

Global
REITs

[US REITs] 금리인하가 여는 리츠의 시간

글로벌부동산팀 | 2024.09.05

책임연구위원 김다운
daeun.kim@daishin.com



Contents

Executive Summary

Part 1.	미국 리츠 성과분석 : 오해와 진실	07
Part 2.	미국 리츠 투자포인트 : 금리 이면에 숨겨진 가치	13
I .	어느때보다 견고한 펀더멘털	15
II .	공급제약 속에서 다각적 성장	19
III .	펀더멘털이 돋보일 환경 조성 예정	25
Part 3.	섹터별 전망 : 성장성 높은 대표섹터 Top 6	31
I .	데이터센터 - 디지털 혁명의 최전선에 서다	34
II .	헬스케어 - 실버산업, 업사이클에 올라탈 시간	43
III .	주거 - 만성적 공급부족 속에서 임대시장 성장 중	52
VI	산업(물류) - 장기적으로 점진적 수급 안정화 전망	61
V	리테일 - 본격적인 재평가의 시작	70
VI	인프라 - 성장속도 둔화되었으나 5G 모멘텀은 유지	79

Executive Summary

미 연준이 하반기 금리 인하 가능성을 시사하면서, 고금리 기조 속에서 소외되었던 리츠 시장이 다시 주목받고 있다. 레버리지를 활용하여 신규 자산을 편입하는 리츠의 특성상, 금리인하에 따른 자금 조달비용 감소는 수익성 개선으로 직결되어 즉각적인 수혜가 예상되기 때문이다. 그 동안 고금리 기조가 리츠 주가에 상당한 제약을 가해온 만큼, 금리 인하 사이클의 진입은 리츠 시장 회복의 중요한 전환점이 될 것으로 예상된다.

특히, 미국 리츠 시장은 1.42조 달러 규모로 글로벌 리츠 시가총액의 70% 이상을 차지하는 세계 최대 리츠시장이다. 총 14개의 다양한 섹터에 걸쳐 190개 이상 상장리츠가 운영되고 있어 금리인하의 가장 직접적인 혜택을 누릴 것으로 기대한다. 금리변곡점 시기를 맞이하여 현재시점에서 가장 유효한 미국 리츠투자 전략을 제시하고자 한다.

1) 미국 리츠 성과분석 : 오해와 진실

2022년 전 세계적으로 고강도 통화 긴축정책이 본격화 되면서 미국 리츠 시장은 2년간 유례없는 하락기를 경험했다. 2023년 하반기 미국 물가상승 압력이 완화되고 금리 인하 기대감이 높아지면서 리츠 주가도 반등세에 접어들었다. 미국 리츠 약세의 원인은 1) 리츠의 금리 민감도가 높아졌고, 2) 시장에 CRE 리스크 우려가 잔존하고 있기 때문이다. 2024년 9월 기준, 10년 채권 수익률 대비 미국 리츠 수익률 베타계수는 -0.54로 역사적 최저치를 기록하고 있으며 고금리 장기화 기조가 리츠 주가에 압박을 가하는 요인으로 작용하고 있음을 확인할 수 있다. 또한, CRE 리스크가 광범위하게 적용되면서 전반적인 부동산 투자시장 심리를 위축시키고 있고 리츠시장의 부진한 결과를 초래하고 있다.

2) 미국 리츠 투자포인트 : 금리 뒤에 숨겨진 가치

현시점 미국 리츠 투자가 매력적인 이유는 금리 인하로 조성될 긍정적 투자 환경을 충분히 향유할 수 있는 펀더멘털과 성장성을 보유하고 있기 때문이다. 다음의 3가지 투자포인트에 근거하여 미국 리츠에 대한 관심 확대를 추천한다.

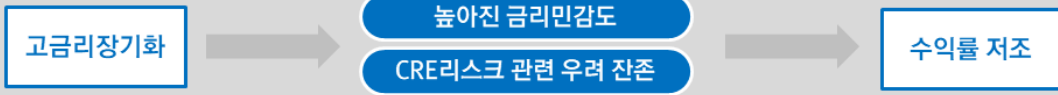
- 1) 견고한 펀더멘털 보유 : ① 현재 미국 리츠는 역사적 평균을 상회하는 안정적인 재무 상태를 유지하고 있으며, ② 전반적으로 안정적인 실적 상승세가 지속되고 있고, ③ CRE 시장 대비 우수한 펀더멘털에도 저평가 되어 있다.
- 2) 공급계약 속에서 다각적 성장 : ① 제한적인 신규공급이 예상되는 가운데 ② 유기적 성장(Organic Growth) - 산업성장/트렌드 변화에 따른 신규수요 성장과 ③ 비유기적 성장(In-organic Growth) - M&A 외형확대가 이뤄지고 있다.
- 3) 펀더멘털 돌보일 환경 조성 예정 : ① 명확한 금리인하 방향으로 주가 반등이 예상되며, ② 물가 상승률 둔화로 운영비용 안정화가 기대되고, ③ 경기 둔화 우려 속 배당주로서 리츠 매력이 부각 될 수 있는 환경이 조성되고 있다.

3) 섹터별 전망 : 성장성 높은 대표섹터 Top 6

미국 리츠 중 가장 우선적으로 주목해야 하는 섹터로 “STAR” 기준에 부합하는 총 6개를 선별 하였으며, 그 중에서도 공급부족 속 뚜렷한 수요성장이 지속적으로 이어지고 있는 **데이터센터, 헬스케어** 섹터를 Top-pick으로 추천한다.

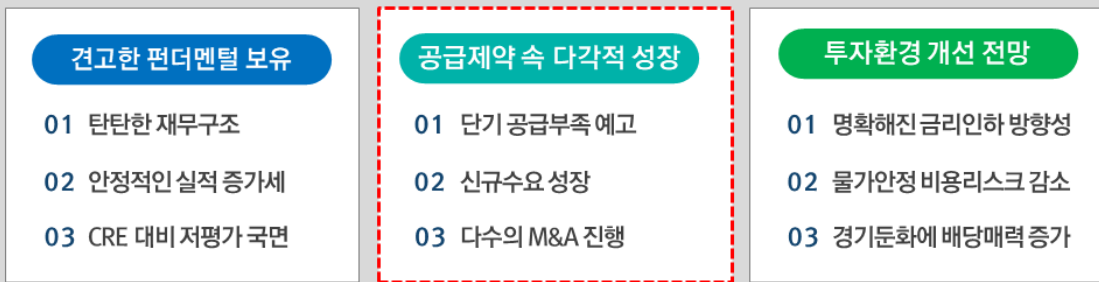
- 1) 섹터선별 기준 : Stable(안정적 재무상태), Tight(신규공급 제한), Accelerating(신규수요 성장), Reliable(실적개선)
- 2) 대표섹터: ① 데이터센터(클라우드&AI 딥러닝 기반 수요성장), ② 헬스케어(노인주거시설, 고령화&베이비부머 은퇴), ③ 주거(단독주택, 코로나 후 선호도 증가 및 밀레니얼 세대 주택시장 진입), ④ 산업(이커머스 성장으로 물류시장 확장), ⑤리테일(지역몰·프리스탠딩, 필수재 및 체험형 오프라인 소비회복), ⑥ 인프라(5G성장으로 네트워크 확대수요)

미국리츠 성과분석



미국리츠 투자포인트

“우호적 매크로 환경 조성 & 강력한 펀더멘털과 성장성 보유”



» 성장성 높은 대표섹터 Top 6



데이터센터	<ul style="list-style-type: none"> - 공급 제한 속에서 클라우드·AI 수요 압도적 성장 - DC건설 난이도 높아 하이퍼스케일러 임차수요 지속 전망 - 우수한 전력효율화 및 발열관리능력 보유 	산업	<ul style="list-style-type: none"> - 이커머스 성장으로 물류공간 임차수요증가 - 비용절감 & 공급물량 과잉, Fligh to Quality 현상심화 - 25년 공급 안정화 전망, 선임대 증가로 공실우려 완화
헬스케어 노인주거시설	<ul style="list-style-type: none"> - 고령화·베이비부머 은퇴로 시니어 층 인구성장 - 노인주거시설: 수요급등, 낮은 정책리스크로 높은 성장성 - SHOP 사업구조 높은 수익개선세 시현 중 	리테일 프리스탠딩 지역몰	<ul style="list-style-type: none"> - 코로나 이후 구조조정 완료, 오프라인 소비 개선세 뚜렷 - 프리스탠딩은 안정적 임대율 + 할인소매점 신규임차증가 지역몰은 임대율 회복 + 체험형 오프라인 공간에 유리
주거 단독주택	<ul style="list-style-type: none"> - 고금리로 주택 매매수요가 임차 수요로 전환 - 코로나 이후 단독주택 선호도 증가하여 지속 중 - 다세대 주택 대비 공급부족, 밀레니얼세대 주택시장 진입 	인프라	<ul style="list-style-type: none"> - 5G 투자 성숙기로 속도 둔화추세이나 모멘텀 유지 - 저/중대역 사용 통신사 (매크로셀) & 도심 네트워크 확대 (스몰셀) 동반 수요 성장 예상

Part 1.

미국 리츠 성과분석
: 오해와 진실

Part 1. 미국 리츠 성과분석 : 오해와 진실

1) 2022~1H24 리뷰 – 2년간 하락 후 반등세 진입

22년 금리인상 이후
글로벌 리츠 하락세

글로벌 리츠 시장은 2022년부터 시작된 고금리 기조로 심각한 타격을 받았다. 40년 만에 최고 수준으로 상승한 인플레이션에 대응하기 위해 전 세계적으로 실시된 강도 높은 통화 긴축 정책은 글로벌 리츠 시장의 2년간 급격한 하락을 초래했다. 2022년~2024년 2분기 누적성과 기준으로 S&P 500은 53.8% 상승한 반면, 미국 리츠는 4.6% 하락하였으며 고금리가 리츠에 미친 타격이 얼마나 컸는지를 여실히 보여준다.

금리인하 기대감으로
주가회복세 진입

2023년 하반기부터 미국의 물가 상승 압력이 점차 완화되면서 금리 인하에 대한 기대감이 높아졌고, 리츠 주가도 반등세에 접어들었다. 최근 8월 초 실업률이 크게 상승하면서 경기 침체에 대한 우려로 변동성이 확대되었지만, 리츠 주가는 미국 증시 전체의 변동성과 유사한 범위 내에서 반응했다.

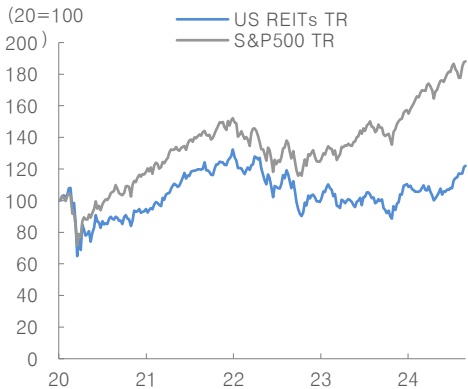
수익률 상승이 나타난 섹터의 종류는 크게 두 가지로 1) 헬스케어와 데이터센터와 같이 주요 성장이 지속적으로 나타나고 있는 섹터와 2) 코로나 팬데믹 이후 실적이 개선되고 있는 리테일, 숙박/리조트, 아파트 등의 섹터에서 회복세가 두드러졌다.

주가반등 시작했으나
아직 S&P 500 대비
저조한 성과

주가 회복이 시작되었지만, 여전히 미국 리츠는 저렴한 밸류에이션을 받고 있다. 2024년 미국 리츠 총 수익률은 S&P500 지수보다 -35.1%p(YTD) 하회하고 있다. 또한, 미국 리츠의 선행 12개월 P/FFO는 16.2배로 2015년 이후 역사적 평균 대비 10% 낮은 수준이다.

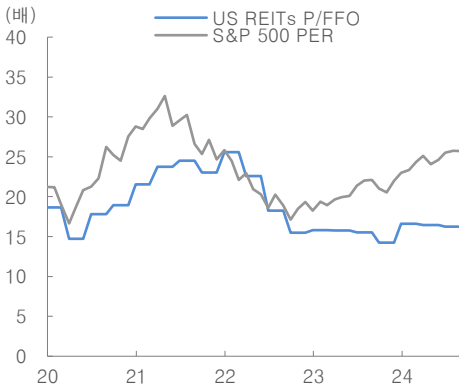
S&P 500 지수보다 미국 리츠 성과가 부진했던 이유는 1) 리츠 수익성 악화에 대한 우려, 2) 기술주 중심의 주식 선호 현상, 3) 배당주 투자매력도 감소 등이 주 요인으로 작용했다. 향후 금리 인하로 인해 리츠에 대한 주목도가 더욱 높아질 것을 감안하면 미국 리츠의 가격 상승 여력이 아직 충분하다고 판단한다.

그림 1. 미국 리츠 및 S&P 500 수익률



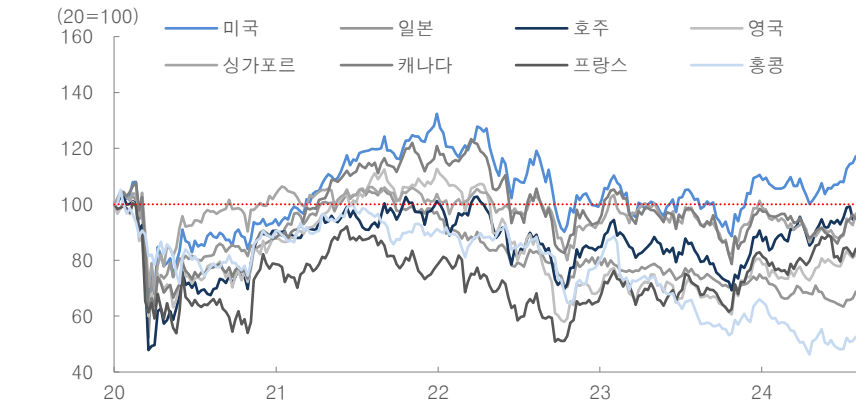
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 리츠 및 S&P 500 밸류에이션



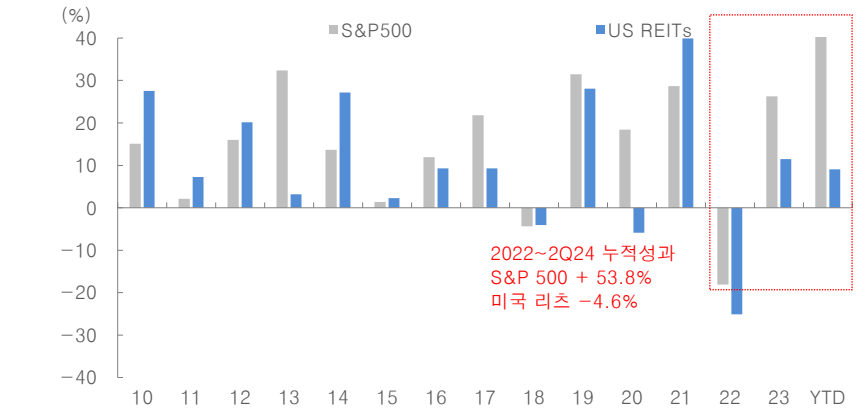
주: 12개월 선행 FFO, EPS 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 국가별 리츠 수익률



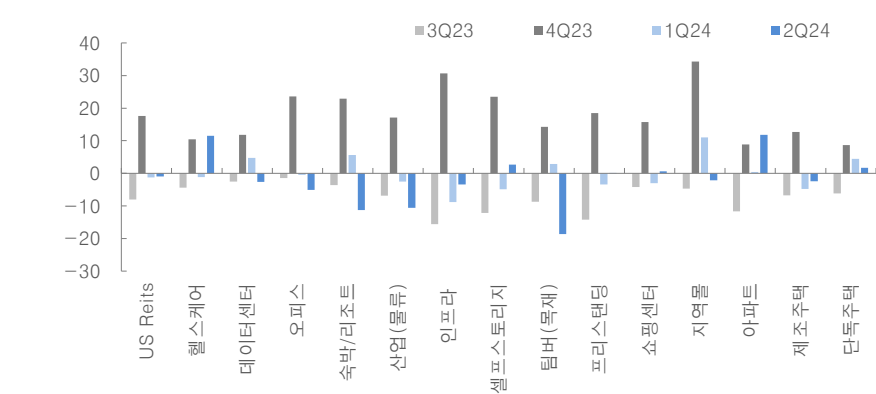
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 연도별 미국 리츠 및 S&P 500 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 분기별 미국 리츠 섹터별 성과



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2) 부진한 성과 원인 – ① 높아진 금리 민감도

원인 1)
미국 리츠 수익률의
금리민감도 증가

고금리의 여파가 리츠에게 특히 고통스러웠던 이유는 최근 리츠의 금리 민감도가 높아졌기 때문이다. 리츠의 가격은 금리 외에도 경기와 실적 등 다양한 요인에 의해 결정되지만 최근에는 금리에 따른 변동성이 특히 두드러졌다.

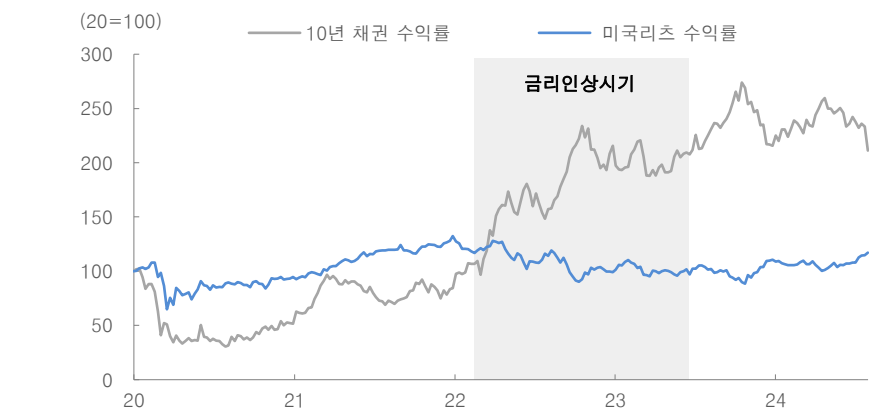
10년 채권 & 미국 리츠
수익률 베타계수
-0.54

10년 채권 수익률에 대한 미국 리츠의 총수익률 베타 계수는 2022년 이후 급격히 하락하여 2024년 8월 기준으로 -0.54를 기록하고 있다. 이는 10년 채권 수익률이 상승할 때 미국 리츠 수익률이 54% 반대로 움직인다는 것을 의미한다. 10년 채권 수익률과 미국 리츠와의 상관관계수도 -0.70으로 증가했다. 2022년과 2023년에 각각 -0.21, -0.35 수준이었던 점을 고려하면 지속적으로 음의 상관관계가 높아졌음을 알 수 있다.

금리인하 시작되면
주가반등 여력도 높음

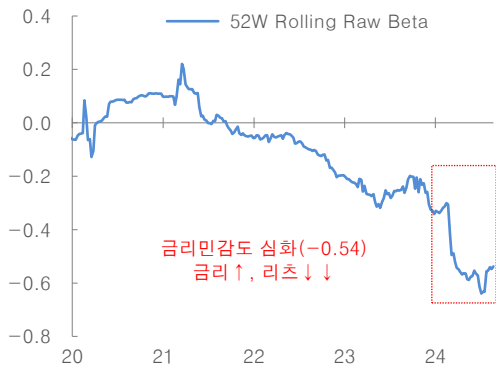
결론적으로 최근 2년간 지속된 고금리 상황에서 리츠의 금리 민감도가 높아져 주가에 압박을 가하는 요인으로 작용하고 있음을 알 수 있다. 반대로 말하면, 이처럼 금리 민감도가 높은 상황에서 금리 인하가 시작되면 주가 반등의 여지가 크다는 점을 시사한다.

그림 6. 10년 채권 vs 미국 리츠 상대 수익률



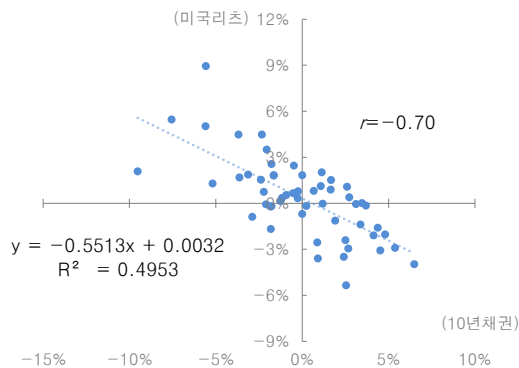
자료: Federal Reserve Economic Data, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 미국 리츠-10년 채권 베타계수



주: 2024년 8월 30일 기준
미국 리츠 총수익률의 52W Rolling Adjusted Beta for 10년 채권 수익률
자료: FRED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 미국 리츠-10년 채권 수익률 상관관계



주: 2024년 8월 30일 기준
미국 리츠 총수익률의 52W Beta Regression for 10년 채권 수익률
자료: FRED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

2) 부진한 성과 원인 – ② CRE 리스크 우려 잔존

원인 2)
24년 CMBS 만기집중
CRE 리스크 재점화

리츠의 금리 민감도가 높아진 원인은 CRE 리스크가 여전히 해소되지 않았기 때문이다. 미국 CRE(Commercial Real Estate) 리스크는 코로나 팬데믹 이후 지속적으로 제기되었으며, 특히 2024년에 만기 예정인 리파이낸싱 물량 집중되어 있어 부실화 우려가 불거지고 있다. 올해 만기를 앞둔 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Security)는 총 642억 달러 규모이며 부실 우려가 높은 오피스와 다세대주택이 32%를 차지하고 있다.

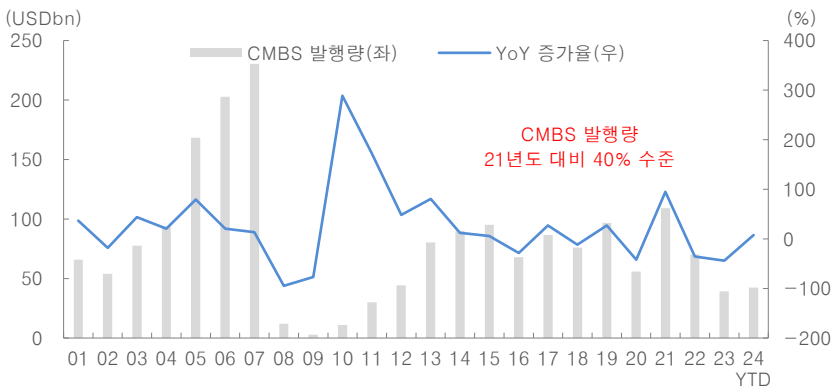
CMBS 연체율 증가
CMBS 발행액 감소

또한, 2024년부터 오피스와 다세대주택의 CMBS 연체율이 상승세를 보이고 있어 투자자들의 우려를 가중시키고 있다. CMBS 발행액은 2021년 1,090억 달러에서 지난 2년간 연평균 40%씩 감소하여 2024년 8월 기준으로 423억 달러로 축소되었다.

CRE 리스크 우려가 리츠가격에 전이

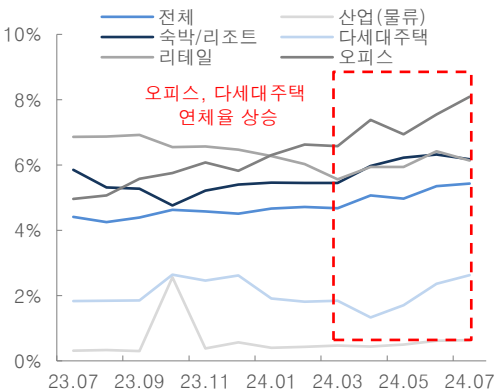
CRE 리스크는 전체 부동산 투자시장 심리를 위축시키고 있으며, 상장 리츠는 주식 형태로 거래되기 때문에 유동성과 투자 심리에 더욱 민감하게 반응한다. 이로 인해 개별 리츠의 펀더멘털이 우수하더라도, CRE 리스크가 광범위하게 적용되면서 리츠 주가의 과도한 하락 현상이 나타나고 있으며, 이는 리츠 시장 부진의 또 다른 원인으로 해석될 수 있다.

그림 9. CMBS 발행량



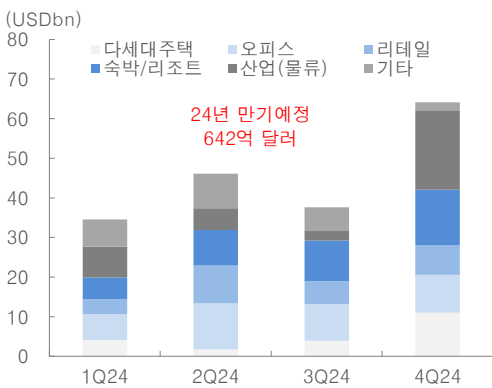
자료: Trepp, 대신증권 Research Center

그림 10. 자산별 CMBS 연체율



자료: Trepp, 대신증권 Research Center

그림 11. 자산별 만기도래 예정 CMBS



주: 2023년 12월 기준
자료: Trepp, 대신증권 Research Center

Part 2.

미국 리츠 투자포인트
: 금리 이면에 숨겨진 가치

Part 2. 미국 리츠 투자포인트 : 금리 이면에 숨겨진 가치

금리인하와 펀더멘털이 만나면

미국 리츠 투자포인트
1) 견고한 펀더멘털
2) 공급제한 속 성장
3) 우호적인 투자환경

현 시점에서 미국 리츠 투자가 매력적인 이유는 금리 인하로 조성될 긍정적인 투자 환경을 충분히 향유할 수 있는 강력한 펀더멘털과 성장성을 보유하고 있기 때문이다. 따라서, 다음의 세 가지 주요 투자포인트에 근거하여 미국 리츠에 대한 관심 확대를 추천한다.

1) 어느 때보다 견고한 펀더멘털 보유

① 2008년 금융위기 이후, 지속적인 부채 관리를 통해 미국 리츠는 역사적 평균을 상회하는 안정적인 재무 상태를 유지하고 있으며, ② 일부 공실 이슈가 있는 섹터를 제외하고는 안정적인 임대율과 실적 상승세가 지속되고 있고, ③ 부실화 우려가 높은 CRE 시장에 비해 우수한 펀더멘털을 보유하고 있음에도 저평가 되어 있어 가격 매력도가 높다.

2) 공급제한 속에서 다각적 성장 중

① 공사비 상승에 따른 개발사업 수익성 악화로 제한된 신규공급이 예상되는 가운데, ② 유기적 성장(Organic Growth) : 산업의 성장이나 구조변화, 혹은 소비자 트렌드 변화가 진행되면서 새롭게 신규수요가 창출되는 섹터가 다수 발생하고 있으며, ③ 비유기적 성장(In-organic Growth) : 코로나 팬데믹 이후, 대형 리츠를 중심으로 활발한 M&A가 이뤄지며 포트폴리오 다변화가 진행되고 있다. 결론적으로, 신규 공급이 제한된 상황에서 다각적 성장이 이루어짐에 따라 미국 리츠의 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 예상되며, 이는 리츠 섹터 전체의 레벨업을 촉진할 것이다.

3) 펀더멘털 돋보일 환경 조성 예정

① 향후 금리 인하 방향성이 명확해지고 있어 리츠 주가의 반등이 예상되며, ② 물가 상승률 속도가 둔화되고 있어 운영수익 안정화와 수익성 개선이 기대되고, ③ 경기 둔화 우려 속에서 안정적인 배당주로서 리츠의 매력력이 부각 될 수 있는 환경이 조성되고 있다.

그림 12. 미국 리츠 투자 포인트

<div>01. 견고한 펀더멘털 보유</div> <div>1-1 탄탄한 재무구조<ul style="list-style-type: none">역사적 평균을 상회하는 안정적 재무상태 유지 중저금리 장기만기 회사채구조 & 안정적 유동성 확보1-2 안정적인 실적 증가세<ul style="list-style-type: none">오피스 제의 주요섹터 임대율 및 NOI 회복저금리 기간동안 신규자산 편입 통해 매출확대1-3 CRE 대비 저평가 국면<ul style="list-style-type: none">CRE대비 임대차표 우수하나 밸류에이션 저평가만기(6년), 금리(4%)도 CRE보다 유리한 구조</div>	<div>02. 공급제한 속에서 다각적 성장</div> <div>2-1 단기 공급부족 예고<ul style="list-style-type: none">고금리 및 개발원가 급등으로 신규 개발물량 감소상업용 부동산 가격하락으로 Capital Gain 기대감도 하락2-2 Organic Growth : 신규수요 성장<ul style="list-style-type: none">산업성장/구조변화 : 데이터센터, 헬스케어, 물류, 인프라소비자 트렌드 변화 : 주거, 리테일2-3 In-organic Growth : 다수의 M&A<ul style="list-style-type: none">신규수요 창출 섹터 위주로 M&A 활발히 진행리츠 NAV 대비 할인율 증가한 국면으로 가격매력도 상승</div>	<div>03. 펀더멘털 돋보일 환경 조성 예정</div> <div>3-1 명확해진 금리인하 방향성<ul style="list-style-type: none">역사적으로 금리인하 시 미국리츠 수익률 큰 폭 상승금리인하 시점 늦어지더라도 추가하락가능성 적음3-2 물가안정으로 비용리스크 감소<ul style="list-style-type: none">빠른 물가인상은 운영비용 증가로 수익성 악화 초래물가인상 속도 2~3%일때 미국리츠 최고 수익률 기록3-3 경기 불확실성에 배당매력 증가<ul style="list-style-type: none">코로나 팬데믹 이후 배당수익률 4% 회복실적 대비 배당률 수준 유지 → 배당상승여력 존재</div>
---	---	---

자료: 대신증권 Research Center

I. 어느때보다 견고한 펀더멘털

① 탄탄한 재무구조

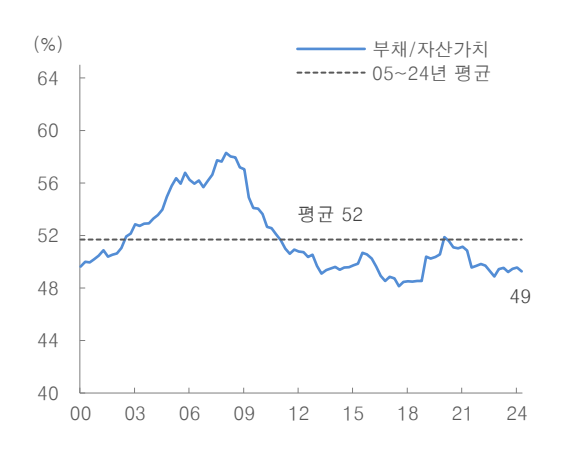
지속적인 부채관리로
강한 회복탄력성 보유

미국 리츠는 2008년 서브프라임 모기지 사태를 기점으로 꾸준히 부채 관리를 통해 재무 건전성을 강화해 왔다. 그 결과, 현재 미국 리츠는 역사적 평균보다 낮은 수준의 견고한 차입 구조를 유지하고 있으며, 코로나 팬데믹이나 고금리 정책과 같은 악재에도 과거보다 변동성이 적고 빠르게 회복할 수 있었다.

전반적으로 견고한
부채지표

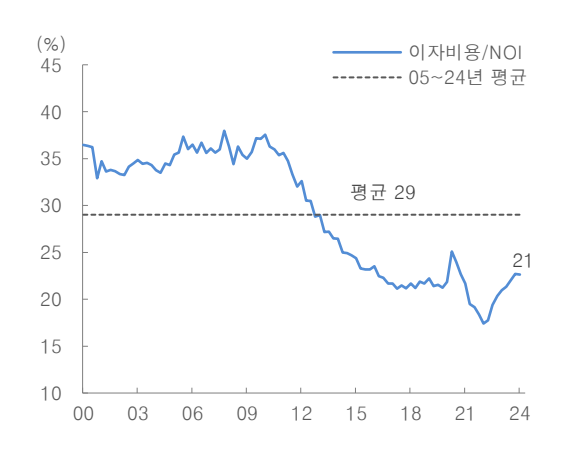
2024년 2분기 기준으로, 미국 리츠 부채비율은 49.3%으로 꾸준히 낮아지는 추세에 있으며 이자비용/NOI(Net Operating Income, 순영업소득) 비율 또한 21.2%으로 역사적으로 낮은 수준을 기록하고 있다. 또한, 평균 부채만기 기간은 코로나 시기에도 증가하여 현재 77개월 수준의 장기부채구조를 유지하고 있다. 이자비용 등 단기채무 충당수준을 나타내는 보상비율도 4.9배로 안정적인 지급능력을 보유하고 있다.

그림 13. 미국 리츠 부채/자산가치 비율



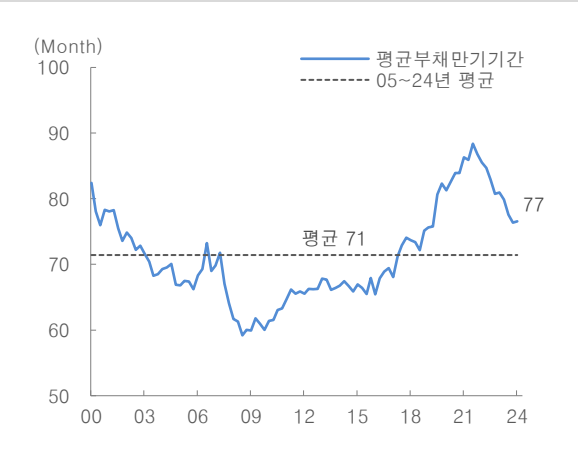
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 14. 미국 리츠 이자비용/NOI 비율



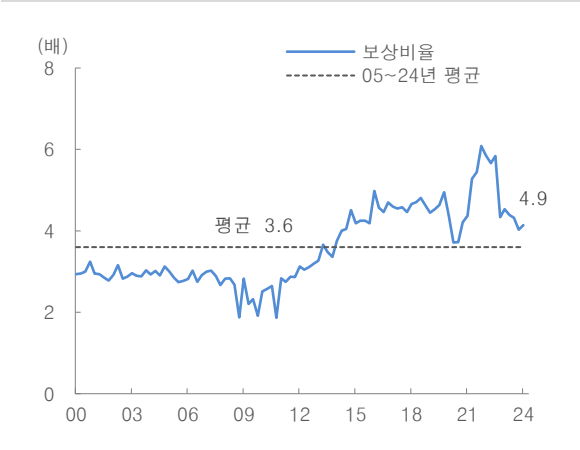
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 15. 미국 리츠 평균 부채만기 기간



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 16. 미국 리츠 보상비율



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

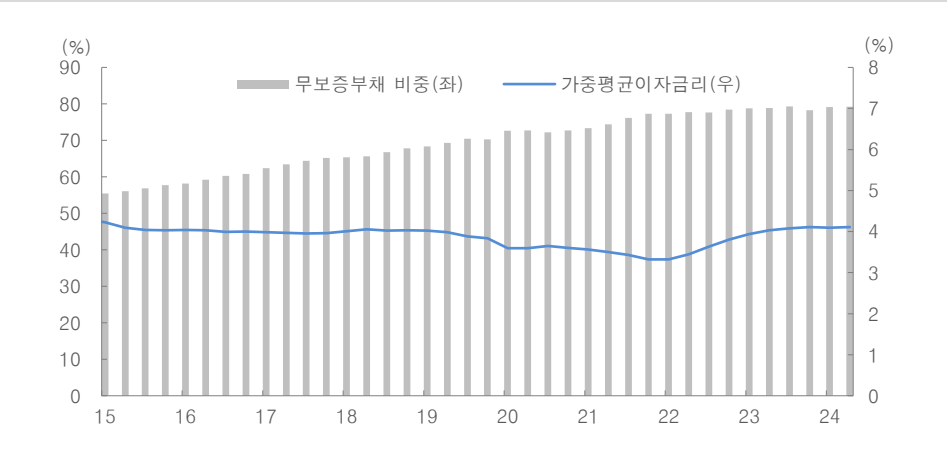
리츠 회사채발행 강점
→ 저금리, 장기만기

리츠의 가장 큰 재무적 강점 중 하나는 회사채 발행을 통해 부채 구조를 효율적으로 관리할 수 있다는 점이다. 특히, 대형 상장 리츠는 높은 신용등급을 바탕으로 시중 금리보다 낮은 금리로 회사채를 발행할 수 있으며, 대부분 고정 금리로 발행되고 만기도 최소 5년 이상의 장기 구조를 취하고 있다. 반면, CRE 실물 시장에서는 3~5년 만기 기준의 변동 금리 담보대출 상품을 이용하는 것이 일반적이며, 고정 금리를 선택할 경우 더 높은 스프레드를 적용받아 금리 부담이 상승한다. 2024년 2분기 기준, 미국 리츠에서 회사채를 의미하는 무보증부채(Unsecured Debt)의 비중은 79.2%에 달하며, 평균 이자율은 4.1%로 CRE 대비 낮은 수준을 유지하고 있다.

안정적 규모의
유동성 보유

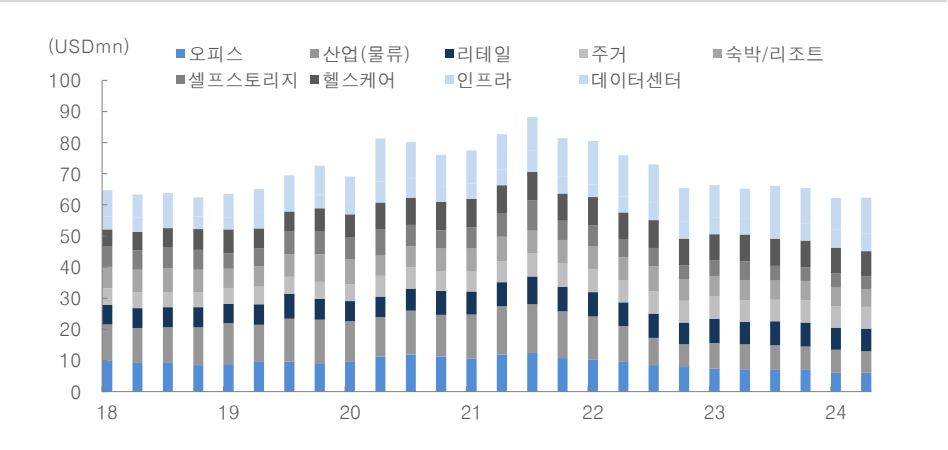
2024년 2분기 기준, 전체 미국 리츠의 유동성은 641만 달러로 충분히 확보되어 있으며, 이는 코로나 팬데믹 당시에도 안정적으로 유지되었다. 미국 리츠의 유동성은 크게 현금 및 유가증권(Cash and securities)과 미사용 신용한도(Undrawn credit)로 구성되며, 코로나 팬데믹 이후, 미국 리츠들은 신용한도 규모를 전반적으로 확대하고 현금 지출을 줄여 부채 대응력을 강화해왔다.

그림 1. 미국 리츠 무보증부채 비중 및 평균 이자금리



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 리츠 섹터별 유동성



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

② 안정적인 실적 증가세

대부분 섹터에서
임대율 회복하며
실적개선세 시현

미국 리츠의 실적 개선세가 이어지고 있다는 점도 주목할 만한 강점이다. 현재 재택근무 이슈가 있는 오피스 섹터를 제외한 대부분의 섹터에서 임대율이 회복되었다. 특히 리테일 섹터는 팬데믹 이전보다 높은 임대율을 기록하고 있는데, 이는 팬데믹 기간 동안 활발하게 진행된 인수합병을 통해 경쟁력 있는 업체들만이 생존하였고 이들의 시장 지배력이 강화된 결과로 해석할 수 있다.

미국리츠 실적 특징
1) 신규 자산편입 통한
매출처 확대

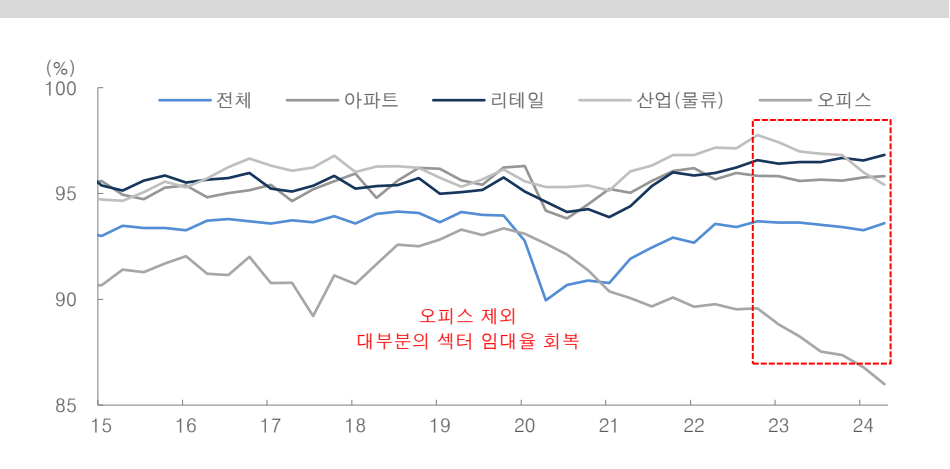
최근의 미국 리츠 실적은 2가지 특징을 보이고 있다.

첫째, 신규 자산편입을 통한 매출처 확대 이뤄졌다. 2021~22년 동안 Non-SSNOI (Non-Same Store Net Operating Income, 비동일자산 순영업소득)가 크게 증가했는데, 이는 신규 자산 편입을 통해 매출 확대가 적극적으로 이루어졌음을 의미한다. 당시 저금리 기조를 활용하여 M&A 활동이 활발히 진행된 점도 이를 뒷받침하는 정황이다. 이 시기에 FFO(Funds From Operations, 운영현금흐름) 연평균 성장률이 NOI를 상회한 점도 실제 매출 증가로 인해 영업현금흐름이 개선되었음을 의미하며, 미국 리츠의 임대수입 파이프라인이 확장되었다고 평가할 수 있다. 2022년 고금리 정책 시행 이후, Non-SSNOI 증가 규모는 둔화되었지만, SSNOI(Same Store Net Operating Income, 동일자산 순영업소득) 증가액과 성장률은 안정적인 수준을 유지하며 하방 경직성을 보이고 있다.

2) 이자비용 상승악재
자산가치는 유지 중

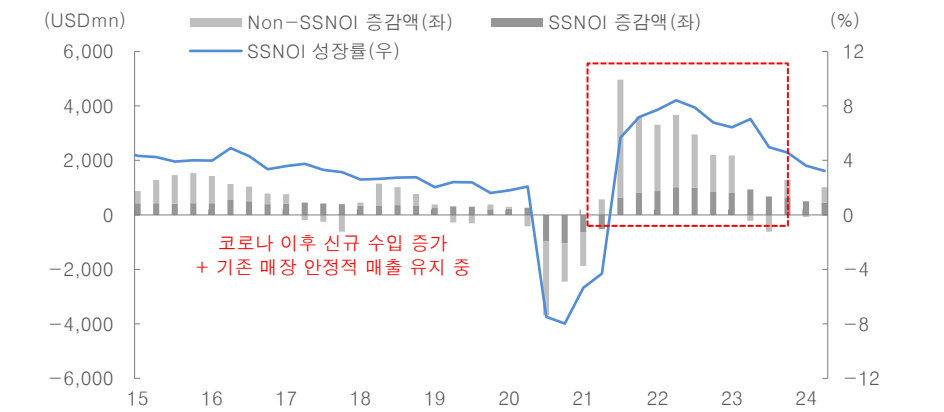
둘째, 이자비용 증가에 따른 현금흐름 감소가 나타났으나 자산가치는 유지되고 있다. 최근 FFO 성장률이 둔화된 것은 주로 이자비용 상승에 기인하였다. FFO는 NOI에서 이자비용, 감가상각비, 세금 등을 차감한 순 영업현금흐름을 의미하며, 감가상각 전 자산 가치는 안정적으로 상승하는 모습을 보이고 있다. 따라서 최근의 FFO 성장률 둔화는 자산 가치 하락보다는 금리 인상의 영향이 더 크다고 해석된다. 또한, 향후 금리 인하가 이뤄지면 이자부담이 줄어들 것으로 예상되기 때문에 이러한 문제는 해소될 가능성이 있다.

그림 3. 미국 리츠 섹터별 임대율



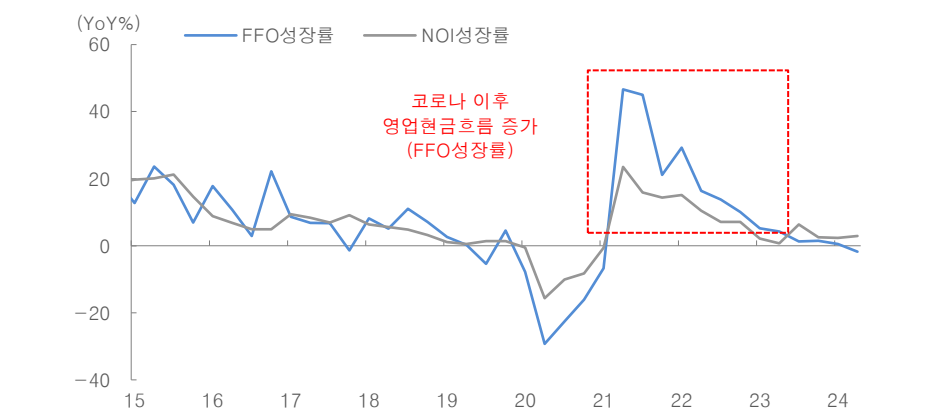
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 리츠 NOI 증감 상세내역



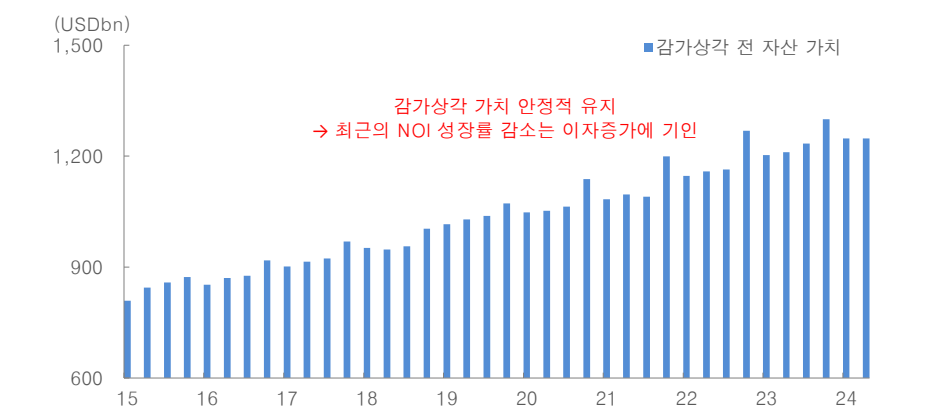
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 리츠 FFO 성장률 vs NOI 성장률



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 6. 미국 리츠 감가상각전 가치



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

II. 공급제약 속에서 다각적 성장

① 단기 공급부족 예고

신규 개발물량 감소로
단기 공급부족 예상

2022년 인플레이션으로 개발 원가가 급등하면서 신규 건축 활동이 상당 부분 감소하였고, 향후 3~4년 동안 전 섹터에 걸쳐 공급 물량 부족이 예상된다.

단기적으로는 물류, 아파트 등 일부 섹터에서 공급 물량이 증가할 것으로 예상되나, 이는 대부분 저금리 시기에 착공되어 현재 완공된 물량에 해당하며, 추가적인 신규 개발 물량은 크게 증가하지 않고 있다. 실제로 미국 리츠 개발 파이프라인과 상업용부동산 건설규모는 2023년을 기점으로 역성장 추세에 있다. 신규산업건설지수가 2022~2023년동안 연평균 16.7% 급등하였고, 2023년부터 본격적으로 건축비용 부담이 전가된 것으로 파악된다.

공급부족의 원인
1) 개발원가 상승에 따른 수익성 악화

현재 상업용 부동산 시장의 공급부족의 원인은 크게 2가지 이다.

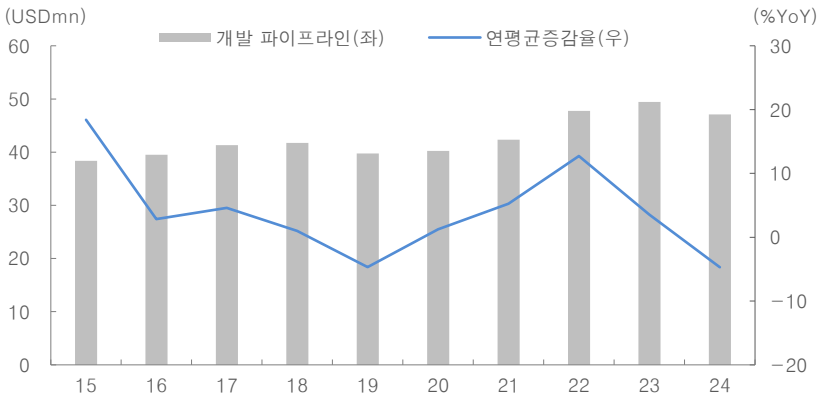
첫째, 개발원가의 급격한 상승이다. 특히, 개발비용에서 건설비 다음으로 가장 큰 부분을 차지하는 토지비는 개발 수익성을 결정짓는 주요 요소 중 하나이다. 2020~2021년 저금리 환경에서는 자금 조달이 용이하여 부동산 개발이 활발히 이루어졌고, 이에 따라 토지비도 상승하였다. 그러나 2022년 이후 고금리 환경에서는 자금 조달이 어려워졌고, 높아진 토지비를 감당할 수 있는 수익성 있는 개발이 어려워졌다.

또한, 건축비와 인건비도 개발 원가 상승을 주도하는 중요한 요인이다. 철강을 포함한 건축 자재 가격이 가파르게 오르면서 직접 공사비가 크게 증가하였고, 특히 인건비는 하방경직성이 강해 비용 절감이 어려운 까닭에 수익성 확보가 더욱 어려워졌다.

2) Capital Gain에 대한 기대도 어려움

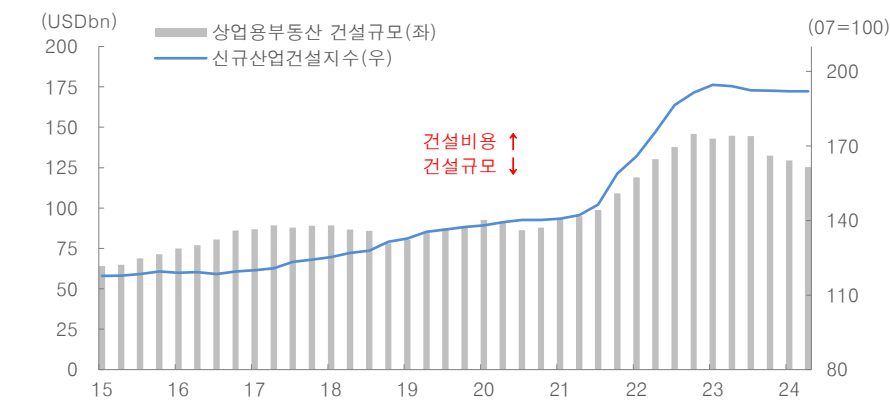
둘째, 개발 후 자본수익(Capital Gain) 기대치 하락이다. 2022년 이후 상업용 부동산 가격 상승률이 지속적으로 하락하면서 신규 개발의 유인이 줄어들고 있다. 개발원가가 높아지더라도, 토지 및 건물 가격 상승을 통한 차익 실현이 가능하다면 개발 유인이 존재할 수 있지만, 현재로서는 부동산 가격이 계속 하락하고 있어 Capital Gain에 대한 기대가 높지 않다. 따라서 부동산 개발 환경이 개선되기 전까지는 당분간 신규 개발사업은 급격히 증가하기 어렵다고 판단한다.

그림 7. 미국 리츠 개발 파이프라인 규모



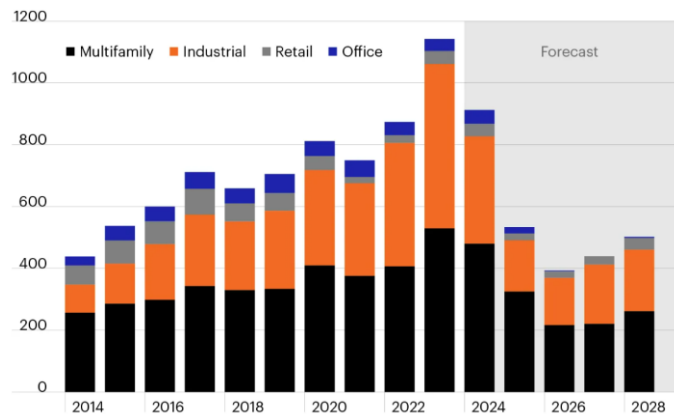
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 8. 상업용부동산 건설규모 및 신규산업건설지수



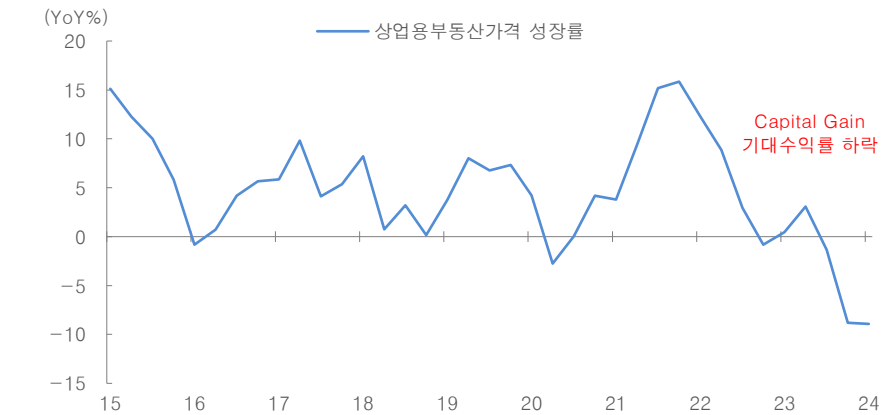
주: 신규산업건설지수(PPI industry data for New industrial building construction)
자료: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

그림 9. 상업용부동산 순 완공면적 (단위: MSF)



주: MSF(Million Square Feet, 백만 스퀘어 피트)
자료: FS Investment, CoStar, 대신증권 Research Center

그림 10. 상업용부동산 가격 성장률



자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

② Organic Growth : 신규수요 성장

제한된 공급 속에서
성장모멘텀 보유섹터
→ 리츠섹터 리레이팅
요인으로 작용할 것

단기적으로 미국 리츠 전반에 걸쳐 공급 제한이 예상되는 가운데, 성장 모멘텀이 부각되고 있는 특정 섹터들이 등장하고 있다.

기업의 성장 경로는 내부 개발 역량에 의존하는 유기적 성장(Organic Growth)과 전략적 제휴 및 인수합병을 통해 외형을 확장하는 비유기적 성장(Inorganic Growth)으로 나눌 수 있는데, 이 두 가지 성장 트랙이 나타나고 있는 섹터들이 목격되고 있다.

공급이 정체된 상황에서 성장이 본격화되면, 시장에서는 제한된 공급에 비해 증가하는 수요로 인해 임대료 상승압력이 발생할 것이다. 이는 리츠의 수익성을 높여 자산가치 상승으로 이어질 가능성이 크다. 또한, 자산 가치의 상승은 리츠의 재무 구조와 수익성 개선을 촉진하며 궁극적으로 리츠 섹터 전반의 리레이팅으로 연결될 것으로 예상된다.

따라서 현재 성장 모멘텀이 있는 섹터들에 주목하여 투자 전략을 세우는 것이 중요하며, 구체적인 섹터는 Part 3. 성장성 높은 대표 섹터 Top 6에서 자세히 설명할 예정이다.

1) Organic Growth
: 사회구조적 변화에
따른 신규수요 성장

유기적 성장(Organic Growth)는 최근 사회 구조적 변화에 따라 신규수요가 창출되고 있는 섹터에서 나타나고 있다.

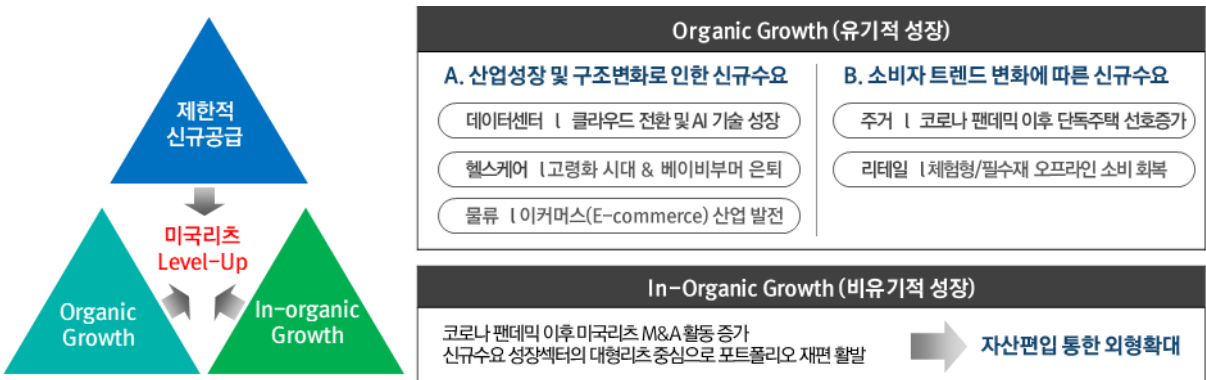
A. 산업성장 및 구조
변화로 인한 신규수요

첫째, 새로운 산업의 등장이나 거시적인 산업 구조 변화로 인해 창출되는 신규 수요이다. 해당되는 섹터는 데이터센터, 헬스케어, 물류, 인프라 섹터이다. 예를 들어, 데이터센터는 AI 및 클라우드 기술의 성장, 헬스케어는 고령화 시대의 도래, 물류는 이커머스 산업의 발전, 인프라는 5G 기술의 발전에 의해 새로운 수요가 발생하고 있으며 기존 비즈니스 역량을 강화시키는 방법으로 이러한 수요에 대응하고 있다.

B. 소비자 트렌드 변화
에 따른 신규수요

둘째, 소비자 트렌드 변화에 따라 기존과는 성격이 다른 신규 수요가 창출되는 경우이다. 주거 및 리테일 섹터가 해당된다. 주거의 경우, 코로나 팬데믹을 기점으로 외곽에 위치한 단독주택에 대한 수요가 증가하고 있으며, 리테일에서는 필수재 및 체험형 중심의 오프라인 소비현상이 나타나는 과정에서 신규 수요가 창출되고 있다.

그림 11. 공급제한 속에서 다각적 성장 중인 미국 리츠



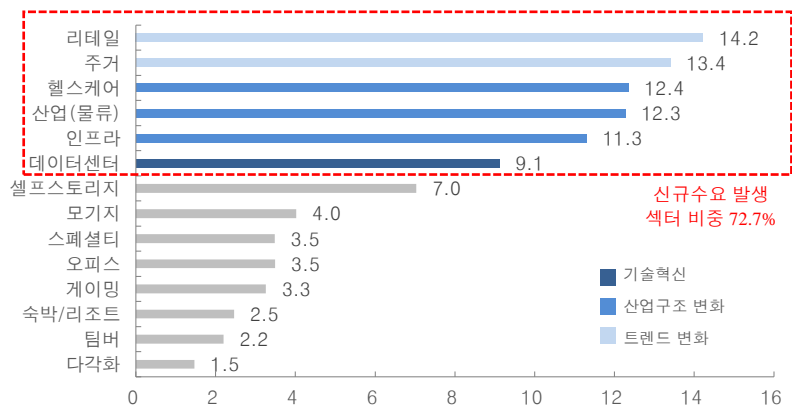
자료:대신증권 Research Center

미국 리츠 내에서도
신규수요 발생 섹터
비중 높아짐

신규수요 창출이 관찰되는 섹터들은 미국 리츠 내에서도 그 비중이 높아지고 있다. 실제로 신규 수요 모멘텀을 보유한 섹터들의 실적과 수익률이 증가함에 따라 투자자들의 관심이 높아지고 있으며, 미국 리츠 내에서도 해당 섹터의 중요성이 점차 부각되고 있다.

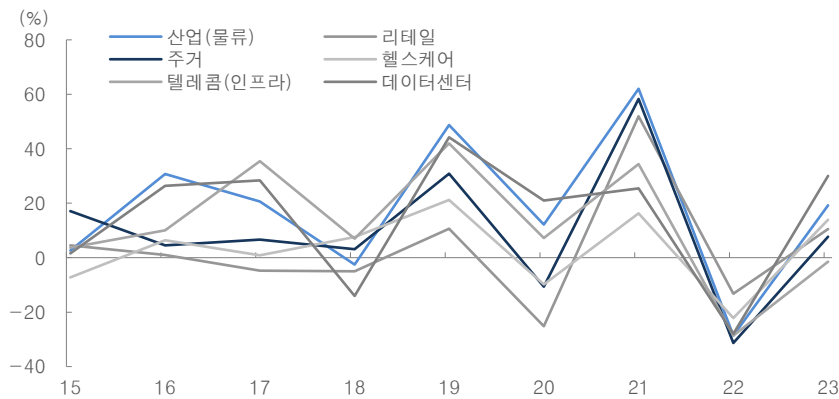
2024년 8월 기준, 앞서 신규 수요 발생이 확인된 섹터들(데이터센터, 헬스케어, 물류, 인프라, 주거, 리테일)의 시가총액 비중은 전체의 72.7%에 달하며, 이는 미국 리츠 전체의 성장성이 높아졌음을 의미한다.

그림 12. 미국 리츠 섹터별 시가총액 비중



주: FTSE Nareit All REITs 비중, 2024년 8월 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 13. 미국 리츠 신규수요 발생 섹터 수익률



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

③ In-organic Growth : 다수의 M&A

2) In-Organic Growth : M&A 통한 외형확대

자산취득 규모 중
신규수요 창출섹터
비중 76.5%

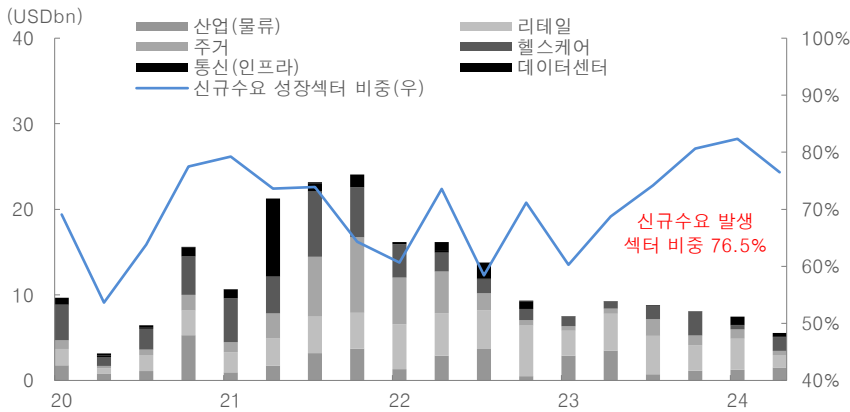
NAV 대비 할인율 증가
대형리츠들은 외형확장
기회로 이용 중

비유기적 성장(In-organic Growth)은 인수합병을 통해 새로운 사업과 역량을 확보하는 성장 전략으로 이는 앞서 언급한 신규 수요 성장 섹터에서 활발히 진행되고 있다.

리츠는 신규 자산 취득을 통해 외형 확대를 이루어야 하지만, 2022년 이후 고금리 환경에서는 자금 조달 난이도가 높아져 매매건수가 감소했다. 그럼에도 불구하고, 2022년 이후 전체 미국 리츠의 자산 취득 규모 중 신규 수요 성장 섹터의 비중이 76.5%에 달해, 강력한 수요를 기반으로 포트폴리오 다변화가 꾸준히 이루어졌음을 확인할 수 있다.

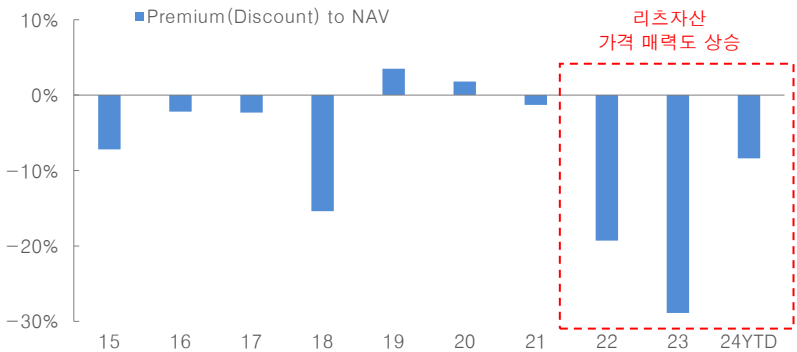
코로나 팬데믹 이후 미국 리츠의 M&A 활동도 크게 증가한 점도 주목할 점이다. 비록 고금리의 영향으로 최근 인수 규모는 다소 감소했으나, 대형 리츠를 중심으로 데이터센터, 리테일, 주거, 물류 섹터 등에서 포트폴리오 재편이 활발히 이루어졌다. 특히 2022년 이후 미국 리츠의 NAV 대비 할인율(Discount to NAV)이 -18.2%으로 형성되면서 가격 매력에 부각되고 있으며, 자금력이 있는 리츠들은 이를 외형 확장의 기회로 이용하고 있다.

그림 14. 미국 리츠 신규수요 성장섹터 자산취득 규모 및 비중



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 15. 미국 리츠 Premium(Discount) to NAV



주: 2024년 8월 기준
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

표 1. 2021~2024 년 미국 리츠 M&A 사례 (단위:USDmn)

연도	회사	인수자	거래규모	인수자 유형
2021	Brookfield Asset Management Inc.	Brookfield Property REIT	4,303	Asset Manager
	Kimco Realty	Weingarten Realty Investors	5,602	Public REIT
	RMR Mortgage Trust	Tremont Mortgage Trust	54	Real Estate Finance Company
	Realty Income Corporation	VEREIT	17,265	Public REIT
	Blackstone Real Estate Investment Trust	QTS Realty Trust	7,867	Public REIT
	Ventas	New Senior Investment Group	2,276	Public REIT
	Kite Realty Group Trust	Retail Properties of America	4,583	Public REIT
	Benefit Street Partners Realty Trust	Capstead Mortgage Corporation	818	Public REIT
	Independence Realty Trust	Steadfast Apartment REIT	4,016	Public REIT
	VICI Properties	MGM Growth Properties	15,090	Public REIT
	PIMCO	Columbia Property Trust	3,900	Investment Manager
	Industrial Logistics Properties Trust	Monmouth Real Estate Investment Corporation	3,538	Public REIT
	Highgate / Cerberus Capital Management, L.P.	CorePoint Lodging Inc.	1,439	Investor Group
	American Tower Corp.	CoreSite Realty Corp.	10,281	Public REIT
	KKR / Global Infrastructure Partners	CyrusOne	15,156	Investor Group
	Blackstone	Bluerock Residential Growth REIT	3,201	Asset Manager
2022	Blackstone Real Estate Income Trust	Resource REIT	3,843	Public REIT
	Blackstone Real Estate Income Trust	Preferred Apartment Communities	5,387	Public REIT
	Healthcare Trust of America	Healthcare Realty Trust Incorporated	11,146	Public REIT
	Wheeler Real Estate Investment Trust	Cedar Realty Trust	291	Public REIT
	Blackstone Real Estate Income Trust	American Campus Communities	12,800	Public REIT
	Blackstone Real Estate Income Trust	PS Business Parks	7,605	Public REIT
	PottlatchDeltic Corporation	CatchMark Timber Trust	910	Public REIT
	Prologis	Duke Realty Corporation	25,425	Public REIT
	Safehold Inc.	iStar Inc.	1,776	Public REIT
	GIC Real Estate / Oak Street Real Estate Capital	STORE Capital Corporation	13,854	Investor Group
2023	Centerbridge Partners / GIC Real Estate	INDUS Realty Trust	784	Investor Group
	Ready Capital Corporation	Broadmark Realty Capital Inc.	829	Public REIT
	Extra Space Storage Inc.	Life Storage	16,012	Public REIT
	Regency Centers Corporation	Urstadt Biddle Properties Inc.	1,412	Public REIT
	Global Net Lease	The Necessity Retail REIT	3,967	Public REIT
	Ellington Financial Inc.	Arlington Asset Investment Corp.	746	Public REIT
	AG Mortgage Investment Trust	Western Asset Mortgage Capital Corporation	2,348	Public REIT
	Kimco Realty	RPT Realty	2,000	Public REIT
	KSL Capital Partners	Hersha Hospitality Trust	1,400	Private Equity
	Realty Income	Spirit Realty Capital	9,300	Public REIT
2024	Healthpeak	Physicians Realty Trust	4,796	Public REIT
	Blackstone Inc. (Pending)	Apartment Income REIT Corp.	9,230	Asset Manager
Total Public to Public			200,945	(81%)
Total Public to Private			47,433	(19%)
Total			248,378	

자료: Nareit, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 펀더멘털 돋보일 환경 조성 예정

① 명확해진 금리인하 방향성

금리인하 환경
미국리츠에 유리

금리 인하 기대감이 커지면서 미국 리츠의 펀더멘털과 성장성이 돋보일 수 있는 우호적인 매크로 환경이 조성이 기대된다.

금리 인하의 방향성이 명확해진 만큼, 구체적인 금리 인하 시점과 속도에 변동이 있더라도 큰 폭으로 가격이 하락할 가능성은 제한적이다. 그동안 리츠는 금리를 선행하는 특성으로 인해 주가가 회복하는 경향을 보였으나, 앞으로는 이러한 선행성이 리츠 투자의 매력적인 요소로 부각될 것이다.

금리인하 영향
1) 인하 사이클 시기
미국 리츠 수익률도
큰 폭으로 상승

역사적으로 금리 인하기에 미국 리츠가 보유한 수익률적 강점은 다음의 2가지로 요약된다.

첫째, 금리 인하규모에 비례하여 리츠 수익률도 상승했다. 금리 인하 사이클 진입의 기준은 세 분기 이상 금리 인하가 지속되었거나, 인하된 금리가 유지된 경우를 의미한다. 1974년부터 현재까지 총 9번의 금리 인하 기간이 있었으며, 총 96분기에 걸친 사이클을 고려한 가중평균 금리 인하 규모는 120bps, 미국 리츠의 가중평균 수익률은 45.1%이다.

특히, 금리 인하 폭이 클수록 미국 리츠의 수익률 회복도 더 크게 나타났다. 예를 들어, 2007년 3분기부터 2015년 3분기까지 33분기 동안 저금리가 유지되었으며, 이 기간 동안 166bps의 금리 인하가 이루어졌고, 미국 리츠의 수익률은 44.9%에 달했다. 이는 금리 인하의 강도에 따라 미국 리츠 수익률이 빠르게 반등할 가능성을 시사한다.

2) 부동산 상품 중
금리인하 수혜를 가장
크게 받는 미국 리츠

둘째, 부동산 투자 상품 중 금리 인하로 인한 수익률 반등이 가장 크게 나타났다. 긴축 통화 정책 종료 1년 이후 부동산 상품별 수익률을 살펴보면, 사모부동산은 10.5%, 주식은 17.3%, 미국 리츠는 20.9%의 수익률을 기록했다. 이는 금리 인하 이후 시간이 지날수록 리츠 수익률이 크게 증가했으며, 금리 인하가 시작되는 시점에 빠르게 투자할수록 더 큰 수익을 기대할 수 있음을 의미한다.

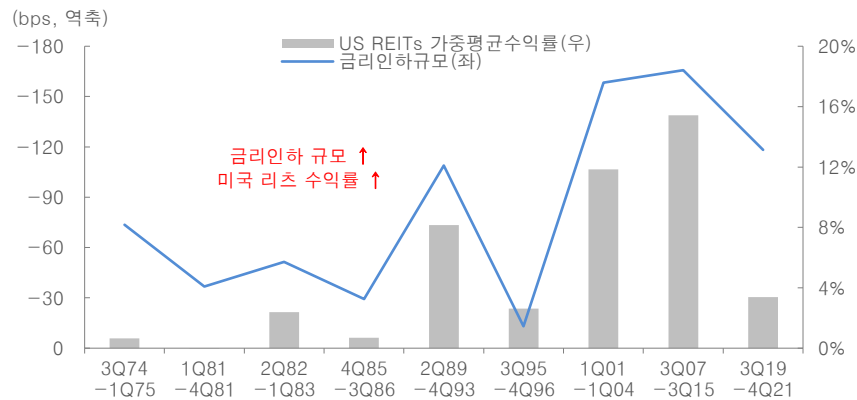
표 2. 미국 기준금리 예상표 (Fed Watch)

(단위:bps)

Date	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
24.09									0.0%	0.0%	0.0%	41.0%	59.0%
24.11				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	46.7%	40.3%	0.0%
24.12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	26.1%	44.2%	24.6%	0.0%	0.0%
25.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.9%	28.5%	41.6%	21.3%	0.0%	0.0%	0.0%
25.03	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	9.7%	29.7%	39.8%	19.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
25.05	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.4%	24.2%	37.0%	25.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
25.06	0.0%	0.0%	0.7%	5.2%	18.5%	32.7%	29.1%	12.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
25.07	0.0%	0.3%	2.7%	11.1%	24.8%	31.1%	21.5%	7.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
25.09	0.1%	1.1%	5.6%	15.9%	27.0%	27.8%	16.6%	5.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

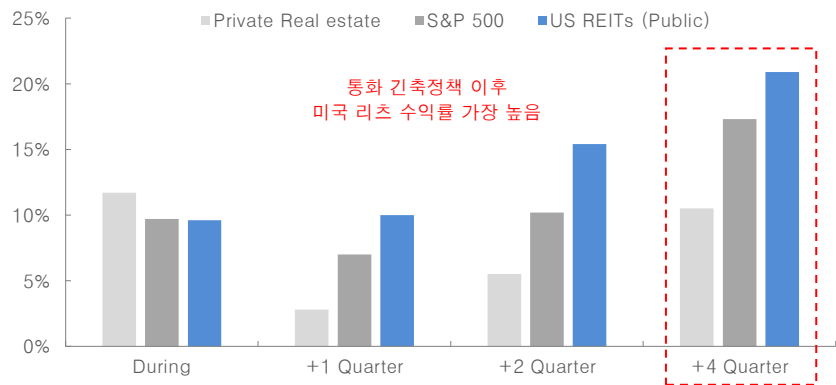
주: 2024년 9월 4일 기준
자료: CME Group, 대신증권 Research Center

그림 16. 금리인하 시기의 미국 리츠 수익률 변동 (1Q74~2Q24)



주: 1974년부터 3분기 이상 연속적으로 금리인하 혹은 유지한 기간을 추출하여 미국 리츠 총수익률 가중평균수익률을 측정
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. 금리인하 이후 부동산 상품별 수익률



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

② 물가안정으로 비용리스크 감소

물가상승이
리츠수익성에 미치는
부정적 영향

- 1) 유틸리티 비용 상승
- 2) Capex 비용 상승
- 3) 임대료 인상
Lagging 효과

최근 물가상승률의 둔화는 리츠에게는 운영비용 안정화 측면에서 긍정적인 효과를 미칠 것으로 예상된다. 리츠는 물가상승 압력을 임대료에 일부 전가할 수 있기 때문에 대표적인 인플레이션 헤지 수단으로 여겨지지만, 동시에 자산 운영 비용 역시 물가상승의 영향을 받기 때문에 이중적인 효과가 있기 때문이다.

물가상승이 운영비용에 미치는 부정적 영향은 다음의 3가지이다.

첫째, 유틸리티 비용의 상승이다. 전기료, 가스비, 수도세 등 건물 운영에 필수적인 에너지 비용이 상승하면, 이는 리츠의 운영비용에 직접적인 영향을 미친다. 건물 규모가 클수록 이와 같은 에너지 비용 지출은 증가할 수 있으며, 수익성에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

둘째, 자본적 지출(Capex) 비용의 증가이다. 리츠가 보유한 건물의 유지보수와 가치 상승을 위해 필요한 지출이 물가 상승과 함께 증가한다. 예를 들어, 리노베이션이나 신규 시설 추가에 필요한 자재비와 인건비가 상승함에 따라 전체적인 지출이 크게 늘어날 수 있다. 특히, 건물이 노후할수록 이러한 비용은 더욱 증가할 가능성이 크다.

셋째, 임대료 인상의 제약 속에서 운영비용만 먼저 증가할 가능성이 있다. 대부분의 임대료는 계약 기간 동안 협의조건 내에서만 인상될 수 있으며, 신규 계약이나 재계약을 통해 시장 시세에 따른 임대료 인상이 이루어진다. 따라서 물가상승분을 임대료에 즉각 반영하기 어려운 상황이 발생할 수 있으며, 특히 장기 계약의 경우, 임대료 인상 시점이 지연될 수 있다. 반면, 운영비용은 물가상승의 영향을 즉각적으로 받으므로 임대료 인상 전에 전체비용 부담이 증가할 위험이 있다.

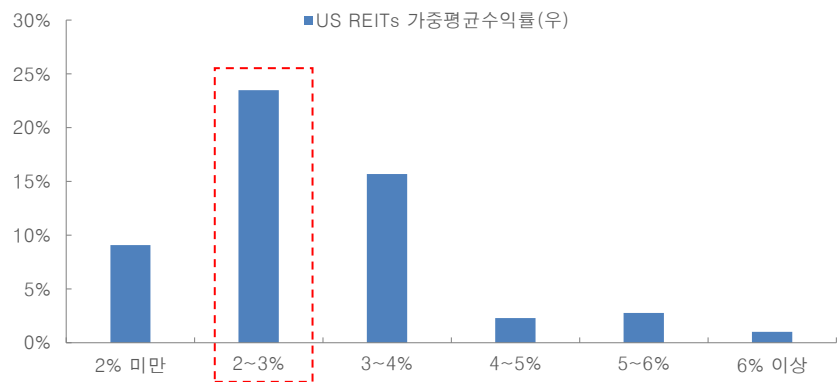
물가인상 속도가
2~3% 구간일때
최고 수익률 기록

결론적으로 물가상승이 리츠 자산의 수익률 개선으로 이어지기 위해서는 인플레이션이 임대료 인상으로 전가되어 운영비용 상승분을 상쇄할 수 있는 충분한 시간이 필요하다. 즉, 물가상승이 너무 급격하게 이루어지기보다는 안정적인 속도로 진행되어야 리츠의 수익성도 개선될 가능성이 높다.

1974년부터 Core CPI의 전년 대비 상승률 증감 범위에 따른 미국 리츠의 수익률을 분석한 결과, 2~3% 구간에서 미국 리츠 수익률이 23.5%로 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 반면, 4% 이상의 급격한 물가상승이 발생한 구간에서 리츠 수익률은 3% 미만으로 하락하며, 2% 미만 구간에서의 수익률인 9% 보다도 훨씬 낮게 나타났다. 이런 현상의 이유는 리츠가 인플레이션에 대처하는 과정에서 임대료 인상 등의 혜택을 충분히 받기 전에 운영비용이 급격히 상승했기 때문일 수 있다. 이를 통해, 물가상승이 지나치게 빠르게 진행될 경우 리츠 수익률이 오히려 저하될 수 있음을 알 수 있다.

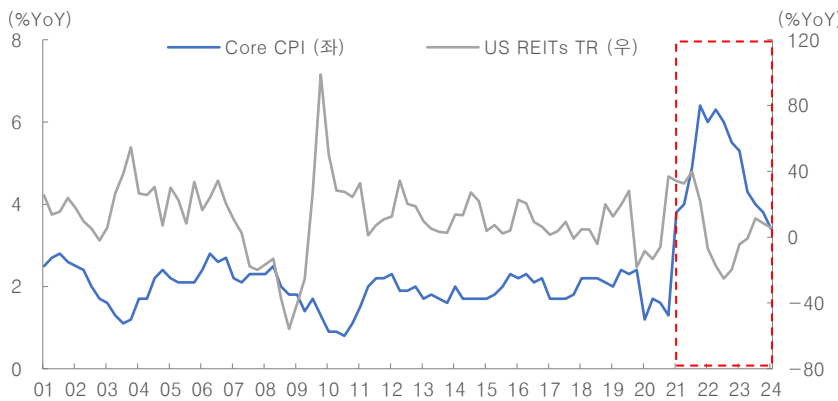
또한, 2021년 이후 가파른 속도로 상승했던 Core CPI 증가율과 고용비용지수(Employment Cost Index)가 최근 1년사이에 확연하게 감소세를 보이고 있으며 이와 동시에 미국 리츠 수익률은 반등하는 모습을 보이고 있다. 최근 Core CPI 증가율은 3~4% 수준으로 향후 2~3% 구간까지 안정화됨에 따라 리츠 가격도 탄력을 받을 것으로 예상된다

그림 18. Core CPI 전년대비 증감율에 따른 미국 리츠 수익률 변동 (1Q74~2Q24)



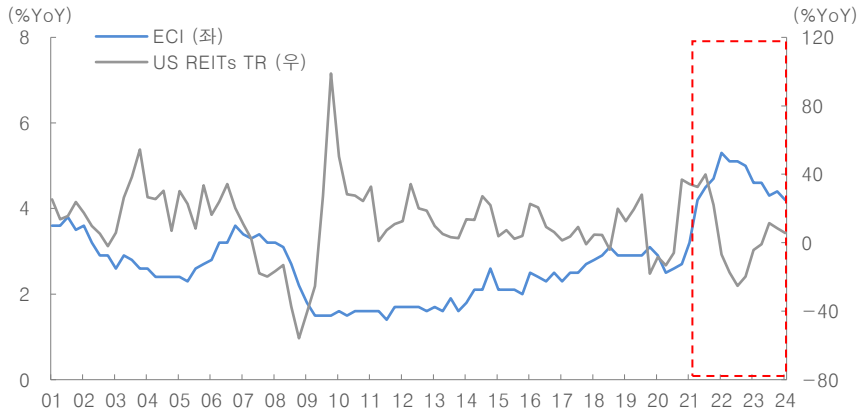
주: 1974년부터 Core CPI YoY% 증감범위에 따라 기간을 추출하여 미국 리츠 총수익률 가중평균수익률 측정
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. Core CPI 및 미국 리츠 TR 연평균 증감율



자료: Bureau of Labor Statistics, 대신증권 Research Center

그림 20. 고용 비용 지수 및 미국 리츠 총수익률 연평균 증감율



주: 고용 비용 지수(Employment Cost Index, ECI)
자료: Bureau of Labor Statistics, 대신증권 Research Center

③ 경기 불확실성에 배당매력 증가

경기둔화 우려에
리츠 배당매력도 상승

최근 경기 둔화에 대한 우려가 제기되고 있는 가운데, 리츠는 주기적으로 배당을 지급하는 대표적인 인컴형(Income) 자산으로서 상대적 매력이 부각되고 있다. 무엇보다도, 미국 리츠는 충분한 배당 여력을 보유하고 있어 안정적인 배당 지급이 지속될 가능성이 높다.

리츠 배당 특징
1) 코로나 이전수준
배당수익률 4% 회복

리츠 배당수익 관련하여 주목해야 할 부분은 다음의 2가지 현상이다.

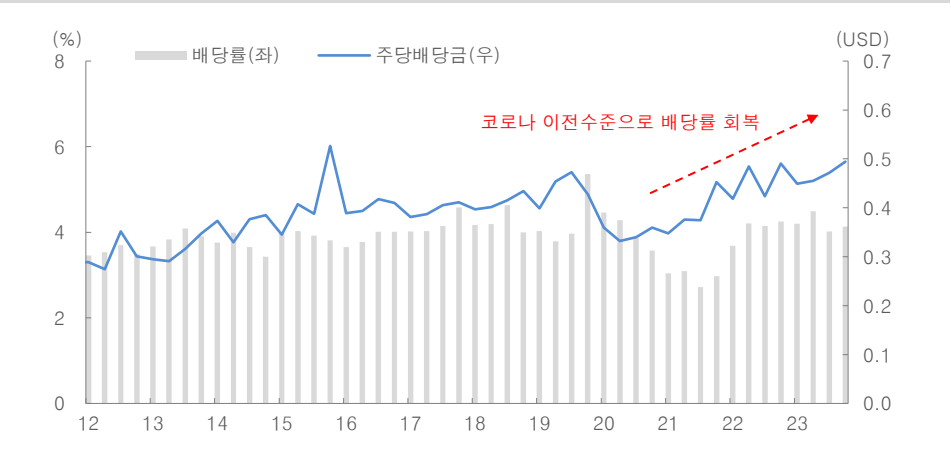
첫째, 코로나 팬데믹 이전의 4% 수준으로 배당수익률이 회복되었다. 팬데믹 당시, 사회적 거리두기의 영향으로 일부 섹터에서 배당 축소가 있었으나, 현재는 팬데믹 이전의 4% 수준으로 회복되었으며 주당 배당금도 상승세를 보이고 있다. 특히, 데이터센터, 산업(물류), 주거, 인프라 등과 같은 섹터들은 팬데믹이나 금리 인상 시기에도 배당 지급액을 지속적으로 늘려왔다. 이는 앞서 언급한 신규 수요가 창출되고 있는 섹터들로, 견조한 수요를 바탕으로 위기 대응력이 우수한 것으로 판단된다.

2) FFO 상승여력 대비
충분한 배당여력 보유

둘째, FFO 성장률 만큼 배당상승 여력을 보유하고 있다. 2021년 이후 미국 리츠 주당 FFO가 지속적으로 상승하고 있지만, 배당성향은 평균 72.5% 을 유지하고 있다. 이는 리츠들이 현금 흐름 증가에도 불구하고 배당금을 대폭 인상하지 않았음 의미하며, 이를 통해 배당금의 대폭적인 증가보다는 향후 성장 기회와 잠재적인 위기에 대응하기 위한 충분한 현금을 확보하려는 전략을 취하고 있다고 해석할 수 있다.

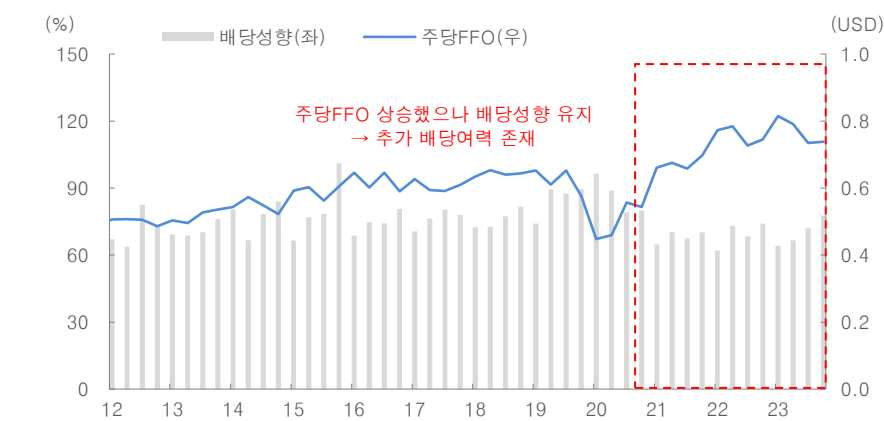
결론적으로, 이러한 전략은 경기 변화에 대한 리츠들의 대응력을 강화하는 데 중점을 둔 것으로 해석된다. 따라서 현재의 안정적인 배당 정책이 지속될 가능성이 높으며, 만약 경기 둔화가 실제로 발생하더라도, 리츠들은 충분한 배당 여력을 바탕으로 안정적인 배당 지급을 유지할 수 있을 것으로 판단된다. 더 나아가, 경기 둔화에 대한 우려가 완화되고 실적 개선세가 지속되어 현금 흐름이 더욱 증가한다면, 배당성향 조정을 통해 배당률을 상향 조정하는 방안도 검토될 수 있을 것으로 예상된다. 이러한 맥락에서 투자자들은 리츠의 안정적인 배당 정책과 미래의 배당 증가 가능성에 대해 긍정적인 기대를 가질 수 있다.

그림 21. 미국 리츠 배당률 및 주당배당금



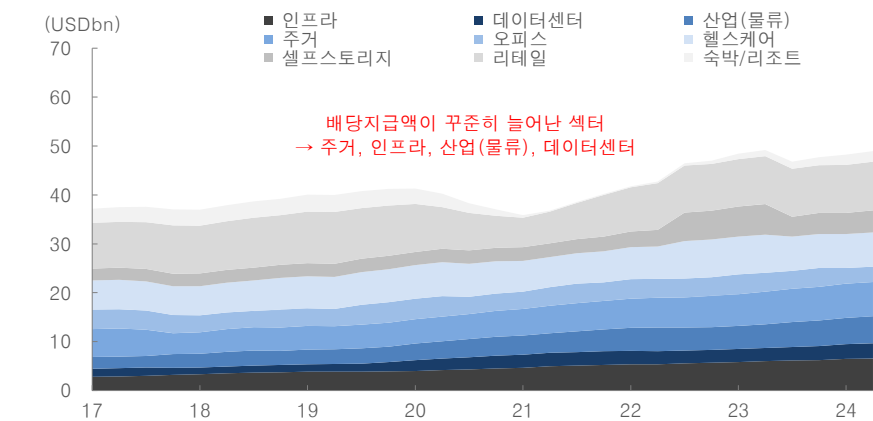
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 22. 미국 리츠 배당성향 및 주당 FFO



자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 23. 미국 리츠 섹터별 배당지급액



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

Part 3.

섹터별 전망

: 성장성 높은 대표섹터 Top 6

Part 3. 섹터별 전망 : 성장성 높은 대표섹터 Top 6

섹터 선별 4대조건 : STAR (Stable, Tight, Accelerating, Reliable)

성장성 높은
주요 섹터 선별기준
1) Stable (안정성)
2) Tight (공급)
3) Accelerating (수요)
4) Reliable (실적)

미국 리츠 중 우선적으로 주목해야 할 섹터로 “STAR” 기준에 따라, 성장성 높은 6개를 선별하였다. 섹터별로 기준 충족 정도에 약간의 차이가 있을 수 있으나, 전반적으로 기준을 만족하는 산업을 선정하였고, 이후 장에서 각 산업과 리츠의 특징을 설명하겠다.

1) Stable (안정적 재무상태)

재무 건전성이 양호해 부실화 우려가 적은 섹터를 선정하였다. 인프라 섹터는 레버리지 비율이 높아 고금리에 취약하지만, 아메리칸 타워 등의 기업은 실적이 낮은 사업부 매각하며 체질개선 진행 중이다. 향후 금리인하 시, 부채부담도 완화될 것으로 예상된다.

2) Tight (제한적 신규공급)

신규 공급이 제한되어 장기적으로 공급 과잉 우려가 적은 섹터를 의미한다. 미국 리츠 전반적으로 공급량 감소가 예상되며, 대부분의 섹터가 이에 해당된다. 다만, 물류와 다세대 주택 섹터는 저금리 시기의 대규모 착공으로 단기적인 공급 과잉은 불가피 할 수 있다.

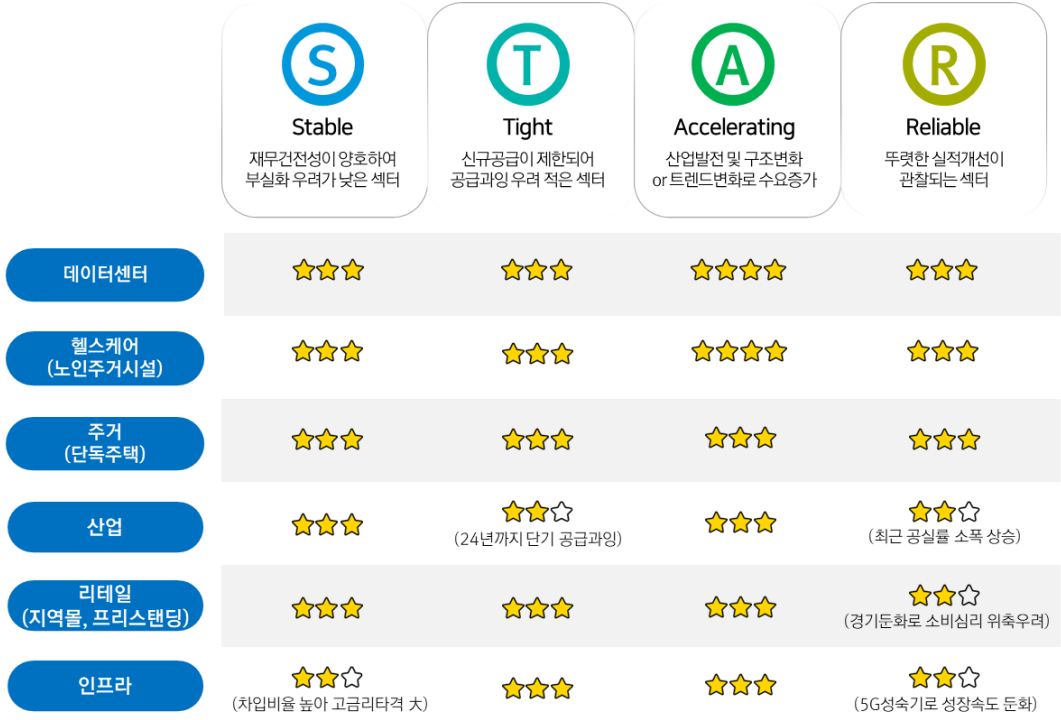
3) Accelerating (신규수요 성장)

강력한 성장 동력을 바탕으로 신규 수요가 확실하게 증가하고 있는 섹터들이다. 특히 데이터센터 섹터는 클라우드 전환수요와 AI 발전에 따른 데이터 처리 수요 증가가 동시에 일어나고 있어 폭발적인 성장이 기대된다. 노인주거시설 섹터도 고령화 및 베이비부머 세대의 은퇴로 인해 시니어층이 구조적으로 증가하고 있어, 중장기적으로 강력한 수요 성장이 예상된다.

4) Reliable (신뢰할 수 있는 실적)

뚜렷한 실적 개선이 나타나는 섹터를 의미하며, 특히 섹터를 이끄는 주요 대형 리츠들의 실적 상승세가 지속되고 있는지 확인하였다. 다만, 일부 섹터의 경우 현재 실적은 양호하나, 투자 환경의 변화에 따라 지속적인 모니터링이 필요하다. 예를 들어, 물류 섹터는 공실률 상승 현상이 나타나고 있어 수급 동향을 점검해야 한다. 리테일 섹터는 고물가로 인해 소비 둔화 가능성이 있으며, 인프라 섹터는 5G 네트워크가 성숙기에 접어들면서 향후 이익 성장의 속도를 지속적으로 관찰할 필요가 있다.

그림 24. 성장성 높은 대표섹터 Top 6 선별기준



자료:대신증권 Research Center

표 3. 미국 리츠 섹터별 투자의견

섹터	선호도	투자포인트
데이터센터	★★★	- 1) 클라우드 전환, 2) AI 데이터 중심 이슈로 압도적 수요성장 중이며 공급물량 제한적 - DC 직접건설 난이도 및 기회비용 높아 하이퍼스케일러들의 급격한 임차입탈 가능성 낮음 - 초기시장 선점 프리미엄으로 높은 시장지배력 & 전력효율화 및 발열관리능력 평균대비 우수
헬스케어 (노인주거시설)	★★★	- 고령화 & 베이비부머 은퇴로 헬스케어 산업 구조적성장 (고령인구 ↑, 기대수명 ↑, 의료지출 ↑) - 노인주거시설 : 1) 공급을 압도하는 수요성장, 2) 낮은 정책리스크로 높은 성장잠재력 보유 - 리츠에서 채택하고 있는 SHOP 운영구조 높은 수익개선세 → 임대료인상에 따른 직접적 수혜가능
주거 (단독주택)	★★☆	- 고금리 영향으로 매매시장 둔화 → 만성적 주택공급 부족 상황으로 매수세가 임차수요로 전환 - 단독주택 : 1) 코로나 후 선호도 증가, 2) 다세대주택 대비 공급부족, 3) 밀레니얼 세대 주택시장 진입 - 다세대주택 : 선벨트 지역 중심 단기 공급과잉으로 임대료 하방압력, 도심 고품질 아파트리츠는 유망
산업	★★☆	- 이커머스 성장에 따른 임차수요 증가 : 1) 필요 물류공간 증가, 2) 밸류체인 세분화 (도심형물류센터) - 임차인 비용절감 & 24년까지 공급물량 집중으로 임대시장 둔화 → Flight to Quality 현상심화 - 제한적인 신규공급물량과 실사용자 중심의 자산개발 및 선임대 비율 상승으로 공실우려 완화
리테일 (프리스탠딩, 지역몰)	★★☆	- 코로나 이후 1) 대형리츠 중심의 다수 인수합병 진행, 2) 오프라인 소비증가로 공실을 및 임대료 회복 - 프리스탠딩 : 물가인상 여파로 할인소매점 등 필수재 위주 주요임차업체들의 신규임차 활동 증가 - 지역몰 : 우수한 입지 및 넓은 공간으로 최근 리테일 트렌드인 체험형 소비공간 제공에 유리
인프라	★★☆	- 5G 투자 성숙기에 접어들어 속도는 둔화 되었으나 Capacity 관련 투자는 꾸준히 증가할 전망 - 한 개의 통신탑에 다수의 임차인 유치가 가능하고 유지보수비용이 낮아 규모의 경제 효과 극대화 - 저/중대역 사용 통신사 수요(매크로셀) & 도심 네트워크 확대(스몰셀) 동반 성장 예상
오피스	★☆☆	- 재택근무와 하이브리드 근무체제로 CRE 공실률 20% 기록, 신규건설규모는 2014년 이래 최저치 - 2024년 만기예정 오피스 CMBS 370 억원 규모이며 1 분기 연체율 39%로 부실화 우려 재점화 - 신규 수요성장 요인이 부재한 상황 속에서 리파이낸싱으로 인한 이자비용 부담 가중될 것으로 예상
숙박/리조트	★☆☆	- 팬데믹 이후 여행 수요 증가하여 RevPAR(객실당 매출)은 팬데믹 이전 대비 95% 수준으로 회복 - 매출상승에도 고금리 환경으로 인해 호텔 운영비용 부담 상승으로 수익성 악화 우려 심화 - 고급 호텔과 리조트의 경우, 운영비 상승이 더 큰 부담으로 작용하여 수익성에 부정적인 영향
셀프 스토리지	★☆☆	- 코로나 팬데믹 시기, 이주수요 증가로 수혜를 입었으나 공급과잉국면으로 공실률 상승, 임대료 하락 - 고금리 타격으로 주택거래 하락하면서 셀프스토리지 수요도 저하, 운영비까지 상승하며 수익성악화 - 신규물량 2028년까지 증가예정으로 공급물량 확대에 의한 임대시장 약세 불가피

자료: 대신증권 Research Center

I . 데이터 센터 리츠 : 디지털 혁명의 최전선에 서다

1) 데이터 센터 시장 현황 – 압도적 수요 증가로 외연확장 가속화

데이터센터 성장동력
→ AI 서비스로 인한
전력소비량 증가

데이터 센터 시장은 폭발적인 수요 증가에 힘입어 고금리 환경에도 불구하고 활발한 성장세를 이어가고 있다. 2010년 초반 클라우드 기반으로 성장해온 데이터센터 시장은 2022년 Chat GPT를 필두로 생성형 AI 플랫폼이 등장하면서 제2의 성장가도에 진입하였다.

미래 데이터센터 시장의 주요 성장 동력은 1) 클라우드 컴퓨팅 서비스 산업의 확장과 2) AI 딥러닝 학습에 필요한 대규모 데이터 트래픽 증가이다. 특히, 생성형 AI로 인한 수요 증가가 전력 소비량을 기하급수적으로 늘릴 것으로 예상되며, 현재 데이터센터 광풍을 촉발시키는 핵심 요인이다.

국제에너지기구(IEA)는 AI 서비스가 확대됨에 따라 2026년 데이터센터의 전력 소비량이 최대 1,050TWh에 이를 것으로 예상하고 있다. 이는 아프리카 대륙 전체의 전력 소비량을 초과할 뿐만 아니라, 일본의 연간 전력 소비량을 넘어서는 수준이다. 또한, 세계경제포럼(WEF)에 따르면, GPT-3 모델을 훈련하는 데에만 약 1,300MWh 전력이 필요하며, 이는 미국의 130가구가 1년 동안 사용하는 전력량에 해당하는 수치이다.

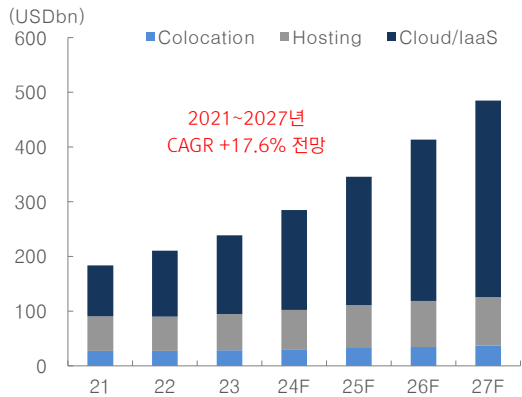
데이터센터 수요대비
아직 부족한 공급

이러한 긍정적인 시장 전망과 함께 데이터센터 시장의 외연확장도 빠르게 나타나고 있다. Gartner에 따르면, 글로벌 데이터센터 시장 규모는 2026년까지 연평균 17.6% 성장하여 5천억 달러에 이를 것으로 예상된다. 이에 따라 데이터센터 개발이 활발히 진행되고 있지만, 2024년 2분기 기준으로 공급 예정 물량 중 78.9%가 선임대(Pre-lease)되어 있어 임대 가능 면적은 제한적이며, 공급 부족 상황이 지속되고 있다.

수급불균형으로
임대시장 강세

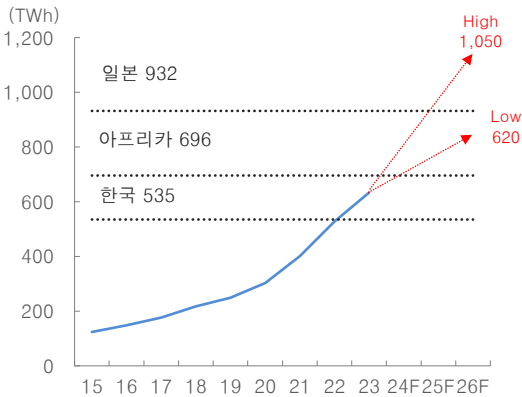
데이터센터의 공급 부족은 공실률 하락과 임대료 상승으로 이어지고 있다. 2024년 2분기, 미국 북부 주요시장의 공실률은 2.8%에 불과하며, 임대료는 1Kw당 월 176달러로 상승했다. 이에 따라 입지는 약하지만 임대료가 저렴한 2차 시장에 대한 관심도 증가하고 있으며, 현재 공사 중인 물량은 기존 재고의 76%에 달한다. AI 성장에 따른 수요 폭증이 데이터센터 산업의 외연 확장을 이끌고 있으며 지속적인 성장 동력으로 작용할 것으로 예상된다.

그림 41. 글로벌 데이터센터 시장규모 (제품별)



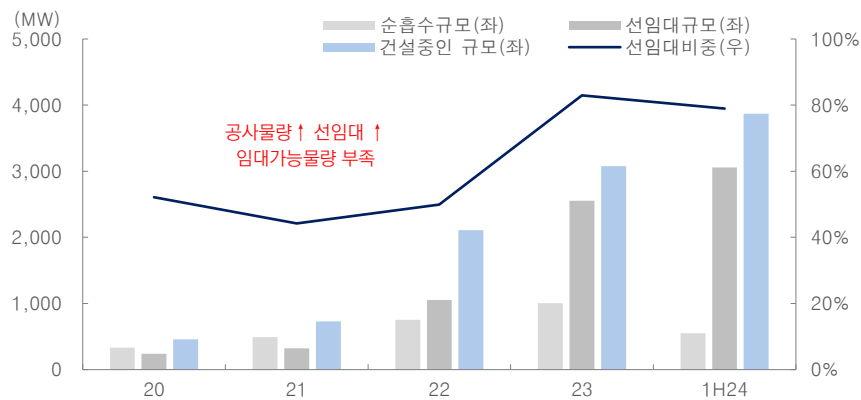
자료: Gartner, American Tower, 대신증권 Research Center

그림 42.글로벌 데이터센터 전력 수요량 전망



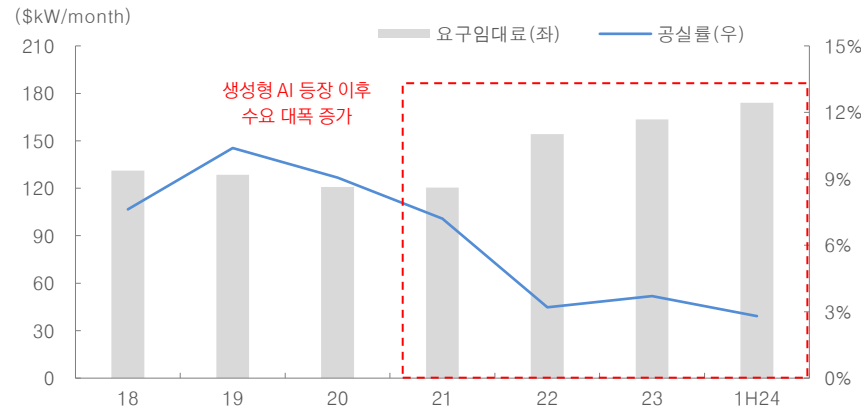
자료: IEA, 대신증권 Research Center

그림 43. 미국 데이터센터 공급지표 (주요시장)



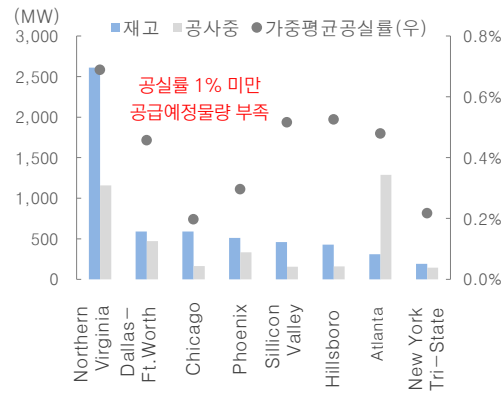
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 44. 미국 데이터센터 공실률 및 요구 임대료 (주요시장)



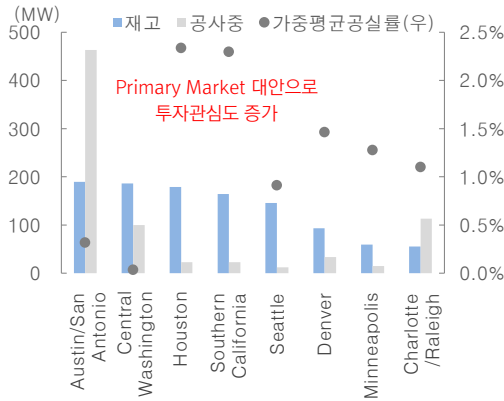
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 45. 미국 데이터센터 공급 및 공실률 (주요시장)



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 46. 미국 데이터센터 공급 및 공실률 (2차시장)



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

2) 데이터 센터 리츠 특징 - ① 높은 진입장벽으로 낮은 고객 이탈 리스크

하이퍼스케일러
임차수요 유지이유
1) 개발지 확보 어려움
2) 높은 개발비용 부담
3) 코로케이션
네트워크 인프라 활용

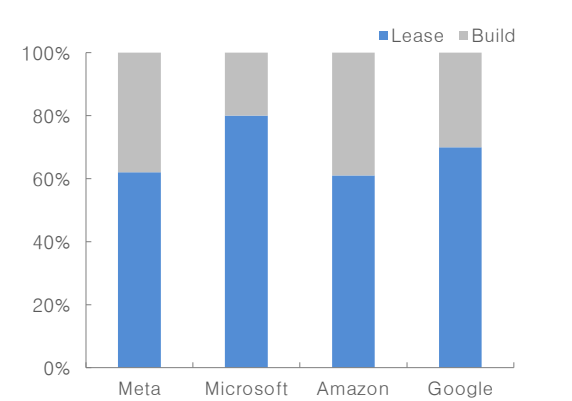
최근 데이터 센터 수요가 공급을 초과하면서 임차인들의 선택지가 제한되었고, 이로 인해 데이터 센터 리츠는 임대 협상에서 유리한 위치를 차지하고 있다. 하이퍼스케일러들이 자체 데이터 센터를 증설함에 따라 기존 임대 시장이 위축될 가능성에 대한 우려도 있지만, 데이터 센터 건설에 고려해야 할 요소가 많아 단기간 내에 리츠의 임대료 협상력이 낮아질 가능성은 낮다고 판단한다.

첫째, 데이터 센터 개발이 가능한 부지확보가 어렵다. 최근 개발부지 가격이 상승했을 뿐만 아니라 데이터센터의 입지는 전력확보, 네트워크 연결성, 지리적 안정성, 기후조건 등 일반 부동산대비 물리적 환경에서 고려해야할 요소가 많기 때문에 난이도가 높다. 또한, 국가 기간 산업으로서 규제와 세금 혜택이 국가별로 다르기 때문에 정책적 리스크도 고려해야 한다. 이로 인해 데이터 센터 개발은 장기 프로젝트로 이어질 수밖에 없으며, 기업들은 그동안의 수요를 충족하기 위해 임차를 병행해야 한다.

둘째, 데이터 센터 구축을 위한 개발비용이 높다. 하이퍼스케일러 입장에서 자체자산을 개발하는 것이 총 비용측면에서 유리할 수 있으나 초기에 Capex 투자가 집중적으로 필요하다. 또한, 데이터센터는 기계·전기·배관(MEP, Mechanical ·Electrical ·Plumbing), 건설, IT가 융합된 분야로서 일반 부동산 자산대비 개발비용 단가가 높다. 기업마다 인프라 투자와 임차 간의 기회비용에 대한 인식이 다르기 때문에, 모든 하이퍼스케일러가 동일한 전략을 취하지는 않는다. 따라서 데이터센터의 임차수요가 급격히 감소할 가능성은 낮다고 판단한다.

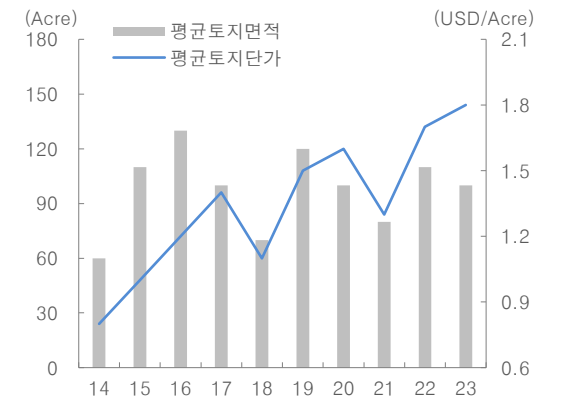
셋째, 사업 확장 측면에서 기존 데이터 센터의 인프라를 활용하는 것이 유리하다. 이퀴닉스와 디지털 리얼티 같은 데이터 센터 리츠들은 임차 고객들 간의 데이터 트래픽을 연결하는 네트워크 시스템을 제공하고 있다. 임차사가 많을수록 네트워크 집적도가 높아져, 임차인을 효과적으로 락인(lock-in)시킬 수 있다. 따라서 단기간내 데이터 센터 이탈률이 크게 증가할 가능성은 낮다고 예상한다.

그림 47. 주요 하이퍼스케일러 데이터센터 사용현황



자료: RBC, DigitalInfra, 대신증권 Research Center

그림 48. 북미 데이터센터 개발부지 가격



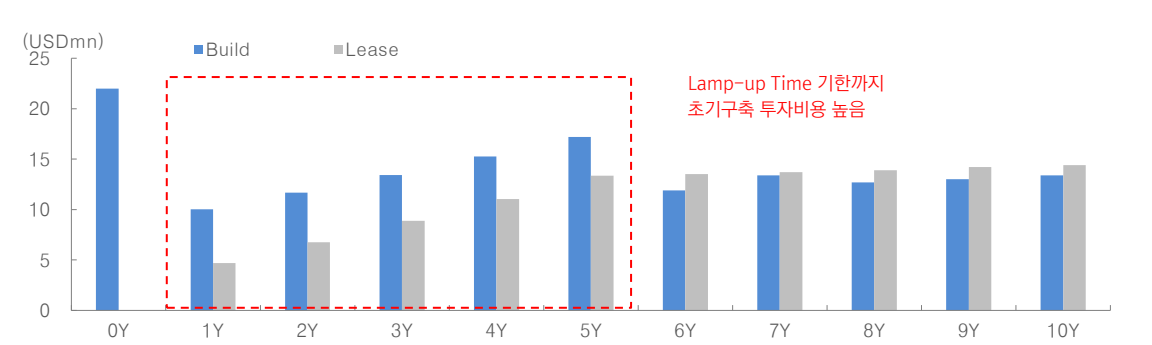
자료: Avison Young, Dinan Capital Advisors, 대신증권 Research Center

그림 49. 데이터센터 구축 vs 임차비용 비교 시나리오

[기본가정]

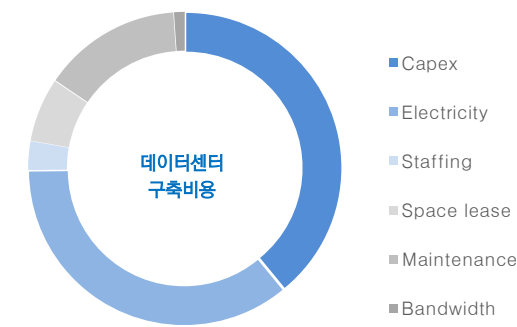
기본사항	내용	건설비용	내용
초기 IT 부하 (Initial IT Load)	1000KW	시설비용(Data Center Capital Cost)	\$10/watt
		건물임차비용 (Building Lease Cost)	\$30/sqm/month
최종 IT 부하 (Expected Final IT Load)	5000KW	대역폭비용 (Bandwidth Cost)	\$15k/month
		연간 OPEX 증가율	3%
Lamp-up Time to Final Load	5Y	PUE	1.4
		임차비용	내용
전력밀도 (Power Density)	10KW/rack	랙 임차비용	\$800/rack/month
		연간 임차료 증가율	3%
자본비용 (Cost of Capital)	6%	전력회로비용	\$1k/rack/month
		대역폭비용(Bandwidth Cost)	\$15k/month

[연도별 데이터센터 구축 vs 임차비용]



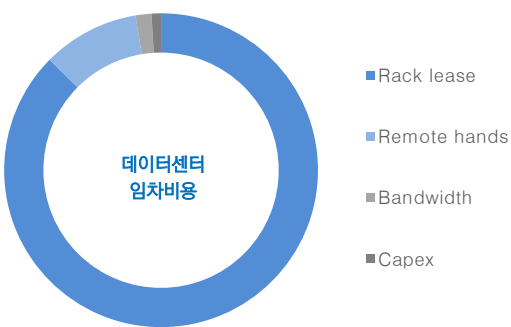
주: 면적(1만 평방피트), 서버(5천대), 에너지(100MW) 이상을 확보한 하이퍼스케일 데이터센터 기준
자료: Schneider Electric, 대신증권 Research Center

그림 50. 데이터센터 구축비용 상세



자료: Schneider Electric, 대신증권 Research Center

그림 51. 데이터센터 임차비용 상세



자료: Schneider Electric, 대신증권 Research Center

2) 데이터 센터 리츠 특징 – ② 데이터센터 초기 Player로 선점 프리미엄

데이터센터 리츠,
시장 개척 선도하여
독보적 경쟁력 보유

미국의 데이터 센터 리츠들은 데이터 센터 시장을 개척한 선도 기업으로, 개발부터 운영까지 전 밸류체인을 포괄하는 독보적인 사업 경쟁력을 보유하고 있다. 이에 따라 디지털 IT 인프라 시장의 성장에 따른 가장 큰 수혜를 받을 것으로 전망된다.

코로케이션 영위하는
데이터센터 시장지위
공고해 질 것

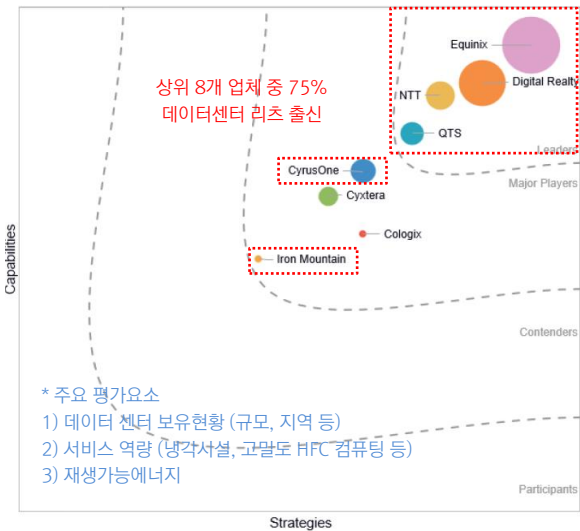
IDC가 선정한 글로벌 데이터 센터 공급업체 상위 8개 기업 중 6개가 데이터 센터 리츠이거나 리츠 출신의 기업들로 이들의 경쟁력을 입증하고 있다. 주요 데이터 센터 리츠들은 1990년대 후반부터 본격적으로 비즈니스를 확장해왔으며, 유럽과 아시아 전역의 핵심 요지에 데이터 센터를 운영하고 있다.

대형 데이터센터 리츠
다수 M&A 진행하여
시장지위 더욱 강화

Mackinsey에 따르면 코로케이션(Colocation) 사업을 영위하는 데이터 센터 리츠의 비중이 점점 더 확대될 것으로 예상된다. 하이퍼스케일러뿐만 아니라 데이터 센터 리츠들도 건설 투자에 적극적으로 나설 것으로 보이며, 이는 시장 전체의 성장에 기여할 것이다. 결국 현재의 데이터 센터 시장은 시장 참여자 중 어느 한쪽의 비중이 늘어난다고 해서 다른 쪽의 비중이 줄어드는 것이 아니라, 산업 자체가 확대되는 국면에 있기 때문에 지속적인 성장을 이룰 것으로 기대된다.

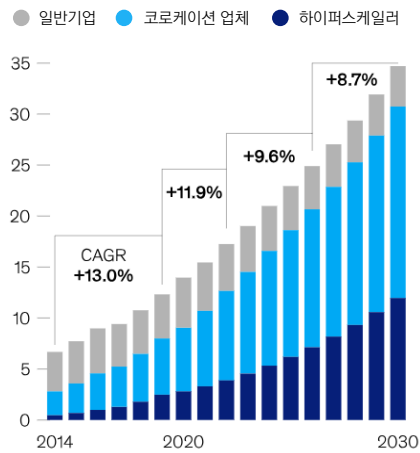
또한, 코로나 팬데믹 이후 M&A 활동이 활발해지면서, 대형 데이터 센터 리츠 중심으로 시장이 재편되었다. 데이터 센터 산업에서 물리적 확장을 위해 주요 거점을 확보하는 것이 중요하기 때문에, 자금력이 우수한 대형 리츠들은 적극적인 인수합병을 통해 시장 지위를 강화해왔다. 다수의 중소 데이터센터 리츠들이 사모펀드 혹은 타 리츠 등에 인수되었으며, 2021년 아메리칸 타워의 CoreSite 인수와 같은 대형 거래도 성사되었다. 현재 이퀴닉스와 디지털 리얼티가 주요 데이터 센터 리츠로 활동하고 있으며, 아메리칸 타워나 아이언마운틴 같은 복합기업 리츠들이 기존의 사업영역에서 확장하여 데이터산업을 신규 비즈니스로 진출하여 활동하고 있다.

그림 52. 글로벌 데이터 센터 서비스 공급업체 평가 (2023년)



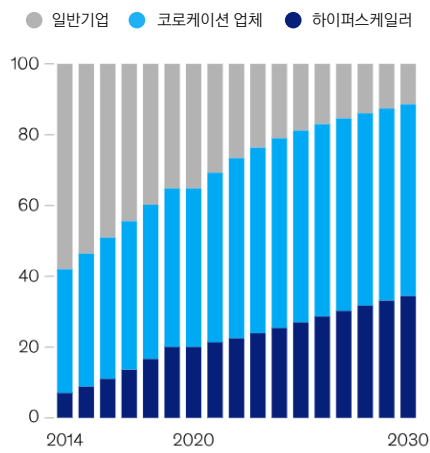
자료: IDC, 대신증권 Research Center

그림 53. 공급자별 데이터센터 전력 소비량 규모 (GWh)



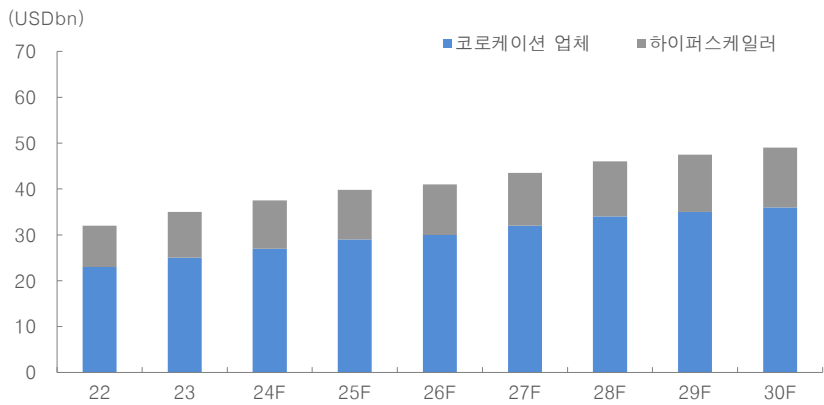
자료: McKinsey, 대신증권 Research Center

그림 54.공급자별 데이터센터 전력 소비량 비율 (%)



자료: McKinsey, 대신증권 Research Center

그림 55. 글로벌 데이터센터 건설 투자액 전망



자료: Synergy Research Group, 대신증권 Research Center

표 4. 2016 년 이후 데이터센터 M&A 사례

(단위: USDbn)

거래시기	파인수기업	인수기업	지역	거래액	센터개수
2018	Ascenty	Digital Realty	브라질	1.8	8
2019	Interxion	Digital Realty	네덜란드	8.4	53
2020	Altus IT	Digital Realty	크로아티아	미공개	280
2020	BCE	Equinix	캐나다	0.8	13
2021	GPX Global Systems	Equinix	인도	0.2	2
2021	CoreSite	American Tower ³⁾	미국	10.1	28
2022	ENTEL S.A.	Equinix	칠레, 페루	0.7	3
2022	MainOne	Equinix	나이지리아	0.3	1
2022	Teraco	Digital Realty	남아프리카공화국	3.5	7

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

2) 데이터 센터 리츠 특징 - ③ 우수한 전력효율화 및 발열관리능력

데이터센터 환경문제
1) 전력난
2) 물소비량
3) 탄소배출

데이터 센터 리츠는 전력 관리 및 에너지 효율관리 측면에서도 강점을 보유하고 있다. 현재 데이터 센터 시장의 최대 화두는 환경문제로 1) 대규모 전력사용으로 인한 전력난, 2) 냉각장비 가동을 위한 과도한 물 소비량, 3) 이산화탄소 및 미세먼지 배출 등에 대한 우려가 지속적으로 제기되고 있다.

데이터센터 리츠 강점
1) 높은 전력효율도
2) 냉각시스템 고도화
3) 재생에너지 활용

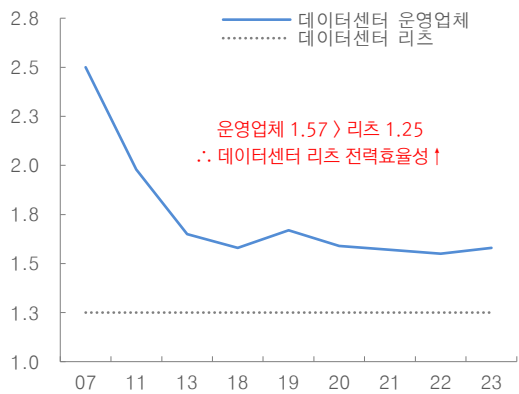
이러한 문제는 대규모 데이터 트래픽을 처리하기 위한 AI 수요 증가로 인한 높은 전력 밀도 요구에서 비롯된다. 특히, 하이퍼스케일 데이터 센터의 경우, 최소 30kW 이상의 전력 밀도가 필요해 환경 문제가 더욱 심화되고 있다. 데이터 센터 리츠들은 환경문제 관련하여 다음과 같이 우수한 경쟁력을 지니고 있다.

첫째, 데이터 센터 리츠는 평균 전력 사용 효율(PUE)은 1.2~1.3으로 높은 수준이다. 이는 전 세계 데이터 센터 평균인 1.57보다 효율적인 수치로 PUE가 낮을수록 에너지 효율이 높다는 것을 의미한다. 데이터 센터 리츠들은 에너지 효율성 극대화를 위해 지속적으로 투자하고 있다.

둘째, 냉각 시스템의 고도화를 신속하게 구축하고 있다. 전력 밀도가 높아지면서 서버에서 방출되는 열이 증가함에 따라 고도화된 냉각 시스템이 필수적이다. 이퀴닉스와 디지털 리얼티는 사용된 냉각수를 재사용하는 폐쇄형 순환 시스템을 도입해 최대 90%의 물 사용 절감을 실현하고 있다. 또한, 서버를 비전동성 냉각액체에 직접 담가 열을 제거하는 방식의 액체/액침 냉각을 활용하여 냉각 효율을 극대화하고 있다.

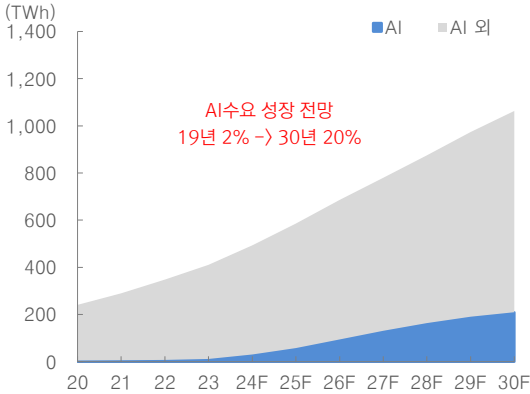
셋째, 재생 에너지 활용도를 높이고 있다. 아이언마운틴은 데이터 센터에서 발생하는 열을 냉각이나 난방에 재활용하는 열병합 발전 시스템(Combined Heat and Power, CHP)을 도입해 에너지 효율을 80% 이상 향상시켰다. 에퀴닉스는 캘리포니아 데이터 센터에 37MW 규모의 연료 전지 시스템을 설치해 탄소 배출을 줄이며 친환경적인 전력 공급 시스템을 구축했다. 데이터 센터 리츠는 이러한 노력을 통해 환경적 지속 가능성을 확보하면서도 경제적 성과를 동시에 추구하고 있다.

그림 56. 글로벌 데이터 센터 PUE 비교



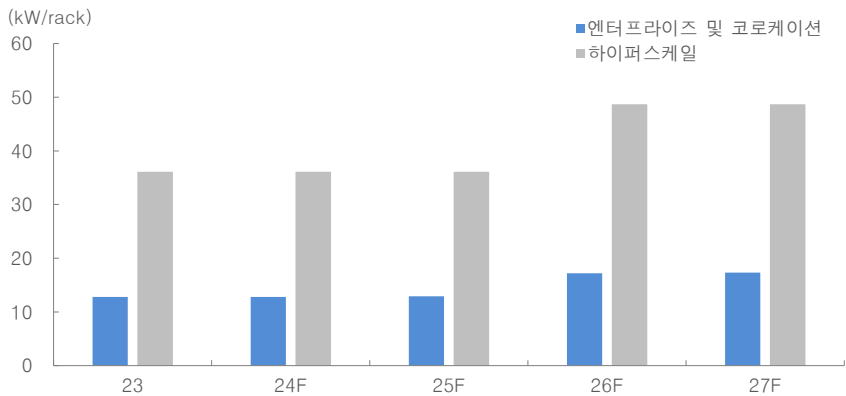
자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 57. 데이터센터 전력수요 전망



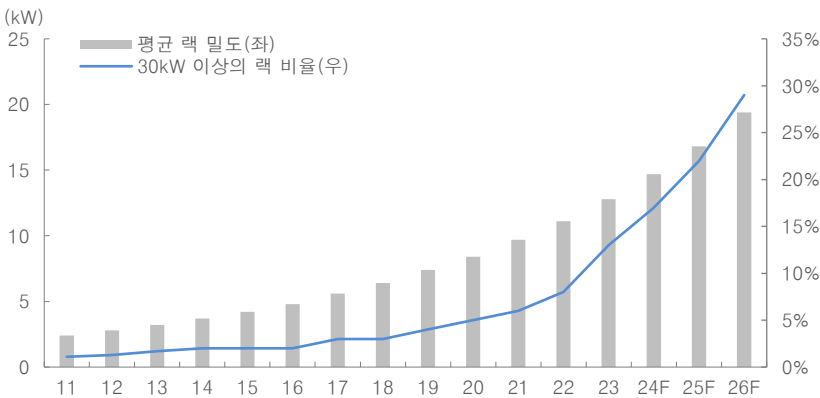
주: TWh(Terawatt-hour)
자료: Goldman Sachs Research, 대신증권 Research Center

그림 58. 데이터센터 종류별 평균 전력밀도



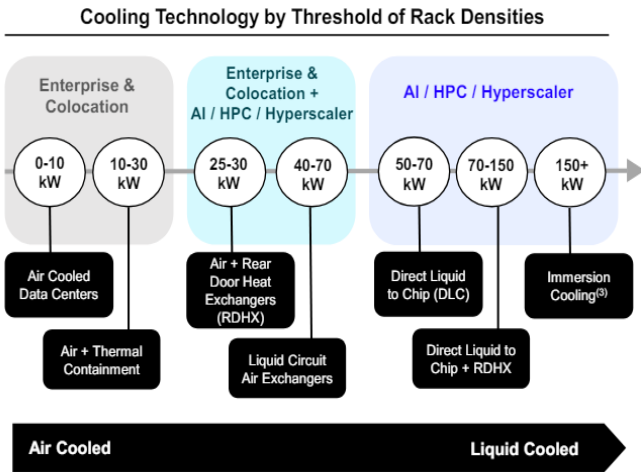
자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 59. 평균 랙밀도 및 30W 이상의 랙 비율 전망



자료: Schneider Electric, American Tower, 대신증권 Research Center

그림 60. 랙밀도에 따른 냉각기술



자료: Schneider Electric, American Tower, 대신증권 Research Center

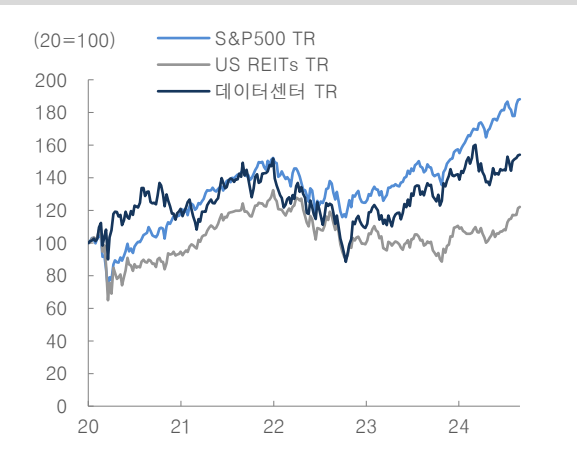
데이터 센터 리츠 주요 지표

표 5. 데이터 센터 리츠 대표 종목

티커	종목명	현재가 (USD)	시가총액 (USDbn)	Return (%)			Valuation		Dividend		Stability		
				1M	1Y	YTD	P/FFO (배)	P/B (배)	DPS (USD)	배당률 (%)	부채 비율(%)	순부채/ EBITDA	EBITDA /총이자
EQIX	이퀴닉스	832	79,008	3.2	7.0	3.3	35.3	6.4	14.5	2.0	131.5	4.1	8.3
DLR	디지털리얼티	150	50,030	-0.7	13.4	11.3	24.7	2.5	4.9	3.3	90.3	6.7	4.3

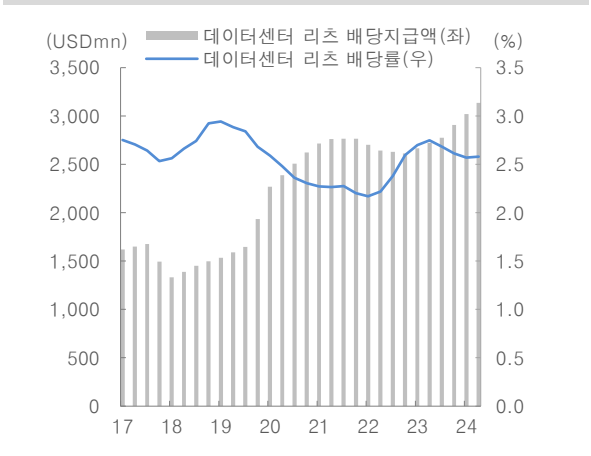
주: 2024년 9월 4일 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 60. 데이터 센터 리츠 상대성과 비교



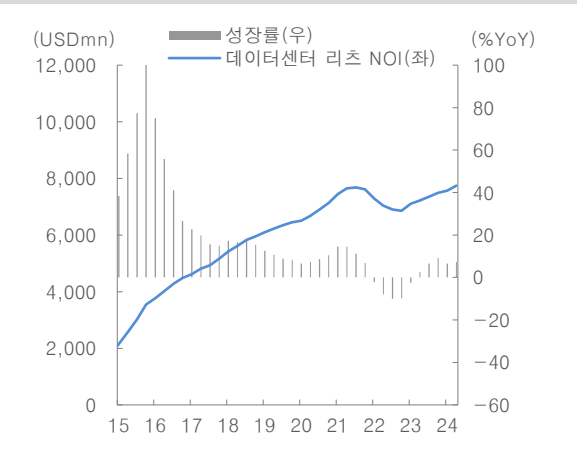
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 61. 데이터 센터 리츠 배당지급액 및 배당률



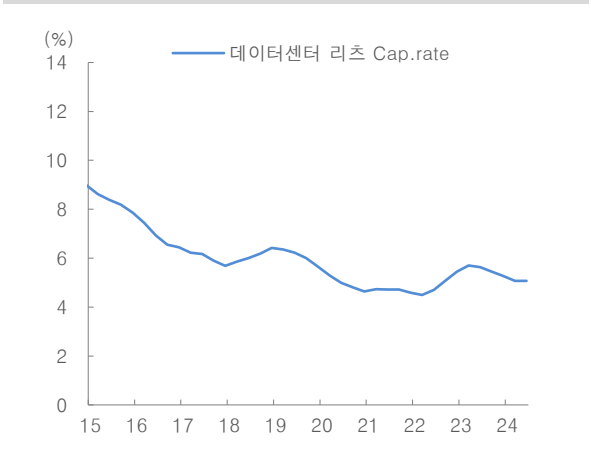
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 62. 데이터 센터 리츠 NOI



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 63. 데이터 센터 리츠 Cap.rate



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

II. 헬스케어 리츠 : 실버산업, 업사이클에 올라탈 시간

1) 헬스케어 시장 현황 – 액티브 시니어(Active Senior)의 강력한 소비력

- 헬스케어 시장
성장동력
- 1) 은퇴인구 증가
 - 2) 기대수명 증가
 - 3) 의료소비 증가

선진국 중심으로 고령화가 빠르게 진행되면서 헬스케어 시장의 성장 속도도 가속화되고 있다. 특히, 베이비부머 세대의 은퇴가 본격화되면서 헬스케어 시장의 구조적인 성장이 기대된다. 이러한 성장은 크게 세 가지 요인에 의해 촉진되고 있다.

첫째, 헬스케어 시장의 주요 타겟층인 은퇴인구 증가하고 있다. 베이비부머 세대는 은퇴기에 접어들며 헬스케어 서비스의 주요 소비층으로 부상하고 있다. 2010년대 후반부터 이들이 본격적으로 은퇴 시장에 진입하기 시작하면서 헬스케어 수요가 급증하고 있다.

둘째, 의료 기술의 발전으로 기대수명이 높아졌다. 미국 인구조사국에 따르면, 2032년 기대수명은 82세로 예상되며, 이에 따라 시니어층의 비중은 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 이러한 변화는 은퇴 후 삶에 대한 관심을 높이고, 건강한 노년을 위한 헬스케어 서비스 수요의 증가로 이어지고 있다.

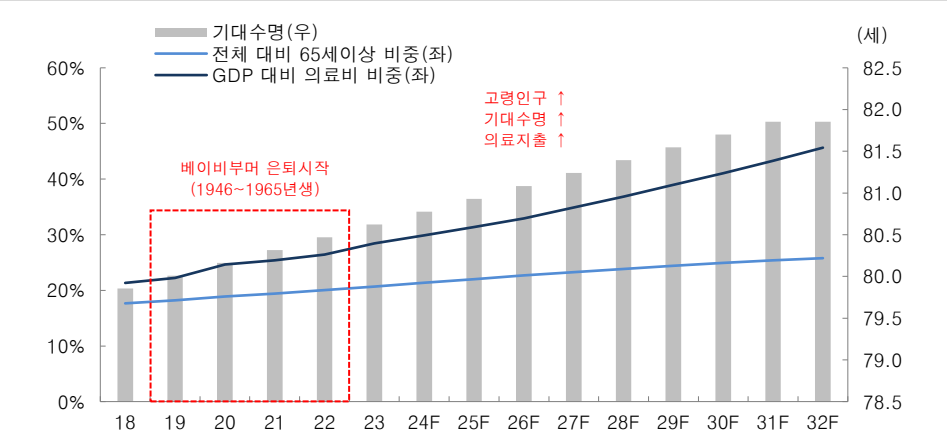
셋째, 의료수요 및 지출확대가 나타나고 있다. 시니어층은 이전 세대와 달리 건강 관리에 대한 관심이 높으며, 헬스케어 소비에 더 개방적이다. 특히, 베이비부머 세대는 경제적으로도 탄탄한 기반을 갖추고 있어 헬스케어 서비스에 대한 지출 여력이 크고, 이는 헬스케어 시장 성장의 주요 동력으로 작용하고 있다.

- 고령자 경제력 강화
- 1) 베이비부머의 강력한 경제력
 - 2) 노고령인구 참여율 증가

베이비부머 세대는 미국 인구의 20%를 차지하지만, 전체 자산의 49%를 보유하고 있어 사회경제적 영향력이 크다. 이들은 은퇴 후에도 학력과 자산 수준이 높아 새로운 소비 주도 계층으로 자리 잡고 있으며, 강력한 경제적 지위를 유지하고 있다.

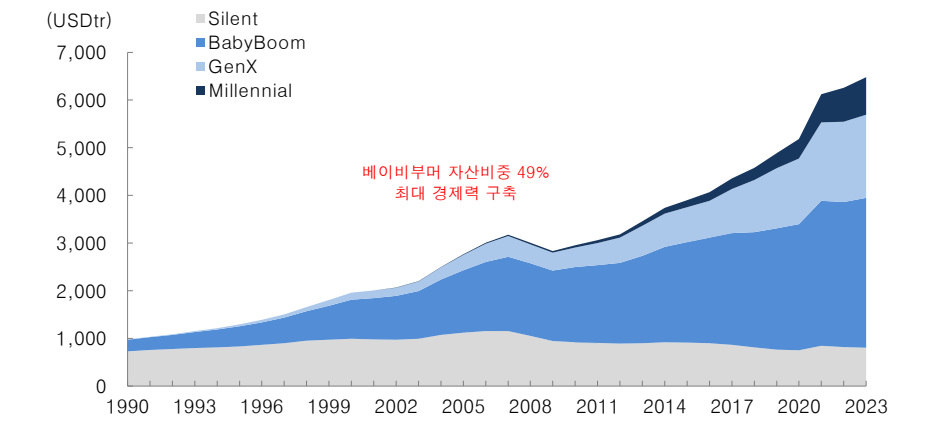
또한, 고령 인구의 노동참여율이 증가하고 있다는 점도 주목할 점이다. 미국 노동 통계국에 따르면, 55세 이상 인구의 노동참여율이 2032년 37.4%까지 증가할 것으로 예상된다. 특히, 65~74세 및 75세 이상 고령층의 노동참여율은 각각 12%, 21% 증가할 것으로 전망된다. 따라서, 헬스케어 시장은 시니어층의 증가, 기대수명 연장, 그리고 건강 관리에 대한 높은 관심에 힘입어 지속적으로 견조한 성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

그림 64. 미국 고령인구 및 의료소비 비중 전망



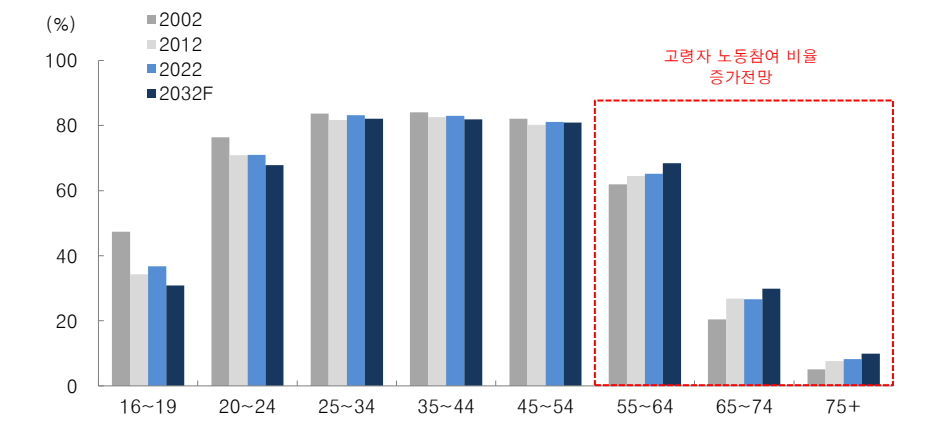
자료: U.S. Census Bureau, 대신증권 Research Center

그림 65. 미국 세대별 자산보유 규모



자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

그림 66. 미국 연령별 노동참여 비율



자료: Bureau of Labor Statistics 대신증권 Research Center

2) 헬스케어 리츠 특징 - ① 의료시설별로 상이한 헬스케어 자산 성격

헬스케어 리츠 시장
자산별 구분
1) 노인주거시설
2) 메디컬오피스
3) 전문간호시설
4) 병원
5) 연구실

미국 헬스케어 부동산은 각 의료시설의 특성에 따라 전문화된 리츠가 존재한다. 이러한 의료시설은 주로 1) 노인주거시설, 2) 메디컬 오피스, 3) 전문간호시설, 4) 병원, 5) 연구실 등으로 구분되며, 각 시설의 계약 구조와 특징이 다르다.

노인주거시설(Senior Housing)은 고령자를 위한 다세대주택으로, 의료서비스를 포함하여 다양한 커뮤니티 및 생활지원 서비스를 제공한다. 노인주거시설은 주거보조(Assisted Living, AL)와 독립주거(Independent Living, IL)로 나뉘며, AL은 거동이 불편한 노인에게 간호 및 일상생활 지원 서비스를 제공하는 반면, IL은 독립적인 생활이 가능한 노인에게 편의시설 및 커뮤니티 활동 제공에 중점을 두고 있다.

메디컬 오피스(Medical Office Building, MOB)는 급성 전문치료가 아닌 비교적 간단한 의료서비스를 제공하는 의료전문 사무실로, 주로 외래진료를 담당한다. 전문간호시설(Skilled Nursing)은 재활이나 요양서비스를 제공하며, 병원(Hospital)은 급성 전문치료를 포함한 종합 의료서비스를 제공하는 의료시설로, 두 분야 모두 높은 수준의 전문인력이 필요로 한다. 마지막으로, 연구실(Laboratories)은 제약 및 바이오 산업 연구단지 내에 위치하며 주요 임차인은 의료기기 및 제약회사, 정부연구기관, 대학연구소 등이다.

트리플넷이 일반적
임대차형태

이와 같은 의료서비스 부동산은 오퍼레이터 전문성이 요구되는 경우가 많아, 임차인에게 운영권한을 부여하는 트리플넷(Triple Net) 임대구조가 일반적이다. 이는 임차인에게 고정된 임대료 수취가 가능하며, 운영비용에 대한 리스크를 방지할 수 있는 장점이 있다.

노인주거시설은
수익률 높일 수 있는
RIDEA 모델 병행

한편, 미국 노인주거시설 초의 경우, 트리플넷 구조 외에도 RIDEA 모델이 병행되고 있다. RIDEA(REIT Investment Diversification and Empowerment Act, RIDEA)는 2007년에 설립된 법으로, 이를 통해 리츠는 자회사(Taxable REIT Subsidiary, TRS)를 통한 운영이 가능하다. 리츠는 자회사 TRS에 자산을 임대하고, TRS는 별도로 고용된 운영업체를 통해 시니어 하우징 시설을 관리 및 운영한다. 이 구조는 임대료 외에도 운영수익을 직접 관리함으로써 높은 수익을 추구할 수 있다는 특징이 있다.

표 6. 헬스케어 리츠 자산별 특성 구분

구분	노인주거시설		메디컬오피스	전문간호시설	병원	연구실
임차구조	트리플넷	RIDEA 구조	트리플넷	트리플넷	트리플넷	트리플넷
임차인	시니어하우징 운영업체	TRS	외래진료 운영업체	전문요양시설 운영업체	병원 운영업체	생명과학 연구기관
목적	주거보조 및 독립주거	외래진료	외래진료	장기요양	치료	실험연구
주요지불주체	Private	Private	Private	Public	Public	Private
계약기간	장기 (10년 이상)	단기 (3~5년)	장기 (10~15년)	장기 (15~20년)	장기 (15~20년)	장기 (10~15년)
임차구분	마스터리스	마스터리스	마스터리스	마스터리스	마스터리스	마스터리스
수입근원	임대료	운영수입	임대료	임대료	임대료	임대료
인건비리스크	낮음	높음(운영)	낮음	높음(인력)	높음(인력)	낮음
운영리스크	낮음	높음(직접)	낮음	낮음	높음	낮음
정책민감도	낮음	보통	보통	높음	높음	낮음

주: RIDEA 구조는 리츠→ TRS→노인주거시설 운영업체순서로 임대하는 형태로 TRS-운영업체간의 임차구조는 마스터리스 외에도 운영 방식, 시장 상황 등에 따라 달라질 수 있음
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

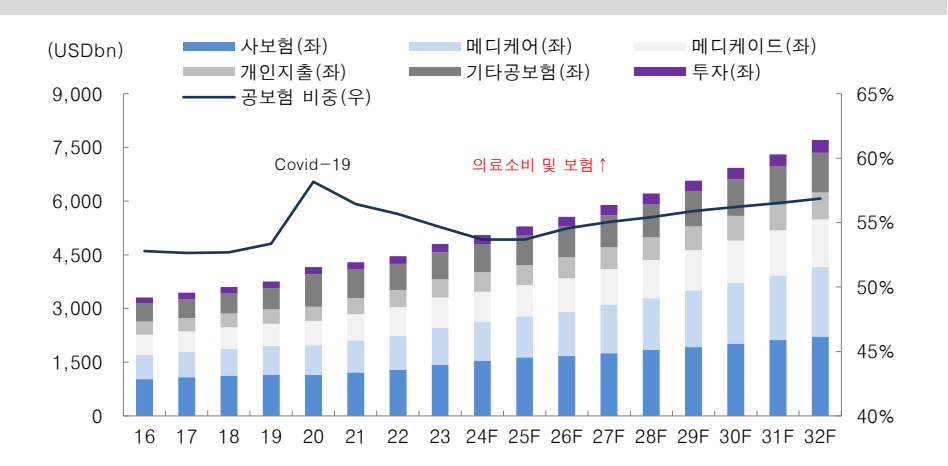
헬스케어 리츠 투자시
고려사항 2가지
1) 정책리스크
2) 인건비 리스크

헬스케어 리츠에 투자할 때 고려해야 할 주요 요인으로 1) 정책 리스크와 2) 인건비 리스크가 있으며, 각 섹터별로 민감도가 다르다.

첫째, 공보험 비중이 큰 전문간호시설과 병원은 정책 리스크가 높다. 이들 자산은 메디케어(65세 이상 노인 및 장애인 대상 의료보험)와 메디케이드(저소득층 의료보험) 등 정부의 의료비 지원정책에 크게 의존하기 때문에 정책 변화에 따른 리스크가 크다. 특히, 미국에서 공보험 비중이 점차 증가하는 추세로 인해 이러한 정책 변화의 영향은 더욱 커질 것으로 예상된다.

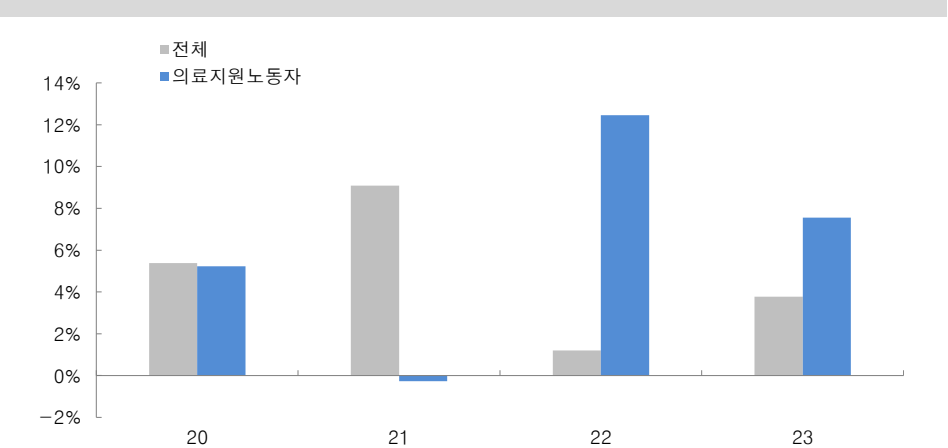
둘째, TRS구조나 숙련된 전문인력이 필요한 전문간호시설과 병원은 인건비 부담이 크다. 코로나 팬데믹으로 인해 의료 인력 공백이 발생했고 인건비 상승이 가파르게 진행되었다. 헬스케어 업종은 강도 높은 업무환경으로 인해 근로자 수급이 어려워, TRS 구조의 리츠들은 운영비용 리스크를 직접 감당해야 했으며, 전문인력 수급에 어려움을 겪은 전문간호시설과 병원에서는 임차인의 지급 불능 사태로 인해 리스크가 증가했다. 다만, 최근 물가안정화와 함께 헬스케어 리츠 섹터 전반에서 인건비 리스크는 점차 완화되고 있다.

그림 67. 미국 지급주체별 의료소비 및 공보험 비중 전망



자료: CMS, 대신증권 Research Center

그림 68. 미국 의료지원노동자 연간 임금상승률



자료: Bureau of Labor Statistics, 대신증권 Research Center

2) 헬스케어 리츠 특징 – ② 노인주거시설: 높은 성장성, 낮은 정책 리스크

- 노인주거시설
성장동력
1) 가파른 수요성장
2) 수급불균형
3) 낮은 정책민감도

노인주거시설은 1) 최근 수요가 공급을 압도하는 성장세가 두드러지고 있고, 2) 낮은 공공 보험 의존도로 정책민감도가 낮아 헬스케어 섹터 중 가장 유망하다고 판단한다.

첫째, 가파른 수요성장세가 나타나고 있다. 코로나 팬데믹 당시 집단감염에 대한 우려로 다세대 공동 거주 형태의 노인 주거시설 임대율이 78.7%까지 급락하며 실적이 악화되었으나, 팬데믹 기간 동안 많은 노인들이 적절한 건강 관리와 지원을 받지 못하고 고립감을 느끼면서 시니어 하우스에 대한 사회적 관심이 크게 증가했다. 이에 따라 2024년 2분기 기준, 노인 주거시설 임대율은 85.9%로 빠르게 회복 중이며, 이는 코로나 팬데믹 이전의 98.1% 최고치와 크게 차이나지 않는 수준이다.

둘째, 공급 부족으로 인한 수급 모멘텀이 존재한다. 2022년 하반기부터 재고 증가율이 하락세를 보이며, 동시에 임대료 상승률이 5.1%로 나타나고 있다. 특히, 건설비 증가와 고금리에 따른 금융 비용 부담으로 신규 건설물량이 줄어들어 재고 증가율은 1.3%로 2013년 이후 최저 수준을 유지하고 있다. 이로 인해 당분간 수급 불균형이 지속되며 임대 시장의 호황이 예상된다.

셋째, 노인주거시설은 낮은 공공보험 의존도로 가격인상에 따른 수익성 확보가 가능하다. 대부분의 이용자들은 사보험이나 자체 부담으로 비용을 지불하며, 공공보험 비중이 70%로 낮아 정책 변화에 따른 가격 변동성이 크지 않다. 또한, 민간 지급 기반 서비스는 공공보험 비중이 높은 섹터에 비해 임대료 인상의 폭이 제한적이지 않다. 특히, IL(Independent Living)보다 의료 및 생활 지원이 더 필요한 AL(Assisted Living) 시설의 경우, 더 높은 수준의 임대료가 형성되어 있어 임대 수입 확보에 유리한 측면이 있다. 다만, IL이 상대적으로 운영비 지출이 적기 때문에 수익 마진은 더 높은 편이다. 이러한 특성 때문에 서비스 수준에 따라 가격 차별화가 가능하며, 시장 상황에 따라 유연하게 가격 조정을 할 수 있는 여지가 많다.

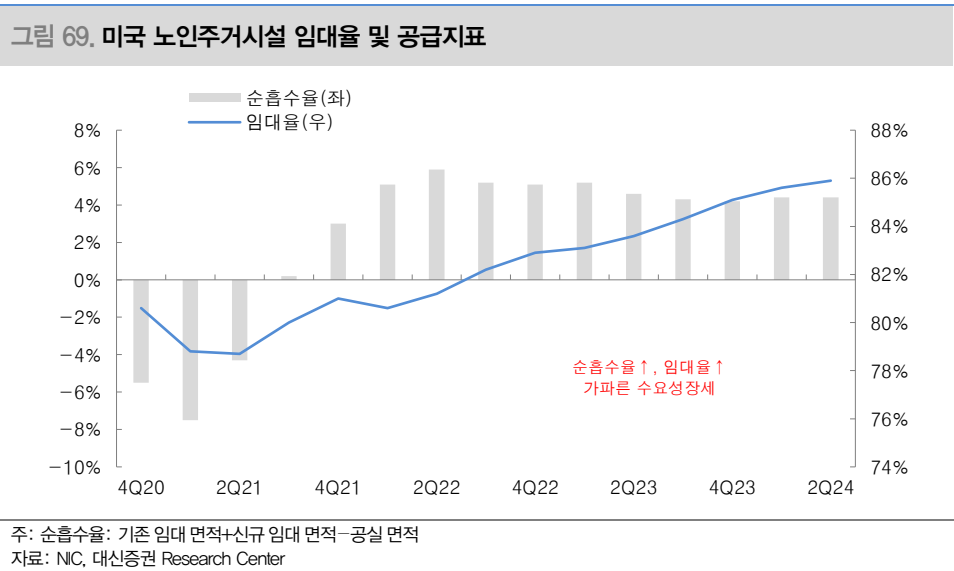
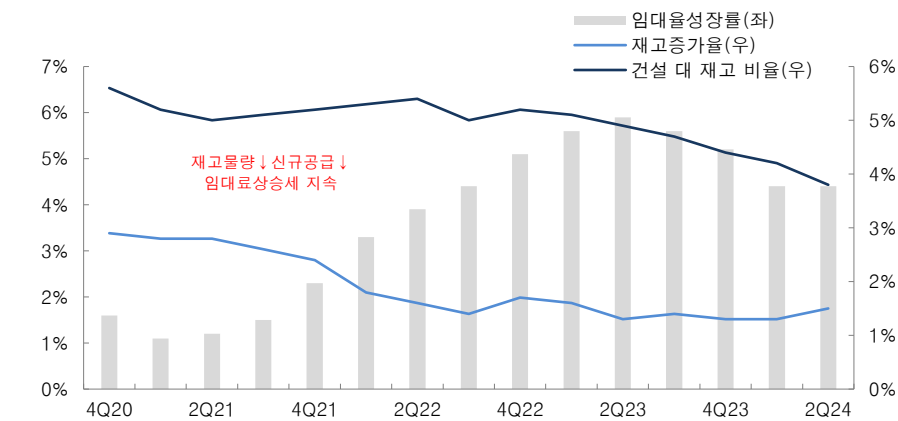
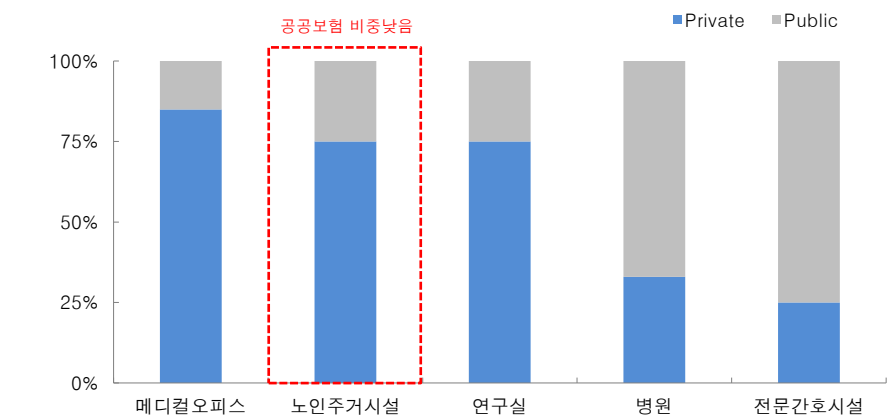


그림 70. 미국 헬스케어 자산별 지급주체 비중



자료: NIC, Welltower, 대신증권 Research Center

그림 71. 미국 헬스케어 자산별 지급주체 비중



자료: NIC, Welltower, 대신증권 Research Center

2) 헬스케어 리츠 특징 – ③ 노인주거시설 : 수익성 높은 SHOP 운영구조

수익성 개선모델로 주목받고 있는 SHOP

주요 노인 주거시설 리츠들은 RIDEA 구조의 자산을 SHOP(Senior Housing Operating Property)으로 분류하며, 이 부분의 비중을 확대하고 있다. 최근 SHOP 사업이 높은 수익률을 보이고 있는데, 이는 가파른 임대료 상승 추세를 반영하여 운영수익을 직접 취득할 수 있어 트리플넷 구조보다 높기 때문이다.

인건비 상승으로 수익성 악화되었으나 2021년부터 NOI회복

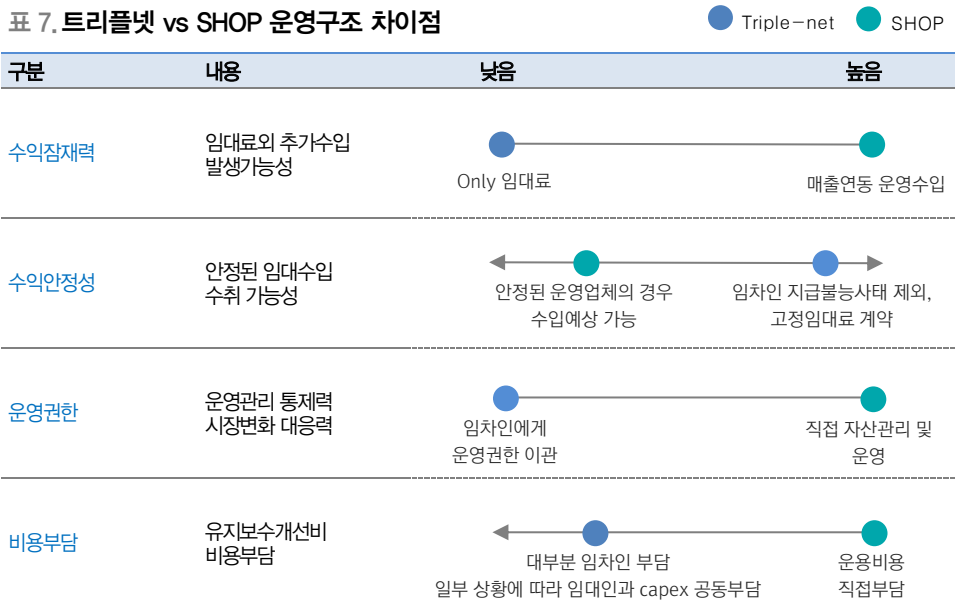
코로나 팬데믹 동안 노인 주거시설에서 집단감염 사례가 발생하며 임대율이 급감했고, 헬스케어 섹터의 인건비가 급격히 상승하면서 운영비용 리스크를 직접 감내해야 하는 SHOP 사업도 큰 타격을 입었다. 특히 인력 수급이 원활하지 않아 높아진 인건비보다 더 비싼 임시 계약직의 비율이 증가하면서 비용 부담이 가중되었다. 이러한 상황으로 인해 해당 기간 동안 NOI가 하락하는 모습을 보였다.

그러나 2021년 하반기부터 임대율이 회복되기 시작하면서 NOI도 빠르게 개선되었다. 실제로 2024년 2분기 기준, 대표적인 노인 주거시설 리츠인 웰타워(Welltower)의 SHOP 사업 부문에서 388억 원의 NOI를 기록하며, 이는 코로나 팬데믹 이전 수준을 뛰어넘는 실적을 보여주었다.

양질의 노인주거시설 수요자 다수 → 가격인상 잠재력

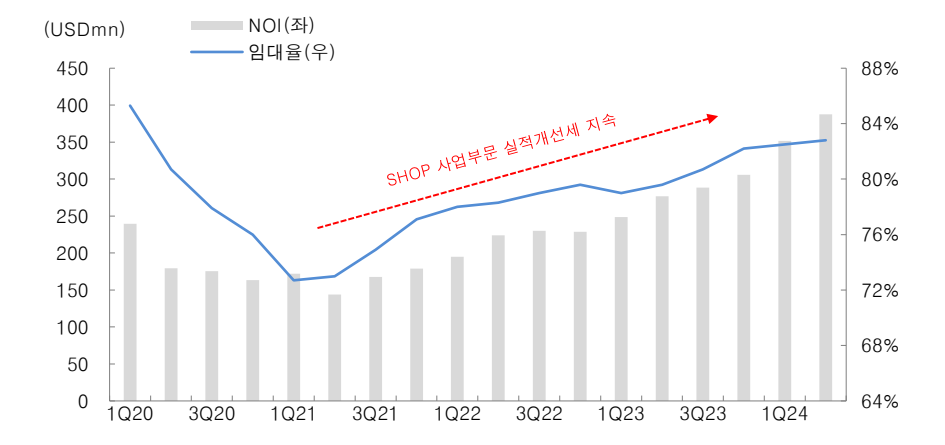
또한, 노인 주거시설 이용객 중 32.3%가 6% 이상의 높은 요금 인상을 감내할 의사를 보인 것으로 파악되었다. 이는 양질의 노인주거시설에 대한 수요가 많음을 시사하며, 의료 서비스 수준에 따라 임대료를 인상할 수 있는 여지가 있음을 의미한다. 앞으로 SHOP 사업은 고품질의 시니어 케어를 원하는 소비자들이 증가함에 따라 지속적으로 긍정적인 실적이 기대된다.

표 7. 트리플넷 vs SHOP 운영구조 차이점



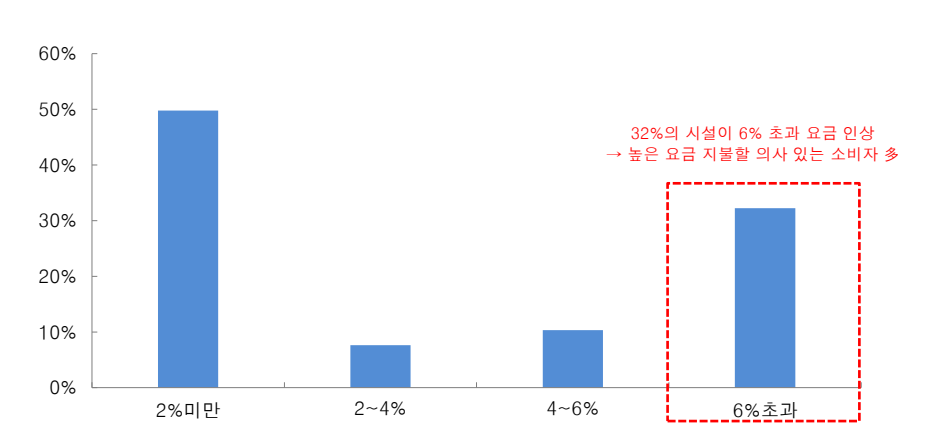
자료: 대신증권 Research Center

그림 72. 웰타워 SHOP NOI 및 임대율 추이



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

그림 73. 미국 노인주거시설 요금인상률 별 자산비중



자료: NIC, 대신증권 Research Center

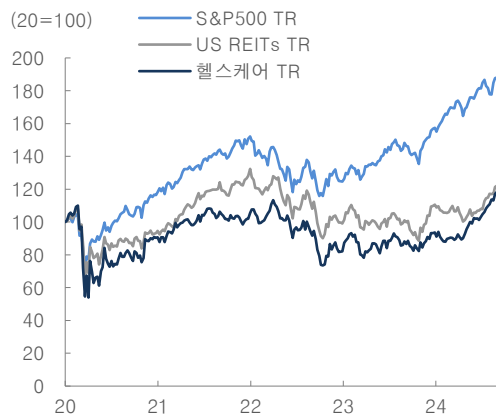
헬스케어 리츠 주요 지표

표 8. 헬스케어 리츠 대표 종목

티커	종목명	현재가 (USD)	시가총액 (USDbn)	Return (%)			Valuation		Dividend		Stability		
				1M	1Y	YTD	P/FFO (배)	P/B (배)	DPS (USD)	배당률 (%)	부채 비율(%)	순부채/ EBITDA	EBITDA /총이자
WELL	웰타워	122	74,353	8.2	47.7	35.4	35.2	2.6	2.4	2.0	61.1	5.0	3.6
VTR	벤틀라스	62	25,797	10.7	44.9	25.3	20.7	2.7	1.8	2.9	139.0	7.1	3.2
DOC	헬스피크 프로퍼티스	22	15,524	3.1	7.5	12.1	13.5	1.8	1.2	5.4	102.3	7.6	4.6
OHI	오메가 헬스케어 인베스터스	39	10,177	3.2	20.7	28.7	16.1	2.7	2.7	6.8	134.7	5.9	3.0
HR	헬스케어 리얼티 트러스트	18	6,513	0.4	1.9	4.1	12.5	1.1	1.2	6.9	76.5	8.3	-2.5

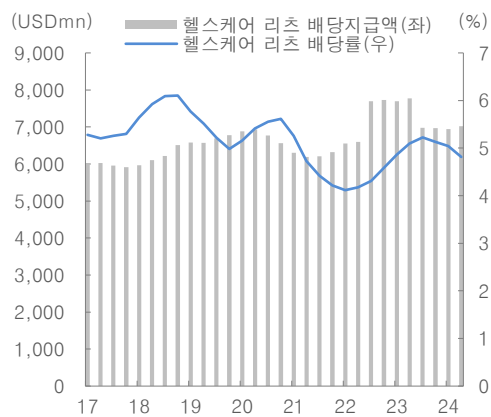
주: 2024년 9월 4일 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 74. 헬스케어 리츠 상대성과 비교



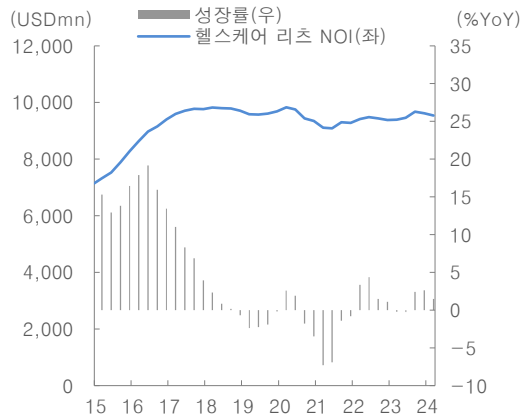
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 75. 헬스케어 리츠 배당지급액 및 배당률



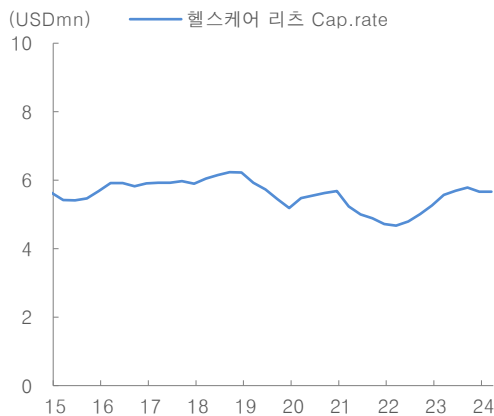
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 76. 헬스케어 리츠 NOI



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 77. 헬스케어 리츠 Cap.rate



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 주거 리츠 : 만성적 공급부족 속에서 임대시장 성장 중

1) 주거 산업 현황 – 금리인상 여파로 주택매매 시장 둔화

2022년 고금리 이후
냉각된 주택매매시장

미국 주택 매매 시장은 2020년대 초반 저금리 환경을 바탕으로 성장세를 유지했으나, 2022년 하반기부터 시작된 금리 인상 사이클로 인해 급격히 둔화되었다. 미국 주택 구매자들의 평균 레버리지 비율이 80%에 달하는 상황에서, 개인 가구 중심으로 형성된 미국 주택 매매 시장은 금리민감도가 높기 때문이다. 2024년 2분기 기준, 12개월 누적 주택 거래 규모는 1,115억 원으로 전년 동기 대비 56% 감소했으며, 2023년 2분기부터 4분기 연속으로 50% 이상의 감소세가 나타나고 있다.

- 주택시장 특징
- 1) 신규주택 거래 증가
 - 2) 주택지표 부진지속
 - 3) 만성적 공급부족

이러한 상황 속에서 최근 미국 주택시장은 아래의 3가지 특징이 나타나고 있다.

첫째, 신규 주택의 거래량이 소폭 높게 나타나고 있다. 이는 기존 주택 소유자들이 저금리 시절에 낮은 금리로 확보한 모기지 대출을 유지하려는 경향이 커지면서, 기존 주택 매물이 줄어들었기 때문이다. 다만, 전체 매매 시장 규모 자체가 3년 전의 60% 수준에 불과해, 신규 주택 거래량이 일부 늘었음에도 불구하고 시장 전체에 미치는 영향력은 제한적이다.

둘째, 미국 주택 시장 지표 역시 지속적인 하락세를 보이고 있다. 2024년 9월 기준, 미국 주택 건설업계의 경기 체감 지표인 NAHB 주택시장지수는 43까지 하락하여 주택 경기가 여전히 위축된 상태임을 시사한다. 또한, 전국 주거용 부동산 가치 변화를 추적하는 Case-Shiller 지수는 NAHB 주택시장지수보다 후행하는 경향이 있어, 현재 NAHB 주택시장지수가 2024년 5월부터 하락세를 지속하고 있는 점을 고려하면 향후 주택 가격의 하락이 예상된다.

셋째, 만성적인 공급부족 상황이다. 2008년 서브프라임 모기지 사태 이후 주택 재고량은 꾸준히 감소하여 지난 5년간 평균 300만호 이하 수준을 유지하고 있다. 2022년 금리 인상 이후 신규 착공 건수도 감소했으며, 최근 개발비용 부담으로 인해 단기간 내 공급 물량 증가도 어려울 것으로 예상된다. 따라서, 공급이 제한적인 상황에서 금융 환경으로 인해 수요가 억눌려 있는 상태로, 전반적인 주택 매매 시장이 위축된 상황으로 판단된다.

그림 78. 미국 주택거래 12개월 누적거래량

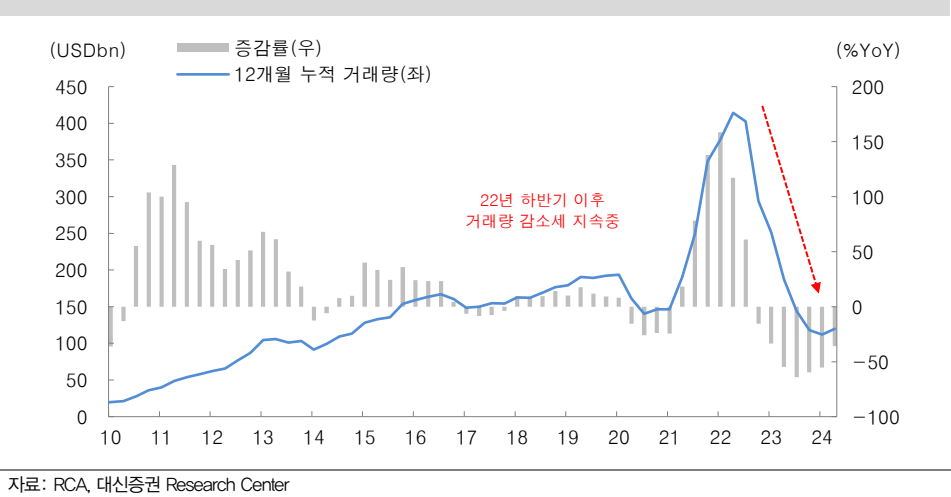
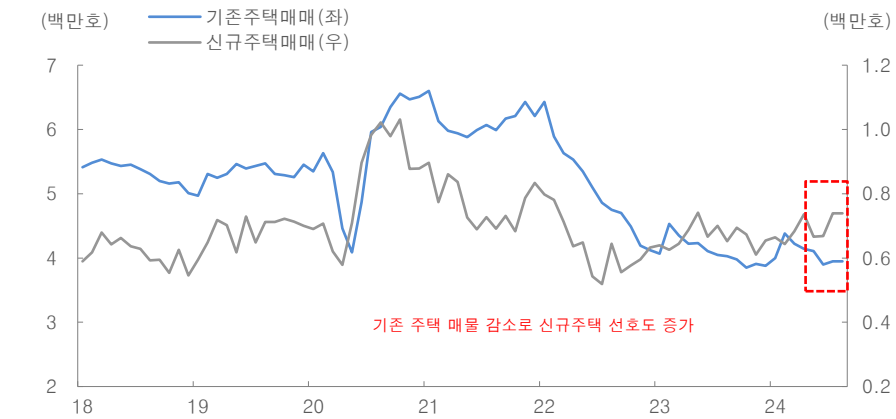
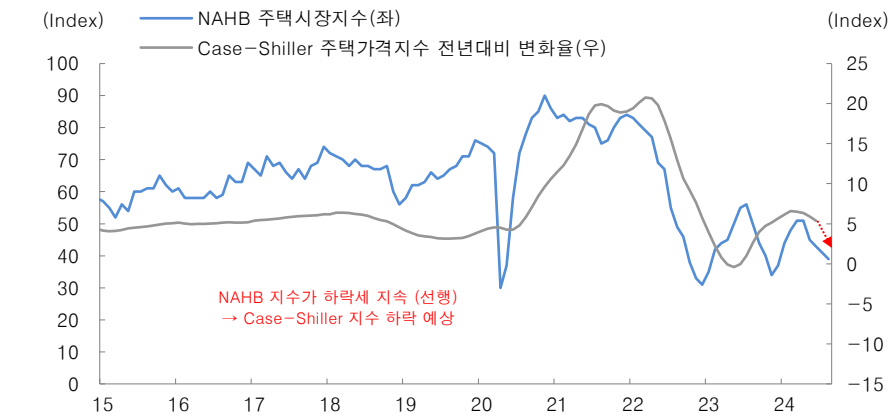


그림 79. 미국 주택 매매규모



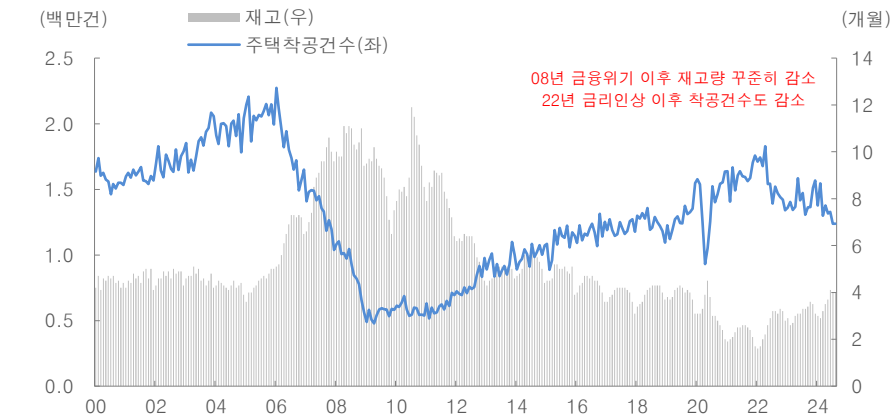
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 80. 미국 주택시장 지표



자료: Federal Reserve Economic Data, S&P Global, NAHB, 대신증권 Research Center

그림 81. 미국 주택 착공건수 및 재고량



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2) 주거 리츠 특징 - ① 주택 매수를 포기한 실수요자의 임대시장 유입

주택 매매수요
→ 임대수요로 전환
임대리츠에게 유리한
환경 조성

주거리츠 시장
자산별 구분
1) 조립식 주택
2) 다세대 주택
3) 단독 주택

주택 공급이 역사적 저점 수준으로 하락한 상황에서, 금융 환경의 악화와 주택 가격의 급등으로 인해 주택 수요자들이 매매 결정을 보류하고 임대 시장으로 유입되고 있다. 이러한 실수요자 중심의 임대 시장 활성화는 임대료를 수취하여 운영하는 미국 주거 리츠들에게 유리한 환경을 제공하고 있다.

미국 주거 리츠는 임대주택 형태에 따라 조립식 주택(Manufactured Housing), 다세대 주택(Multi-Family Housing), 단독 주택(Single-Family Housing)으로 구분되며, 각 유형마다 고유한 특징과 공급 상황이 다르다

조립식 주택은 공장에서 제작된 모듈이나 패널을 현장에서 조립하여 완성하는 주택으로, 리츠는 이러한 주택이 설치될 대지를 제공하고 부지 및 공용시설 임대료를 수취한다. 조립식 주택은 일반 주택 대비 최대 70%의 비용 절감이 가능해 저소득층 이용률이 높으며, 정부의 주거비 보조금 지원을 받는 경우가 많아 사회보장급여를 통한 임대료 수취 비중도 높은 편이다.

단독 주택은 독립된 건물에 한 세대가 거주하는 형태로, 과거에는 개인 위주의 시장이었으나, 2017년 블랙스톤이 현재의 인비테이션 홈즈의 전신을 설립하면서 기관 투자자들의 참여가 시작되었다. 코로나 팬데믹 당시 사회적 거리두기 방침으로 인해 다세대주택보다 교외 지역에 위치한 단독주택의 선호 현상이 나타났으며, 엔데믹 이후에도 단독주택 수요가 지속적으로 증가하고 있다.

다세대 주택은 아파트, 콘도, 타운하우스 등 여러 가구가 한 건물에 함께 거주하는 형태의 주택을 의미하며, 미국 리츠 시장에서는 아파트 리츠의 비중이 크다. 주요 아파트 리츠는 대도시와 주요 거점 지역에 위치한 고품질의 아파트 단지를 보유하고 있으며, 주로 중상층 이상의 임대료 지불 능력이 높은 전문직 종사자들을 타겟으로 삼고 있다.

표 9. 주거 리츠 자산별 특성 구분

구분	조립식 주택 (Manufactured)	다세대 주택 (Multifamily)	단독 주택 (Single-Family)
특징	이동 가능 주택 (토지 및 주택 임대)	아파트, 콘도, 타운하우스 등	단독 주택
자산규모	소형	중소형	중대형
주요 위치	교외지역	도심	교외지역
계약기간	중장기 (1년 이상)	단기 (1년)	중장기 (1년 이상)
주요 임차인	중저소득층	중고소득층, 젊은 전문직	중고소득층, 가족 단위
계약기간	비용 절감형 생활을 원하는 가구	도시 생활을 원하는 젊은 전문직	더 넓은 공간을 원하는 가족 단위
공공지원 여부	사회보장급여 지원	주로 민간	주로 민간
임차료수준	낮음	높음	중간~높음
경기 민감도 (임대료 변동성)	높음 (사회보장급여—CPI 연동)	중간 (임차인 소득수준 영향)	중간 (가족단위로 안정적)
대표리츠	에퀴티라이프스타일(ELS) 선커뮤니티스(SUI) 등	아발론베이커뮤니티(AVB) 에퀴티레지덴셜(EQR) 등	인비테이션 홈즈(INVH) 아메리칸홈즈포렌트(AMH) 등

자료: 대신증권 Research Center

주택 임대시장 수요가
증가한 방증

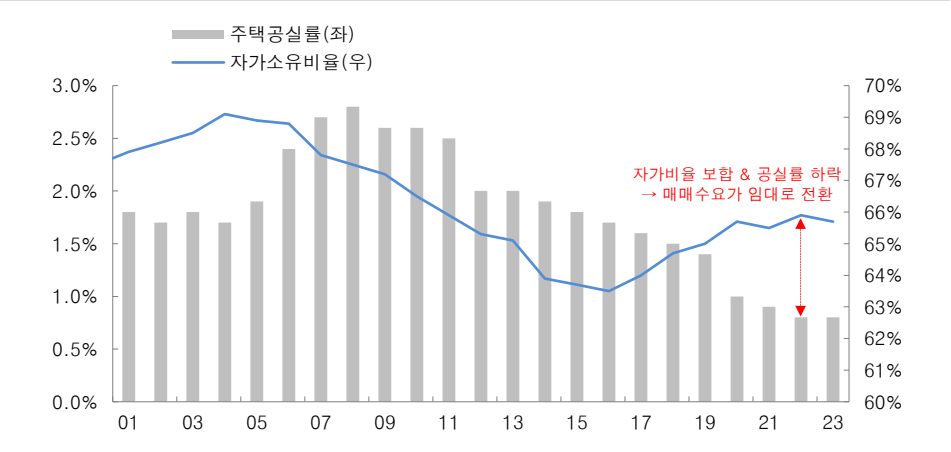
- 1) 자가 비율 유지,
공실률은 하락
- 2) 주택 구입
가능성 지수 하락

주택 임대 시장의 수요가 활발하다는 증거로 여러 지표가 나타나고 있다

첫째, 자가 소유 비율이 유지되는 가운데 주택 공실률이 지속적으로 하락하고 있다. 미국인의 자가 소유 비율은 코로나 팬데믹 시기부터 65% 수준을 유지하고 있는 반면, 주택 공실률은 가파르게 하락하여 2023년 말에는 0.8%까지 떨어졌다. 이는 주택 매매보다는 임대 활동이 활발하다는 증거로 해석될 수 있다.

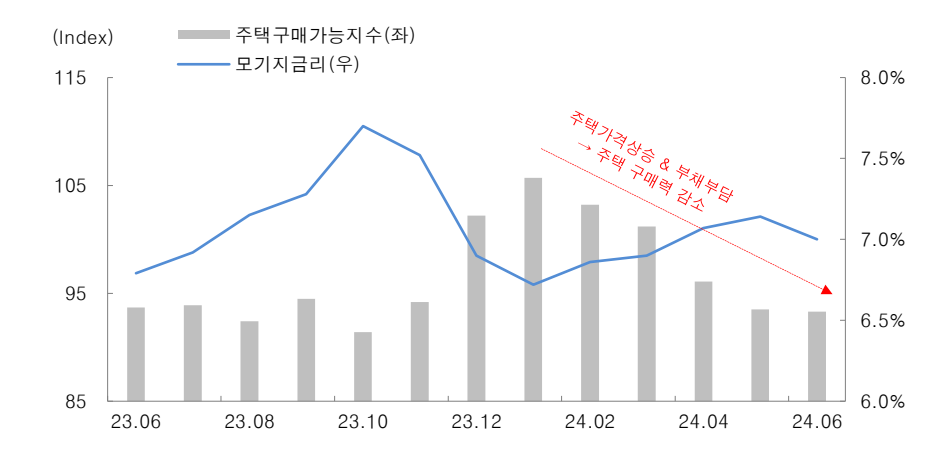
둘째, 주택 구입 가능성 지수가 지속적으로 하락하고 있다. 주택 구입 가능성 지수가 100 이상일 경우, 이는 중간 소득 가구가 주택을 구입할 수 있는 여유가 있다는 것을 의미하지만, 2023년 하반기부터 금리 상승으로 인해 이 지수는 93~94 수준으로 하락했다. 2024년 초반에 모기지 금리가 안정화되면서 지수가 일시적으로 상승했으나, 2024년 6월 기준으로 다시 6개월 연속 하락세를 보이고 있다. 주택 수요자들의 실질 소득이 감소함에 따라 매매 시장에 접근하기 어려워졌고, 결국 임대 수요로 전환되었을 가능성이 높다.

그림 82. 미국 주택공실률 및 자가소유비율



자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

그림 83. 미국 주택구매가능지수 및 모기지 금리



자료: NAR, Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

단독주택 성장전망

- 1) 코로나 이후
단독주택 선호도
지속
- 2) 다세대 대비
안정적인 수급물량
- 3) 밀레니얼 세대
주택시장 진입

2) 주거 리츠 특징 - ② 단독주택 : 다세대 대비 공급안정 & 높은 선호도

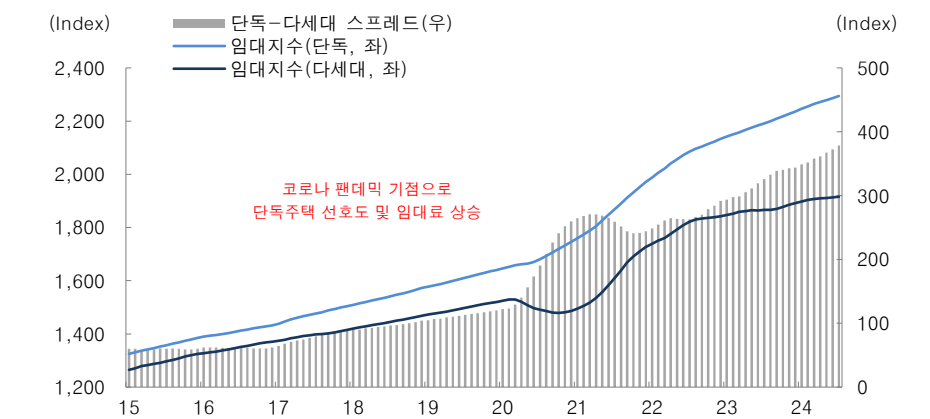
단독주택 시장의 안정적인 성장이 예상되며, 그 주요 요인은 1) 코로나 팬데믹 이후 증가한 단독주택 선호도, 2) 다세대 주택의 공급 과잉에 따른 반사 효과, 3) 밀레니얼 세대의 주택시장 진입이다.

첫째, 코로나 팬데믹 이후 단독주택에 대한 선호가 지속되고 있다. 사회적 거리두기와 감염병 우려로 인해 생활 패턴이 변화하면서, 도심보다 교외의 단독주택을 선호하는 경향이 두드러졌다. 특히 재택근무의 확산으로 인해 쾌적한 생활 환경에 대한 수요가 증가하면서, 인구 밀도가 낮은 도심 외곽의 전원주택 선호도 또한 높아졌다. Zillow에 따르면, 단독주택 임대지수는 팬데믹 동안 탈도시화 현상으로 급등했으며, 다세대 주택 임대지수와의 스프레드가 지속적으로 확대되고 있다. 이는 단독주택에 대한 선호가 여전히 강하다는 것을 의미한다.

둘째, 다세대 주택에 비해 안정적인 공급물량을 보유하고 있어 공급 과잉의 우려가 적다. 팬데믹 당시 저금리와 부동산 경기 호황으로 신규 주택 착공이 급증했으며, 특히 수익성이 높은 다세대 주택의 공급이 크게 증가했다. 2023년 미국에서는 320만 호 이상의 신규 주택이 공급되어 지난 10년간 가장 높은 수준을 기록했다. 최근 신규 착공 물량은 감소하고 있으나, 다세대 주택은 단기 공급 과잉으로 임대료 상승 둔화압력이 존재한다. 이에 따라, 다세대 주택의 공급 과잉이 해소될 때까지 단독주택 임대시장이 더 높은 성장 가능성을 보일 것으로 예상된다.

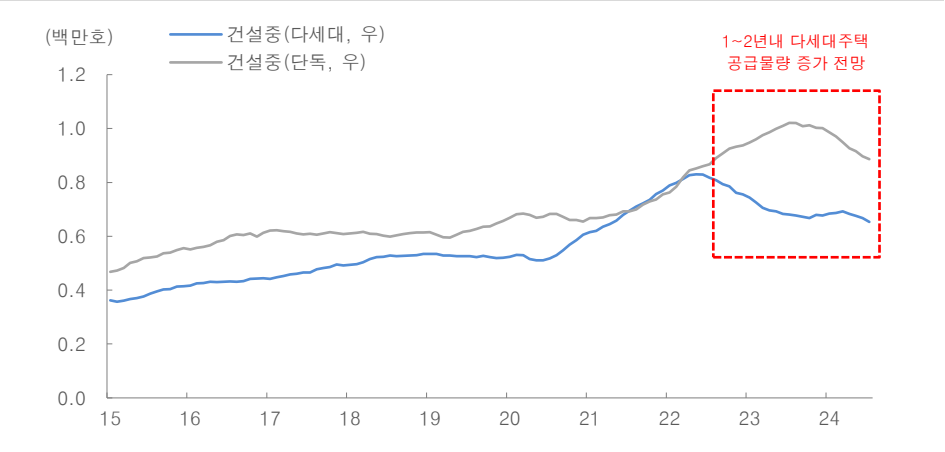
셋째, 밀레니얼 세대의 주택시장 진입이 본격화되었다. 밀레니얼 세대는 현재 3040대에 접어들며, 결혼과 출산으로 가족구성원이 증가하는 시기에 있다. 이 시기에는 아파트에서 단독주택으로 이사하는 수요가 증가하며, 특히 자녀가 있는 가족은 단독주택을 선호하는 경향이 강하다. 2020~2030년 사이 밀레니얼 세대의 주택 수요가 정점에 이를 것으로 예상되며, 이들은 이전 세대와 달리 자가보다는 임대를 선호하는 경향이 두드러져 단독주택 임대시장에 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림 84. 미국 주택유형별 Zillow 임대지수 (Zillow Rent Index)



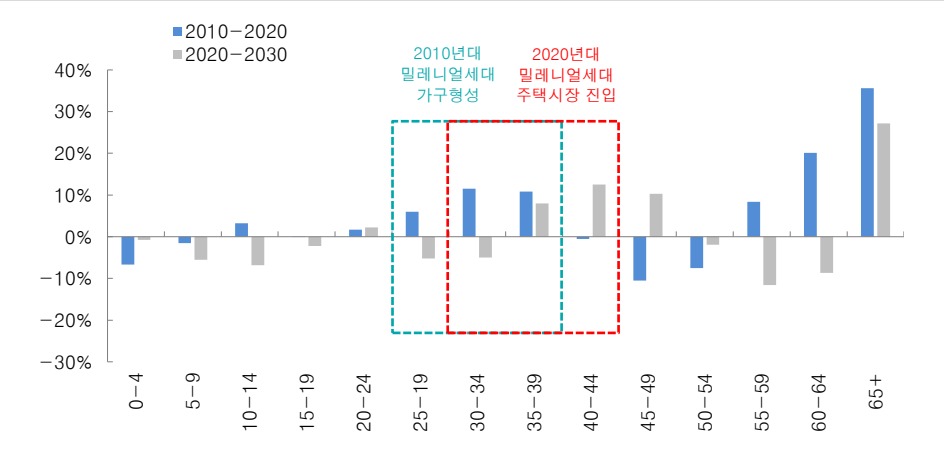
자료: Zillow, 대신증권 Research Center

그림 85. 미국 주택유형별 공급물량



자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

그림 86. 미국 연령대별 인구 증감율 (2010년대, 2020년대)



자료: Cushman & Wakefield, 대신증권 Research Center

2) 주거 리츠 특징 - ③ 다세대주택 : 지역마다 차별화된 성장세

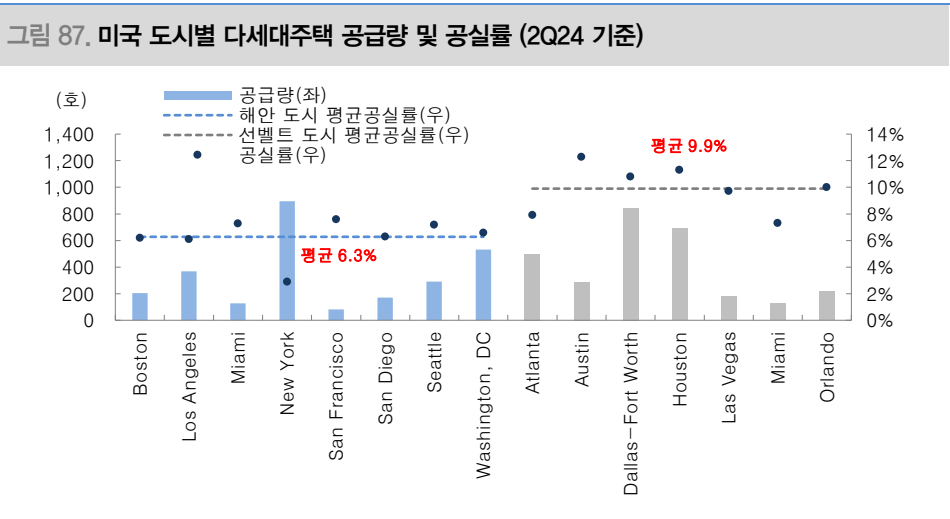
다세대주택 전망
1) 선벨트 중심 아파트 리츠 단기약세 불가피
2) 도심 아파트 임대수요는 꾸준히 증가 중

최근 3년간 다세대주택 공급은 주로 선벨트(Sunbelt) 지역에 집중되었으며, 해안 도시(Coastal)와 비교해 임대시장이 상대적으로 둔화될 것으로 예상된다. 코로나 팬데믹 동안 탈도시화로 인해 교외 지역 선호도가 높아지면서 선벨트 지역에서의 개발이 활발해졌고, 이로 인해 현재 선벨트 지역은 단기적 공급 과잉 상태에 놓여 있다.

2024년 2분기 기준, 선벨트 지역의 다세대 주택 공급량은 320만 호로 해안 도시보다 20% 많다. 이 지역의 공실률은 9.9%로, 해안 도시보다 3.6%p 높은 수치를 기록하고 있다. 높은 공실률로 인해 선벨트 지역의 임대료는 하락하고 있으며, 임대료 성장을 또한 해안 도시보다 둔화되고 있다. 특히 2022년 고금리 기조 이후 임대료 하락이 가속화되었으며, 임대료 안정화를 위해서는 신규 공급 물량의 소화가 필수적이다.

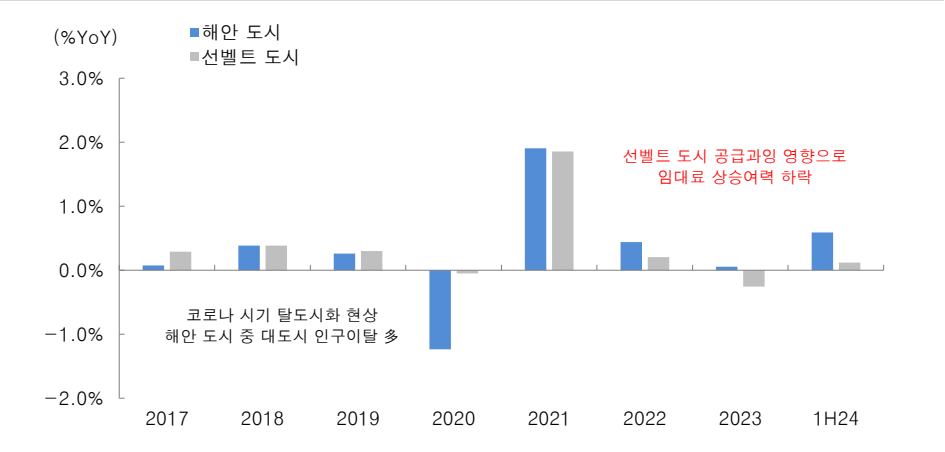
한편, 도심 지역의 아파트 임대 수요는 안정적으로 유지되고 있으며, 다세대 주택 섹터 내에서 가장 양호한 임대 현황을 보이고 있다. 미국 주요 75개 대도시의 공실률은 2023년부터 하락세를 이어가며, 2024년 2분기에는 6.5%를 기록했다.

블랙스톤(Blackstone)은 2024년 상반기 트라이콘 레지덴셜(Tricon Residential)과 아파트먼트 인컴 리츠(Apartment Income REITs, AIRC)를 연달아 인수하며 다세대 주택 시장으로의 사업 확장을 추진했다. 트라이콘 레지덴셜은 미국 선벨트 지역의 단독주택과 캐나다 토론토의 다세대 아파트 3.8만 개를 보유하고 있으며, AIRC는 미국 해안 도시의 고품질 아파트를 운영하는 리츠이다. 블랙스톤은 도심 지역 임대 시장의 성장 가능성을 긍정적으로 전망하며, 특히 고소득층 임차인을 겨냥한 주요 도심 아파트를 중심으로 사업을 확대할 계획이다.



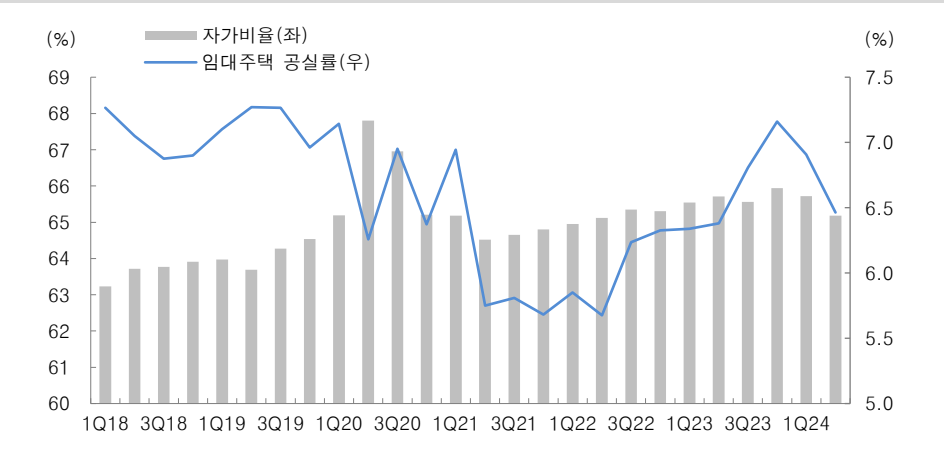
자료: Cushman & Wakefield, 대신증권 Research Center

그림 88. 미국 도시별 아파트 임대료 성장률 비교



자료: Apartment List, 대신증권 Research Center

그림 89. 미국 75개 대도시 임대주택 공실률 및 자가비율



자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

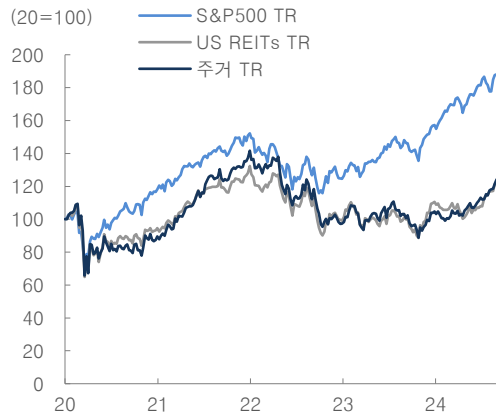
주거 리츠 주요 지표

표 10. 주거 리츠 대표 종목

티커	종목명	현재가 (USD)	시가총액 (USDbn)	Return (%)			Valuation		Dividend		Stability		
				1M	1Y	YTD	P/FFO (배)	P/B (배)	DPS (USD)	배당률 (%)	부채 비율(%)	순부채/ EBITDA	EBITDA /총이자
INVH	인비테이션 홈스	37	22,831	4.7	9.0	9.3	23.6	2.3	1.0	3.0	84.0	5.6	4.1
AMH	아메리칸 홈스 포 렌트	40	14,510	4.9	10.0	10.1	19.3	2.1	0.9	2.4	58.3	6.3	4.1
AVB	아발론베이 커뮤니티	227	32,303	8.2	25.2	21.3	21.4	2.7	6.6	2.9	69.0	5.1	6.6
EQR	에퀴티 레지덴셜	76	28,685	7.7	18.2	23.7	20.1	2.6	2.7	3.5	66.5	5.3	6.2
SUI	선 커뮤니티즈	136	16,895	-0.1	11.1	1.4	19.7	2.5	3.7	2.8	106.8	5.8	2.5

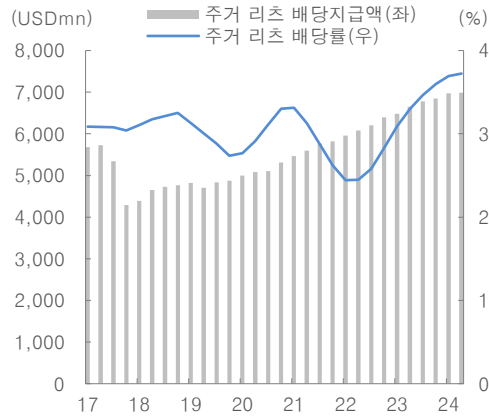
주: 2024년 9월 4일 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 90. 주거 리츠 상대성과 비교



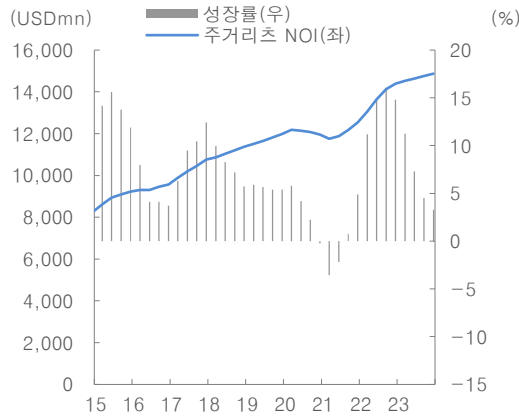
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 91. 주거 리츠 배당지급액 및 배당률



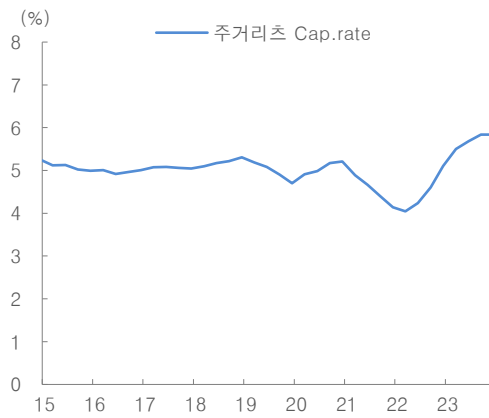
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 92. 주거 리츠 NOI



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 93. 주거 리츠 Cap.rate



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

Ⅳ. 산업(물류) 리츠 : 장기적으로 점진적 수급 안정화 전망

1) 산업(물류) 리츠 특징 – 물류시장 급부상의 주역 이커머스

이커머스 시장 성장
→ 물류시장 임차 성장

물류시장의 전방산업인 이커머스 시장은 코로나 팬데믹 시기 괄목할만한 성장을 이루며 아마존 등 이커머스 업체 및 3PL(Third-Party Logistics) 물류센터 임차수요를 촉진했다. 2022년부터 고금리, 인플레이션 등의 여파로 소비가 위축되며 성장속도가 일시적으로 둔화되었으나 2023년부터 다시 증가세에 진입하였다. 이커머스의 판매액뿐만 아니라 전체 소매 판매에서 차지하는 비중도 함께 증가하여 시장 확장이 가속화되고 있습니다.

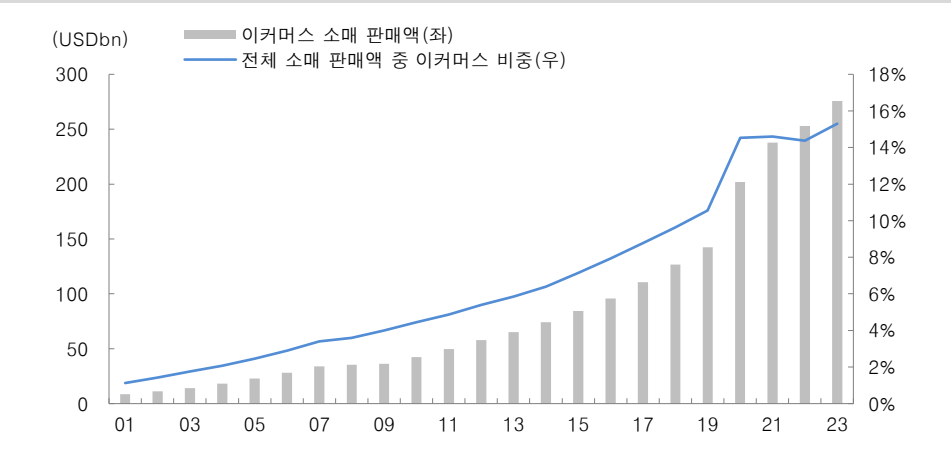
이커머스 시장 발전이
물류시장에 미친 요인
1) 필요물류공간 증가
2) 물류 밸류체인
세분화

이커머스 산업의 발전이 물류시장에 긍정적 변화를 일으키고 있는 부분은 크게 2가지로 1) 필요 물류공간 증가, 2) 물류 밸류체인 세분화이다.

첫째, 이커머스 산업은 오프라인 매장보다 3배 더 많은 물류공간을 필요로 한다. 이는 다양한 제품 보관과 충분한 재고 확보, 반품 처리 공간 등 물리적 공간 요구가 크기 때문이다. 또한, B2C 배송의 특성상 각기 다른 배송지로의 효율적인 물류를 위해 주요 거점에 물류 센터를 확보하는 것이 필수적이다. 이로 인해 최근 물류센터 수요가 크게 증가했으며, 2024년 1분기 미국 이커머스 산업의 임차 수요 면적은 2023년 하반기 대비 13배 증가한 1,200만 평방피트를 기록했다.

둘째, 이커머스 산업이 진화하면서 물류 밸류체인의 세분화와 성장을 촉진하고 있다. 고객 중심의 효율적인 배송 솔루션에 대한 수요가 증가하면서 라스트마일(최종 배송 구간)의 중요성이 커졌고, 도심형 물류센터와 같은 새로운 물류 인프라의 개발이 활발해졌다. 이는 물류 업계에 새로운 사업 기회와 성장을 이끌어내는 요소로 작용하고 있다. 이러한 변화는 물류산업 전체의 구조를 혁신하며, 이커머스 산업의 지속적인 확장과 함께 물류센터와 관련 인프라에 대한 수요를 더욱 자극하고 있다.

그림 94. 미국 이커머스 산업 판매액 및 소매비중



자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

그림 95. 프로로지스 Supply Chain 예시

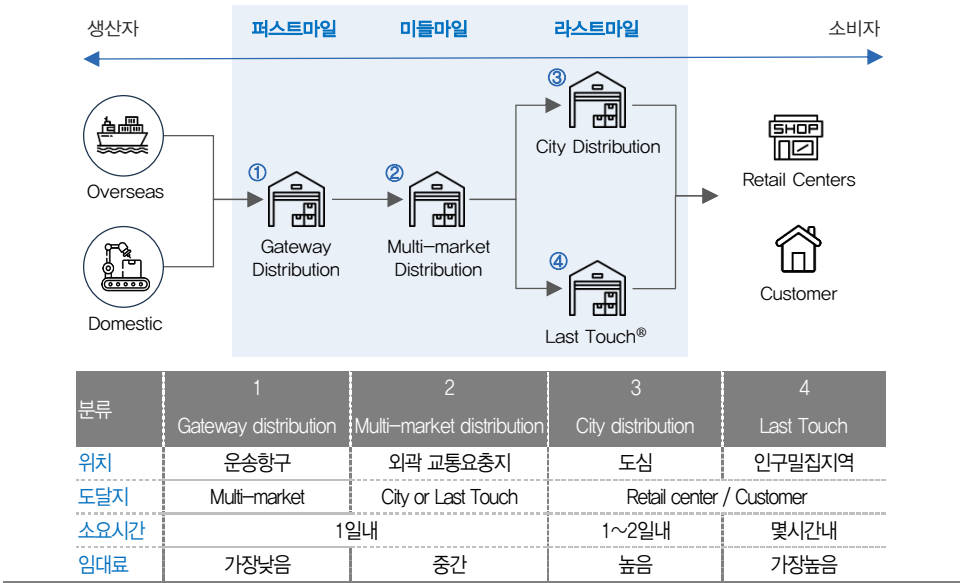
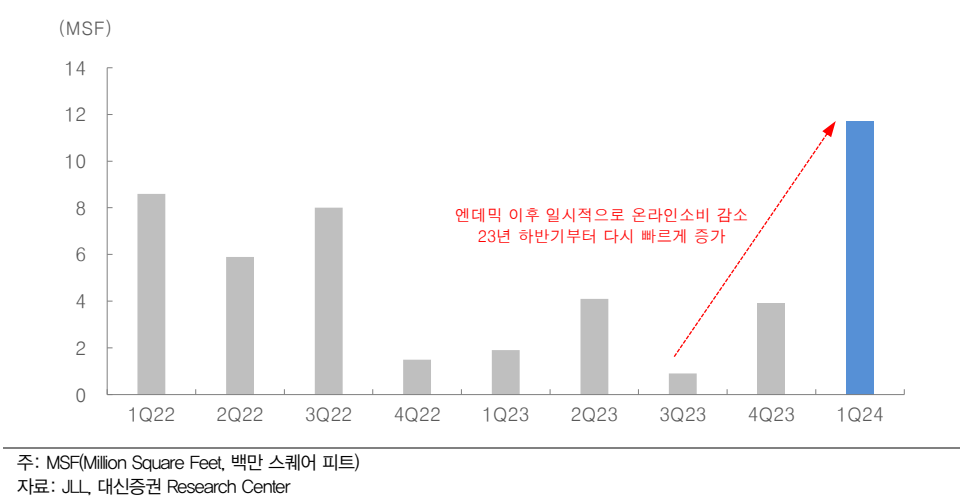


그림 96. 미국 이커머스 산업 임차수요 추이



2) 산업(물류) 리츠 특징 – ① 공급과잉 우려 속 Flight to Quality 현상심화

물류 임대시장
성장둔화 전망 이유

1) 단기공급물량 과잉

2) 임차업체

비용절감 추세

물류 시장은 1) 단기공급과잉 부담, 2) 임차인 Cost Saving 기조로 수요가 위축된 가운데, Flight to Quality 현상이 나타나고 있다.

최근 물류 임대시장의 성장 둔화세의 주요 요인은 다음의 2가지 이유가 있다

첫째, 공급물량 과잉이 단기적으로 예고되어 있다. 코로나 팬데믹 기간 동안 물류센터 신규 건설 투자가 증가했으나, 2022년 금리 인상과 함께 임대 수요가 기대에 미치지 못하면서, 현재 완공된 물량이 순흡수량을 초과하는 공급 과잉 상태가 지속되고 있다. 특히, Dalls/Ft. Worth와 Phoenix와 같은 도시들에 공급이 집중되고 있으며, 올해 각각 7,200만 평방피트와 5,400만 평방피트의 추가 공급이 예정되어 있다.

수급안정화는 2025년 이후로 예상된다. CBRE에 따르면, 2025년에는 물류센터 공급이 1억 평방피트로 2024년 대비 30% 감소할 것으로 예상된다. 2033년까지 매년 2억 평방피트 규모의 공급이 이어질 예정이나, 이후 대규모 공급 충격은 없을 것으로 보인다.

둘째, 임차료 부담으로 임차수요 성장이 둔화세를 보이고 있다. 2023년부터 고금리와 인플레이션의 영향으로 임차인들의 임대료 부담이 커지면서 비용 절감(Cost Saving) 기조가 강화되었다. 이로 인해 신규 시설 투자와 확장 계획이 유보되는 현상이 발생하며, 결과적으로 물류센터 임차 면적이 감소하고 있다.

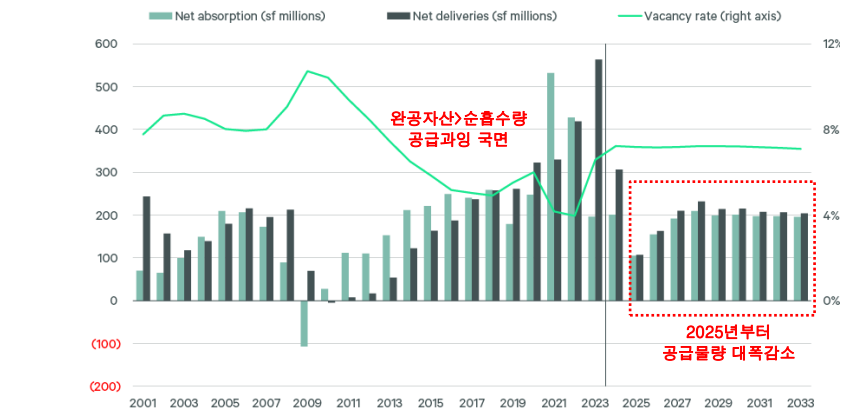
다만, 임차 수요 감소는 전방산업의 위축보다는 임차인들의 의사결정 연기에 따른 일시적 지연으로 해석된다. 2024년 상반기부터 임차 수요의 선행 지표인 가동률(Utilization rate)이 반등하고 있어 장기적으로 물류센터 임차 수요 증가가 예상된다. 현재 요구 임대료는 평방피트당 10달러로 2023년 하반기부터 유사한 수준으로 유지되고 있으며, 임차 수요가 다시 회복하는 시점에 임대료 상승도 동반될 것으로 예상된다.

Flight to Quality 현상
물류리츠에겐 긍정적

한편, 임차인 사이에서 효율성 극대화를 위해 'Flight to Quality' 현상이 나타나고 있다. 'Flight to Quality'란 경제적 불확실성이 커지거나 시장 환경이 변동할 때, 투자자나 임차인들이 더 안정적이고 신뢰할 수 있는 자산으로 이동하는 경향을 의미한다. 특히, 임차인 우위 시장에서는 임차인들이 다양한 선택지를 가질 수 있기 때문에, 자연스럽게 우수한 A급 자산에 대한 선호도가 높아지게 된다.

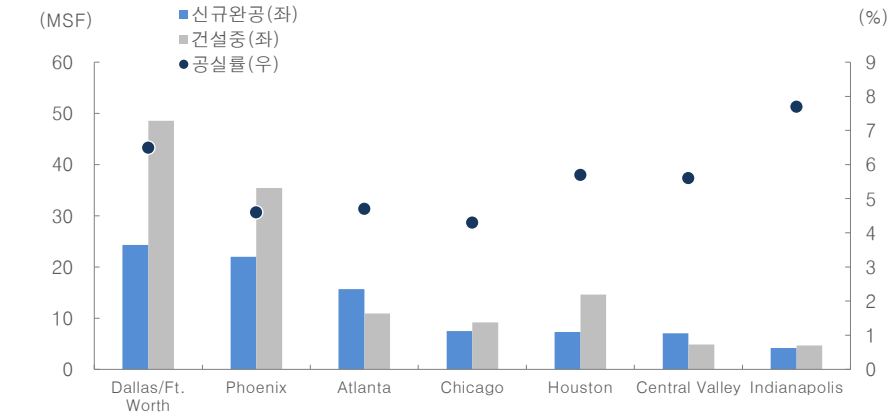
이에 따라 대표 물류리츠인 프로로지스를 포함하여 미국 산업리츠는 A급 자산을 다수 보유한 물류리츠는 안정적인 임대율을 유지하며 시장에서 우위를 점하고 있다. 그러나 장기적으로는 결국 수요성장이 이뤄져야 물류 임대시장의 회복이 뒤따를 것이기 때문에 임차인들의 임차기조 변화가 선행되어야 하며 이에 대한 면밀한 관찰이 필요하다.

그림 97. 미국 물류시장 공급지표 전망



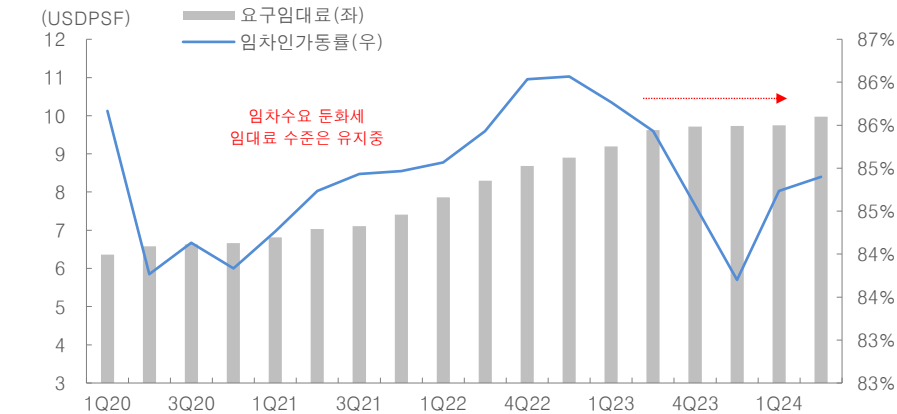
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 98. 미국 주요 도시별 물류센터 신규공급 규모 (2Q24 YTD)



자료:Cushman & Wakefield, 대신증권 Research Center

그림 99. 미국 물류 임차인 가동률(Utilization rate) 및 요구임대료



주: USDPSPF (USD per Square Meter, 평방 피트당 달러)
자료: Prologis, Cushman & Wakefield, 대신증권 Research Center

2) 산업(물류) 리츠 특징 - ② 제한적인 신규 물량과 실사용 목적 자산증가

- 장기적 공실우려 완화
- 1) 25년 공급안정화
- 2) 실사용 목적 자산 개발증가
- 3) 선임대 비율 상승

물류 임대시장은 장기적으로 1) 신규물량의 제한, 2) 실사용 목적 자산 증가, 3) 선임대 비율 증가로 실질적으로 임대가능한 자산공급은 부족할 것으로 예상되며, 물류리츠에게는 공실우려를 줄일 수 있는 긍정적인 환경이 조성될 것으로 판단한다.

첫째, 2025년 이후부터는 현재의 공급 과잉 상태가 안정화될 가능성이 높다. 2022년 하반기부터 개발 비용 상승으로 인해 물류센터 신규 건설 투자가 크게 감소하였다. 2024년 2분기 기준으로 진행 중인 공사 물량은 2.46억 평방피트에 이르며, 이는 2022년 3분기 저금리 기조에서 공사 물량이 최고치를 기록한 5.6억 평방피트의 절반에 미치지 못한다.

또한, 향후 금리가 안정화되더라도, 인건비와 원자재 가격 상승으로 인해 개발 원가가 높아진 상황에서 신규 건설이 급격히 증가하기는 어려울 것으로 보인다. 따라서 향후 임차 수요가 회복될 시, 공간에 대한 경쟁이 임대료 인상으로 이어질 가능성이 높다.

둘째, 실사용자 중심의 자산 개발 증가도 공실 우려를 줄이는 요인이다. 금융 조달비 상승으로 인해 투자 환경이 위축되면서, 투자 상품으로서의 물류센터의 매력도는 감소하였다. 이에 따라, 현재 개발 중인 자산의 상당수는 이미 실사용자가 정해진 상태로 공실 발생 가능성이 낮다. 특히, 특정 임차인의 요구에 맞춰 맞춤형으로 물류센터를 건설하고 임대하는 맞춤형개발(Build-to-Suit, BTS) 비중이 증가하면서 공실률 리스크가 낮아지고 있다.

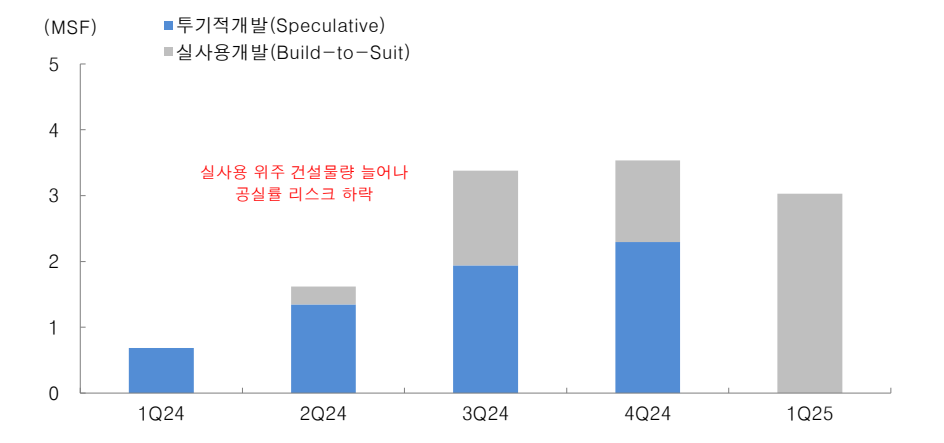
셋째, 선임대(Pre-leasing) 비율의 상승은 공실률 안정화에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 대규모 물류센터일수록 선임대 비율이 높아지는 경향이 있으며, 100만 평방피트 규모의 자산의 경우 선임대 비율이 75.4%까지 상승하였다. 실사용 목적의 자산 개발과 선임대 비율의 증가는 물류센터 운영 시작과 동시에 임대 수입의 공백을 최소화할 수 있다는 점에서 긍정적인 요소로 평가된다.

그림 100. 미국 물류 신규 공사물량



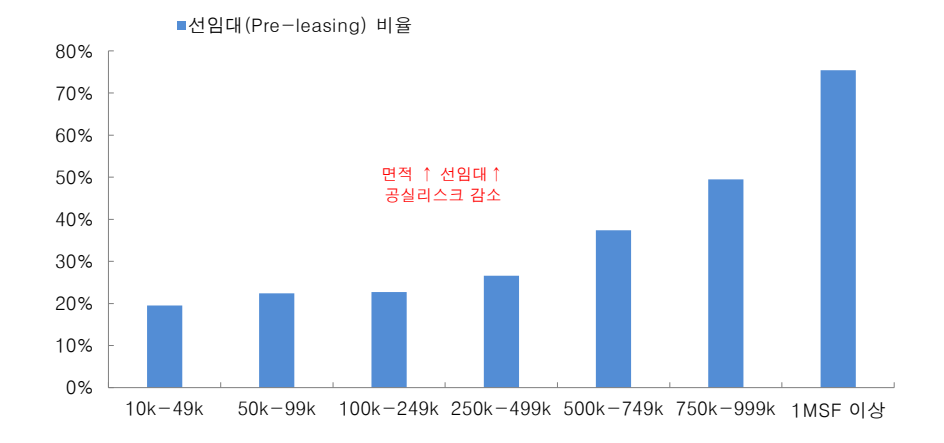
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

그림 101. 시카고 및 근교도시 공급예정 물류센터 투자목적별 분류



주: Build-to-Suit (특정 임차인 요구스펙에 맞춰 건설 후 임대하는 고객 맞춤형 물류창고)
자료: NAI Hiffman, 대신증권 Research Center

그림 102. 물류센터 규모별(평방피트) 선임대 비율 (2Q24)



자료: JLL, 대신증권 Research Center

2) 산업(물류) 리츠 특징 - ③ 재고축적 수요에 따른 임차수요 증가 전망

- 장기수요 모멘텀
: 재고축적 수요 증가
- 1) 글로벌 유통망
불확실성 증대
 - 2) 미국항만 물동량
성장세 지속
 - 3) 해상운임 상승

물류시장의 장기 성장 모멘텀으로 재고축적 수요 증가에 따른 임차수요 증가가 전망된다. 2024년 2분기 기준 재고 대비 매출 비율(Inventory to Sales ratio, I/S)은 1.38로, 2021년 최저점 이후 반등하며 재고량이 증가하는 추세를 보이고 있다. 1990년대 이후 평균치인 1.37을 약간 상회하지만, 절대적인 재고 수준은 여전히 크지 않은 편이다. 향후 기업들의 재고 축적 수준은 더욱 증가할 것으로 예상되며 다음과 같이 3가지 이유가 있다

첫째, 글로벌 유통망의 불확실성에 따른 재고 수요 증대가 예상된다. 최근 3년 동안 코로나 팬데믹, 러시아-우크라이나 전쟁, 미중 분쟁 등으로 인해 글로벌 물류 공급망에 대한 이 발생하면서, 상품 수급 차질이 빈번하게 일어났다. 이러한 공급망 혼란으로 인해 발생하는 운송 비용상승에 따른 위험을 방지하기 위해, 제조업체들은 예기치 못한 비상사태에 대비해 적극적으로 재고를 축적하는 경향이 강해지고 있다.

둘째, 미국 항만 물동량의 성장세가 이어지고 있다. 2024년 1분기 기준, 미국 주요 항구의 컨테이너 물동량은 전년 대비 평균 12.1% 증가율을 기록하고 있다. 물동량의 증가는 화물을 보관하고 처리할 공간에 대한 수요를 증가시키며, 이에 따라 물류센터 임차 수요도 증가할 것으로 전망된다.

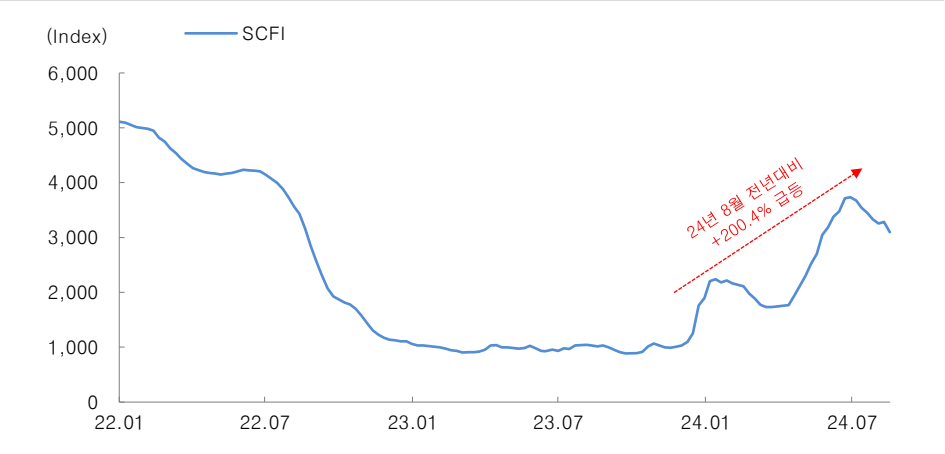
셋째, 해상 운임의 가파른 상승으로 공급망 차질을 대비하기 위한 임차수요 기대된다. 상하이 컨테이너 운임지수는 2024년 연초부터 2배 가까이 상승하였으며, 이로 인해 기업들은 운송 지연이나 비용 상승에 대비해 안전 재고를 확보하려는 경향이 더욱 강해질 것으로 예상된다. 이는 더 큰 물류 공간에 대한 수요로 이어져 임대 시장의 활성화를 가져올 가능성이 높으며 이는 재고 축적 수요를 자극할 것으로 보인다.

그림 103. 미국 재고 대비 매출 비율 (I/S Ratio)



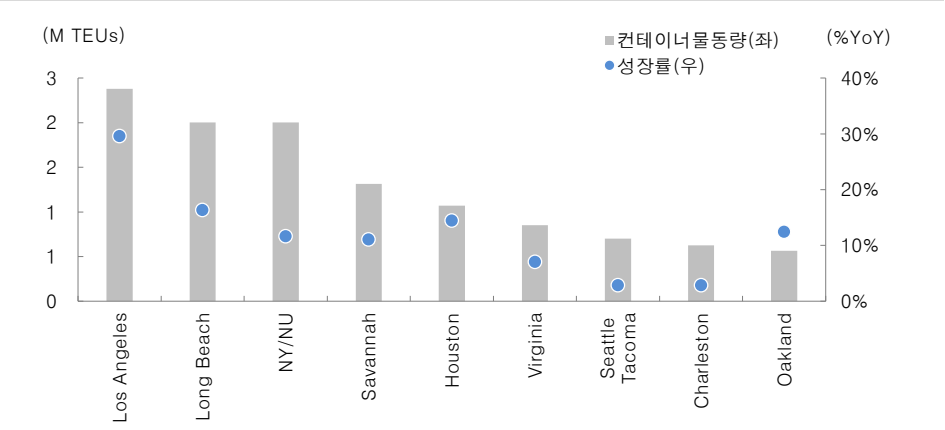
주: 전체 사업 기준 재고 대비 매출 비율 (Inventory per sales ratio)
자료: Federal Reserve Economic Data, 대신증권 Research Center

그림 104. 상하이컨테이너 운임지수 (SCFI)



자료: 국가물류통합정보센터, 대신증권 Research Center

그림 105. 미국 주요 항구 물동량 (2024년 8월 기준)



주: TEU (Twenty-Foot Equivalent Unit)
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

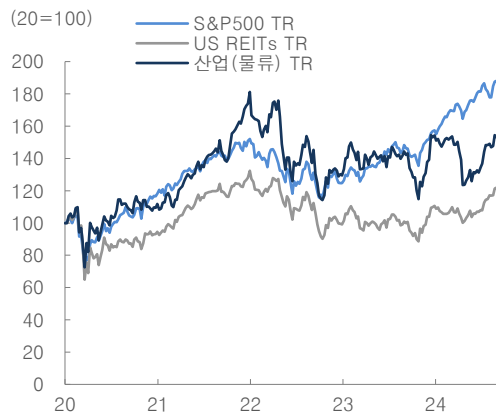
산업(물류) 리츠 주요 지표

표 11. 산업(물류) 리츠 대표 종목

티커	종목명	현재가 (USD)	시가총액 (USDbn)	Return (%)			Valuation		Dividend		Stability		
				1M	1Y	YTD	P/FFO (배)	P/B (배)	DPS (USD)	배당률 (%)	부채 비율(%)	순부채/ EBITDA	EBITDA /총이자
PLD	프로로지스	128	118,859	3.5	3.0	-3.7	24.8	2.2	3.5	2.9	51.2	5.6	7.3
REXR	렉스포드 인더스트리얼 리얼티	51	11,172	3.5	-4.8	-9.3	22.2	1.4	1.5	3.1	27.4	6.1	5.9
EGP	이스트그룹 프로퍼티스	186	9,065	0.1	3.7	1.4	23.0	3.3	5.1	2.7	64.9	3.9	6.2
COLD	아메리칸콜드	29	8,272	-2.9	-13.2	-3.8	29.7	2.4	0.9	3.0	91.6	5.7	1.6

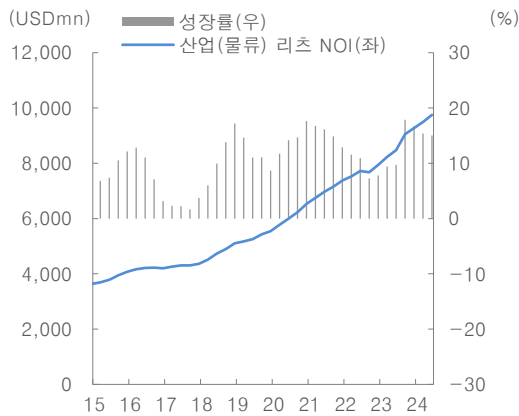
주: 2024년 9월 4 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 106. 산업(물류) 리츠 상대성과 비교



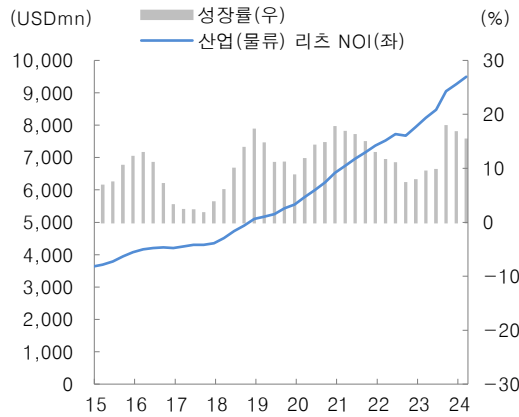
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 107. 산업(물류) 리츠 배당지급액 및 배당률



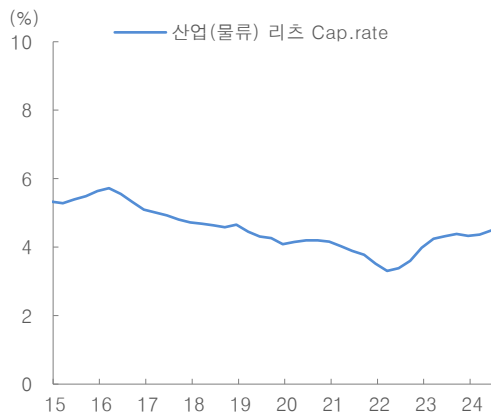
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 108. 산업(물류) 리츠 NOI



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 109. 산업(물류) 리츠 Cap.rate



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

V. 리테일 리츠 : 본격적인 재평가의 시작

1) 리테일 산업 현황 – 엔데믹 이후 완전한 회복

리테일섹터 회복
1) 임대지표 개선
2) 공급물량 제한으로
임차경쟁 심화

최근 미국 리테일 시장은 견조한 소비를 바탕으로 1) 공실률 및 임대료 회복, 2) 수요대비 공급부족 의 특징을 보이고 있다.

첫째, 임대지표 개선세가 이어지고 있다. 2024년 2분기 기준, 리테일 공실률은 9.2%로, 팬데믹 이전 수준의 92%까지 회복되었다. 실질 임대료 또한 2020년 대비 15.7% 상승하여 평방미터당 42.3달러에 이르렀으며, 이는 안정적인 임대율과 인플레이션의 영향이다.

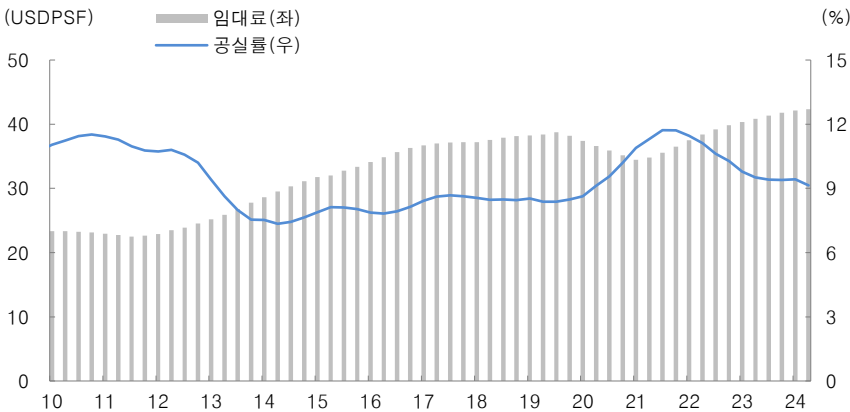
오프라인 점포 수의 증가세도 두드러지고 있다. 순개장 매장 수는 2017년부터 코로나 팬데믹 기간까지 감소세를 보였으나, 2022년부터 양(+)의 값으로 전환되었다. 이는 코로나 팬데믹 기간 강도높은 구조조정이 이뤄졌으며 이후 오프라인 리테일의 경쟁력 회복에 따라 개점수도 증가한 것으로 판단된다.

둘째, 임대 가능 면적의 감소와 신규 공급 물량의 제한으로 임차경쟁이 심화되고 있다. 2024년 1분기 완공된 면적은 1.7천만 평방미터로 역사적 최저 수준에 이르렀으며, 이는 코로나 팬데믹이 한창이던 2021년의 1.9천만 평방미터보다도 낮은 수치다. 공사 중인 물량도 1.3천만 평방미터로 감소 추세에 있어, 단기적으로 공급 부족 현상이 지속될 전망이다.

한편, 순흡수 면적은 2021년부터 꾸준히 증가했으나 2023년부터 소폭 감소하였다. 이는 임대 수요에 비해 임대 가능 면적이 충분히 공급되지 않아 발생한 물리적 제한으로 판단된다. JLL의 보고에 따르면, 2024년 2분기 기준, 신규 임차 비중은 전체 임대 물량 중 33%에 불과하다. 이는 기존 임차인의 이동이나 철수가 줄어들어 임대 가능 물량이 부족한 상황을 반영하고 있다.

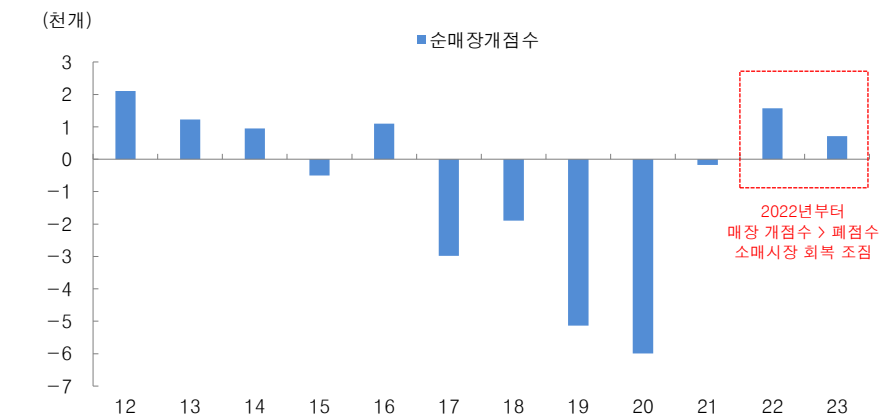
결론적으로 리테일 시장의 회복은 오프라인 매장의 전반적인 경쟁력 강화를 통한 체질 개선에 따른 결과로 파악된다. 코로나 팬데믹 등 수차례의 위기를 통해 리테일 시장은 변화하는 소비 패턴에 적응하고 있으며 완전한 회복력을 보여주고 있다.

그림 110. 미국 리테일 공실률 및 실질임대료



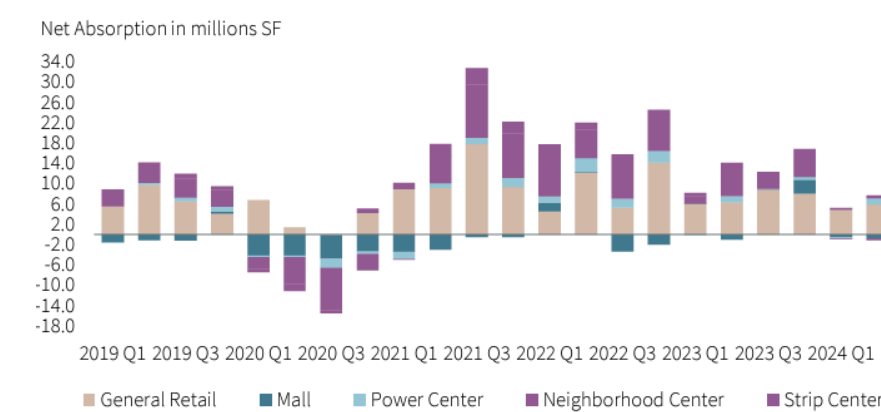
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 111. 미국 리테일 순매장개점수



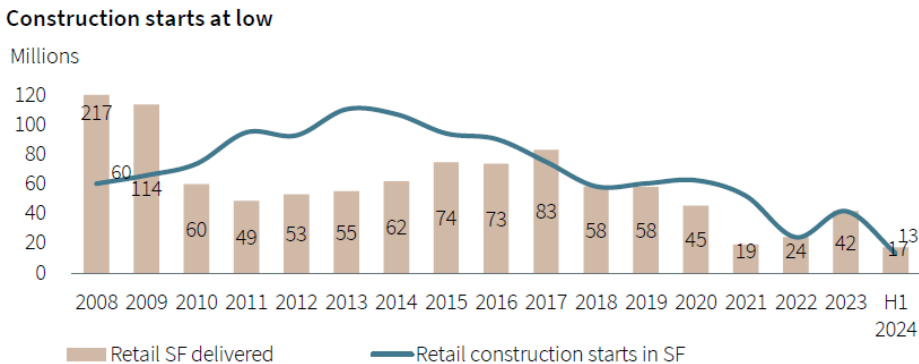
주: 순매장개점수 : 개점수 - 폐점수
자료: Cushman & Wakefield, 대신증권 Research Center

그림 112. 미국 리테일 순흡수면적



자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 113. 미국 리테일 완공 및 공사중 물량



자료: JLL, 대신증권 Research Center

2) 리테일 리츠 특징 – ① 경쟁력 강화 위한 구조조정 진행

리테일 시장
자산별 구분

- 1) 지역몰
- 2) 쇼핑센터
- 3) 프리스탠딩

리테일 리츠는 지역몰(Regional Mall), 쇼핑센터(Shopping Center), 프리스탠딩(Free Standing) 등의 다양한 성격의 상업시설을 리테일 브랜드에게 임대하여 수익을 수취하는 구조로 자산마다 성격과 경기민감도가 상이하다.

리테일 임대차 계약에서는 매출의 일정 비율로 임대료를 수취하는 매출 연동 계약 구조가 일반적이며, 이는 다양한 상점이 모여 있는 지역몰과 쇼핑센터에 가장 적합한 형태로 작동한다. 반면, 프리스탠딩 자산의 경우 단일 임차인이 장기 계약을 맺는 경우가 많아 안정적인 임대 수입을 기대할 수 있는 넷리스(Net Lease) 형태가 보편적으로 사용된다. 코로나 팬데믹 당시 오프라인 활동의 제한과 전반적인 소비 위축으로 인해 필수재 비중이 낮고 수수료 기반으로 운영되는 지역몰과 쇼핑센터가 가장 큰 손실을 입었다.

리테일 M&A 다수진행

- 1) 대형 리테일 리츠
시장지배력 강화
- 2) 임차업체 인수통해
임차인 파산 리스크
선제적 방어

코로나 팬데믹 기간 동안 재정위기를 겪은 리테일 업체 매물이 증가하였고 대형 리테일 리츠 중심으로 다수의 M&A가 진행되었다. 이는 두 가지 측면에서 의미를 갖는다.

첫째, 대형 리테일 리츠들이 시장 지배력을 강화하는 계기가 되었다. 중소형 자산은 실적 악화로 인한 영향이 컸으나, 대형 리츠는 우수한 입지에 다수의 점포를 보유하고 있으며, 재무 건전성이 높은 임차인을 확보하고 있어 상대적으로 타격이 적었다. 이에 따라, 대형 리테일 리츠들이 동종 업계의 회사를 인수하여 경쟁자를 제거하고 시장 내 지위를 강화하는 사례가 많아졌다. 예를 들어, 2020년 사이먼 프로퍼티(Simon Property)는 시장 내 2위였던 터브먼(Taubman)의 주식 80%를 취득하여 포트폴리오를 크게 확장하였다.

둘째, 재정 위기를 겪는 임차업체를 인수하여 사업을 지속할 수 있도록 조치하였다. 예를 들어, 사이먼 프로퍼티의 임차인은 Anchor Tenant와 In-line Tenant로 구분되는데, In-line Tenant는 Anchor Tenant의 매출에 연동되는 경우가 많다. 따라서 Anchor Tenant의 폐점이 In-line Tenant에 미치는 손실을 방지하기 위해, 재정 위기에 처한 Anchor Tenant를 직접인수하여 이를 해결하고자 했다. 2020년 Forever 21, J.C. Penney 등 Anchor Tenant 역할을 하던 브랜드들을 인수한 사례가 이러한 전략의 일환으로 볼 수 있다.

표 12. 리테일 리츠 자산별 특성 구분

구분	지역몰 (Regional Mall)	쇼핑센터 (Shopping Centers)	프리스탠딩 (Free Standing)
특징	대형 실내 쇼핑몰 쇼핑 + 엔터테인먼트	생활 밀착형 쇼핑시설 야외공간에 소매점 밀집	단일 건물로 구성된 독립형 소매점
자산규모	중대형	중형	소형
자산위치	도심 또는 주요 교외지역	주거지역 근처(도심, 교외)	주로 교외 (고속도로 근처)
주요 임차구조	최소보장임대료 + 매출연동 계약구조	최소보장임대료 + 매출연동 계약구조	넷리스
주요 임차인	대형 백화점, 패션 브랜드, 레스토랑 등	식료품점, 서비스매장 등	대형 할인점, 드럭스토어 등
계약기간	중장기(10~20 년)	중기(5~10 년)	장기(10~25 년)
경기민감도	높음	중간	낮음
비용부담 주체	소유주	소유주	임차인
추가수입 여력	높음 (임대료 외 부가수입)	중간 (리테네팅 유리)	낮음
필수재 비중	사이먼프로퍼티(SPG) 메이서리치(MAC) 등	김코리얼티(KIM) 리젠시센터(REG) 등	리얼티인컴(O) NNN 리츠(NNN) 등

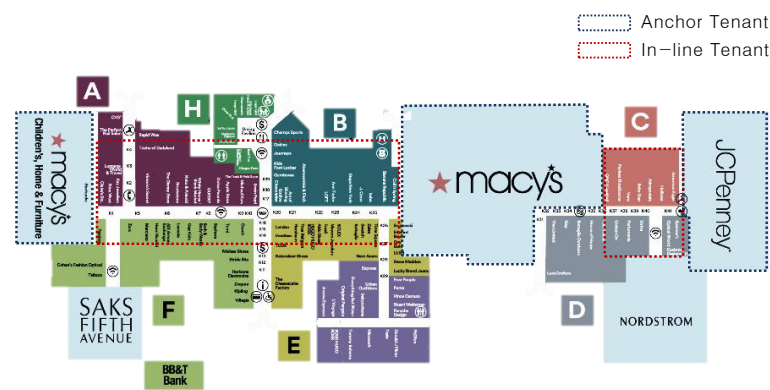
자료: 대신증권 Research Center

표 13. 리테일 리츠 M&A 거래내역 (단위: USDbn)

거래시기	피인수기업	인수기업	거래액
2020	Taubman Centers	Simon Property Group	7.5
2021	Weingarten Realty Investors	Kimco Realty	5.6
2021	VEREIT	Realty Income	17.3
2021	Retail Properties of America	Kite Realty Group Trust	4.6
2023	Urstadt Biddle Properties	Regency Centers	1.4
2024	RPT Realty	Kimco Realty	2.0
2024	Spirit Realty Capital	Realty Income	9.3

주: 지분가치를 고려하지 않은 전체 거래 규모
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

그림 114. 임차인 구성 Map (사이먼프로퍼티의 Dadeland Mall 예시)



- Anchor Tenant : 복도 양끝에 위치하여 소비자 동선 유인
- In-line Tenant : Anchor Tenant 매장으로 가는 복도를 따라 위치하여 낙수효과 기대

자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

2) 리테일 리츠 특징 – ② 프리스탠딩 : 필수재 소비 확대로 수혜예상

프리스탠딩 성장동력

- 1) 안정적 임대율
- 2) 필수재 위주 오프라인 소비 동향
- 3) 할인 소매업체 신규임차 증가

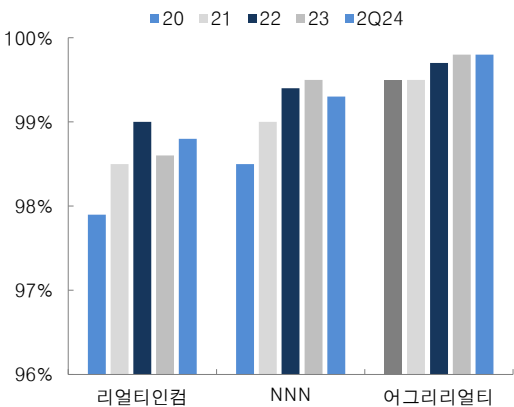
최근 리테일 오프라인 소비의 특징으로 필수재 소비가 확대되는 모습이 나타나고 있어 프리스탠딩 리츠의 성장이 예상되며, 주요 포인트는 아래 3가지이다.

첫째, 프리스탠딩 자산의 안정적인 임대율이 꾸준히 유지되고 있다. 프리스탠딩 리츠는 주로 단일 임차인과 장기 계약을 맺는 특성을 가지고 있어, 코로나 팬데믹과 같은 경제적 불확실성 속에서도 높은 임대율을 유지해왔다. 이러한 안정적인 임대 수입은 FFO 증가로 이어지고 있으며 경기변동에도 지속적인 성장을 이어가고 있음을 알수 있다.

둘째, 경기둔화 및 고금리 여파로 리테일 오프라인 소비가 필수재 위주로 재편되고 있다. 2019년부터 2024년 6월까지 섹터별 소매 매출 증가율을 살펴보면, 의류, 식음료, 자동차, 주유소 등 생활 필수재와 관련된 매장 매출이 가장 크게 증가했다. 반면, 헬스케어, 가구, 연료, 전자제품, 백화점 등 사치재 성격이 강한 분야에서는 소비 성장률이 상대적으로 낮게 나타났다. 프리스탠딩 리츠의 주요 임차인은 약국, 편의점, 주유소, 레스토랑, 생활용품 할인점 등 필수재 소비 업종으로 구성되어 있어, 이러한 소비 트렌드 변화에 따라 안정적인 수익 구조를 유지할 것으로 전망된다.

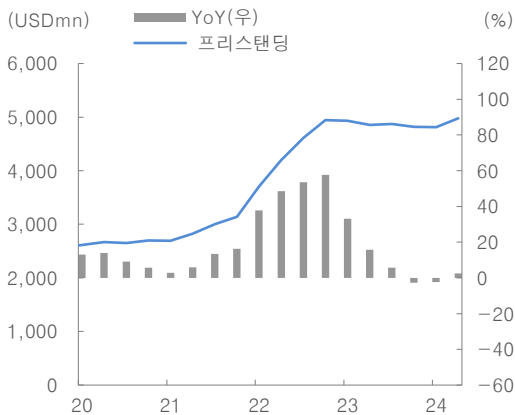
셋째, 프리스탠딩 리츠의 주요 임차인인 할인 소매업체들의 신규임차 증가이다. 2024년 2분기 기준으로 신규 임차 계약 199건 중 81%가 할인 소매업체에 의해 체결되었으며, 특히 Dollar Tree는 같은 기간에만 216만 평방미터 규모의 신규 임차 계약을 체결하며 지점 확장에 박차를 가하고 있다. 프리스탠딩 대표리츠인 리얼티인컴의 임대료 비중 1~3위를 차지하는 주요 임차업체도 모두 할인 소매업체들이다. 이러한 할인 소매점의 확장세는 고물가로 인한 소비자들의 재정 부담을 반영한 것으로 해석되며, 프리스탠딩 리츠의 안정적 성장을 뒷받침할 중요한 요소로 작용할 것이다.

그림 115. 프리스탠딩 리츠 임대율



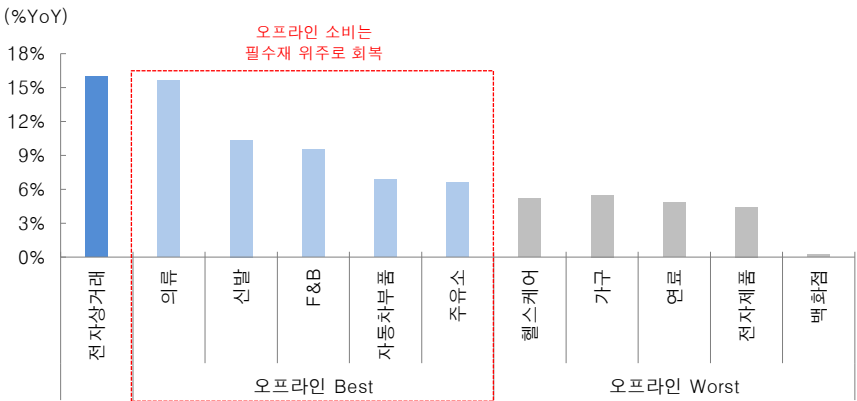
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 116. 프리스탠딩 리츠 FFO 추이



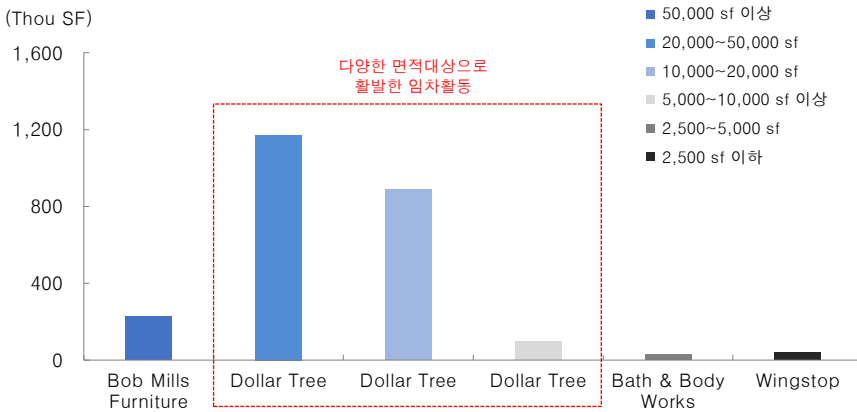
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 117. 미국 리테일 분야별 연평균 증가율 (2019~2024 1H)



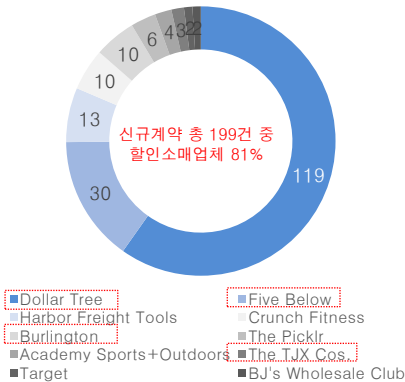
자료: U.S. Census Bureau, 대신증권 Research Center

그림 118. 면적별 주요 리테일러 임차비중 (2Q24)



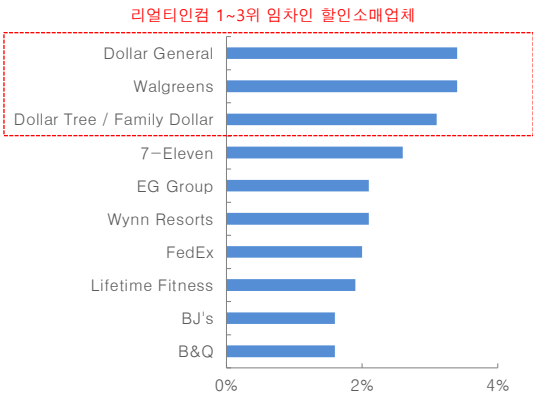
자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 119. 신규임차 브랜드 Top 10 (2Q24)



자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 120. 리얼티인컴 주요 임차인 및 임대료비중



자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

2) 리테일 리츠 특징 - ③ 지역몰 : 임대회복 & 체험형 테넌트 유치 강점

지역몰성장동력

- 1) 우량리츠 위주 재편
임대율 회복세
- 2) 체험형 오프라인
상점 유치에 유리
- 3) 멀티테넌트 구조
경기변화에 유연한
대처 가능

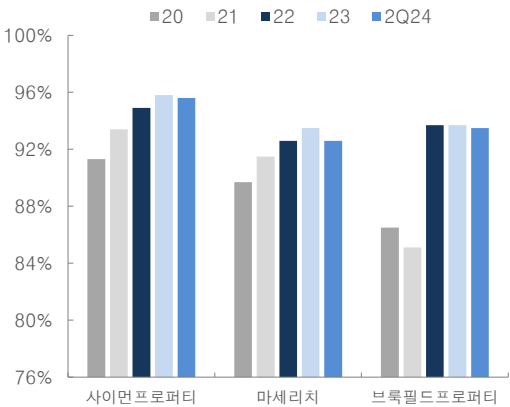
최근 리테일 오프라인 소비에서 경험 소비가 증가함에 따라 체험형 오프라인 상점 유치에 강점이 있는 지역몰 리츠의 성장이 전망된다. 이러한 지역몰 리츠의 투자 포인트는 3가지로 요약할 수 있다.

첫째, A급 몰 중심으로 체질 개선이 이루어지면서 임대율이 회복하고 있다. 지역몰은 코로나 팬데믹 당시 거리두기 조치로 인해 리테일 섹터에서도 가장 큰 타격을 받았으나, 이후 다수의 인수합병 과정을 거치며 프리미엄 몰을 보유한 대형 리츠 중심으로 재편되었다. 2019년에 7개였던 지역몰 리츠는 2024년 3개로 축소되었으며 현재 지역몰 리츠들의 임대율은 안정적인 회복세에 진입하였다.

둘째, 우수한 입지와 넓은 공간 등 체험형 오프라인 상점 유치에 유리한 강점을 갖고 있다. 코로나 팬데믹 이후 오프라인 상점의 새로운 트렌드는 단순한 ‘상품 판매’에서 벗어나 ‘브랜드 및 고객 경험 강화’에 중점을 두고 있다. Mackinsey의 경험 주도 성장 전략에 따르면, 고객 경험 중심의 전략을 구축한 기업은 고객 만족도와 충성도를 높여 궁극적으로 수익성을 증대시킬 수 있다. 지역몰은 교외의 핵심 입지에 위치해 고객 유인력이 뛰어나며, 넓은 공간과 다양한 볼거리를 제공해 고객의 체류 시간을 늘리기 때문에 체험형 오프라인 매장으로선 선호도가 높다. 경험 소비의 중요성이 커짐에 따라 이러한 경험을 제공하는 오프라인 리테일 점포의 수요도 계속해서 확장될 것으로 예상된다.

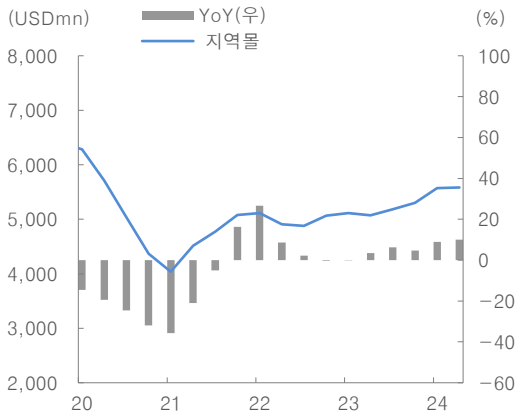
셋째, 지역몰 리츠는 다양한 테넌트 믹스를 통해 경기변화에 유연하게 대처할 수 있는 수익 구조를 보유하고 있다. 지역몰은 다양한 업종의 테넌트를 유치해 소비자들이 한 곳에서 여러 경험을 할 수 있도록 하며, 이를 통해 방문객의 체류 시간을 늘리고 소비를 촉진한다. 특히, A급 몰은 우수한 신용도를 가진 다양한 업종의 임차인들로 구성되어 있어 경제 상황 변화에도 리츠의 수익을 더욱 안정적으로 유지할 수 있는 강점을 지니고 있다.

그림 121. A급 지역몰 운영업체 임대율



주: 브룩필드프로퍼티는 에퀴티 주식
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 122. 지역몰 리츠 FFO 추이



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 123. 경험 주도 성장 전략의 고객가치성장 단계

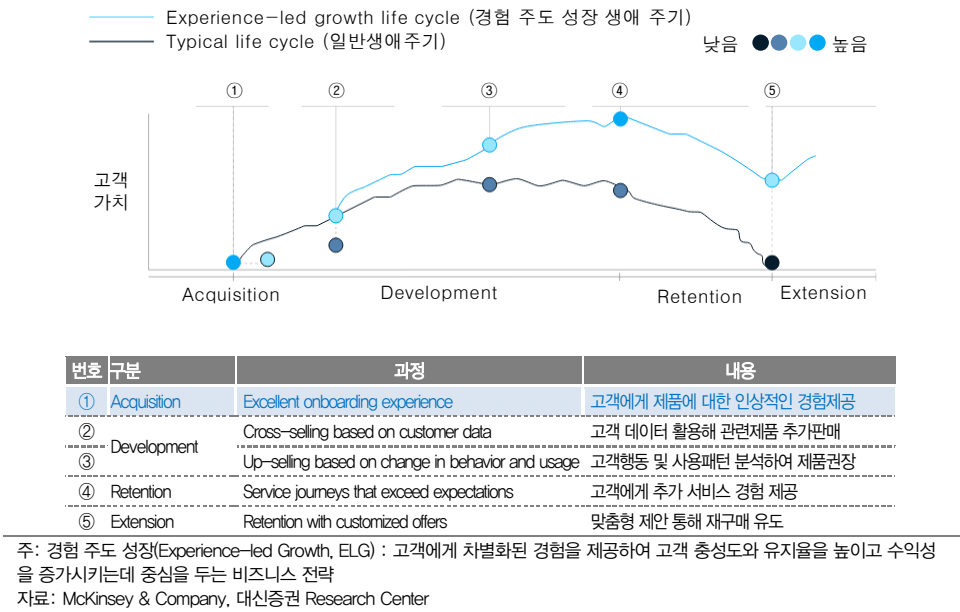


그림 124. 체험형 리테일 브랜드 임차면적 (2Q24)

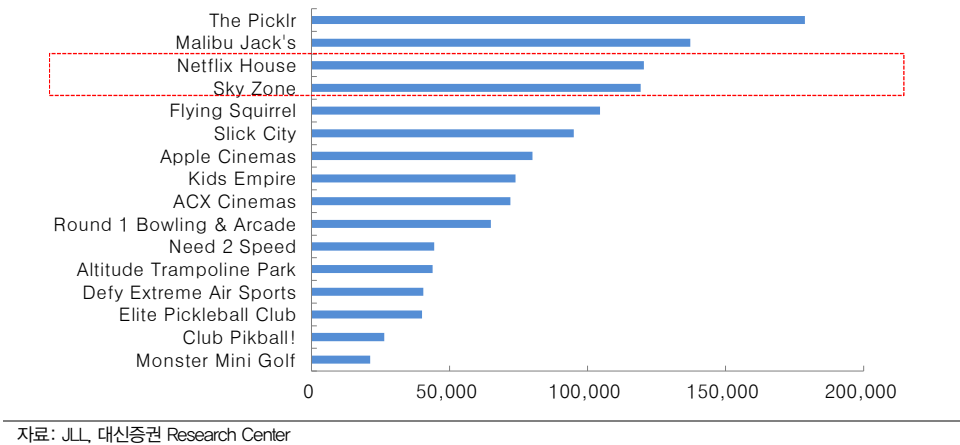


그림 125. 사이먼프로퍼티 체험형 임차(Netflix House)



주: 2025년 킹 오브 프러시아 몰(King of Prussia Mall) 개장예정
자료:대신증권 Research Center

그림 126. 사이먼프로퍼티 체험형 임차(Sky Zone)



자료:대신증권 Research Center

리테일 리츠 주요 지표

표 14. 리테일 리츠 대표 종목

티커	종목명	현재가 (USD)	시가총액 (USDbn)	Return (%)			Valuation		Dividend		Stability		
				1M	1Y	YTD	P/FFO (배)	P/B (배)	DPS (USD)	배당률 (%)	부채 비율(%)	순부채/ EBITDA	EBITDA /총이자
SPG	사이먼 프로퍼티그룹	164	53,445	8.5	42.7	14.9	12.3	18.4	7.0	4.7	719.1	6.3	4.7
O	리얼티 인컴	62	54,238	5.0	10.8	8.5	15.5	1.5	3.1	5.0	66.4	6.1	4.7
NNN	NNN 리츠	47	8,687	1.6	20.6	9.7	14.2	2.1	2.2	4.8	104.9	6.0	4.4
KIM	김코 리얼티	23	15,660	5.9	23.6	9.0	14.6	1.6	1.0	4.5	79.6	6.6	4.3
REG	리젠시 센타스	73	13,567	3.1	16.2	8.2	17.3	2.0	2.6	3.7	61.2	5.3	5.2

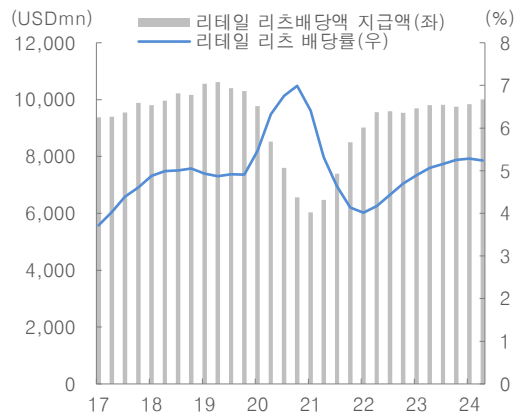
주: 2024년 9월 4일 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 127. 리테일 리츠 상대성과 비교



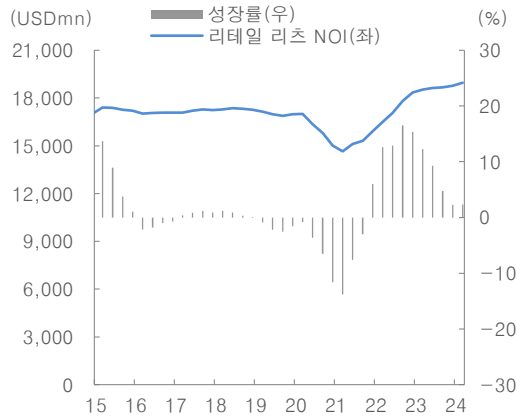
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 128. 리테일 리츠 배당지급액 및 배당률



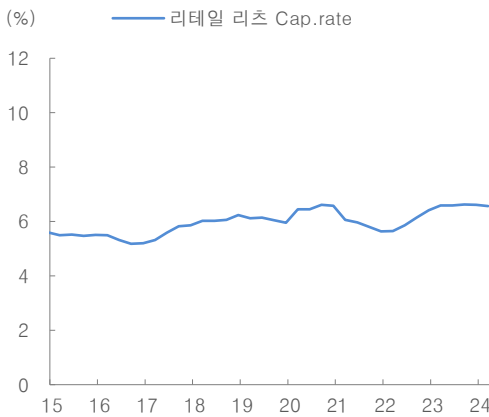
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 129. 리테일 리츠 NOI



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 130. 리테일 리츠 Cap.rate



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

Ⅵ. 인프라 리츠 : 성장속도 둔화되었으나 5G모멘텀은 유지

1) 인프라 산업 현황 – 성숙기에 접어든 5G 투자

성숙기에 도달한
5G 네트워크 시장

글로벌 5G 서비스 시장은 2023년 가입자 수가 16억 명에 도달하며 성숙기에 진입하였고, 2029년까지 56억 명으로 확대될 것으로 전망된다. 특히, 북미 지역과 인도 등 신규 지역에서 5G 서비스의 공급이 확대되면서 가입자 수가 빠르게 증가하였다. 북미 지역의 경우, 5G 가입률이 61%로 세계에서 가장 높은 수준을 기록하고 있으며, 2029년에는 92%에 도달해 최상위권을 유지할 것으로 예상된다.

이동통신 네트워크
세대전환 순서

- 1) Coverage 확대
- 2) Capacity 확대

이동통신 네트워크가 새로운 세대로 전환될 때, 데이터 트래픽은 기하급수적으로 증가하며, 이에 따라 통신업체들의 Capex가 단계적으로 상승하는 경향을 보인다.

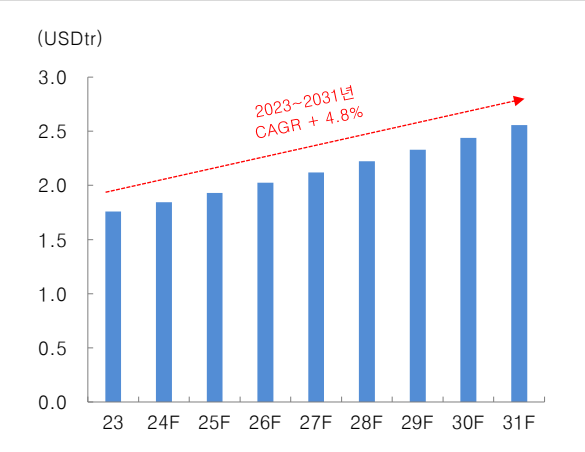
구체적으로 이동통신 세대 전환이 이뤄질 때 네트워크 투자는 1) Coverage(서비스 가능지역) 확보 이후, 2) Capacity(서비스 용량) 확대 순으로 진행된다. 2020년부터 시작된 5G 네트워크의 커버리지 투자는 2022년에 정점을 찍었으며, 2024년 현재는 Capacity 투자 단계로 넘어가 투자 규모와 성격이 변화하고 있다. 실제로 2022년을 이후 미국 통신사 5G Capex 규모는 감소추세에 있으며 2029년 6G 시대 진입 전까지 완화된 투자속도가 유지될 것으로 예상된다. 다만,

통신업체 Capex 투자
연계성이 높은
셀타워리츠 매출

한편, 인프라 리츠는 통신탑을 임대하는 특성 때문에 셀타워(Cell Tower) 리츠라고도 불리며, 무선 통신업체의 자본 지출(Capex) 투자와 모바일 데이터 트래픽 증가에 따라 매출이 연동되는 경향이 있다. 이동통신 네트워크의 세대 전환과 데이터 트래픽 증가는 인프라 리츠의 성과와 밀접한 연관성을 가지며, 5G 네트워크의 확장은 이러한 리츠의 지속적인 성장을 뒷받침한다.

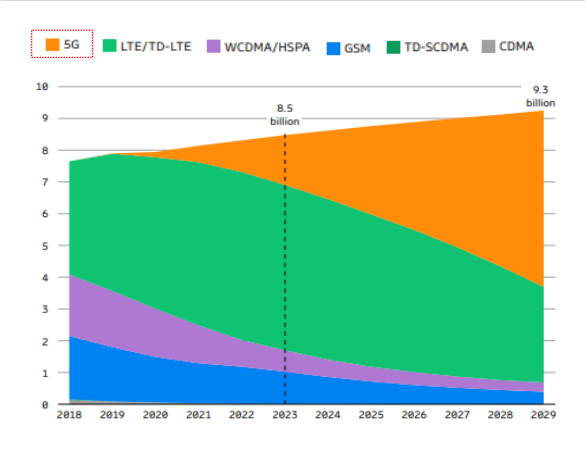
현재 이동통신사의 Capex가 감소하는 추세에 있어 5G 초기 단계만큼의 빠른 성장은 어렵지만, 5G 네트워크의 비중이 계속해서 증가함에 따라 Capacity 관련 투자는 꾸준히 증가할 전망이며, 이에 따라 인프라 리츠도 지속적인 수혜를 받을 것으로 예상된다.

그림 131. 글로벌 이동통신 서비스 시장규모



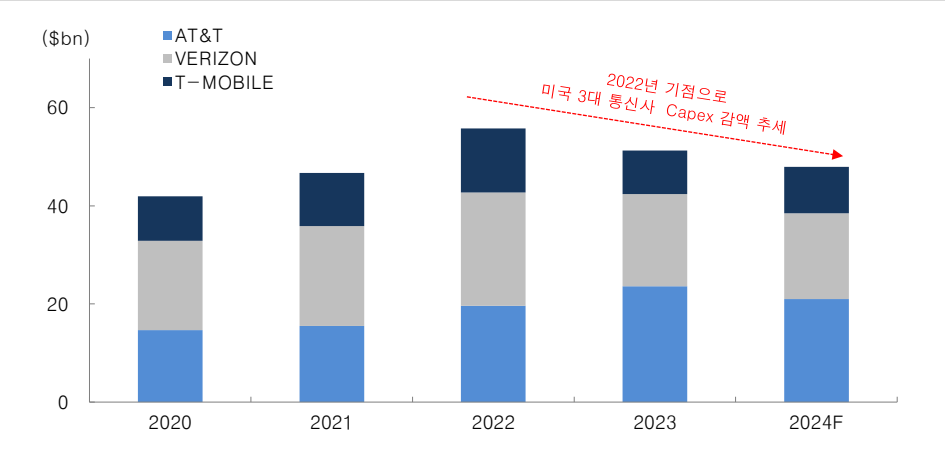
자료: 한국수출입은행, Allied Market Research, 대신증권 Research Center

그림 132. 기술별 모바일 구독자수



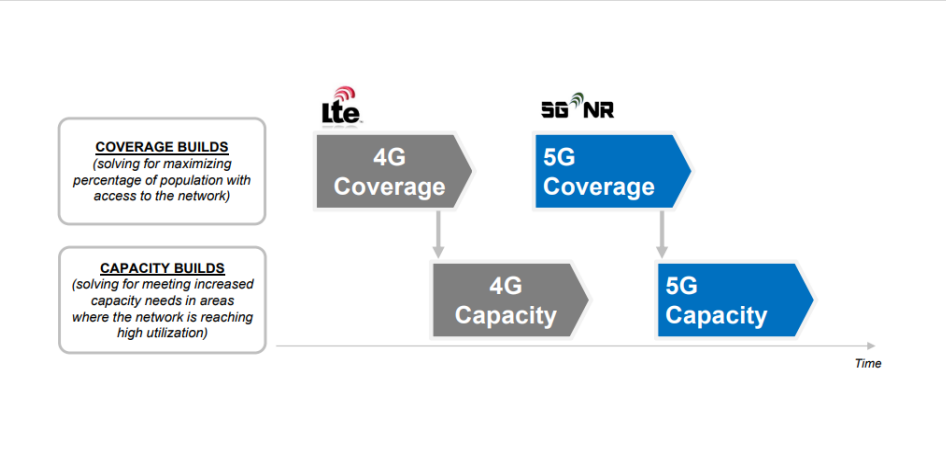
자료: Ericsson, 대신증권 Research Center

그림 133. 미국 3대 통신사 Capex 규모 추이



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 134. 이동통신세대 변화 시 네트워크 투자 단계



자료: American Towe, 대신증권 Research Center

2) 인프라 리츠 특징 – ① 강력한 Cash Flow 모델

인프라 리츠 사업구조
높은 이익률을 가진
현금흐름모델

인프라 리츠는 우량한 통신업체 임차인으로부터 안정적인 임대수입 확보가 가능하고 유지보수 비용이 적게 들어 우수한 현금흐름 사업모델을 가지고 있다.

인프라 리츠는 통신탑을 포함하여 무선 통신업체가 네트워크 인프라를 설치할 수 있는 공간을 임대하는 사업을 영위하며, 하나의 통신탑에 여러 통신업체를 수용하는 형태로 운영된다. 셀타워 리츠는 물리적인 부분(토지, 타워 구조물)을 소유 및 운영하고 기술적인 부분(안테나, 케이블 등)은 임차인이 설치하여 운영하는 형태이다.

셀타워 임대사업 특징

- 1) 규모의 경제 가능
- 2) 임차인 장기계약

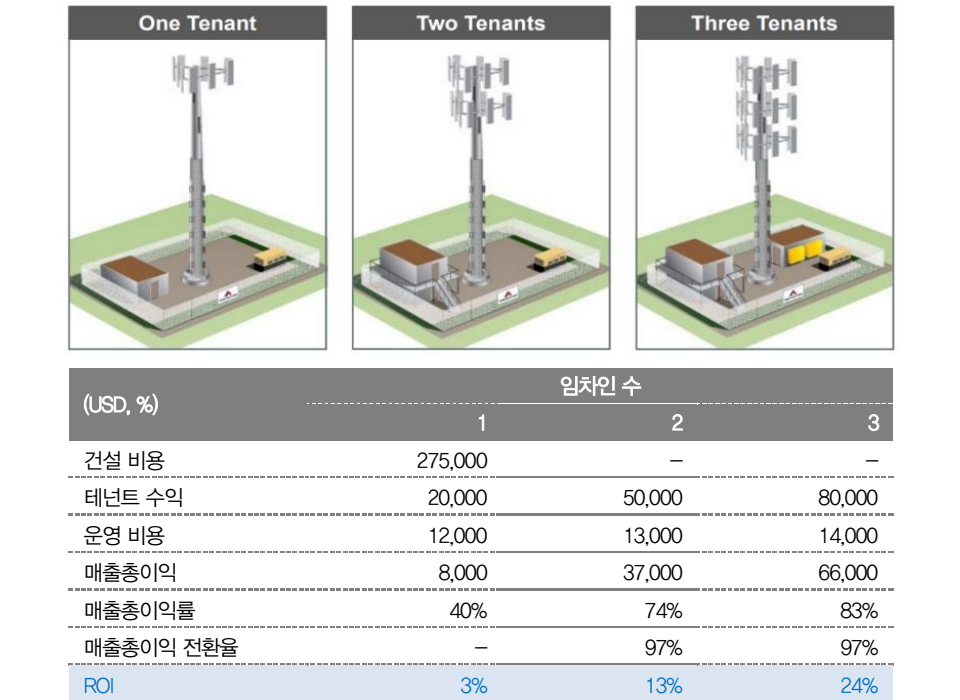
인프라 리츠의 셀타워 임대 사업은 다음과 같은 2가지 특징이 있다.

첫째, 규모의 경제 효과가 가능하다. 타워구조물에는 여러 임차인이 함께 사용이 가능하며 타워가 클수록 장비 설치면적이 늘어나 여러명의 임차인 확보가 가능하다. 따라서, 임차인이 증가해도 운영비용이 크게 늘어나지 않는 사업구조형태로 임차인이 많을 수록 수익률이 더 늘어나는 사업구조이며 높은 이익률을 확보할 수 있다.

- 2) 임차인 네티스 장기계약구조

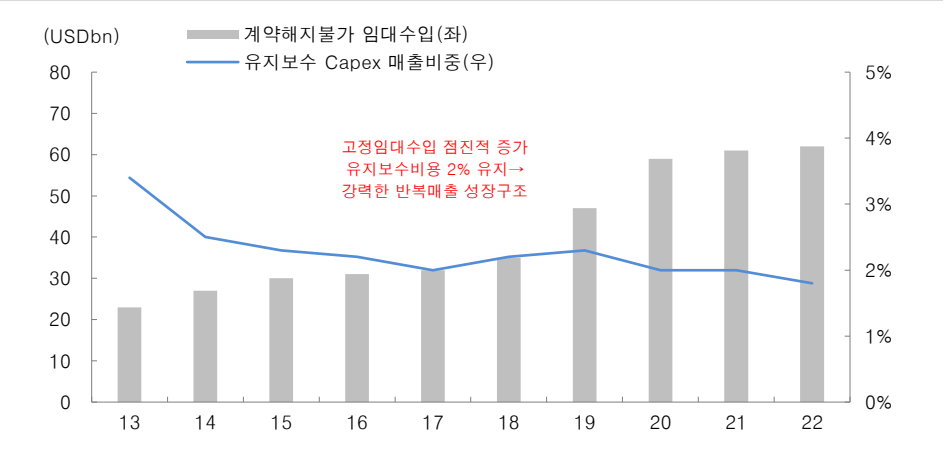
둘째, 안정적인 임대수입이 보장된다. 주로 네티스 임차계약이며 평균 5~10년 이상의 장기 리스를 체결하고 중도 해지가 불가한 조항이 있어 안정적인 임대수입을 제공한다. 또한, 설비 운영과 관련된 비용은 임차인이 부담하기 때문에 운영비용 부담이 적으며, 셀타워는 전통적인 부동산 자산보다 관리항목이 적어 유지보수 비용이 상대적으로 낮아 운영 효율성도 높다. 예를 들어, 아메리카 타워는 고정 임대수입이 증가하는 구조 속에서 유지보수 비용을 2% 수준으로 유지하며, 강력한 반복 매출 성장 구조를 보유하고 있다.

그림 135. 셀타워 사업의 규모의 경제효과



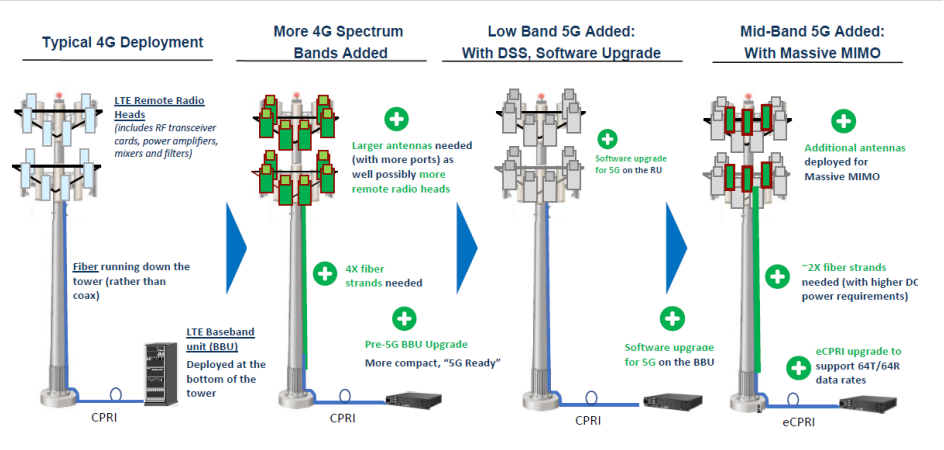
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

그림 136. 아메리칸타워 리츠 사업의 수익구조



자료: American Tower, 대신증권 Research Center

그림 137. 셀타워 네트워크 세대 변화에 따른 장비설치 증가 (4G → 5G)



자료: American Tower, 대신증권 Research Center

2) 인프라 리츠 특징 - ② 도시형태별 매크로셀 & 스몰셀 동반성장 예상

도시형태별로
매크로셀 & 소형셀
동반성장 예상

5G 네트워크 확대에 따라 각각의 강점을 지닌 매크로셀과 스몰셀 시장 모두 성장할 것으로 예상된다.

셀타워는 커버리지 범위와 송신 전력도에 따라 매크로셀(Macro Cell, 커버리지 및 송신 전력 높음)과 스몰셀(Small Cell, 커버리지 및 송신 전력 낮음)로 구분되며, 각 도시의 인구 밀집도에 따라 요구되는 네트워크 인프라 유형이 달라진다.

매크로셀은 주로 트래픽 밀집도가 낮은 교외나 농촌 지역에 적합한 모델로, 미국 지역의 98% 이상에서 활용되며 미국 인구의 84% 이상이 해당된다. 반면, 스몰셀은 인구 밀집도가 높은 도심 지역에 적합한 모델로, 매크로셀에 비해 구축 비용이 적게 들고 크기가 작아 공간 효율성이 뛰어나다. 특히, 트래픽이 높은 지역에서 매크로셀을 보완하는 방식으로 용량 증대에 유리하다.

매크로셀
: 저~중대역 활용
통신사 수요 예상

매크로셀과 스몰셀 시장의 성장 여력은 각각 다음의 이유로 설명할 수 있다.

첫째, 매크로셀은 저~중대역을 사용하는 통신사의 지속적인 수요가 예상된다. 많다는 점이다. 미국은 저~고 대역을 모두 활용하여 높은 대역폭(Bandwidth)을 갖고 있으며, 유럽의 경우에는 주로 3.5GHz를 활용한 중대역을 사용하고 있다. 저대역과 중대역은 넓은 범위를 커버하기 때문에 매크로셀의 역할이 중요하다. 따라서 다양한 범위에서 매크로셀의 수요는 지속될 가능성이 높으며, 이는 특히 교외와 농촌 지역에서 더욱 중요하다.

스몰셀
: 도심지역 네트워크
확장수요 기대

둘째, 스몰셀시장은 인구 밀집 지역에서의 네트워크 확장 수요가 기대된다. 스몰셀은 커버리지 범위와 송신전력이 낮아 인구 밀집도가 높은 도심지역에서 효과적으로 네트워크 용량을 증대시킬 수 있다. 또한, 스몰셀은 비용 효율성이 높을뿐만 아니라 설치가 용이하고 공간 효율성이 뛰어나 도심지나 실내와 같은 좁은 공간에서 유용하게 활용될 수 있다.

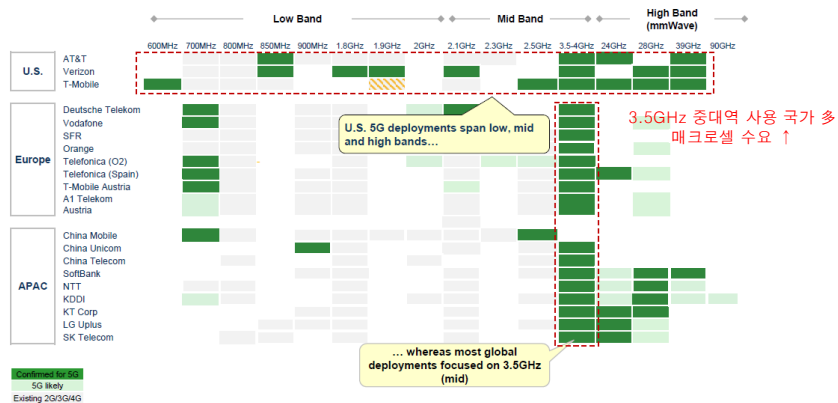
이 두 가지 셀은 상호보완적인 관계에 있다. 매크로셀이 넓은 지역을 포괄하는 기본적인 네트워크 구조를 제공하는 반면, 스몰셀은 그 구조 내에서 특정 고밀도 지역의 네트워크 성능을 최적화하는 역할을 한다. 따라서 통신업자들은 전체 네트워크 성능과 안전성을 향상시키기 위해 두 셀의 강점을 극대화하며 함께 사용하는 경우가 많다.

표 15. 미국 도시형태별 셀타워 유형

배포 지역	밀집된 도시 / 일반도시	교외	농촌
대역	5G High	5G Mid	5G Low
용량	최고 용량	개선된 용량	좋은 전파
커버리지	제한된 커버리지	낮은 전파	상대적으로 제한된 용량
타워 유형	스몰셀 타워	매크로셀, 스몰셀 타워	매크로셀 타워
주파수 범위	mmWave	2-6GHz	sub 2GHz
총 MHz 대역폭 가용성	약 11GHz	약 500-600MHz	약 100MHz
인구 밀도 (명/km ²)	11,500+ (밀집된 도시) 2,900~11,500 (일반도시)	230 - 2,900 (교외)	<230 (농촌)
미국 지역 비율	<1%	1%	97%
미국 인구 비율	16%	54%	30%
필수재 비중	사이먼프로퍼티(SPG) 메이서리치(MAC) 등	킴코리얼티(KIM) 리젠시센터(REG) 등	리얼티인컴(O) NNN 리츠(NNN) 등

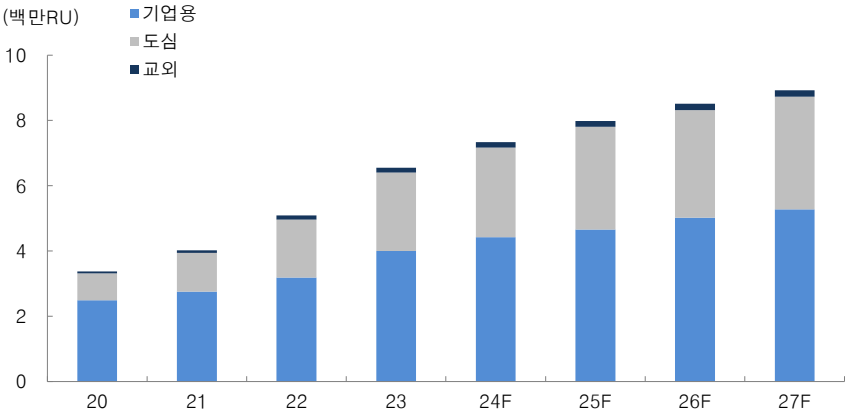
자료: 대신증권 Research Center

그림 138. 글로벌 5G 주파수별 대역



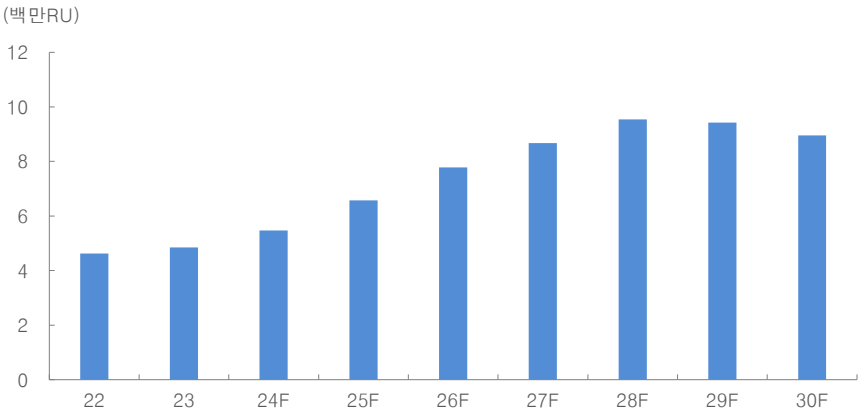
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

그림 139. Small Cell 설치규모 전망



주: RU (Radio Unit) : 무선 통신 시스템에서 송신 및 수신 기능을 수행하는 하드웨어 장치
자료: Small Cell Forum, 대신증권 Research Center

그림 140. Small Cell 투자규모 전망



자료: Small Cell Forum, 대신증권 Research Center

2) 인프라 리츠 특징 - ③ 셀타워 산업 선도업체로서 시장지배력 보유

초기 투자비용 높은
셀타워 산업

→ 인프라 리츠는
선도업체로서 강한
시장지배력 보유

높은 비용이 수반되는
셀타워 개발

고레버리지 특징에
따른 금리리스크 존재

→ 재무안정화에 집중
하고 있는 인프라
리츠

셀타워 산업 선도업체로서 인프라 리츠의 높은 시장지배력이 지속될 것으로 예상된다.

셀타워 산업은 대규모 자본 투자가 필요한 자본집약적 산업으로, 통신탑 개발에는 상당한 초기 비용이 수반되며 특히 개발 초기에 선제적인 대규모 자금 투자가 요구된다. 이러한 특성 때문에 신규 플레이어의 시장 진입이 제한적이며 이로 인해 시장은 초기 진출한 선도업체들이 주도하는 경향이 강하다. 실제로 현재 미국 셀타워 시장은 3대 리츠사가 80% 이상의 시장 점유율을 확보하고 있다.

셀타워 한 개를 개발하는 데에는 평균적으로 초기 부지 매입, 인허가, 설계, 건축 등 모든 과정을 포함하여 25만 달러 이상의 비용이 소요된다. 특히, 광대역 타워 건설의 경우 그 규모가 클수록 추가적인 비용이 발생하게 되며, 이로 인해 초기 자본비용 부담이 매우 크다. 이러한 높은 비용 구조 때문에, 대부분의 통신업체들은 자체 개발보다는 셀타워를 임차하는 방식을 선호하는 경향이 있다. 셀타워를 직접 보유하고 운영하는 대신, 타워를 임대함으로써 초기 자본 지출을 최소화하고, 보다 유연한 재무 운영이 가능해진다.

다만, 셀타워 산업은 초기 자본 지출 시 레버리지 활용도가 높아, 금리 변동에 민감하게 반응하는 경향이 있다. 특히 2022년 하반기 이후 지속된 고금리 환경에서 인프라 리츠 업체들은 부채비용을 낮추고 사업 수익구조를 효율화하는 전략에 중점을 두고 있다. 이러한 전략은 고금리 환경에서 리스크를 최소화하고, 장기적인 재무 안정성을 유지하기 위한 필수적인 대응으로 평가된다.

예를 들어, 아메리칸타워는 2022년 1분기 6.4배에 달했던 부채/EBITDA 비율을 2년 동안 4.8배 수준으로 낮췄으며, 같은 기간 동안 유동성을 42억 달러에서 92억 달러로 확보하였다. Capex 투자를 줄이고 수익성이 낮은 인도사업을 매각하는 등 비용 절감 기조를 유지하며 실적 방어에 주력하고 있다. 이러한 전략은 고금리 환경에서의 안정성을 강화하고, 향후 금리 인하 시 부채 비용 절감을 통해 성장에 집중할 수 있는 기반을 마련하는 데 초점을 맞추고 있다.

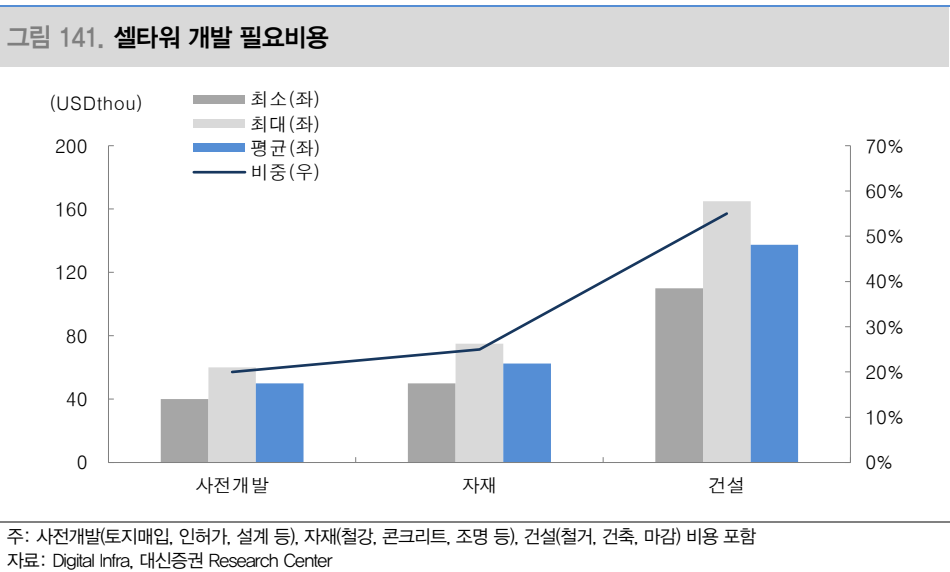
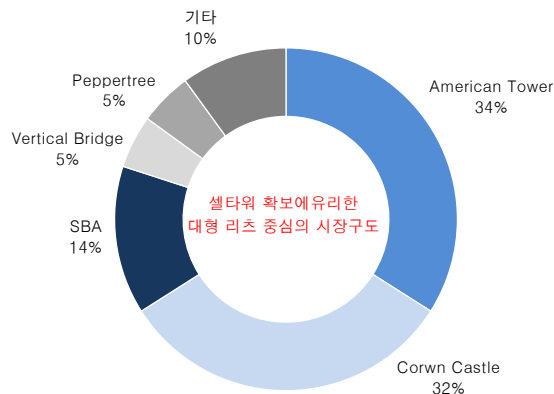
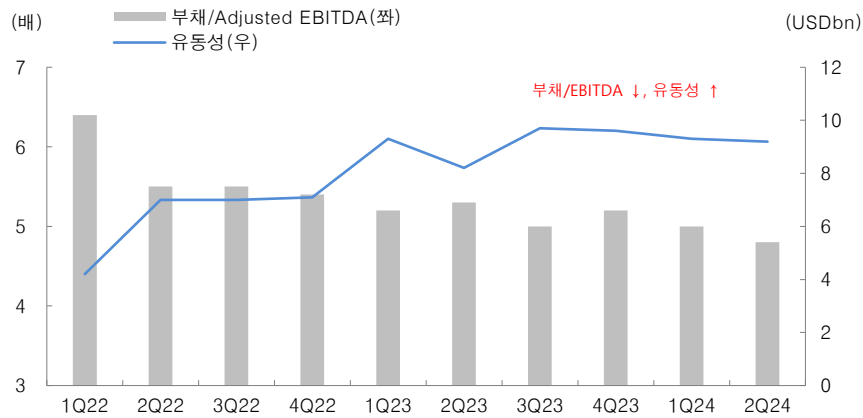


그림 142. 셀타워 시장 점유율



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 143. 아메리칸 타워 부채지표



주: 사전개발(토지매입, 인허가, 설계 등), 자재(철강, 콘크리트, 조명 등), 건설(철거, 건축, 마감) 비용 포함
자료: Digital Infra, 대신증권 Research Center

인프라 리츠 주요 지표

표 16. 인프라 리츠 대표 종목

티커	종목명	현재가 (USD)	시가총액 (USDbn)	Return (%)			Valuation		Dividend		Stability		
				1M	1Y	YTD	P/FFO (배)	P/B (배)	DPS (USD)	배당률 (%)	부채 비율(%)	순부채/ EBITDA	EBITDA /총이자
AMT	아메리칸 타워	230	107,602	-1.8	27.4	6.7	22.0	27.9	6.5	2.9	434.0	5.5	5.3
CCI	크라운 캐슬	113	49,258	-1.6	13.6	-1.6	17.0	8.7	6.3	5.6	451.6	7.3	5.6
SBAC	SBA 커뮤니케이션스	231	24,806	0.5	4.1	-9.0	21.2	-	3.4	1.7	155.1	7.6	4.2

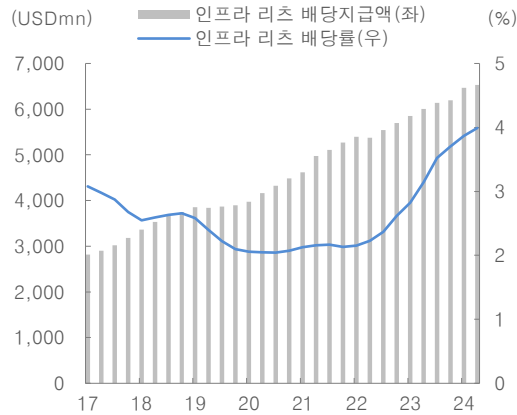
주: 2024년 9월 4일 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 141. 인프라 리츠 상대성과 비교



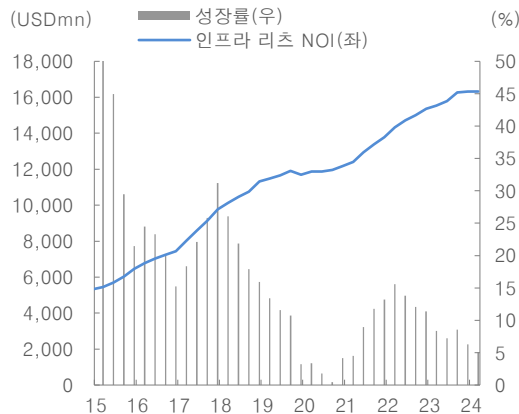
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Bloomberg, Nareit, 대신증권 Research Center

그림 142. 인프라 리츠 배당지급액 및 배당률



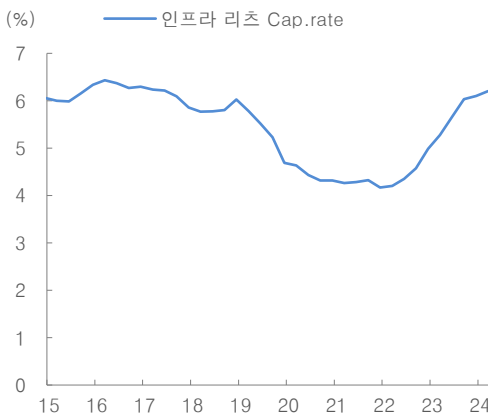
주: FTSE Nareit Index 기준
자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 143. 인프라 리츠 NOI



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

그림 144. 인프라 리츠 Cap.rate



자료: Nareit, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 김다은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.