의 영향은 상대적으로 덜했다. 각종 연기금과 정책자금 등이 전략적으로 ESG 투자 비중을 늘리고 있기 때문이다. 실제 2022년에도 글로벌 녹색채권 응찰률의 중앙값은 고정금리부채권(바닐라본드)보다 높은 수치를 형성하며 견고한 수요를 입증한다. ESG 및 지속 가능성 테마 ETF 자금은 꾸준히 유입되고 있다는 점에서 향후 ESG 채권의 발행과 유통도 늘어날 가능성이 높다.

ESG 채권, 금리 매력보다 자금 조달처 다변화 의미: 일반 회사채 발행이 어렵거나 이점이 크지 않은 경우 요건을 맞춘다면 ESG 채권은 리츠에게 주요 자금 조달 수단의 하나로 자리잡을 전망이다. 고금리를 대비해 국내 리츠는 자산가치 변동에 영향이 큰 담보대출 비중을 줄이는 동시에 기업 신용을 활용할 수 있는 무담보 회사채나 ESG 채권으로 확장 중이다. 이처럼 자금 조달 방식이 다양해질수록 차입 안정성은 높아진다. 차입 의존도가 높은 리츠 속성상, 단순히 조달금리를 낮추는 것보다 자금 조달처 다변화가 더욱 중요한 경쟁력이 될 것이다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	n/a	8	12	91
영업이익 (십억원)	n/a	7	12	87
순이익 (십억원)	n/a	7	11	85
EPS (adj) (원)	n/a	710	518	3,445
EPS (adj) growth (%)	n/a	n/a	(27.1)	565.1
EBITDA margin (%)	n/a	94.0	94.8	96.4
ROE (%)	n/a	6.7	9.6	48.2
P/E (adj) (배)	n/a	6.9	10.1	1.1
P/B (배)	n/a	0.9	0.9	0.5
P/FFO (배)	n/a	6.9	10.1	1.1
Dividend yield (%)	n/a	2.6	5.0	6.8

자료: 이지스레지던스리츠, 삼성증권

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	4,005원
시가총액	1,135.8억원
Shares (float)	28,358,617주 (84.2%)
52주 최저/최고	3,595원/5,300원
60일-평균거래대금	0.6억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이지스레지던스리츠 (%)	3.1	-0.9	-24.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.4	-11.2	-30.6

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	7,900
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

국내외 사회적 채권 발행 사례

한국에서 일반 기업들이 친환경 설비나 자산에 투자하기 위한 목적으로 녹색채권을 발행한 사례는 많지만 사회적 채권 발행 사례는 많지 않다. 사회적 채권은 주로 부동산 개발 프로젝트를 위해 발행된 사례가 포착된다. 과천도시공사는 동일한 만기의 회사채 대비 36.8bp 낮은 이표율에 사회적 채권 발행에 성공했는데, 발행대금 전액을 하남교산 공공주택지구 조성사업에 투자할 계획으로 ESG 요건에 부합하는 프로젝트였다.

일부 사례를 제외한다면 ESG 채권이 일반 회사채 대비 금리 매력이 크게 높지는 않다. 아직 국내에서는 ESG 채권 시장이 활발하지 않은 영향도 있다. 그러나 일반 회사채 발행이 어려운 기업이나 리츠의 경우 ESG 채권 요건에 부합한다면 자본시장에서 자금을 조달할 수 있는 좋은 방안이 될 것이다.

한편 해외 리츠는 녹색채권 외에도 최근 사회적 채권 발행도 늘고 있다. 특징은 다음과 같다. 1) 주로 헬스케어리츠, 임대주택리츠 등에서 사회적 채권의 발행 요건에 부합하는 경우가 많다. 2) 자산 신규 취득 목적도 있지만 리파이낸싱 목적도 많았는데, 금리 이점을 취하고 자금 조달처를 다변화하기 위한 노력이다. 3) 녹색채권과 사회적 채권을 포괄한 '지속 가능 채권'이라는 ESG 채권 발행이 많은 편이다.

표 1. 해외 리츠의 사회적 채권 발행 사례

리츠	섹터	2019	2020	2021	2022	내용
Assura Fin Plc (영국)	헬스케어		0.3			8,100만 파운드의 15개 시설을 보유, 7,700만 파운드, 18개 프로젝트 파이프라인을 보유하는 등 외형 확장세에 있었음 자산 취득과 개발, 리모델링을 위한 자금 조달과 리파이낸싱에 사용한다고 밝힘
Kenedix Residential Next (일본)	임대주택	2.0		1.7		시니어 하우징이나 의료시설 등을 취득하는 데에 사용하기 위해 사회적 채권 발행 37곳의 취득가에서 LTV 50.2%를 적용한 368억엔의 사회적 채권의 파이낸싱 상한 설정, 현재까지 37억엔의 사회적 채권과 사회적차입(론) 실행
Daiwa Securities Living(일본)	임대주택				2.0	사회적 채권 기준에 맞는 58개 자산의 취득가 1,082억엔에 LTV 51.3% 적용, 사회적 채권의 파이낸싱 상한을 555억엔으로 설정, 현재까지 20억엔의 사회적 채권과 99억엔의 사회적차입 실행 사회적 채권은 Charm Premier Kamakurayama, As-heim Tsunashima, Library Shin-Shibamata and Ishinkan Kamioka 등 4개 헬스케어시설을 취득하는 데에 사용
Industrial & Infrastructure (일본)	산업용			5		2021년 9월 3억엔의 10년물(0.39%), 15년물(0.68%)의 사회적 채권 초도 발행, 물류시설 중 의료기기나 약품 보관 및 배송에 사용, 혹은 지역산업 성장에 기여하는 등 사회적 채권 기준에 부합하는 17개 자산의 취득가에 LTV 43.9%를 적용한 536억엔을 상한으로 설정, 50억엔의 사회적 채권 발행
First Real Estate Invest(싱가포르)	헬스케어				0.1	싱가포르 최초의 헬스케어 사회적 채권 발행. CGIF에 의해 신용보증을 받음 'Social Finance Framework'를 설립해 UN SDG가 특정한 사회적 결과를 달성하기 위해 사회적 채권을 발행할 수 있게 됨

자료: 각사, Bloomberg, 삼성증권

이지스레지던스 차입 현황과 배당 영향

이지스레지던스 리츠의 차입금은 7,735억원으로 LTV는 62.8%를 유지하고 있다. 2023년 6월 만기가 도래하는 1,140억원의 차입금(모리츠 600억원, 해외 2개 자산을 담은 자리츠 차입금 540억원)은 이번 사회적 채권 발행 외에도 전단체 등 다양한 방안으로 리파이낸싱을 할 계획이다. 금리가 정점이라는 인식이 강하기 때문에 이번 리파이낸싱은 1년물로 단기화할 계획이다. 2023년~2024년 리파이낸싱 금리를 약 6%로 일률 가정 시 배당 감소분은 연간 9억원이다. 현재 리츠가 보유한 현금 76억원, 미국 SCT의 배당 증분 8억원, 2024년 이후 명동과 홍대 코리빙 자산 매각 계획 등을 고려 시 중장기적으로 배당 감소 가능성은 낮은 편이다.

표 2. 이지스레지던스리츠의 자산 현황

구분	더샵부평센트럴시티	홍대 코리빙복합시설	디어스명동	디어스판교	Spring Creek Towers	Illini Tower
펀드	151	331	333	200	427	458
소재지	인천광역시 부평구	서울시 마포구	서울시 중구	경기도 성남시 수정구	Brooklyn, NY, U.S.	Champaign, IL, U.S.
연면적(평)	100,752	5,326	1,653	30,228	170,000	
규모	B2 ~ 29F	B3 ~ 7F	B2 ~ 14F	B6 ~ 10F	46개 동	
세대수	3,578세대	296호실	112호실	521호실	5,881세대	207호실
당사지분율(%)	50.5	30.0	83.3	88.6	3.0	100.0
최초편입일	2020/07	2021/06	2021/06	2021/11	2022/06	2022/06
LTV(%)	48.8	63.8	70.1	63.8	49.7	63.7
매입가(십억원)	8,362	1,200	410	1,468	21,666	1,372
감정평가액(십억원)	15,597	1,410	414	1,751	24,402	1,399
평가기관	[퍼태평양]	제일	태평양	대한	PWC	JLL
평가기준일	22/12	23/01	22/12	21/04	22/09	22/01
공실률(%)	0	13	0	17	2	12
자산NAV(십억원)	799	51	12	63	1,234	55
당사 NAV(십억원) (지분율반영)	185	12	10	55	42	55

참고: 홍대 코리빙복합시설 준공전 사전임대계약 임대율 87%

자료: 이지스레지던스리츠

표 3. 이지스레지던스리츠 차입구조

종류	더샵부평센트럴시티	홍대 코리빙복합시설	디어스명동	디어스판교	Spring Creek Towers	Illini Tower	이지스레지던스
금리(%)	ABS 2.06	선순위 4.0	선순위 3.0	3.1	3.4	3.6	모리츠 4.0
	기금 2.29	후순위 5.0	후순위 4.5				자리츠 4.7
차입만기	ABS 2030/12 기금 2028/06	2023/06	2024/05	2024/05	2028/06	2027/04	2023/06
펀드 AUM(십억원)	1,560	141	41	175	2,440	140	
펀드 대출(십억원)	761	90	29	112	1,212	89	114

참고: 지분율 미반영

자료: 이지스레지던스리츠

표 4. 2023년 6월, 2024년 6월 리파이낸싱 금리에 따른 배당 감소분 (십억원)

2024년 6월	2023년 6월 리파이낸싱 금리				
	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
5.0%	(0.5)	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(1.3)
5.5%	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(1.3)	(1.5)
6.0%	(0.9)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.7)
6.5%	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.9)
7.0%	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.9)	(2.2)

자료: 이지스레지던스리츠

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	8	12	91
매출원가	n/a	n/a	0	0	0
매출총이익	n/a	n/a	8	12	91
(매출총이익률, %)	n/a	n/a	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	n/a	0	1	3
영업이익	n/a	n/a	7	12	87
(영업이익률, %)	n/a	n/a	94.0	94.8	96.4
영업외손익	n/a	n/a	0	(1)	(3)
금융수익	n/a	n/a	0	0	0
금융비용	n/a	n/a	0	1	3
지분법손익	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	(0)	(0)	0
세전이익	n/a	n/a	7	11	85
법인세	n/a	n/a	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	n/a	0.0	1.3	0.0
계속사업이익	n/a	n/a	7	11	85
중단사업이익	n/a	n/a	0	0	0
순이익	n/a	n/a	7	11	85
(순이익률, %)	n/a	n/a	94.1	87.9	93.4
지배주주순이익	n/a	n/a	7	11	85
비지배주주순이익	n/a	n/a	0	0	0
EBITDA	n/a	n/a	7	12	87
(EBITDA 이익률, %)	n/a	n/a	94.0	94.8	96.4
EPS (지배주주)	n/a	n/a	710	518	3,445
EPS (연결기준)	n/a	n/a	710	518	3,445
수정 EPS (원)*	n/a	n/a	710	518	3,445

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	0	4	4
당기순이익	n/a	n/a	7	11	85
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	n/a	8	13	96
유형자산 감가상각비	n/a	n/a	0	0	0
무형자산 상각비	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	8	13	96
영업활동 자산부채 변동	n/a	n/a	(0)	0	(0)
투자활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	(90)	(59)	(50)
유형자산 증감	n/a	n/a	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	n/a	n/a	(4)	0
기타	n/a	n/a	n/a	(55)	(50)
재무활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	101	49	44
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	54	5
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	(2)	43
배당금	n/a	n/a	0	(5)	(5)
기타	n/a	n/a	n/a	2	2
현금증감	n/a	n/a	11	(6)	(1)
기초현금	n/a	n/a	0	11	5
기말현금	n/a	n/a	11	5	4
Gross cash flow	n/a	n/a	15	24	181
Free cash flow	n/a	n/a	0	4	4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이지스레지던스리츠, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	12	6	10
현금 및 현금등가물	n/a	n/a	11	5	4
매출채권	n/a	n/a	0	0	0
재고자산	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	1	1	5
비유동자산	n/a	n/a	96	162	288
투자자산	n/a	n/a	96	162	288
유형자산	n/a	n/a	0	0	0
무형자산	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
자산총계	n/a	n/a	108	168	298
유동부채	n/a	n/a	0	0	60
매입채무	n/a	n/a	0	0	0
단기차입금	n/a	n/a	0	0	0
기타 유동부채	n/a	n/a	0	0	60
비유동부채	n/a	n/a	0	54	0
사채 및 장기차입금	n/a	n/a	0	54	0
기타 비유동부채	n/a	n/a	0	0	0
부채총계	n/a	n/a	0	55	60
자배주주지분	n/a	n/a	108	113	238
자본금	n/a	n/a	21	21	28
자본잉여금	n/a	n/a	80	78	113
이익잉여금	n/a	n/a	7	15	96
기타	n/a	n/a	0	0	(0)
비지배주주지분	n/a	n/a	0	0	0
자본총계	n/a	n/a	108	113	238
순부채	n/a	n/a	(11)	49	52

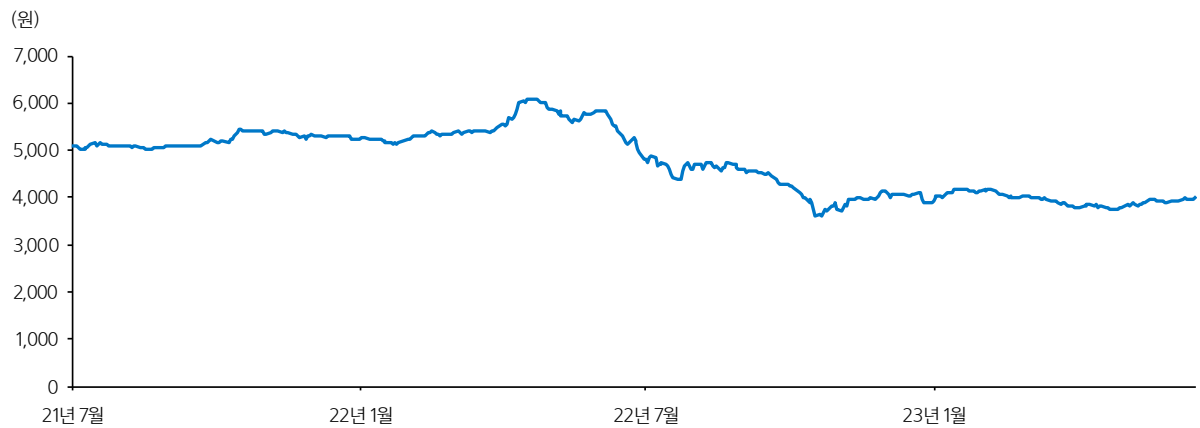
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020	2021	2022
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	n/a	57.2	646.8
영업이익	n/a	n/a	n/a	58.5	659.3
순이익	n/a	n/a	n/a	46.8	693.4
수정 EPS**	n/a	n/a	n/a	(27.1)	565.1
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	n/a	710	518	3,445
EPS (연결기준)	n/a	n/a	710	518	3,445
수정 EPS**	n/a	n/a	710	518	3,445
BPS	n/a	n/a	5,250	5,508	8,379
DPS (보통주)	0	0	130	262	266
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	6.9	10.1	1.1
P/B***	n/a	n/a	0.9	0.9	0.5
P/FFO	n/a	n/a	6.9	10.1	1.1
비율					
ROE (%)	n/a	n/a	6.7	9.6	48.2
ROA (%)	n/a	n/a	6.7	7.7	36.4
ROIC (%)	n/a	n/a	802.9	1,303.0	7,936.4
배당성향 (%)	n/a	n/a	36.8	50.6	7.7
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	2.6	5.0	6.8
순부채비율 (%)	n/a	n/a	(10.6)	43.4	21.8
이자보상배율 (배)	n/a	n/a	n/a	15.9	32.0

Compliance notice

- 당사는 2023년 6월 20일 현재 이지스레지던스리츠의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 2023년 6월 20일 기준으로 지난 6개월간 이지스레지던스리츠의 유상증자에 참여한 적이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 6월 20일 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.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/6/21
투자의견	Not Rated
TP (₩)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대/최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%)·중립(21.9%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / 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