



## Not Rated

목표주가: N/A

주가(5/12): 1,590원

시가총액: 543억원



## Stock Data

KOSPI (5/12)	1,977.49pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	2,170원
등락률	-26.7%
수익률	절대
1W	-4.5%
1M	42.5%
1Y	40.0%
	최저가 1,020원
	55.9%
	상대
	-4.3%
	43.6%
	48.4%

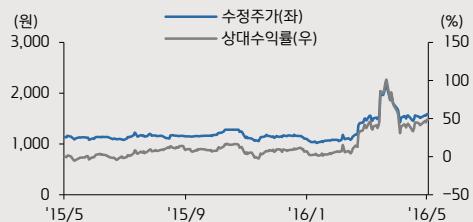
## Company Data

발행주식수	34,133천주
일평균 거래량(3M)	1,947천주
외국인 지분율	13.9%
배당수익률(15)	5.2%
주요 주주	이명식 외7인
	10.9%
	에이제이네트웍스 외1인
	9.4%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2012	2013	2014	2015
영업수익	30	79	95	114
보고영업이익	1	49	67	82
핵심영업이익	1	49	67	82
EBITDA	3	50	68	82
세전이익	3	45	48	57
순이익	3	36	37	45
지배주주지분순이익	0	36	37	45
EPS(원)	0	129	134	160
증감률(%YoY)	N/A	N/A	3.5	19.7
PER(배)	N/A	6.6	6.8	7.3
PBR(배)	N/A	0.6	0.6	0.8
EV/EBITDA(배)	88.0	11.2	10.8	11.3
보고영업이익률(%)	4.5	62.2	70.7	72.0
핵심영업이익률(%)	4.5	62.2	70.7	72.0
ROE(%)	N/A	9.1	9.4	10.7
순부채비율(%)	4.0	80.2	119.3	138.8

## Price Trend

 1Q 실적 Review

## 케이탑리츠 (145270)

## 본격적인 성장 국면 돌입



〈장 후 실적발표〉 동사는 1분기 별도 영업수익 21.6억원(YoY 22.5%), 영업이익 12.6억원(YoY 18.2%)을 시현했습니다. 작년 11월 매입한 '김포 미도프라자 빌딩'에서 실적이 온전히 반영됐고, 완정빌딩(YoY +18.6%)과 화정빌딩(YoY +24.8%)에서 큰 폭의 임대료 상승이 있었습니다. 올해는 다이와하우스공업과의 업무제휴로 본격적인 성장 국면에 진입할 전망입니다.

## &gt;&gt; Point 1. 본격적인 성장 국면 돌입

동사는 1분기 별도 영업수익 21.6억원(YoY 22.5%), 영업이익 12.6억원(YoY 18.2%)을 시현했다. 전년 대비 큰 폭의 실적 개선이 지속되고 있다. 작년 11월 매입한 '김포 미도프라자 빌딩'에서 실적이 온전히 반영됐고, 완정빌딩(YoY +18.6%)과 화정빌딩(YoY +24.8%)에서 큰 폭의 임대료 상승이 있었다. 또한 보유자산에서 1) 약 4% 수준의 안정적인 공실률을 유지하고 있고, 2) 양질의 대형 임차인 입점 등 Tenant Coordination이 성공적으로 진행됐다. 올해는 다이와하우스공업과의 업무제휴(16/2/17, '다이와하우스공업과 손잡고 임대관리업 진출')로 본격적인 성장 국면에 진입할 전망이다.

## &gt;&gt; Point 2. 임대시장의 해게모니를 질 수 있는 무기 장착

동사는 지난 2월 다이와하우스공업 및 AJ그룹을 대상으로 62.7억원의 제3자 배정 유상증자를 진행했다. 다이와하우스공업은 1) 약 3,000호의 국내 도심형 임대주택 개발 및 임대운영과 2) 비즈니스호텔 개발 및 운영사업을 추진할 예정이다. 다이와하우스공업은 일본 내 선두 임대주택사업자이며, 미국・호주・중국 등 전 세계 각지에서 임대주택 사업을 활발히 벌이고 있다. 현재 국내 주택시장은 전세의 월세화가 빠르게 진행되고 있고, 정부의 뉴스테이 정책 드라이브 등 임대시장이 본격적으로 열리고 있다. 전통적으로 임대시장은 건설사와 관련이 깊다. 하지만 최근에는 보유 유후부지를 활용한 KT 및 금융회사 등 비건설계열 업체들의 가세로 임대시장의 규모는 빠르게 확대될 가능성이 높다. 따라서 동사의 이번 전략적 제휴는 일본 선두업체와의 협력을 통해 국내 임대주택 사업 선점에 큰 도움이 될 것으로 판단된다. 하반기부터는 일본 현지 인력들이 국내 상주할 예정으로 빠른 사업화가 기대된다.

## &gt;&gt; Point 3. 종합부동산 회사로 발돋움

지금까지는 보유 중인 7개 중 6개 자산이 상업용 빌딩으로 상품 집중화에 따른 사업 안정화 국면이었다. 하지만 올해부터는 기존의 안정적인 수익기반에 일본 선진 업체와의 전략적 제휴를 통한 투자 상품 및 기법 다양화까지 더해져 본격적인 성장 국면으로 들어설 전망이다. 더불어 지난 2월 정부에서 처음으로 리츠에 대한 종합대책을 마련했다. 향후 세제당국 등 유관기관의 지원과 관련 법령 개정안 마련 등 보완이 필요하지만, 상장 리츠 육성에 대한 정부의 의지를 드러냈다는 점에서 의미가 있다. 성공적인 종합부동산 회사로 자리매김 할 수 있을 것으로 판단된다.

## 사업부문별 영업실적 (단위: 백만원)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16
임대료	쥬디스타화	339	282	408	346	1,374	301	301	295	433	1,330
	완정빌딩	98	94	110	140	442	99	102	102	155	457
	아펠바움	75	75	79	84	313	75	75	79	87	315
	화정빌딩	612	505	773	618	2,508	562	559	596	990	2,707
	미원빌딩	16	121	128	125	391	121	121	116	128	497
	서초빌딩			106	286	392	283	283	313	335	1,214
	김포빌딩								49	49	218
소 계		1,141	1,077	1,605	1,598	5,421	1,441	1,441	1,501	2,185	6,569
평가이익	쥬디스타화				410	410				144	144
	완정빌딩				71	71				34	34
	아펠바움				7	7				204	204
	화정빌딩				198	198				123	123
	미원빌딩				596	596				336	336
	서초빌딩				1,548	1,548				471	471
	김포빌딩								2174	2174	
소 계				2,830	2,830				3485	3485	
관리비	쥬디스타화	111	112	113	108	444	117	107	103	101	428
	완정빌딩	24	32	24	43	123	31	31	31	33	127
	아펠바움										31
	화정빌딩	145	146	149	157	596	143	141	140	155	579
	미원빌딩										151
	서초빌딩										
	김포빌딩								0	25	
소 계		280	291	285	307	1,163	291	280	274	289	1,134
기타수입	쥬디스타화	6	5	5	10	27	4	5	13	3	26
	완정빌딩	1	2	5	2	10					6
	아펠바움										
	화정빌딩	18	21	16	18	73	27	21	28	23	98
	미원빌딩										55
	서초빌딩										
	김포빌딩									0	
소 계		25	28	26	30	109	31	26	40	26	123
영업수익 합계		1,446	1,395	1,916	4,766	9,523	1,763	1,747	1,815	5584	11,310
2160											

자료: 케이탑리츠, 키움증권

## 투자자산 운용 실적 (단위: 백만원, 2016년 3월 기준)

투자부동산	대지면적	연면적	연간 매출액(E)	연간 순이익(E) (차임금 이자비용 차감)	CAP(%)	ROE(%)
쥬디스타화	809.7m <sup>2</sup>	6,578m <sup>2</sup>	1,318	621	8.07	105.92
완정빌딩	743.1m <sup>2</sup>	3,876m <sup>2</sup>	569	394	8.80	16.20
판교아펠바움	598.2m <sup>2</sup>	580.7m <sup>2</sup>	300	206	6.37	14.99
화정빌딩	1,327.8m <sup>2</sup>	17,255m <sup>2</sup>	3150	2197	8.96	15.29
미원빌딩	373.2m <sup>2</sup>	3,646m <sup>2</sup>	409	197	4.43	9.44
서초빌딩	989.9m <sup>2</sup>	4,588.4m <sup>2</sup>	1,133	804	6.82	17.47
김포빌딩	1,372.2m <sup>2</sup>	9,470.4m <sup>2</sup>	866	321	4.50	7.69
합계			7,747	4743	7.21	16.00

주: 1) 3월 매출액 연환산 적용, 2) 김포빌딩 2015년 12월 8일 취득 후 Value-up process 진행 중, 3) CAP Rate = 연간 순수입 / (취득가액-임대보증금)

4) ROE = 순이익 / 자기자본

자료: 케이탑리츠, 키움증권

## 리츠 경쟁력 제고 추진방안

개선방안	실행 전략	제도개선
공모·상장 활성화	(1) 사모리츠 → 공모 전환 - 우량 사모 리츠를 모아 상장 추진 - 기업구조조정 리츠를 영속형 전환 (2) 신규 상장형 앵커 리츠 발굴 - 연기금, 대기업 등 앵커투자 활성화 - 물류센터, 임대주택 권리리츠 등 추진	① 상장요건 획기적 개선 ② 주식분산의무 완화, 의사결정과정 간소화 ③ 공모 리츠에 기금투입 및 세제지원 추진
획기적 규제개혁	* 사모 인큐베이팅, 네거티브 규제체계 ⇒ 사모 리츠의 진입·운용 자율성 강화, 향후 공모 전환을 유도 * 자산관리회사 역량 강화	④ 사모 리츠 등록제 ⑤ 자회사, 환헤지 허용 ⑥ AMC 투자제한 완화
인식 제고 및 건전성 강화	* 투자자 입장에서 정보접근성 확대 * 운용 주체의 도덕적 해이 방지	⑦ 리츠정보시스템 활용 ⑧ 정보공개의무 강화 상시 모니터링 도입

자료: 국토교통부, 키움증권

## 리츠와 펀드 규제비교

구분	부동산투자회사(리츠)	부동산펀드	
		공모	사모
진입	* 리츠: "인가"(사업계획 검토) * 자산관리회사: "인가"(자본금 70억원 이상)	* 펀드: "등록" * 자산운용사 : "인가"(자본금 80억원)	* 펀드: "등록" * 자산운용사 : "등록"(자본금 20억원)
공모·상장 의무	O	X	
주식 소유제한	* 위탁관리: 40% * 자기관리: 30%	2인 이상	
관리·감독	* 분기별 + 수시공시(도입) * 감정평가 의무	* 수시공시 * 감정평가	* 수시공시 (X) * 감정평가 (X)
기타	* 증권투자 제한(10%이내) * 금전대여 불가	* 증권투자 제한 없음 * 금전대여 가능	

자료: 국토교통부, 키움증권

## 제3자배정 대상자별 선정경위, 거래내역, 배정내역 등

제3자배정 대상자	회사 또는 최대주주와의 관계	선정경위	증자결정 전후 6월이내 거래내역 및 계획	배정주식수(주)	비 고
다이와하우스공업(주)	-	전략적 제휴등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여	-	3,000,000	1년간 보호예수
에이제이파크(주)	-	전략적 제휴등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여	-	1,600,000	1년간 보호예수
에이제이네트웍스(주)	-	전략적 제휴등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여	사무기기 렌탈료 6개월(3,068천원) 발생 및 향후 거래를 지속할 예정	1,100,000	1년간 보호예수

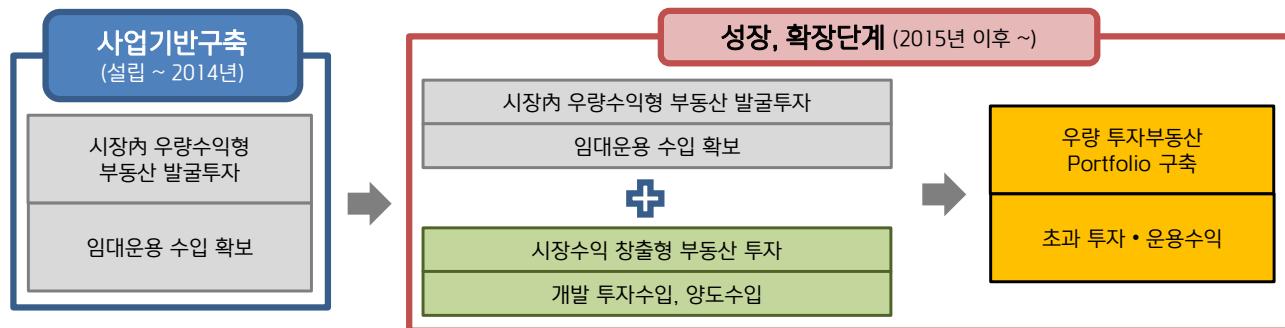
자료: 케이탑리츠, 키움증권

## 다이와하우스공업 전략적 제휴 내용

제목	도심형임대주택 및 호텔 개발사업 진출을 위한 전략적 제휴	
계약상대방	일본 다이와하우스공업(주)	
계약형태	업무협정서 체결	
주요 내용	업무협정 주요내용	가. 한국 부동산개발사업 공동추진 - 도심형임대주택 개발 및 임대운영(3,000호) - 비즈니스호텔 개발 및 운영 나. 업무추진 방법 - 부동산 개발사업 공동기획 및 개발 - 개발부동산의 임대운용 및 관리, 마스터리스 관련 업무제휴 다. 계약기간: 계약일로부터 5년 라. 계약일: 2016년 2월 16일 당사의 국내 부동산투자경험 및 보유 부동산네트워크와 일본 유수의 종합부동산회사인 다이와하우스공업(주)의 선진 개발, 운영 노하우를 접목하여, 차별화된 도심형임대주택 및 비즈니스호텔 개발 및 임대운영사업에 진출함으로써 종합부동산투자회사(리츠)로 도약하는 계기를 마련함.
기대효과		

자료: 케이탑리츠, 키움증권

## 사업기반 구축에서 성장 및 확장 단계로



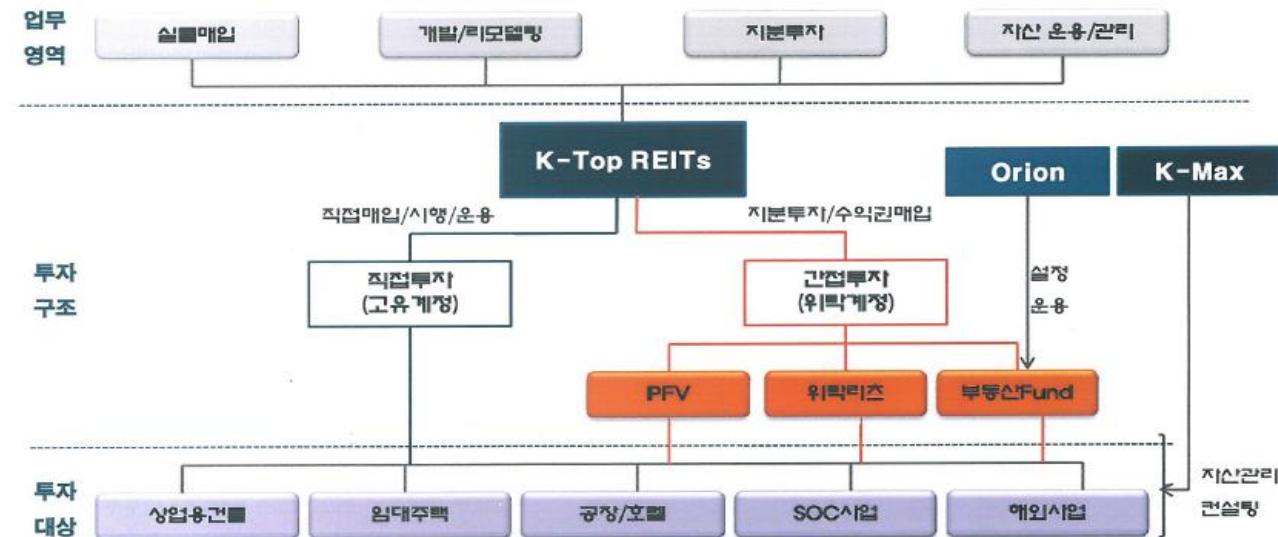
자료: 케이탑리츠, 키움증권

## 종합부동산 회사로 성장하기 위한 투자전략

부동산 매입	지역 거점 상권 고수익 부동산	개발사업	총자산의 30% 내에서 개발사업
	금융기관 담보실행 대상 부동산		도시재생사업
	기업구조조정 부동산		리노베이션, 리모델링
자산 운용/관리	시행사/건설사 보유 NPL 자산	지분투자	임대주택, 상업시설, 물류창고
	투자부동산 운용/Value-up		자산운용사 지분참여(Orion)
	임대차관리, 공실해소, MD 재구성		부동산펀드, 위탁형리츠 투자, PFV 지분 투자
	케이탑 BM(케이탑리츠 자회사)을 통한 시설관리		구조화 금융, SOC 사업, 해외 부동산 투자

자료: 케이탑리츠, 키움증권

향후 발전계획: 각 회사의 연계하에 업무영역 및 투자대상을 확대하고 투자구조를 다양화하여 시너지 창출



자료: 케이탑리츠, 키움증권

## REITs의 분류

분류기준	형태	특징	내용	분류사례 (상장리츠 3개사)
관리형태	자기관리리츠	실체형/영속형	자산운용전문인력 등을 포함한 임직원을 상근으로 두고, 자산의 투자 · 운용을 직접 수행하는 실체 회사	케이탑리츠, 광희개발전문
	위탁관리리츠	명목형/한시형	자산의 투자 · 운용을 자산관리회사에 위탁운용하는 회사로서, 상근임직원이 없는 paper company	트러스와이제7호
	CR리츠	명목형/한시형	기업구조조정용 부동산을 투자대상으로 하며, 자산의 투자 · 운용을 자산관리회사에 위탁하는 회사	

자료: 케이탑리츠, 키움증권

## 부동산투자회사법 일부개정안 주요 내용 (2015.5.29 임시국회 통과)

구분	입법 예고	주요내용	시행
정부 입법 발의	감정평가 절차의 개선(안 제9조제6항)	- 감정평가업자 추천제도 폐지	즉시행
	개발전문 부동산투자회사제도 폐지 (안 제12조제1항 및 제26조, 현행 제26조의2 삭제)	- <b>개발전문 부동산투자회사제도 폐지</b> - <b>주총 특별결의로 개발사업 비율 결정</b>	4개월 후 시행
	배당방식 자율화 및 배당비율 조정 (안 제28조제1항 및 제2항)	- 배당방식의 자율화 - <b>자기관리리츠 의무배당비율을 50%로 완화 (2016.12.31 시행)</b>	즉시행
	자기자본 산정기준일의 합리적 조정 (현행 제29조제3항 및 제4항 삭제)	- 자기자본 산정기준일을 별도로 정하지 아니하여 발생시점의 재무상태를 반영할 수 있음	즉시행
	자산관리회사의 설립인가 취소 (안 제42조제1항제2호의2 신설)	- 최근 3년간 영업실적이 없는 경우 설립인가를 취소할 수 있는 근거 마련	4개월 후 시행
	리츠정보시스템 구축 및 운영 (안 제49조의6 신설)	- 리츠정보시스템을 구축하고 운영할 수 있는 근거 마련	4개월 후 시행
	금융기관 출자제한 완화 - 위탁관리리츠 해당 (안 제49조의2제5항 신설)	- 위탁관리리츠의 금융기관 출자제한 완화는 금융위 반대의견으로 삭제 * 금산법은 금융위에서 완화 예정 * 은행법은 해당없음 (감독규정에서 예외 처리) * 보험업법의 경우 해당부처 반대	본건은 관계부처 협의사항으로 처리
	사모형 위탁·CR리츠 등록제 변경 (안 제9조의2)	- 본건은 국토교통위원장 (대안)발의안에서 삭제	'15.6월 임시국회 재추진 예정
	('14.6.30 발의) 자기관리리츠 변경인가 신고제 변경 (안 제40조)	- 자기관리리츠가 일정요건을 갖춘 후에는 추가사업에 대해서는 신고제를 적용	3개월 후 시행
	김관영 의원 ('14.5.29 발의) 임대주택리츠 규제 완화 (안 제14조의8, 제16조)	- 임대주택리츠에 투자시 공모의무 배제 요건 완화	즉시행

자료: 국토교통부, 케이탑리츠, 키움증권

- 당사는 5월 12일 현재 '케이탑리츠' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%