

주식보다 안전하고
예금보다 많이 받는

월간 인컴투자

2021.5

대체투자: 구경회 3773-9083

인컴투자에서의 ESG, 어디까지 왔나



High Dividend



Property / REITs



Infrastructure



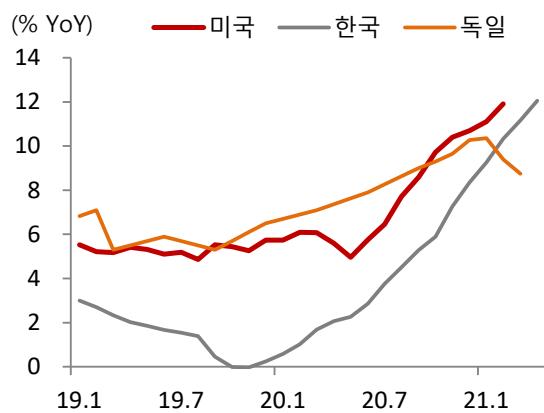
Real Assets

- 1분기 글로벌 주택가격은 미국, 독일, 호주, 한국 등을 중심으로 상승세 지속
- 미국을 중심으로 상업용 부동산 가격도 상승세 전환. 영국과 홍콩은 상대적으로 약세
- 3월에 이어 4월에도 글로벌 증시에서 리츠 (REITs)의 반등세가 진행 중
- 글로벌 고배당주는 4월에도 강세였던 미국을 제외하면 상승세 소폭 둔화

〈이슈 분석〉 인컴투자 시장에서의 ESG (Environmental, Social and Governance)

- 리츠의 그린빌딩 (Green Building), 인프라에서의 신재생에너지 투자를 중심으로 ESG 확산 중

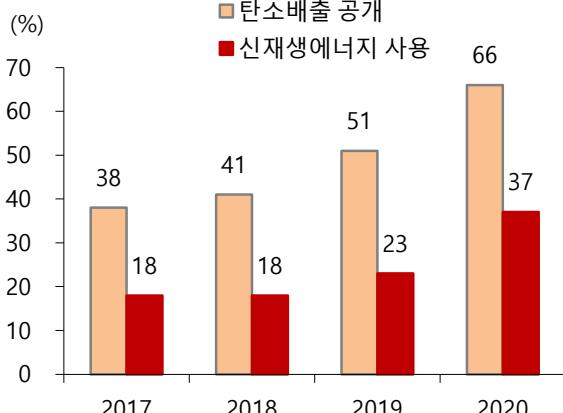
주요 국가별 주택가격 상승률 (전년동기대비) 추이



자료: Bloomberg, 국민은행, SK증권

주: 미국주택은 2월이 최근치

미국 100대 리츠 중 친환경 관련 사안 참여 비율



자료: NAREIT, SK증권

* 인컴(Income) 투자: 주식보다 낮은 리스크, 예금보다 높은 성과를 추구하는

중위험·중수익 투자 중에서, 꾸준한 현금소득(이자, 배당)을 동반하는 투자를 지칭.

일반적으로 대체투자, 크레딧, 고배당주를 중심으로 투자 대상을 선정



Contents

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 요약 | 3 |
| 2. 글로벌 부동산: 주택과 상업용 부동산의 동반 상승 | 6 |
| 3. 리츠 (REITs): 미국 중심으로 4월 증시에서 강세 시현 | 19 |
| 4. 고배당주/인프라: 4월 상승했으나 시장대비 약세 | 26 |
| 5. 이슈 분석: 인컴투자 시장에서의 ESG | 29 |
| 6. ESG 리츠 분석 | |
| Hannon Armstrong (HASI): 신재생 에너지 리츠 | 38 |
| Alexandria RE (ARE): 바이오 연구시설에 강점 보유 | 42 |

Compliance Notice

- 작성자(구경화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일(2021. 5. 6) 현재 보고서에 언급된 기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

1. 요약

글로벌 주택가격은 여전히 상승 중

전세계 주택시장은 최근에도 상승세를 지속하고 있다. 주요 국가 중에서는 **미국, 독일, 호주, 한국 등의 상승률이 높다.** SK 리서치센터는 기존의 높은 상승률, 금리 상승, 각종 규제 가능성 등으로 향후 주택시장 상승세가 둔화될 가능성이 높다고 보고 있다. 하지만 금융시장 과잉 유동성, 실수요자들의 금융비용 감소, 인플레 헛지 투자수요 등을 감안할 때 금융시장에 부담을 줄 정도의 큰 변화는 없을 전망이다.

상업용 부동산은 미국을 중심으로 팬데믹 완화에 대한 기대감이 반영

전세계적으로 동반 상승 중인 주택시장과는 달리 상업용 부동산 시장은 지역마다, 그리고 섹터마다 차별화되는 혼조세를 보이고 있다. 경기에 민감한 특성상 지난 2020년은 주택 시장에 비해 부진한 편이다. 하지만 팬데믹 완화에 대한 기대감으로 **상업용 부동산이 긍정적인 영향을 받고 있다.** 특히 경기 회복 기대감이 큰 미국의 반등세가 높게 나타나고 있다. 전세계적으로 산업용 (물류시설) 부동산의 호황이 계속되고 있으며, 리테일 부동산은 지역별로 편차를 보이고 있다.

인컴투자 시장의 부문별 View

| 대분류 | 중분류 | 소분류 | 지난 성과 | 향후 전망 | 투자 코멘트 |
|---------|-------------|---------|-------|-------|---------------------|
| 글로벌 부동산 | 상업용 부동산 | 오피스 | ↑ | → | 글로벌 경기회복 기대감 반영될 것 |
| | | 산업용 부동산 | ↑ | → | 언택트 호황으로 장기 상승세 전망 |
| | | 리테일 부동산 | ↓ | → | 반등은 가능하나 구조적 어려움 상존 |
| | | 데이터센터 | ↑ | → | 고성장세가 꺾인 추세에 주목 |
| | | 호텔/리조트 | ↓ | → | COVID 회복의 선반영 예상 |
| | 주거용 부동산 | 주택 | ↑ | → | 금리상승 부담감이 높아짐 |
| 인프라 | 글로벌 인프라 ETF | | ↑ | → | 각국 정부의 투자 확대 예상 |
| | 에너지 인프라 | MLP | ↑ | → | 과도한 저평가 현상이 해소 중 |
| | | 신재생에너지 | ↑ | → | 추세적인 상승세 예상 |
| 고배당주식 | 미국 고배당 ETF | | ↑ | → | 미국 고배당주 반등에 기대감 형성 |

자료: SK 증권

주: 지난 성과 및 향후 전망은 ±1년 기준

산업용 리츠, 주거용 리츠의 성과가 우수했던 3~4월

3월부터 상승세를 보인 리츠 (REITs)는 4월에도 강세를 시현했다. 4월 한 달 동안 미국 리츠는 +8.0%, 영국 리츠는 +5.0%의 양호한 성과를 기록 했다. 반면 호주, 싱가폴, 일본 등은 상승률이 높지 않았다. 3~4월 기준으로는 산업용 리츠와 주거용 리츠의 실적이 우수하다. 리테일 리츠의 반등세도 눈에 띄지만, 장기적인 상승세일지 여부는 아직 불투명하다. 오프라인 소매 부문의 펀더멘탈 개선 여부가 불확실하기 때문이다.

4월 고배당주는 상승률 둔화

3월에 크게 반등했던 글로벌 고배당주는 4월에도 상승세를 유지했으나, 상승 폭은 둔화되었다. 미국 고배당 주식은 4월 4.3% 상승하면서 시장 상승률을 잘 따라갔으나, 다른 국가들의 고배당주는 상승률이 낮았다. 인프라 주식들도 고배당주와 비슷한 흐름이다. 다만 MLP는 유가 상승과 함께 4월에도 강세를 보였다. 장기간 과매도된 상태여서 당분간 강세가 더 진행될 것으로 예상한다.

〈이슈 분석: 인컴투자 시장의 ESG〉

친환경 기업의 높은 밸류에이션 때문에 고배당주와 ESG의 융합은 다소 어려움 존재

인컴투자 시장에서 ESG (Environmental, Social and Governance)는 리츠에서 가장 활발히 정착되고 있다. 인프라 투자 시장에서는 ESG 가 주로 신재생에너지 투자를 중심으로 이뤄지고 있다. 반면 고배당주 부문에서는 ESG 가 정착되기까지 긴 시간이 필요해 보인다. 왜냐하면 ESG 투자의 주 영역인 친환경 투자자산의 배당수익률이 낮기 때문에, 고배당주의 개념이 충돌하는 경향이 있기 때문이다.

리츠 시장에는 그린빌딩 중심으로 ESG 가 활발히 도입되는 중

리츠 시장에서는 친환경 요인을 보완한 그린 빌딩 (Green Building)을 중심으로 ESG 가 보편화되고 있다. 리츠 시장에서는 ESG 를 표방한 새로운 리츠가 만들어지기보다는, 기존 리츠들이 ESG 를 빠르게 받아들이는 형식으로 진행되고 있다. 미국 증시에 상장된 리츠 중에서는 Hannon Armstrong (HASI)과 Alexandria RE (ARE)를 ESG 관점에서 관심 가져볼 만 하다.

HASi: 태양광 중심으로 에너지 인프라를 운영하는 미국의 리츠

Hannon Armstrong (HASI)은 에너지 인프라와 관련된 투자, 금융사업을 영위하는 미국의 리츠다. 1981년 설립되어 신재생 에너지 (태양광, 풍력 중심), 에너지 저장시설 등과 관련된 투자, 임대 업무를 영위한다. 운용자산 중에서 태양 에너지 관련 자산들 (태양광 부지, 주거용 태양열발전시설, 기타 태양광 자산)이 전체의 49%에 달한다.

**ARE: 연구시설 중심의 리츠로서,
주요 고객은 바이오 기업들**

Alexandria RE (ARE)는 연구시설에 중점을 둔 리츠다. 업종 특성상 Tech 및 바이오/생명과학 기업들이 주 고객들이다. 주식시장에서 장기 성과가 매우 우수한데, 이는 펀더멘탈이 좋기 때문이다. 2010년 이후 ARE의 주당 AFFO (수정 운영현금흐름)는 2배 이상으로 증가했고, 이에 힘입어 배당금은 10년 동안 연평균 11%씩 증가했다. ARE는 ESG 보고서에 상세한 수치와 목표치를 제시하고 있으며, 중간 달성을 결과를 공시하고 있다.

**아직은 증시에 상장된 ESG 고배당
ETF 들은 배당수익률이 낮거나
설정 규모가 작음**

S&P, MSCI 뿐 아니라 많은 곳에서 ESG를 표방하는 고배당 지수, 인프라 스트럭처 지수 등을 만들고 있다. 그럼에도 불구하고 아직까지는 실제로 이를 추종하는 ETF들이 많이 만들어지지는 않고 있다. 게다가 증시에 상장된 ETF들도 설정 규모가 매우 작은 것이 현실이다. 최근 2년 동안 인컴자산의 성과가 상대적으로 부진한 것도 이유겠지만, 근본적으로는 친환경 투자자산의 배당수익률이 낮다는 점이 가장 크게 작용한다. 인컴투자 시장에서 ESG가 활성화되기까지는 조금 더 시간이 필요해 보인다.

2. 글로벌 부동산: 주택과 상업용 부동산의 동반 상승

(1) 미국: 주택 가격은 상승, 거래는 감소

**미국 주택시장은 YoY 11%대의
강한 상승세 기록 중**

미국의 주택시장은 강한 상승세를 유지 중이다. 4월말 발표된 2021년 2월 케이스-席勒 20 대 도시 주택가격지수는 전월대비 1.2% 오르면서, 상승 폭을 확대 (YoY +11.9%)하고 있다. FHFA (연방주택금융청) 주택가격지수도 전월대비 0.9% 상승하면서, YoY +11.5%의 높은 수치를 기록했다.

Case-Shiller 미국 20 대 도시 주택가격지수



자료: Bloomberg, SK 증권

Case-Shiller 20 대 도시 주택가격 상승률 (YoY) 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

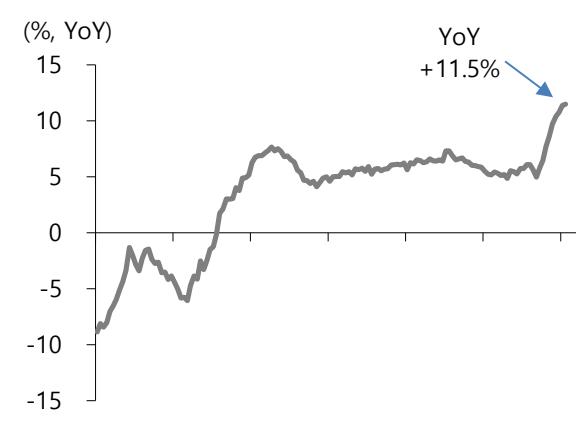
미국 FHFA 주택가격지수 추이 (계절조정)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: FHFA (U.S. Federal Housing Finance Agency)는 연방주택금융청

FHFA 주택가격 상승률 (YoY) 추이



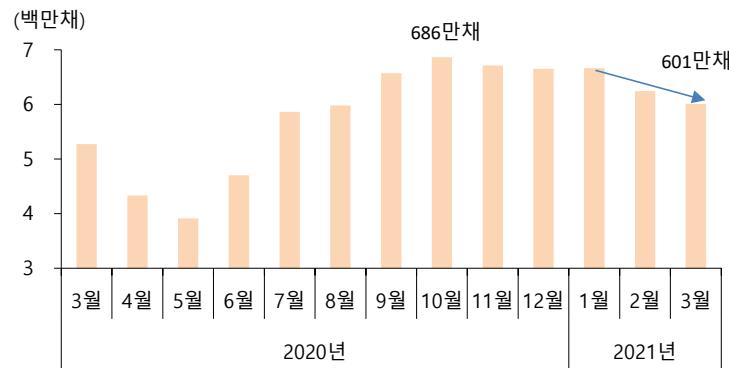
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 주택 거래는 조금씩 감소하는 추세

미국의 주택 거래는 작년 10 월 최대치를 기록한 후 추세적으로 둔화되고 있다. 미국 부동산협회 (NAR)에 의하면 3 월 미국 기존주택 판매는 전월대비 3.7% 감소한 601 만채를 기록했다. 이는 시장 예상치인 619 만채에 미달한 결과인데, 10 월 최고치 (686 만채)를 기록한 후 완만한 감소세가 유지 중이다. 물론 절대적 규모 측면에서는 아직 활발한 규모다. 일부 부정적인 전문가들은 미국 주택 시장이 조정 국면에 진입할 가능성이 있으며, 거래량에서부터 이러한 조짐이 나타나고 있다는 의견을 제시하기도 한다.

미국의 기존주택 판매 데이터

3 월 미국 기존주택 판매량은 전월대비 3.7% 감소



자료: NAR (National Association of Realtor), SK증권

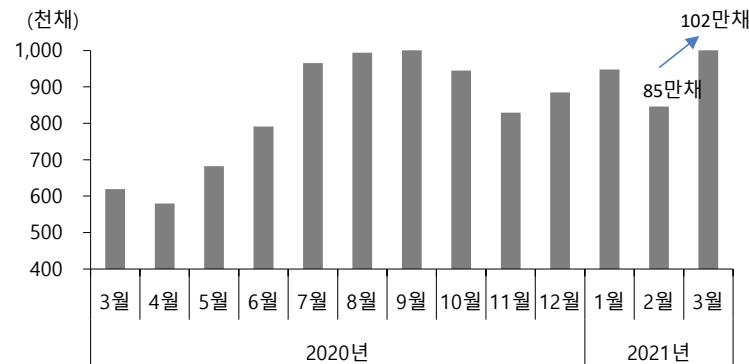
신규주택 시장과 주택착공 실적은 여전히 호황

기존주택 매매량의 둔화 추세와는 달리 신규주택 시장은 계속 호황을 유지 중이다. 3 월 미국 신규주택은 판매량도 급등하고 착공 건수도 증가세를 지속했다. 미 통계청이 발표한 3 월 신규주택 판매는 102 만채로 전월치 (85 만채) 및 시장 예상치 (89 만채)를 크게 상회했다. 전문가들은 2 월 악천후로 인한 신규주택 시장의 일시적인 침체가 3 월에 회복된 것으로 평가하고 있다. 신규주택 판매가 급등한 것에 대해 부동산 강세론자들은 긍정적으로 해석하고 있다. 3 월 주택착공건수는 174 만채로 전월대비 19% 증가했는데, 이는 2006년 3 월 이후 최고치를 기록한 것이다.

잠정주택판매도 3 월에 소폭 회복되었다. 미국 부동산협회 (NAR)가 발표하는 잠정주택판매지수는 3 월말 111.3 을 기록하여, 전월 (109.2)에 비해 소폭 반등했다.

**신규주택 판매량은 예상치를
상회하는 결과**

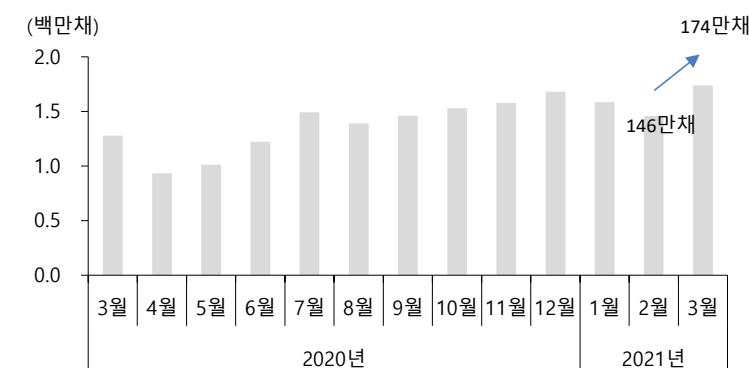
미국의 신규주택 판매 데이터



자료: U.S Census Bureau, SK 증권

**신규주택 착공은 2006년 이후
최대치**

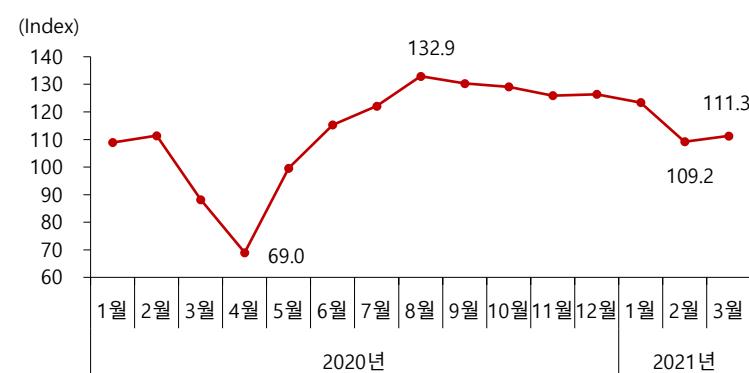
미국의 신규주택 착공건수



자료: U.S Census Bureau, SK 증권

3월 잠정주택판매지수는 반등

미국의 잠정주택판매지수 추이



자료: NAR, SK 증권

주: National Association of Realtors에서 발표하는 자수. 신규주택을 제외하고 판매 계약된 상태에서 거래 마감을 앞둔 주택 수를 의미

연체율은 팬데믹 이전 수준을 회복하지는 못했지만, 꾸준히 하향 안정화

3월 모기지 연체율은 5.0%로 크게 하락

미국 현지의 전문가들이 분석한대로, 2월의 모기지 연체율 반등은 날짜 수가 적고 월말이어서 나타난 일시적인 현상이었다. Black Knight가 최근 집계한 3월 미국의 모기지 연체율(1개월 이상)은 5.0%로 전월대비 1.0%p 하락했다. 월간 하락폭 (-1.0%p)은 팬데믹 이후 최대 폭이다. 연체 건수 기준으로는 267만건으로, 전월대비 51.4만건이나 감소했다. 3개월 이상 연체율은 3.6%(192만건)으로, 전월대비 0.3%p 하락했다. 정부의 각종 모기지 관련 지원 정책이 또다시 연장되었기 때문에, 연체율은 당분간 안정세를 보일 전망이다.

미국의 모기지 연체율(1개월 이상) 추이



자료: Black Knight, SK 증권

주: 연체 금액이 아닌 건수 기준

정부의 지원책, 연준의 유동성 유지, 인플레이션 대비 투자 수요 등이 주택가격 급락을 막아줄 것

최근 미국의 주택가격 상승 폭이 너무 커, 향후 상승세가 둔화될 가능성이 높다. 하지만 조정이 온다 해도 시장에 충격을 줄 정도는 아닐 것으로 판단된다. 왜냐하면 ▶정부와 금융당국의 각종 지원책이 유지되고, ▶연준이 저금리와 유동성 공급을 장기간 유지할 것이라는 신호를 시장에 계속 보내고 있으며, ▶인플레이션을 대비하기 위한 주택 투자 수요가 늘었기 때문이다.

미국은 COVID로 인한 경기 둔화를 방어하기 위해 주택시장에도 많은 지원책을 펼치고 있다. 이 지원책은 1) 3월 말로 만료 예정이었던 주택압류보호 조치를 6월말로 연장, 2) 압류보호 요청자를 위한 모기지 상환유예 등록을 6월말로 연장, 3) 6월말까지 모기지 상환유예 신청자에 대해 최장 6개월의 납부 유예 등이다.

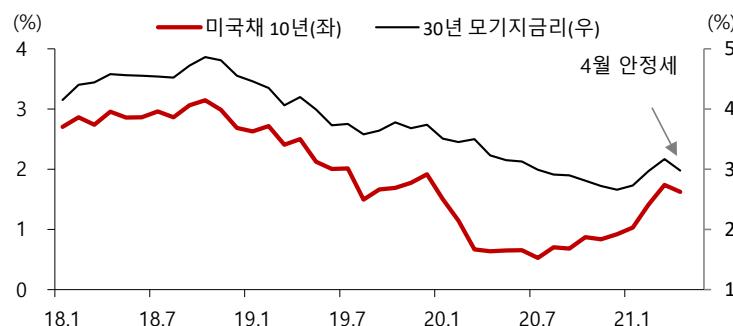
4월 모기지 금리는 소폭 하락

4월말 모기지 금리는 2.98%로 전월대비 소폭 하락

2020년 하반기부터 DSR은 상승세로 전환

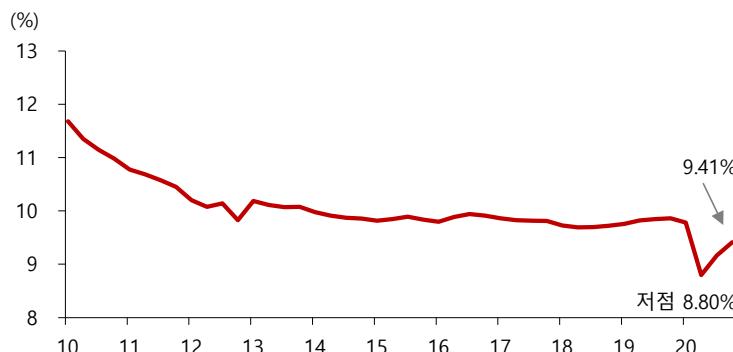
최근 금리 상승세는 다소 둔화되었다. 국채금리의 상승으로 인해 미국 30년 모기지 금리(프레디맥)는 3월말 3.17%로, COVID 확산 이후 최고치를 기록했으나, 4월말에는 2.98%로 안정세를 되찾았다. 2020년 말 미국 가계의 DSR (Debt Service Ratio: 가치분소득 대비 원리금 상환액의 비율)은 9.4%로 2개 분기 연속 상승했다. 아직 2021년 1Q 수치가 발표되지 않았으나, 금리 추이를 감안할 때 소폭 상승했을 것으로 예상된다. 다만 DSR 수준이 여전히 2019년(연평균 9.8%)보다 낮기 때문에, 크게 우려할 상황은 아니다.

미국 모기지금리와 국채금리 비교



자료: Bloomberg, SK증권

미국 DSR (Debt Service Ratio) 추이



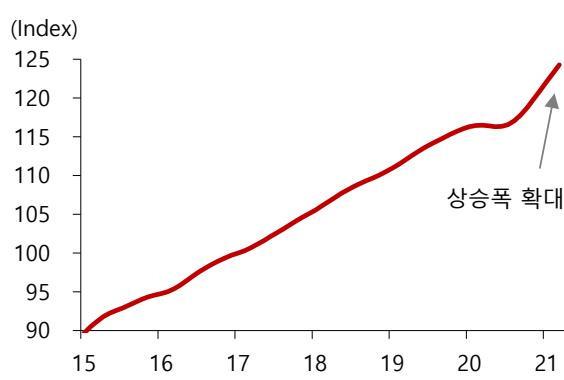
자료: Bloomberg, SK증권

주: 가치분소득 대비 원리금 상환액의 비율

3 월에도 미국 상업용 부동산 가격은 상승세 유지

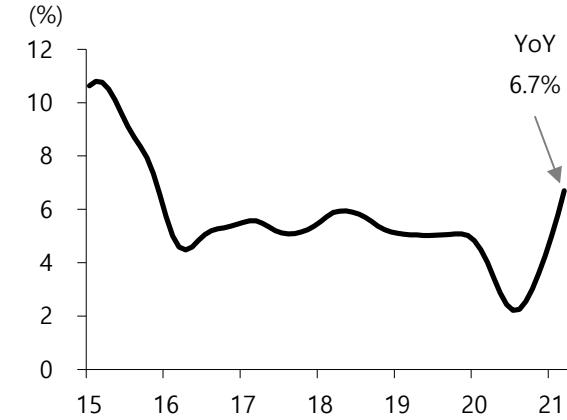
2020년 하반기부터 반등을 시작한 미국의 **상업용 부동산 가격은 2021년 1분기 내내 상승세**를 유지했다. 3월말 현재 미국 RCA CPPI (핵심 상업용 부동산지수)는 전월대비 0.9% 상승했는데, 이는 전년동기대비 6.7%, 전분기대비 2.7% 상승한 것이다. COVID로 인한 경기불황에도 불구하고 예년보다 높은 상승세를 보이는 셈이다. 미국 상업용 부동산 시장의 상승세는 산업용 부동산(물류시설)과 임대용 아파트먼트가 주도하고 있다. 두 섹터는 각각 YoY 9.1%, 7.1%의 높은 가격 상승률을 기록했다.

미국 상업용 부동산 가격지수 (RCA CPPI) 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

상업용 부동산 가격 상승률(YoY) 추이

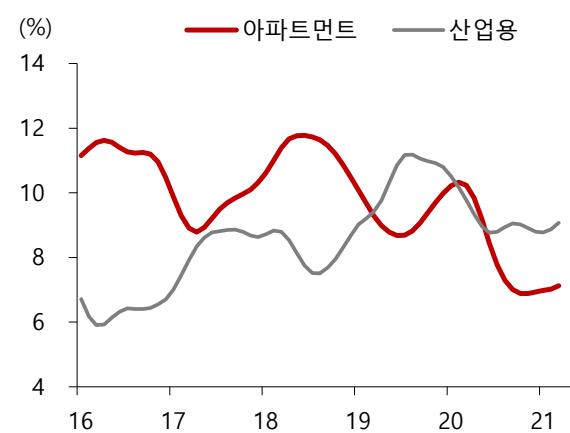


자료: Bloomberg, SK 증권

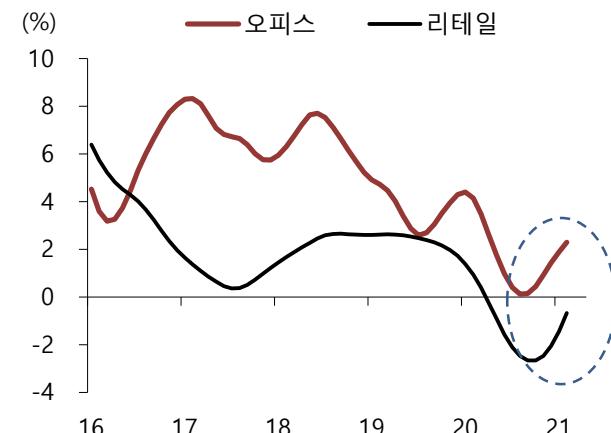
장기간 부진했던 리테일 부동산도 소폭 회복

긍정적인 점은 리테일 부동산 가격이 지난 10월을 저점으로 완만한 회복세를 보이고 있다는 점이다. 3월 RCA 미국 리테일 부동산지수는 99.5로 전월대비 0.5% 상승했다. 아직 전년동기대비로는 하락세지만, 하락률이 회복되고 있는 추세다. 아직 리테일 부동산 가격이 회복되지 않고 있는 유럽 국가들에 비해 미국은 훨씬 양호한 흐름이다.

2020년 상반기 부진했던 오피스 가격은 확실한 반등세를 유지하고 있다. 3월 RCA 오피스 가격지수는 8개월 연속 상승세를 보이면서 전년동기대비 2.9%의 상승률을 기록했다. 특이한 것은 핵심지역(CBD) 오피스가 상승세가 멈추고 하락세를 보인 반면, 교외 지역(Suburban) 오피스 가격이 강세를 보이고 있다는 점이다.

세부 섹터 상승률 (YoY): 아파트먼트와 산업용 부동산


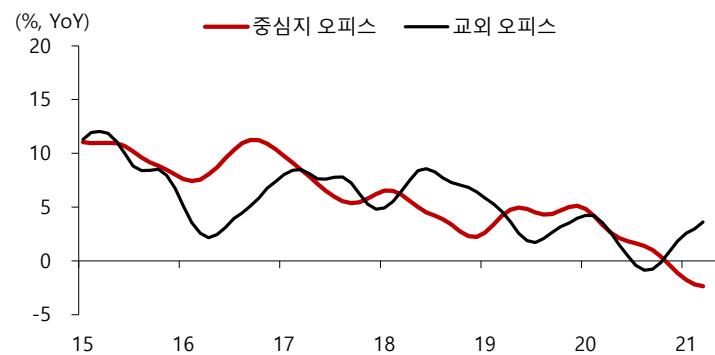
자료: Bloomberg, SK 증권

세부 섹터 상승률 (YoY): 오피스와 리테일 부동산


자료: Bloomberg, SK 증권

미국 중심지와 교외 오피스 가격 상승률

중심지 오피스 가격은 하락 중이나
교외 오피스 가격은 상승



자료: Bloomberg, SK 증권

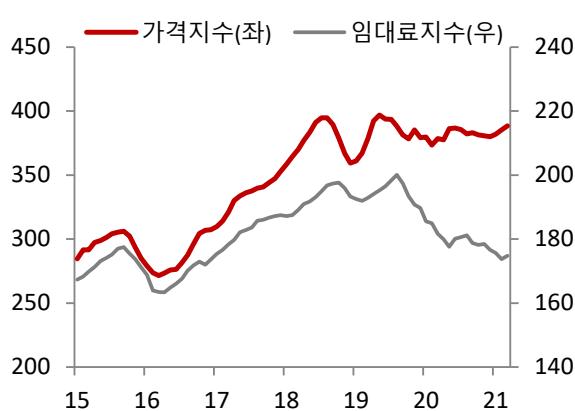
(2) 아시아/태평양: 호주와 한국 주택가격의 상승세 지속

홍콩 부동산 가격은 상승 중이나,
임대료는 여전히 하락 중

홍콩 주택시장은 2016~2018년 주택가격 상승 폭이 워낙 커서, 2019년부터 전반적인 침체기를 보인 바 있다. 그러던 홍콩도 2021년 들어서는 3개월 연속 큰 폭으로 주택가격이 상승하면서, 이제는 전 세계적인 상승 흐름을 따라가고 있다. 2021년 3월 홍콩 주택 가격지수는 388.3으로 전년말 대비 2.2%, 전월대비 0.8% 상승했다. 다만 주택 임대료는 아직 회복되지 않고 있다.

홍콩 오피스 가격지수는 2021년 2월 (최근치) 현재 503.3으로, 2020년부터 이어온 상승세를 지속했다. 다만 2월 오피스 임대료 지수는 전월대비 -2.0%를 기록하면서, 하락세를 지속 중이다. 홍콩의 주택과 오피스 시장은 가격 상승에 비해 펀더멘탈 (임대료)이 받쳐주지 못하고 있는 모습이다.

홍콩 주택 가격과 임대료지수 추이



자료: 홍콩정부(Rating and Valuation Department), SK 증권

홍콩 오피스 가격과 임대료지수 추이

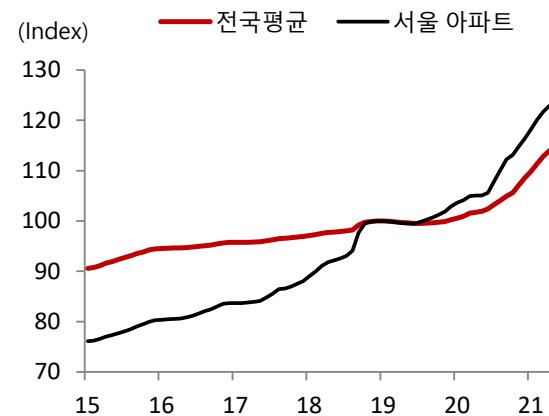


자료: 홍콩정부(Rating and Valuation Department), SK 증권

동아시아에서는 한국이 강세

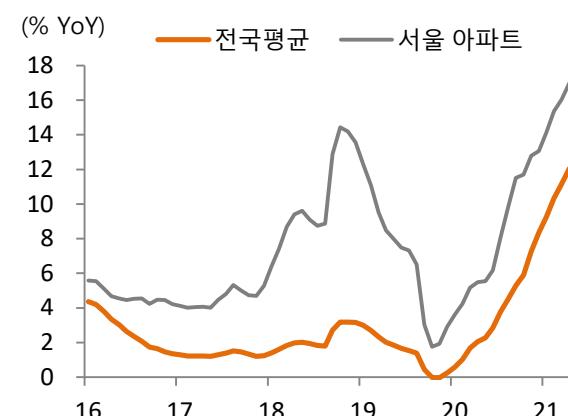
동아시아에서는 **한국의 주택가격 상승세**가 돋보인다. 2021년 4월 한국의 주택가격지수는 114.0로 21개월 연속 상승세를 기록했다. 4월 수치는 전년말대비 4개월간 5.0% 상승한 것이다. 여전히 서울 지역의 아파트가 가격 상승세를 주도 중이다. 4월 서울아파트 가격지수는 금년 들어 5.6% 오른 122.9를 기록했는데, 이는 전년동월대비 17.0%에 달하는 수치다.

한국 주택 가격지수



자료: 국민은행, SK 증권

한국 주택가격 상승률 (전년동기대비)

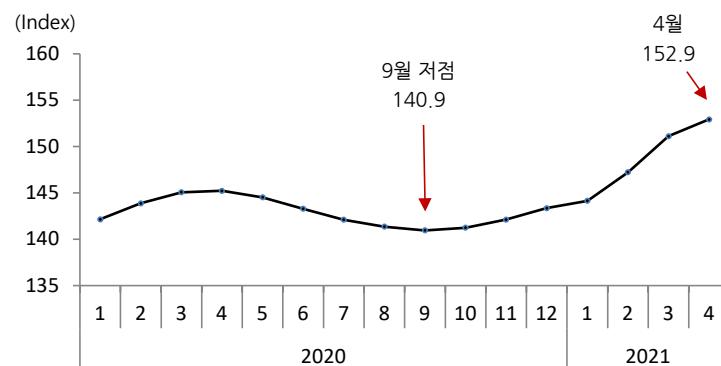


자료: 국민은행, SK 증권

**호주 주택가격, 4 월에도 전월대비
1.2% 상승하며 강세를 이어감**

호주 주택가격은 다른 국가들에 비해 다소 뒤늦은 2020년 10월부터 강하게 상승 중이다. CoreLogic 호주 5 대 도시 주택가격지수는 2021년 4월 152.9을 기록하면서, 전월대비 1.2% 상승했다. 작년 10월부터 7개월 연속 높은 상승세를 보이고 있는 것이다. 2018년부터 2020년 상반기까지 호주는 주택가격 상승세가 다른 나라에 비해 크지 않았다는 특징이 있다. 그 기간 동안 글로벌 상승세에서 소외되었던 점이 오히려 최근 상승세에 강한 동력을 제공하고 있다.

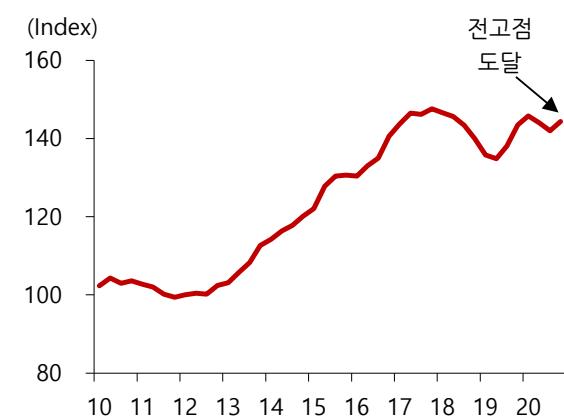
CoreLogic 호주 5 대 도시 주택가격지수 추이



자료: CoreLogic, SK 증권

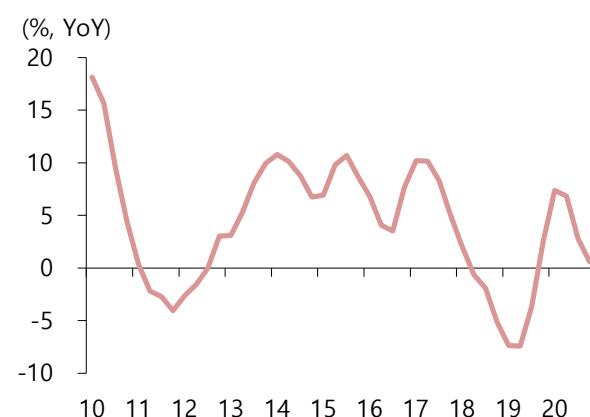
주: 5 대 도시 (시드니, 멜버른, 브리스번, 애들레이드, 퍼스) 기준

호주 주택가격지수 장기 추이



자료: 호주통계청, SK 증권

호주 주택가격 상승률 (YoY) 추이



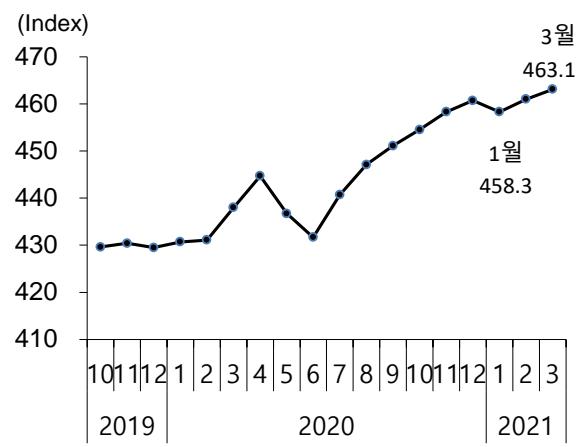
자료: 호주통계청, SK 증권

(3) 영국: 주택가격은 회복, 상업용 부동산은 양극화

영국 주택가격은 1월에 일시적으로 하락한 후 2~3월에 다시 상승세로 돌아섬

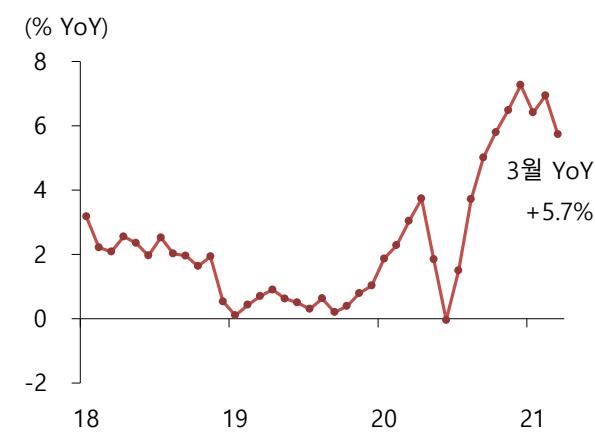
최근 발표된 2021년 3월 Nationwide 영국 주택가격지수는 463.1으로 전월대비 0.5% 상승했다. 지난 1월 일시적인 하락세를 보였으나, 이후 두 달 연속 재상승한 것이다. 지난 3월 초 영국은 Stamp duty holiday (주택 취득세 감면 정책)을 6월말까지 3개월 더 연장했는데, 이러한 정책 효과가 주택 가격에 긍정적인 영향을 준 것으로 판단된다. 3월말 런던 주택가격지수는 720.8로 전년동기대비 +4.8%를 기록했으나, 전분기대비 -0.8%를 기록했다. 한국과 달리 영국은 수도권 (런던)이 주택가격 상승세를 이끌지는 않는 모습이다.

영국 주택가격지수 추이



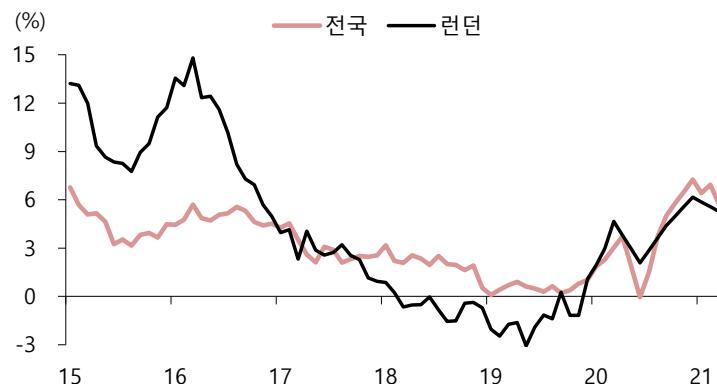
자료: Nationwide, SK 증권

영국 주택가격 상승률 (전년동월대비)



자료: Nationwide, SK 증권

영국의 전국과 런던의 주택가격 상승률 (YoY) 추이



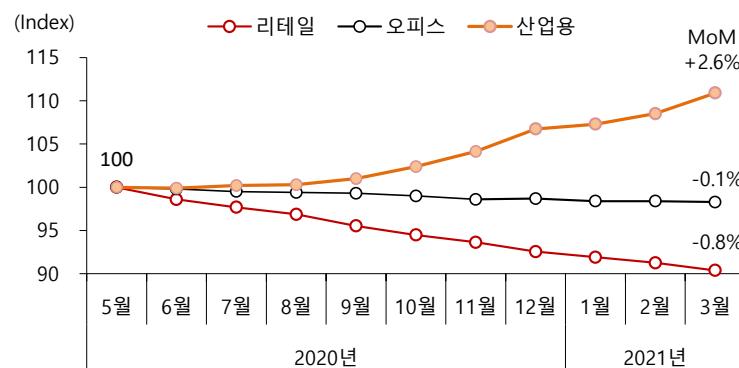
자료: Nationwide, SK 증권

**3월 영국 상업용 부동산은
산업용 부동산이 급등하면서
전월대비 0.5% 상승**

3월 영국 상업용 부동산 시장은 소폭 상승했으나, 섹터별 편차는 더 확대되었다. CBRE에 따르면, 3월 영국 상업용 부동산 가격은 전월대비 0.5% 상승하는 강세를 보였다. 하지만 이는 대부분 산업용(물류시설) 부동산이 한 달 동안 +2.6% 급등한 것에 힘입은 결과다. 반면 리테일 부동산은 전월대비 -0.5% 하락하는 부진을 이어갔으며, 오피스 가격도 전월대비 -0.1%를 기록했다. 영국의 상업용 부동산 시장은 세부 섹터별로 양극화가 심화되는 추세다.

**리테일 부동산과 산업용
부동산의 양극화는 갈수록 심화**

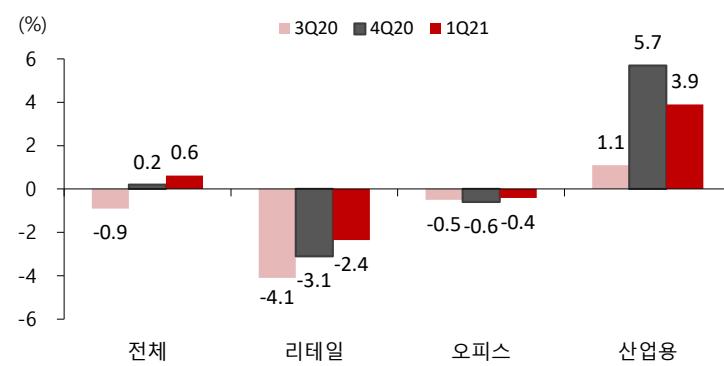
2020년 5월 이후 영국 상업용 부동산 가격 추이



자료: CBRE UK, SK 증권

**산업용 부동산이 아끌고 가는
영국 상업용 부동산 시황**

영국 상업용 부동산의 분기별 가격 상승률 (QoQ)



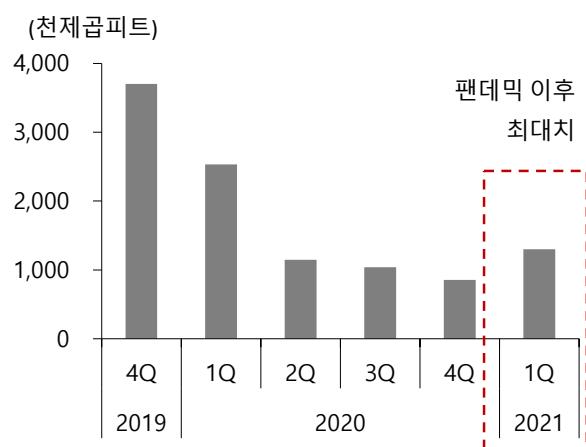
자료: CBRE UK, SK 증권

**1Q에 런던의 신규 오피스 임대는
반등, 공실률은 계속 상승 중**

런던의 오피스 시장은 약세를 지속 중이다. 하지만 1Q 신규임대가 130 만 제곱피트로 팬데믹 이후 최대치를 기록하면서 회복세를 보였다. 다만 신규임대는 월별로 변동이 큰 데이터이고, 1Q의 회복세가 3월에 급격히 이루어진 결과여서 아직은 좀 더 지켜볼 필요가 있다. 참고로 2015년 이후 분기 평균 신규임대 규모는 300 만 제곱피트로, 최근 수치는 이에 크게 못 미치고 있다.

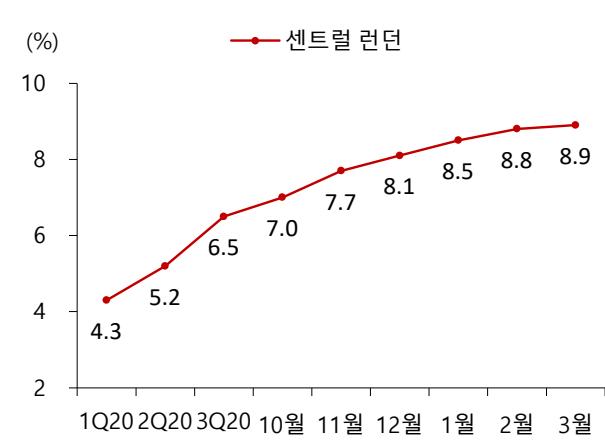
런던 중심지의 오피스 공실률은 계속 상승 중이다. 2021년 3월 오피스 공실률은 8.9%로 전월대비 0.1%p 상승했다. 전년동기 (1Q20) 공실률이 4.3%였던 점을 감안하면, 1년 만에 두 배 이상으로 상승한 것이다.

Central London 의 오피스 신규임대 추이 (월간)



자료: CBRE, SK 증권

Central London 의 공실률 추이



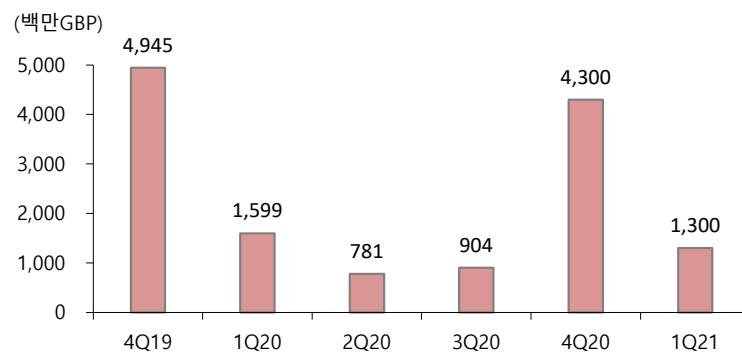
자료: CBRE, SK 증권

**가용면적 증가세는 계속 진행 중,
오피스 투자액은 여전히 부진**

3월 총 가용면적 (Availability, 공실 포함)은 2,530 만 제곱피트로, 10개월 연속 증가세를 기록 중이다. 신규 공급이 크게 늘지 않는 가운데 기준 사무실의 공실이 늘어난 것이 가용면적 확대의 주 원인이다.

2021년 1Q 런던 오피스 투자액은 13 억 파운드로 팬데믹 직후 (전년도 2Q~3Q)에 비해서는 늘었으나, 전반적으로는 활발하지 못한 수준이다. 브렉시트에 COVID 까지 겹치면서 런던의 오피스 시장은 고전하고 있다.

Central London 의 오피스 투자 거래 추이



자료: CBRE, SK 증권

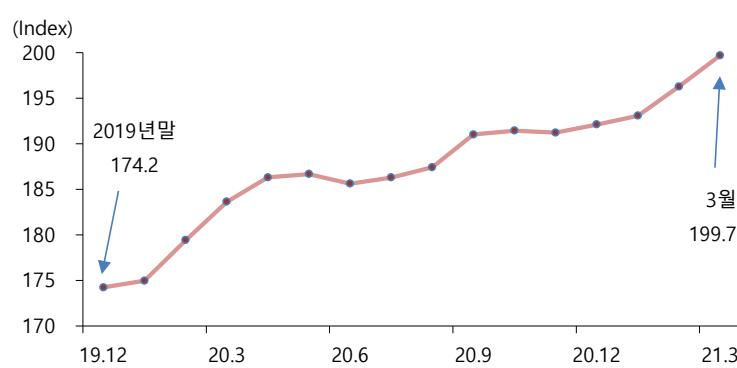
(4) 유로존: 독일 주택시장 호황 지속

독일은 2021년 들어서도 주택 가격이 크게 상승

독일 주택 가격은 2021년 들어서 상승세가 더 강해지고 있다. Hypoport (금융/부동산회사)에 의하면, 2021년 3월 독일 주택가격지수는 199.7로 전년말대비 4.0% 전월대비 1.7% 상승했다. 독일 주택가격이 2020년 연간으로 10.3%나 상승한 점을 감안하면, 올해 들어 상승세가 둔화되지 않고 더 가파르게 나타나고 있는 것은 이례적인 상황이다. 독일 주택시장은 주요 선진국 중에서 미국, 한국 등과 함께 가장 상승률이 높은 편이다.

3월 독일 주택가격은 전월대비 +1.7%

독일 주택가격지수 월별 추이



자료: Hypoport, SK 증권

3. 리츠 (REITs): 미국 중심으로 4월 증시에서 강세 시현

(1) 4월, 미국 중심으로 글로벌 리츠는 강세 시현

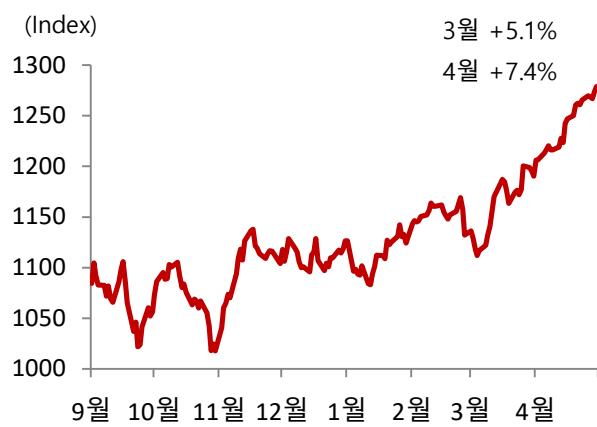
3월에 이어 4월에도 리츠 주가는 크게 상승

2020년 증시에서 매우 부진했던 글로벌 리츠 (REITs) 성과는 2021년 3월부터 강한 회복세를 보이고 있다. MSCI World REIT Index는 2021년 3월 5.1% 상승한데 이어 4월에도 7.4% 상승하면서, 글로벌 증시 상승세 (MSCI World)를 Outperform 하고 있다. 팬데믹 이후 장기간 이어졌던 부진에서 벗어난 것이기에, 리츠 투자자들에게는 매우 반가운 흐름이라고 볼 수 있다.

주요국 중에서는 미국이 가장 상승률 높음

미국 리츠지수 (FTSE NAREIT Index)도 3월 +5.0%, 4월 +8.0%의 양호한 실적을 기록했다. 상업용 부동산 가격이 호조세를 보인 데다, 증시에서 가치주의 반등이 나타나고 있는 점이 반영된 결과다.

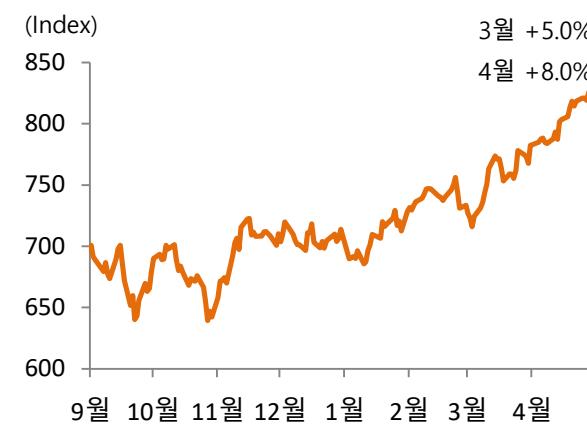
MSCI World 리츠 지수



자료: Bloomberg, SK 증권

3~4월 산업용리츠, 주거용리츠 등이 크게 상승

FTSE NAREIT Index (미국) 추이

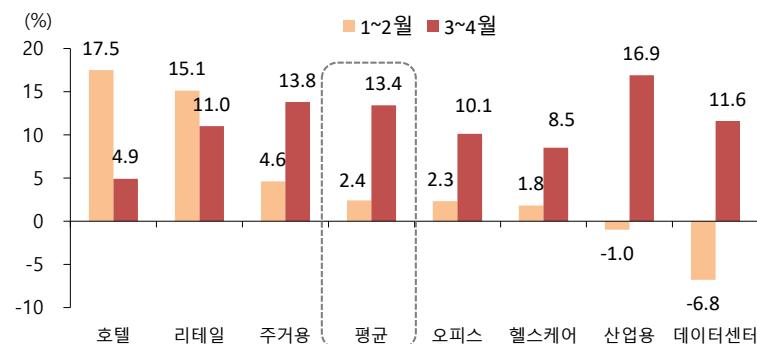


자료: Bloomberg, SK 증권

2021년 1~2월 미국 리츠지수는 세부 섹터별로 혼조세를 보였다. 2020년 수익률이 가장 우수했던 데이터센터와 산업용리츠가 하락하고, 가장 부진했던 호텔리츠와 리테일리츠가 급등한 것이다. 3~4월에는 이러한 흐름에 다시 변화가 발생했다. 장기간 동안 리츠업종을 주도하던 산업용리츠가 가장 크게 상승 (3~4월 +16.9%)했고, 주거용리츠도 양호한 상승세 (+13.8%)를 보였다.

1~2 월과 3~4 월은 섹터별로
다른 흐름이 나타남

2021년 미국 리츠업종 세부섹터별 상승률



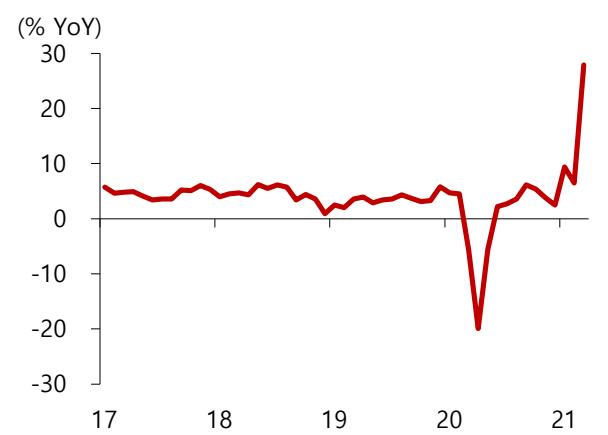
자료: Bloomberg, SK 증권

주: 1~2 월은 전년말 대비, 3~4 월은 2 월말 대비 상승률

반등 중인 리테일리츠에 대해서
장기적으로는 부정적인 View를
제시

미국뿐 아니라 전세계 리츠 중에서 가장 펀더멘탈이 부진한 섹터는 호텔리츠와 리테일리츠다. 호텔 리츠에 대해서는 지난 <월간 인컴투자 4월호>에서 장기적으로 긍정적인 View를 제시한 바 있다. 그런데 리테일 리츠에 대해서는 안심할 수 없는 상황이다. 금년 들어 미국 리테일리츠가 상대적으로 높은 상승세를 보인 것은 미국 소매판매증가율이 급등(3월 +27.9%, 전년 동기대비)했기 때문이다. 다만 미국 소매판매 증가세를 이끄는 것은 여전히 E-커머스 시장이고, 오프라인 매장과 관련 있는 리테일리츠는 장기적인 관점에서 여전히 어려움을 겪을 수 있다는 것을 생각해야 한다.

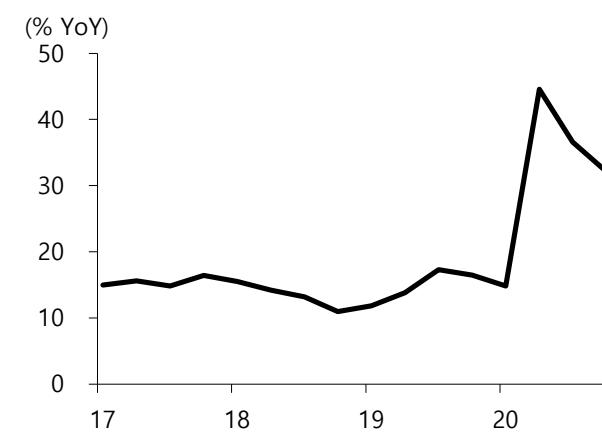
미국 계절조정 소매판매증가율



자료: Bloomberg, SK 증권

주거용리츠는 11월부터 강한
상승세

미국 E-커머스 매출 증가율



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 주거용 리츠는 작년 11월부터 강한 상승세를 보이고 있다. 주택가격의 꾸준한 상승세를 감안하면 당연한 결과다. 향후 미국 주택가격 상승세가 둔화되더라도 큰 폭의 조정 가능성은 낮다. 현재 임대료 연체도 그리 크게 확

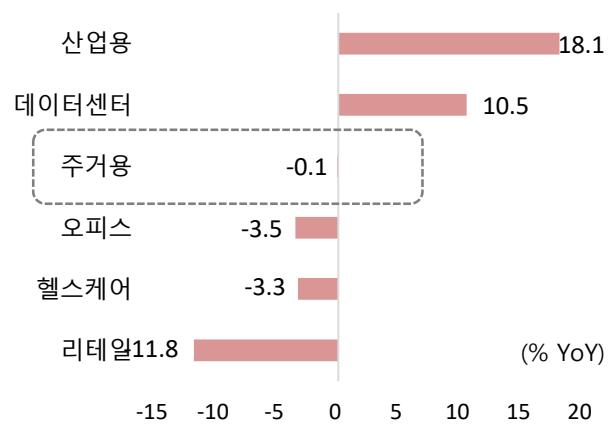
산되지는 않고 있다. 2020년 주요 업종별 순임대수익 증가율을 보면 주거용 리츠는 -0.1%로, 비교적 나쁘지 않은 모습이다.

미국 주택가격지수과 리츠업종지수



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 리츠업종 세부 섹터별 2020년 순임대수익 증가율



자료: NAREIT, SK 증권

미국 주요 리츠들의 배당수익률과 주가 상승률

| 종목명 | 티커 | 세부섹터 | 시가총액 (백만USD) | 주가 (USD) | 1Y Forward 배당 | | 주가상승률(%) | |
|----------------------------|------|--------|-----------------|-------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | | | | DPS (USD) | 배당수익률 (%) | 2020년 연간 | 2021년 YTD |
| American Tower Corp. | AMT | 통신인프라 | 113,321 | 254.8 | 5.0 | 1.9 | -2.3 | 13.5 |
| Prologis | PLD | 산업용 | 86,206 | 116.5 | 2.5 | 2.2 | 11.8 | 16.9 |
| Crown Castle International | CCI | 통신인프라 | 81,674 | 189.1 | 5.3 | 2.8 | 12.0 | 18.8 |
| Equinix Inc. | EQIX | 데이터센터 | 64,562 | 720.8 | 11.5 | 1.6 | 23.1 | 0.9 |
| Digital Realty Trust | DLR | 데이터센터 | 43,420 | 154.3 | 4.6 | 3.0 | 16.5 | 10.6 |
| Public Storage | PSA | 셀프스토리지 | 49,197 | 281.2 | 8.0 | 2.8 | 8.4 | 21.8 |
| Simon Property | SPG | 리테일 | 39,954 | 121.7 | 5.2 | 4.3 | -42.7 | 42.8 |
| Welltower Inc. | WELL | 헬스케어 | 31,327 | 75.0 | 2.4 | 3.3 | -21.0 | 16.1 |
| Alexandria RE Equities | ARE | 오피스 | 26,713 | 181.1 | 4.4 | 2.4 | 10.3 | 1.6 |
| Avalonbay Communities | AVB | 주거용 | 26,804 | 192.0 | 6.4 | 3.3 | -23.5 | 19.7 |
| Equity Residential | EQR | 주거용 | 27,682 | 74.2 | 2.4 | 3.2 | -26.7 | 25.2 |
| Realty Income Corp. | O | 리테일 | 25,828 | 69.2 | 2.8 | 4.1 | -15.6 | 11.2 |
| Duke Realty Corp. | DRE | 산업용 | 17,388 | 46.5 | 1.0 | 2.2 | 15.3 | 16.4 |
| Boston Properties | BXP | 오피스 | 17,067 | 109.4 | 3.9 | 3.6 | -31.4 | 15.7 |
| Host Hotel & Resort | HST | 호텔/숙박 | 12,809 | 18.2 | 0.0 | 0.0 | -21.1 | 24.1 |

자료: Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

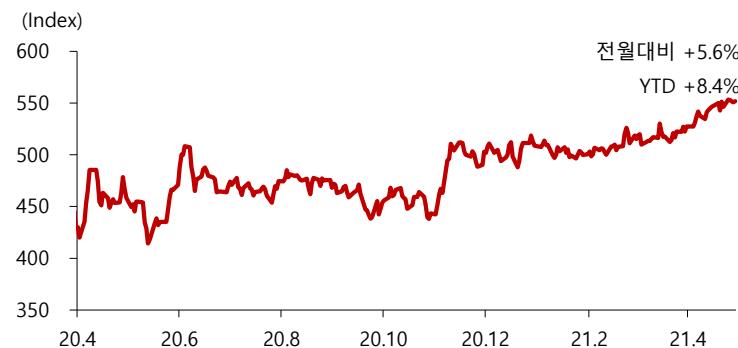
주: 주가는 4월 30일 기준

(2) 영국 리츠의 반등, 기타 국가들은 상승세 둔화

**부진하던 영국 리츠가 4월에는
5.6% 상승하는 호조세**

부진하던 영국 리츠도 4월에는 상승세를 보였다. 2020년에 이어 2021년에도 부진하던 영국 리츠지수는 4월 한 달 동안 5.6% 상승하는 호조세를 보였다. 미국에 비하면 상승 폭이 작았지만, 오랜만에 상승세를 기록했다는 점에서 긍정적이다. 시가총액 상위권에서는 산업용(물류시설)리츠인 Tritax Big Box (BBOX.L)가 금년 들어 +13.3%의 양호한 상승세를 보였다. 그리고 기숙사 리츠인 Unite Group (UTG.L)도 YTD +11.5%의 우수한 성과를 기록했다.

영국 리츠업종지수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

영국 주요 리츠들의 배당수익률과 주가 상승률

| 종목명 | 티커 | 세부섹터 | 시가총액 (백만 GBP) | 주가 (GBP) | 1Y Forward 배당 | | 주가상승률(%) | |
|-----------------------|--------|---------|------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | | | | DPS (GBP) | 배당수익률 (%) | 2020년 연간 | 2021년 YTD |
| SEGRO | SGRO.L | 산업용 | 11,982 | 10.06 | 0.22 | 2.2 | 5.6 | 6.1 |
| Land Securities Group | LAND.L | 리테일, 복합 | 5,345 | 7.21 | 0.24 | 3.3 | -32.6 | 7.0 |
| British Land Company | BLND.L | 리테일, 복합 | 4,804 | 5.18 | 0.17 | 3.3 | -23.5 | 6.0 |
| Unite Group | UTG.L | 기숙사 | 4,639 | 11.65 | 0.13 | 1.1 | -17.1 | 11.5 |
| Derwent London | DLN.L | 복합 | 3,733 | 33.29 | 0.74 | 2.2 | -22.8 | 7.5 |
| Tritax Big Box | BBOX.L | 산업용 | 3,272 | 1.90 | 0.06 | 3.3 | 12.8 | 13.3 |
| Shaftesbury PLC | SHB.L | 리테일, 복합 | 2,415 | 6.29 | 0.07 | 1.2 | -39.8 | 10.5 |
| Big Yellow Group | BYG.L | 셀프스토리지 | 2,104 | 11.15 | 0.34 | 3.0 | -8.6 | 1.6 |
| LondonMetric Property | LMP.L | 리테일, 복합 | 2,051 | 2.25 | 0.08 | 3.6 | -3.2 | -1.7 |
| Assura | AGR.L | 헬스케어 | 1,992 | 0.74 | 0.03 | 4.0 | -1.2 | -3.1 |

자료: Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

주: 주가는 4월 30일 기준

**호주 리츠는 1~2 월의 부진을 만회
중이지만, 연간으로는 아직
부진한 편**

호주 리츠지수는 4 월 한 달 동안 +2.9% 상승했으나, 미국과 영국에 비해
서는 수익률이 저조한 편이다. 호주리츠 시총 1 위인 Goodman Group (GMG.AX)은 2021년 들어 4 개월 동안 수익률 0%로 부진했다. 시총 상
위권에서는 리테일 중심의 복합리츠인 STOCKLAND (SGP.AX)와 오피스리
츠인 Dexus (DXS.AX)가 각각 YTD +12.0%, +8.2%의 비교적 좋은 주가
흐름을 기록했다.

호주 리츠업종지수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

호주 주요 리츠들의 배당수익률과 주가 상승률

| 종목명 | 티커 | 주력섹터 | 시가총액 (백만AUD) | 주가 (AUD) | 1Y Forward 배당 | | 주가상승률(%) | |
|---------------------------|--------|---------|-----------------|-------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | | | | DPS (AUD) | 배당수익률 (%) | 2020년 연간 | 2021년 YTD |
| Goodman Group | GMG.AX | 산업용 | 34,945 | 18.91 | 0.30 | 1.6 | 41.4 | 0.0 |
| Scentre Group | SCG.AX | 리테일 | 28,236 | 2.72 | 0.18 | 6.6 | -27.4 | -2.2 |
| Charter Hall Group | CHC.AX | 복합 | 19,536 | 14.00 | 0.37 | 2.6 | 32.8 | -4.8 |
| Unibail-Rodamco-Westfield | URW.AX | 리테일 | 14,763 | 5.30 | 0.27 | 5.1 | -55.0 | 3.9 |
| Dexus | DXS.AX | 오피스/산업용 | 10,939 | 10.17 | 0.58 | 5.7 | -19.7 | 8.2 |
| STOCKLAND | SGP.AX | 복합 | 11,172 | 4.68 | 0.23 | 4.9 | -9.5 | 12.0 |
| MIRVAC GROUP | MGR.AX | 복합 | 10,592 | 2.69 | 0.08 | 3.0 | -17.0 | 1.9 |
| Lendlease Group | LLC.AX | 복합 | 8,752 | 12.71 | 0.18 | 1.4 | -25.6 | -3.0 |
| GPT GROUP | GPT.AX | 복합 | 8,899 | 4.62 | 0.23 | 5.0 | -19.6 | 2.7 |
| Vicinity Centres | VCX.AX | 리테일 | 7,215 | 1.59 | 0.11 | 6.9 | -35.5 | -1.2 |

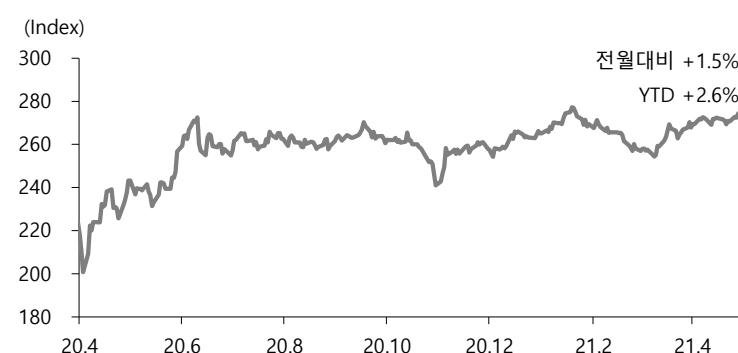
자료: Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

주: 주가는 4월 30일 기준

싱가포르 리츠는 글로벌 리츠지수를 하회하는 실적을 기록 중

싱가포르 리츠지수는 2021년 3월 3.8%, 4월 1.5% 상승했다. 주가가 오르기는 했으나 글로벌 리츠지수를 하회하는 성과다. 대형사 중에서는 헬스케어 리츠인 Parkway Life REIT (C2PU.SI), 복합리츠인 OUE Commercial REIT (TSOU.SI) 가 각각 YTD +7.8%, +5.2%의 양호한 성과를 기록했다. 반면 데이터센터 리츠인 Keppel DC REIT (AJBU.SI)는 금년 들어 -4.3%의 부진한 흐름을 보였다.

싱가포르 리츠업종지수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

싱가포르 주요 리츠들의 배당수익률과 주가 상승률

| 종목명 | 티커 | 주력섹터 | 시가총액 (백만 SGD) | 주가 (SGD) | 1Y Forward 배당 | | 주가상승률(%) | |
|--------------------------------|---------|-------|------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | | | | DPS (SGD) | 배당수익률 (%) | 2020년 연간 | 2021년 YTD |
| CapitaLand Integrated Trust | C38U.SI | 복합 | 13,918 | 2.15 | 0.09 | 4.2 | -12.2 | -0.5 |
| Ascendas Reit | A17U.SI | 산업용 | 1,255 | 3.11 | 0.07 | 2.3 | 0.3 | 4.4 |
| Mapletree Logistics Trust | M44U.SI | 산업용 | 8,524 | 1.99 | 0.08 | 4.0 | 15.5 | -1.0 |
| Mapletree Industrial Trust | ME8U.SI | 산업용 | 6,442 | 2.83 | 0.12 | 4.2 | 11.2 | -2.1 |
| Frasers Logistics & Commercial | BUOU.SI | 산업용 | 5,040 | 1.47 | 0.07 | 4.8 | 13.7 | 4.3 |
| Keppel DC REIT | AJBU.SI | 데이터센터 | 4,394 | 2.69 | 0.09 | 3.3 | 2.2 | -4.3 |
| Suntec Reit | T82U.SI | 복합 | 4,342 | 1.53 | 0.08 | 5.2 | -19.0 | 2.7 |
| Ascott Residence Trust | HMN.SI | 호텔/숙박 | 3,301 | 1.06 | 0.03 | 2.8 | -18.8 | -1.9 |
| Parkway Life REIT | C2PU.SI | 헬스케어 | 2,523 | 4.17 | 0.13 | 3.1 | 16.6 | 7.8 |
| OUE Commercial REIT | TSOU.SI | 복합 | 2,198 | 0.41 | 0.02 | 4.9 | -31.9 | 5.2 |

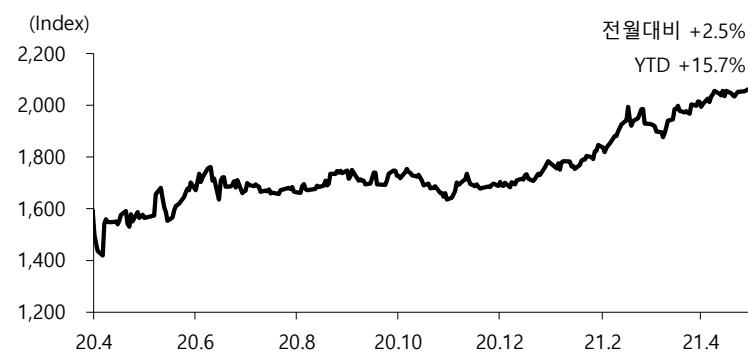
자료: Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

주: 주가는 4월 30일 기준

**양호한 흐름을 보이던 일본 리츠는
4월에 상승 폭이 소폭 둔화**

금년 들어 1 분기 중 전세계 주요 시장 중에서 가장 양호한 실적을 기록한 일본 리츠는 4월에 2.5%의 상승률을 보이면서 다소 상승세가 둔화되었다. 시총 상위 리츠 중에서 금년 들어 가장 많이 오른 리츠들은 복합리츠인 United Urban (YTD +28.1%)이며, 시총 1위인 Nippon Building (YTD +20.1%)도 좋은 성과를 시현하는 중이다.

일본 리츠업종지수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

일본 주요 리츠들의 배당수익률과 주가 상승률

| 종목명 | 티커 | 주력섹터 | 시가총액 (십억JPY) | 주가 (천JPY) | 1Y Forward 배당 | | 주가상승률(%) | |
|--------------------|--------|------|-----------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | | | | DPS (천JPY) | 배당수익률 (%) | 2020년 연간 | 2021년 YTD |
| Nippon Building | 8951.T | 오피스 | 1,186 | 718.0 | 22.35 | 3.1 | -24.8 | 20.1 |
| Japan Real Estate | 8952.T | 오피스 | 939 | 678.0 | 22.06 | 3.3 | -17.2 | 13.8 |
| Nippon Prologis | 3283.T | 물류 | 906 | 351.0 | 9.55 | 2.7 | 16.5 | 9.0 |
| Nomura Master | 3462.T | 복합 | 786 | 172.8 | 6.62 | 3.8 | -20.5 | 17.1 |
| GLP J-REIT | 3281.T | 물류 | 724 | 181.8 | 5.77 | 3.2 | 23.4 | 9.2 |
| Daiwa House REIT | 8984.T | 복합 | 644 | 293.1 | 10.34 | 3.5 | -10.0 | 14.9 |
| Japan Metropolitan | 8953.T | 리테일 | 557 | 107.7 | 4.50 | 4.2 | -19.6 | 14.8 |
| ORIX JREIT | 8954.T | 복합 | 532 | 192.8 | 6.70 | 3.5 | -27.5 | 13.1 |
| United Urban | 8960.T | 복합 | 510 | 163.4 | 6.26 | 3.8 | -37.3 | 28.1 |
| Advance Residence | 3269.T | 주거용 | 483 | 348.5 | 11.20 | 3.2 | -10.0 | 12.6 |

자료: Bloomberg, Japan-reit.com, Yahoo Finance, SK 증권

주: 주가는 4월 30일 기준

4. 고배당주/인프라: 4 월 상승했으나 시장대비 약세

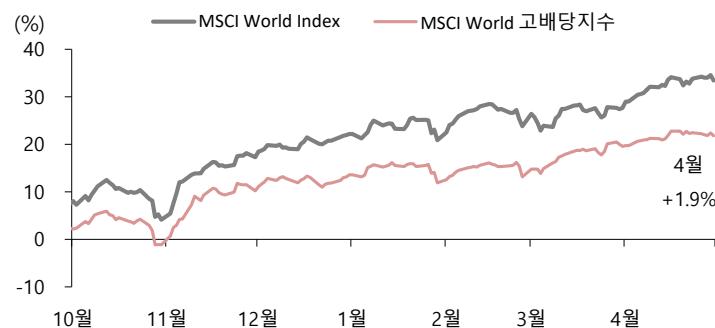
**4월 글로벌 고배당주는 상승세가
둔화되었으나, 미국 고배당주는
상대적으로 선전**

2021년 3월 5.7%나 상승했던 MSCI World 고배당지수는 4월 한달 동안 +1.9%로 상승세가 소폭 둔화되었다. 하지만 완만한 상승세가 유지되고 있어, 작년처럼 부진한 모습은 아니다. 특히 미국 고배당주지수는 4월에도 4.3% 상승하는 호조세를 기록했다.

미국 고배당지수가 4월에 호조세를 보인 이유는 1) 미증시 (S&P500)가 4월에 5.2% 상승하는 강세를 보인데다, 2) 리츠의 상승세가 확연했고, 2) 금융, 에너지, 미디어 등 다양한 섹터에서 배당 확대에 대한 기대감이 강하게 유지되었기 때문이다. 고배당주 중에서는 Seagate Technology (4월 월간 +20.0%), Public Storage (+13.9%), Regency Centers (+12.3%), Prudential Financial (+10.2%)의 상승세가 돋보였다.

MSCI 월드 고배당 지수의 흐름

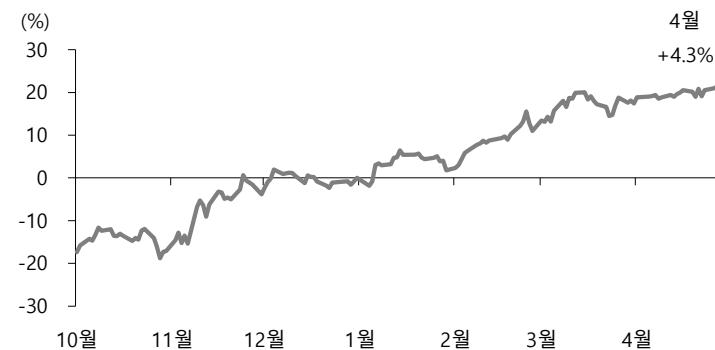
**2021년 4월 MSCI 고배당지수
전월대비 1.9% 상승**



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 S&P 고배당지수 흐름

**2021년 4월 미국 고배당지수
4.3% 상승**



자료: Bloomberg, SK 증권

S&P 고배당지수 편입 종목 중 4월 상승률 상위 종목

| 기업 | 4월 상승률 (%) | 시가총액 (십억 USD) | 업종 |
|----------------------|------------|---------------|-----|
| Seagate Technology | 21.0 | 21,353 | IT |
| Public Storage | 13.9 | 49,197 | 리츠 |
| Regency Centers | 12.3 | 10,811 | 리츠 |
| Kimco Realty | 12.0 | 9,102 | 리츠 |
| Omnicom Group | 10.9 | 17,693 | 미디어 |
| Prudential Financial | 10.2 | 39,684 | 금융 |
| Entergy Corporation | 9.9 | 21,927 | 에너지 |
| FirstEnergy | 9.3 | 20,625 | 전력 |
| KeyCorp | 8.9 | 21,163 | 금융 |
| Interpublic Group | 8.7 | 12,486 | 광고 |

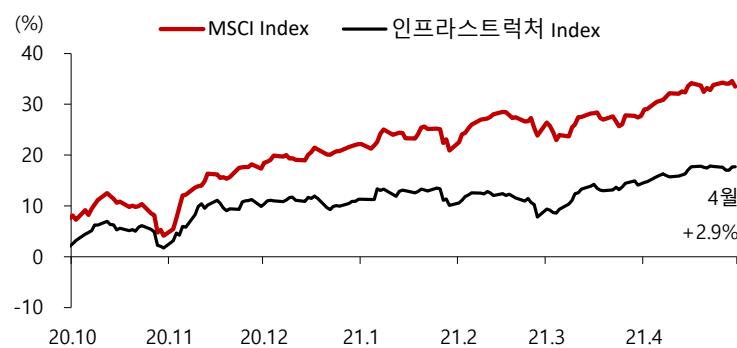
자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 인프라지수는 3월 급등 후
4월에는 시장대비 약한 상승세
시현

글로벌 인프라지수는 4월에
2.9% 상승

인프라지수도 고배당지수와 비슷한 흐름이다. 2021년 4월 MSCI 인프라스 트럭처 Index는 2.9% 상승하기는 했으나, 시장대비 낮은 상승률을 기록했다. 미국 인프라지수 (NYSE U.S. Infrastructure Index)도 4월에 3.2% 상승하는데 그치면서 시장 평균을 하회했다. 전반적으로 글로벌 증시에서 4월은 가치주의 반등세가 약해진 흐름을 보인 결과다.

2020년 MSCI World Infrastructure Index 추이



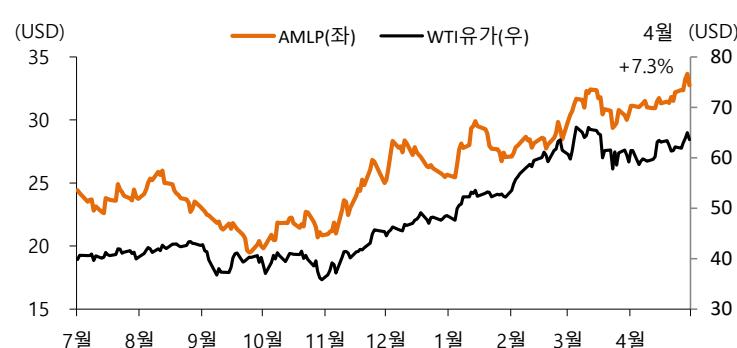
자료: Bloomberg, SK 증권

**MLP는 유가 상승에 힘입어
꾸준한 강세**

AMLP는 4월 7.3% 상승

유가 상승에 힘입어 MLP의 상승세가 돌보인다. AMLP (Alerian MLP ETF)는 4월 한 달 동안 7.3% 상승하면서, 유가 상승률 (WTI +7.5%)과 비슷한 성과를 기록했다. AMLP는 2021년 들어 4개월 동안 +27.6% (YTD)의 우수한 성과를 기록, 국제 유가에 민감한 특징을 다시 한번 확인했다.

WTI 유가와 Alerian MLP 인덱스 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

5. 이슈 분석: 인컴투자 시장에서의 ESG

(1) 결론: ESG는 인컴형자산 중 리츠에 가장 활발히 도입

친환경 기업의 높은 밸류에이션으로
고배당주 투자와 ESG의 융합에는
긴 시간이 필요할 듯

리츠 시장에는 그린빌딩 중심으로
ESG가 활발히 도입되는 중

아직은 증시에 상장된 ESG 고배당
ETF들은 배당수익률이 낮거나
설정 규모가 작음

인컴투자 시장에서 ESG(Environmental, Social and Governance)는 리츠 (REITs)에 가장 활발히 도입되고 있다. 인프라 투자 시장에서는 ESG 투자가 주로 신재생에너지 투자를 중심으로 이뤄지고 있다. 반면 고배당주 부문에서는 ESG 가 잘 정착되지 않고 있다. 왜냐하면 ESG 투자의 주 영역인 친환경 투자자산의 배당수익률이 낮기 때문에, 고배당주와의 개념이 충돌하는 경향이 있기 때문이다.

리츠 시장에서는 친환경 요인을 보완한 그린 빌딩 (Green Building)을 중심으로 ESG가 보편화되고 있다. 리츠 시장에서는 ESG 를 표방한 새로운 리츠가 만들어지기보다는, 기존 리츠들이 ESG 를 빠르게 받아들이는 형식으로 진행되고 있다. 미국 리츠 중에서는 Hannon Armstrong S.I (HASI)와 Alexandria RE (ARE)를 ESG 투자 관점에서 관심 가져볼 만 하다.

글로벌 인컴투자 시장에서의 ESG 추이

1. 리츠 업계에서는 그린빌딩 (Green Building)을 중심으로 ESG 를 실천. 기존 리츠들이 ESG 를 경영에 받아들이는 형식으로 진행 중
2. 인프라 시장에서는 신재생에너지 투자를 중심으로 형성
3. 고배당주 투자에 ESG 가 정착되기까지 긴 시간이 필요할 전망. 친환경 자산과 고배당이라는 개념이 상충되는 경우가 많기 때문

자료: SK 증권

S&P, MSCI 뿐 아니라 많은 곳에서 ESG 를 표방하는 고배당 지수, 인프라 스트럭처 지수 등을 만들고 있다. 그럼에도 불구하고 아직까지는 실제로 이를 추종하는 ETF들이 많이 만들어지지는 않고 있다. 게다가 증시에 상장된 ETF들도 설정 규모가 매우 작다. 최근 인컴자산 수익률이 부진한 것도 이유겠지만, 근본적으로는 친환경 투자자산의 배당수익률이 낮다는 점이 가장 크게 작용한다. 인컴투자 시장에서 ESG 가 활성화되기까지는 조금 더 시간이 필요해 보인다.

(2) 리츠: 그린빌딩 투자 및 ESG 공시의 보편화

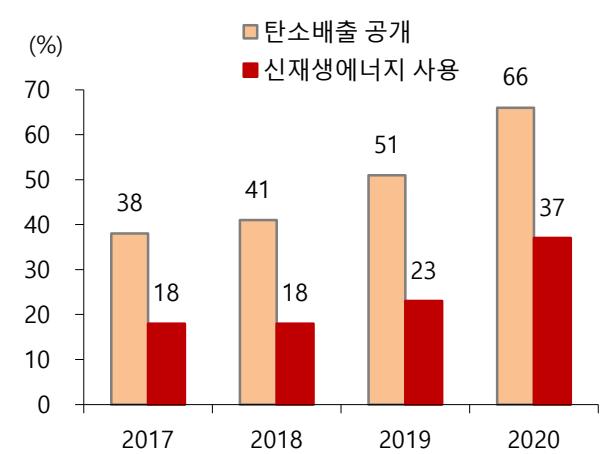
미 리츠업계에는 ESG 가 빠르게 확산되는 추세

미국 리츠업계에는 ESG 가 빠르게 확산되고 있는 추세다. NAREIT (미국리츠협회)에 의하면 미국의 100 대 리츠 중에서 ESG 현황을 발표하는 업체는 2017 년 전체의 60%에서 2020 년 98%로 상승했다. 거의 모든 리츠가 참여하고 있는 셈이다. 같은 기간 동안 ESG 와 관련된 개별 리포트 (Stand-Alone Report)를 발표하는 업체도 28%에서 66%로 상승했다.

리츠의 ESG 는 친환경 위주로 진행 중

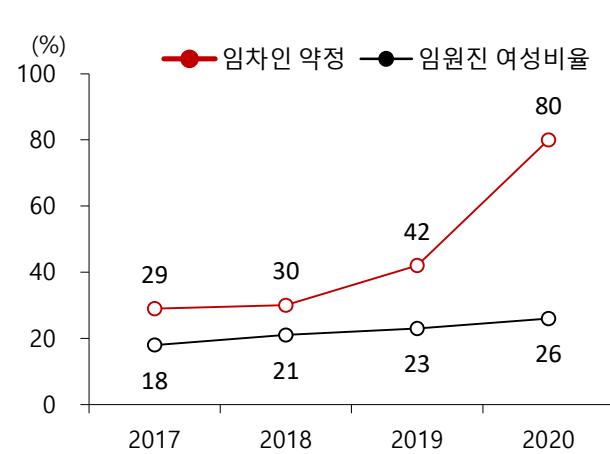
리츠업계에서 ESG 중 가장 많은 노력을 할애하고 있는 부분은 친환경 부문이다. 많은 리츠들이 탄소배출량, 신재생에너지 사용량에 대해 공개하는 동시에 목표치를 제시하고 있다. 게다가 물 사용량, 쓰레기 배출량 등 다양한 수치를 공표하고 있다. 환경뿐 아니라 사회와 관련된 부문에도 많은 신경을 쓰고 있는데, Social Engagement와 관련하여 임차인 약정, 주변지역 기여 등 다양한 ESG 지표에 신경쓰고 있다.

미국 100 대 리츠 중 친환경 관련 사안 참여 비율



자료: NAREIT, SK증권

미국 100 대 리츠 중 Social 관련 참여 비율



자료: NAREIT, SK증권

그린 빌딩 인증을 받는 것이 ESG에 중요

리츠 시장에서 대표적인 ESG 투자로는 그린 빌딩 (Green Building) 투자를 들 수 있다. 그린빌딩은 ▶ 에너지, 자원에 대한 효율성을 높이고, ▶ 폐기물을 최소화하며, ▶ 지역 사회에 도움이 되고, 나아가 ▶ 입주 근로자의 건강, 생산성에 긍정적인 영향을 미치는 부동산을 의미한다. 여느 ESG 투자자산들과 마찬가지로 부동산도 신뢰도 높은 기관으로부터 ESG 인증 (Certification)을 받아야 하는데, 다음 <표>에 있는 기관들이 대표적이다.

주요 그린빌딩 인증 프로그램 및 주관 기관

| 인증 프로그램 | 주관 기관 (or 회사) |
|------------------------|---|
| LEED | U.S. Green Building Council |
| Energy Star | Department of Energy and the Environmental Protection |
| BREEAM | BRE Group |
| Green Globes | Green Building Initiative |
| NGBS | National Association of Home Builders |
| The GreenGuard | GreenGuard Environmental Institute |
| WELL Building Standard | International WELL Building Institute |
| GRESB | The Global ESG Benchmark for Real Assets |

자료: 각 기관, SK 증권

가장 유명한 LEED 의 그린빌딩 인증은 여러 리츠들의 ESG 보고서에 자주 인용

가장 유명한 LEED (Leadership in Energy and Environmental Design)의 경우 주요 리츠들의 ESG 보고서에 자주 인용되고 있다. U.S. Green Building Council 의 그린빌딩 인증 프로그램인 LEED 는 그린빌딩 기능에 대한 포인트를 획득하고, 포인트 합계에 따라 LEED Certified, LEED Silver, LEED Gold, LEED Platinum(최고 레벨) 등으로 평가 받게 된다. 각 포인트는 아래의 그림처럼 에너지와 물의 효율성, 폐기물 감축 정도, 공기의 질 등 친환경 요인이 메인 분야이며, 그 외에도 종합적인 지속가능성에 대해 평가를 한다.

LEED 인증을 받기 위한 주요 분야 (아래도)



자료: U.S. Green Building Council, SK 증권

**투자자문업체가 ESG 리츠
포트폴리오를 투자자에게 제공 중**

미국에는 ESG 투자자문업체가 자산운용사, 또는 증권사의 고객자문 파트에 ESG 포트폴리오를 제공하고 수수료를 받는 비즈니스가 일반화되어 있다. 이러한 흐름은 리츠 부문에서도 활발하다. 다음 <표>는 ESG 투자자문업체인 HIP Investor 가 미국 증시에 상장된 리츠를 대상으로 ESG 점수를 산정하고, 이를 바탕으로 작성한 'ESG 리츠 포트폴리오'다.

2020년 9월 기준으로 HIP Investor 리츠 포트폴리오에는 39개 종목이 포함되어 있으며, 이들은 모두 HIP Investor 가 매긴 ESG 점수가 일정 수준 이상인 종목들이다. 이 포트폴리오는 연간 4% 정도의 수익률을 목표로 설계되었으며, Charles Schwab Institution 의 Advisory Marketplace, FOLiofn 의 Model Manager Exchange 등 투자자문 프로그램에 제공하고 있다.

HIP Investor 의 리츠 포트폴리오 중 상위 10개사의 ESG 점수

| 랭킹 | 리츠명 | 티커 | 스코어 |
|----|-----------------------|------|------|
| 1 | American Tower | AMT | 56.1 |
| 2 | Equinix | EQIX | 54.5 |
| 3 | EastGroup Properties | EGP | 45.3 |
| 4 | Universal Health | UHT | 43.1 |
| 5 | Rexford Industrial | REXR | 44.3 |
| 6 | Innovative Industrial | IIPR | 42.3 |
| 7 | Terreno Realty | TRNO | 43.7 |
| 8 | Prologis | PLD | 61.1 |
| 9 | Equity Lifestyle | ELS | 50.7 |
| 10 | Hannon Armstrong | HASI | 69.1 |

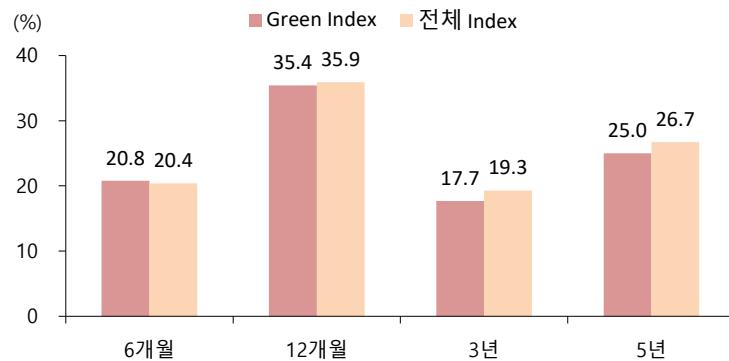
자료: Bloomberg, SK증권

주: 포트폴리오 편입 순위는 ESG 점수 외에 시가총액, 섹터 등을 종합 고려

**리츠업종 내 Green Index 는
아직 초과 성과를 증명하지 못함**

리츠의 운영 측면에서 ESG 는 빠르게 확산되었으나, 투자 측면에서 ESG의 성과는 아직 뚜렷하게 나오지 않고 있다. FTSE 에서는 선진국에 상장된 리츠를 대상으로 'FTSE EPRA Nareit Developed Green Index'를 만들어서 매월 성과를 측정하고 있다. 2021년 3월말 기준으로 Green Index 는 최근 6개월을 제외하고는 장기 성과에서 시장 (리츠업종) 대비 초과 성과를 내지 못하고 있다. 물론 FTSE 의 데이터만으로 리츠시장에서 ESG 무용론을 주장하는 것은 너무 이른 판단이다. 조금 더 장기적인 데이터가 필요하다.

2021년 3월말 기준 FTSE EPRA Nareit Developed Green Index의 성과 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

주: '전체 Index'는 FTSE EPRA Nareit Developed Index

일본은 2020년 9월 Nikko에서 ESG 리츠 출시

일본 리츠업계에도 ESG 가 도입되고 있다. Nikko 자산운용은 2020년 9월 일본에서 최초로 ESG 리츠에 투자하는 ETF (Listed Index Fund Nikkei ESG REIT, 티커 2566.JP)를 출시했다. 이 ETF는 시가총액 200 억엔 이상, 일거래대금 5 천만엔 이상의 리츠 중에 GRESB (The Global ESG Benchmark for Real Assets)의 ESG 기준에 따라 투자한다. Nikko의 ESG 리츠는 일본 리츠업종지수와 수익률에서 차별화되지는 않고 있다. 다만 상장 후 시간이 얼마 경과하지 않았기 때문에 아직은 성과를 논할 수 있는 시기는 아니다.

일본도 아직 ESG 리츠의 초과 성과 없음

일본 Nikko 자산운용의 ESG 리츠 ETF와 리츠업종 성과의 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

주: ESG 리츠 ETF 상장일인 2020년 9월 7일을 0%로 기준

(3) ESG 인프라스트럭처, 신재생에너지와 경계가 모호

ESG 인프라자수도 많이 등장

리츠뿐 아니라 상장 인프라스트럭처 상품 (주식, ETF 등)에 대한 ESG 지수도 만들어지고 있다. GLIO (Global Listed Infrastructure Organisation)에서 만든 'GLIO/GRESB ESG Index'는 글로벌 상장 인프라 기업을 중심으로 만든 지수다. 이 지수에 포함된 종목은 160 개 정도이며, 미국 및 유럽의 투자비중이 각각 70%, 20%로 대부분을 차지하고 있다. 이 지수에 포함된 주요 종목들은 다음 <표>와 같다.

GLIO/GRESB ESG Index, 편입 종목별 배당수익률 편차가 크다

이 지수의 예상 배당수익률은 2.9%인데, 편입 종목별 배당수익률 편차가 큰 것이 특징이다. Enel (이탈리아), Iberdrola (스페인) 등 다국적 전력회사들은 4% 이상의 높은 배당수익률을 보이는 반면, American Tower (미국 통신인프라), NextEra Energy (신재생에너지발전) 등 고성장 기업과 철도회사들은 배당수익률이 2% 내외에 불과하다.

GLIO/GRESB ESG Index의 편입비중 상위 10개사

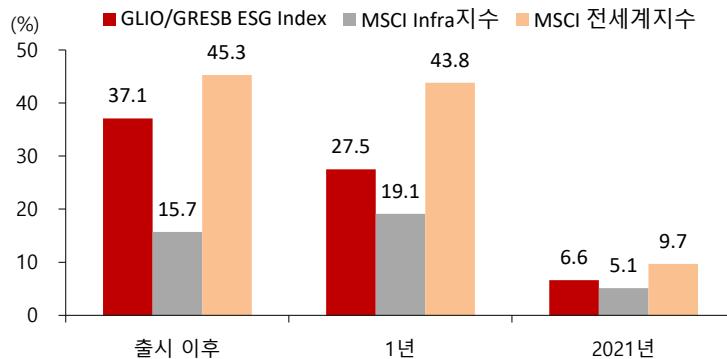
| 종목 | 티커 | 시가총액 (십억 USD) | 편입비중 (%) | 배당 수익률(%) |
|---------------------------|---------|------------------|-------------|--------------|
| Union Pacific Corp | UNP | 147.6 | 5.7 | 1.7 |
| American Tower Corp | AMT | 105.5 | 5.3 | 2.0 |
| NextEra Energy | NEE | 148.3 | 5.0 | 2.0 |
| Enel SpA. | ENELMI | 77.6 | 3.9 | 4.1 |
| Canadian National Railway | CNR.TO | 68.9 | 3.5 | 1.8 |
| Iberdrola | IBER.MC | 75.6 | 3.4 | 4.4 |
| Southern Co | SO | 65.7 | 2.9 | 4.1 |
| Duke Energy Corp | DUK | 74.3 | 2.9 | 3.9 |
| Enbridge Inc | ENB | 73.8 | 2.9 | 7.0 |
| CSX Corp | CSX | 72.8 | 2.8 | 1.1 |

자료: GLIO, SK 증권

ESG 인프라자수, 인프라 섹터에서 양호한 성과를 거뒀으나, 주식시장 평균치를 하회

이 지수는 출시일 (2018.11.16) 이후 2021년 4월말까지 37.1% 상승하는 성과를 기록했다. 이는 같은 기간 동안 MSCI World Index (+45.3%)를 하회하지만, MSCI 인프라자수 (+15.7%)를 상회하는 결과다. 같은 기간 동안 인프라 기업들의 주가가 워낙 부진했기 때문에, 주식시장 평균 성과를 Underperform 했지만, 인프라 섹터 내에서는 상대적으로 양호한 성과를 거둔 것이다.

GLIO/GRESB ESG Index의 수익률의 상대 비교 (2021년 4월말 현재)



자료: Bloomberg, SK증권

주: 1. 출시일은 GLIO/GRESB ESG Index 가 만들어진 2018년 11월 16일

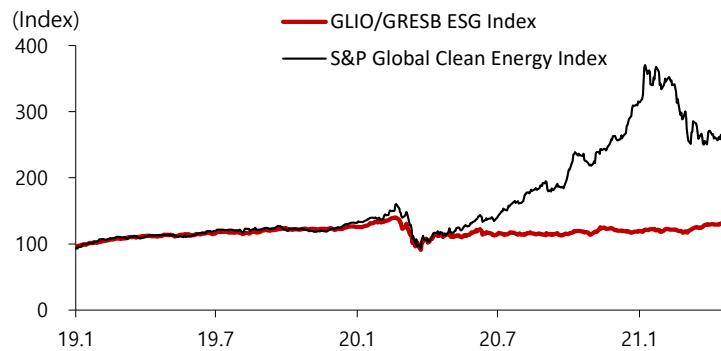
2. 2021년은 YTD 수익률

ESG 인프라지수의 양호한 상대 성과는 신재생에너지의 급등과 연관

인프라 섹터 내에서 ESG 지수의 성과가 좋은 것은 최근 신재생에너지 기업들의 주가가 크게 상승했기 때문이다. 따라서 ESG 인프라스트럭처 지수의 **성과가 좋은 것이 ESG 때문인지, 신재생에너지 때문인지는** 논쟁의 여지가 있다. 신재생에너지 관련 ETF 중 대표적인 ICLN (iShares Global Clean Energy ETF)은 ESG 지수가 아닌 S&P Global Clean Energy Index 를 벤치 마크로 한다. 앞에서 거론된 GLIO/GRESB ESG Index 와 S&P Global Clean Energy Index 의 격차는 매우 크다. GLIO/GRESB ESG Index 가 만들어진 2018년 11월부터 2021년 4월까지 GLIO/GRESB ESG Index 는 30.5% 상승한 반면, S&P Global Clean Energy Index 는 159% 상승했다.

신재생에너지 지수와 GLIO/GRESB ESG Index의 비교

ESG 인프라지수는 신재생에너지 지수를 Underperform



자료: Bloomberg, SK증권

주: GLIO/GRESB ESG Index 는 2018년 11월말 만들어짐 (기준지수 100)

(4) ESG 와 고배당주의 매칭에는 현실적인 난관이 존재

ESG 고배당주 지수도 등장

리츠, 인프라뿐 아니라 고배당주를 대상으로 한 ESG 지수도 만들어지고 있다. HIP Investor는 미국 증시에 상장된 고배당주 (ADR 포함)를 대상으로 ESG 점수를 산정하고, 이를 바탕으로 'HIP 지속 가능 글로벌 배당 포트폴리오'를 만들었다.

**S&P ESG 고배당지수는 시장 평균을
하회했으나, 일반 고배당지수에
비해서는 나은 성과를 시현**

S&P는 'S&P ESG High Yield Dividend Aristocrats Index'를 만들어 고배당과 ESG를 동시에 충족시키고 있다. 2020년 이후 S&P의 ESG 고배당지수는 S&P500 지수의 수익률을 하회한다. 하지만 이는 전세계적인 고배당주의 약세 때문에 나온 결과일 뿐이다. 반면 S&P 고배당지수와 비교하면 ESG 고배당지수가 상대적으로 나은 성과를 거뒀다.

S&P ESG 고배당지수의 2020년 이후 수익률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2019년 말을 0으로 기준

**친환경 기업들의 밸류에이션이 높아
ESG 와 고배당이라는 두 가지
명제를 동시에 충족하기 어려움**

고배당 주식에 ESG를 도입한 지수 (Index)들이 만들어지고 있는 것에 비해, 실제 이를 활용한 ETF들은 많지 않다. 그 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 최근 들어 고배당주의 성과가 부진하기 때문에, ETF를 만들어도 인기가 없어서 자산운용사들이 많이 출시하지 않고 있다.

더 중요한 둘째 이유는 기대 배당수익률이 낮기 때문이다. 기대 배당수익률이 낮은 이유는 '친환경 기업'들의 밸류에이션이 높기 때문이다. 그래서 **'ESG'와 '고배당'이라는 두 가지 명제를 동시에 충족하는 ETF를 만들기 어려운** 것이다. 고배당을 추구하자니 친환경 기업의 비중을 줄여야 하고, 친환경 기업의 비중을 늘리면 배당수익률이 낮아지는 딜레마가 있다.

ESG 고배당 ETF는 대부분 규모가 작은 편

아래의 표는 ESG 와 높은 배당수익률을 동시에 추구하는 ETF (또는 리츠)를 나열한 것이다. 대부분 시장에서 인기가 없기 때문에 외형이 작은 편이다. 그리고 이 중에서 대부분은 고배당주 투자자들을 만족시키기에는 부족한 배당수익률을 보이고 있다. 배당수익률이 3.8%로 비교적 높은 UBUM.AS의 경우 매우 예외적으로 금융주의 편입비중이 52%에 달하기 때문에 (특정업종 비율이 이렇게 높은 것은 흔치 않음), 이례적인 비중 조절을 통해 배당수익률을 높인 것이라는 오해를 받을 수도 있다.

결국 고배당주 분야에서 ESG 를 접목하는 시도는 많이 나오고 있으나, 투자자들에게 인기를 끌지 여부는 불확실한 측면이 있다.

고배당, 인프라, 리츠에 투자하는 ESG ETF 의 현황

| ETF 종류 | 상장주식명 | ETF | 상장시장 | 시가총액 | 단위 | 2021년 예상 배당수익률 (%) |
|--------|---|----------|--------|------|--------|--------------------|
| 고배당주 | UBS Dividend Aristocrats ESG UCITS ETF | UBUMAS | 암스테르담 | 64.7 | 백만유로 | 38 |
| | AIG ESG Dividend Fund | EDFAX | 나스닥 | 493 | 백만USD | 18 |
| | ClearBridge Dividend Strategy ESG ETF | YLDE | 나스닥 | 169 | 백만USD | 12 |
| | Cathay Sustainability High Dividend ETF | 00878.TW | 대만 | 16.1 | 십억대만달러 | NA |
| 인프라 | BNP Paribas Easy ECPI Global ESG Infrastructure | XU61 | 독일 프랑스 | 524 | 백만유로 | NA |
| 리츠 | Listed Index Fund Nikkei ESG REIT | 2556JP | 도쿄 | 563 | 십억엔 | 29 |
| 기타 | iShares Global Timber & Forestry | WOOD | 나스닥 | 3240 | 백만USD | 09 |

자료: 각 자산운용사, SK 증권

주: WOOD 목재와 숲 관련 기업에 투자하는 ETF로, ESG 로 분류하기 모호한 측면이 있음

6. ESG 리츠 분석

(1) Hannon Armstrong (HASI) : 신재생 에너지 리츠

에너지 인프라 비즈니스를 영위하는 미국의 리츠

Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure (HASI)는 에너지 인프라와 관련된 투자, 금융사업을 영위하는 미국의 리츠 (REITs)다. 1981년 설립되어 신재생 에너지 (태양광, 풍력 등), 에너지 저장시설 등과 관련된 투자, 임대 업무를 영위한다.

실질적으로는 투자은행에 가까운 사업구조를 보유

2020년 기준으로 수익은 이자수익 41%, 자산매각이익 21%, 임대수익 11%, 수수료 7% 등으로 이루어져 있어, 실제 비즈니스는 투자은행 (IB)에 가깝다. 그럼에도 리츠로 분류되어 세제혜택을 받고 있는 것은 미국세청이 분류한 리츠 보유 부동산 자산에 에너지 관련 자산이 광범위하게 포함되어 있기 때문이다. NAREIT (미국리츠협회)에서는 이자수익 비중이 높은 특성 때문에 Hannon Armstrong 을 모기지 리츠로 분류하고 있으나, 일반적인 모기지 리츠와는 업무 차이가 크다.

Hannon Armstrong (HASI)의 투자지표

Not Rated

| | 현주가 (2021.4.30, USD) | 52 주 최고/최저 (USD) | 72.4/24.8 | | 1 개월 | 12 개월 | 36 개월 | 60 개월 |
|--------|----------------------|------------------|-----------|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Ticker | HASI | 시가총액 (백만 USD) | 4,071 | 절대수익률 (단순주가) | -6.6 | 87.2 | 170.0 | 170.1 |
| 거래소 | NYSE | 주식수 (천주) | 78,700 | 업종대비 상대수익률 | -14.5 | 58.1 | 139.1 | 141.0 |
| 베타 | 1.84 | 3 개월 평균 거래량 (천주) | 715 | 시장대비 상대수익률 | -11.8 | 43.6 | 112.1 | 67.7 |
| 최대 주주 | Vanguard (8.2%) | 결산월 | 12 월 | 절대수익률 (Total Return) | -6.0 | 93.2 | 212.6 | 252.6 |

| | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021E | (USD) |
|---------------|--------|--------|--------|---------|-------|
| 영업수익 (백만 USD) | 137.8 | 141.6 | 186.9 | N.A | |
| 영업이익 (백만 USD) | 21.8 | 25.8 | 32.0 | N.A | |
| 순이익 (백만 USD) | 41.6 | 81.6 | 82.4 | 76.9 | |
| FFO (백만 USD) | 72.8 | 92.7 | 117.5 | 132.7 | |
| 주당순이익 (USD) | 0.79 | 1.24 | 1.10 | 0.98 | |
| 주당 FFO (USD) | 1.38 | 1.43 | 1.58 | 1.69 | |
| 주당배당금 (USD) | 1.32 | 1.33 | 1.36 | 1.45 | |
| P/FFO (배) | 14.8 | 18.8 | 23.4 | 31.1 | |
| 배당수익률 (%) | 6.5 | 4.9 | 3.7 | 2.8 | |

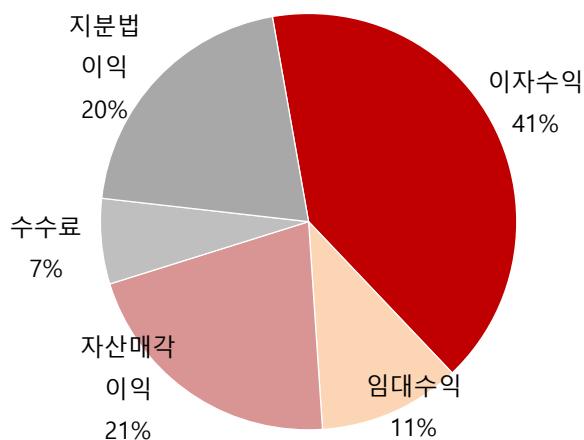
자료: Bloomberg, Hannon Armstrong, SK 증권

주: FFO는 회사측에서 배당가능이익이라고 표현하는 항목을 Proxy로 사용

태양광 관련 자산이 전체의 절반을 차지

Hannon Armstrong 의 고객들은 Johnson Controls, Honeywell, First Solar 등 대형 에너지기업들이며, 이들과 공동 투자를 하는 협력 관계를 맺고 있다. 2020년말 72 억달러에 이르는 운용자산 중에서 태양 에너지 관련 자산들 (태양광 부지, 주거용 태양열발전시설, 기타 태양광 자산)이 전체의 49%에 달한다. 그 외에 풍력 28%, 공공시설 14% 등으로 구성되어 있다. 투자자산이 주식만으로 되어 있지 않고, 상당 부분이 우선주, 선순위채, 메자닌 등 다양한 자산군으로 구성되어 있다. 수익에서 이자수익의 비중이 높은 이유다.

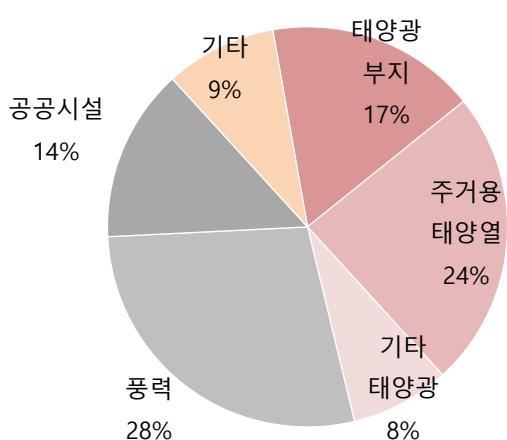
Hannon Armstrong 의 2020년 수익 구분



자료: Hannon Armstrong, SK 증권

주: 지분법이익은 영업외손익, 나머지는 영업수익에 포함

Hannon Armstrong 의 2020년말 운용자산 비중



자료: Hannon Armstrong, SK 증권

FFO (배당가능이익으로 표현)의 98%를 배당금으로 지급 (2013~2020년 평균)

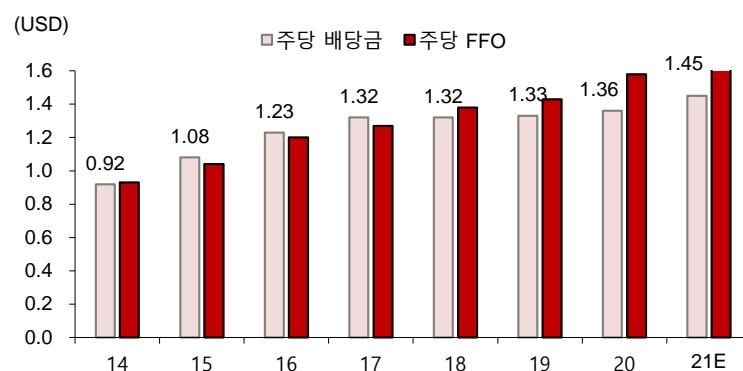
Hannon Armstrong 은 배당을 매우 적극적으로 실시하고 있다. 2013년부터 2020년까지 배당금 지급액은 FFO (회사측은 '배당가능이익'이라고 표현) 대비 평균 98%에 달한다. Hannon Armstrong 이 배당가능이익이라고 부르는 FFO 는 순이익에 비현금성 항목 (지분인수비용, 충당금 등)을 더한 것으로, 실질적인 현금흐름과 비슷한 개념이다.

Hannon Armstrong 의 FFO 는 2017년부터 2020년까지 3년간 84%나 증가했다. 신재생 에너지 시장의 수익이 확대되는 구조적인 흐름의 수혜를 받고 있는 것이다.

**증자를 꾸준히 실시해 온 것은
단점이지만, 고성장을 위해서는
감수해야 할 듯**

그 동안 증자를 꾸준히 실시해 온 것은 단점이지만, 사업 확대를 위해서는 어쩔 수 없는 선택이다. 계속된 증자 (주식수 2014년 말 2,065 만주→2021년 3월말 7,870 만주)에도 불구하고 주당 FFO, 주당배당금 등이 모두 증가하는 양호한 실적을 보여주고 있다. 2021년 배당수익률은 2.8%로 예상되는데, 이는 리츠업종 내에서 높다고 보기는 어렵지만, 환경 관련 주식 중에서는 높은 편에 속한다.

Hannon Armstrong 의 주당 배당금과 주당 FFO 추이



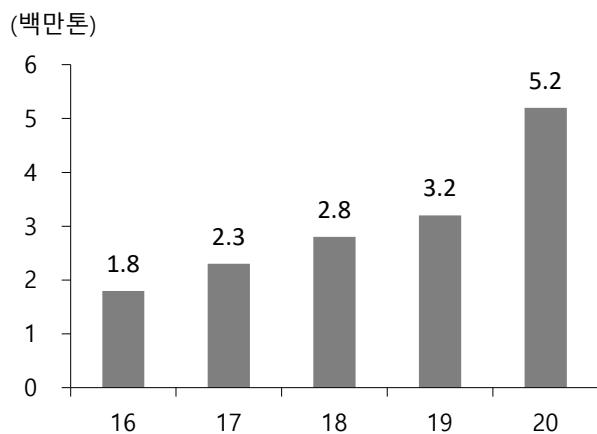
자료: Hannon Armstrong, SK 증권

**모든 신규 투자에 ESG 요인을
고려 중**

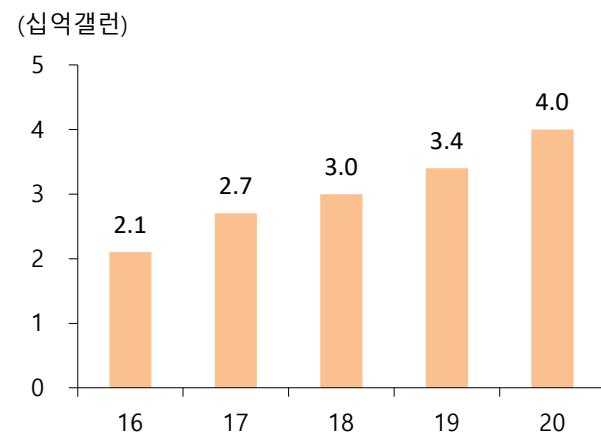
Hannon Armstrong은 모든 신규 투자에 ESG 요인을 고려하고 있다. 모든 투자는 탄소 배출을 줄이거나 최소한 중립적이어야 하며, 물 소비 감소와 같은 가시적인 환경적 이익이 있어야 한다는 원칙을 갖고 있다. 홈페이지에 따르면 2020년 Hannon Armstrong이 영위한 사업을 이산화탄소 감축량으로 환원하면 520만톤에 달하며, 물소비 감축으로는 연간 40억 갤런에 달한다. 2013년 이후 발행한 그린 본드(Green Bond)는 총 53억 달러다.

**환경뿐 아니라 지배구조, 사회와
관련에서도 상세한 기준을 마련**

업무상 관련이 깊은 친환경 분야뿐 아니라 Corporate Governance와 관련해서도 상세한 기준을 만들고 이를 홈페이지에 공개하고 있다. Social 측면에서는 인권, 차별금지, 동등임금(Equal Pay), 사업윤리, 직원 안전 등에 대한 상세한 기준을 마련해 놓고 있다. 그 결과 ESG 인증기관으로부터 좋은 평가를 받은 바 있다. MSCI의 ESG Rating은 A 등급, ISS로부터는 상위 10%, State Street으로부터는 Outperformer 등급을 받았다. Institutional Investor로부터는 ESG 공표 부문에서 최고 등급(스몰캡 부문)을 받기도 했다.

Hannon Armstrong 의 아산화탄소 배출량 감축량

자료: Hannon Armstrong, SK 증권

Hannon Armstrong 의 물 소비 감축량

자료: Hannon Armstrong, SK 증권

(2) Alexandria RE (ARE): 바이오 연구시설에 강점을 보유

연구시설 중심의 리츠로서, 주요 고객은 바이오 기업들

임차인이 주로 세계적인 바이오 기업이어서, 임대 수익의 안정성이 높음

Alexandria Real Estate (이하 ARE)는 리츠업종 내에서 오피스 섹터로 구분되어 있으나, 일반 오피스보다는 연구시설에 중점을 둔 리츠다. 업종 특성상 Tech 및 바이오/생명과학 기업들이 주 고객들이다. 바이오/생명과학 연구시설 분야에서 시장점유율은 28%로 1 위다. 지역적으로는 보스턴, 캘리포니아 등 두 지역에 대한 의존도가 높다. ARE는 ESG 경영에 매우 적극적인 리츠이며, 다수의 인증기관으로부터 매우 양호한 평가를 받고 있다.

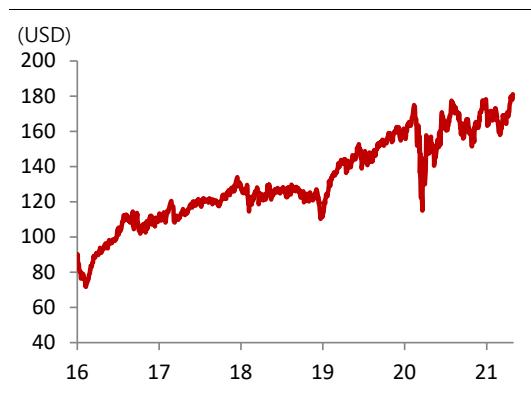
비즈니스 특성상 대도시 핵심지역보다는 연구단지, 대학교 주변에 부동산을 소유하고 있다. 바이오/생명과학 연구시설이라는 섹터에서 경쟁력을 보유하고 있는 것은 가장 중요한 투자 포인트다. 그리고 임차인들이 주로 세계적인 바이오/제약 기업들이라는 측면에서, 임대 수익의 안정성이 매우 높다. 리츠로서는 특이하게 바이오 기업에 주로 투자하는 벤처캐피탈을 소유하고 있다. 일종의 업종 다각화다.

Alexandria RE (ARE)의 투자지표

Not Rated

| | | 52 주 최고/최저 (USD) | 181.4/136.5 | 1 개월 | 12 개월 | 36 개월 | 60 개월 |
|----------------------|------------------|------------------|-------------|----------------------|-------|-------|-------|
| 현주가 (2021.4.30, USD) | 181.1 | | | | | | |
| Ticker | ARE | 시가총액 (백만 USD) | 26,713 | 절대수익률 (단순주가) | 102 | 153 | 454 |
| 거래소 | NYSE | 주식수 (천주) | 126,490 | 업종대비 상대수익률 | 2.3 | -13.8 | 14.5 |
| 베타 | 0.72 | 3 개월 평균 거래량 (천주) | 869 | 시장대비 상대수익률 | 5.0 | -28.3 | -12.5 |
| 최대 주주 | Vanguard (13.8%) | 결산월 | 12 월 | 절대수익률 (Total Return) | 10.2 | 18.3 | 58.0 |

| | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 임대수익 (백만 USD) | 1,314.8 | 1,516.9 | 1,878.2 | 2,034.7 |
| NOI (백만 USD) | 878.0 | 1,085.8 | 1,355.4 | N.A |
| 보통주순이익 (백만 USD) | 364.0 | 351.0 | 760.8 | 283.3 |
| AFFO (백만 USD) | 682.0 | 783.0 | 923.8 | 977.8 |
| 주당순이익 (USD) | 3.52 | 3.12 | 6.01 | 2.24 |
| 주당 AFFO (USD) | 6.60 | 6.96 | 7.30 | 7.73 |
| 주당배당금 (USD) | 3.73 | 4.00 | 4.24 | 4.48 |
| P/AFFO (배) | 18.8 | 20.9 | 22.0 | 23.4 |
| 배당수익률 (%) | 3.0 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |



자료: Bloomberg, Alexandria RE, SK 증권

주: AFFO는 Adjusted Fund From Operation (조정 운영현금흐름).

2020년 실적은 상대적으로 양호

대표적인 임차인들로는 Bristol-Myers Squibb, Facebook, Uber, Sanofi, Moderna 등을 들 수 있다. 대기업과 장기 계약을 맺는 특성상 공실률이 일반 오피스 리츠에 비해 낮은 특징이 있으나, 팬데믹으로 공실률이 2019년 말 3.2%에서 2020년 말 5.4%로 상승했다. 경제 성장을 둔화, 자택근무의 증가 등으로 임대료 상승률이 낮아지고 있는 점은 미 오피스 업계의 공통적인 리스크다.

Alexandria RE의 주요 임차인 현황

| 주요 임대기업 | 업종 | 잔여계약 (년) | 연간 임대료 (천 USD) |
|-----------------------|-------|-------------|-------------------|
| Bristol-Myers Squibb | 바이오 | 7.7 | 52,460 |
| Takeda Pharmaceutical | 바이오 | 8.6 | 39,342 |
| Facebook | SNS | 11.0 | 38,899 |
| Illumina | 바이오 | 9.6 | 35,907 |
| Sanofi | 바이오 | 7.5 | 33,868 |
| Eli Lilly | 바이오 | 8.5 | 33,527 |
| Moderna | 바이오 | 11.4 | 32,147 |
| Novartis | 바이오 | 7.6 | 30,101 |
| Uber Technologies | 공유서비스 | 61.9 | 27,379 |

자료: Alexandria RE, KB 증권

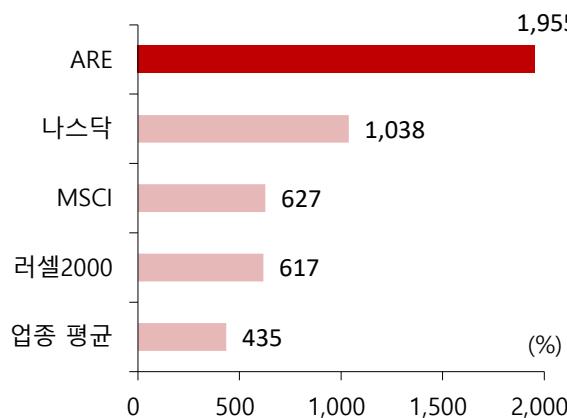
1997년 상장 이후 23년 동안 1,955%의 토탈리턴 수익률 기록

ARE는 장기 성과가 매우 우수하다. 1997년 5월 주식시장에 상장된 후 2020년 말까지 토탈리턴(배당수익 포함) 기준으로 총 1,955%의 수익률을 기록했다. 이는 같은 기간 동안 미국 오피스리츠 평균 (+435%)을 크게 상회할 뿐 아니라, 나스닥, 러셀 2000 등의 지수에 비해서도 매우 양호한 결과다.

2010년 이후 배당금은 연평균 11%씩 증가하는 양호한 펀더멘탈

주식시장에서 양호한 수익률을 보인 이유는 당연히 펀더멘탈이 우수하기 때문이다. 2010년 이후 ARE의 주당 AFFO(수정 운영현금흐름)는 2배 이상으로 증가했고, 이에 힘입어 배당금은 10년 동안 연평균 11%씩 증가했다. 이렇게 양호한 성과를 보였기 때문에 Valuation은 다소 높은 편이다. 2020년 기준으로 P/AFFO는 22.0배로, 업계 평균치인 18.3배를 상회한다. 2021년 예상 배당수익률도 2.5%로 비교적 낮은 편이다.

1997년 5월 ARE 상장 이후 토탈리턴 기준 상승률 비교

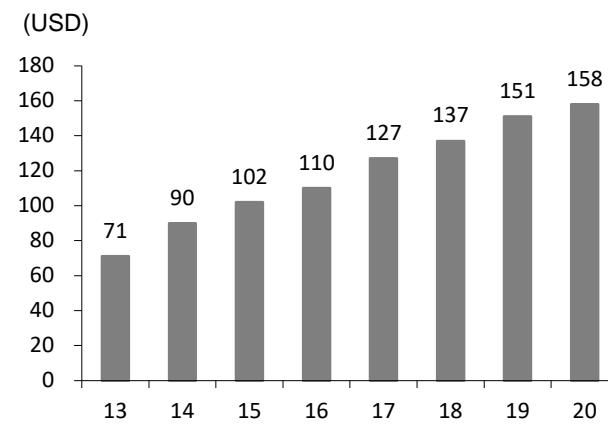


자료: ARE, SK 증권

주: 1. 토탈리턴은 주가상승률에 배당수익을 포함한 개념

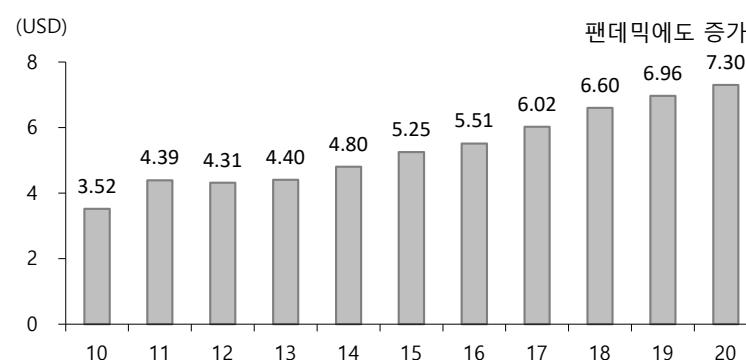
2. 업종평균은 미국 오피스리츠 평균을 의미

ARE의 주당 NAV 추이



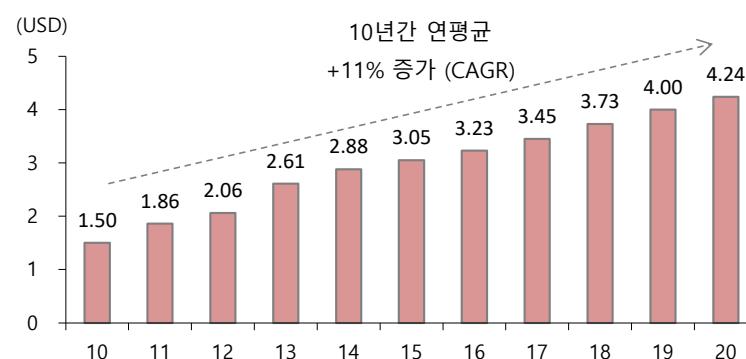
자료: ARE, SK 증권

ARE의 주당 배당금 추이



자료: Alexandria RE, KB 증권

ARE의 주당 배당금 추이



자료: Alexandria RE, KB 증권

ARE는 ESG 경영에 매우 적극적

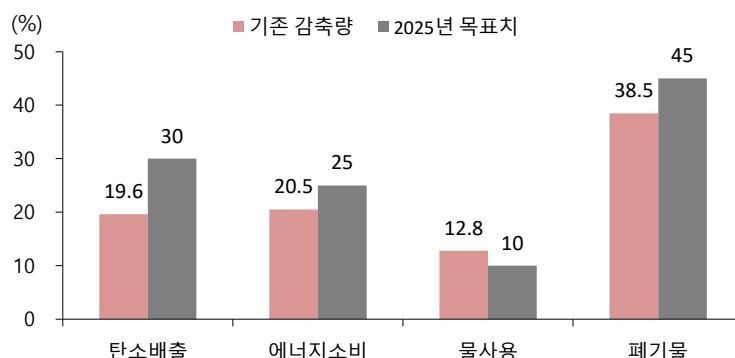
2025년까지 탄소, 에너지 등 감축 목표를 정하고 중간 결과를 발표 중

환경뿐 아니라 사회 (Social) 측면에서도 적극적으로 참여

ARE는 ESG 경영에 매우 적극적인 태도를 보이고 있다. ARE는 ESG 보고서에 상세한 수치와 목표치를 제시하고 있으며, 중간 달성을 공시하고 있다. 그리고 다수의 인증기관으로부터 ESG 인증을 받고 있는데, 매우 양호한 평가를 받고 있다.

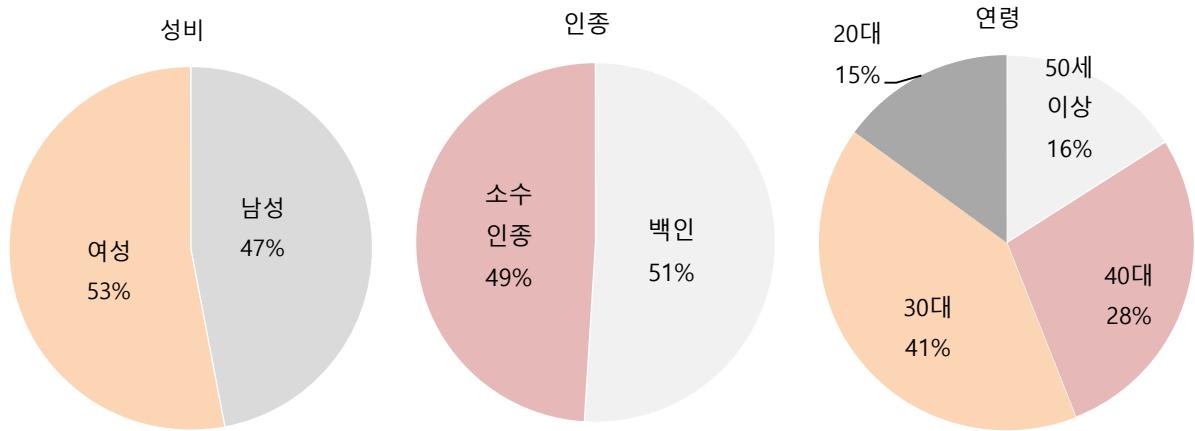
ARE는 GRESB로부터 ESG 부문에서 2018~2020년 3년 연속 A 등급을 받았으며, 2020년 빌딩 운영 및 개발 부문에서 1위를 차지했다. LEED에서는 플래티넘 등급 (p.31 참조)을 받았다. ARE는 2015년부터 2025년 까지 탄소 배출량을 30% 감축하는 것이 목표이며, 2020년까지 19.6%를 감축했다. 같은 기간 동안 에너지소비량은 20.5%, 물 사용량은 12.8% (초과달성), 폐기물은 38.5% 감축했다.

2015년 이후 Alexandria RE의 각종 감축량과 2025년까지 목표치



자료: Alexandria RE, KB 증권
주: 2020년 말 기준

ARE는 환경뿐 아니라 사회 (Social)적으로도 많은 부분을 신경 쓰고 있다. 종업원 현황을 보면 남녀 성비가 47:53, 백인 vs. 소수인종 비율이 51:49 등으로 매우 골고루 분포되어 있다. 연령별로도 50세 이상 및 20대 비율이 각각 16%, 15%로 높은 편이어서, 연령별 분포도 우수하다. 이러한 측면을 보면 ARE가 인증기관으로부터 높은 ESG 평가를 받은 것이 단순히 인류 건강에 이바지하고 있기 때문만이 아니라, 사회적인 측면도 종합적으로 고려하고 있기 때문인 것으로 보인다.

Alexandria RE 의 종업원 현황 : 성비, 인종, 연령 등에 따른 구분

자료: Alexandria RE, KB 증권

주: 2020년말 기준