

2021. 7. 1

금융/리츠팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

백민경
Research Associate
min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

이지스레지던스리츠 (350520 KS, 5,080원)

투자의견 **Not Rated**

목표주가: n/a -

아발론베이 (AVB US, 208.69USD)

투자의견 **Not Rated**

목표주가: n/a -

Invitation Homes (INVH US, 37.29USD)

투자의견 **Not Rated**

목표주가: n/a -

닛폰아코모데이션펀드리츠 (3226 JP, 641,000JPY)

투자의견 **Not Rated**

목표주가: n/a -

어드밴스레지던스리츠 (3269 JP, 370,000JPY)

투자의견 **Not Rated**

목표주가: n/a -

리츠 (OVERWEIGHT)

Global REITs Monthly-전 세계적인 주택 부족과 밀레니얼 세대

- 글로벌 리츠, 연초 이후 19% 상승하고 한국리츠는 18% 상승하며 벤치마크 상회
- 세계적인 주택 부족, 밀레니얼 세대의 구매력 약화로 임대주택 수요 증가
- 기관의 투자대상으로 임대주택 부각, 밀레니얼을 공략한 공유주거 시장의 성장

WHAT'S THE STORY

리오프닝과 주택시장: 리오프닝 기대감에 글로벌 리츠 지수는 올 들어 19% 상승, 벤치마크를 5%p 상회하고 있다. 국내 리츠는 대형화, 자산편입 혹은 매각과 수익실현 등으로 18% 상승했다. 6월 우리의 리츠 모델 포트폴리오는 3% 상승해 글로벌 리츠 지수를 1%p 상회했다. 7월 모델포트폴리오에는 최근 주가 상승폭이 큰 코람코에너지리츠를 편입하고 자산편입 예정인 이지스밸류리츠를 편입한다. 글로벌 리츠 중 팬데믹 타격이 컸던 리테일과 숙박리츠의 반등이 뚜렷한 가운데 임대주택 리츠는 꾸준히 우수한 수익률을 보이고 있다.

전 세계적인 주택 부족: 주택가격 상승은 한국만의 현상은 아니다. 2012년 대비 한국의 주택가격 누적 상승률은 27%로 50~90%인 미국, 홍콩, 영국 등 주요국 대비 낮다. 금융위기 당시 한국의 주택가격 하락폭이 상대적으로 작았기 때문이다. 현재 목격되는 전 세계적인 주택가격 상승의 원인은 저금리 외에도 근본적으로 공급과 수요의 불일치 때문이다. 금융위기 이후 급등한 토지 및 원자재 가격, 인건비 상승으로 공급 차질을 빚어 주택부족은 장기화될 전망이다. 지난 10년간 미국의 주택 공급은 세대수 증분을 15% 하회하고 최근 3년간 한국 수도권의 아파트 공급은 세대수 증분을 10% 하회한다. 5년 내 신규 수요자가 될 20~34세 인구 비중은 미국은 45%, 한국은 41%다. 주요 수요처로 부상할 밀레니얼 세대가 1인가구로 지내는 기간이 길어지고 구매력이 약화되며 주택문제가 사회적 문제로 확산되고 있다.

투자자산으로 임대주택: 기간 부동산 섹터 내 기관의 투자대상으로 선호되던 자산은 오피스와 리테일 등 전형적인 수익형 부동산이었다. 그러나 최근 임대주택이 대체투자 자산으로 부상했는데 ① 필수 부동산으로 낮은 공실, ② 임대료 전가가 용이해 인플레이션의 헤지 수단, ③ NOI 대비 낮은 capex 비중으로 투자 효율성이 높다는 점 때문이다. 기업형 임대주택이 발달한 국가는 미국, 일본, 독일이며 기관들의 주요 임대주택 투자지역이다. 미국의 유망 임대주택 리츠는 아발론베이, 에퀴티레지던스, Invitation Homes와 미드아메리카아파트먼트와 같은 싱글패밀리 리츠가 있다. 일본은 어드밴스레지던스, 닛폰아코모데이션 등이 도쿄23구 중심의 포트폴리오를 보유한 대형 임대주택 리츠다.

밀레니얼이 선호하기 시작한 '공유주거': 미국 밀레니얼 세대의 64%가 임대주택에 거주한다. 전 세계 밀레니얼 세대의 가장 큰 고민은 주거문제다. 이들은 학자금 대출 부담과 실질 임금 상승률 정체 등 구매력 부족으로 임대주택을 선택할 확률이 높다. 최근 밀레니얼 세대는 다양한 임대주택 유형 중 공유주거(코리빙)에 수요가 쏠리는데 ① 도심 거주 욕구, ② 네트워크와 경험소비 중시, ③ 편의성과 계약기간의 유연성 추구 등이 반영된 결과다. 공유주거는 임차인이 룸은 단독으로 사용하되 편의시설을 공유함으로써 입지와 커뮤니티, 경제성의 장점을 극대화해 공유오피스에서도 입증된 수익모델이다. 글로벌 공유주거의 파이낸싱 시장은 2017년 2억달러에 불과했으나 1년 만에 22억 달러로 급증할 정도로 각광받는 상품이 되고 있다. 공유주거 대표기업으로 영국의 The Collective가 있으며 국내에서는 이지스레지던스, SK디앤디, 맵그로브, 패스트파이브 등이 이 시장에 진출해 빠른 성과를 내고 있다.

REPORT

CONTENTS

01	6월 Review와 주요 이슈	04p
	리오프닝과 주택시장 7월 투자 아이디어: 임대주택 시장의 성장	
02	투자자산으로서 임대주택	09p
	전 세계적인 주택부족 기관의 투자자산으로서 임대주택 미국 - 싱글/멀티패밀리 미국 임대주택 니치마켓 - 제조주택, 기숙사 일본 임대주택	
03	밀레니얼 세대와 공유주거	21p
	밀레니얼 세대가 몰려온다 공유주거의 부상 글로벌 공유주거 기업	
04	Appendix: 글로벌 상업용 부동산 데이터	26p

REPORT

CONTENTS

기업분석

이지스레지던스리츠 (350520) | 29p

명동/서교동의 공유주거 편입 결정

아발론베이 커뮤니티 (AVB US) | 32p

리오프닝, 도심 임대주택 리츠에 최고의 모멘텀

Invitation Homes (INVH US) | 36p

미 싱글패밀리 임대료 급등을 반영해 가이던스 상향

닛폰아코모데이션펀드리츠 (3226 JP) | 39p

미쓰이부동산이 스폰서인 임대주택 리츠

어드밴스레지던스리츠 (3269 JP) | 43p

스폰서인 이토추그룹과 시너지

6월 Review와 주요 이슈

리오프닝과 주택시장

올 들어 글로벌 리츠 지수는 19.3% 상승하며 벤치마크를 4.5%p 상회하고 있다. 미국과 일본의 성과가 좋고 한국 리츠도 연초 대비 18% 상승했다. 글로벌 리츠는 리오프닝 기대감이 고조되며 완전한 회복세다. 국내 리츠는 대형화, 추가자산 편입 혹은 자산 매각과 수익 실현 등으로 주주가치 제고를 실천하고 있다. 이같이 신뢰를 축적하는 과정을 거치며 국내 리츠의 밸류에이션 할인이 해소되고 있다.

표 1. 국가별 리츠 성과

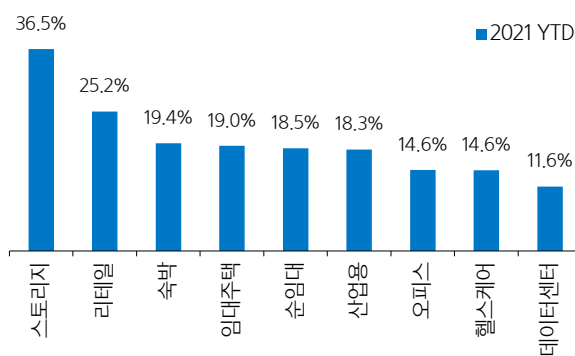
지수	국가	Valuation (2021F)			Return (%)				Relative Return (%)			
		배당률 (%)	P/B (배)	ROE (%)	1W	1M	1Y	YTD	1W	1M	1Y	YTD
RMSG INDEX	미국	2.9	2.7	4.6	1.9	4.2	44.2	23.6	-0.9	1.9	-2.1	9.2
TPXDREIT INDEX	일본	3.0	1.6	4.6	1.6	3.6	30.7	22.2	0.8	2.7	3.5	12.4
SGREITTR INDEX	싱가포르	5.3	1.1	5.4	0.7	2.5	10.1	3.6	1.4	4.3	-13.9	-7.9
TERGLCAL INDEX	캐나다	4.6	0.8	n/a	-0.3	3.5	36.8	21.6	-1.5	1.4	-0.4	4.0
TENUKRG INDEX	영국	2.9	1.0	1.9	1.4	1.4	25.6	13.4	-0.4	-0.4	5.8	0.9
TERGLHKL INDEX	홍콩	4.9	0.8	3.5	-0.3	3.6	24.6	10.3	-2.0	1.8	3.1	1.4
SREIUUT INDEX	유럽	3.2	0.6	1.7	1.6	0.0	40.5	14.5	0.3	-2.3	11.2	-1.7
MVMVATRG INDEX	호주	4.4	1.1	5.9	1.4	5.5	29.8	9.2	2.3	3.7	2.2	-3.4
-	한국	5.3	1.3	4.4	-0.7	5.6	19.1	16.9	-1.8	1.4	-37.3	2.0

참고: 6/25 종가 기준, Relative return은 각국 지수 대비 수익률

자료: Bloomberg, FnGuide, 삼성증권

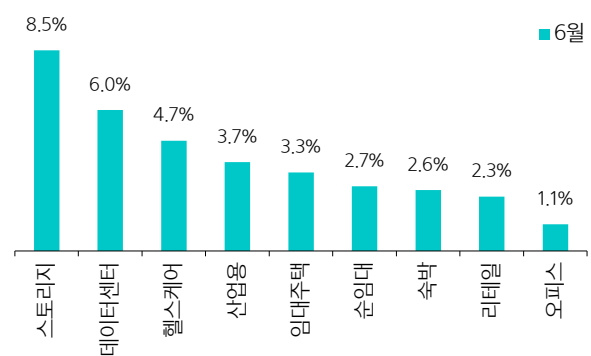
미국 리츠는 팬데믹 타격이 컸던 리테일과 숙박리츠가 반등하며 지수를 견인하고 있다. 이 외에 특이점은 스토리지와 임대주택 등 주택관련 리츠의 성과가 꾸준히 우수하다는 점이다. 세계적인 주택가격 상승이 임대주택 혹은 연관 섹터인 스토리지 섹터의 실적 개선을 야기하고 있으며 장기화될 전망이다.

그림 1. 2021년 상반기 글로벌 리츠 섹터별 성과



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 2021년 6월 글로벌 리츠 섹터별 성과



자료: Bloomberg, 삼성증권

7월 투자 아이디어: 임대주택 시장의 성장

6월 글로벌 리츠 모델 포트폴리오는 평균 3.4% 상승하며 2.4% 상승한 글로벌 리츠 지수를 outperform했다. 7월 투자 아이디어는 주택시장 강세가 장기화될 전망이다. 인플레이션 압력에서 비교적 자유로운 자산 유형이라는 점에서 임대주택 리츠를 추천한다. 기존의 포트폴리오를 유지하되, 한국 리츠 중에서는 활발한 자산 컨버전으로 연초 대비 주가가 28%로 크게 상승한 코람코에너지리츠를 편입하고, 5개의 추가 자산 편입을 준비 중임에도 저평가 상황이 지속되는 이시스밸류리츠를 편입했다. 일본 리츠 중에서는 일본임대주택리츠 대신 최근 성공적인 유상증자로 자산 편입이 마무리된 닛폰 아코모데이션펀드리츠를 편입했다.

표 2. 6월 모델 포트폴리오 성과와 7월 포트폴리오

섹터	티커	리츠	시가총액	배당수익률	Return (%)			특징	
			(각국통화 십억)	(2021F)	6월	YTD	1Y		
미국	리테일	SPG	사이먼프로퍼티	42.9	4.1	1.5	53.0	90.8	미국 1위 쇼핑몰 리츠로 시장 지배력 강화
	주거용	EQR	에퀴티레지덴셜	28.8	3.1	-0.6	29.9	30.9	미국 2위 멀티패밀리 중심의 임대주택 리츠
	주거용	MAA	미드아파트먼트커뮤니티	19.3	2.4	4.8	32.9	46.9	남서부/남동부 중심의 싱글패밀리 임대주택 리츠
	스토리지	PSA	퍼블릭스토리지	52.6	2.7	6.4	30.2	56.7	미국 1위 셀프스토리지 리츠
	물류	PLD	프로로지스	88.4	2.1	1.4	19.9	28.1	글로벌 1위 물류리츠로 핵심 입지에 물류센터 보유
	데이터센터	DLR	디지털리얼티	43.5	3.1	-0.7	7.8	5.9	2020년 인터시온 인수로 글로벌 플레이어로 도약
한국*	오피스	357120	이시스밸류리츠*	135.4	5.6	4.4	19.1	n/a	태평로빌딩이 기초자산, 물류/데이터센터 편입예정
	물류	365550	ESR센달스퀘어리츠	1,080.2	3.5	14.1	48.7	n/a	12개 물류센터 편입, 임차인의 49%가 쿠팡
	오피스	293940	신한알파리츠	429.1	3.9	-2.7	15.2	22.4	6개 오피스 편입, 자산규모 1.6조원
일본	물류	3281	GLP J-REIT	429.1	3.9	-2.7	15.2	22.4	일본 2위 물류리츠, 스폰서 GLP
	주거용	3226	닛폰아코모데이션펀드	322.7	3.1	1.1	10.5	0.3	미쓰이부동산이 스폰서로 2위 임대주택 리츠
	리테일	8953	Japan Metropolitan**	841.5	3.9	8.7	28.4	78.1	일본 최대의 리테일 리츠로 GPIF 등 연기금 투자
싱가포르	물류	M44U	메이플트리 로지스틱스	8.8	4.0	3.0	2.0	4.1	싱가포르 순수 물류리츠, 자국 물류센터 비중 40%
	산업용	AJBU	케펠DC리츠	4.1	4.0	-3.5	-11.4	-2.7	아시아 유일의 순수 데이터센터 리츠
	산업용	A17U	아센다스리츠	11.9	5.4	0.7	-1.0	-7.5	싱가포르 최대의 복합 리츠로 산업용 비중이 높음

참고: 6월 30일 종가 기준, *이시스밸류리츠 신규편입, **일본리테일펀드리츠(Japan retail fund)는 최근 인수합병으로 Japan Metropolitan으로 사명 변경

자료: Bloomberg, FnGuide, 삼성증권

임대주택 리츠는 NOI 대비 capex 비중이 낮아 타 자산대비 요구되는 배당수익률이 낮다. 글로벌 임대주택 리츠의 배당수익률은 대부분 1~3%대이며 고배당 추구보다 자산가치가 안정적으로 상승한다는 점에 투자 포인트를 두는 편이다.

표 3. 글로벌 임대주택 리츠 밸류에이션

(각국통화, 십억, %, 배)	에퀴티 레지던셜	아발론 베이	미드 아메리카 아파트먼트	썬 커뮤니티	인비테이션 홈즈	캠든 프로퍼티 트러스트	어드밴스드 레지던스 리츠	니폰 아코모데이션 펀드	일본 임대주택 리츠	CR 인베스트먼트	KDR	이지스 레지던스 리츠
코드	EQR US	AVB US	MAA US	SUI US	INVH US	CPT US	3269 JP	3226 JP	8986 JP	3282 JP	3278 JP	350520 KS
국가	미국	미국	미국	미국	미국	미국	일본	일본	일본	일본	일본	한국
시가총액	29.0	29.4	19.4	19.3	21.3	13.1	512.5	324.7	257.7	244.6	239.2	104.2
수익률												
1M	0.1	1.6	5.7	3.0	3.4	6.8	5.1	1.7	7.9	4.1	6.7	-3.1
6M	30.8	31.1	34.1	13.5	26.3	34.1	19.5	11.2	26.3	18.7	26.8	2.7
12M	31.9	36.0	48.1	27.1	36.3	46.8	15.1	3.4	20.4	9.6	29.1	n/a
배당수익률												
2020	4.1	4.0	3.2	2.1	2.0	3.3	3.3	3.1	3.9	3.2	4.2	5.3
2021E	3.1	3.0	2.4	1.9	1.8	2.5	3.1	3.1	3.6	n/a	3.4	5.1
2022E	3.2	3.1	2.5	2.0	1.9	2.6	3.1	2.7	n/a	n/a	3.5	5.1
ROE												
2020	8.8	7.6	4.2	2.8	2.3	3.5	6.7	7.4	7.2	5.8	6.0	6.7
2021E	3.0	4.0	n/a	3.5	2.0	3.4	6.5	7.0	n/a	n/a	5.9	3.7
2022E	3.7	4.7	n/a	3.9	2.6	4.3	6.5	7.0	n/a	n/a	n/a	4.3
PBR												
2020	2.1	2.1	2.5	3.0	2.0	2.9	2.0	2.3	1.5	1.7	1.4	1.0
2021E	3.0	2.8	n/a	2.9	2.5	2.8	2.2	2.2	n/a	n/a	n/a	1.0
2022E	2.5	2.8	n/a	2.9	2.5	2.9	2.2	2.2	n/a	n/a	n/a	1.0
P/FFO												
2020	18.5	19.0	19.6	31.5	24.0	20.4	23.5	n/a	17.0	24.5	n/a	18.9
2021E	27.8	26.8	25.9	28.5	26.5	26.0	25.3	22.8	n/a	n/a	22.2	19.7
2022E	25.5	24.7	24.3	26.6	24.4	24.2	25.4	22.7	n/a	n/a	21.3	19.7

참고: 6월 29일 종가 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

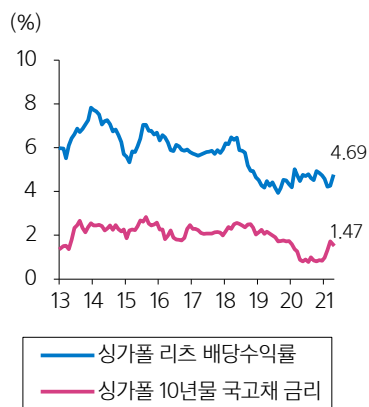
표 4. 한국리츠/인프라펀드 밸류에이션

(십억원, %, 배)	이리츠코크렙	신한알파리츠	롯데리츠	이지스밸류리츠	미래에셋맵스	제이알글로벌	코람코에너지	ESR켄달스퀘어	맥쿼리인프라
코드	088260	293940	330590	334890	357250	348950	357120	350520	088980
시가총액	395.3	427.0	1,457.8	135.8	102.5	852.8	422.6	1083.0	4,652.4
수익률									
1M	-2.8	-2.6	2.7	6.6	2.0	-1.2	2.9	13.7	1.2
6M	15.1	14.9	16.7	19.0	7.1	0.2	26.2	48.8	15.2
12M	10.1	21.8	11.4	-	-	-	-	-	9.2
배당수익률									
2020	6.5	4.4	6.0	6.7	4.9	7.1	5.5	-	6.8
2021E	6.0	3.9	4.9	5.6	5.8	7.2	5.1	3.5	6.0
2022E	6.4	4.4	5.3	5.5	5.9	7.3	5.1	3.8	6.1
ROE									
2020	5.2	4.2	4.6	25.8	n/a	1.8	2.0	-	13
2021E	5.5	4.2	5.6	4.7	1.8	7.3	5.4	1.9	13.2
2022E	6.0	4.5	5.4	4.8	1.8	7.3	5.3	1.9	13.2
PBR									
2020	1.4	1.3	1.0	0.7	1.0	1.0	0.9	-	1.8
2021E	1.6	1.6	1.6	0.8	1.1	1.0	1.2	1.6	2.1
2022E	1.6	1.6	1.7	0.8	1.1	1.0	1.2	1.6	2.1
P/FFO									
2020	17.1	19.4	15.4	15.5	16.4	13.3	19.1	-	n/a
2021E	16.7	21.2	20.1	16.4	17.4	13.1	19.4	35.7	n/a
2022E	15.7	19.2	18.2	16.4	17.4	13.1	19.6	27.9	n/a

참고: 6월 29일 종가 기준, 롯데리츠 2021년 배당수익률은 가중평균 주식 수 기준이 아닌 기말 주식 수 기준

자료: FnGuide, 삼성증권

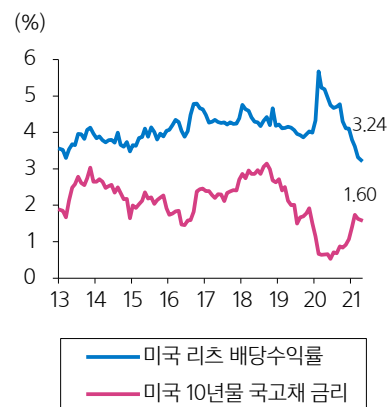
그림 3. 싱가포르 리츠 배당수익률



참고: iEdge S-REIT index 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

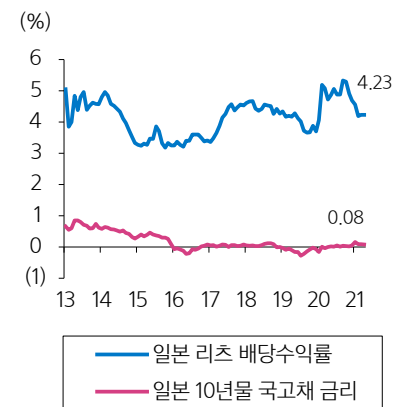
그림 4. 미국 리츠 배당수익률



참고: FTSE EPRA/NAREIT 지수 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 5. 일본 리츠 배당수익률



참고: FTSE EPRA/NAREIT 지수 기준

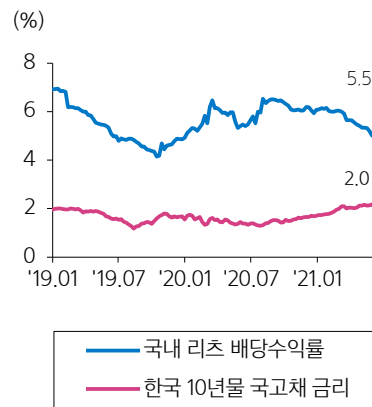
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 6. 호주 리츠 배당수익률



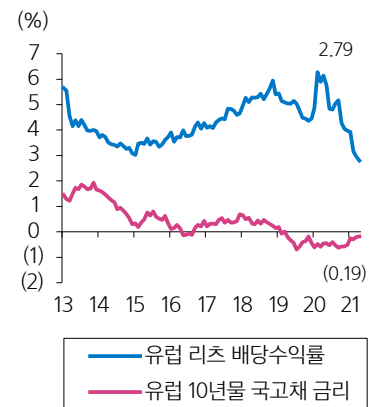
참고: FTSE EPRA/NAREIT 지수 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 7. 한국 리츠 배당수익률



자료: FnGuide, 삼성증권

그림 8. 유럽 리츠 배당수익률



참고: FTSE EPRA/NAREIT 지수 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

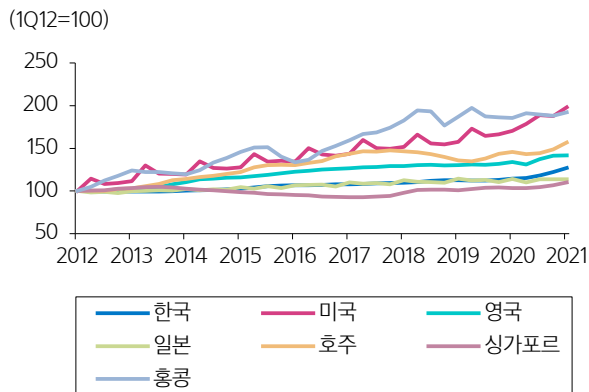
투자자산으로서 임대주택

전 세계적인 주택부족

주택가격 상승은 미국이나 한국뿐 아니라 전 세계적인 현상이며 더욱 심화되고 있다. 금융위기 여파로 2012년이 전반적으로 주택가격의 최저점이었다. 이후 점차 회복해 2021년 1분기 기준 2012년 대비 주택가격 누적 상승률은 한국 27.2%, 미국 92.4%, 영국 40.9%, 일본 13.9%, 호주 53.2%, 싱가포르 29.7%, 홍콩 92.3% 등을 기록하고 있다. 미국은 서브프라임 모기지 문제의 진원지였던 만큼 단독주택(싱글패밀리) 중심의 부동산 가격 폭락이 가장 극심했기에 상승폭 역시 가파른 것으로 분석된다.

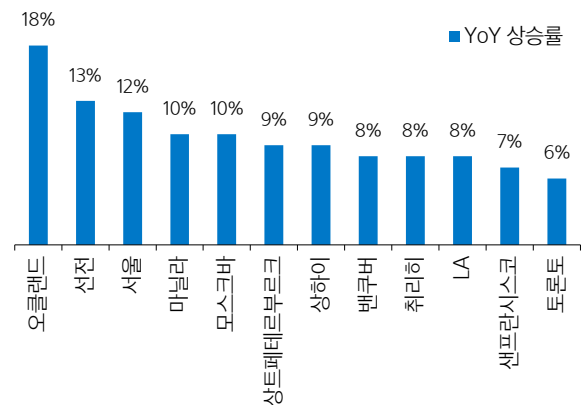
2020년 4분기 글로벌 도시의 호화주택(각 도시별 가격 기준 상위 5% 이내)의 전년대비 가격 상승률 상위 지역으로는 오كل랜드, 선전, 서울 등이 꼽혔고 미국 주요 도시의 경우 LA외에는 해당되지 않았다. 즉 장기간 가격 상승이 두드러졌던 도심형 고가 주택보다, 외곽이나 싱글패밀리 등 저렴한 주택이 최근 미국 주택가격 상승을 견인했다는 점에서 주택 문제의 심각성이 높다. 현재 목격되는 전 세계적인 주택 가격 상승의 요인은 저금리와 풍부한 유동성 요인도 있지만, 근본적으로는 다음과 같이 공급과 수요의 불일치 영향이 더욱 크다.

그림 9. 국가별 주택가격 지수



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 10. 글로벌 주요 도시별 호화주택 가격 상승률 (4Q20)

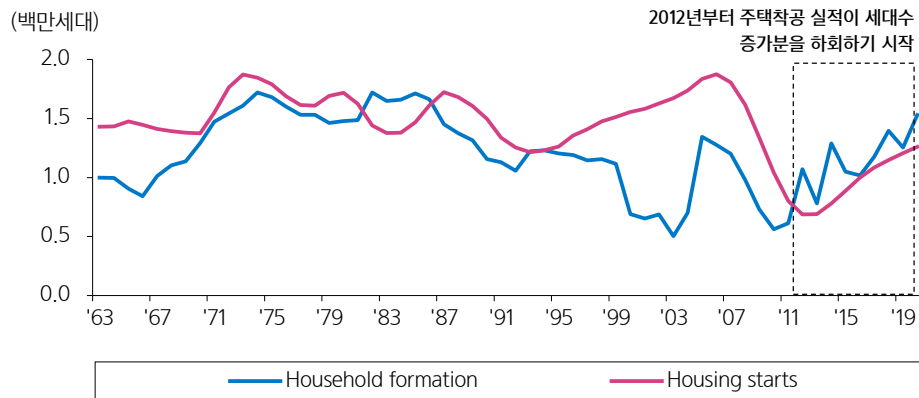


참고: 호화주택은 도시별 가격기준 상위 5% 주택 기준

자료: Knight Frank, 삼성증권

1) 공급 부족: 2008년 금융위기를 거치며 미국의 주택 착공실적(주로 싱글패밀리)은 급감하기 시작해 2012년부터 세대수 증가분을 하회하고 있다. 미국 세대수는 2008년부터 2018년까지 1,080만 세대가 증가한 반면, 동기간 주택 건축 허가수는 920만 세대에 불과했다. 한국도 마찬가지로 아파트 공급이 일시적으로 크게 증가했던 2015~2016년을 제외하고는 수도권 내 아파트 공급은 연 20만 세대를 하회해 왔다. 2017~2019년 수도권 내 세대수는 58.3만 세대 증가한 반면 아파트 공급량은 52.7만 세대에 그쳤다.

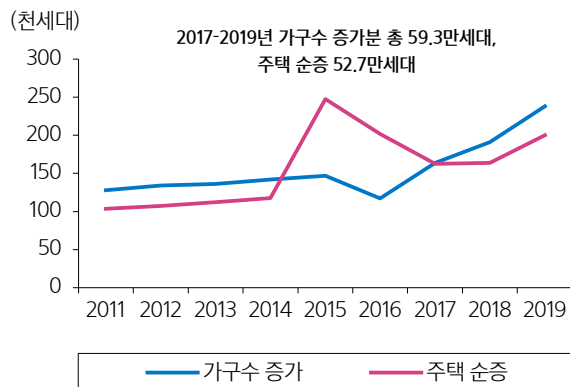
그림 11. 미국 세대수 증가와 주택 허가실적



참고: 5년 이동평균

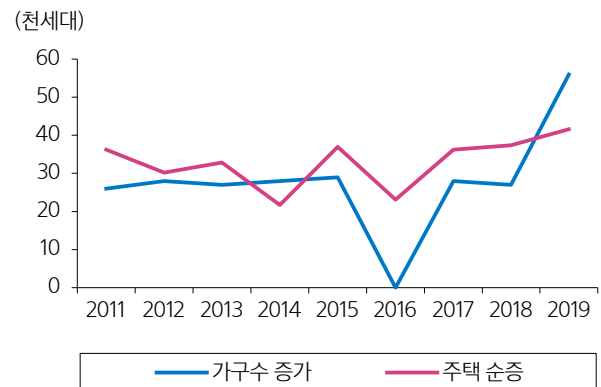
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 12. 국내 세대수 증가와 주택 순증- 수도권



자료: 국토교통부, 삼성증권

그림 13. 국내 세대수 증가와 주택 순증- 서울



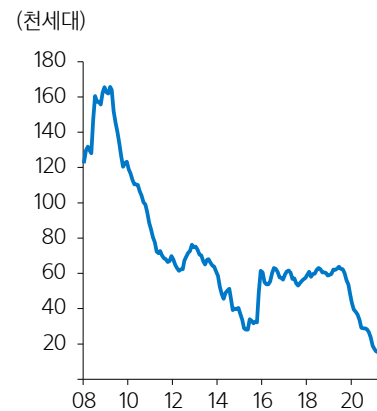
세계 각국의 주택 재고는 사상 최저치를 보이고 있다. 미국의 5월 기준 주택 재고는 1백만 세대로 매월 역대 최저치를 경신 중이다. 한국의 미분양은 4월 기준 1.5만 세대로 역대 최저치다(한국의 미분양은 해외와 달리 준공 전 미분양도 합산 집계). 2008년 12월 16.6만 가구였다는 점에서 타이트한 수급상황을 여실히 보여준다. 일본의 도쿄 지역 내 판매 가능한 아파트 재고 역시 역대 최저 수준이다.

그림 14. 미국 주택재고



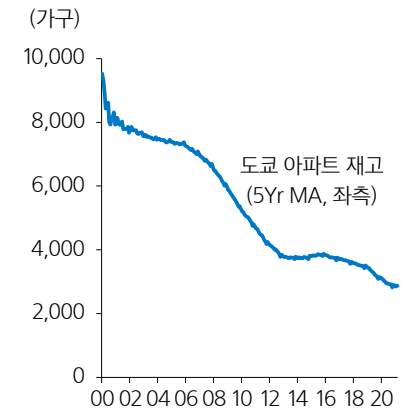
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 15. 한국 아파트 미분양



자료: Bloomberg, 삼성증권

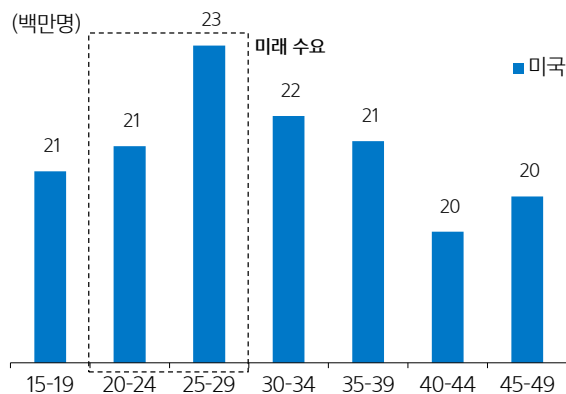
그림 16. 도쿄의 콘도(아파트) 재고



자료: Bloomberg, 삼성증권

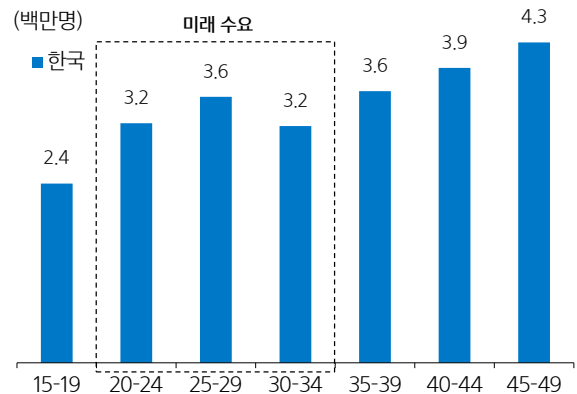
2) 인구변화: 전 세계적으로 밀레니얼 세대, 즉 2030세대가 주요 주택 수요처로 부상하고 있다. 게다가 이들은 결혼과 가족 형성이 지연되는 모습을 보이고 있어, 1인가구가 급격히 증가하며 총 가구수는 빠르게 증가하는 모습이다. 미국 총 인구 중 20~34세 비중은 45%이며 한국은 41%로 향후 5년 내 주요 주택 수요층이 될 예정이지만 현재 이들이 거주할 선택지는 마땅치 않다.

그림 17. 연령별 인구 수 - 미국



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 18. 연령별 인구 수 - 한국



자료: 통계청, 삼성증권

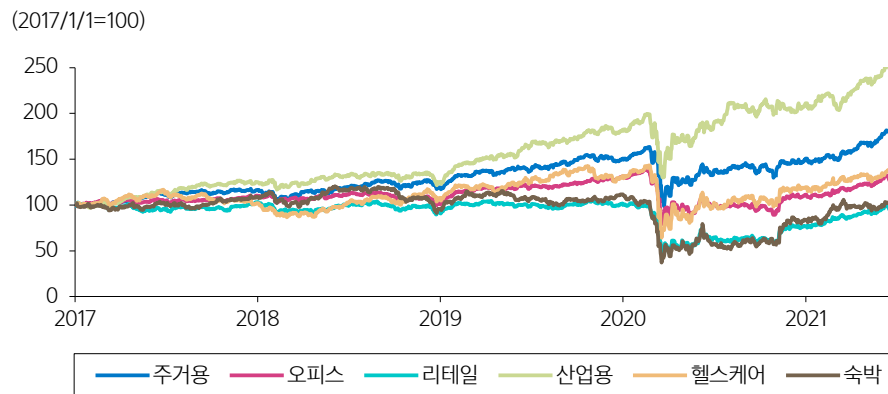
문제는 이 같은 공급 부족이 단기간 내 해소되기 어려워 보인다는 점에 있다. 금융위기 이후 미국 내 토지가격이 단기에 급등하며 디벨로퍼들은 주택공급의 적기를 놓쳤고 최근 들어서는 토지가격 상승 부담은 물론 원자재 가격, 인건비까지 상승하며 공급에 차질을 빚고 있다. 주택공급 부족은 사회적 문제라는 점에서 각국 정부는 affordable housing(부담가능 주택)을 공급하고자 정책적 노력을 시작했지만 최종 공급과 입주까지 시차가 있다는 점에서 약 2024년까지 공급 부족 문제는 지속될 것으로 판단된다.

기관 투자자산으로서 임대주택

그간 부동산 섹터 내 기관들의 투자 대상으로 선호되던 자산은 오피스와 리테일 등 전형적인 수익형 부동산이었다. 그러나 최근 임대주택도 수익형 부동산의 하나로 기관 투자 비중이 늘고 있으며 임대주택 리츠는 장기간에 걸쳐 가장 수익률이 양호하면서도 성과가 안정적이었던 섹터다. 무엇보다 주택가격이 빠르게 상승하며 수요자들이 매입보다 임대를 선택하기 시작했다는 점에서 시장의 성장성도 높다. 기관들의 임대주택 투자가 증가하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 임대주택은 필수적 부동산으로서 오피스나 리테일과 같이 경기에 민감한 부동산과 달리 인구구조적 요인에 더 영향 받는다. 팬데믹을 거치며 2020년 임대주택 리츠는 물류센터에 이어 2위의 수익률을 기록하는 등 안정성이 부각되었다. 2021년 1분기 CBRE가 기관 대상으로 조사한 부동산 투자자산으로서 선호도는 1위는 물류센터였고 임대주택이 25%로 오피스를 제치고 2위를 차지했다. 아직 임대주택 시장이 일본 외에는 덜 발달된 아시아는 14%로 3위를 기록했다. 지난 5년간 EMEA와 APAC 지역의 멀티패밀리 거래량은 5년 전 대비 50% 증가하며 기관 투자자의 주요 투자자산으로 급부상했다. 이는 글로벌 리츠 지수에서도 확인되는데 2013년 이후 누적 수익률은 물류센터에 이어 임대주택이 2위다.
- 2) 지금과 같이 인플레이션 우려가 큰 시기에 임대주택 투자는 더욱 선호된다. 오피스나 리테일 대비 금리 인상분을 임대료에 전가하기가 비교적 용이하고 빠르며, 공실이 절대적으로 낮기 때문이다.
- 3) NOI 대비 capex 비중이 낮다는 점도 수익의 안정성을 제공하는 요인이다. 호텔이나 오피스, 리테일은 capex 주기가 짧고 투자비도 많이 드는 반면 임대주택은 경상적인 수선 외에는 특별한 capex가 자주 요구되지 않는다.

그림 19. 글로벌 리츠 하위섹터별 total return



자료: Bloomberg, 삼성증권

그렇다면 어떤 국가의 임대주택 시장이 잘 발달돼 있을까? Invesco가 조사한 각국 주거실태 현황을 보면 영국은 자가 소유(점유) 비중이 78.6%로 가장 높고, 독일이 47.2%로 가장 낮다. 기업형 민간임대 비중은 독일이 19.7%로 가장 높고 프랑스, 미국, 일본 등도 높은 수준이다. 임대주택 리츠가 잘 발달된 국가도 미국, 일본이다. 결국 국내 기관 투자자의 해외 임대주택 투자도 이 지역에 집중될 것이다.

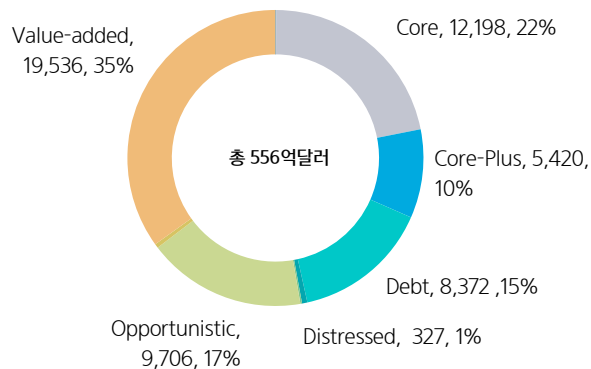
표 5. 국가별 주거 유형

(%)	호주	중국	홍콩	일본	미국	영국	독일	프랑스
자가 소유	65.5	78.0	65.4	68.8	64.4	78.6	47.2	74.2
민간 임대 (기관)	0.2	1.3	0.5	7.1	11.1	3.5	19.7	11.4
민간 임대 (개인)	34.3	20.7	34.1	24.1	24.5	17.9	33.1	14.4

자료: Invesco, 2018

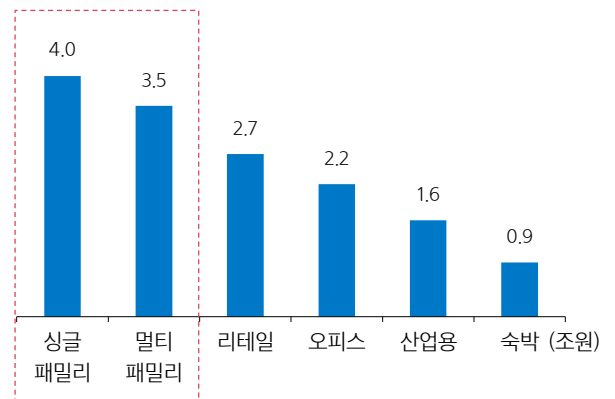
그간 간헐적으로 국내 기관들의 해외 임대주택 투자가 이뤄졌지만 비교대상 펀드의 부족과 수많은 임대차인의 복잡성으로 타 자산대비 선호되지 못하는 자산군이었던. 그러나 최근 연기금과 공제회의 부동산 대체투자 비중이 크게 늘며 오피스와 리테일 일변도에서 안정적인 임대주택으로 투자자산을 확대하는 모습이 관찰된다. 미국 부동산 시장 내 주택 비중은 50%에 달하는 거대 시장이라는 점에서 결국 이 자산군도 점차 기관화가 될 것으로 예상된다.

그림 20. 해외 주거용 부동산펀드 전략별 투자액과 비중



자료: Preqin(6월 기준), 삼성증권

그림 21. 미국 부동산 시장 규모 (2015년 기준)



자료: RCA, STR, 신한대체운용

대표적으로 행정공제회가 가장 먼저 해외 주거용 부동산 투자비중을 늘린 기관이다. 2021년 6월 기준 Preqin 자료에 따르면 해외 주거용펀드에서는 Core 전략보다 Value-added 전략을 활용한 펀드 비중이 높아지고 있다. 특히 자산가격 하락이 컸던 유럽 중심으로 다양한 전략이 구사되고 있다. 주택의 특성상 시간이 흐를수록 자산가치가 상승할 가능성이 높기 때문이며 근본적으로 주택은 배당수익률보다 capital gain에 대한 기대가 높다.

표 6. 지방행정공제회의 해외 임대주택 투자 사례

연도	투자자산	투자형태	운용사	투자규모	내용
2016	중산층 멀티패밀리	펀드	인베스코	450억원	휴스턴, 댈러스 등 남부 도시 중산층 멀티패밀리와 리테일 자산
2018	미국 부동산 메자닌 대출	펀드 (Square Mile 2호)	Square Mile Capital/KB자산	2억 달러	TRS(텍사스 퇴직연금)도 1.5억 달러 출자, Real asset special situations 전략 * 1호 펀드에도 행정공제회와 TRS가 출자
	미국 선순위 담보대출	JV 1호 (캘스터스)	PCCP/코람코	4억 달러 (1:1)	뉴욕 펜스테이션 리테일에 총 4천만달러, 텍사스 주택에 7천만달러, LA 베버리힐스 부동산 8,200만달러, 애틀랜타 미드타운 A+급 오피스 개발 3,200만달러
2019	미국 선순위 담보대출	JV 2호 (캘스터스)	PCCP/코람코	4억 달러 (1:1)	1H19 - 애리조나주 피닉스 소재 멀티패밀리 개발에 300억원 투자 20.01 - 시애틀 멀티패밀리 오피스에 4,200만 달러 공동투자 21.01 - 뉴욕 르누아르 하우스 아파트먼트에 350억원 투자
2019.10	일본 멀티패밀리	단독 펀드	JP모건	1천억원 (+ 현지대출 1천억)	자산의 70% 이상을 도쿄, 오사카 멀티패밀리 자산에 에퀴티 투자 주요 도시 거점 내 소형 매물을 매입해 포트폴리오로 관리하는 전략
2020.02	미국 멀티패밀리 Core-plus	JV (캘스터스)	페어필드 레지덴셜 (캘스터스 자회사)	3.1억 달러	샌디에고 멀티패밀리 자산에 기투자
2020.03	미국 싱글패밀리	기관투자자 JV	JP모건/이지스	1,200억원	싱글패밀리 임대 개발 (Build-to-core 전략), 전체 규모는 7,500억원
2021.04	미국 선순위 담보대출	JV 3호 (캘스터스)	PCCP/코람코	6억 달러(1:1)	리파이낸싱이 필요한 우량 오피스 자산 대출에 집중

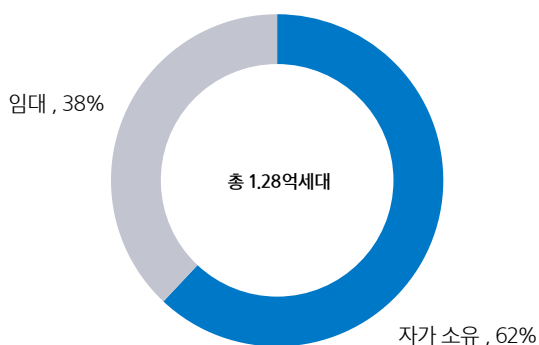
자료: 지방행정공제회, 삼성증권

다음은 주요 국가별 임대주택의 자산별 특징을 살펴보겠다.

미국-싱글/멀티패밀리

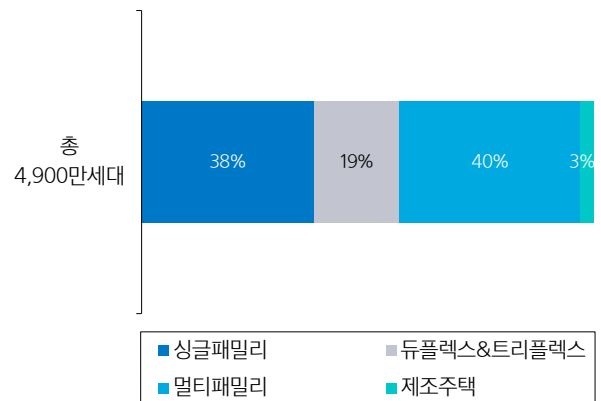
주택가격이 상승하며 전 세계적으로 임대주택 리츠의 성과가 좋았다. 그러나 팬데믹을 기점으로 주택 세부 유형에 따라 성과 차이가 두드러졌다. 미국 주택유형은 크게 ① 멀티패밀리(공동주택), ② 싱글패밀리(단독주택), ③ 제조주택으로 구분된다. 미국인의 약 70%가 싱글패밀리에 거주하며 미국의 주택 착공실적도 싱글패밀리 비중이 크다. 임대주택은 싱글패밀리 비중이 35%, 제조주택이 29%, 나머지는 멀티패밀리로 구성된다. 최근에는 주로 매입, 거주하는 유형인 싱글패밀리도 임대주택화, 기관화되는 모습이 나타나고 있음이 특징적이다.

그림 22. 미국인의 거주 유형(1Q21)



자료: John Burns Real Estate Consulting, Invitation Homes, 삼성증권

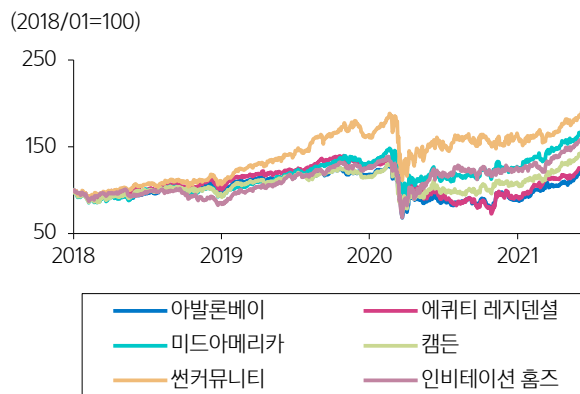
그림 23. 미국인의 임대주택 유형(1Q21)



자료: John Burns Real Estate Consulting, Invitation Homes, 삼성증권

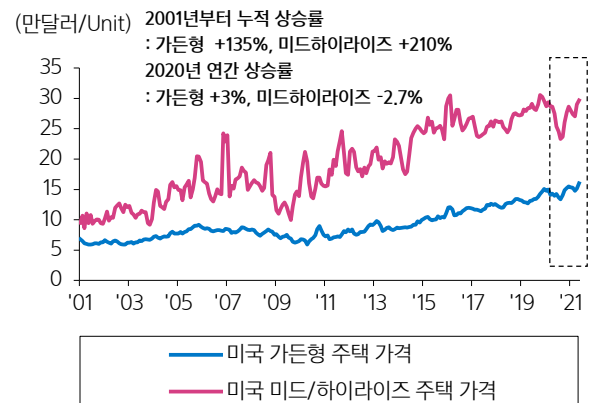
2020년부터 임대료가 저렴한 싱글패밀리, 제조주택 리츠의 실적과 주가성치가 좋았고 임대료가 비싼 멀티패밀리(하이-미드라이즈) 리츠의 성과는 저조했다. 미국의 젊은 전문직 종사자들은 그간 뉴욕과 LA, 샌프란시스코 등 대도시를 집을 구했다. 그러나 세전소득의 30% 이상을 주거비로 지출하게 되며 주거비 부담이 확대되고 점차 이탈하는 요인이 되었다. 또한 주요 주택 소비자로 부상한 밀레니얼 세대는 도심 멀티패밀리보다 외곽 싱글패밀리와 제조주택으로 분산되는 모습을 보인다. 주택 가격 부담이 낮고 IT에 익숙해 재택근무를 충분히 활용하다 보니 직장 근접을 고집할 필요성이 낮아졌기 때문이다.

그림 24. 미국 주택리츠별 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 25. 가든형과 미드하이라이즈 가격 추이



자료: RCA, 삼성증권

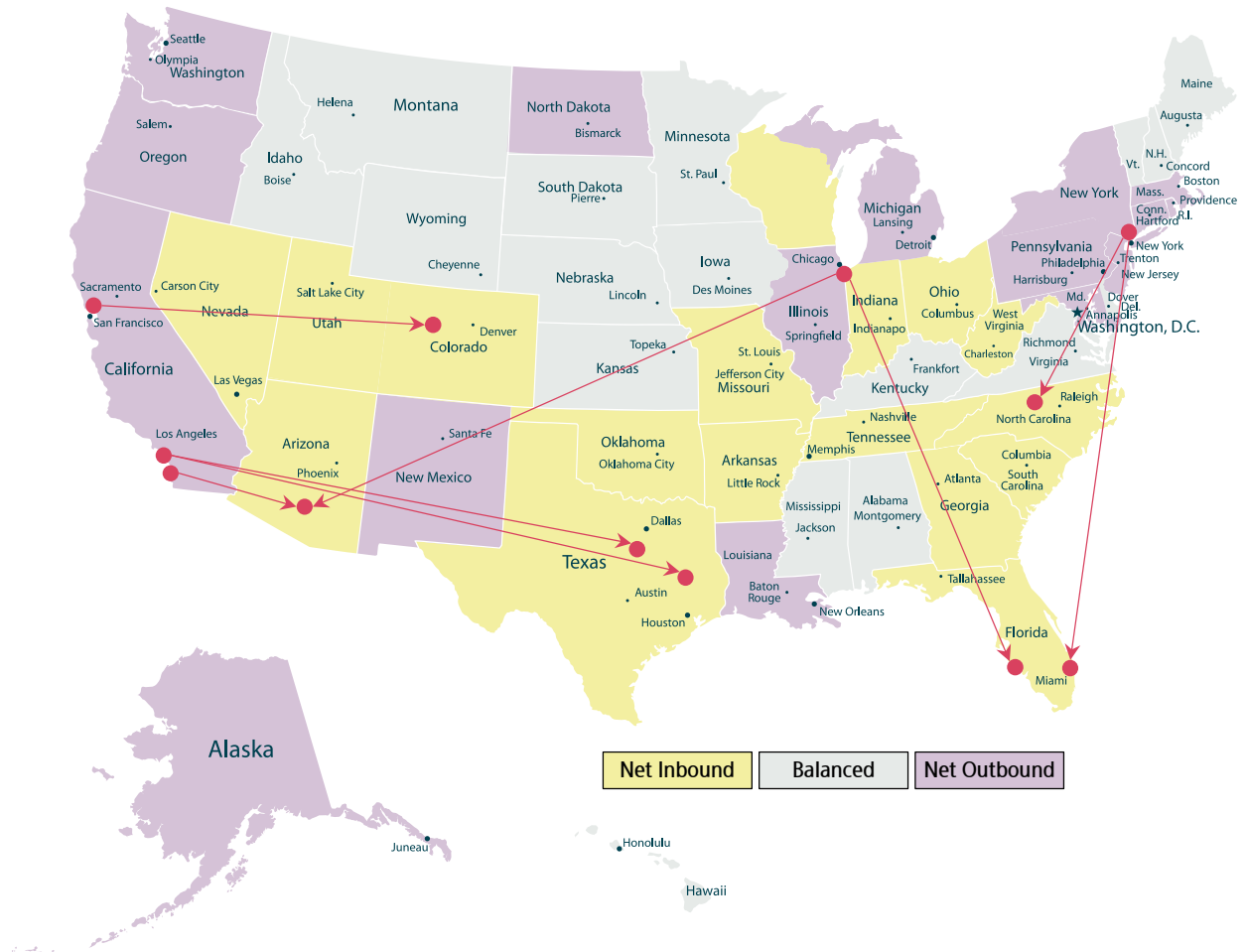
에퀴티레지덴셜, 아발론베이 등 초대형 멀티패밀리 리츠들이 2020년 주가 타격이 컸던 이유는 싱글패밀리나 제조주택 리츠의 성과가 좋았던 이유와 정확히 반대다. ① 지역 기반이 뉴욕과 샌프란시스코 등 도시봉쇄가 잦았던 지역이고 ② 최근 가격부담과 팬데믹을 계기로 도심에서 외곽으로 이탈하는 이주민이 증가했고 ③ 빅테크 기업들이 뉴욕과 샌프란시스코에서 벗어나 텍사스, 플로리다 등 '썬벨트'라 불리는 2차 도시로 이전한 영향이다. 이들 지역에는 주로 싱글패밀리가 분포하고 있다.

표 7. 미국 주택리츠 요약

종목명	티커	시가총액 (십억달러)	도심 비중 (%)	배당수익률 (%)	특성
에퀴티레지덴셜	EQR	28.8	70	3.2	1위 임대주택 리츠, 서부 캘리포니아 등 관문도시 멀티패밀리 중심
아발론베이	AVB	29.1	80	3.1	2위 임대주택 리츠, 북동부, 캘리포니아 등 도심 멀티패밀리 중심
Invitation Homes	INVH	21.5	30	1.8	블랙스톤이 설립, 썬벨트와 서부 일부 지역 위주의 싱글패밀리 리츠
미드아메리카아파트먼트	MAA	19.5	32	2.5	미국 내 썬벨트 중심의 싱글패밀리 리츠
Camden Property Trust	CPT	13.2	39	2.5	남동부, 썬벨트, 캘리포니아에 걸쳐 교외 중심의 멀티패밀리 보유
썬커뮤니티	SUN	19.6	30	1.9	남동부, 북동부 및 서부해안 중심으로 제조주택, RV 커뮤니티 보유
Essex Property Trust	ESS	20.0	30	2.7	서부해안 비중 100%의 제조주택 리츠
아파트먼트인컴리츠	AIRC	7.4	30	3.7	북동부, 서부 해안지역 비중이 높은 멀티패밀리 리츠
유나이티드도미니언	UDR	14.8	30	2.9	서부/동부 해안지역과 썬벨트에 걸쳐 교외 중심의 멀티패밀리 보유

자료: 각 사, 삼성증권

그림 26. 2020년 인구유출입 지역



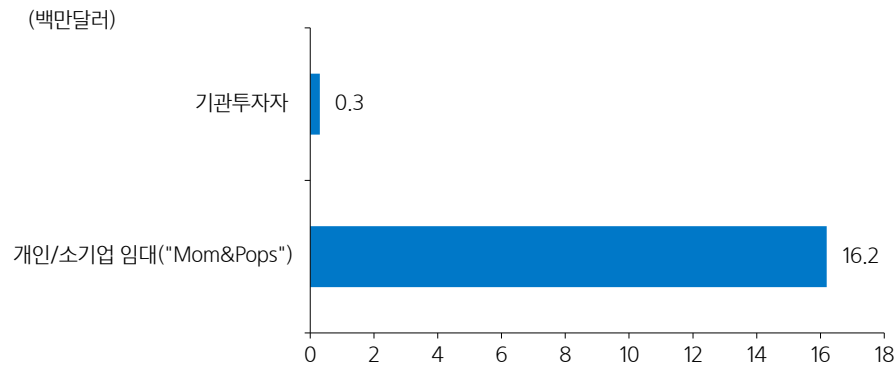
자료: The REIT Forum, 삼성증권

그간 기관 투자자산으로 임대주택은 매우 제한적이었고 그마저도 주로 멀티패밀리에 치우쳤다. Invitation Homes에 따르면 싱글패밀리 시장 내 기관 투자 비중은 2%에 불과한 것으로 추정된다[그림 27]. 그간 싱글패밀리는 기관의 투자자산이라기보다 개인들이 소유, 거주하는 필수 부동산 개념이 컸다. 그러나 지난 2~3년간 싱글패밀리에 투자하는 기관들이 늘어나 현재 약 200억달러의 기관 자금이 투자 된 것으로 추정된다. 이유는 다음과 같다.

1) 싱글패밀리를 매입해 거주하기보다, 임대하려는 개인이 늘어나며 수익형 부동산의 성격을 띠기 시작했다. 2) 2012년을 기점으로 싱글패밀리의 공급이 급감하며 싱글패밀리의 가격과 임대료 상승이 가팔라 지고 있다. 이를 반영해 싱글패밀리 전문 임대주택 리츠인 Invitation Homes는 지난 5월 신규 계약 기준 임대료 인상률은 무려 14%에 육박했다고 밝혔다. 그럼에도 2001년부터 누적 가격 상승률은 외곽의 가든형이 120%, 미드하이라이즈가 210%로 가든형 주택이 미드하이라이즈의 절반 수준에 불과하다.

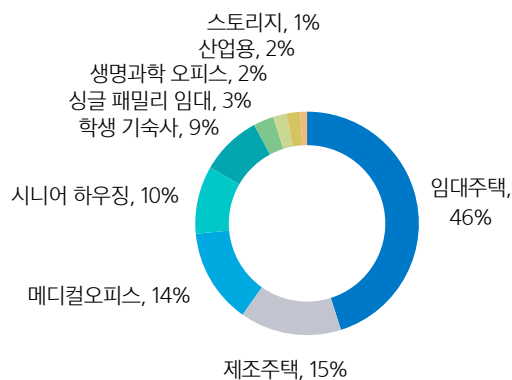
기관들의 포트폴리오 전략도 변화하고 있다. Carlyle의 부동산 포트폴리오를 보면 2019년 2분기 기준 싱글패밀리는 3%, 제조주택 비중은 15%에 불과했고 멀티패밀리가 46%를 차지했다. 그러나 2021년 1분기 기준 멀티패밀리 비중은 29%로 급감한 반면 제조주택은 24%, 싱글패밀리는 16%로 급증했다.

그림 27. 미국 싱글패밀리 소유주 구분 (4Q20)



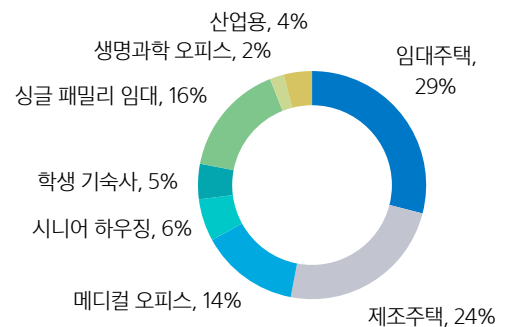
자료: Invitation Homes, 삼성증권

그림 28. Carlyle property fund의 자산 배분 비중 (1Q19)



자료: Carlyle Group, 삼성증권

그림 29. Carlyle property fund의 자산 배분 비중 (1Q21)



자료: Carlyle Group, 삼성증권

미국 임대주택 니치마켓- 제조주택, 기숙사

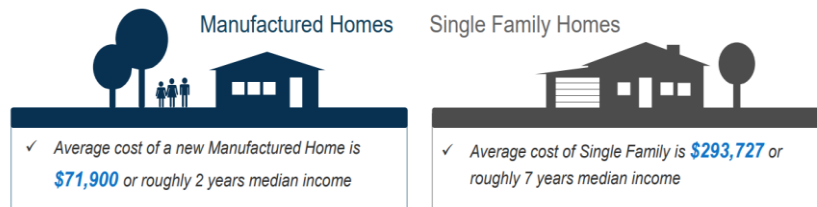
주택가격 부담이 높아지며 주택시장 내에서도 다양한 주거유형과 니치마켓이 부상하기 시작했다. 대표적인 것이 제조주택이다. 미국에서는 조립식 주택을 'Manufactured homes'라고 부른다. 미국에는 약 1천만개의 제조주택 사이트가 있으며 리츠는 이 주택의 5%를 소유하고 있다. 조립식 주택의 장점은 건축비용이 저렴하고 예상과 달리 질이 우수하며 신축의 장점을 누릴 수 있다는 점이다.

조립식 주택은 4가지로 나뉘며 가장 일반적인 것은 제조주택이다. ① 제조주택: 설계와 주택 각 부분이 모두 공장에서 일괄 제작된다. 조립식 주택 회사에 신청하면 기술자들이 와서 집을 지어준다. 제조주택은 조립식 주택 중에서 유일하게 HUD(미 연방 주택도시개발국) 법안 규제를 받기 때문에 건축자재와 시공의 질이 우수하다. ② 모듈식 주택(Modular homes): 공장에서 만들어지는 것은 제조주택과 유사하나, 제조 규모가 작고 설계도 간단하다. ③ 패널식주택(Panelized Homes): 기초공사와 뼈대를 잡은 뒤 공장에서 제조한 벽, 창문, 외벽 등을 가져다 조립한다. ④ 사전가공(Pre-Cut Homes): 공장에서 만든 벽을 가져다 조립한다.

미국에서는 1920년대부터 휴양객을 위한 조립식 주택이 지어졌고 2차 대전 이후에는 군인과 가족의 주택 제공을 목적으로 다수 지어졌다. 1960년대부터 제조주택이 많이 지어지기 시작하자 HUD는 1974년 '조립식주택안전기준법'을 만들고 규정을 마련하기 시작했다. 이후 소재와 건축기술이 발전, 조립식 주택 회사들은 안전하고 정교한 조립식 주택을 생산하기 시작했다. 이를 계기로 미 동서부 해안과 중서부 산악지역, 남부 휴양지, 대도시 주변 등으로 조립식 주택이 확산되었다.

현재 미국 인구의 약 2%만이 제조주택에 살고 있지만 이 수요는 급격히 증가하고 있다. 무엇보다 압도적인 원가 경쟁력이 주요인이다. 미국의 대표적인 제조주택 리츠인 '썬커뮤니티'가 발표한 싱글패밀리의 제조원가는 293,727달러인 반면 제조주택은 71,900달러로 동일한 규모의 어떠한 유형의 주택보다 제조주택의 제조원가는 최소 40% 이상 낮다. 모든 재료가 일괄 생산되고 숙련된 노동자들은 시간 낭비 없이 동일한 기본 프레임 하에 같은 집을 반복해서 짓기 때문이다. 따라서 제조주택의 임대료는 월 300~1천달러 수준으로 가격 경쟁력이 높다. 대표적인 제조주택 건설/임대리츠인 썬커뮤니티는 제조주택에 집중함으로써 12~14%의 IRR을 달성하고 있다.

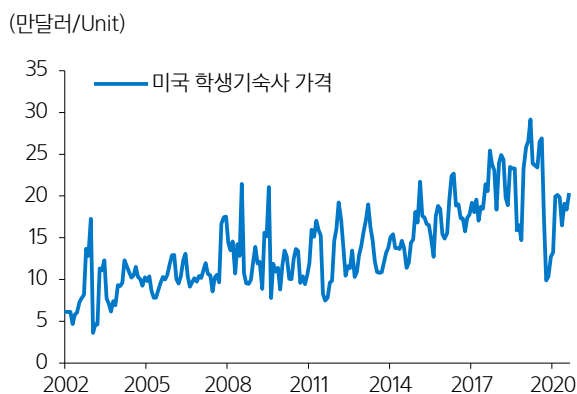
그림 30. 제조주택 가격 경쟁력



자료: 썬커뮤니티

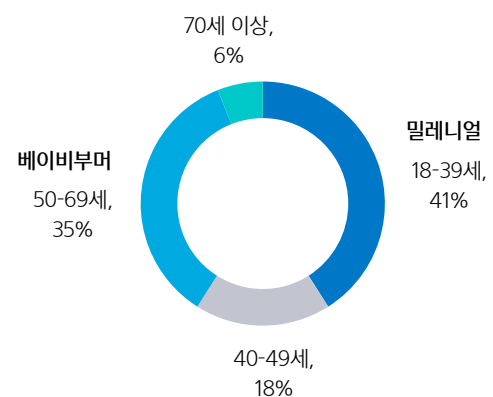
학생 기숙사는 팬데믹의 타격이 가장 컸지만 최근 가격 회복이 가장 빠른 하위섹터 중 하나다. 대학캠퍼스 재개로 2021년 가을학기 기숙사의 임대료 상승이 예상된다. 기숙사는 지난 10년간 신규 공급이 저조했고 2020년에는 공급이 최저치를 기록하며 임대수요가 공급을 크게 상회할 전망이다. 기숙사는 개발가능 부지가 부족하고 미국 내 물절약 방침 등으로 개발 제한이 있어 높은 진입장벽을 보인다. 미국 기숙사는 지속 상승하다가 2020년 팬데믹 영향으로 2019년 최고치 대비 절반 수준까지 하락했으나 최근 빠르게 회복, 고점 대비 20% 낮은 상태지만 과거 고점을 회복할 가능성이 높아졌다.

그림 31. 미국 기숙사 가격 (유닛당)



자료: RCA, 삼성증권

그림 32. 미국 제조주택의 수요층 구분



자료: 썬커뮤니티, 삼성증권

일본 임대주택

아태지역 내 임대주택 투자로 선호되는 지역은 도쿄, 상하이, 베이징, 싱가포르 등이지만 도쿄는 임대주택 문화가 잘 발달돼 압도적인 선호도를 보인다. 단독주택 중심으로 투자가 늘어나는 미국과 달리 일본은 역세권 내 1~2인 가구 중심의 멀티패밀리에 주로 투자한다. 2020년 일본 멀티패밀리 자산 거래량은 9,300억엔(85억달러)로 글로벌 3위 규모를 기록했다. 2014년 블랙스톤의 GE일본 포트폴리오 인수를 시작으로 크로스보더 투자가 활발해졌고 최근 안방보험, 알리안츠, AXA가 활발히 투자하고 있다.

표 8. 일본 멀티패밀리 자산의 크로스보더 자금 투자 사례

투자자	연도	투자 사례
블랙스톤	2020	3년 전 안방보험에 매각했던 220개 자산 포트폴리오 재매입(3천억엔) - 멀티패밀리 섹터 역대 최대 딜, 연간 거래량의 1/3 차지
AXA	2020	- 도쿄 중심부 661세대 멀티패밀리 자산을 700억엔에 매입, 개별자산으로는 가장 비싼 딜 2020년에는 총 37개의 크로스보더 딜이 이루어졌음, 알리안츠, JP모건 등이 참여
PGIM	2021	1월 12억달러 규모 일본 멀티패밀리 자산 6개 인수 (도쿄 5개, 요코하마 1개) - 아시아 코어 펀드에서 투자, 주요 지역에 위치해 안정성
알리안츠	2021	7,500만유로 규모로 12개의 신축 멀티패밀리 자산 인수(모두 도쿄23구 내 위치) 2019년 11억유로, 2020년 2억유로 투자에 이어 일본 내 멀티패밀리 포트폴리오 확대 사례

자료: 언론기사, 삼성증권

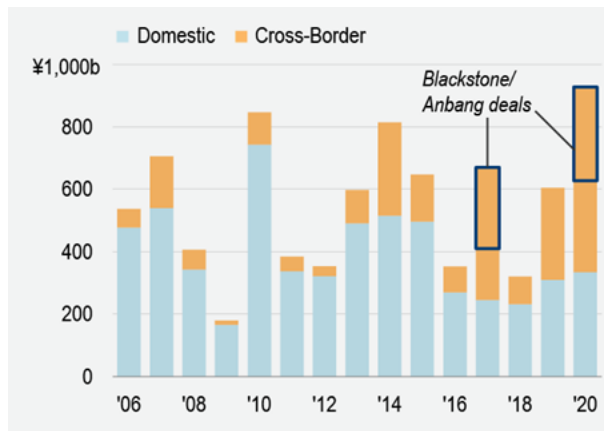
일본 임대주택에 투자하는 가장 용이한 방식은 상장리츠에 투자하는 것이다. J-REITs 시장 내 임대주택 섹터의 시가총액 비중은 7%를 차지하며 2012년 이후 가장 안정적이고 우월한 성과를 보였다. 이토추상사, 미쓰이부동산 등 일본 내 주요 상사와 디벨로퍼가 스폰서로 임대주택 자산을 개발, 공급한다. 일본의 임대주택 리츠는 주로 핵심 권역인 도쿄23구 내에 위치하며 1~2인가구 중심의 싱글/컴팩트/스튜디오형 주거형태를 보인다.

표 9. 일본 임대주택 리츠

종목명 (십억엔)	티커	시가총액	배당수익률 (%)	AUM	임대주택 비중 (%)	스폰서	특성
어드밴스레지던스리츠	3269 JP	504	3.1	458.5	100	이토추상사	271개 자산, 72%가 도쿄23구 내에 위치, 싱글/컴팩트 비중 64%
닛폰아코모데이션펀드리츠	3226 JP	431	2.9	328.2	100	미쓰이부동산	129개 자산, 88%가 도쿄23구 내에 위치, 싱글/컴팩트 비중 83%
일본임대주택리츠	8986 JP	425	3.5	322.0	71	다이와증권	227개 임대주택, 도쿄23구 내에 44% 위치, 스튜디오형이 66%
CR Investment	3282 JP	404	3.6	252.1	100	도쿄부동산	137개 자산, 92%가 도쿄23구 내 위치, 싱글/컴팩트 비중 90%
KDR	3278 JP	394	3.7	265.7	76	케네딕스	134개 임대주택, 60%가 도쿄23구 내 위치, 스튜디오형 42%
Samty Residential	3459 JP	382	3.5	118.4	100	Samty그룹	132개 자산, 도쿄 대도심권 비중 27%, 싱글/컴팩트 비중 85%

자료: Bloomberg, 삼성증권

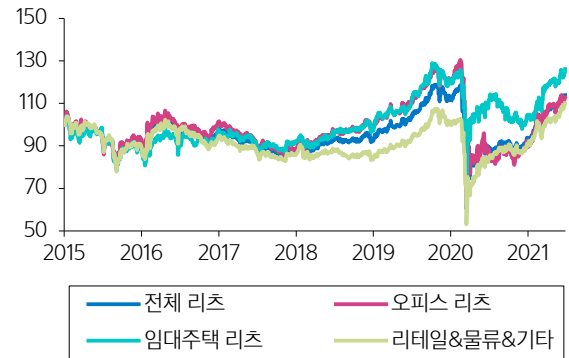
그림 33. 일본 임대주택 투자 거래액



자료: RCA, 삼성증권

그림 34. 일본 하위섹터별 리츠 지수

(2015/01=100)



자료: Bloomberg, 삼성증권

밀레니얼 세대와 공유주거

밀레니얼 세대가 몰려온다

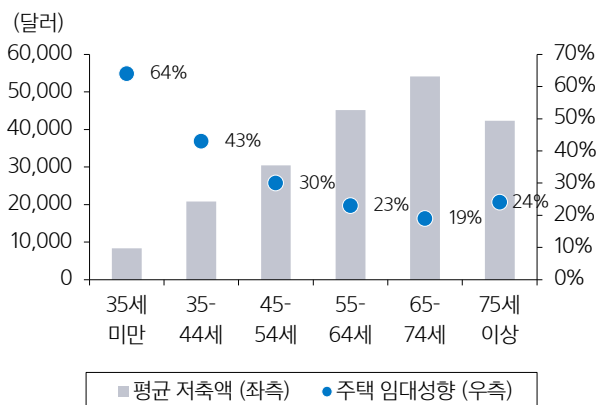
미국 임대주택의 수요층을 세분화해서 살펴보자. 밀레니얼 세대인 25~34세 인구의 64%가 임대주택에 거주하는 것으로 나타난다. 이는 역대 최대수준이자 전 연령대에서 가장 높은 비중이다. 현재 전 세계적으로 밀레니얼 세대의 가장 큰 고민거리는 주거문제이기도 하다. 35세 이후부터 임대 성향은 점차 낮아지다가 75세 이상의 고령화가 진행될수록 다시 임대성향이 높아지는 모습을 보인다. 즉 향후 임대주택 시장에서 주요 수요층은 밀레니얼 세대와 75세 이상의 고령층(시니어층)이 될 것이다.

밀레니얼 세대는 2017년 기준 4,530만명으로 미국 인구의 30%를 차지하며 2009년 대비 무려 600만 명 늘어난 것이다. 범위를 넓혀 5년 내 신규 주택 수요로 전환할 20~24세까지 포함한 20~34세 비중은 45%를 차지한다. 다양한 사회적 변화를 야기할 주요 수요층의 파워가 나날이 커지고 있다.

밀레니얼 세대가 주택 임대를 결정하는 주요인은 주택 공급 상황과 개인의 재정상황이다. 이들의 실질 임금 인상률은 2015~2017년 1%대에 그치며 소득은 정체된 반면 주택 임대료는 지난 5년간 20% 이상 올라 주거 문제가 커지고 있다. 미국인의 평균 저축액은 2013년 3.3만달러에서 2016년 3.06만달러로 감소했는데 특히 밀레니얼 세대에서 감소세가 뚜렷했다. 밀레니얼 세대의 저축률과 구매력을 낮추는 요인으로 학자금 대출 부담이 지적된다. 30세 이하 고학력자의 40% 이상이 여전히 학자금 대출잔액을 보유하고 있으며 2016년 졸업생 기준 미국 학생의 평균 학자금 대출 잔액은 3.7만달러에 이르렀다. 지난 11년간 학자금 대출은 157% 증가했고 등록금과 비용 모두 상승세이며 채무 불이행도 늘고 있다.

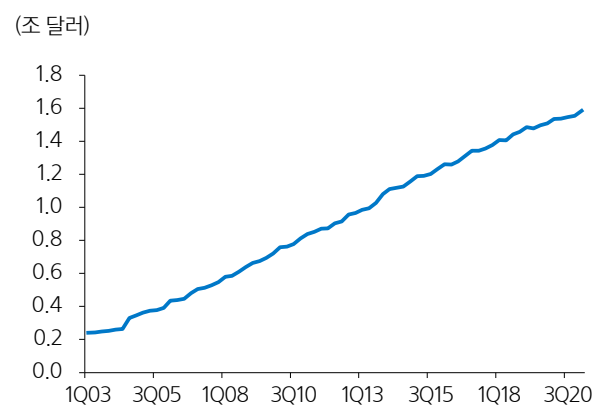
밀레니얼 세대는 고학력자가 많고, 가족형성의 지연으로 1인가구로 남아 임대주택 거주자로 지내는 기간이 길어지고 있다. 1988년부터 2016년까지 학사이상 소지자는 15% 이상 증가하며 고학력이 진행된 반면 25세 이상 연령의 결혼은 8% 감소했다. 궁극적으로 1인가구의 임대주택 수요가 확대되고 있다.

그림 35. 미국 연령별 평균 저축액과 주택 임대 성향



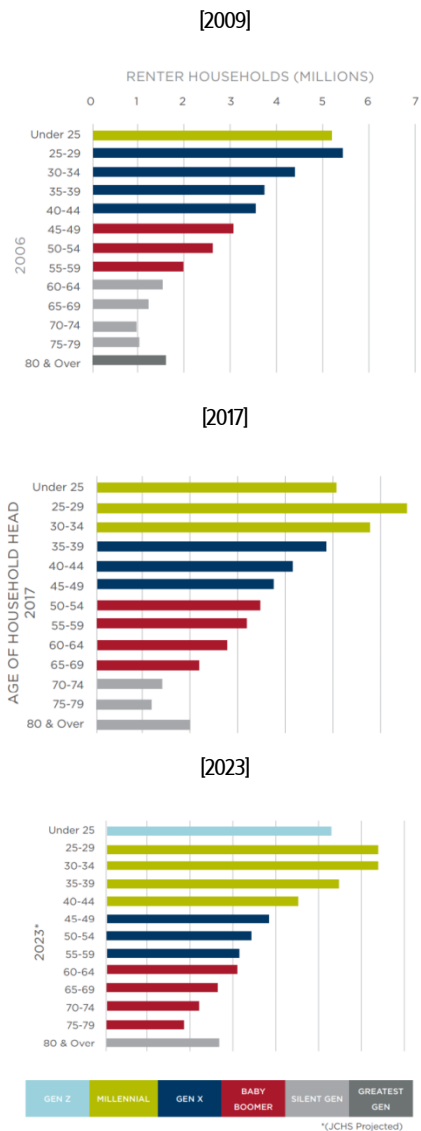
자료: JCHS, Bankrate.com, 삼성증권

그림 36. 미국 전체 학자금 대출액 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 37. 세입자 세대 나이별 구성 (백만세대)



25-34세의 60% 이상이 1인가구로서 임대를 택하는 만큼 이들은 임대주택 시장에 가장 큰 영향력을 주는 주체다. 따라서 임대주택의 유형도 과거와 달라질 필요가 있다. 이는 기존의 전형적인 주택유형에서 탈피해, 도심 내 공유주거라는 모델이 탄생하는 계기가 되었다.

자료: Invesco Real Estate

공유주거의 부상

살펴본 복합적 요인으로 밀레니얼 세대는 주택의 임대 성향이 높아지고 장기화될 가능성이 높다. 주요 수요층인 밀레니얼 세대는 새로운 임대주택 유형인 Coliving(공유주거)을 선호하기 시작했고 관련 산업의 성장을 견인하고 있다.

공유주거의 개념은 임차인들이 룸은 단독으로 사용하되 공용공간과 편의시설을 공유함으로써 입지, 라이프스타일, 커뮤니티, 경제성 등의 장점을 극대화하는 것이다. 공유주거에 거주할 경우 임차인은 홀로 동일 면적에 거주할 때보다 20% 이상 비용을 절감할 수 있는 것으로 분석된다. 공유주거는 2030세대를 중심으로 시작됐지만 장기적으로 임대 수요가 높은 고령층으로 확산될 가능성을 내포한다.

타 임대주택 유형과 공유주거를 비교해 보았다. 대체로 1~2년 계약 구조인 타 임대주택과 달리 1일~1년 단위의 임대계약 구조, 다양한 커뮤니티 프로그램, 다양한 연령대를 포괄할 수 있다는 점, 모든 설비가 갖춰져 편의성이 높다는 점, 공유할 수 있는 공동 공간이 넓다는 점 등이 장점이다. 이 외에 밀레니얼 세대가 공유주거를 택하는 이유는 다음과 같다.

표 10. 유형별 임대주택 비교

	멀티패밀리	호텔	서비스 레지던스	시니어 하우징	기숙사	공유주거
유연한 계약 구조	X	X	O	X	X	O
커뮤니티 프로그램	X	X	X	O	X	O
다양한 연령대	O	O	O	X	X	O
가구, 설비 제공으로 편의성	X	O	O	O	O	O
공유공간 제공	X	O	X	O	O	O

자료: Invesco Real Estate, 삼성증권

1) 도심에 거주하고자 하는 욕구가 크다. 하버드대의 주택연구 공동센터(The Joint center for Housing studies of Harvard University)의 연구에 따르면 지난 20년간 18~28세 연령대에서 도시에서 외곽으로 이주하는 사람은 40% 감소하며 고밀도 도시에 유입 인구는 지속 증가하고 있다. UN에 따르면 2015년 기준 전 세계 인구의 55%인 40억명이 도시에 살고 있으며 2050년에는 68%로 증가할 전망이다. 15년간 도시인구는 약 12억명 증가할 전망이다. 대부분 베트남, 아프리카, 인도 등 신흥국에 집중된 것이지만 미국이나 유럽, 한국, 일본 등에서도 1~2%대의 도시 성장률은 지속될 전망이다. 도시 면적은 제한적인 반면 유입 인구가 지속된다면 보다 효과적인 주거 모델이 필요하다.

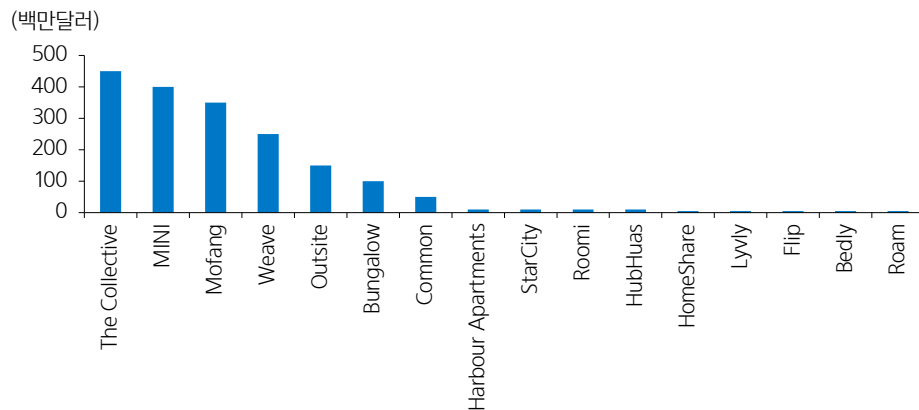
2) 네트워크를 중시한다. 공유주거 내 임차인은 같은 건물 내 다양한 개인을 만나 네트워크를 확장한다. 밀레니얼 세대는 거주 주택을 선택할 때 경제성 외에도 체험의 가치를 중시한다. 공유주거는 주택 매입에 자금을 지출하기보다, 도심 내 네트워크를 통해 경험 소비를 확대하고자 하는 밀레니얼 세대에 부합한다.

3) 편의성과 유연성이다. 현대적인 임차인들은 높은 보안과 편의시설, 유틸리티 시설을 요구하며 공유주거는 이를 제공할 수 있다. 특히 공유주거는 1일에서 1주일의 단기 숙박은 물론 1년 이상의 장기 숙박 구조도 제공하는 유연한 임대차 구조를 지닌다. 그간 임대주택은 2~4년 계약기간이라는 점에서 이동성이 강한 밀레니얼 세대에 적합한 모델이다.

글로벌 공유주거 기업

공유주거는 글로벌 주택시장 내 틈새시장임에 분명하지만 최근 투자 규모가 급격히 늘어나고 있다. 2017년 글로벌 파이낸싱 시장 규모는 2억달러에 불과했으나 2018년 22억달러로 급격히 증가했다. 글로벌 공유주거 기업 중 가장 많은 투자를 유치한 기업은 영국의 The Collective로 2018년 말 기준 약 4.5억달러의 누적 투자액을 기록한 것으로 나타난다.

그림 38. 글로벌 코리빙 기업의 누적 투자 유치액 (2018년 말 기준)



자료: Invesco Real Estate

국내에서는 패스트파이브가 2018년 첫 공유주거 브랜드인 '라이프온 투게더'를 런칭했다. SK디앤디는 '에피소드' 브랜드로 공유주거 사업을 시작해 현재 300세대를 넘어섰고 연말까지 3천세대를 확보, 운영할 계획이다. 직접 자산을 보유하고 운영하는 사례 외에도 공유주거 자산은 부동산 운용사가 보유하고 로컬스티치, 맵그로브 등이 마스터리스 운영계약을 맺는 구조가 많다.

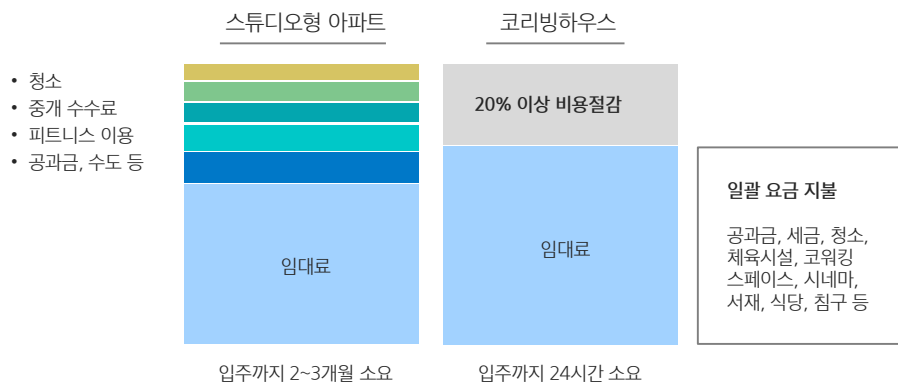
표 11. 국내 공유주거 운영업체 비교

기업	MGRV (HGI)	디앤디프로퍼티 (SK디앤디)	패스트파이브	로컬스티치	코오롱글로벌	이지스자산운용	세어하우스 우주 (직방)
브랜드	맵그로브	에피소드	라이프온투게더	로컬스티치	커먼타운	디어스	우주
포지셔닝	코리빙 컴플렉스	기업형 임대주택	코리빙 컴플렉스	코리빙 컴플렉스	기업형 임대주택	기업형 임대주택	하우스웨어링
지점당 규모	300세대 이상	300세대 이상	100세대	20세대 미만	50~100세대	100세대	
주요 지점	신설, 송인	성수, 신촌	선정릉	서교, 성산, 연남, 약수 등	용산, 성수, 역삼 등	명동	

자료: 각 사, 삼성증권

공유주거에 임차하는 세입자는 일반 아파트에 임차할 때보다 약 20% 이상 비용을 절감하는 것으로 나타난다. ① 유틸리티, 세금, 와이파이 비용 등이 포함된 가격으로 공유주거 임대료가 결정되고 ② 가구와 설비가 이미 제공돼 입주 시 초기 비용이 거의 없으며 ③ 주거지를 구할 때 발생하는 중개 수수료가 생략되고 ④ 피트니스, 청소 등 부대비용이 절약되기 때문이다.

그림 39. 공유주거의 경제성

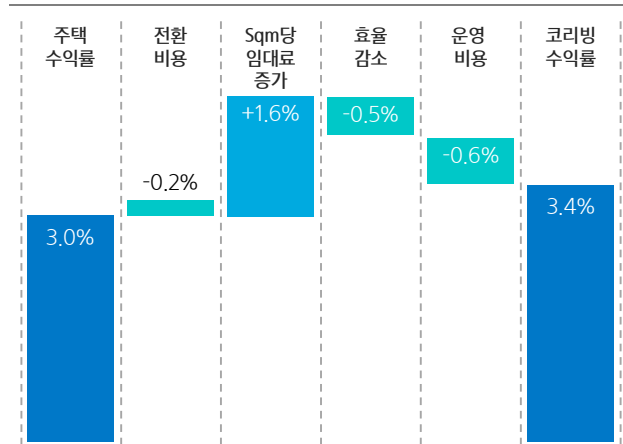


참고: 런던 지역 공유주거 사례

자료: Invesco Real Estate

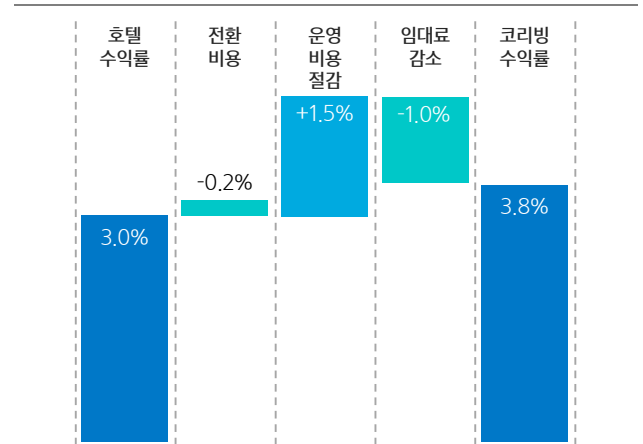
최근 부동산 시장 내 흥미로운 사례는 팬데믹으로 가장 타격이 컸던 호텔을 공유주거로 개조하는 컨버전이 늘고 있다는 점이다. 공유주거는 호텔과 건물 구조가 유사해 자산 컨버전 시 비용을 대폭 줄일 수 있다. 특히 팬데믹으로 어려워진 호텔이 다수 매물로 나오며 할인된 가격에 매입한 운용사나 디벨로퍼들은 공유주거로 전환 개발함으로써 IRR을 극대화하는 기회가 되고 있다. JLL에 의하면 홍콩 내 일반 주거시설이나 호텔을 개조해 공유주거로 전환할 경우 NOI 마진은 30-40bp 증가한 것으로 나타났다.

그림 40. 홍콩 주거시설을 공유주거로 전환한 경우



자료: JLL

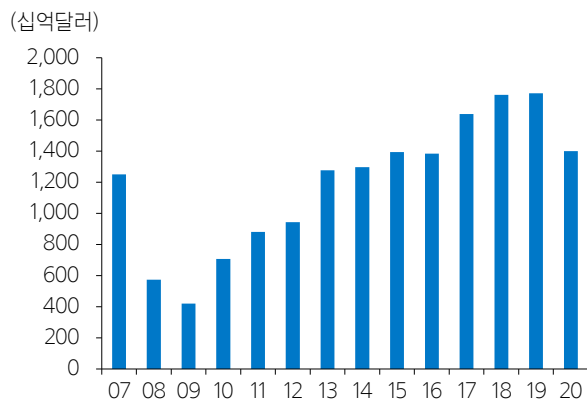
그림 41. 홍콩 호텔을 공유주거로 전환한 경우



자료: JLL

Appendix: 글로벌 상업용 부동산 데이터

그림 42. 글로벌 상업용 부동산 거래액

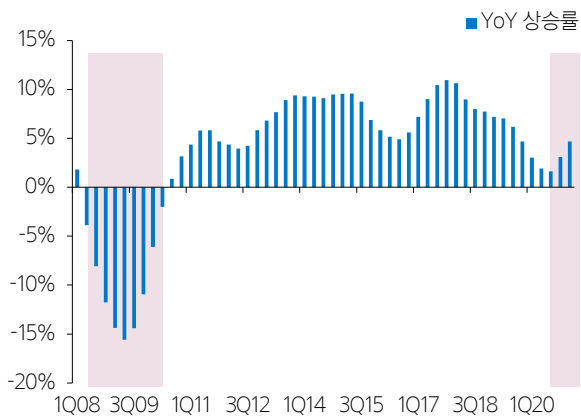


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

글로벌 상업용 부동산 거래액

- 2020년 누계 글로벌 상업용 부동산은 1.4조 달러, 전년대비 19.9% 감소 (금융위기 당시는 연평균 4~5천억 달러)
- 2분기와 3분기는 전년 대비 각각 33%, 24% 감소했으나 4분기 들어 하락폭 축소
- 섹터별로 오피스가 전년 대비 34%, 주택 19%, 리테일 35% 하락. 산업용 부동산은 전년 대비 7% 감소에 그치며 양호
- 지역별로 미주가 전년 대비 32% 감소하며 최대 하락, EMEA지역 25% 하락. 아태지역은 10% 하락하며 비교적 양호

그림 43. 글로벌 상업용 부동산 지수 YoY 상승률

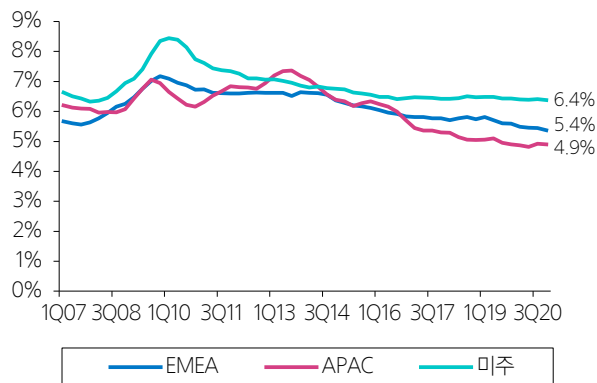


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

글로벌 상업용 부동산 가격지수

- RCA가 산출하는 2021년 1분기 글로벌 상업용 부동산 지수는 전년 대비 4.7% 상승
- 2020년 3분기 1.6%, 4분기 3.1%에 비해 상승폭 확대

그림 44. 글로벌 오피스 cap rate

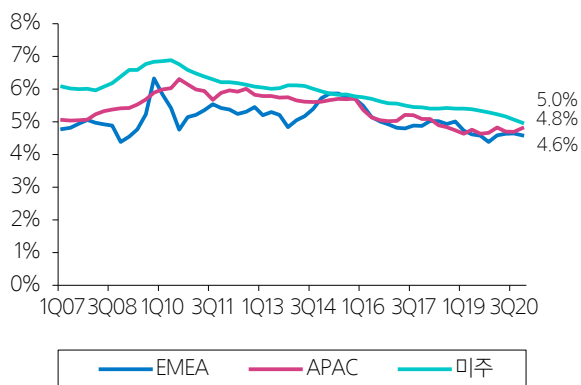


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

오피스 자본환원 수익률 (cap rate)

- 1분기 글로벌 오피스 cap rate는 전년 대비 0.11%p 하락하며 가격 상승 지속
- 미주는 11bp, EMEA 지역은 25bp 하락. 아태지역은 17bp 상승했으나 가장 낮은 수준의 cap rate(5.0%) 시현 중

그림 45. 글로벌 주택 cap rate

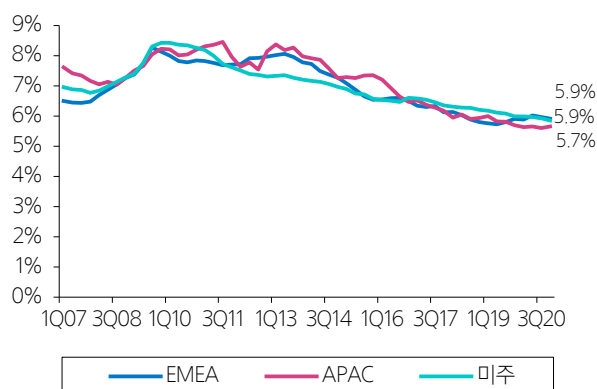


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

임대주택 cap rate

- 글로벌 주택 cap rate는 전년 대비 0.3%p 하락하며 가격 상승
- EMEA 지역은 21bp, 아태지역은 30bp, 미주지역은 32bp 하락하며 전 세계적인 가격 상승세 뚜렷

그림 46. 글로벌 산업용 부동산 cap rate

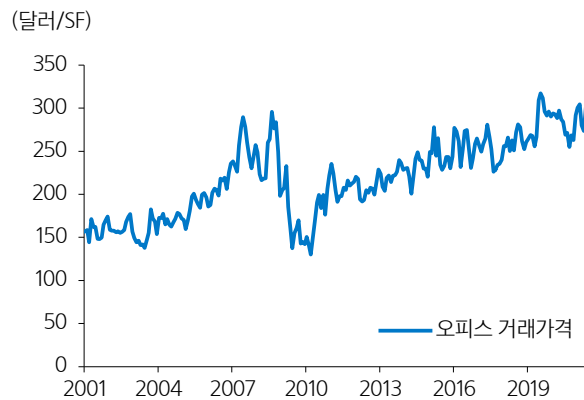


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

산업용 부동산 cap rate

- 전년 대비 cap rate는 0.12% 하락하며 가파른 밸류에이션 상승
- EMEA 지역은 6bp, 아태지역 19bp, 미주 22bp 하락 등 전 세계적인 물류센터 가격 상승 중

그림 47. 미국 오피스 거래가격

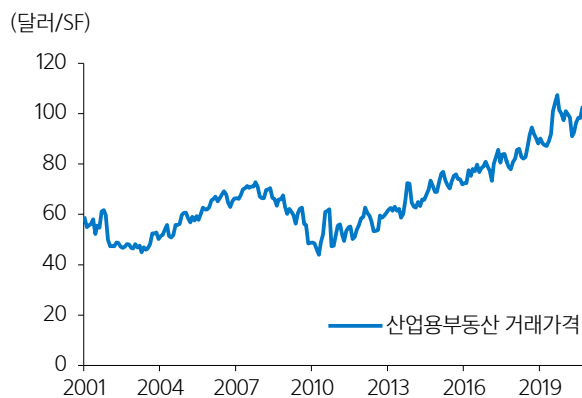


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

미국 오피스 거래가격

- 미국 오피스 단위당 거래가격은 2020년 하락세를 이어갔으나 2021년 들어 반등
- 2021년 5월 단위당 거래가격은 전년 대비 4% 상승, 거래량 역시 29% 증가하며 회복세

그림 48. 미국 산업용 부동산 거래가격

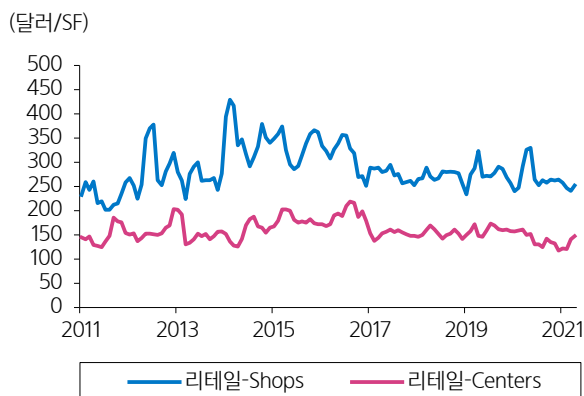


자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

미국 산업용 부동산

- 미국 산업용 부동산 단위당 거래가격은 2020년 초 주춤했으나 가장 빠르게 회복, 가격 상승폭 확대
- 2021년 5월 단위당 거래가격은 전년 대비 25%, 전월 대비 8% 상승하며 강세 지속

그림 49. 미국 리테일 거래가격



자료: RCA, Bloomberg, 삼성증권

미국 리테일 거래가격

- 리테일 거래가격은 하락세를 지속하다가 2021년 들어 안정
- 5월 기준 스텝은 연초 대비 5% 하락한 상태이나 쇼핑센터는 2020년 말 저점 대비 31.9% 반등

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Research Associate

min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	Not rated		
목표주가	n/a	-	
현재주가	5,080원		
시가총액	1,046억원		
Shares (float)	20,600,000주 (86.4%)		
52주 최저/최고	4,060원/5,390원		
60일-평균거래대금	4.3억원		

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이지스레지던스리츠	-1.9	3.2	n/a
Kospi 지수 대비	-5.3	-11.6	n/a

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

이지스레지던스리츠 (350520)

명동/서교동의 공유주거 편입 결정

- 디어스명동과 서교동 공유주거 복합시설 개발자산의 수익증권 투자 결정
- 포트폴리오 다각화, 대표 공유주거 브랜드 편입, 개발차익의 기회 확보
- 임대주택 리츠는 구조적인 수요 증가를 누릴 수 있고 인플레이션의 헤지가 가능

WHAT'S THE STORY?

공유주거 자산 편입: 이지스레지던스는 '디어스명동'(공유주거)과 서교동 공유주거 복합시설 개발자산을 수익증권 형태로 편입하기로 결정. 각 취득가는 100억 원, 75억 원, 프로젝트 규모는 각 410억 원, 1,200억 원. 2개 자산 모두 우선주 형태로 취득하는데 상장리츠 투자자에게 안정적 배당을 제공하기 위함이며 목표 배당수익률은 6~7%. 운영기간에는 임대료에 기반해 배당수익을 수취하고 매각 시 누릴 매각차익의 각 30%, 60%를 수취하는 구조

자산편입의 의미: 자산 편입의 의미는 세가지. ① 인천시정 공공지원 민간임대주택에서 명동과 서교동의 공유주거로 포트폴리오 다각화. 최근 임대주택 시장 내 2030세대를 겨냥한 임차수요가 빠르게 늘고 있음을 고려한 것. ② 디어스명동은 임대주택에 전문성을 확보한 자이에스앤디가 책임임차(총 면적의 84%)를 함으로써 안정적 운영을 보장하고 향후 이지스레지던스의 대표 공유주거 브랜드로 성장할 잠재력 내재. ③ 서교동 공유복합시설은 개발형 자산으로 인근 인프라와 입지 고려 시 상장리츠에서 찾기 힘든 capital gain 추구. 서교동 자산 잔여 지분 전량에 대해 우선매수청구권을 보유하고 있어 향후 1,200억 원 규모의 자산의 콜옵션을 확보한 셈. 한편 자산 편입이 완료될 경우 이지스레지던스리츠가 투자한 지분규모는 기존의 1,089억 원에서 1,264억 원으로 16% 증가하고 주주배당은 약 2% 증가할 것. 예상되는 매각차익을 배제한 순수 운영수입만으로 환산한 것

수요가 구조적으로 증가하는 임대주택 리츠의 장점: 장기간 글로벌 리츠 시장 내 임대주택 리츠가 장기간 가장 높은 수익률을 보였을 뿐 아니라 안정성 또한 높았던 이유는 ① 주택은 필수 부동산이자 안전자산으로 공실률이 극히 낮고, ② 오피스나 리테일 대비 capex 부담이 낮으며, ③ 임대료 전가가 타 자산 대비 용이해 인플레이션에 완벽한 헤지수단으로 인식되기 때문. 그러나 현재 국내 부동산 시장 내 임대주택은 규제의 불확실성으로 리츠나 펀드에 보편화된 투자대상은 아님. 이지스레지던스는 이번 투자 것처럼 밀레니얼 세대를 겨냥함으로써 수요가 구조적으로 증가하는 주택 자산군, 단위당 규모가 작아 종부세 부담에서 벗어난 자산군에 집중 투자함으로써 임대주택 리츠의 장점을 취할 것으로 예상

* 6월 17일 기 발간 보고서입니다 (6/30 현재가)

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
영업수익 (십억원)	n/a	7.7	3.8	4.3
영업이익 (십억원)	n/a	7.3	3.6	4.1
순이익 (십억원)	n/a	7.3	3.7	4.2
EPS (adj) (원)	n/a	372	178	202
EPS (adj) growth (%)	n/a	n/a	-52.0	13.0
영업이익률 (%)	n/a	94.4	94.7	95.3
ROE (%)	n/a	6.7	3.7	4.3
P/E (adj) (배)	n/a	13.2	28.5	25.2
P/B (배)	n/a	1.0	1.0	1.0
ROA (%)	n/a	6.7	1.8	2.3
Dividend yield (%)	n/a	5.3	5.1	5.1

참고: 2020년 자산재평가 차익 59억 원이 영업수익에 반영/ 자료: 이지스레지던스리츠, 삼성증권

표 1. 이지스레지던스 편입 자산

구분 (십억원)	펀드 (호)	프로젝트	준공	배당률 (액면기준, %)	취득가 (십억원)	형태	매각차익 분배구조	프로젝트 자산규모	자본	차입금	레지던스 리츠의 투자액	비고
임대주택	151	부평 더샵	2022년	5.3	103.0	우선주(78%)/ 보통주(22%)	리츠투자자 14%	830	164	666	103	공공지원 민간임대 3,578세대
공유주거	331	서교동 공유복합	2023년	6.0	7.5	우선주	리츠투자자 (우선주) 40%, 보통주 60%	120	30	90	8	서비스레지던스 296호, 업무 및 상업 복합
공유주거	333	디어스 명동	운영 중	7.0	10.0	우선주	리츠투자자 (우선주) 30%, 보통주 70%	41	12	29	10	서비스레지던스 112호 자이엑스앤디 책임임차
합계								991	206	785	121	

참고: 자산규모는 취득가 기준

자료: 이지스레지던스리츠, 삼성증권

표 2. 신규 편입자산 상세

투자 자산명	디어스 명동 (이지스 전문투자형 사모부동산투자신탁 333호)	서교동 서비스 레지던스 (이지스 전문투자형 사모부동산투자신탁 331호)
소재지	서울시 중구 퇴계로 176	서울특별시 마포구 서교동 460-25 일원
연면적	5,464㎡ (1,652.94평)	17,607㎡ (5,326평)
건축면적	391㎡ (118.55평)	2,09㎡ (634평)
용도	112개 서비스 레지던스 (관광숙박시설), 근린생활시설 (지하 1층, 14층 라운지 포함)	296개 서비스 레지던스 (관광숙박시설), 근린생활시설 (사무실, 학원, 소매점, 음식점 등)
건폐율/용적율	60.19%, 720.89%	57.92% / 239.96%
대지면적	호텔 651㎡ (197평) + 주차장 295㎡ (89평) 합계 946㎡ (286평)	3,622㎡ (1,095평)
규모	지하 6층 / 지상 26층	지하 3층 / 지상 7층

자료: 이지스레지던스리츠

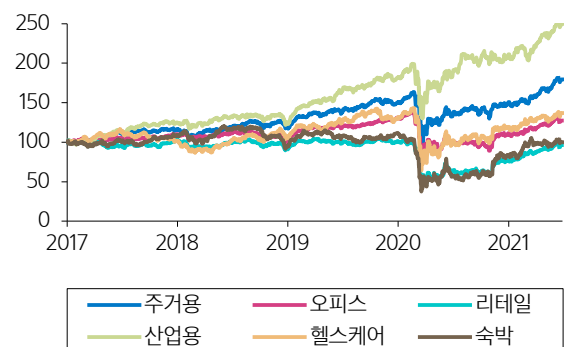
그림 1. 이지스레지던스의 공유주거 브랜드 디어스명동



자료: 삼성증권

그림 2. 글로벌 리츠 하위섹터별 total return

(2017/1/1=100)



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	n/a	7.7	3.8	4.3	4.4
분배금수익	n/a	1.8	3.8	4.0	4.5
이자수익	n/a	0.0	0.1	0.1	0.1
기타운용수익	n/a	6.0	-	-	-
운용비용	n/a	0.4	0.2	0.2	0.2
이자비용	n/a	-	-	-	-
운용수수료	n/a	0.3	0.3	0.3	0.3
기타운용비용	n/a	0.1	0.1	0.1	0.1
영업이익	n/a	7.3	3.6	4.1	4.2
영업외손익	n/a	0.0	0.1	0.1	0.1
법인세차감전순이익	n/a	7.3	3.7	4.2	4.3
법인세비용	n/a	-	-	-	-
법인세율 (%)	n/a	-	-	-	-
비지배주주지분	n/a	-	-	-	-
당기순이익	n/a	7.3	3.7	4.2	4.3

수익률

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성(%)					
영업이익률	n/a	94.4	94.7	95.3	95.5
순이익률	n/a	94.5	97.4	97.3	97.2
ROE	n/a	6.7	3.7	4.3	4.4
ROA	n/a	6.7	1.8	2.3	4.4
배당수익률	n/a	5.3	5.1	5.1	5.1
배당성향	n/a	36.7	145.8	129.0	125.0
Valuation(배)					
PER	n/a	13.2	28.5	25.2	24.4
PBR	n/a	1.0	1.0	1.0	1.1

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이시스레지던스리츠, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	n/a	12.5	10.9	9.7	8.7
현금성자산	n/a	11.5	11.5	11.5	11.5
선급비용	n/a	-	-	-	-
선급법인세	n/a	-	-	-	-
비유동자산	n/a	95.8	89.8	89.8	89.8
이시스 151 호 수익증권	n/a	95.8	89.8	89.8	89.8
자산총계	n/a	108.2	100.7	99.5	98.5
유동부채	n/a	0.1	2.7	2.7	2.7
미지급 법인세	n/a	-	-	-	-
단기 차입금	n/a	-	-	-	-
비유동부채	n/a	-	-	-	1.0
부채총계	n/a	0.1	2.7	2.7	2.7
보통주 자본금	n/a	20.6	20.6	20.6	20.6
자본잉여금	n/a	80.3	77.5	76.3	75.2
주식발행 초과금	n/a	80.3	77.5	76.3	75.2
이익잉여금	n/a	6.0	-	-	-
처분 전 이익잉여금	n/a	7.3	-	-	-
자본총계	n/a	108.2	98.1	96.9	95.8
부채와 자본 총계	n/a	108.2	100.7	99.5	98.5

재무비율 및 주당지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성(% YoY)					
매출증가율	n/a	n/a	-51.2	13.1	3.3
영업이익증가율	n/a	n/a	-51.0	13.9	3.5
순이익증가율	n/a	n/a	-49.6	13.0	3.2
EPS 증가율	n/a	n/a	-52.0	13.0	3.2
주당지표(원)					
EPS	n/a	372	178	202	208
BVPS	n/a	5,253	4,890	4,849	4,780
DPS	n/a	130	260	260	260

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Research Associate

min.baik@samsung.com

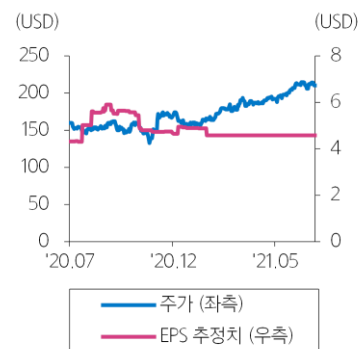
▶ AT A GLANCE

현재주가	208.7 USD
블룸버그 평균목표주가	211.4 USD
시가총액 (달러)	29.1 십억USD
시가총액 (원)	33 조원
Shares (float)	139.1 백만주 (99.6%)
52주 최저/최고	131.38 / 216.64 USD
90일-평균거래대금	159.1 백만USD
국가	US
상장거래소	New York
산업	REITS

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
아발론베이 커뮤니티 (%)	(0.9)	30.1	31.2
S&P500 대비 (%pts)	(3.2)	27.8	28.9

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

아발론베이 커뮤니티 (AVB US)

리오프닝, 도심 임대주택 리츠에 최고의 모멘텀

- 미국 임대주택 리츠 중 시총 1위로 고급 멀티패밀리 중심
- 2020년 9월을 저점으로 임대료와 임차율 회복세, 2021년 상반기가 실적의 바닥
- 안정적 임대주택 리츠 특성 상 1994년부터 27년 연속 배당컷 없이 배당을 지속해 옴

WHAT'S THE STORY?

대도시 중심의 미국 임대주택 리츠: 에퀴티레지덴셜과 함께 도심 내 고급 멀티패밀리 중심의 임대주택 리츠로 주택리츠 중 시가총액 1위. 290개 아파트 커뮤니티를 소유하고 있으며 총 세대수는 8.6만세대에 이른다. 주로 북동부, 캘리포니아 등 팬데믹으로 도시 봉쇄의 타격이 컸던 도시에 위치해 2020년 주가가 저조했으나 올 들어 팬데믹 완화와 함께 빠르게 회복되는 리츠 유형 중 하나. 팬데믹 이전에는 영업이익률이 꾸준히 64%대를 유지하다가 2020년 61.7%로 급감했지만 50%대에 머무는 타 임대주택 리츠 대비 압도적으로 높은 수익률. 이는 포트폴리오가 고급 주택 중심이기도 하지만 임대주택 리츠는 규모의 경제 효과가 중요한데 초대형 자산 포트폴리오를 구성하고 있기 때문

2021년 상반기가 실적의 바닥: 고급 멀티패밀리 리츠의 실적은 대체로 2021년 상반기를 바닥으로 빠르게 회복할 것. 최근 미국 학사학위 이상 소지자의 실업률이 빠르게 하락하고 있어 2020년 팬데믹으로 정책적으로 부여했던 임대료 할인가간이 종료되고 곧 정상 임대료 수준으로 회복할 가능성이 높아졌기 때문. 4월 아발론베이의 임대율은 96%에 육박, 2020년 9월 93%를 저점으로 매월 개선세. 또한 4월 임대료는 1월 대비 5% 이상 개선된 상태. 외곽지역은 팬데믹 이전으로 이미 완전히 회복됐으며 도심 지역은 회복 초기단계. 아발론베이의 포트폴리오 60% 이상이 직장인 거주하는 도심 혹은 외곽이기 때문에 지금처럼 리오프닝 기대감이 고조될 때 모멘텀 극대화

개발 재개와 27년 연속 배당 지속: 싱글패밀리나 제조주택 리츠와 달리 아발론베이와 같은 멀티패밀리 리츠는 입주자의 도심탈출 현상으로 2020년 내내 자산 개발과 편입을 중단할 수밖에 없었음. 그러나 2020년 말부터 아발론베이는 서서히 임대주택 개발을 재개. 현재 27억달러 규모의 자산을 개발 중이며 어려운 환경 속에서도 2020년 4분기 4억달러의 개발을 완료하고 현재 실적에 잡히기 시작. 꾸준한 자산획득은 1994년 이래 27년 연속 배당을 지속하고 금융위기에도 배당을 삭감하지 않을 수 있었던 원동력. 임대주택 리츠 특유의 안정적이고 꾸준한 배당성장이 투자포인트로 지난 5년간 연평균 배당성장률은 4.5%에 달함

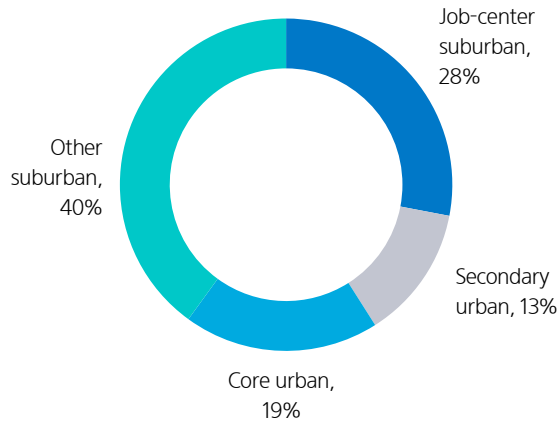
SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
매출액 (백만달러)	2,325	2,301	2,217	2,346
영업이익 (백만달러)	832	698	1,006	1,053
순이익 (백만달러)	786	828	415	458
EPS (adj) (달러)	5.6	5.9	3.1	3.3
EPS (adj) growth (%)	(20.1)	4.6	(47.3)	5.4
EBITDA margin (%)	66.0	62.7	59.2	60.3
ROE (%)	7.3	7.6	4.0	4.7
P/FFO (배)	22.8	19.0	26.6	24.5
P/B (배)	2.7	2.1	2.8	2.8
EV/EBITDA (배)	23.9	20.7	27.8	25.8
Dividend yield (%)	2.9	4.0	3.0	3.1

자료: Bloomberg, 삼성증권

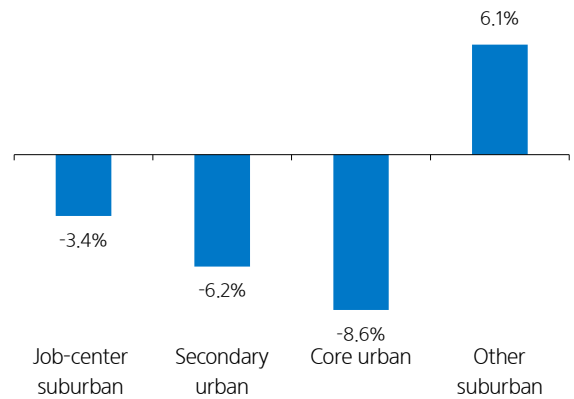
아발론베이의 포트폴리오는 도심과 외곽, 직장 밀집 여부 등에 따라 4개 권역으로 구분한다. 현재 임대료 호가(Asking-price)는 기타 외곽의 경우 구조적인 수요 증가를 반영해 고점 대비 6.1% 높고 샌프란시스코와 같이 타격이 큰 대도시는 10% 남짓 하락한 상태이나 점차 하락폭이 축소되고 있어 하반기에는 팬데믹 이전으로 회복할 전망이다. 임대료 회복과 함께 아발론베이의 배당 상승이 예상된다. 또한 가격이 오른 자산군을 매각하고 수요가 상승하는 썬벨트 내 개발 추진 등 환경변화에 대응하고 있다.

그림 1. 아발론베이의 포트폴리오 권역별 비중



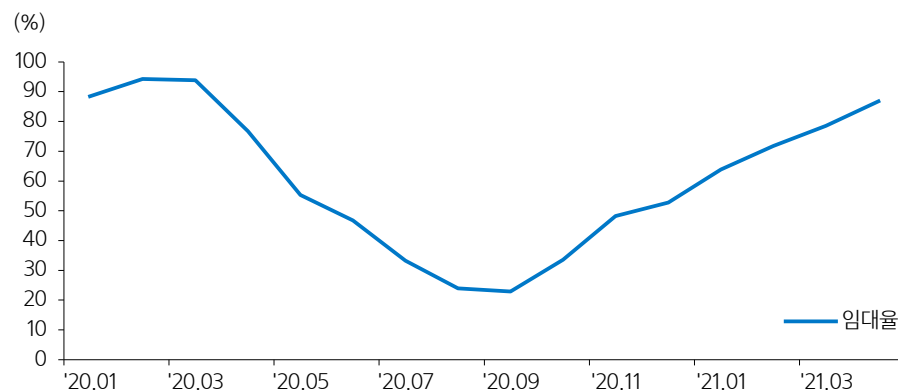
자료: 아발론베이

그림 2. 고점 대비 임대료 호가(asking price) 변동률 - 1Q21



자료: 아발론베이, 삼성증권

그림 3. 아발론베이 평균 임대율



자료: 아발론베이

표 1. 아발론베이 분기별 영업실적

(백만달러)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2018	2019	2020
매출액	602.3	576.4	567.4	555.8	551.1	2284.5	2324.6	2301.3
YoY (%)	6.4	-0.1	-3.4	-6.4	-8.5	5.8	1.8	-1.0
영업이익	204.1	186.1	164.7	143.3	141.2	821.9	831.9	698.1
YoY (%)	-0.5	-6.4	-22.1	-33.9	-30.8	4.1	1.2	-16.1
세전이익 (조정)	147.9	134.6	115.8	89.7	88.9	616.4	633.2	492.9
YoY (%)	-4.9	-9.1	-27.8	-47.0	-39.9	-7.6	2.7	-22.2
순이익	168.0	170.8	147.7	341.1	142.2	974.5	786.0	827.6
YoY (%)	-1.4	1.5	-47.2	103.5	-15.3	11.1	-19.3	5.3
주당 FFO	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0	9.0	9.3	8.7
YoY (%)	3.9	-1.8	-12.0	-16.9	-18.4	4.4	3.8	-7.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	2,045	2,159	2,285	2,325	2,301
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,045	2,159	2,285	2,325	2,301
판매관리비	0	0	0	0	0
기타영업비용	1	12	8	0	0
EBITDA	1,325	1,392	1,473	1,533	1,443
유무형자산상각비	547	602	651	687	729
영업이익	779	789	822	832	698
영업외손실	(255)	(87)	(152)	33	(126)
세전이익 (조정)	652	667	616	633	493
비경상손실	(382)	(210)	(358)	(166)	(332)
세전이익 (GAAP)	1,034	877	974	799	824
법인세비용	0	0	(0)	13	(3)
비지배지분귀속 수익	(0)	(0)	(0)	0	0
당기순이익 (GAAP)	1,034	877	975	786	828
EPS (GAAP, 달러)	7.5	6.4	7.1	5.6	5.9
희석 EPS (달러)	7.5	6.4	7.1	5.6	5.9

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	1,160	1,256	1,301	1,322	1,220
당기순이익	1,034	877	975	786	828
감가상각비 & 무형자산상각비	547	602	651	687	729
비현금항목	0	0	0	0	0
비현금 운전자본 변동	14	36	20	(10)	(28)
투자활동에서의 현금흐름	(1,032)	(965)	(597)	(1,194)	(179)
고정&무형자산 변동	0	0	0	0	0
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	112	72	43	5	214
재무활동에서의 현금흐름	(303)	(419)	(689)	(218)	(854)
배당금	(727)	(773)	(805)	(840)	(883)
차입금의 증가(감소)	450	291	81	252	262
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	(27)	63	35	369	(233)
현금증감	(175)	(128)	16	(90)	186
기초현금	505	330	202	218	128
기말현금	215	67	92	40	217
Free cash flow	(507)	(260)	(264)	(292)	239

참고: * 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산 총계	526	398	522	824	831
현금 및 현금성자산	236	67	147	536	501
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	17,341	18,017	17,858	18,297	18,368
순 유형자산	17,012	17,718	17,676	18,061	18,105
기타 비유동자산	329	299	182	235	263
자산 총계	17,867	18,415	18,380	19,121	19,199
유동부채 총계	5,121	6,544	6,610	7,049	7,448
매입채권	0	0	0	0	0
단기차입금	4,463	5,853	5,906	6,359	6,750
기타 유동부채	657	691	704	691	698
비유동부채 총계	2,568	1,477	1,134	1,078	996
장기차입금	2,568	1,477	1,134	1,078	996
기타 비유동부채	0	0	0	0	0
부채 총계	7,688	8,021	7,744	8,128	8,444
보통주자본금/주식발행초과금	10,107	10,237	10,308	10,738	10,666
이익잉여금	95	189	351	283	126
자본 총계	10,179	10,394	10,636	10,993	10,755
부채 및 자본 총계	17,867	18,415	18,380	19,121	19,199

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액	10.2	5.5	5.8	1.8	(1.0)
영업이익	11.8	1.4	4.1	1.2	(16.1)
순이익	39.3	(15.2)	11.1	(19.3)	5.3
희석 EPS	36.5	(15.6)	11.0	(20.1)	4.6
주당지표					
희석 EPS	7.5	6.4	7.1	5.6	5.9
BPS	74.1	75.2	76.8	78.8	77.1
DPS (보통주)	5.4	5.7	5.9	6.1	6.4
Valuations (배)					
P/E*	37.3	36.9	39.0	47.2	45.5
P/B*	2.4	2.4	2.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	23.5	22.9	21.1	23.9	20.7
비율					
ROE (%)	10.3	8.5	9.3	7.3	7.6
ROA (%)	5.9	4.8	5.3	4.2	4.3
ROIC (%)	5.0	4.9	4.9	4.6	4.0
배당성장률 (%)	71.7	89.4	83.5	108.3	107.9
배당수익률 (보통주, %)	3.0	3.2	3.4	2.9	4.0

2021. 7. 1

금융/리츠팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

백민경
Research Associate
min.baik@samsung.com

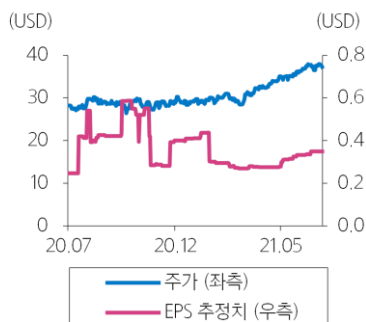
▶ AT A GLANCE

현재주가	37.3 USD
블룸버그 평균목표주가	40.2 USD
시가총액 (달러)	21.1 십억USD
시가총액 (원)	23.9 조원
Shares (float)	565.6 백만주 (99.6%)
52주 최저/최고	26.35 / 38.01 USD
90일-평균거래대금	132.3 백만USD
국가	US
상장거래소	New York
산업	REITS

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Invitation Homes (%)	2.0	25.6	31.3
S&P500 대비 (%pts)	(0.3)	23.3	29.0

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

Invitation Homes (INVH US)

미 싱글패밀리 임대료 급등을 반영해 가이던스 상향

- 블랙스톤이 2012년 헐값에 싱글패밀리를 매입하며 설립된 싱글패밀리 리츠
- 총 보유자산은 8.2만채, 자산가액 기준 1,887억달러로 썬벨트 지역 중심
- 5월 신규계약 기준 임대료 상승률은 무려 14%로 연간 FFO 가이던스 4% 상향

WHAT'S THE STORY?

미국 최대의 싱글패밀리 리츠: 미국에서 가장 큰 싱글패밀리 리츠. 전신은 2012년 블랙스톤이 미국의 폭락한 싱글패밀리들을 헐값에 사들이며 이를 유동화할 'Invitation Homes'를 설립. 블랙스톤은 2017년 Invitation Homes의 성공적인 IPO를 통해 70억달러의 투자자금을 회수. 플로리다, 캘리포니아, 조지아, 애틀란타, 워싱턴 주 등 5개 주가 전체 NOI의 77%를 차지하는 등 싱글패밀리가 주로 분포한 미국 썬벨트 지역과 서부 일부 지역에 포트폴리오 집중. 보유한 싱글패밀리는 8.2만채, 자산가액 기준 1,887억달러로 규모의 경제 효과 극대화. 싱글패밀리는 미국인의 75%가 거주하는 가장 전형적인 주택 유형이며 블랙스톤은 이를 대량 매입해 개인 중심으로 유통되던 미국 주택을 기관 중심의 투자자산으로 전환시킴

강력한 임대료 상승세: 금융위기 이후 미국 내 주택공급이 저조했고, 이미 높아진 도심 고가주택의 가격 부담으로 중저가 싱글패밀리의 가격이 빠르게 상승 중. Invitation Homes의 1분기 혼합(신규와 갱신 포함)임대료는 전년대비 5.4%, 4월에는 7.0% 상승하며 성장 가속화. 4월 임대료는 전년대비 120bp 상승한 98.4%로 미국 임대주택 리츠 중 최대 수준. 5월, 기존 점포 기준 신규계약 임대료 상승률은 무려 14.1%를 기록했으며 4월의 5.5% 대비 3배 남짓 상승폭이 확대된 것. 계약 갱신 기준 임대료 상승률도 5월 5.9%로 4월의 5.5% 대비 상승세. 이에 따라 지난 6월 7일 경영진은 2021년 주당 FFO 가이던스를 4% 상향.

고성장 임대주택 리츠: 임대주택 리츠는 낮은 공실과 NOI 대비 낮은 capex 비중으로 배당 수익률이 낮은 편. 특히 Invitation Homes는 미국의 싱글패밀리 가격 급등으로 더욱 높은 밸류에이션을 받음. 2021년 예상 배당수익률은 1.8%에 그치고 있으나 2020년 이후 외곽의 가든형 주택가격 상승률은 도심의 하이라이즈 주택의 절반 수준에 그쳤다는 점에서 향후 싱글패밀리의 가격 상승 여력은 여전히 높은 상황. Invitation Homes가 매입한 자산의 가격 경쟁력이 매우 높다는 점, 왕성한 자산 확장성, 높은 임대료 증가와 그에 따른 배당 성장성에 초점을 맞출 필요

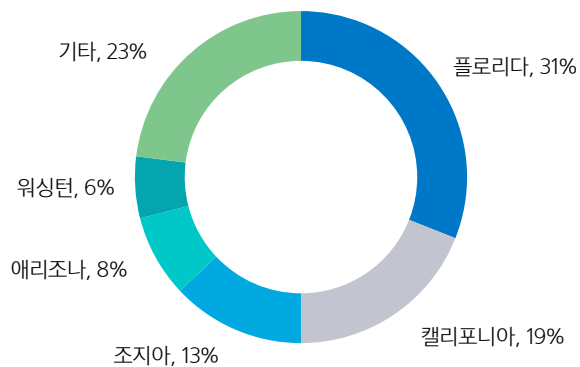
SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
매출액 (백만달러)	1,765	1,823	1,943	2,058
영업이익 (백만달러)	406	467	519	571
순이익 (백만달러)	145	196	213	270
EPS (adj) (달러)	0.3	0.4	0.3	0.4
EPS (adj) growth (%)	흑전	29.6	(0.3)	24.6
EBITDA margin (%)	54.1	56.8	58.3	58.5
ROE (%)	1.8	2.3	2.0	2.6
P/FFO (배)	27.2	24.0	26.3	24.3
P/B (배)	2.0	2.0	2.5	2.5
EV/EBITDA (배)	25.8	23.9	25.7	24.1
Dividend yield (%)	1.7	2.0	1.8	1.9

자료: Bloomberg, 삼성증권

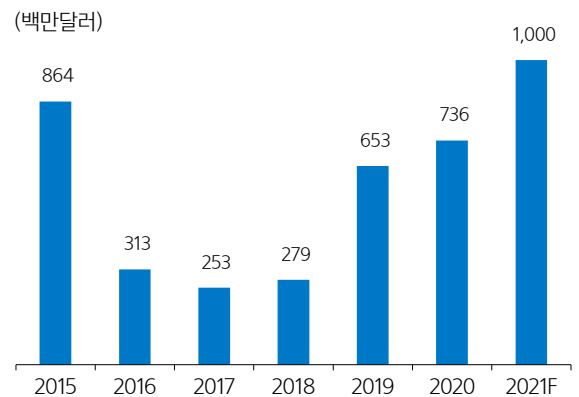
인비테이션홈즈는 금융위기 후유증 속에서도 과감하게 싱글패밀리의 성장성을 파악하고 저가에 자산을 취득함으로써 대형화된 임대주택 리츠이다. 2015년부터 2019년까지 연 4~8억달러의 자산 취득을 했으나 2021년에는 장기간 실적 호조를 기반으로 10억달러 이상의 자산 개발과 취득을 목표로 하고 있다. 이는 총 자산의 5.3%에 해당하는 것으로 역대 최대 수준의 자산 성장이 예상된다. 1분기에만 이미 2.3억달러의 자산 인수를 완료한 상태로 달성 가능성이 높아졌다.

그림 1. Invitation homes 자산의 권역별 구성



자료: Invitation Homes

그림 2. 자산 편입 현황



자료: Invitation Homes

표 1. Invitation Homes 분기별 영업실적

(백만달러)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2018	2019	2020
매출액	449.8	449.8	459.2	464.1	475.2	1723.0	1764.7	1822.8
YoY (%)	3.3	1.9	3.6	4.5	5.7	63.4	2.4	3.3
영업이익	116.1	116.7	108.5	125.8	129.2	321.9	406.3	467.1
YoY (%)	22.9	7.7	11.3	18.6	11.3	172.4	26.2	15.0
세전이익 (조정)	35.1	29.1	5.9	22.3	46.7	-1.6	75.3	110.6
YoY (%)	291.0	95.2	-66.8	-22.7	32.9	-98.6	-4830.5	47.0
순이익	50.0	42.9	32.7	70.7	57.4	-4.9	145.5	196.2
YoY (%)	139.9	10.2	-3.1	36.0	14.8	-95.3	-3052.4	34.9
주당 FFO	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.2	1.3	1.3
YoY (%)	3.0	3.2	3.4	0.0	5.9	13.5	5.9	2.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	923	1,054	1,723	1,765	1,823
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	923	1,054	1,723	1,765	1,823
판매관리비	0	0	0	0	0
기타영업비용	4	24	21	19	1
EBITDA	472	440	894	955	1,036
유무형자산상각비	281	322	572	544	564
영업이익	191	118	322	406	467
영업외손실	269	224	327	259	270
세전이익 (조정)	(93)	(116)	(2)	75	111
비경상손실	(14)	(10)	3	(72)	(87)
세전이익 (GAAP)	(78)	(106)	(5)	147	197
법인세비용	0	0	0	0	0
비지배지분귀속 수익	0	(0)	(0)	2	1
당기순이익 (GAAP)	(78)	(105)	(5)	145	196
EPS (GAAP, 달러)	n/a	(0)	(0)	0	0
희석 EPS (달러)	n/a	(0)	(0)	0	0

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	250	263	561	662	697
당기순이익	(78)	(105)	(5)	145	196
감가상각비 & 무형자산상각비	281	322	572	544	564
비현금항목	0	0	0	0	0
비현금 운전자본 변동	(6)	(29)	(47)	(7)	(46)
투자활동에서의 현금흐름	(255)	65	63	102	(425)
고정&무형자산 변동	0	0	0	0	0
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	(255)	65	63	102	(425)
재무활동에서의 현금흐름	(72)	(331)	(681)	(838)	(146)
배당금	0	(69)	(230)	(277)	(332)
차입금의 증가(감소)	(196)	(1,776)	(60)	(109)	(435)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	125	1,445	(621)	(729)	289
현금증감	(77)	(4)	(57)	(74)	126
기초현금	275	420	417	360	286
기말현금	198	180	145	92	213
Free cash flow	(141)	(71)	117	(146)	(196)

참고: * 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산 총계	198	180	145	92	213
현금 및 현금성자산	198	180	145	92	213
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	9,534	18,504	17,918	17,301	17,293
순 유형자산	9,003	17,312	16,686	16,243	16,289
기타 비유동자산	310	955	1,017	863	806
자산 총계	9,732	18,684	18,063	17,393	17,506
유동부채 총계	205	2,454	2,493	2,474	3,713
매입채권	0	0	0	0	0
단기차입금	0	2,072	2,048	1,828	2,810
기타 유동부채	205	382	444	646	903
비유동부채 총계	7,570	7,580	7,202	6,653	5,237
장기차입금	7,570	7,580	7,202	6,653	5,237
기타 비유동부채	0	0	0	0	0
부채 총계	7,775	10,034	9,694	9,127	8,950
보통주자본금/주식발행초과금	n/a	8,608	8,635	9,016	9,713
이익잉여금	n/a	(158)	(393)	(525)	(661)
자본 총계	1,957	8,650	8,369	8,266	8,556
부채 및 자본 총계	9,732	18,684	18,063	17,393	17,506

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액	10.4	14.3	63.4	2.4	3.3
영업이익	66.8	(38.0)	172.4	26.2	15.0
순이익	(51.2)	34.6	(95.3)	(3,052.4)	34.9
희석 EPS	n/a	n/a	(96.8)	(2,800.0)	29.6
주당지표					
희석 EPS	n/a	(0.3)	(0.0)	0.3	0.4
BPS	6.3	16.4	15.8	15.2	15.0
DPS (보통주)	0.0	0.2	0.4	0.5	0.6
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	n/a	221.9	153.3
P/B*	n/a	1.4	1.3	2.0	2.0
EV/EBITDA	n/a	49.7	22.0	25.8	23.9
비율					
ROE (%)	(4.1)	(2.0)	(0.1)	1.8	2.3
ROA (%)	(0.8)	(0.7)	(0.0)	0.8	1.1
ROIC (%)	1.0	0.3	1.4	2.4	2.8
배당성장률 (%)	n/a	n/a	n/a	190.4	169.8
배당수익률 (보통주, %)	n/a	0.9	2.2	1.7	2.0

2021. 7. 1

금융/리츠팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

백민경
Research Associate
min.baik@samsung.com

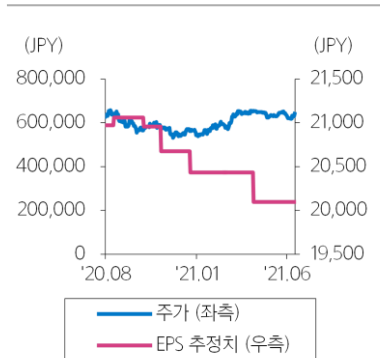
▶ AT A GLANCE

현재주가	644,000 JPY
블룸버그 평균목표주가	644,333.3 JPY
시가총액 (달러)	324.2 십억JPY
시가총액 (원)	3.3 십억KRW
Shares (float)	0.4 백만주 (97%)
52주 최저//최고	537,000 / 372,500 JPY
90일-평균거래대금	1,144.3 십억JPY
국가	JN
상장거래소	Tokyo
산업	REITS

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
닛폰아코모데이션펀드 (%)	1.4	11.0	0.8
Topix 대비 (%pts)	0.4	3.2	(25.7)

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

닛폰아코모데이션펀드리츠 (3226 JP)

미쓰이부동산이 스폰서인 임대주택 리츠

- 임대주택 리츠 중 시가총액 2위로 도쿄23구 중심의 임대주택 자산 보유
- 2015년과 2020년 말 유상증자로 대규모 자산 매입, 동시에 LTV 하락
- ESG에도 적극적, GRESB의 Green star 등급 취득, 총 포트폴리오의 29%가 그린빌딩

WHAT'S THE STORY?

일본 임대주택 리츠 중 시총 2위: 닛폰아코모데이션펀드리츠(이하 NAF)는 일본 내 시가총액 기준 2위 임대주택 리츠로 스폰서는 3대 디벨로퍼 중 하나인 미쓰이부동산. 초대형 디벨로퍼가 스폰서 역할을 하기에 꾸준히 양질의 임대주택 자산을 주입 받고 성장 스토리 확보. 포트폴리오는 매입액 기준 총 3,184억 엔, 129개 자산, 12,627실의 임대주택으로 구성. 핵심인 도쿄23구 자산 비중이 88.4%로 대부분이며 1인가구 비중이 82.9%로 핵심 역세권 1인가구를 타겟. 임차율은 96.4%로 자연공실률 5%를 하회

지속적인 유상증자와 자산가치 상승으로 낮은 LTV: 오랜 역사로 자산가치가 꾸준히 상승한 데다 2020년 12월 98억 엔의 유상증자를 통해 LTV는 50.2%에 불과함. 차입금 내 장기차입금 비중이 98.1%로, 안정적 자금조달 구조를 지속하고 있음. 일본 특유의 장기 저금리와 우수한 재무비율로 차입금리는 0.54%로 업계 최저 수준. 이는 2013년 상장 이래 꾸준히 배당을 늘려온 주요인이 되었으며 지난 10년간 연평균 배당성장률은 4.3%, 지난 5년간은 5.1%를 기록. 신용평가 등급은 R&I 기준 AA-, S&P 기준 A+이며 ESG 경영에도 역량을 집중하고 있어 GRESB(부동산과 인프라의 ESG 등급) Green star(2 Stars) 등급 취득. 총 포트폴리오 면적의 28.6%가 DBJ 그린빌딩 인증을 취득

수요가 양호한 도쿄23구 중심으로 자산 확장: 일본 주택가격은 2012년 이후 전국 기준으로 글로벌 주요국 대비 가장 덜 올랐지만(13.9%), 도쿄와 오사카 지역의 가격 상승폭은 매우 큰 상황. 일본은 도시에 인구 유입 현상이 가속화되고 있으며 임대주택 리츠들이 집중하는 도쿄23구 중심으로 임대료가 가파르게 상승. 2018년 2월 기준 NAF의 튜보(tsubo)당 임대료는 11,703엔이었으나 2021년 2월에는 12,159엔으로 3.9% 증가. 2021년 2월 기준, 전년 대비 가장 가격 상승폭이 높았던 지역은 CBD를 제외한 도쿄23구로 0.63%의 상승률 기록. 팬데믹에도 가장 안전하고도 지속적인 주가 상승을 기록했던 J-REIT 중 하나로 2020년 말 실행한 유상증자의 청약 경쟁률은 18.1:1을 기록하며 높은 수요를 입증. 유상증자를 통해 총 투자자산은 3,097억 엔에서 3,282억 엔, 자산개수는 126개에서 131개로 증가했을 뿐 아니라 신축 자산을 담아 연령은 15.2년에서 14.6년으로 줄어듦. 2021년 예상 배당수익률 3.1%로 미국 임대주택 리츠 대비 100bp 이상 높은 수준

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
매출액 (백만JPY)	22,185	22,824	23,108.5	19,755.7
영업이익 (백만JPY)	10,072	10,452	10,652.0	9,492.5
순이익 (백만JPY)	9,168	10,489	9,810.0	8,234.0
EPS (adj) (JPY)	18,921.2	21,648.6	19,866.3	20,097.0
EPS (adj) growth (%)	7.0	14.4	(8.2)	1.2
EBITDA margin (%)	63.5	63.4	63.4	75.3
ROE (%)	6.5	7.4	7.0	7.0
P/FFO (배)	n/a	n/a	22.7	22.7
P/B (배)	1.9	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA (배)	29.2	32.0	31.6	31.1
Dividend yield (%)	3.4	3.1	3.1	2.7

자료: Bloomberg, 삼성증권

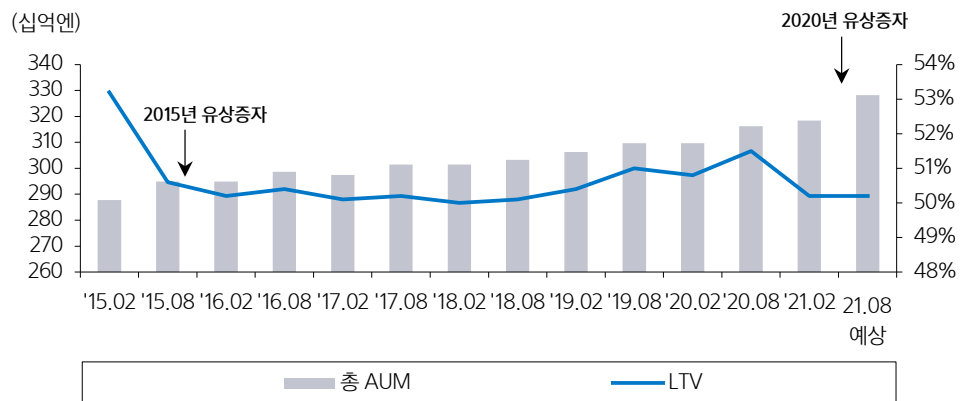
표 1. 2020년 말 유상증자로 자산 취득

구분	2020년 2월 (28기)	유상증자와 자산 취득 후
총 매입가 (십억엔)	309.7	328.2
자산 개수	126	131
임대주택 호수	12351	12957
자산의 평균 연령	15.2	14.6
도쿄23구 비중 (%)	88.10	88.10

자료: 닛폰아코모데이션펀드리츠

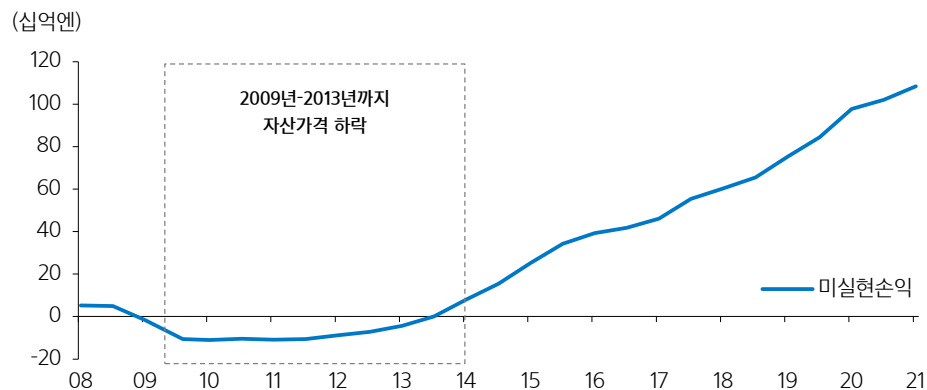
NAF는 2015년과 2020년 말 두차례 유상증자를 통해 자산을 편입하면서도 LTV를 낮추는 효과를 누릴 수 있었다. 특히 2020년 말 98억 엔의 유상증자는 크게 흥행했으며 185억 엔의 자산을 취득하는데 활용했다. 매입가 기준 LTV는 53.0%를 활용한 것으로 추정된다. NAF는 오랜 역사를 지닌 임대주택 리츠로 금융위기 직후인 2009년부터 2013년까지 무려 4년간 자산가치 하락과 미실현손실 상태였지만 이후 빠르게 자산가치가 상승하며 2021년 2월 기준 자산의 미실현이익은 1,084억 엔에 육박한다.

그림 1. AUM 변화와 LTV



자료: 닛폰아코모데이션펀드리츠

그림 2. 보유자산의 미실현손익



자료: 닛폰아코모데이션펀드리츠

표 2. NAF 분기별 영업실적

(백만엔)	S1 2019	S2 2019	S1 2020	S2 2020	S1 2021	2018	2019	2020
매출액	11047.6	11137.7	11421.7	11401.9	11520.7	21645.8	22185.2	22823.7
YoY (%)	2.5	2.5	3.4	2.4	0.9	2.0	2.5	2.9
영업이익	4935.3	5136.3	5144.3	5307.8	5332.1	9631.4	10071.5	10452.1
YoY (%)	5.6	3.6	4.2	3.3	3.7	4.4	4.6	3.8
순이익	4438.8	4728.9	5623.8	4865.4	4897.6	8564.3	9167.7	10489.2
YoY (%)	7.8	6.3	26.7	2.9	-12.9	6.0	7.0	14.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

2월 28일 기준 (백만엔)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	20,870	21,214	21,646	22,185	22,824
매출원가	0	0	0	0	1
매출총이익	20,870	21,214	21,646	22,185	22,824
판매관리비	0	0	0	0	1
기타영업비용	n/a	566	571	577	631
EBITDA	13,063	13,350	13,734	14,097	14,471
유무형자산상각비	4,157	4,123	4,103	4,026	4,019
영업이익	7,629	9,227	9,631	10,072	10,452
영업외손실	n/a	1,148	1,065	902	(39)
세전이익 (조정)	n/a	8,080	8,566	9,170	10,491
비경상손실	n/a	0	0	0	0
세전이익	n/a	8,080	8,566	9,170	10,491
법인세비용	2	2	2	2	2
비지배자분귀속 수익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,618	8,078	8,564	9,168	10,489
EPS (JPY)	15,727.8	16,671.0	17,675.8	18,921.2	21,648.6
희석 EPS (JPY)	15,727.8	16,671.0	17,675.8	18,921.2	21,648.6

현금흐름표

2월 28일 기준 (백만엔)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	11,662	13,489	12,566	14,870	16,936
당기순이익	7,618	8,078	8,564	9,168	10,489
감가상각비 & 무형자산상각비	4,157	4,123	4,103	4,026	4,019
비현금항목	0	0	0	0	0
비현금 운전자본 변동	(119)	81	31	119	299
투자활동에서의 현금흐름	(8,002)	(4,469)	(4,752)	(7,679)	(6,900)
고정&무형자산 변동	0	0	0	0	0
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	(8,002)	(4,469)	(4,752)	(7,679)	(9)
재무활동에서의 현금흐름	(4,514)	(8,335)	(8,198)	(6,385)	(5,765)
배당금	(7,407)	(7,835)	(8,198)	(8,885)	(9,765)
차입금의 증가(감소)	(7,000)	(500)	0	2,500	4,000
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	1
기타	9,893	(0)	0	0	(0)
현금증감	(854)	686	(384)	805	4,270
기초현금	8,219	7,365	8,050	7,666	8,471
기말현금	5,483	6,176	5,723	6,500	10,727
Free cash flow	4,189	8,995	7,694	7,236	10,044

참고: * 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

2월 28일 기준 (백만엔)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산 총계	6,884	9,500	9,178	10,007	14,319
현금 및 현금성자산	5,483	6,176	5,723	6,500	10,727
매출채권	1,401	1,405	1,430	1,448	1,483
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	286,800	283,947	284,820	286,870	287,627
순 유형자산	283,144	282,236	283,005	285,068	285,854
기타 비유동자산	1,775	1,756	1,897	1,890	1,868
자산 총계	293,684	293,447	293,998	296,877	301,947
유동부채 총계	24,617	27,533	26,091	29,218	26,066
매입채권	0	0	0	0	0
단기차입금	18,000	24,500	23,000	26,000	22,500
기타 유동부채	6,617	3,033	3,091	3,218	3,566
비유동부채 총계	129,500	122,500	124,000	123,500	131,000
장기차입금	129,500	122,500	124,000	123,500	131,000
기타 비유동부채	0	0	0	0	0
부채 총계	154,117	153,634	153,822	156,420	160,765
보통주자본금/주식발행초과금	135,604	135,604	135,604	135,604	135,604
이익잉여금	3,894	4,139	4,447	4,729	4,866
자본 총계	139,567	139,812	140,176	140,458	141,181
부채 및 자본 총계	293,684	293,447	293,998	296,877	301,947

재무비율 및 주당지표

2월 28일 기준	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액	2.9	1.6	2.0	2.5	2.9
영업이익	5.7	21.0	4.4	4.6	3.8
순이익	5.5	6.0	6.0	7.0	14.4
희석 EPS	0.5	6.0	6.0	7.0	14.4
주당지표					
희석 EPS	15,727.8	16,671.0	17,675.8	18,921.2	21,648.6
BPS	288,051.6	288,557.2	289,308.0	289,889.2	291,382.8
DPS (보통주)	15,724.0	16,558.0	17,676.0	18,867.0	20,491.0
Valuations (배)					
P/E*	26.3	29.2	26.5	29.3	30.5
P/B*	1.4	1.7	1.6	1.9	2.3
EV/EBITDA	26.2	28.2	26.8	29.2	32.0
비율					
ROE (%)	5.7	5.8	6.1	6.5	7.4
ROA (%)	2.6	2.8	2.9	3.1	3.5
ROIC (%)	3.1	3.2	3.4	3.5	3.6
배당성향 (%)	100.0	99.3	100.0	99.7	94.7
배당수익률 (보통주, %)	3.8	3.4	3.8	3.4	3.1

2021. 7. 1

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

백민경

Research Associate

min.baik@samsung.com

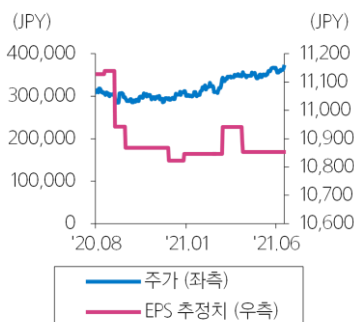
▶ AT A GLANCE

현재주가	369,500 JPY
블룸버그 평균목표주가	350,200 JPY
시가총액 (달러)	511.8 십억JPY
시가총액 (원)	5.2 십억KRW
Shares (float)	1.3 백만주 (97%)
52주 최저//최고	287,700 / 372,500 JPY
90일-평균거래대금	1,144.3 십억JPY
국가	JN
상장거래소	Tokyo
산업	REITS

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
어드밴스레지던스리츠 (%)	8.8	8.8	14.0
Topix 대비 (%pts)	7.8	7.7	12.9

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

어드밴스레지던스리츠 (3269 JP)

스폰서인 이토추그룹과 시너지

- 시가총액 1위의 임대주택 리츠, 일본 전역에 271개의 임대주택 자산 보유
- 강력한 스폰서인 이토추 상사의 파이프라인을 바탕으로 안정적 성장 기대
- 6년 연속 GRESB의 Green star 등급 취득, 아시아 지역 임대주택 섹터 리더로 선정

WHAT'S THE STORY?

271개 자산을 보유한 최대 임대주택리츠: 어드밴스레지던스리츠는 스폰서가 이토추 상사로 일본 전역에 271개 자산을 보유한 일본 최대 규모의 임대주택 리츠. 1인가구 중심인 타 리츠와 달리 규모가 큰 만큼 자산의 36%는 가족형, 64%는 1인가구 중심의 싱글/컴팩트 주택으로 다양한 유형의 임대주택을 운영 중. 총 AUM은 4,585억 엔으로 2~3위인 닛폰아코모 데이션펀드나 일본임대주택리츠 대비 40% 이상 큼. 2020년 초 유상증자를 통해 LTV를 47.9%로 기존 대비 2.0%p 낮췄으며 감평가액 기준 LTV는 35.6%, 조달금리는 0.67%로 재무비율은 업계 1위. 어드밴스레지던스는 활용가능한 최대 LTV를 53%로 설정했으며 감평가액 기준으로는 50%임. LTV를 최대로 활용할 경우 유상증자 없이 170억 엔의 추가 자산 매입이 가능함을 의미해 주주가치 희석 없이 성장할 수 있는 여력이 풍부함

일본 주택가격 상승으로 10년간 cap rate 1.5%p 하락: 일본은 금융위기를 거치며 주택가격이 급락했지만 도쿄와 오사카 등 대도시의 주택가격 회복은 빨랐던 편. 어드밴스레지던스가 보유한 자산의 평균 cap rate는 2008년 4.8%에서 2010년 5.5%까지 치솟았으나 2021년 2월 기준 3.97%로 꾸준히 하락. ESG 경영에도 두각을 나타내며 6년 연속 GRESB(부동산과 인프라의 ESG 등급) Green star(3 Star) 등급 취득, 2020년 GRESB 아시아 주택 섹터 리더로 선정된 바 있음. 총 보유면적의 30.1%에 해당하는 23개 자산이 DBJ 그린빌딩 인증을 취득

강력한 스폰서 보유, 자산 획득에 유리: 스폰서인 이토추 상사는 일본 최대의 상사 중 하나. 이토추 그룹의 다양한 네트워크와 자산 소싱으로 어드밴스레지던스가 편입하는 자산 중 매년 50~100억 엔 규모의 자산을 스폰서로부터 조달 받고 있음. 현재 AUM 기준 스폰서를 통한 자산 소싱 비중은 28%에 육박, 안정적인 성장에 기여. 현재 이토추그룹이 개발 중인 임대주택 자산 파이프라인은 총 561억 엔 규모, 31개 자산으로 도쿄23구 비중이 84%에 달함. Q와 P 성장이 지속되며 2020년 팬데믹에도 배당금은 3% 성장했고 지난 5년간 연평균 배당성장률은 4.2%에 달함

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020	2021E	2022E
매출액 (백만JPY)	32,376	33,013	34,283.7	32,112.0
영업이익 (백만JPY)	16,268	16,538	16,871.8	16,915.5
순이익 (백만JPY)	14,071	15,039	15,010.8	15,030.8
EPS (adj) (JPY)	10,423.3	11,041.9	10,623.6	10,852.6
EPS (adj) growth (%)	4.7	5.9	(3.8)	2.2
EBITDA margin (%)	66.9	66.7	66.0	71.0
ROE (%)	6.4	6.7	6.5	6.5
P/FFO (배)	22.5	23.5	25.3	25.4
P/B (배)	2.0	2.0	2.2	2.2
EV/EBITDA (배)	29.8	30.6	31.8	31.5
Dividend yield (%)	3.4	3.3	3.1	3.1

자료: Bloomberg, 삼성증권

표 1. 어드밴스레지던스 분기별 영업실적

(백만원)	S1 2019	S2 2019	S1 2020	S2 2020	S1 2021	2018	2019	2020
매출액	16,174	16,203	16,473	16,540	16,858	31,835	32,376	33,013
YoY (%)	1.6	1.8	1.8	2.1	2.3	2.8	1.7	2.0
영업이익	8,144	8,125	8,209	8,329	8,308	16,002	16,268	16,538
YoY (%)	2.1	1.2	0.8	2.5	1.2	2.9	1.7	1.7
순이익	7,088	6,984	7,094	7,945	7,321	13,440	14,071	15,039
YoY (%)	6.7	2.7	0.1	13.8	3.2	6.9	4.7	6.9

자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

1월 31일 기준 (백만엔)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	30,108	30,966	31,835	32,376	33,013
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	30,108	30,966	31,835	32,376	33,013
판매관리비	0	0	0	0	0
기타영업비용	0	873	903	907	926
EBITDA	20,051	20,714	21,285	21,656	22,032
유무형자산상각비	5,034	5,162	5,283	5,388	5,494
영업이익	12,353	15,551	16,002	16,268	16,538
영업외손실	n/a	2,973	2,560	2,196	1,497
세전이익 (조정)	n/a	12,569	13,433	14,053	15,034
비경상손실	0	(10)	(8)	(20)	(6)
세전이익	n/a	12,578	13,442	14,073	15,041
법인세비용	1	1	1	1	1
비지배지분귀속 수익	0	0	0	0	0
당기순이익	11,896	12,577	13,440	14,071	15,039
EPS (JPY)	9,150.5	9,545.3	9,955.8	10,423.3	11,041.9
희석 EPS (JPY)	9,150.5	9,545.3	9,955.8	10,423.3	11,041.9

현금흐름표

1월 31일 기준 (백만엔)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	16,710	18,663	18,820	21,842	25,579
당기순이익	11,896	12,577	13,440	14,071	15,039
감가상각비 & 무형자산상각비	5,034	5,162	5,283	5,388	5,494
비현금항목	0	0	0	0	0
비현금 운전자본 변동	(626)	136	135	33	111
투자활동에서의 현금흐름	(15,220)	(11,344)	(2,058)	(16,352)	(15,626)
고정&무형자산 변동	0	0	0	0	0
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	(15,220)	(11,344)	(2,058)	(16,352)	(15,626)
재무활동에서의 현금흐름	(2,170)	(1,969)	(16,093)	(10,082)	(9,978)
배당금	(12,616)	(12,161)	(13,697)	(14,557)	(14,748)
차입금의 증가(감소)	10,482	(2,506)	(2,356)	4,500	4,500
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	(35)	12,698	(40)	(26)	270
현금증감	(680)	5,351	668	(4,592)	(24)
기초현금	15,573	14,893	20,244	20,912	16,320
기말현금	11,813	17,772	12,219	14,554	17,328
Free cash flow	378	5,173	10,742	12,471	12,783

참고: * 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

1월 31일 기준 (백만엔)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산 총계	11,813	27,794	22,456	24,857	27,856
현금 및 현금성자산	11,813	17,772	12,219	14,554	17,328
매출채권	231	194	191	182	217
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	428,295	423,174	425,966	427,630	430,008
순 유형자산	409,974	417,568	420,390	423,184	425,528
기타 비유동자산	9,009	5,963	5,929	4,802	4,823
자산 총계	440,108	450,968	448,422	452,488	457,863
유동부채 총계	41,893	36,870	32,914	24,677	29,618
매입채권	0	0	0	0	0
단기차입금	35,726	34,956	30,950	22,700	27,570
기타 유동부채	0	0	0	0	1
비유동부채 총계	190,554	188,818	190,468	203,218	203,218
장기차입금	190,554	188,818	190,468	203,218	203,218
기타 비유동부채	0	0	0	0	0
부채 총계	232,447	230,134	227,847	232,418	226,165
보통주자본금/주식발행초과금	114,937	127,690	127,690	127,690	139,035
이익잉여금	5,952	6,372	6,798	6,984	7,945
자본 총계	207,661	220,834	220,575	220,069	231,699
부채 및 자본 총계	440,108	450,968	448,422	452,488	457,863

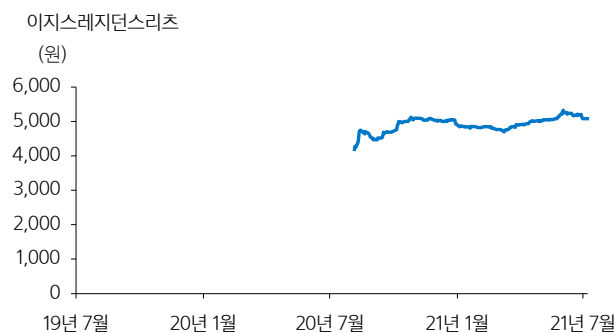
재무비율 및 주당지표

1월 31일	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액	2.1	2.9	2.8	1.7	2.0
영업이익	0.6	25.9	2.9	1.7	1.7
순이익	(4.6)	5.7	6.9	4.7	6.9
희석 EPS	(4.6)	4.3	4.3	4.7	5.9
주당지표					
희석 EPS	9,150.5	9,545.3	9,955.8	10,423.3	11,041.9
BPS	159,739.4	163,580.8	163,388.6	163,014.4	167,291.5
DPS (보통주)	9,150.0	9,753.0	10,454.0	10,921.0	11,124.0
Valuations (배)					
P/E*	28.5	31.2	28.1	30.9	30.9
P/B*	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0
EV/EBITDA	27.6	29.4	27.6	29.8	30.6
비율					
ROE (%)	5.7	5.9	6.1	6.4	6.7
ROA (%)	2.7	2.8	3.0	3.1	3.3
ROIC (%)	3.5	3.5	3.6	3.7	3.7
배당성장률 (%)	100.0	102.8	105.0	104.8	101.2
배당수익률 (보통주, %)	3.5	3.3	3.7	3.4	3.3

Compliance notice

- 당사는 6월 30일 기준으로 지난 1년 간 이지스레지던스리츠의 증시 상장의 대표주관회사로 참여한 적이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 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 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

이저스레지던스리츠

일 자	2021/7/1
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

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 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 6월 30일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

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

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM