



# ESR 켄달스퀘어리츠

| Bloomberg Code (365550 KS) | Reuters Code (365550.KS)

2024년 3월 4일

## [리츠]

김선미 연구위원  
☎ 02-3772-1514  
✉ sunmi.kim@shinhan.com

이지우 연구원  
☎ 02-3772-1578  
✉ jwlee8991@shinhan.com

## 저평가를 받을 이유가 없는



**매수**  
(유지)



현재주가 (2월 29일)  
**3,985 원**



목표주가  
**6,000 원 (상향)**



상승여력  
**50.5%**

- ◆ 자본 재활용으로 DPS 방어를 넘어 Upside Potential까지
- ◆ 물류센터 공급과잉 우려 해소와 함께 저평가 매력 부각 전망
- ◆ 이제는 배당 upside에 주목할 시점



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

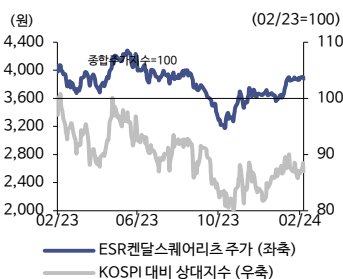
시가총액	826.8십억원
발행주식수	213.1백만주
유동주식수	160.1백만주(75.1%)
52 주 최고가/최저가	4,280 원/3,175 원
일평균 거래량 (60 일)	212,644 주
일평균 거래액 (60 일)	787 백만원
외국인 지분율	45.52%

주요주주	
Estate Holdings, Inc. (CPPIB)	24.85%
켄달스퀘어리츠운용 외 5인	10.97%

절대수익률	
3개월	9.0%
6개월	-1.8%
12개월	-3.0%

KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	3.6%
6개월	-5.8%
12개월	-11.8%

## 주가



## 자본 재활용으로 DPS 방어를 넘어 Upside Potential까지

2024년 3,380억원의 리파이낸싱을 앞두고 있음에도 연간 DPS는 274 원으로 전년대비 0.7% 증가할 전망이다(배당수익률 6.9%). 1) 2023년 임대료 인상 효과(전체의 20% 재계약, 평균 18% 인상), 2) 이천 물류센터 67 편입, 3) 이천 물류센터1 잔여 매각차익 지급 등의 효과이다.

동사는 2024년에도 자본 재활용을 준비하고 있다. 4%대 Cap-rate의 자산을 매각한 후 6%대의 자산을 편입한다는 계획이다. 매각/매입 자산 규모는 약 1천억원으로 추정되며 매각차익은 특별배당으로 지급될 예정이다(하반기 거래 종결, 25F 지급 예상). 물류센터 투자자금은 여전히 위축되어 있으나 동사 자산은 공실률 0%로 입지/자산 경쟁력이 높아 매각이 용이하며, 선매입 확약 조건 하에 우량 자산을 저가에 매입이 가능하다. 사측은 연간 2~3건의 자산을 매입하며 자산규모를 2030년 10조원으로 성장시키는 것을 중장기 목표로 제시한 바 있다.

## 물류센터 공급과잉 우려 해소와 함께 저평가 매력 부각 전망

전조한 배당에도 동사 주가 하락을 견인했던 국내 물류센터 공급과잉 우려가 완화되고 있다. 2024년 수도권 공급예정인 A급 물류센터는 405m<sup>2</sup>로 전년 대비 28% 감소할 전망이다(CBRE). 2022년 인허가 후 2024년 공급 예정이었던 물류센터의 약 70%가 인플레이션 영향으로 장기 미착공화 되면서 2024년 이후 공급 전망이 빠르게 축소되고 있다(인허가 유효기간 최대 3년). 서부권/저온 물류센터의 경우 시장 안정화까지 시간이 필요하겠으나 동사가 주력하고 있는 동남권 시장은 2024년 하반기부터 공실률/자산가격 등의 지표 개선이 기대된다.

물류센터 공급과잉 우려 해소는 동사 자산가치 재평가 및 Valuation 매력(P/NAV 0.63배) 부각의 계기가 될 전망이다.

## 이제는 배당 upside에 주목할 시점

자산 매각/편입을 반영해 NAV valuation으로 산정한 동사 목표주가를 6,000원으로 상향하며 투자 의견 매수, Top picks 의견을 유지한다.

2024년은 물류센터 시장 안정화가, 2025년에는 배당성장(1) 자산매각 특별배당금 지급, 2) 17% 임차인의 재계약 임대료 인상, 3) 자본 재활용 따른 Cap-rate 상승 효과)가 주가 상승을 견인할 전망이다.

5월/11월 결산	영업수익 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	FFO (억원)	DPS (원)	영업수익증감률 (%)	영업이익증감률 (%)	순이익증감률 (%)
2021	538	228	149	157	134	-	-	-
2022	957	463	429	687	270	78	103	188
2023F	1,024	503	399	756	272	7	8	(7)
2024F	1,071	524	236	641	274	5	4	(41)
2025F	1,111	560	240	611	273	4	7	2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## ESR켄달스퀘어리츠 목표주가 산정내역(NAV Valuation)

자산	단위	자리츠1호	자리츠2호	부동산펀드	합계
투자대상 vehicle		지분증권 자리츠1호	지분증권 자리츠2호	수익증권 678911호	
연면적	m2	562,633	431,305	226,702	1,220,640
매매가	억원	12,018	9,023	3,331	24,372
평당 매매가	만원/3.3m2	705	690	485	
감평가	억원	12,133	9,061	3,380	24,574
평당 감평가	만원/3.3m2	591	397	159	
매입 Cap-rate	%	4.9	4.4	4.8	
NOI	억원	591	397	159	1,146
목표 Cap-rate	%	4.7	4.5	4.6	
추정 자산가치	억원	12,650	8,876	3,460	24,987
Debt 차입금	억원				11,670
Debt 임대보증금	억원				469
추정 NAV	억원				12,847
발행주식총수	주				213,089,000
주당 NAV	원/주				6,000
현재주가	원/주				3,985
상승여력	%				50.5

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 현재주가는 2/29일 종가 기준

## ESR켄달스퀘어리츠 세부 실적 추정 내역

(백만원)	반기 FY7	결산 FY7	반기 FY8	결산 FY8	반기 FY9	결산 FY9	반기 FY10	결산 FY10
영업수익	24,504	24,979	26,523	26,435	26,379	26,919	26,919	26,919
YoY %	(0.0)	1.9	8.2	5.8	(0.5)	1.8	2.0	0.0
영업비용	11,438	11,966	15,475	13,288	12,561	12,824	15,855	13,501
영업수익 대비 %	46.7	47.9	58.3	50.3	47.6	47.6	58.9	50.2
투자부동산 관련 영업비용	8,510	8,943	12,334	10,192	9,762	10,035	13,077	10,733
감가상각비	6,776	7,058	7,465	7,384	7,605	7,845	7,845	7,845
세금과공과	10	0	2,879	657	11	0	3,042	698
기타의 영업비용	2,928	3,023	3,141	3,096	2,799	2,788	2,778	2,768
영업이익(손실)	13,066	13,013	11,048	13,147	13,819	14,095	11,063	13,418
영업수익 대비 %	53.3	52.1	41.7	49.7	52.4	52.4	41.1	49.8
YoY %	29.5	4.4	(15.4)	1.0	25.1	7.2	(19.9)	(4.8)
영업외수익	2,318	15,545	2,121	4,344	1,762	9,938	2,144	4,498
지분법이익	1,732	15,121	1,645	3,918	1,335	9,408	1,737	3,976
YoY %	-18.9	420.1	-5.0	-74.1	1.5	1.5	1.5	1.5
영업외비용	7,773	8,156	9,589	9,219	11,433	12,014	11,864	11,789
금융비용(이자비용)	7,696	8,232	9,522	9,285	11,499	12,081	11,931	11,856
당기순이익(손실)	7,611	20,402	3,580	8,272	4,147	12,019	1,344	6,127
영업수익 대비 %	31.1	81.7	13.5	31.3	15.7	44.7	5.0	22.8
YoY %	51.8	163.3	(53.0)	(59.5)	15.8	45.3	(67.6)	(49.0)
FFO		30,847		44,718		29,571		34,486
배당금 지급		28,980		28,767		29,193		27,353
배당성향 %		94%		65%		93%		90%
주당 배당금(원)		135.0		137.0		128.4		145.7

자료: 신한투자증권 추정

## 재무상태표

5/11월 결산 (억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	14,431	22,539	23,439	24,182	23,870
유동자산	318	575	793	765	745
현금및현금성자산	235	311	506	478	459
단기금융상품	0	150	127	127	127
매출채권및기타채권	20	88	107	107	107
비유동자산	14,113	21,964	22,646	23,417	23,125
투자부동산	11,994	19,478	20,525	21,278	20,964
<b>부채총계</b>	7,388	11,191	12,270	13,342	13,347
유동부채	426	182	2,701	2,846	3,457
단기이자발생부채	414	172	2,689	2,834	3,445
기타유동부채	12	11	12	12	12
비유동부채	6,961	11,008	9,569	10,497	9,890
차입금 및 사채	6,681	10,623	9,121	10,049	9,442
장기매입채무및기타채무	250	352	414	414	414
기타금융부채	30	34	34	34	34
<b>자본총계</b>	7,044	11,348	11,169	10,840	10,523
자본금	1,433	2,131	2,131	2,131	2,131
자본잉여금	5,411	9,002	9,002	9,002	9,002
이익잉여금	165	215	36	(293)	(610)
*총차입금	7,096	10,795	11,810	12,882	12,887
*순차입금(순현금)	6,860	10,483	11,304	12,404	12,428

## 현금흐름표

5/11월 결산 (억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	271	472	638	501	508
당기순이익(손실)	149	429	399	236	240
당기순이익조정을 위한 가감	210	293	380	587	621
감가상각비	136	268	287	311	314
영업활동으로인한자산·부채의변동	9	14	(42)	2	5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	(14,238)	(8,115)	(916)	(914)	0
마수금의감소	0	(150)	(121)	0	0
이자수입	(267)	(155)	101	0	0
투자자산의감소(증가)	(12,120)	(7,758)	(1,321)	(914)	0
기타	(1,850.8)	(52.6)	424.9	0.0	0.0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	10,620	7,718	473	509	(553)
차입금의 증가(감소)	7,016	3,899	1,226	4,105	3,642
자기주식의처분(취득)	3,573	4,420	0	0	0
배당금	(193)	(478)	(577)	(565)	(558)
기타	223	(123)	(176)	(3,030)	(3,637)
<b>현금의증가(감소)</b>	(3,348)	76	195	(28)	(20)
기초현금	296	440	527	652	608
기말현금	235	311	506	478	459

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

5/11월 결산 (억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업수익</b>	538	957	1,024	1,071	1,111
증가율 (%)		78.1	7.0	4.6	3.7
<b>영업비용</b>	309	494	522	547	551
영업수익 대비 (%)	57.5	51.6	50.9	51.1	49.6
<b>영업이익</b>	228	463	503	524	560
증가율 (%)		102.9	8.5	4.2	6.8
영업이익률 (%)	42.5	48.4	49.1	48.9	50.4
<b>영업외손익</b>	(79)	(34)	(104)	(288)	(319)
금융수익	9	9	19	21	21
금융비용	150	313	347	474	516
기타손익	62	271	224	165	176
<b>세전계속사업이익</b>	149	429	399	236	240
<b>당기순이익</b>	149	429	399	236	240
증가율 (%)		188.3	(7.2)	(40.7)	1.7
순이익률 (%)	27.7	44.8	38.9	22.1	21.6
<b>배당가능이익</b>	157	687	756	641	611

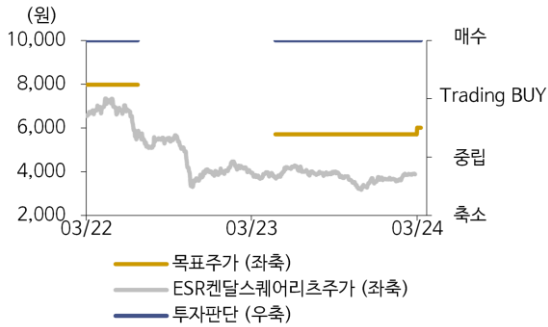
## 주요 투자지표

5/11월 결산 (억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>EPS(당기순이익, 원)</b>	70	202	187	111	113
<b>BPS(자본총계, 원)</b>	3,305	5,325	5,242	5,087	4,938
<b>DPS(원)</b>	134	270	272	274	273
<b>PER(당기순이익, 배)</b>	57.0	19.8	21.3	35.9	35.3
<b>PBR(자본총계, 배)</b>	1.2	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>배당성향 (%)</b>	181.7	83.8	76.7	91.2	95.0
<b>배당수익률 (%)</b>	29.7	14.8	14.7	14.5	14.6
<b>수익성</b>					
영업이익률 (%)	42.5	48.4	49.1	48.9	50.4
순이익률 (%)	27.7	44.8	38.9	22.1	21.6
FFO 이익률 (%)	29.2	71.7	73.8	59.8	55.0
ROA (%)	1.0	1.9	1.7	1.0	1.0
ROE(지배순이익, %)	2.1	3.8	3.6	2.2	2.3
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	104.9	98.6	109.9	123.1	126.8
순차입금비율 (%)	97.4	92.4	101.2	114.4	118.1
현금비율 (%)	55.2	170.4	18.7	16.8	13.3
이자보상배율 (배)	1.5	1.5	1.4	1.1	1.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### ESR켄달스퀘어리츠(365550)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 08일	매수	7,968	(18.2)	(7.9)
2022년 06월 27일	커버리지제외		-	-
2023년 04월 26일	매수	5,700	(31.4)	(24.9)
2023년 10월 27일	6개월경과		(36.4)	(31.5)
2024년 03월 04일	매수	6,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선미, 이지우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 01일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------