

글로벌 부동산 투자 시리즈(1)

**일본, J-REITs**



**JAPAN**

- J-REITs
- 안정적 부동산 투자
- 높은 배당수익률
- 성장하는 유통, 관광리츠

---

이광수 02-3774-1457 kwangsoo.lee@miraeasset.com  
김민형 02-3774-1830 minhyung.kim@miraeasset.com

---

## CONTENTS

---

<b>I. 일본 리츠 투자</b>	<b>3</b>
1. J-REITs Top Picks	3
2. J-REITs 분야별 평가	4
3. J-REITs 현황	9
4. 일본 부동산 시장	12
5. J-REITs 추천 종목	18

---

<b>II. 리츠(REITs)로 투자하기</b>	<b>29</b>
1. 리츠(REITs)란?	29
2. 리츠(REITs) 투자가 필요한 이유	32
3. 리츠(REITs) 투자포인트	36

# I. 일본 리츠 투자

## 1. J-REITs Top Picks

첫 번째 글로벌 부동산 투자 제안으로 J-REITs를 선정하였다. 일본 리츠는 아시아 최대 시장일 뿐만 아니라 다양한 상품구성으로 글로벌 부동산에서 의미가 큰 투자 상품이다. 또한, 오랫동안 부동산 시장의 불황을 경험했기 때문에 역설적으로 리스크를 감안한 상품 운영에 탁월하다는 평가다. 향후 글로벌 금리인상 가능성으로 인해 리츠 시장이 상대적으로 위축될 가능성이 있다. 그러나 높은 배당수익률과 장기간에 걸친 경제적 지대(rent)를 감안할 때 일본 리츠 상품은 투자자들에게 안정적인 장기 투자자산으로서 의미 있는 역할을 할 것으로 기대된다.

현재 상장된 59개 일본 리츠 중에서 추천종목을 제시한 기준은 저평가와 수익성 그리고 성장성이다. 우선 첫 번째, 상대적 저평가 기준을 통해 종목을 선정했다. 리츠의 가치와 저평가를 판단하는 기준은 P/FFO(Price/Funds From Operation)와 P/NAV(Price/Net Asset Value)를 사용했다. 업종 분류를 통해 상대적으로 저평가 상태인 리츠를 고려했다.

두번째로 고려한 사항은 수익성이다. 배당률로 대표되는 자산 수익성이 높은 종목을 선정했다. 배당분만 아니라 부동산 자산을 통한 이익이 지속적으로 증가하는 리츠는 자산가치 상승이 가능하다. 따라서, 수익성도 투자 종목을 선정하기 위한 중요한 기준이 되었다.

마지막 투자 종목 선정기준은 성장성이다. 리츠는 대상 부동산 별로 구분이 가능하다. 대표적으로 오피스, 주택임대, 호텔, 리테일, 물류 등으로 분류할 수 있다. 분야별 시장 전망을 통해서 성장 분야를 선별했다.

이러한 기준을 통해 제시하는 J-REITs Top Picks는 총 5개 종목이다. 우선 온라인 시장 확대에 따른 수혜가 가능한 물류 부동산 리츠 Japan Logistics Fund, Inc. (8967)를 선정했다. 또한, 중국인으로 대표되는 관광객 증가에 따라 유통과 호텔 리츠 성장 가능성이 높다는 판단이다. 관련 대표 종목은 Japan Retail Fund Investment Co. (8963), Ooedo Onsen Reit Investment Corp. (3472) 이다. 고용증가와 공급제한에 따른 임대주택 리츠 또한 관심을 가져볼 필요가 있다. Japan Rental Housing Investments, Inc. (8986)를 선정한 이유다. 마지막으로 안정적인 배당 성장이 가능한 Nomura Real Estate Master Fund Inc (3462)를 J-REITs Top Picks로 제시한다.

2001년 상장된 J-REITs는 역설적이지만 부동산 시장 불황에 따른 리스크 해소 차원에서 활성화 되었다. 1990년 이후 장기 불황을 이겨내고자 부동산에 유동성을 확대하고 증권화를 통한 투자 유입을 목적으로 리츠가 도입되었다. 따라서, 자산구조의 안정성과 투명성이 높은 투자자산이다. 불확실한 투자 환경 속에서도 안전한 투자자산으로서의 J-REITs의 역할을 기대한다.

표 1. J-REITs Top Picks

(백만엔, 배)

티커	종목명	시가총액	P/FFO	P/NAV	배당수익률	ROE	NOI Yield	Appraisal Ratio
8967 JP	Japan Logistics Fund, Inc.	192,215	34.73	0.86	4.1%	5.56%	5.76%	28.66%
8953 JP	Japan Retail Fund Investment Co.	575,315	33.51	1.01	4.0%	5.39%	5.12%	9.02%
3472 JP	Ooedo Onsen Reit Investment Corp	20,428	29.68	0.92	5.5%	5.41%	7.02%	5.13%
8986 JP	Japan Rental Housing Investments, Inc.	139,897	25.12	0.97	4.5%	5.95%	5.66%	12.57%
3462 JP	Nomura Real Estate Master Fund Inc	621,195	29.36	0.97	4.1%	3.49%	5.06%	8.07%

자료: Bloomberg, Real Design Corporation, japan-reit, 미래에셋대우 리서치센터

## 2. J-REITs 분야별 평가

리츠의 가치를 판단하는 기준은 P/FFO(Price/Funds From Operation)와 P/NAV(Price/Net Asset Value)가 대표적이다. P/FFO는 주식과 비교하면 PER에 유사한 개념이다. FFO는 부동산을 통한 순운영 수익에 감가상각을 합산하여 계산한다. 시장 평균과 비교하여 P/FFO가 높으면 고평가, 낮으면 저평가라고 판단한다. 투자 종목 선정에도 중요한 기준으로 적용했다. P/NAV는 주식에서 PBR과 같은 개념이다. 리츠가 보유한 부동산 자산의 현재가치를 통해 저평가 여부를 판단한다. P/NAV가 1 보다 크면 고평가, 작으면 저평가라고 판단할 수 있지만 업종 평균 P/B를 기준으로 삼을 수도 있다.

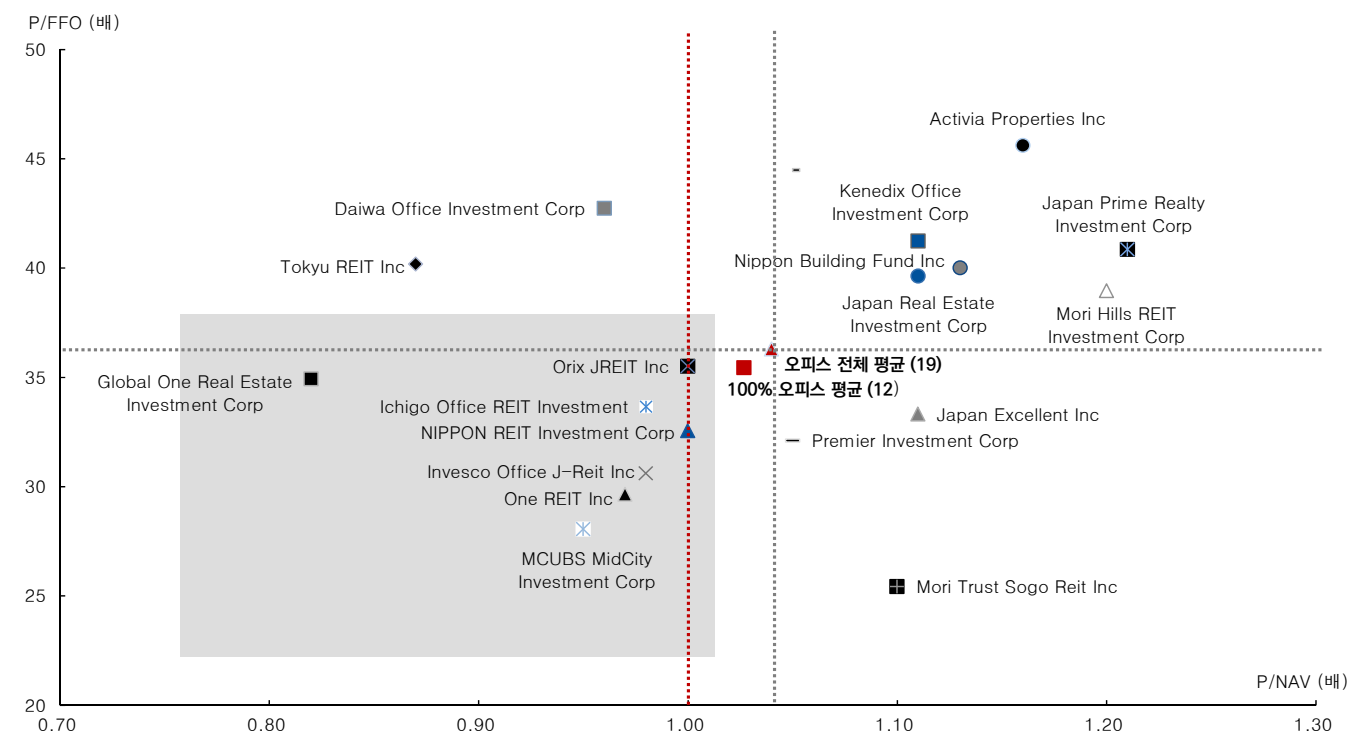
J-REITs 평가에 앞서 J-REITs를 구성하고 있는 섹터를 오피스, 주택, 상업/호텔, 물류 및 다각화로 구분했다. 자산 구성의 50% 이상이 단일 섹터인 경우에는 다각화가 아닌 과반수 섹터에 속하도록 구분했다. 이후 각 분야별 P/FFO와 P/NAV를 계산했다. 또한, 섹터별 평균 배당 수익률을 고려하여 상대적으로 저평가되어있는 종목을 선정했다.

### 1) 오피스 부동산

오피스 리츠는 일본 대표 리츠다. 도쿄, 오사카 등 대도시 오피스 부동산으로 구성된 오피스 리츠는 장기간에 걸쳐 안정적인 배당성향이 장점이었다. 우량 기업을 중심으로 한 장기 임대 계약이 대부분이기 때문이다. 2002년 이후 2017년 현재까지 오피스 리츠는 연평균 수익 배당 5.04%, 자산 매각이익 배당 0.12%를 기록했다. 높은 배당 성향 대비 자산 가치 변동률이 크고 전반적인 산업 경기에 영향을 받는 것을 약점으로 꼽을 수 있다.

상장된 오피스 리츠는 총 19개로 평균 배당수익률은 4.1%, 평균 시가총액은 2,637억엔이다. 100% 오피스 리츠 평균 P/NAV는 1.04배, P/FFO는 36.29배이다. 시장 평균보다 저평가되어 있는 리츠는 One REIT Inc, MCUBS MidCity Investment, Invesco Office J-Reit 등이다.

그림 1. 오피스 리츠 P/FFO, P/NAV 포지셔닝



자료: Real Design Corporation, 미래에셋대우 리서치센터

## 2) 거주용(주택) 리츠

거주용 리츠의 주요 자산 구성은 임대주택이다. 2004년부터 본격화된 주택 리츠는 운용 부동산 대부분이 도쿄, 나고야, 오사카, 후쿠오카에 집중되어 있다. 2004년 이후 연평균 수익 배당 5.24%, 자산 매각이익 배당 0.01%를 기록했다. 높은 배당 대비 자산 매각 이익은 거의 없는 상황이다. 일본 주택 시장 특성상 임대 비율이 높기 때문에 임대 수익률이 안정적이다. 반면, 임대 주택 매각은 빈번하게 이루어지지 않으며, 일본인 임대 비율이 높은 상황이어서 고용, 임금에 영향을 받는다. 최근 외국인 임대 비율이 점차 높아지고 있다.

상장된 주택 리츠는 총 9개다. 100% 주택 리츠 평균 배당 수익률은 4.4%, 평균 시가총액은 1,456억엔이다. 평균 P/NAV는 1배, P/FFO는 32.06배로 오피스 부동산보다 저평가 되어 있는 상황이다. 주택 리츠 업종 내에서 상대적으로 저평가 되어있는 종목은 Japan Rental Housing Investment 와 Samty Residential Investment가 있다.

그림 2. 주택 리츠 P/FFO, P/NAV 포지셔닝



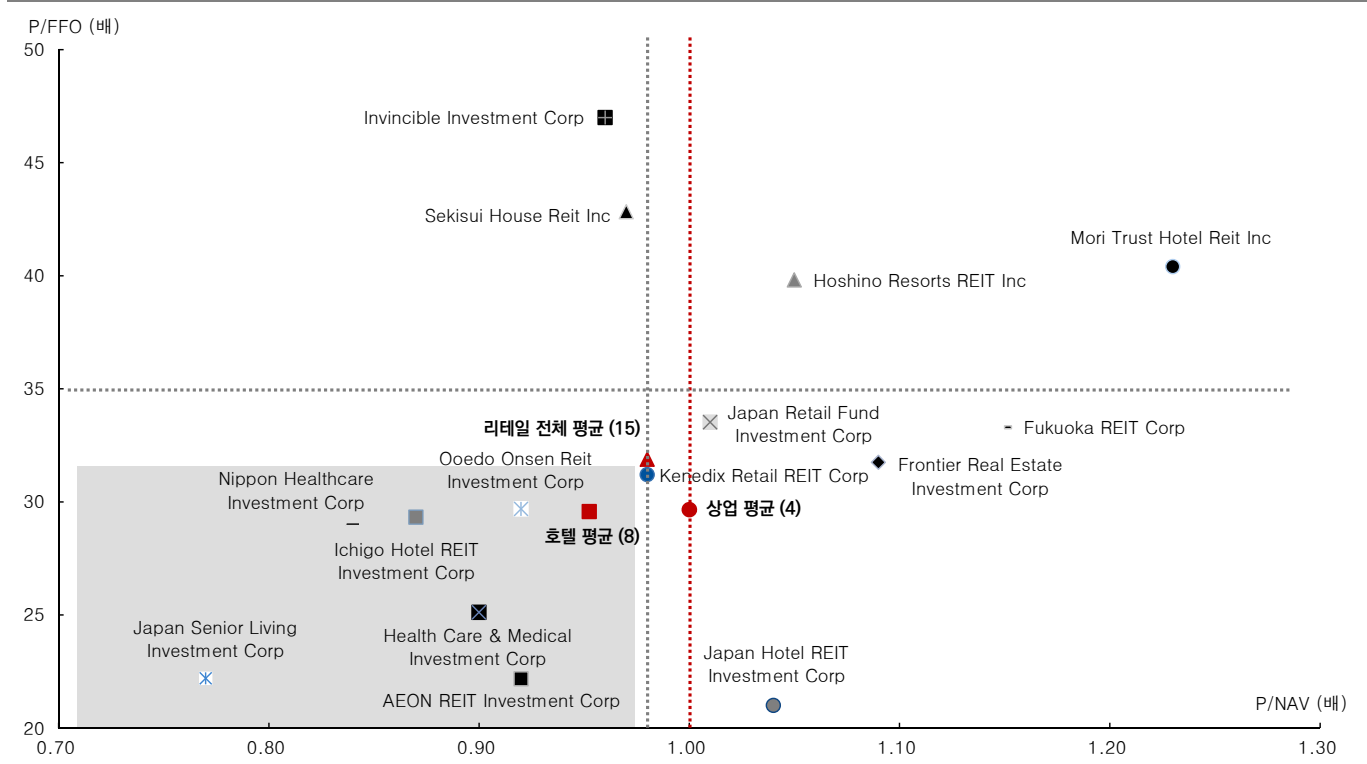
자료: Real Design Corporation, 미래에셋대우 리서치센터

### 3) 상업/호텔 리츠

리테일 부동산과 호텔을 기초자산으로 하는 리츠다. 리테일 부동산은 쇼핑몰, 면세점, 백화점 등이 대표자산이다. 호텔은 도쿄 중심업무지구 23구 CBD지역을 중심으로 위치한 부동산 비중이 높다. 부동산 대부분이 대도시 주변에 위치해 있기 때문에 관광객 증감에 따른 영향을 받는다. 리테일 리츠는 2003년부터 시작되었고 호텔은 2006년부터 운영되었다. 2002년 이후 2017년 현재까지 상업 리츠는 연평균으로 수익 배당 5.48%, 자산 매각 이익 배당 0.2%를 기록했다. 호텔리츠는 수익 배당 5.96%, 자산 매각 이익 배당 1.12%를 기록했다. 다른 자산 대비 상대적으로 높은 배당과 자산 매각 수익이 이루어졌다.

상장된 리테일 리츠는 총 15개다. 리테일 리츠 평균 배당 수익률은 4.7%, 평균 시가총액은 1,514 억엔, 총 시가총액은 2조 2,711억엔이다. 평균 P/NAV는 0.98배, P/FFO는 31.88배이다. 상업/호텔 리츠 업종 내에서 상대적으로 저평가 되고 있는 종목은 AEON REIT Investment, Ichigo Hotel REIT, Oedo Onsen Reit 등이 있다.

그림 3. 리테일 리츠 P/FFO, P/NAV 포지셔닝



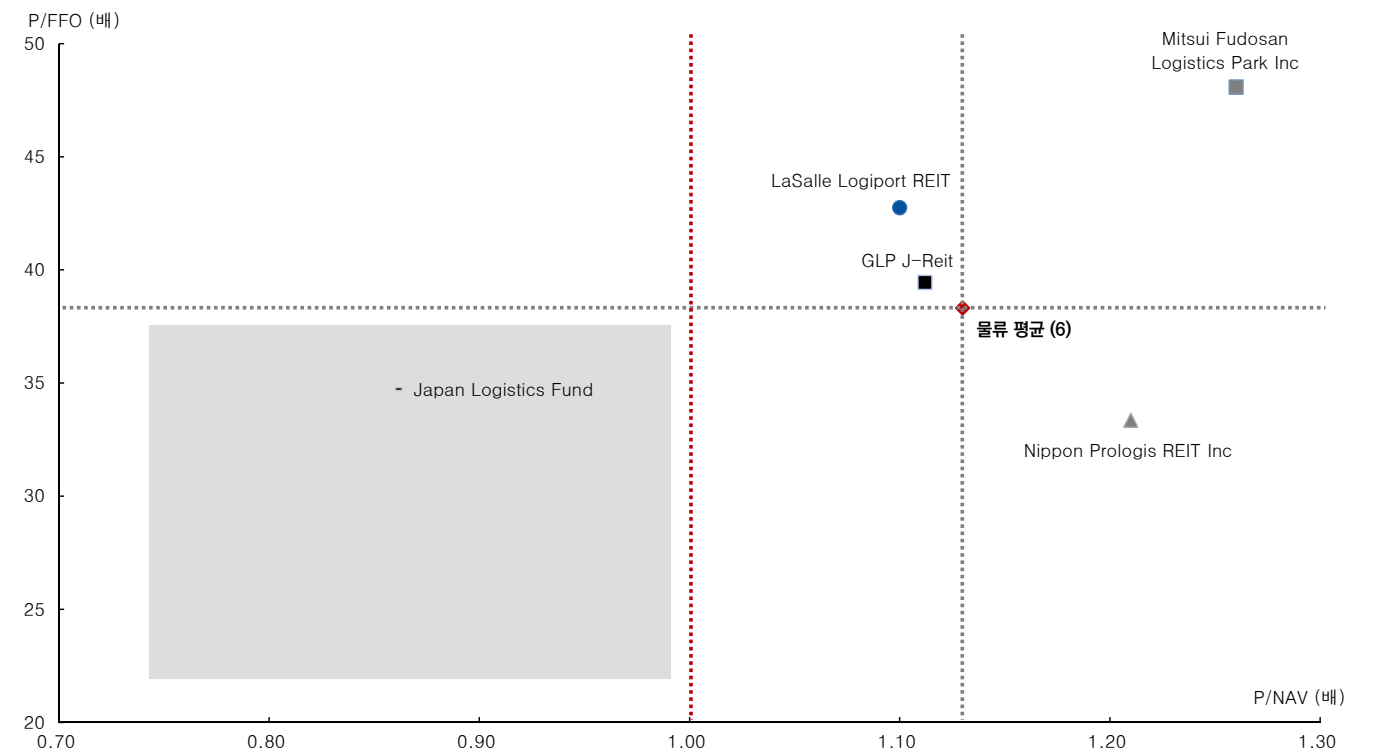
자료: Real Design Corporation, 미래에셋대우 리서치센터

#### 4) 물류 리츠

물류 부동산을 기반으로 한 리츠는 2006에 첫 상장되었다. 물류 창고가 부동산 자산 대부분을 차지하고 있는 상황이다. 온라인 유통 시장이 확대되고 소비자 욕구가 다양화되면서 물류 시설의 현대화와 대형화가 빠르게 이루어지고 있다. 물류 리츠는 2006년 이후 2017년 현재까지 연평균 기준으로 수익배당 5.44%, 자산 매각 이익 배당 2.36%를 기록했다. 비교 자산 대비 매각 이익 배당이 가장 높았다.

시장 성장성 대비 상장된 물류 리츠는 총 6개에 불과하다. 물류 리츠 평균 배당 수익률은 3.8%, 평균 시가총액은 2,229억엔, 총 시가총액은 1조 3,443억엔이다. 평균 P/NAV는 1.11배, P/FFO는 39.44배이다. 다른 리츠 섹터 대비 상대적으로 고평가되어 있는 상황이다. 물류 리츠 업종 내에서 상대적으로 저평가 되고 있는 종목은 Japan Logistics Fund가 있다.

그림 4. 물류 리츠 P/FFO, P/NAV 포지셔닝

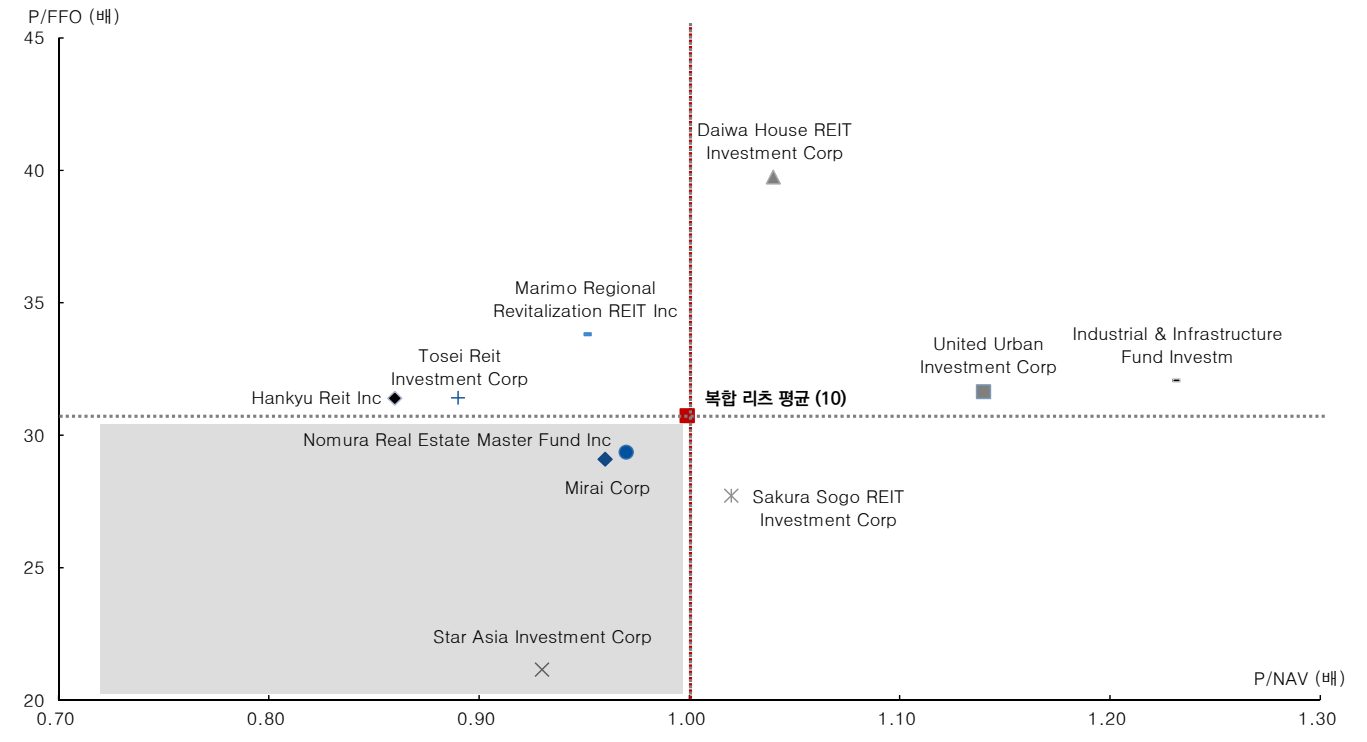


자료: Real Design Corporation, 미래에셋대우 리서치센터

### 5) 복합 리츠

오피스, 주택, 상업, 물류 리츠 이외에도 여러 분야 부동산을 운영하는 다각화 리츠가 있다. 총 10개 종목이 상장되어 있다. 대부분 주택과 오피스의 비중이 크고, 다각화 측면에서 상대적으로 변동 리스크가 적은 것이 특징이다. 평균 배당 수익률은 5%, 평균 시가총액은 2,057억엔이며 총 시가 총액은 2조 566억엔이다. 다각화 리츠 중에서 저평가 되어 있는 종목은 Star Asia, Nomura Real Estate Master 등이 있다.

그림 5. 다각화 리츠 P/FFO, P/NAV 포지셔닝



자료: Real Design Corporation, 미래에셋대우 리서치센터

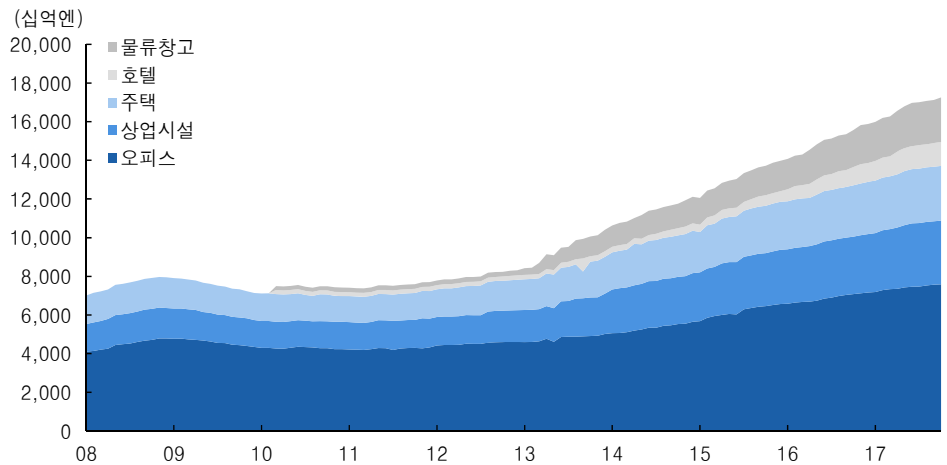
### 3. J-REITs 현황

일본 리츠는 아시아 최대 시장으로 미국에 이어 세계 2위 규모다. 상장 리츠 시가총액은 약 120조 원으로 종목 수는 59개에 달한다. 보유 부동산은 약 170조원으로 평가된다. 일본 리츠 시장은 2001년에 두 종목이 첫 상장되면서 시작되었다. 2000년대 지속 성장세를 보이던 일본 리츠는 2008년 글로벌 금융위기를 맞으며 어려움을 겪었다. 그러나, 이후 현재까지 회복세가 이어지고 있는 상황이다.

J-REITs는 부동산투자법인으로 운영되며 자산관리와 운용을 외부에 위탁하고 있다. 또한 부동산을 전문적으로 투자하는 영속형으로 운영되고 있다. 일본 리츠는 일정 조건이 갖춰지면 대부분 법인세가 면제된다.

J-REITs의 기초자산은 다양하다. 리츠가 도입된 초기 기초 자산 구성은 오피스가 90% 이상으로 대부분을 차지했다. 이후 리츠시장이 확대되면서 기초자산이 다양화되었다. 2017년 말 기준으로 오피스 43%, 상업시설 19%, 주택 16%, 물류창고 13%, 호텔 7%, 기타 2%로 구성되어 있다. 최근에는 헬스케어가 범위를 확대해나가고 있는 상황이다.

그림 6. 일본 리츠, 기초 자산 규모 변화

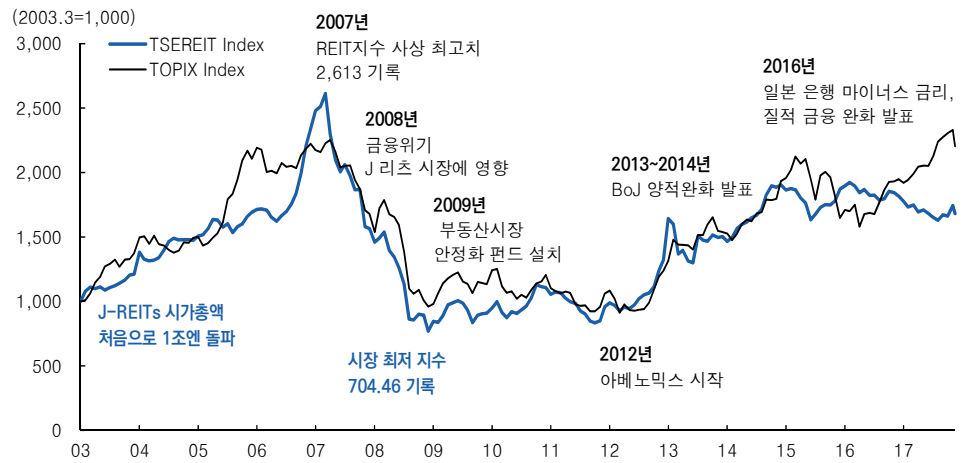


자료: ARES, 미래에셋대우 리서치센터

2001년 상장 이후 2007년까지 리츠 지수는 빠른 상승률을 보였다. 2007년 5월 최고치는 2,613에 달했다. 지수 상승 이유는 배당 안정성에 대한 장점으로 기관투자 자금 유입이 확대되었기 때문이다. 안정적인 투자 자산으로 부각되던 일본 리츠는 글로벌 금융위기로 지수가 급락하게 된다. 글로벌 금융위기에 따른 큰 폭의 배당 수익 감소나 부동산 가치 하락은 제한적이었으나 심리 위축에 따른 지수 하락이었다.

이후 등락을 지속하던 리츠 지수는 아베노믹스 시행 이후부터 꾸준히 상승했다. 아베 집권 이후 내수 경기 회복 및 유동성 증가에 따라 부동산 리츠에 대한 관심이 다시 증가했기 때문이다. 과거와 다른 점은 오랫동안 부진을 뒤로 하고 부동산 가격이 다시 상승하게 된 점이다. 최근 주식 시장 상승과 대비하여 리츠 지수가 하락하는 이유는 금리 인상 등 거시경제 변화에 대한 우려가 반영되고 있기 때문이다.

그림 7. 일본 리츠 지수 TSEREIT (Price Index) 변화

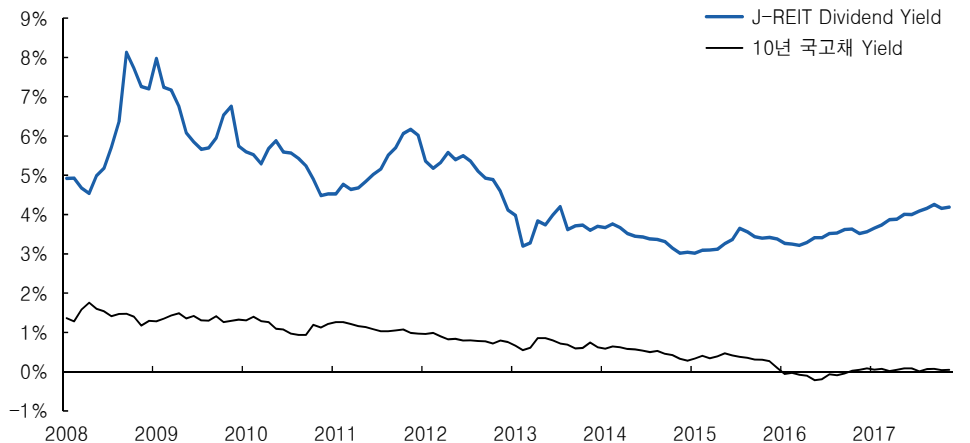


자료: Bloomberg, ARES, 미래에셋대우 리서치센터

일본 리츠 시가배당률은 4% 수준으로 역사적 평균 4.6%와 비교하여 과거 평균 이하인 상황이다. 향후 배당 수익률 상승이 기대된다는 평가다. 분야별 배당금 변화 추이를 보면 최근 리테일 부동산 배당금이 증가하는 상황 속에서 호텔 배당률이 빠르게 증가하고 있다. 오피스 리츠는 장기적으로 안정적인 배당금을 유지하고 있는 상황이다.

J-REITs P/NAV는 1배에 근접한 1.03배로 과거 평균 대비 높은 수준이 아니다. 부동산 가격 상승에도 불구하고 리츠 지수가 하락했기 때문이다. 낮은 P/NAV는 저평가뿐만 아니라 자산 안정성을 의미한다. 또한 향후 부동산 가격 추가 상승으로 NAV 상승 가능성이 크기 때문에 P/NAV 배수는 하락할 가능성이 높다는 판단이다.

그림 8. J-REITs 배당 수익률과 국채 수익률 비교



자료: Bloomberg, ARES, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. J-REITs P/NAV 추이

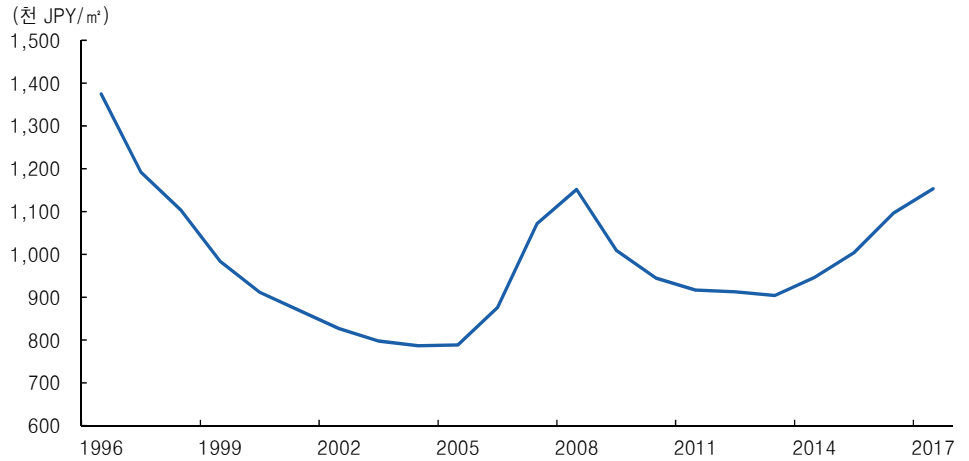


자료: ARES, 미래에셋대우 리서치센터

#### 4. 일본 부동산 시장

유동성 증가와 경기회복으로 일본 부동산 시장의 개선세가 이어지고 있다. 1992년 이후 장기간 시장 침체를 경험한 일본 입장에서 최근 부동산 시장의 회복은 의미 있는 변화다. 시장 변화는 우선 대도시를 중심으로 일어나고 있다. 도쿄를 중심으로 한 상업용 땅값은 2008년 글로벌 금융위기 이후 최고치를 기록하고 있다. 토지가격 상승과 더불어 거래량 증가와 주택가격 상승도 동반되면서 부동산 시장이 전반적으로 활성화되고 있는 상황이다.

그림 10. 도쿄 상업지 토지 가격



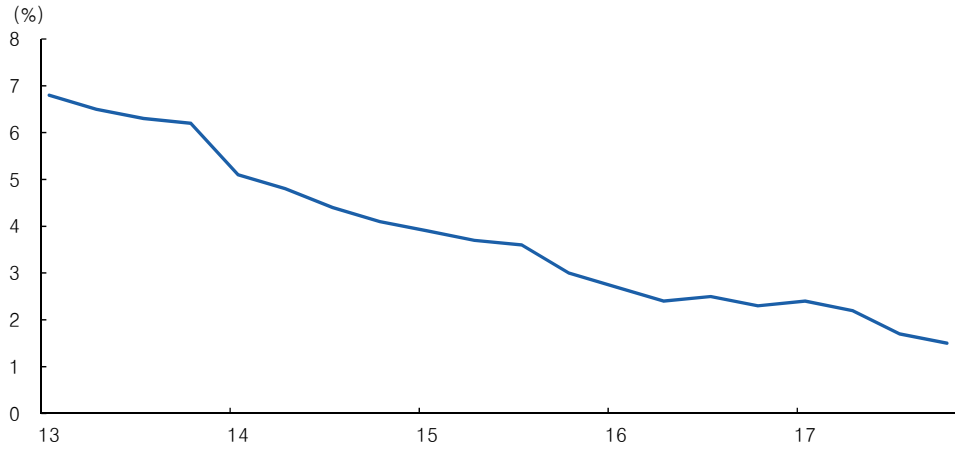
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

#### 회복세를 보이고 있는 오피스 시장: 공급 증가 우려

오피스 시장은 공실률이 하락하면서 임대료 상승이 빨라지고 있다. 도쿄 기준 2017년 4분기 공실률은 1.5%를 기록했다. 공실률 기준으로 OECD 국가 중 최저치에 해당된다. 평균 임대료는 1평(Tsubo)당 1만 9,338엔으로 2013년 이후 지속 회복세를 보이고 있다. 과거와 달리 특징적인 면은 일본 오피스 시장에 외국인 투자가 증가한 점이다. 엔화 약세와 시장 성장 기대감이 작용한 것으로 판단된다.

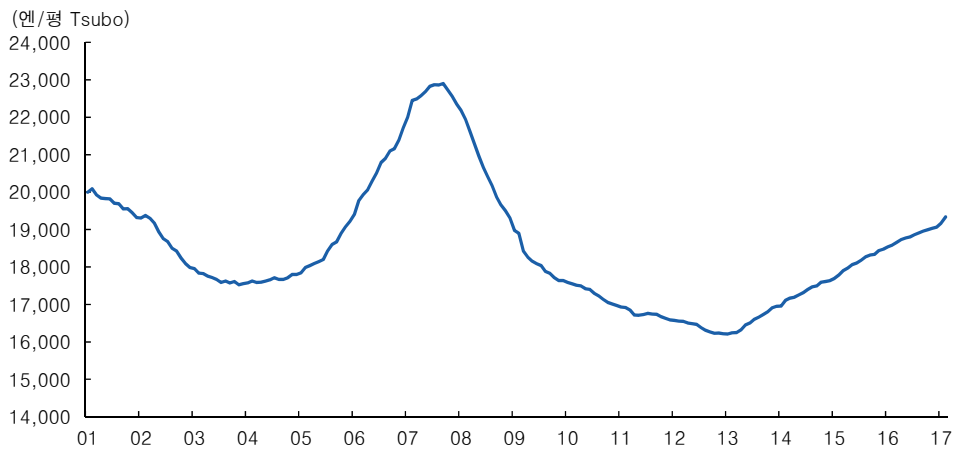
오피스 시장 개선에 따라 대형 빌딩을 중심으로 재건축과 리모델링이 증가하고 있다. 또한, 신축 계획도 지속해서 증가하고 있는 상황이다. 2018년부터 2020년까지 도쿄 오피스 평균 공급은 21만평으로 과거 16만평 대비 28% 증가가 예상된다. 시장개선에도 불구하고 공급 증가는 일본 오피스 시장의 불확실성 요인으로 작용할 가능성이 높다는 판단이다.

그림 11. 도쿄 오피스 공실률 (Office Vacancy Rate) 추이



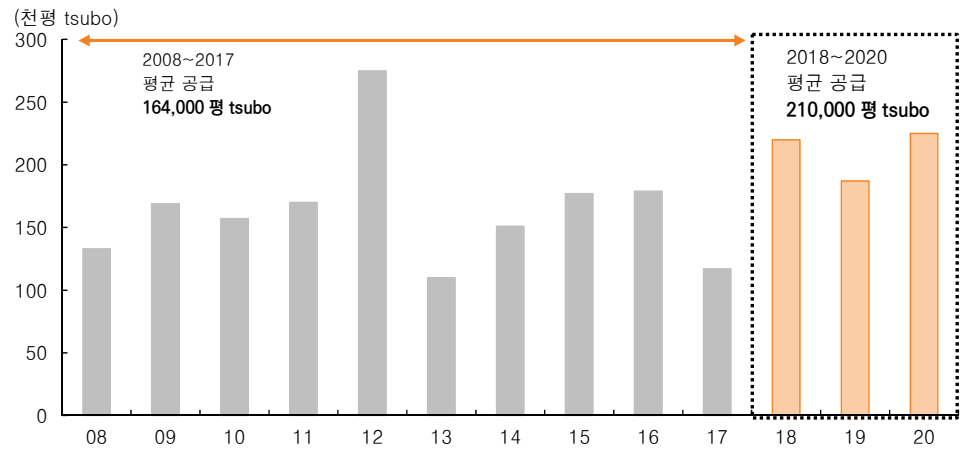
자료: 일본 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 도쿄 오피스 임대료 변화



자료: 일본 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 도쿄 오피스 공급 전망



자료: 일본 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

### 개선 추세를 보이고 있는 주택시장: 임대 시장활성화 전망

부동산 시장 회복에 따라 일본 주택시장도 개선되는 추세다. 2017년 11월 도쿄 주택가격 지수는 98.4를 기록하여 2012년 이후 지속 상승하고 있다. 주택가격 상승과 더불어 임대 주택 공실률도 지속 하락 중이다. 최근 일본 임대 주택 공실률은 4%대를 유지하고 있다.

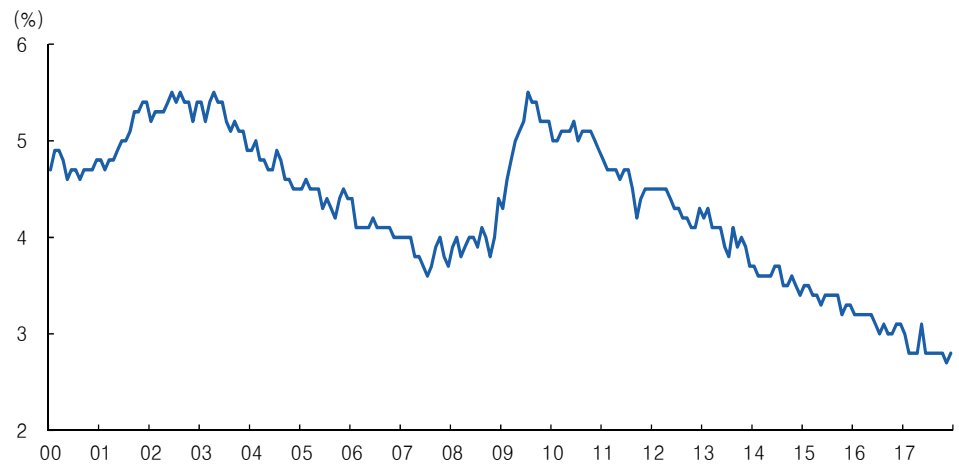
가격 회복과 임대시장 활성화에도 주택 착공 증가는 제한적인 상황이다. 2017년 전국 기준 주택 착공수는 96만 5천호에 그쳐 2016년보다 오히려 감소하였다. 주택 토지 공급 부족에 따른 주택 착공 제한은 지속될 가능성이 크다는 판단이다. 반면, 주택 임대수요는 꾸준히 증가될 가능성이 높다. 고용 개선에 따라 임대 수요가 증가하고 있고 외국인 거주자 증가도 수요 확대 요인이다. 제한적인 주택공급과 지속적인 수요증가로 인해 주택 임대시장은 안정적인 성장이 가능할 전망이다.

**그림 14. 도쿄 주택가격 지수**



자료: 일본 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 15. 일본 실업률 추이**



자료: 일본 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

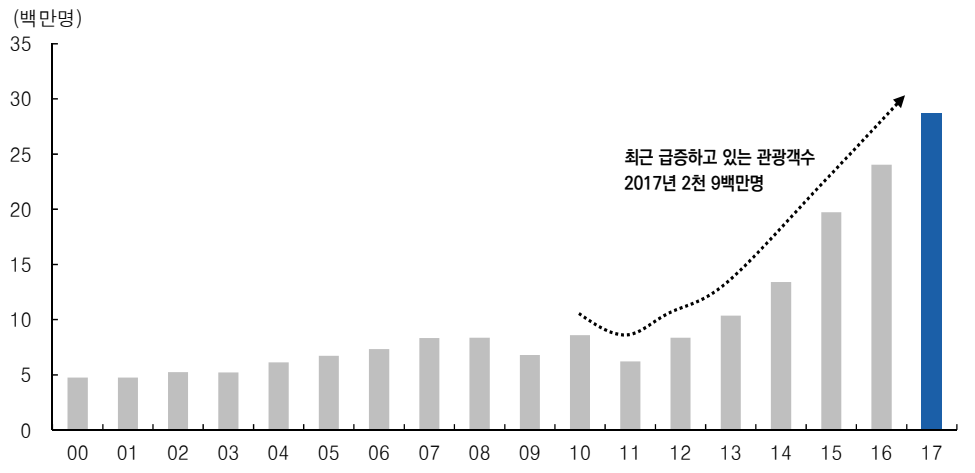
### 새롭게 성장하는 상업, 호텔 부동산: 관광객 증가로 호황

일본에 방문하는 관광객이 급증하면서 호텔을 중심으로 한 관광 부동산이 호황세를 보이고 있다. 2017년 일본에 방문한 관광객은 2천 9백만명으로 역대 최고치를 기록했다. 일본 방문 관광객 소비액도 4.4조엔을 기록하여 2016년 대비 18% 증가했고, 5년 연속 최고치를 경신했다. 엔화 약세와 함께 일본 정부의 적극적인 지원으로 관광업이 새로운 성장산업으로 발돋움하고 있다. 2020년 도쿄 올림픽 개최를 앞두고 일본 관광 산업은 지속적인 성장세가 예상된다.

일본 관광 산업 호황의 배경에는 중국인 방문객 증가가 있다. 일본을 방문한 중국인 관광객수는 2017년 7백 36만명을 기록하여 전체 관광객 중 26%를 차지하고 있다. 중국인 관광객이 일본에서 소비한 지출액은 1.7조엔을 기록했다. 지출액 점유율을 보면 쇼핑 37%, 숙박 28%를 차지했다. 2017년 하반기 호텔 이용 점유율은 81.6%를 기록하여 역대 최고치를 기록했다.

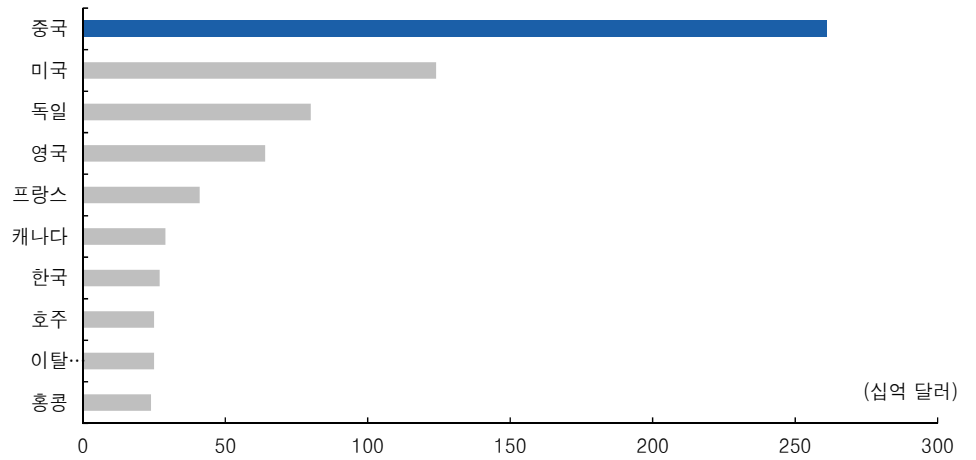
2018년 씨트립 발표에 따르면 중국인 관광객이 가장 선호하는 여행 목적지로 일본이 선정되기도 하였다. 일본에 대한 관광 선호도가 높아지고 중국인 관광객의 증가가 지속되면서 상업과 호텔 부동산 시장은 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

**그림 16. 일본 방문한 관광객 수**



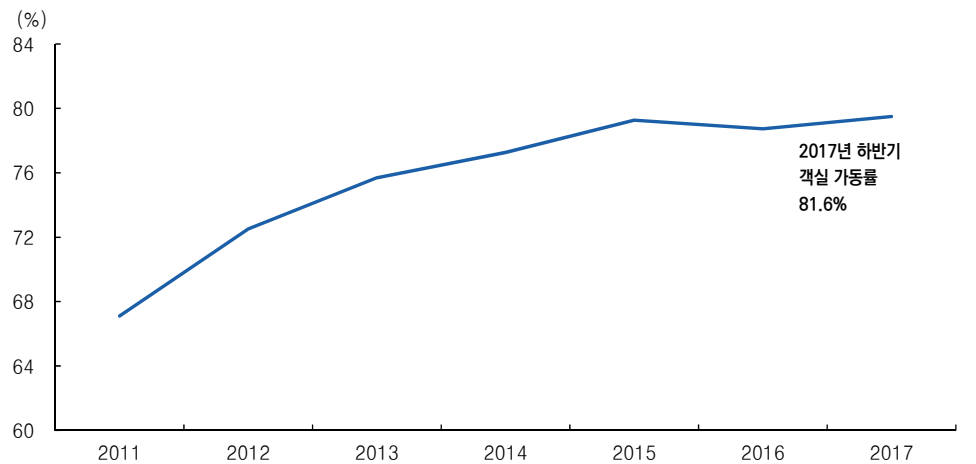
자료: 일본 관광청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 국가별 해외여행 지출 규모



자료: UN, World Tourism Organization, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 일본 호텔 객실 가동률



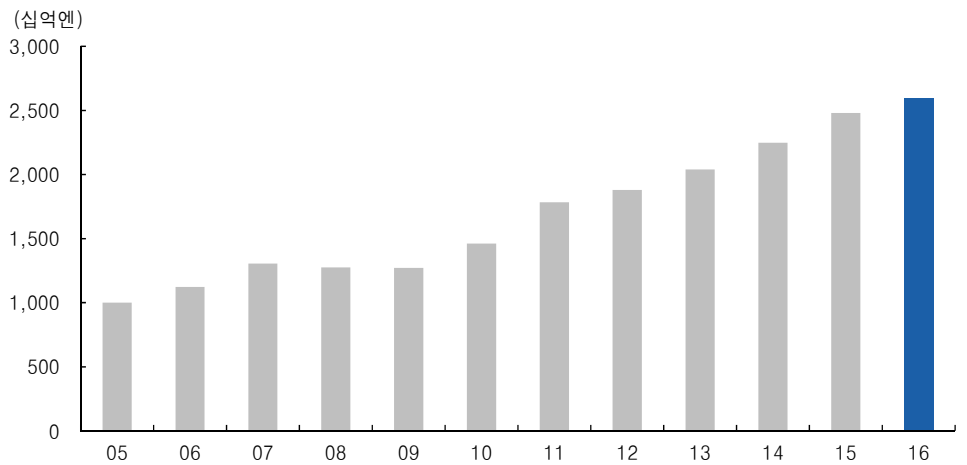
자료: 일본 국토 교통부, 미래에셋대우 리서치센터

### 성장하는 물류 부동산: 온라인 시장 확대에 따른 지속 성장 전망

최근 일본 물류 시장 성장이 계속되고 있다. 2016년 기준 일본 3자물류 시장 규모는 2.6조엔을 기록하여 2010년 이후 빠른 성장세를 보이고 있다. 물류업 성장 배경에는 온라인 시장 확대가 있다. 최근 일본 온라인을 통한 제품 소비가 빠르게 증가하고 있다. 2016년 기준 일본 E-Commerce 시장 규모는 15조엔으로 2011년 이후 연평균 성장률 12%에 이른다.

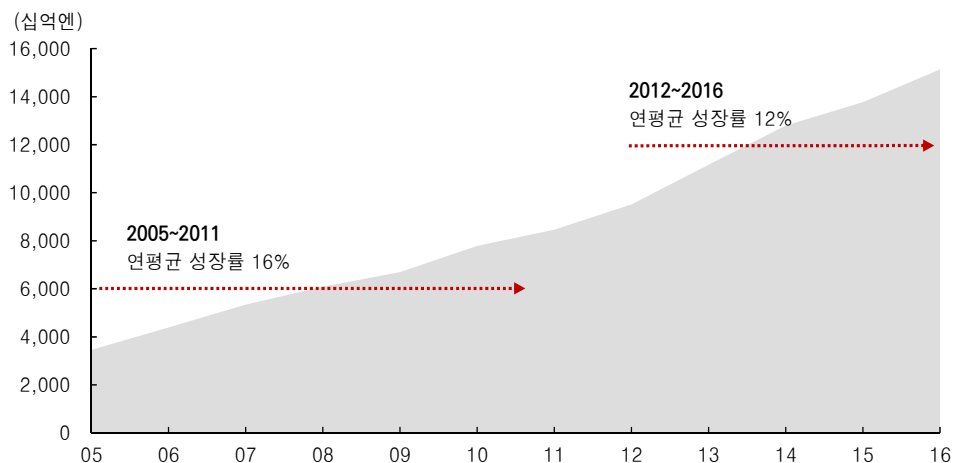
온라인 시장 확대뿐만 아니라 노동인력 부족, 유통시간 단축을 위한 설비 변화도 물류 부동산 시장을 성장시키는 요소가 될 것으로 예상된다. 일본 내 단순 노동 인력 부족 현상으로 인해 물류 자동화가 빠르게 전개되고 있다. 또한, 유통단계 축소를 목적으로 물류 부동산이 대형화되고 있는 상황이다. 자동화, 대형화는 물류 부동산의 사용 가치를 상승시키는 역할을 할 것으로 기대된다. 물류 부동산 시장 확대는 유통 단순화와 온라인 시장 확대라는 큰 흐름에서 불가피한 측면이 있다.

그림 19. 일본 3자 물류 시장 규모



자료: GLP, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 일본 E-Commerce 시장 규모



자료: GLP, 미래에셋대우 리서치센터

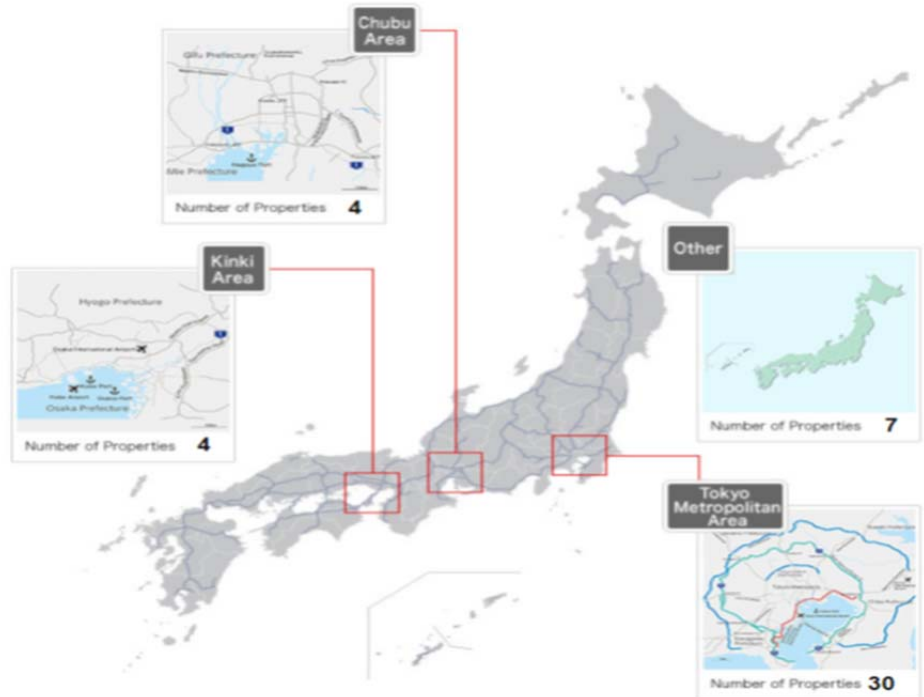
### 5. J-REITs 추천 종목

J-REITs 추천은 분야별 저평가 종목 중에서 성장성을 고려하였다. 우선 온라인 시장 확대에 따른 수혜가 가능한 물류 부동산 리츠 Japan Logistics Fund, Inc. (8967)를 선정한다. 또한, 중국인으로 대표되는 관광객 증가에 따라 유통과 호텔 리츠 성장 가능성이 높다는 판단이다. 관련 대표 종목은 Japan Retail Fund Investment Co. (8963), Ooedo Onsen Reit Investment Corp. (3472)다. 고용증가와 공급제한에 따른 임대 주택 리츠 또한 관심을 가져볼 필요가 있다. Japan Rental Housing Investments, Inc. (8986)를 선정한 이유다. 마지막으로 안정적인 배당이 가능한 Nomura Real Estate Master Fund Inc (3462)를 J-REITs Top Picks로 제시한다.

#### ■ Japan Logistics Fund, Inc. (8967:JP)

2005년 상장된 JLF(Japan Logistics Fund)는 물류에 집중된 리츠다. 일본 최초 물류 리츠로 자산 안정성이 높다는 평가다. 보유한 물류 시설은 45개로 간토지방 (57%), 도쿄 중심부 (24%), 주부 지방 (14%)에 위치해 있다. 2017년 임대비율은 98.1%, 보유자산 평가가치는 3,375억엔이다. 현재 JLF는 물류 산업에 오랜 경험을 보유하고 있는 미쓰이(Mitsui)상사의 통해 운영되고 있다.

그림 21. Japan Logistics Fund, 포트폴리오 위치



자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

물류 부동산 운영에는 안정적인 고객확보가 중요하다. 현재 JLF 주요 고객회사는 Nippon Express (임대비율 8.7%), SETTSU WareHouse (임대비율 8.3%), Nakano Shokai Co(임대비율 8.1%)이다. 우량 고객을 중심으로 2020년까지 장기 물류 계약을 완료한 상황이다. 2017년 기준 임대 계약 기간은 10년 이상이 15.5%, 5년 이상 39.4%, 3년 이내가 34%를 차지하고 있다.

회사 성장 전략은 적극적인 물류 부동산 취득이다. 특히, 시장 상황에 불투명할 때 부동산 매입에 적극적으로 나서고 있다. 최근 2008년 이후 글로벌 금융위기 기간에도 370억엔 규모의 물류 부동산을 신규 취득했다. 당시 취득한 부동산의 시장 가치가 빠르게 상승했다.

그림 22. 금융위기 이후 JLF가 신규 취득한 물류 부동산 현황



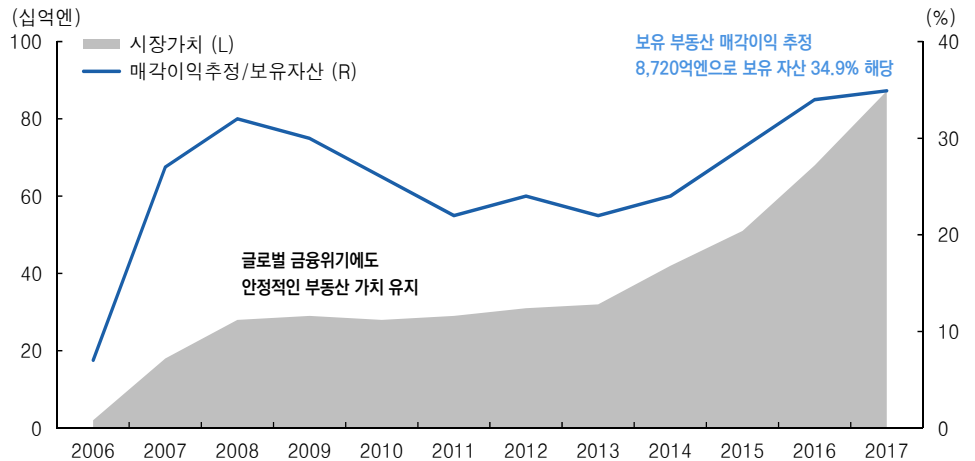
자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

### 보유 부동산 매각 이익 8,720억엔 추정

2017년 10월 기준 JLF가 보유한 물류 부동산 추정 매각 이익은 약 8,720억엔으로 현재 장부가치 기준 34.9%에 해당된다. 부동산 가격 상승으로 장부가액과 시장가격 차이가 커지고 있다. JLF 보유 부동산이 저평가되어 있다는 증거다. 금융위기 기간에도 JLF 보유 부동산 시장 가치는 장부가액 대비 300억엔 이상 저평가되어 있었다.

보유 부동산 시장 가치가 장부가액보다 높다는 이야기는 부동산 시장 변동 리스크에도 불확실성이 적다는 의미다. 특히, 리츠의 특성상 대출 비중이 높기 때문에 시장 가치 하락에 따른 리스크가 크다. 그러나, 장부가치가 높은 부동산 자산을 보유하고 있으면 상대적으로 리스크를 감내할 수준이 높다는 의미다.

그림 23. JLF 보유 물류 부동산 매각 이익 추정



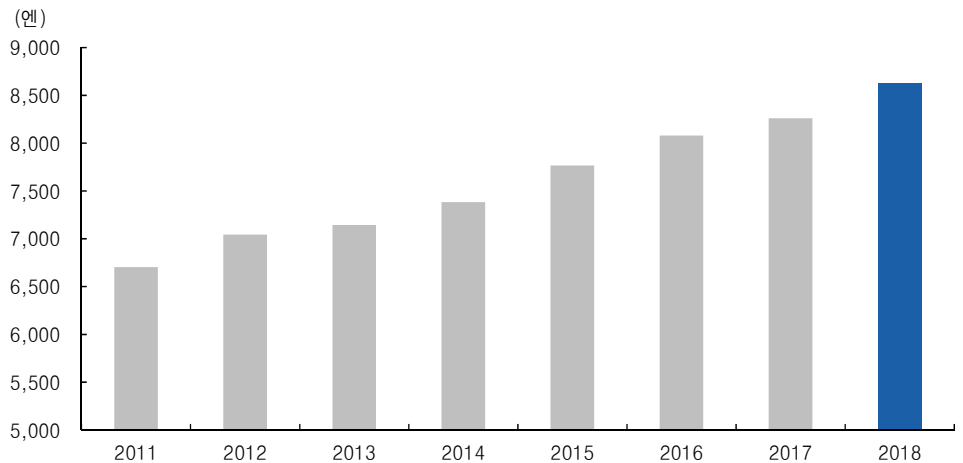
자료: JLF, 미래에셋대우 리서치센터

### 2018년 예상 배당: 8,620엔

회사가 제시한 목표 배당은 2018년 8,620엔으로 2017년 대비 4% 증가하는 규모다. 2018년 예상 배당 수익률은 4.2%이다. 2012년 이후 7년간 평균 배당 증가율은 4%이다.

매년 1월과 7월에 지급하는 배당금은 향후 3년간 안정적인 증가가 가능할 전망이다. 기존 보유한 물류 부동산 장기 임대 계약에 따른 안정적 수입이 예상되기 때문이다. 또한, 신규 취득한 부동산을 통한 장기 계약이 원활하게 이루어지고 있고 있다. 2017년 취득한 물류센터 NOI는 요코하마 Machida 센터 3.8%, 오사카 Takatsuki 센터 4.6%로 안정적인 수익성을 보여주고 있다.

그림 24. JLF 연도별 배당금 현황



자료: JLF, 미래에셋대우 리서치센터

### ■ Japan Retail Fund Investment Corporation Co. (8953:JP)

재팬리테일펀드투자(JRF)는 미츠비시-UBS JV가 운영하는 J-REITs로 시가총액 4위 규모의 리테일 리츠다. 2002년 J-REITs에 상장된 3번째 리츠로 오래된 역사에 걸맞은 규모와 안정성을 지니고 있다. 상장 이후 공실률이 1%를 넘어서는 경험이 없다. 또한 지난 6년동안 배당은 CAGR 2.64%로 안정적으로 성장했다. 또한 금융위기에도 자산규모가 큰 등락폭 없이 꾸준히 증가했다.

JRF의 자산 안전성은 포트폴리오의 지리적 분산과 장기계약을 통해 이루어냈다. 도쿄 중심지에서 벗어난 오사카, 나라, 교토 지역의 비중을 늘리며 지리적 다각화와 로컬 인지도를 통해 리스크를 분산시켰다. 또한, 10년 이상 임대 계약 비중 50% 내외를 유지하며 수익률의 변동성을 줄였다.

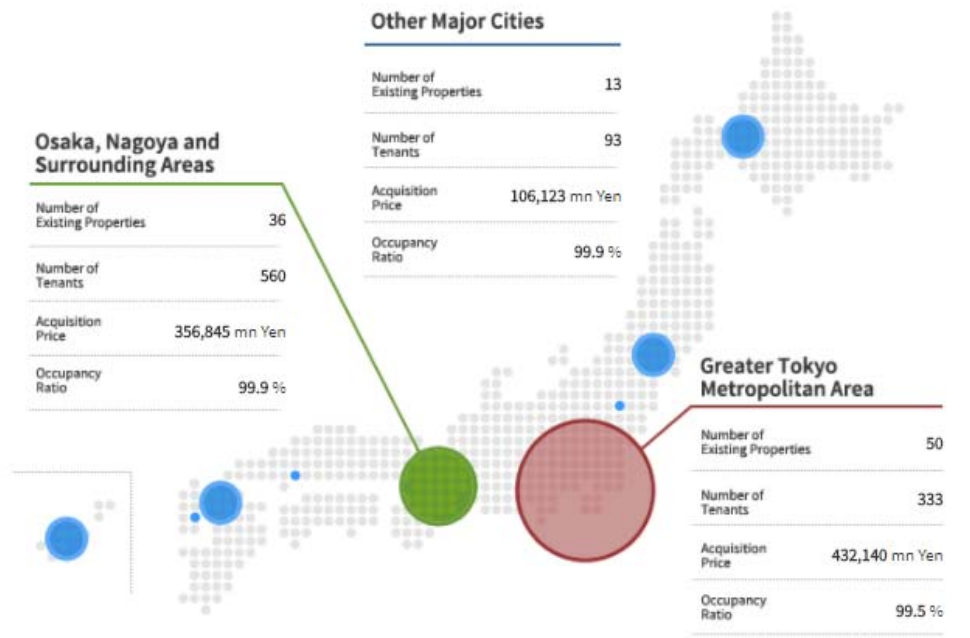
금융위기 직후에는 하락한 부동산 가치를 매수하여 저평가된 부동산의 수익성을 향상시켰고 적절한 시기에 매도하는 성장 전략을 택했다. 2010년 3월 LaSalle Japan과 합병해 AEON과 같은 대형 임차인을 보유한 대형 쇼핑몰들을 인수했고, 포트폴리오 내에서 노후화된 자산을 NOI가 높은 자산으로 대체하였다.

본격적인 e-commerce 성장과 저성장 시대가 시작되면서 JRF는 과거 운용 방법과는 다른 전략을 세우게 된다. 인당 소비 위축과 e-commerce로 인해 오프라인 매장의 경쟁력이 떨어지면서 상업부동산은 더 이상 국내 소비에만 의존할 수 없게 된다. 반면 도호쿠 대지진 이후 불안했던 환경이 회복되면서 '12-'17년 CAGR 28.48% 속도로 tourism boom이 일어났다. 2017년 8월에는 외국인 방문객이 250만명에 달해 정점을 기록했다. 급증한 호텔 수요에 힘입어 '12-'17년 도쿄 중심 업무 지구 (23CBD) 호텔 부동산 가격은 CAGR 10.14%로 상승했고, 이는 CAGR 5.95%의 리테일 부동산 가격 상승을 견인했다.

외국인 방문객 증가와 도심 부동산 가격 상승은 JRF로 하여금 포트폴리오 내의 역세권과 도심 비중을 '13년 대비 25% 늘려 임대 수익률과 위치 경쟁력 확보에 치중하게 했다. 더불어 본격적인 e-commerce 시대 대응 전략으로 평균 계약기간을 줄이고 임차인 교체 유연성을 확보하며 트렌드의 적시성과 적절성을 포트폴리오에 반영하고 있는 상황이다.

실제 '13년과 '17년을 비교했을 때, 6년 이내에 만기되는 계약은 41%에서 63%로, 임차인 교체가 더 수월한 "New style"계약은 49%에서 62%로 그 비중이 늘어났다. 같은 기간동안 AEON 백화점과 관련된 임대수익 비중 또한 40.7%에서 22.8%로 반할 되었으며, 최근에는 교토 관광지구인 카와라마치에 호텔과 co-work 스페이스를 유치하며 자산의 성격에 걸맞는 임대를 주고 있다. 또한, 리모델링 이후 신규 임차인을 유치하면서 시부야, 미나토에 위치한 자산의 임대료가 각각 24%, 118%, 오사카 역세권 자산은 임대료가 40% 상승했다. JRF는 앞으로도 이와 같이 트렌드에 민감한 포트폴리오를 유지하기 위해 재무 유동성을 확보하고 리파이낸싱을 통해 부채 비용을 줄여가고 있다.

**그림 25. JRF, 보유 유통 부동산 현황**



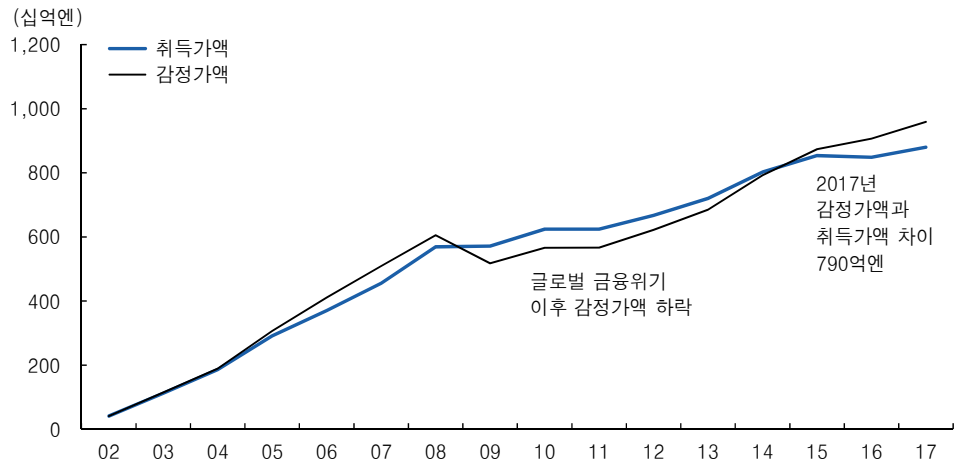
자료: 회사 자료, 미래셋대우 리서치센터

### 보유 부동산 매각 이익 1,272억엔 추정

2017년 8월 기준 JRF가 보유한 유통 부동산 매각 이익 추정은 약 1,272억엔으로 현재 장부가치 기준 15.3%에 해당된다. 부동산 취득가액과 감정가액 차이는 790억엔으로, 2016년 이후 시장가치 상승이 이어지고 있다.

JRF가 보유한 부동산은 유통시설이 대부분이다. 유통시설은 건물 감정가액보다 토지 시장 가치가 큰 경우가 많다. 부동산 입지가 탁월하기 때문이다. 보유 부동산 감정 가액에서 토지의 비중이 높은 것이 일반적이다. 따라서, JRF의 유통 부동산의 감정가액은 시설/건물의 가치 대비 저평가되어 있을 가능성이 높다는 판단이다.

그림 26. JRF 보유 유통 부동산 평가

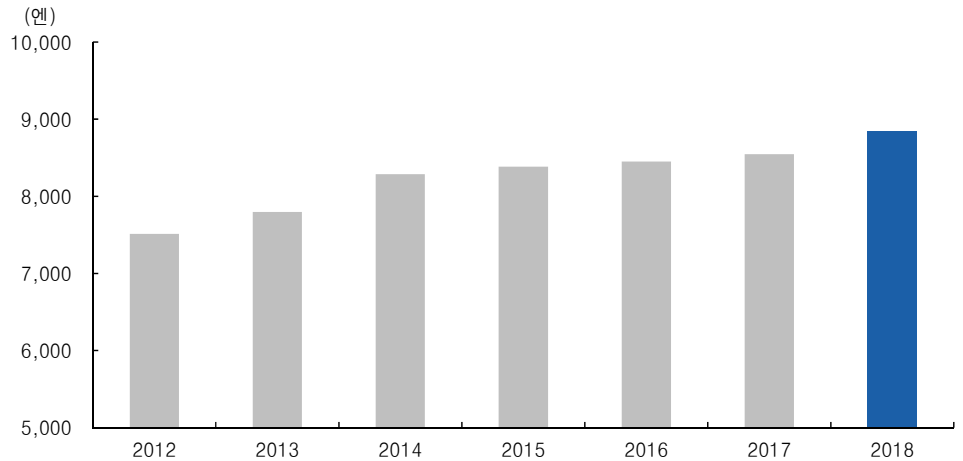


자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

### 2018년 예상 배당: 8,840엔

JRF 2018년 배당은 8,840엔으로 2017년 대비 3% 증가가 예상된다. 2018년 2월 4,410엔, 8월 4,430원이 지급될 예정이다. 현재 주가 대비 수익률은 4.3% 수준이다. 2015년 이후 1% 증가율에 그쳤던 배당이 2018년 이후부터 회복이 예상된다.

그림 27. JRF 연도별 배당금 현황



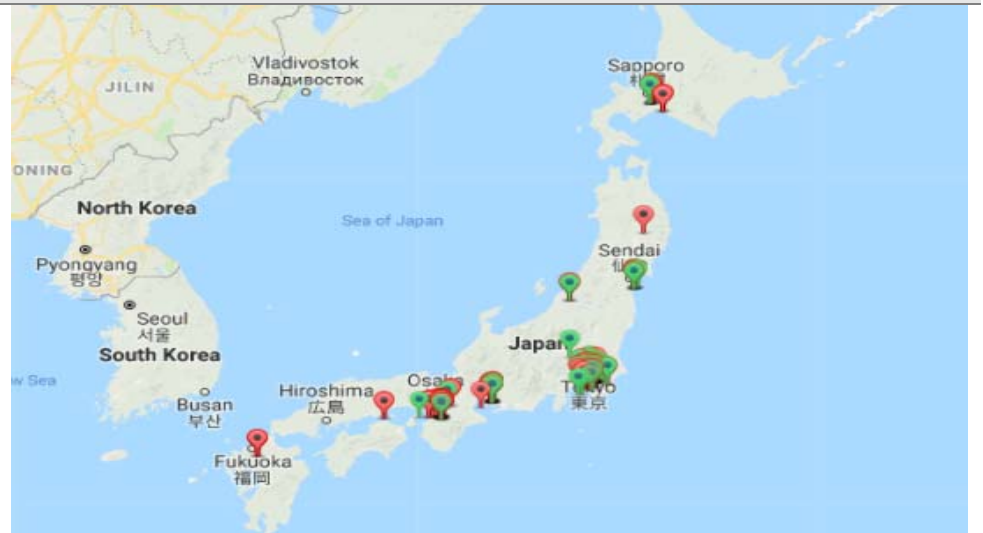
자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

### ■ Japan Rental Housing Investments, Inc. (8986:JP)

일본 거주용 주택에 운영자산이 집중되어 있는 Japan Rental Housing Investments는 2006년에 상장되었다. 운영자산 수는 198개, 규모는 2,250억엔이다. 임대률은 98.4%를 기록 중이다. 전체 임대 주택은 지역별로 구분하면 도쿄 41%, 오사카 등 주요 도시 42%로 주요 대도시에 집중되어 있다. 운영 주택 중 63.2%는 1인 가구와 소인 가구를 위한 Studio로 구성되어 있고 가족을 위한 임대 주택 비중은 36.8%이다.

Japan Rental Housing Investments는 최근 임대 주택 추가 매입에 적극 나서고 있다. 임대 시장 활성화와 젊은 세대 고용의 증가에 따른 수요 증대를 전망하기 때문이다. 특히, 대도시를 중심으로 노후 주택을 매입한 이후 리모델링을 통해 임대 공급을 늘리기 위한 전략을 세우고 실행 중이다. 일본 내 주택 매매 수요가 많은 상황이 아니기 때문에 가격 상승과 같은 자산 확대에 따른 리스크는 크지 않은 상황이다.

그림 28. 임대 주택 지역별 위치



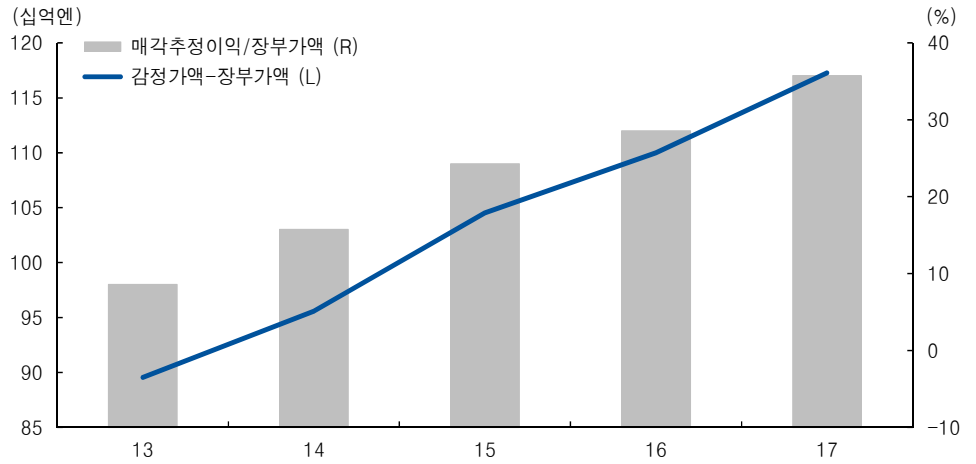
자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

### 보유 부동산 매각 이익 361억엔 추정

2017년 9월 기준 JRH가 보유한 유통 부동산 추정 매각 이익은 약 361억엔으로 장부가치 기준 17%다. 임대 주택 전체 199개 자산에 대한 감정 평가액은 2,541억엔이다. 2014년 이후 임대 주택 감정가액 상승률이 높은 상황이다. 주요 도시의 주택 가격 상승이 원인이다.

임대 주택은 상업용 부동산에 비해 매각이 상대적으로 용이하다. 따라서, 시장 가치 상승에 따라 매각 이익이 커질 가능성이 크다. 반면, 주택은 다른 부동산에 비해 가격 변동률이 크다. 감정가액 변동이 큰 이유다. 실제로 2013년에는 장부가액이 감정가액을 초과했다.

그림 29. JRH 보유 임대 주택 평가

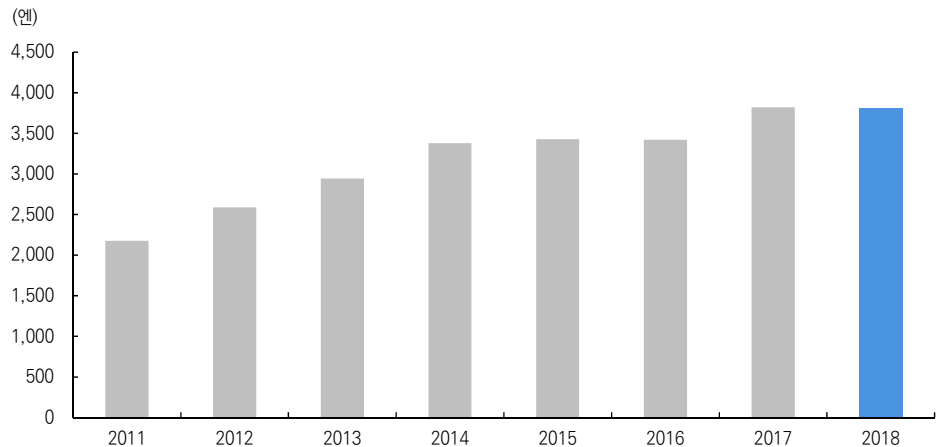


자료: JRH, 미래에셋대우 리서치센터

### 2018년 예상 배당: 3,805엔

Japan Rental Housing 2018년 배당은 3,805엔으로 2017년 3,821엔 대비 증가가 크지 않다. 2018년 3월 1,875엔, 9월 1,930원이 지급될 예정이다. 현재 주가 대비 수익률은 4.6% 수준이다. 최근 높은 임대 비율과 주택가격 상승에 비해서 배당 수익률이 낮은 수준이다. 배당이 증가율이 낮은 이유는 일시적으로 증가하는 비용 때문이다. 특히, 임대 주택 리모델링과 에너지 절감을 위한 투자 비용이 많아질 전망이다. 일시적인 비용 증가에 따른 배당 증가율 둔화는 향후 점차 해소될 전망이다.

그림 30. JRH 연도별 배당금 현황



자료: JRH, 미래에셋대우 리서치센터

■ Nomura Real Estate Master Fund Inc. (3462:JP)

J-REITs 시총 3위인 노무라부동산마스터펀드(NMF)는 일본의 대표적인 부동산 개발회사 노무라 부동산 홀딩스가 운영하는 유일한 공모 리츠다. 현재 271개 부동산 자산으로 구성되어 있고 시장 가치는 약 9천억엔이다. NMF는 활발한 인수합병으로 포트폴리오 개선시키고 섹터 다각화를 통한 리스크 헤징으로 안정적인 성장을 도모한다. 실제로 지난 2년간 총 42개의 자산을 2천억엔에 인수해 J-REITs 중에서 인수 규모와 횟수로 1위를 차지했다.

회사의 인수 합병 전략은 저평가된 신축 자산을 취득하고 노후 자산을 처분하는 방식이다. 인수합병을 통해 NOI 4.9~5.2%대의 수익성을 유지하고 자산 연령을 18.9년으로 낮추어 자산 노화를 방지했다. NMF의 성장 동력으로 작용하는 활발한 인수와 매각 활동은 규모로부터 오는 자본력과 다각화에 의존하며, 이러한 성장 모델은 NMF 처음부터 계획된 전략이었다.

리츠 자산규모 6위 노무라부동산오피스펀드(NOF), 18위 노무라부동산마스터펀드(NMF), 33위 노무라부동산주택펀드(NRF)를 소유했던 노무라부동산홀딩스는 2015년 5월 이들의 전략적 합병을 추진했다. 같은 해 10월 NMF로 하여금 NOF, NRF를 인수해 J-REITs 자산규모 2위, 시가총액 3위의 대규모 다각화 리츠로 신규 상장시켰다.

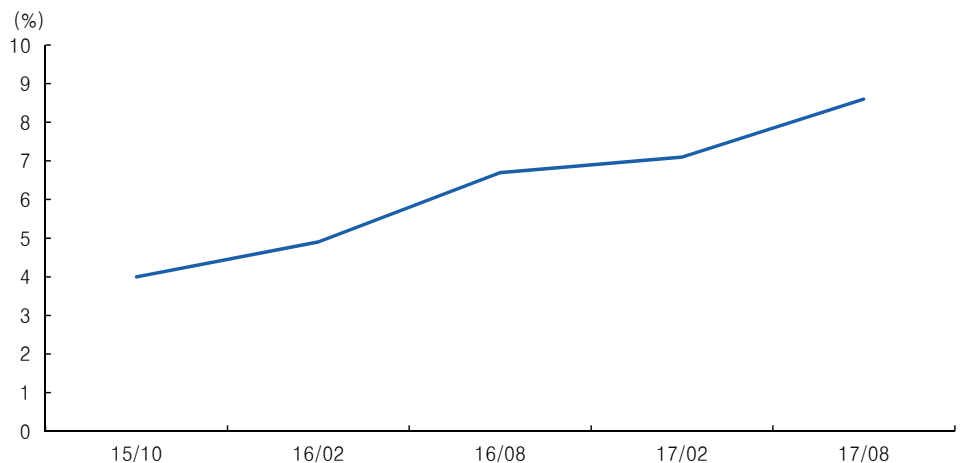
합병 효과는 크게 3가지로: 1) 자산 섹터와 임차인의 다각화로 안전성이 확보되었고, 2) 대규모 리츠의 자본력으로 기존 자산을 개선하거나 더 나은 자산으로 대체할 수 있게 되었다. 또한 3) 자산 가치 증대로 자금조달 영역이 확대되었다. 나아가서 2016년 9월에는 TOP REIT Inc.를 인수해 임대수익을 개선시켰으며 포트폴리오 규모를 1500억엔 정도 키웠다. NMF의 또 다른 강점은 모회사로부터 오는 안정적인 자산 공급 파이프라인이다. 노무라부동산홀딩스는 일본 시총 10위권의 부동산 개발사이며, PMO(오피스), Proud FLAT(주택), GEMS(리테일) 그리고 Landport(물류)와 같은 브랜드 자산을 공급해 NMF의 포트폴리오 가치 상승에 기여하고 있다.

**보유 부동산 추정 매각 이익 790억엔**

2017년 8월 기준 Nomura Real Estate Master Fund 가 보유한 유통 부동산 추정 매각 이익은 약 790억엔으로 장부가치 기준 8.6%에 해당된다. Nomura Real Estate Master Fund가 보유한 부동산은 다양하다. 전체 취득 가액 9,226억엔 중 오피스가 46%, 유통 17%, 물류 16%, 주택 20%를 차지하고 있다.

2015년 상장한 이후 부동산 가격 상승으로 보유 부동산 추정 매각 이익은 지속 증가하고 있는 추세다. 미실현 이익이 장부가에서 차지하는 비율이 2015년 4%에서 현재 8.6%로 상승했다.

**그림 31. NMF 부동산 추정매각 이익이 장부가액에서 차지하는 비율**

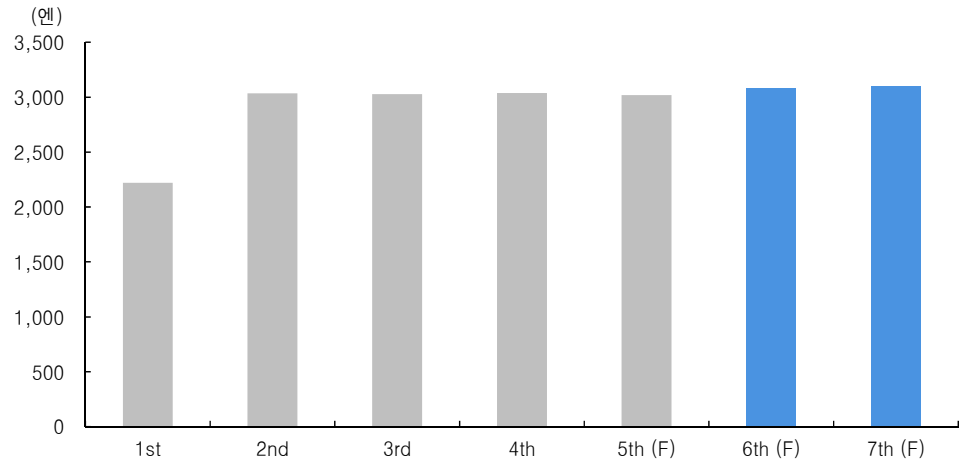


자료: NMF, 미래에셋대우 리서치센터

### 2018년 예상 배당: 6,100엔

Nomura Real Estate Master Fund의 2018년 배당은 6,100엔으로 예상된다. 2018년 2월 배당금 3,020엔이 지급되었고 8월 3,080엔이 분배될 예정이다. 2019년 2월에는 배당금 3,100엔이 예상된다. 현재 주가 대비 시가 배당률은 4.1%이다. Nomura Real Estate Master Fund는 현재 단기적 배당 증가보다 적극적인 부동산 자산 투자를 통해 잠재 성장률을 높이고 있는 상황이다.

그림 32. NMF 반기별 배당금 현황



자료: NMF, 미래에셋대우 리서치센터

■ Ooedo Onsen Reit Investment Corp. (3472:JP)

2016년 8월 상장된 Ooedo Onsen Reit Investment 리츠는 온천 관련 시설 투자를 전문으로 한다. 온천 중심 투자 리츠는 Ooedo Onsen Reit Investment가 유일하다. 온천은 일본에서 가장 중요한 여가 자원이자 관광 상품이다.

현재 운영중인 온천 시설은 총 14개이며 취득 금액은 367억엔이다. 현재 보유한 온천 시설의 감정 가치는 400억엔이며 연평균 NOI Yield는 7.2%로 높은 수준을 유지하고 있다. 관광 상품 특성상 부동산 위치는 전국 곳곳에 분포해 있다.

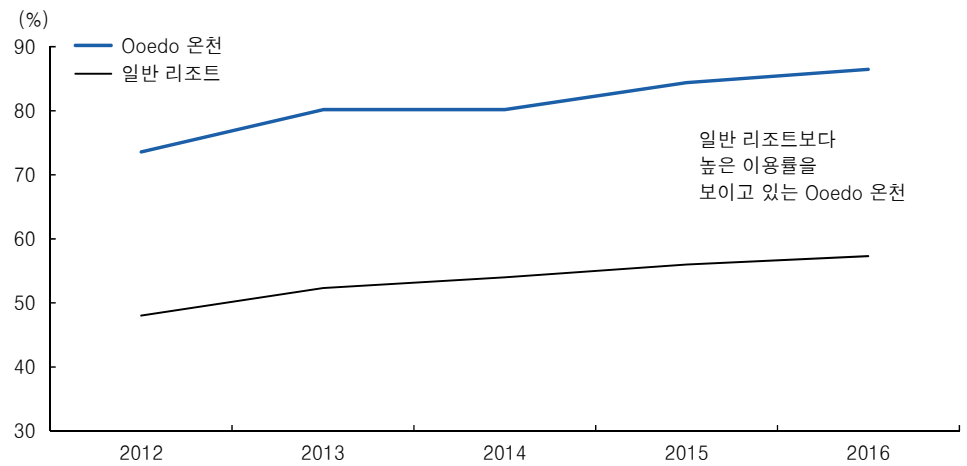
일본 온천 시설은 오랫동안 영세하게 운영되어 왔다. 따라서 Ooedo Onsen Reit Investment의 기업형 발전 전략은 온천 산업의 변화를 일으키고 있다. 온천 산업의 산업화 진전은 Ooedo Onsen Reit Investment의 선점 효과를 더욱 돋보이게 할 것으로 기대된다. 또한 외국인 관광객 증가에 따른 일본 온천 부동산 자산 가치 상승도 가능할 전망이다.

그림 33. Ooedo Onsen Reit Investment 보유 온천 리조트 현황



자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. Ooedo 온천과 일반 리조트 이용률 현황

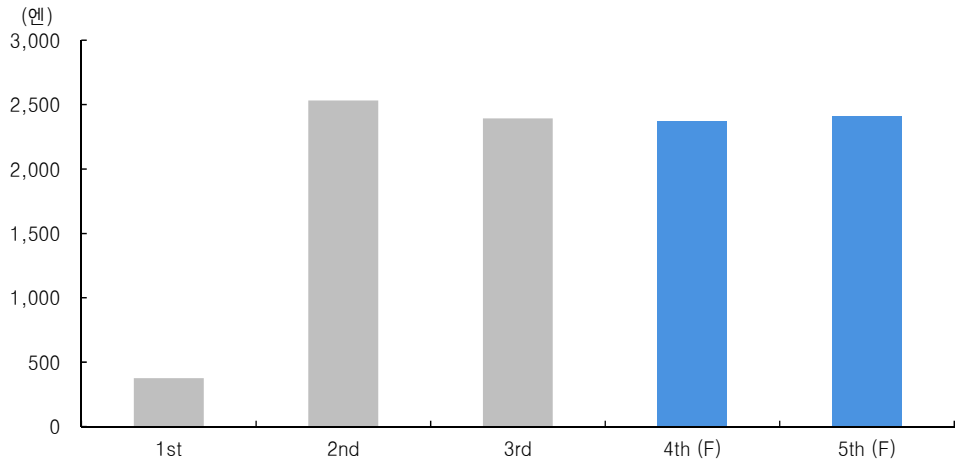


자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

### 2018년 예상 배당: 4,777엔

Ooedo Onsen Reit Investment 2018년 배당은 4,777엔으로 예상된다. 현재 주가 대비 수익률은 5.5% 수준이다. 배당 증가율은 낮은 상황이나 시가 배당률은 리츠 자산 중에서 높은 수준이다. 노후 온천 설비 투자 증가로 인해 단기적으로 운영 보수 비용 증가에 따라 배당 증가율은 낮은 수준이다. 그러나, 객실 사용비율이 꾸준히 증가하고 있으며 추가 인수 시설이 안정화를 찾으면서 배당 증가 여력은 점차 증가할 것으로 예상된다.

**그림 35. 오에도 온천 리조트 반기별 배당금 현황**



자료: 회사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

## II. 리츠(REITs)로 투자하기

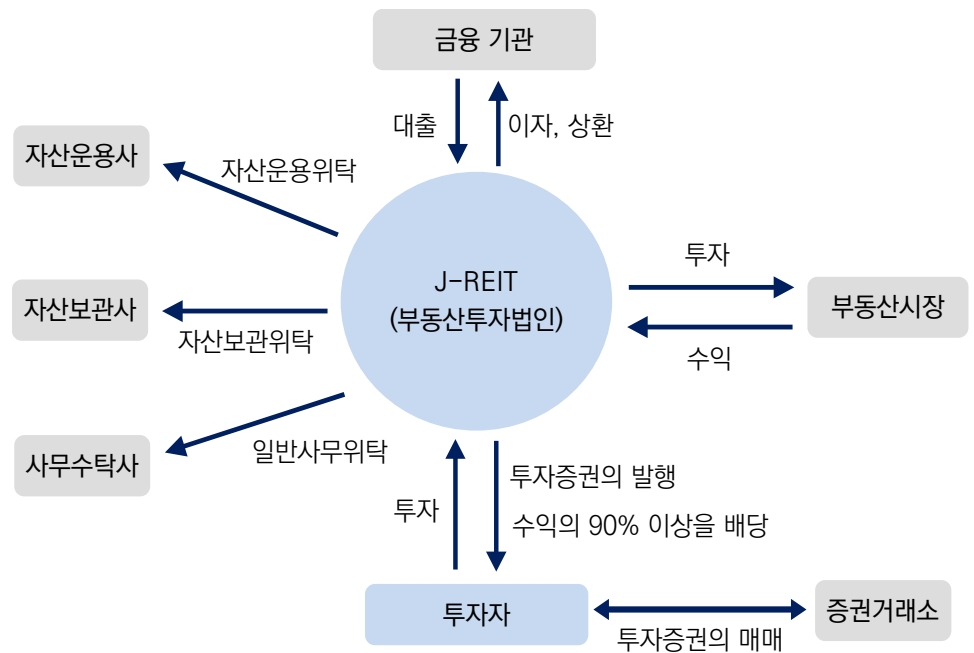
### 1. 리츠(REITs)란?

#### 1) 리츠 구조

리츠(REITs; Real Investment Trusts)는 부동산에 간접적으로 투자할 수 있는 방식 중 하나이다. 리츠 제도는 주식발행을 통해 투자자들로부터 자금을 모아 부동산(자산)에 투자를 해서 얻은 수익(임대수입, 매각차익, 개발수익)을 다시 배당 형태로 배분하는 구조다. 전통적인 부동산 투자는 소액투자가 어렵고 환금성이 떨어진다는 측면에서 소수 개인 및 기관투자자를 위한 시장이었다. 그러나 리츠 투자를 통해 일반 소액 투자자도 부동산 투자를 할 수 있는 길이 열렸다.

리츠는 투자 대상 부동산에 따라 다양한 형태로 구성될 수 있다. 일반 투자자로서 관심이 큰 리츠는 공모 상장 리츠다. 공모 상장 리츠는 부동산 자산을 기초로 구성되고 주식시장에서 직접 거래되기 때문에 개인투자자나 법인 모두 유동성 확보가 용이하다.

그림 36. J-REITs 구조



자료: 일본 투자신탁협회, 미래에셋대우 리서치센터

## 2) 리츠 시장 현황

부동산 리츠는 전 세계 36개국 이상에서 도입하고 있으며 아시아에서는 한국, 일본, 싱가포르, 홍콩이 주요 시장이다. 리츠가 처음으로 도입된 국가는 미국으로 1960년부터 도입되어 가장 성숙된 시장으로 평가 받는다. 현재 미국에는 200여개의 리츠가 뉴욕거래소 등에 상장되어 있으며 오피스, 주거, 산업, 물류, 헬스케어 등 다양한 자산에 투자되고 있다.

표 2. 해외 리츠 현황

(2016년 7월말 기준)

구분	미국	호주	일본	싱가포르
도입	1960년	1971년	2000년	2002년
규모	220개, 1,200조원 (1개당 5.5조)	43개, 110조원 (1개당 2.6조)	56개, 120조원 (1개당 2.1조)	44개, 57조원 (1개당 1.3조)
세제혜택 요건	주주 100명 - 법인세 면제	100% 배당시 - 원천세, 배당소득세 면제	주주 50명 - 법인세 면제	상장(주주 500명) - 인지세, 소득세 면제
유형	제한 없음 (대부분 회사형, 자기관리)	신탁형, 위탁관리 (결합증권형 가능)	회사형, 위탁관리	신탁형, 위탁관리

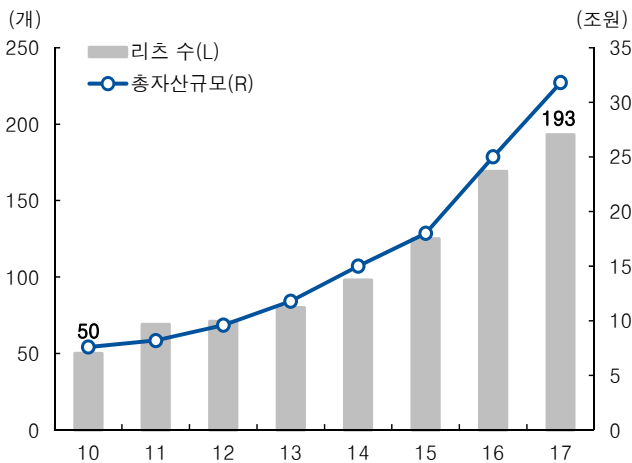
자료: 리츠정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

한국은 2001년에 리츠 제도가 도입된 이후 꾸준히 발전해 나가고 있다. 그러나 리츠 선진국에 대비해서 규모가 작다. 한국 리츠는 2010년 50개에서 2017년 193개로 약 4배 증가했으나 그 중 상장 리츠는 4개에 불과하다. 또한 사모형 리츠가 대부분으로 일반 소액투자자들의 참여는 제한적인 상황이다. 향후 정부의 '리츠 공모 활성화 대책'이 가시화되면 지금보다 공모형 리츠 시장 발달 속도가 빨라질 것으로 예상된다.

일본 리츠는 상장 리츠 개수가 59개에 시가총액은 12조엔 규모다. 일본의 경우 저금리 장기화 및 부동산 침체 구간에서 상대적으로 수익률이 높고 안정적으로 배당을 받을 수 있는 리츠에 대한 투자 수요가 많았다. 그에 따라 일본은 상장 리츠 시장이 더 빠르게 발달할 수 있었으며 소액투자자들이 투자할 수 있는 기회가 증가했다.

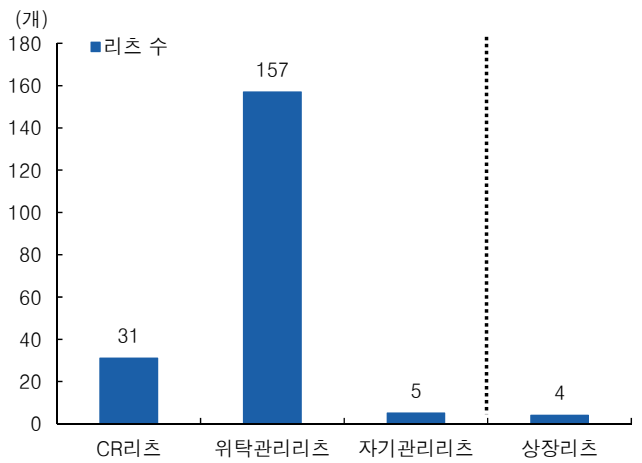
한국과 일본 리츠의 투자자산 현황을 살펴보면 한국은 리츠 투자자산이 주택(52.2%) 및 오피스(30%)가 중심이며 나머지 투자자산들은 소수에 불과하다. 그러나 일본 리츠의 경우에는 오피스 비중(43.6%)이 높기는 하지만 투자 자산이 다변화된 편이라 다양한 실물자산(부동산)에 투자할 수 있는 기회가 있는 것으로 판단된다.

그림 37. 한국 리츠 규모 지속해서 커지고 있는 상황



자료: 리츠정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

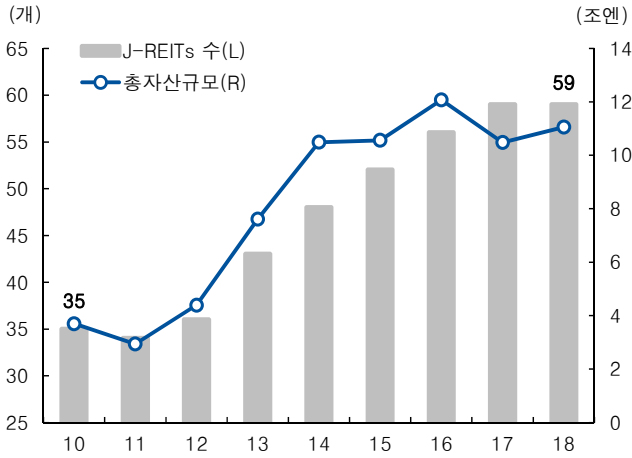
그림 38. 한국 상장 리츠 현황



주: 2017년 12월 말 기준

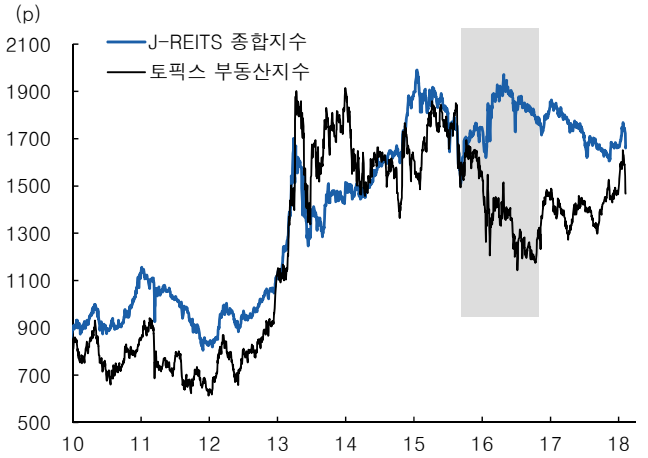
자료: 리츠정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 일본 상장 리츠 수 및 자산 규모



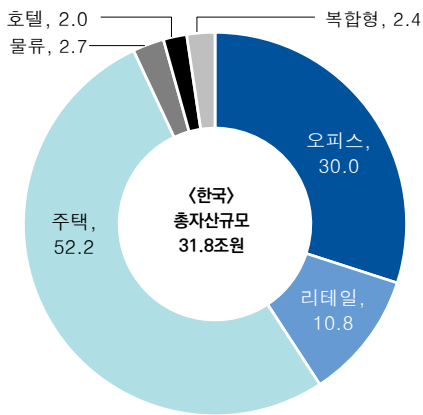
주: 2018년은 1월 26일까지 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 부동산 침체 구간에서도 안정적인 리츠 수익률



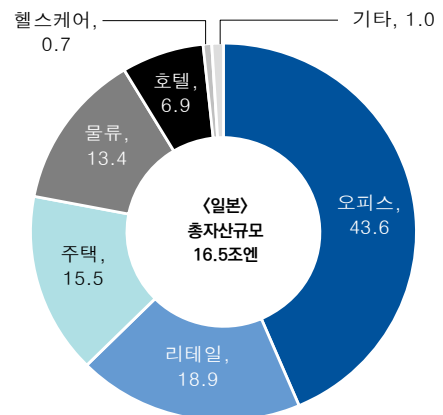
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 한국 리츠 투자 자산별 비중



주: 2017년 12월 말 기준  
자료: 리츠정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. J-REITs 투자 자산별 비중



주: 2017년 12월 말 기준  
자료: ARES, 미래에셋대우 리서치센터

## 2. 리츠(REITs) 투자가 필요한 이유

리츠는 투자자의 성격에 따라 투자 매력 요인이 달라진다. 개인과 기관 투자자 입장에서 리츠 투자가 필요한 이유를 구분하면 다음과 같다.

### 〈개인투자자〉

#### 1) 새로운 투자 기회

최근 언론 설문조사에 의하면 개인 투자자들이 수익형 부동산 투자에 대한 관심이 커지고 있는 상황으로 나타났다. 하지만 1) 자금조달의 어려움 및 2) 매매각시 손실가능성과 같은 문제들이 투자를 방해하는 원인으로 꼽혔다. 이를 보완한 상품이 리츠가 될 수 있다고 판단한다.

리츠는 소액 투자가 가능하기 때문에 자금조달이 어렵다는 문제를 해결할 수 있다. 대체로 개인이 부동산에 투자하는 경우에는 대출이 불가피한 경우가 많다. 그렇기 때문에 이자비용 이상의 수익을 내야 한다는 부담이 있기 때문에 투자가 쉽지 않다. 그러나 리츠는 소액 투자이기 때문에 본인의 자산 내에서 운용할 수 있어 부담요인이 줄어든다.

또한 리츠는 부동산을 직접 투자할 때와는 달리 손실매각 리스크를 최소화할 수 있다. 리츠에 투자하게 되면 기초자산(부동산)의 매각과 별개로 리츠를 매도하며 투자를 중단할 수 있기 때문이다. 또한 리츠는 개별 부동산 시장보다 매매가 쉽기 때문에 원하는 시점에 매도가 가능하고, 리츠 가격 상승에 따른 자본차익도 얻을 수 있다.

#### 2) 전문 인력 활용

부동산에 직접투자 하는 경우에는 1) 수익성, 2) 안정성, 3) 합리적인 가격에 부합하는 매물을 선택하기 위해 많은 노력과 고민이 필요하다. 또한 부동산은 투자단위가 크고, 대출을 포함한 투자가 많기 때문에 투자 결정 시 시간이 오래 걸리고, 원하던 매물을 찾기 힘들다.

물론 리츠를 투자할 때도 리츠 개별 상품에 대한 수익성, 안정성, 합리적인 가격 모두 고려사항이다. 하지만 리츠는 투자 전문 인력들이 포트폴리오를 구축하고 리스크 관리를 하며 운용을 하기 때문에 부동산에 직접 투자하는 것보다는 여러 가지 측면에서 용이하다. 또한 분기 및 연간 재무보고서도 의무적으로 공시를 하고 있기 때문에 투자판단에 필요한 객관적 자료를 검토할 수 있다는 장점도 가지고 있다.

### <기관투자자>

#### 1) 자산배분 측면

리츠는 주식과 채권의 중간 형태인 중위험, 중수익 구조로 되어 있다. 따라서 주식보다 안정적이고 채권보다 높은 수익을 원하는 투자자에게 대안이 될 수 있다. 반면 리츠 내에서도 투자 부동산 종류에 따라 수익률이 크게 달라질 수 있다. 예를 들어 부실 부동산을 리모델링 해서 임대하는 투자는 안정적으로 임대수입을 창출하는 부동산에 투자하는 것과는 수익률 차이가 크다. 즉, 어느 정도의 리스크를 감수하느냐에 따라 수익 편차가 커질 수 있다.

리츠 수익률은 기타 자산(주식, 채권 등) 수익률과 상관관계수가 높지 않다. 1990년대부터 2017년 말까지 각 자산의 월별 수익률로 상관계수를 구했을 때 가장 높은 것은 미국 하이일드로 0.59였다. 다음으로는 S&P500 지수(0.56)이며 나스닥 지수나 미 국채 등과는 낮은 상관관계를 보였다.

2008년 금융위기 이후에는 S&P500지수 및 나스닥 지수 모두와 상관관계수가 일부 높아지기는 했으나 이는 금융위기 당시 폭락 이후 두 자산 모두 가격을 회복하는 과정에서 방향성이 같았기 때문이라고 판단된다. 장기적 관점에서 보았을 때는 기존 포트폴리오에 리츠를 더함으로써 이전보다 보완된 자산배분이 가능해진다는 것을 확인할 수 있다.

표 3. 리츠와 기타 자산간의 상관관계수 (=<sup>r</sup>상관계수)

1990~2017→ 2008~2017↓	미국 리츠	S&P500	NASDAQ	미국 국채	미국 하이일드	달러	WTI
미국 리츠	1.000	0.558	0.450	0.033	0.588	-0.174	-0.003
S&P500	0.760	1.000	0.843	-0.019	0.585	-0.106	0.056
NASDAQ	0.709	0.951	1.000	-0.104	0.552	-0.042	0.071
미국 국채	-0.048	-0.305	-0.361	1.000	0.024	-0.171	-0.175
미국 하이일드	0.721	0.723	0.723	-0.256	1.000	-0.137	0.075
달러	-0.422	-0.513	-0.452	-0.027	-0.473	1.000	-0.206
WTI	0.218	0.467	0.438	-0.400	0.485	-0.489	1.000

주: 월별 수익률 간의 상관관계로 계산, 리츠는 FTSE EPRA/NAREIT ALL EQUITY REITs Index.

미국 국채는 Bloomberg Barclays US Treasury Index, 미국 하이일드는 Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index로 계산

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

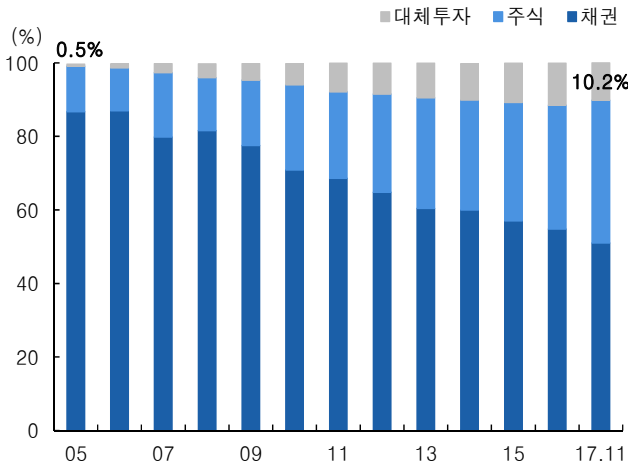
## 2) 용이한 대체투자

과거 기관 투자자들은 전통적 자산(주식, 채권 등)을 통한 포트폴리오 구성으로 안정적인 수익을 보여주었다. 그러나 최근 시장 변동성이 커지면서 주식과 채권만으로는 안정적인 목표수익을 내기가 어려운 것이 현실이다. 따라서 대체 투자에 대한 관심이 증가하고 있다. 대체투자에는 부동산을 포함한 사모펀드(PEF), 인프라, 벤처캐피탈(VC) 등이 있다.

대체투자 중에서 부동산 투자는 꾸준한 임대수익을 창출하고, 실물자산에 대한 투자이기 때문에 인플레이션을 헷지할 수 있는 장점을 가지고 있다. 그러나 부동산에 직접 투자하기에는 리스크가 크다. 따라서 리츠 투자는 대체투자로서 부동산을 상대적으로 쉽게 접근할 수 있는 방법이다.

실제로 미국 최대 연기금인 CalPERS는 일부 펀드를 운용하는데 있어 리츠를 활용하고 있다. 리츠에 투자할 경우 부동산에 직접 투자할 때와는 달리 유동성이 높아지고, 부채 부담을 낮출 수 있는 장점을 가지고 있기 때문이다. 또한 리츠와 동시에 직접 투자가 이루어지면 기초자산이 같아 방향성은 유사할 수 있더라도 두 자산 간의 상관계수는 낮기 때문에 앞에서 언급한 대로 자산배분 측면에서도 상호보완적인 관계가 될 수 있다.

그림 43. 국민연금 포트폴리오 내 대체투자 비중 증가



자료: NPS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 미국 CalPERS, 리츠 투자 활성화

Target Asset Allocation

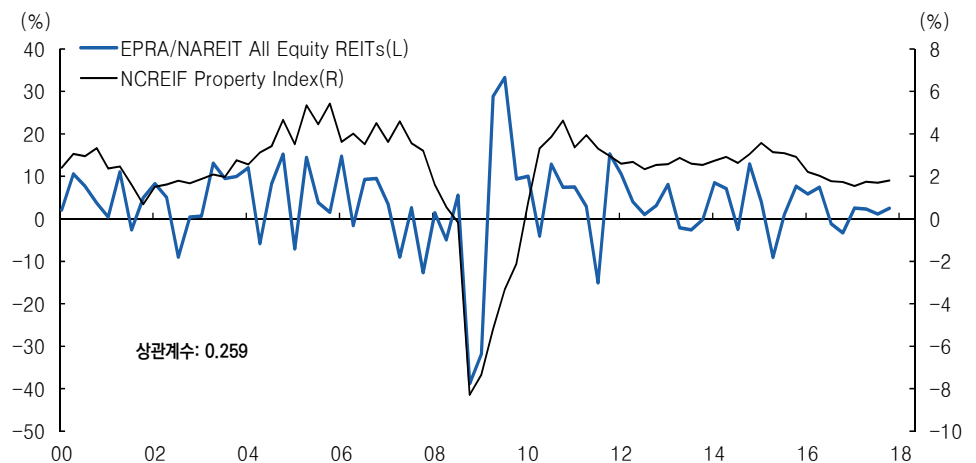
Asset Class	PERF A	PERF B	PERF C	LRF	JRF	JRF II
Global Equity	46%	46%	46%	24%	—	50%
Private Equity	8%	8%	8%	—	—	—
Global Debt Securities	20%	20%	20%	39%	—	34%
Real Assets	13%	13%	13%	—	—	—
Liquidity	4%	4%	4%	—	100%	—
Inflation	9%	9%	9%	26%	—	5%
REITs	—	—	—	8%	—	8%
Commodities	—	—	—	3%	—	3%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Asset Class	CERBTf Strategy 1	CERBTf Strategy 2	CERBTf Strategy 3
Global Equity	57%	40%	24%
Global Debt Securities	27%	39%	39%
Inflation Assets	5%	10%	26%
REITs	8%	8%	8%
Commodities	3%	3%	3%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

자료: CalPERS '2016-17 Comprehensive Annual Financial Report'

그림 45. 리츠와 부동산 직접투자 방향성은 비슷해도 상관계수는 낮은 편



주: 분기 수익률로 계산  
자료: FTSE/NAREIT, NCREIF, 미래에셋대우 리서치센터

상장 리츠에 투자하면 국내뿐만 아니라 해외 부동산에도 좀 더 쉽게 투자할 수 있다. 실제로 J-리츠는 기관 및 개인 모두 다양하게 투자하고 있지만 외국인 비중이 특별히 높은 것으로 확인된다. 물론 리츠 이외에도 해외 부동산 펀드라는 부동산 간접투자 방식이 있다. 하지만 대부분 만기가 장기이고 폐쇄형이 많아 중도환매가 어려운 경우가 많다. 또한 만기에 시장 상황에 따라 손실을 부담해야 할 수도 있다. 따라서 리츠는 부동산 펀드 대비 유동성이 확보된다는 장점을 가지고 있다.

**표 4. 투자자 유형별 J-REITs 보유액** (십억엔, %)

투자자 구분	보유액	비중
①은행	7,481	6.6
②신탁은행	50,340	44.1
①+② 내 투자신탁	40,556	<b>35.5</b>
①+② 내 연금신탁	1,047	0.9
생보사+손보사	2,868	2.5
기타 금융기관	3,250	2.8
증권사	1,538	1.3
비금융기업	10,262	9.0
외국인	28,154	<b>24.7</b>
개인	10,232	9.0
<b>총</b>	<b>114,130</b>	<b>100</b>

주: 2017년 8월 기준

자료: TSE, 미래에셋대우 리서치센터

### 3. 리츠(REITs) 투자포인트

#### 1) 배당수익률

리츠 투자는 기본적으로 배당수익률을 목표로 투자한다. 리츠의 배당수익률은 절대수익률과 상대 수익률이 동시에 고려되어야 한다. 일본 리츠의 경우 전체 리츠 배당수익률은 평균적으로 4~5% 정도 되지만 리츠별 배당수익률 편차는 크다. 2%대의 낮은 배당수익률을 보이는 리츠도 있기 때문에 투자 시 유의할 필요가 있다.

리츠에 투자할 땐 상대수익률도 고려되어야 한다. 리츠의 배당수익률이 채권 이자수익 및 주식의 배당수익보다 높은 수준일 경우에 투자 메리트가 높아지기 때문이다. 일본은 현재 국채 10년 금리가 0%대이고, 닛케이나 토픽스 지수 또한 배당수익률이 2%에 못 미친다. 그러나 J-리츠 배당수익률은 4%대로 기타 자산 대비 높다는 것을 확인할 수 있다. 만약 기타 자산과의 수익률 스프레드가 좁아지게 되면 상대적으로 투자가치가 낮아질 수 있다는 점을 감안해야 한다.

그림 46. 리츠 간 배당수익률 편차 큰 편

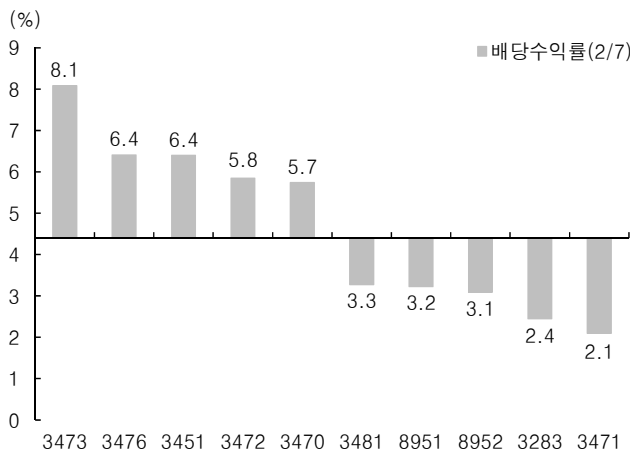
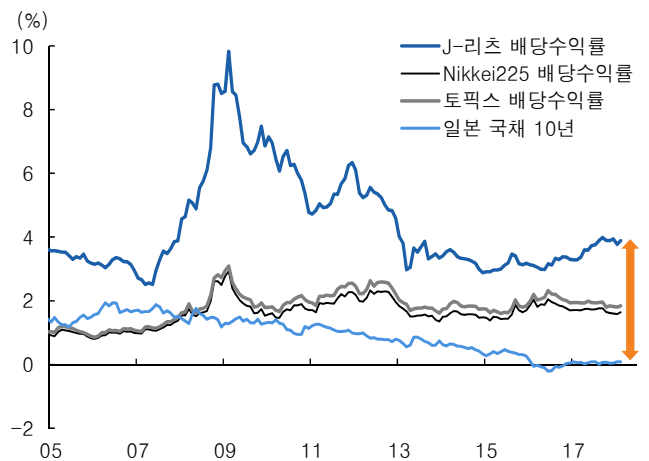


그림 47. 리츠 기타 자산과의 상대적 수익률도 비교 필요



주: 숫자는 J-리츠 Bloomberg 종목 티커  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

#### 2) 배당안정성

리츠 투자에서는 배당수익률과 함께 배당안정성을 고려해야 한다. 현재 배당 수익이 일회성이 아니라 지속성이 있는지에 대한 판단이 필요하기 때문이다. 이를 판단하기 위해 주로 사용되는 지표는 운영자금(FFO: Funds From Operation)이다. 리츠는 이익의 대부분(90% 이상)을 배당하기 때문에 FFO 지표를 통해 배당수익을 예상할 수 있다.

일반적인 회계기준에서는 기업의 순이익을 구할 때 감가상각을 고려해서 구하지만 리츠의 경우에는 부동산의 감가상각을 반영할 경우 실제 순이익보다 과소평가 될 가능성이 높다. 그렇기 때문에 리츠를 평가할 때는 순이익에 감가상각비를 더한 개념인 FFO를 활용한다.

$$FFO = \text{순이익} + \text{이자상환} + \text{감가상각} - \text{부동산 판매로 인한 자본이득*}$$

FFO보다 더 정확하게 배당안정성을 확인하고 싶은 경우에는 AFFO(Adjusted-FFO)를 활용할 수 있다. AFFO는 아래와 같은 산출식으로 계산이 된다.

$$AFFO = FFO + \text{임대료인상분} - \text{자본지출} - \text{유지보수금액}$$

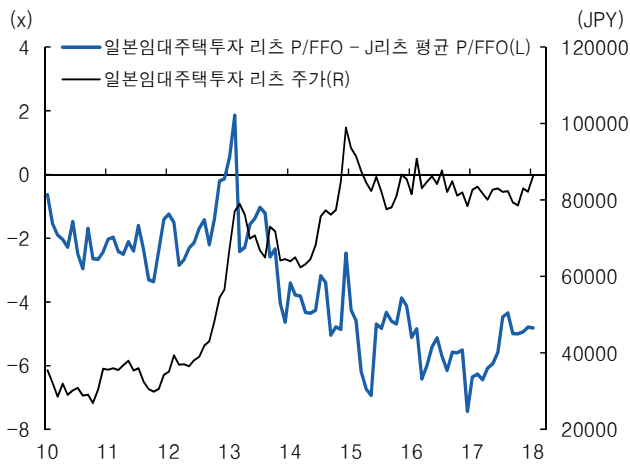
리츠 투자 포트폴리오가 크게 변하지 않는다고 가정하면 과거 운영자금 흐름을 통해 앞으로의 흐름도 추정해 볼 수 있다. 또한 FFO로 계산된 배당성향(주당 배당금/주당 FFO\*100)이 100%를 넘을 경우에는 배당금이 운영이익 대비 크다는 것을 의미하기 때문에 투자 시 유의할 필요가 있다.

### 3) 가격 메리트

배당수익률과 배당안정성을 확인한 이후에는 현재 리츠 가격의 저평가 여부를 확인해 볼 필요가 있다. 리츠는 배당수익에 초점을 맞춰서 투자를 하는 것이 일반적이지만 리츠 가격 하락폭이 클 경우 배당수익으로 충당되기 어려울 수도 있기 때문이다. 보통 주식에서는 P/E나 P/B를 통해 저평가 여부를 확인하는 경우가 많다. 하지만 리츠는 소유하고 있는 부동산에 대한 감가상각이 리츠의 순이익 및 자산가치를 과소평가할 수 있기 때문에 P/FFO(P/E 대응)와 P/NAV(P/B 대응) 지표를 활용한다.

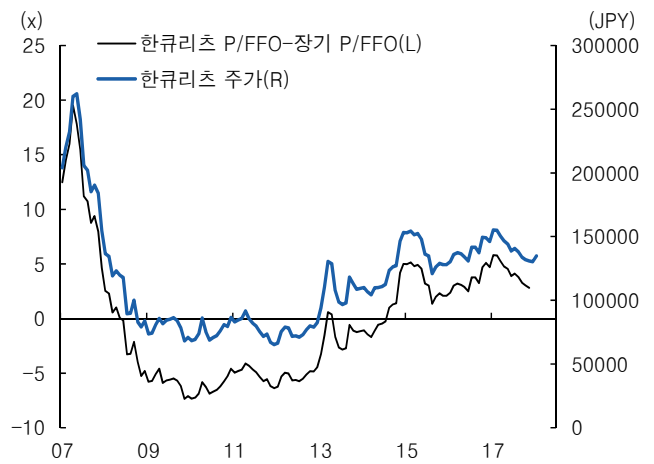
P/FFO는 리츠 가격을 주당 FFO로 나눈 값을 의미한다. 일본 리츠의 10년 평균 P/FFO 값은 21.3배로 최근 P/FFO 평균 값이 17.6배임을 감안하면 현재 가격이 저평가인 상황이라고 판단된다. 개별 종목의 경우에는 P/FFO 값이 전체 일본 리츠 평균 대비 높을 경우 상대적으로 고평가되었다고 볼 수 있다. 또한 이를 한 종목의 장기 시계열로 비교하는 것도 가능하다. 개별 종목의 장기 평균 P/FFO 대비 현재 P/FFO가 낮을 경우 저가매수의 기회로 볼 수 있다.

그림 48. 개별 P/FFO를 전체 리츠 평균 P/FFO와 비교 가능



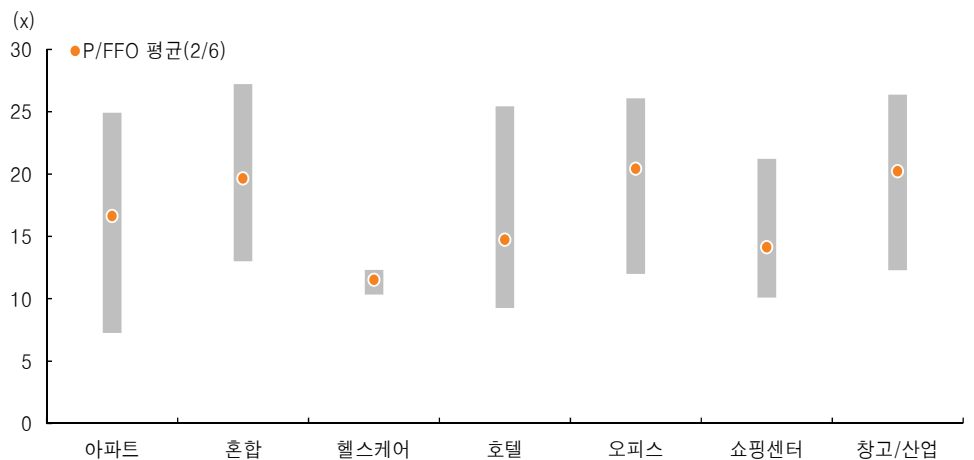
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 현재 P/FFO를 장기 P/FFO와 비교 가능



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 일본 리츠 섹터별 P/FFO 현재 수준



주: 2010년 이후 P/FFO 최소 및 최대값  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

P/NAV는 우선 리츠의 순자산가치(NAV)를 구해야 한다. 리츠가 보유하고 있는 수익부동산의 시장 가치(현재가치)를 구하기 위해서는 운영이익(NOI)을 자본환원율(Cap rate)로 나누어서 계산할 수 있다. 이후 비영업자산 가치를 모두 더해준 뒤 총부채를 차감하면 NAV를 구할 수 있다.

일반적으로 부동산의 Cap rate를 정확하게 구할 수 없기 때문에 NAV를 구하는 것은 쉽지 않다. 그러나 일본 리츠의 경우 Japan-REIT 홈페이지에서 주당 NAV 값을 제공하고 있어 용이하게 비교할 수 있는 편이다. P/NAV 값이 1배 이상이면 현재 자산가치 대비 주가가 높다는 의미이기 때문에 일반적으로 고평가 되어있다고 판단할 수 있다.

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.