

Q&A Book – Version 2.0

미래에셋맵스제 1 호위탁관리부동산투자회사

캡스톤 42 호펀드 수익증권 투자 건 (마제스타시티 타워 1 우선주 지분 매입)

미래에셋자산운용 REITs 운용본부 REITs1 팀

2023.11

본 자료는 미래에셋자산운용이 제작한 것이며, 투자권유를 위한 광고물로 활용될 수 없고, 투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료에 수록된 내용은 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 안정성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 본 건 IR Book 및 Q&A Book에 기재되어 있는 세부사항은 증권신고서 효력 발생 시 확정되는 점 참고 부탁드립니다.

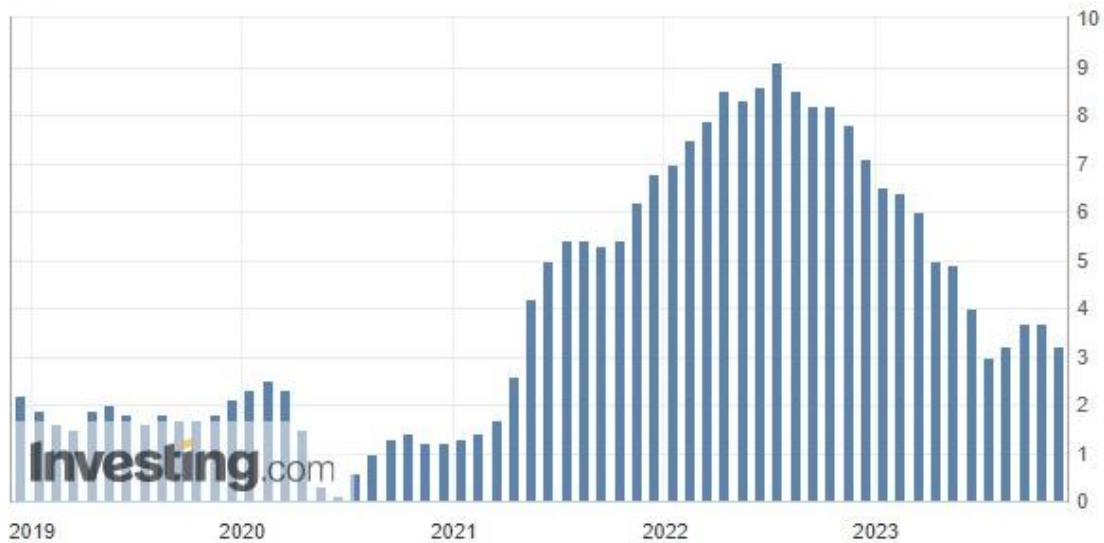


Section 1. 시장 현황 및 전망

1. 향후 부동산 시장 전망

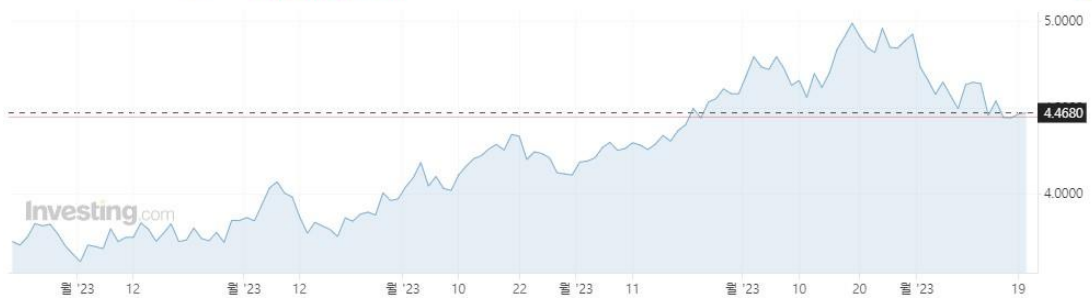
➔ '24년 부동산 시장은 '불안한 경제 상황 속 시장 양극화 심화' 전망이 예상됩니다. 최근 미국의 10월 소비자물가지수(CPI)가 예상치를 하회하면서 사실상 기준금리 인상이 종료 됐다는 평가가 있지만, 미국 발 고금리 장기화는 내년 2분기까지 유지될 수 있다는 의견이 팽배하여 대출금리는 당분간 높은 수준으로 유지되어 단기적으로는 주택시장뿐만 아니라 상업용 부동산 시장의 거래량에도 부정적인 영향을 줄 것으로 예상됩니다.

[미국 소비자물가지수(CPI) 상승률]



(출처: investing.com, 2023년 11월 20일 기준)

미국 10년물 국채 금리 ▲ 4.469 +0.026 (+0.58%)



(출처: investing.com, 2023년 11월 20일 기준)

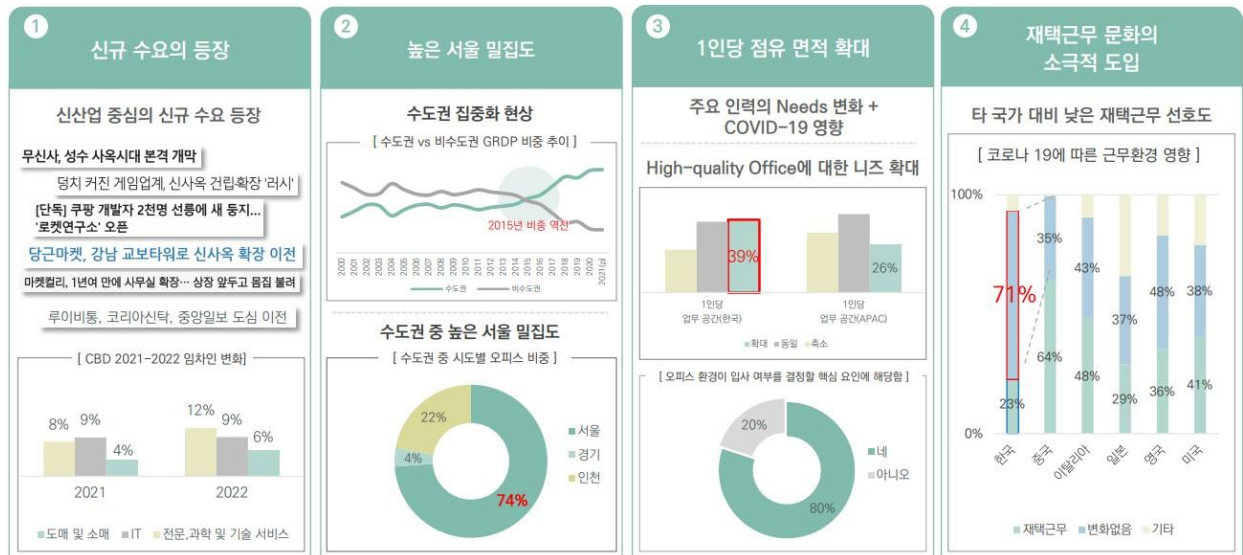
대출이자에 대한 부담은 매도자와 매수자 양측에 가중됨에 따라 매도자의 매물 호가에 대한 가격 조정 압박은 더욱 가중 될 수 있으며, 매수자에게는 자금조달의 어려움은 지속되어 매물 적체 현상은 주택시장 뿐만 아니라 상업용 부동산 시장에도 두드러지는 양상이 보일 수도 있을 것으로 사료 됩니다.

내년 국내 부동산 시장의 가장 크게 작용할 변수로는 부동산 PF발 자금시장 경색으로 자금조달 비용의 급격한 상승 → 유동성 부족 초래 → 투자 심리 위축 → 거래량 급감 → 부동산 가격 하락 가능성을 들 수 있습니다.

이에 상업용 부동산 시장은 크게 ① 인근 주변 개발 호재와 맞물려 미래 가치 상승 여력이 큰 입지가 우수하며 임차 수요가 풍부한 신축 상태의 프라임급 자산, ② 자산 노후화로 인해 리모델링 또는 재건축이 필요하다고 판단되는 저평가된 자산, ③ 경/공매 입찰을 통해 저가에 매수할 수 있는 상업용 시설에 매수 쏠림 현상이 더욱 심화될 것으로 보입니다.

2. 서울 상업용 오피스 시장 전망

- ➔ COVID-19 확산에 따른 재택근무의 영향으로 글로벌 주요 도시 오피스의 공실률 상승이 임차인 주도 시장으로 견인한 반면, 서울 오피스 시장의 경우, 글로벌 주요 도시들과는 반대로 공실률 하락세('23년 2분기 서울 평균 공실률은 자연 공실률 수준에 가까운 1.1%를 기록)를 유지하고 있어, 견고한 수요와 시장 안정화를 투영하고 있다고 판단됩니다. 글로벌 대비 서울 오피스 시장이 견고한 주요 이유로는 다음과 같습니다.

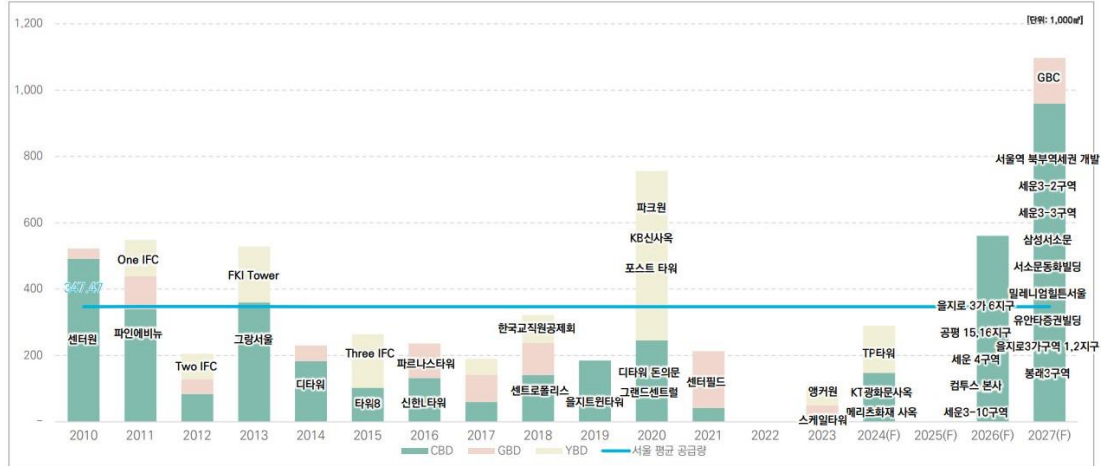


(출처: 경제정책연구센터, CBRE Research 2021 한국 오피스 임차인 설문조사)

서울 상업용 중대형 오피스 시장은 불안한 국내 경제 시장 상황 악화와 PF발 자금시장 경색에 대한 우려에도 불구하고, 대규모 사용 면적이 필요한 주요 임차인들의 강남권 편중 현상은 다음과 같은 이유로 지속 유지될 것으로 보입니다.

- ① 강남 권역(GBD)은 IT산업 육성을 위해 계획적으로 조성된 업무지구이고, 판교와의 접근성 또한 뛰어난 점이 IT와 관련한 제조업과 전문 과학 및 기술 서비스 업종의 임차인의 대기 수요를 지속 견인할 것으로 예상됩니다.
- ② GBD는 테헤란로 중심의 Core GBD와 삼성, 서초, 강남대로 등의 Sub GBD로 이루어져 있으며 최근 테헤란로 A급 자산들에 입주하기 위한 임대 경쟁이 지속 유지되고 있는 상황 속에서 인근 부지의 개발사업(서리풀 정보사 부지 개발, 영동대로 복합개발 등)이 예정되어 있어 해당 지역으로 수요가 지속 확장될 것으로 보입니다.
- ③ 향후 강남 권역에 공급 예정인 자산은 제한적이며, CBD 권역 내 집중되어 있어, GBD 권역 흡수율은 견고하게 유지될 것으로 예상됩니다. GBD에 가장 큰 규모의 공급물량으로 뽑히는 현대차그룹의 GBC(글로벌비즈니스센터) 사업은 그룹 내 관계자 의견에 따르면 설계 변경, 인허가 기간, 공사 일정 고려 등 시, 당초 완공 목표였던 '27년보다 2 ~ 3년가량 이상 더 지연 될 수도 있다는 내부 의견이 우세하다는 입장입니다.

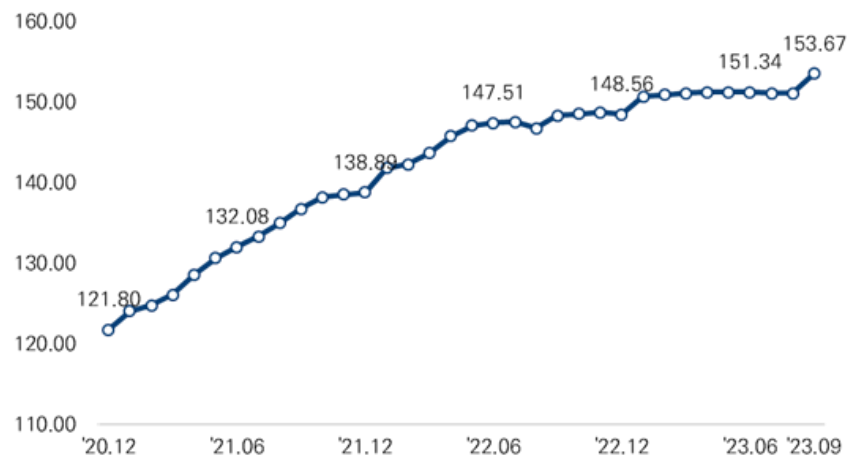
■ 권역 별 신규 공급 면적



(출처: CBRE Research)

GBD 권역의 상업용 오피스 시장의 펀더멘털은 견고히 유지될 것으로 보는 구체적인 이유로는 현재 GBD 소재 연면적 12,000평+ 이상 규모의 프라임 급 건물은 총 11개로, 이 중 사옥 면적 확보가 가능한 오피스 건물은 (매도인의 보유 건물 매각 의사가 없거나, 대형 임차인들의 기존 임대차계약 기간이 상당 부분 남아있는 경우가 많은 관계로) 거의 전무한 상황입니다. 또한, GBD 일반상업지역 내에 신규로 개발 가능한 용적률이 높은 최소 600평 이상의 대지를 찾기가 매우 어려운 상황이며, 신규로 확보할 수 있는 대지가 있다고 하더라도 최근 3년간 원자재 및 인건비의 급격한 상승으로 개발 사업성이 악화되어 신규 착공이 더욱 어려울 것으로 보입니다.

[건설공사비 지수 (2015=100)]



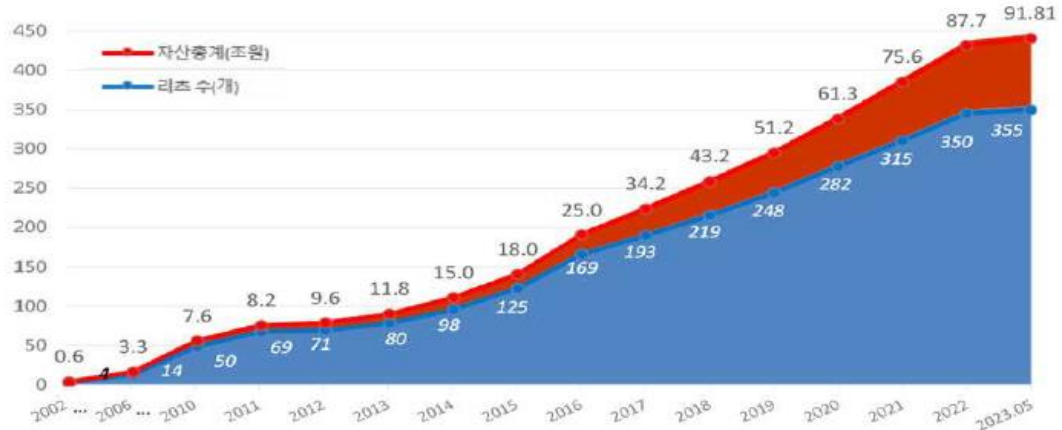
(출처: KICT 한국건설기술연구원)

결과적으로, 서울 오피스 시장의 주요 3개 권역 중 강남을 중심으로 한 GBD 권역의 경우 향후 5년간 공급예정물량이 크게 제한되어 GBD 오피스에 대한 수요가 공급을 초과하는 양상이 지속될 것이라 전망됨에 따라 중장기적으로 본건 마제스타시티타워1의 자산가치 상승 여력은 더욱 충분할 것으로 사료됩니다.

3. 국내 리츠 시장 전망

- ➔ 국내 리츠 시장은 2001년 건설교통부 주도로 제정된 부동산투자회사법을 바탕으로 태동하였습니다. 출범 첫 해 자산총계는 1조원에도 미치지 못하였으나, 2023년 5월 현재 국내 리츠 자산총계는 91조, 리츠 수는 355개에 달하는 등 급격한 성장을 이루었습니다.

[연도 별 국내 리츠 자산총계 및 리츠 수 추이]

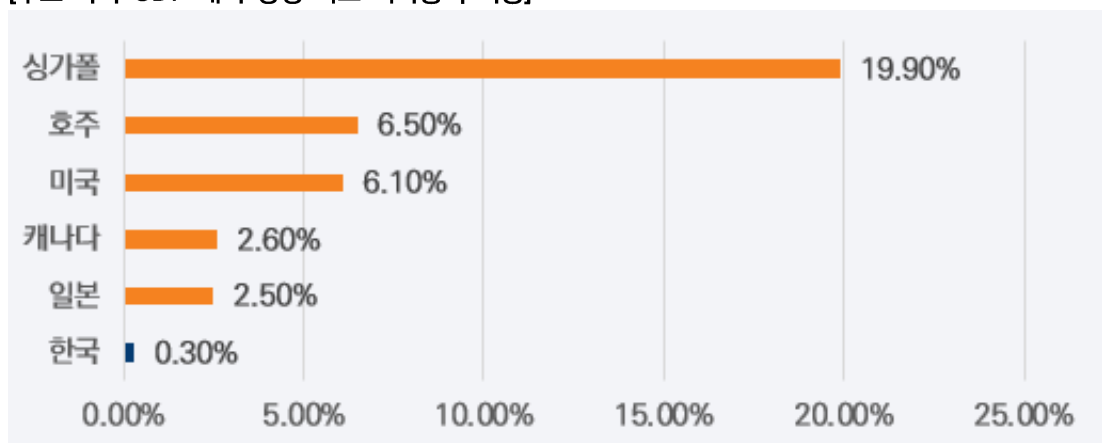


(출처: 국토교통부 리츠정보시스템)

2018년 정부가 리츠 공모·상장 활성화 방안을 발표한 이후 유가증권시장에 상장된 리츠의 자산총계와 리츠 수 또한 가파르게 증가하고 있습니다. 2023년 10월 말 현재 유가증권시장에서 거래되고 있는 국내 상장 리츠는 총 23개(자기관리리츠 3개사 제외 기준)의 시가총액은 6조 6,756억원, AUM은 21조 619억원 수준입니다. (출처: 한국리츠협회)

2023년 1분기 기준, GDP 대비 국내 상장 리츠 시가총액의 비중은 0.30%로, 리츠 시장이 발달한 해외 주요 국가와 비교 시 아직 미미한 수준이나, 상대적으로 국내 상장 리츠의 향후 성장 가능성이 높은 것으로 분석됩니다.

[주요 국가 GDP 대비 상장 리츠 시가총액 비중]



(출처: NAREIT, ARES, SGX, ASX, TSX, CIA factbook, KAREIT, The World Bank Group, ECOS)

한편, 2022년 이후 주요국 중앙은행의 통화긴축 기조로 인하여 미국과 유럽을 중심으로 상업용 부동산 가격이 급격한 조정국면에 진입하였습니다. 국내의 경우, 상장 리츠의 설립과 양적 성장이 초저금리 시기인 2018년 이후 집중됨에 따라 해외 사례와 비교 시 고레버리지 구조가 일반화 되었다는 점을 주요 사유로 국내 상장 리츠의 주가가 전반적인 하락 추세를 보이고 있습니다.

글로벌 리츠 대비 열위한 재무구조에도 불구하고, 국내 상장 리츠는 높은 임차 안정성과 비교적 안정적인 국내 오피스 시장 환경이 자산가치 하락 및 Refinancing 위험을 보완하고 있는 것으로 분석되며, 고정 금리 차입 비중 확대를 통한 금리 변동성 축소, 크레딧 라인 확보 등을 통한 재무 안정성 개선 방안을 강구하고 있습니다.

이와 더불어 미국의 인플레이션 둔화에 따라 추가적인 금리 인상이 종료될 것이라는 기대가우세해 짐에 따라 2024년 상반기 이후 금리가 점차 하향 조정되는 국면으로 접어들 경우, 국내 상장 리츠 주가 수준 또한 점차 회복세를 보일 것으로 기대됩니다.

4. PF 시장을 둘러싼 부동산 경기 전망과 상업용 오피스 시장에 미칠 영향

➔ 단기적으로는 다수의 중견 건설사가 경쟁적으로 시공에 참여했던 물류센터 등 상업용 부동산의 경우 공사 원가 상승과 공정 지연 및 미분양 물량 적체 현상 등으로 책임준공 의무를 이행하지 못하며 우발채무 규모가 점차 증대됨에 따라 향후 PF 시장 리스크가 상업용 오피스 시장에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 존재합니다.

한편, 레고랜드 발 사태로 회사채 시장이 큰 충격을 받으며 자금조달시장이 그 기능을 멈추다시피 한 지난 2022년 10월과 달리, 정부 차원의 유동성 공급 및 부실 PF 자산 매입 등으로 인하여 부동산 PF 관련 리스크가 시장 우려와 달리 충격이 생각보다 더 작을 수 있다는 시장의 기대가 일부 같이 존재하는 상황입니다.

위와 같은 불안정한 시장 상황 속 상업용 오피스의 수요 양극화 현상은 더욱 두드러질 것으로 사료됩니다. 특히, 지구단위계획의 개발 호재가 존재하면서 임차인 선호 입지에 위치한 신축 상태의 프라임급 오피스에 대한 임차 및 거래 수요는 더욱 집중되어 중장기적으로 해당 자산가치에 대한 상승 여력은 더욱 높아질 것으로 기대됩니다.

Section 2. 본건 투자

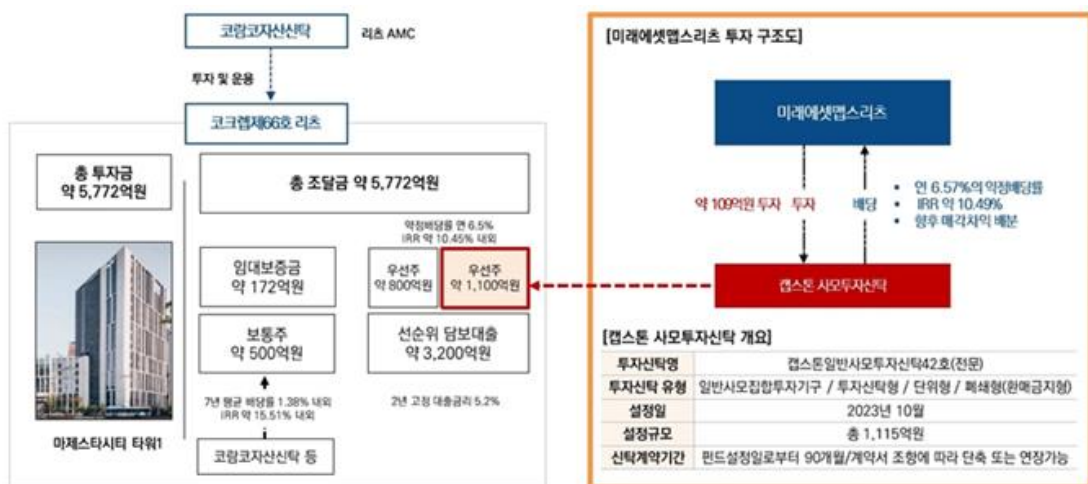
1. 마제스타시티 타워1에 투자하려는 이유

➔ 마제스타시티타워1을 기초자산으로 하는 캡스톤42호펀드는 GBD에 위치한 만평 이상의 신축 프라임 급 건물임에도 불구하고, 선순위담보대출금리(2년 고정, LTV 60%) 5.2% 보다 높은 기준 6.57%의 고정 배당을 제공(7년 평균 배당률 기준 6.71%)할 뿐만 아니라, 매각차익에 대한 분배 비율은 우선주 투자자에게도 50%를 제공하여 향후 마제스타시티타워1의 자산가치 상승에 따른 추가 이익을 같이 향유할 수 있기 때문입니다.

위와 같이 경쟁력 있는 배당률을 제공할 수 있는 가장 큰 이유는 우선주 기준 연면적 평당 매매가격 환산 시 평당 3,336만원으로, 이는 GBD 내 최근 거래되고 있는 상업용 오피스 거래 가격 대비(연면적 평당 3,700만원 ~ 평당 5,300만원 수준에 형성) 약 10% 이상 낮은 가격으로 거래하는 건이기 때문입니다. 이는 매입 Cap Rate(자본환원율)으로 환산 시, 본 건의 경우 우선주 기준 약 4.76%(보통주 기준, 약 4.28%) 수준으로 GBD 내 최근 거래되고 있는 매입 Cap Rate(약 3.5% ~ 4.1% 내외) 대비 매우 경쟁력 있는 수치입니다. (*추가 상세 내용은 하기 3-4. 우선주 투자 사유 답변 참조)

본건 투자 관련, 상세 구조도는 아래를 참고 부탁드립니다.

[투자 구조도]



2. 매입 평단가 3,690만원에 대한 적정성

➔ 코크렘제66호리츠가 마제스타시티 타워1을 매입한 가격은 5,772억원으로 보통주 기준 매입 평단가는 3,690만원/평(Cap. Rate 기준 4.28%) 수준이며, 우선주 투자자 측면에서 실질 매입 평단가는 3,336만원/평(Cap. Rate 4.76% 수준)입니다. 이는 GBD 여타 프라임 오피스 거래 사례(Cap. Rate 3% 중후반대)와 비교 시 매우 경쟁력 있는 가격으로 판단됩니다.

GBD 권역 주요 오피스 거래 사례는 아래를 참고 부탁드립니다.

[GBD 권역 주요 오피스 거래 사례]

No.	본 건	1. 아이콘역삼	2. 골든타워	3. 스케일타워	4. 오토웨이타워	5. 삼성생명 대치	6. 멀티캠퍼스	7. 에이프로스퀘어	8. 에이플러스 에셋타워	9. 클래시스타워
주소	서초대로38길 12	테헤란로44길 8	삼성로 511	강남대로 350	영동대로 417	테헤란로 424	테헤란로 212	서초대로77길 55	강남대로 369	테헤란로 208
준공년도 (리모델링)	2017	2017	1996 (2009)	2023	2014	1995	1997	2011	1999	2003
연면적	14,091평	5,923평	12,245평	14,934평	14,436평	13,671평	6,435평	8,234평	9,049평	2,908평
규모	B7 / 17F	B7 / 15F	B7 / 21F	B6 / 19F	B5 / 9F	B6 / 20F	B8 / 20F	B5 / 15F	B7 / 22F	B5 / 20F
매각가(억원)	5,200	2,150	4,776	2,532 (50%지분)	2,975 (50%지분)	4,811	2,582	3,080	4,300	1,250
평당가(백만원)	36.90 ^{주1}	36.30	38.30	55.97	41.22	35.19	40.12	37.50	47.52	43.00
Cap. Rate	4.28% ^{주1}	4.00%	3.71%	n/a	3.20%	4.30%	2.36%	3.20%	2.83%	n/a
거래시기	TBD	23.4Q (E)	23.4Q (E)	23.2Q	23.1Q	22.4Q	22.2Q	22.2Q	22.2Q	21.4Q
매도자	이지스자산운용	M&G리얼에스테이트	코크렘NPS제1호리츠	SK디앤디	이지스자산운용	삼성생명보험	삼성SRA자산운용	마스턴투자운용	코람코자산신탁	교정공제회
매수자	코람코자산신탁 (우협)	이든자산운용 (우협)	마스턴투자운용 (우협)	현대자동차 (사육)	넥슨 (사육)	삼성SRA자산운용	한국토지신탁	제이알투자운용	코람코자산신탁	클래시스



3. 마제스타시티 타워1의 클로징('23.10) 및 당사의 투자 시점('24.01)에 대한 연관성

- ➔ 리츠는 특성 상 유상증자 등 자금 모집에 시간이 다소 소요됩니다. 이에 따라, 본건 투자는 코크렙제66호 리츠의 마제스타시티 타워1 소유권 이전과 무관하게 NH투자증권이 캡스톤42펀드를 통해 미리 확보한 우선주 지분을 본건 유상증자 이후 매입할 예정입니다.

4. 투자 기간 및 매각 예상 시점

- ➔ 마제스타시티 타워1 투자 기간은 7년으로 설정되었으며, 이에 따라 본건 자산의 매각 시점은 2030년 하반기로 예상됩니다. 당사는 유관기관과 캡스톤42호펀드 신탁계약서 상 수익증권의 양도에 대한 제한은 별도로 정함이 없는 것으로 협의하였으며, 이에 따라 당사는 투자기간 7년 이내에 시장 상황에 따라 유연한 Exit 및 이에 따른 수익 실현이 가능하도록 조치하였습니다.

5. 마제스타시티 타워1 선순위 담보대출 금리 가정

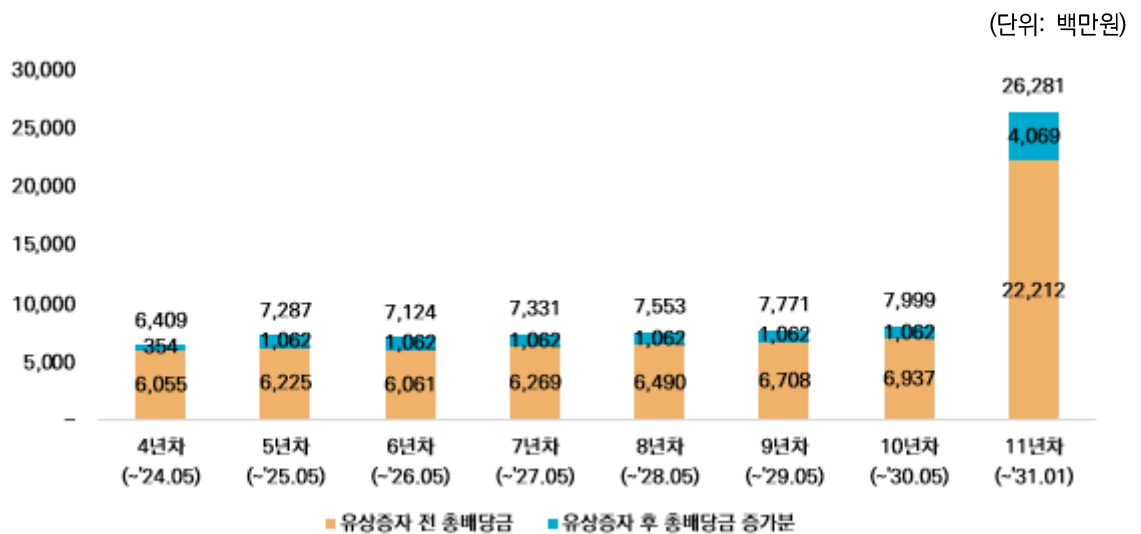
- ➔ 마제스타시티 타워1 선순위 담보대출 금리는 최초 2년 동안 All-in 기준 5.20% 수준이며, 2년 뒤인 2025년 10월 리파이낸싱 시 5년 고정 All-in 기준 4.20% 수준으로 가정하였습니다.

Section 3. 본건 유상증자

1. 유상증자 기대효과

- ➔ 금번 유상증자 대금으로 캡스톤42호펀드 수익증권에 투자한 이후, 약 7년의 투자기간 동안 당사는 운영 배당금 78억원, 매각차익배당 30억원을 포함하여 총 108억원의 배당이 가능한 것으로 분석되었습니다. 유상증자 전/후 당사의 총배당금 비교는 다음의 차트를 참고 부탁드립니다.

[유상증자 전/후 총배당금 비교]

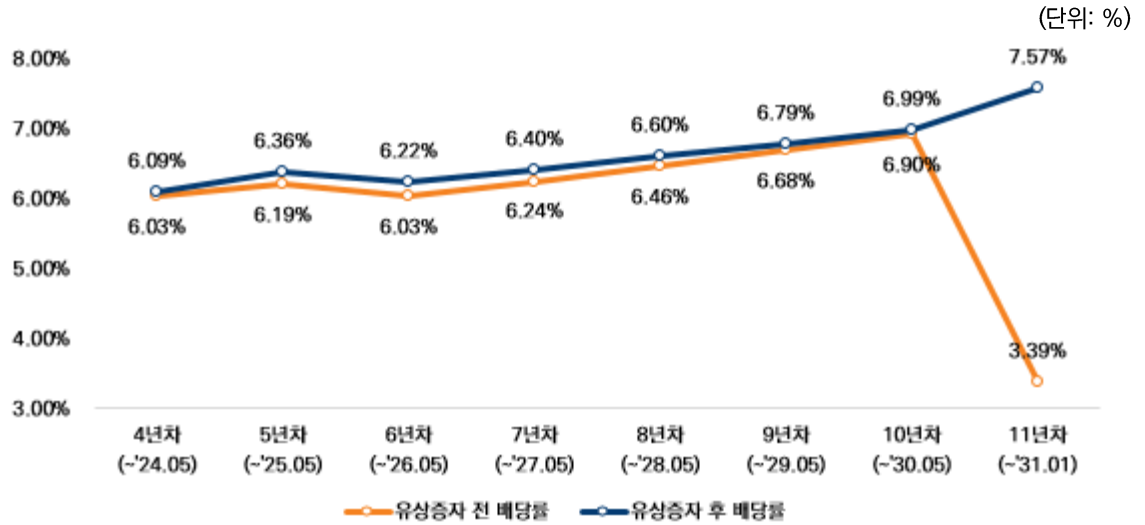


주1) 당사의 사업연도는 6개월 단위로 매년 5월 및 11월말 종료하나, 분석의 편의를 위해 2개 사업연도(1년 단위)를 기준으로 배당금을 산정하였습니다.

주2) 실제 배당금은 관련 법규, 세제, 조세, 회계기준 등의 변경 및 해석, 시장상황 등에 의하여 실제 운용과정에서 변동될 수 있습니다.

배당률의 경우 유상증자 전 7년(4~11년차) 평균 배당률 6.33%에서 유상증자 후 7년 평균 배당률 6.52%으로 약 19bps 증가가 예상됩니다. 유상증자 전/후 각 연차 별 당사의 배당률 비교는 다음의 차트를 참고 부탁드립니다.

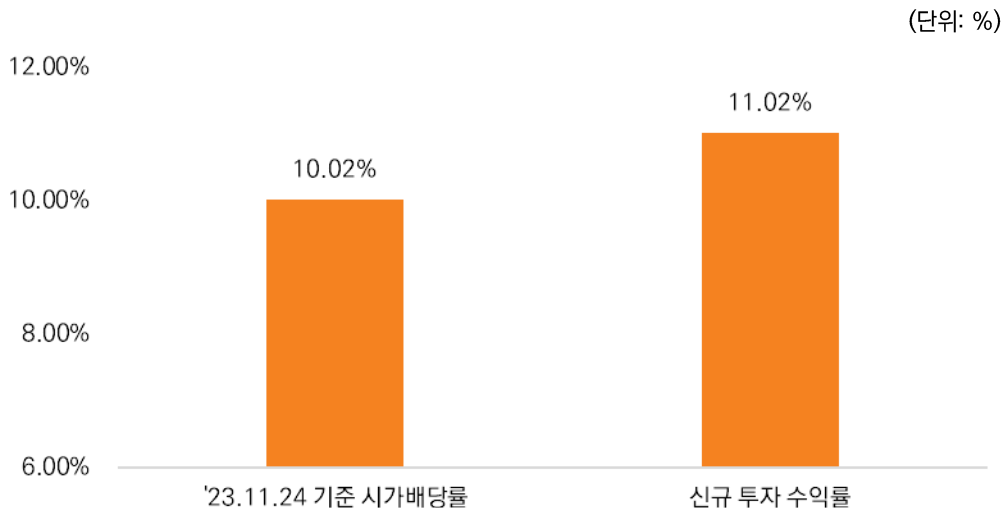
[유상증자 전/후 배당률 비교]



- 주1) 연환산 예상 배당금액을 기간평균 납입자본총액으로 나눈 예상 배당률이며, 본건 유상증자의 발행가액 확정 과정에서 변동될 수 있습니다.
- 주2) 당사의 사업연도는 6개월 단위로 매년 5월 및 11월말 종료하나, 분석의 편의를 위해 2개 사업연도(1년 단위)를 기준으로 배당률을 산정하였습니다.
- 주3) 실제 배당률은 관련 법규, 세제, 조례, 회계기준 등의 변경 및 해석, 시장상황 등에 의하여 실제 운용과정에서 변동될 수 있습니다.

2. 마제스타시티 타워1을 편입함으로써 약 10% 수준의 시가배당률(현재 주가 기준)이 하락하는 것은 아닌지

[시가배당률과 매각차익 포함 신규 투자 CoC 비교]



- 주1) 시가배당률은 당사의 최근 주당 배당금 154원을 '23.11.24 기준 종가 3,075원으로 나누어 산정하였습니다.
- 주2) 신규 투자 수익률은 본건 투자에 따른 매각차익배당 포함 기준 CoC로 산정하였으며, 매각차익배당은 투자기간 종료 후 캡스톤42호펀드로부터 청산배당을 수취한 후 매각제비용을 가감한 배당을 의미합니다.
- 주3) 상기 시가배당률 및 신규 투자 수익률은 향후 주가 변동 및 시장 상황 등에 따라 변동될 수 있습니다.

- ➔ 기본적으로 부동산 및 리츠는 단순 배당률만을 가지고 자산가치를 평가하기에는 무리가 있습니다. 매년 공시지가 및 주변 인프라 개선에 따른 자산가치 상승분도 함께 고려한 물건의 성장 잠재력을 갖고 벨류에이션 하는 방법으로 접근할 필요가 있습니다.

이 점을 고려 시 마제스타시티타워1 우선주의 배당률은 11.02%(매각차익배당 포함)이 기대됩니다. 가장 최근 주당 배당금 154원('23.07.12 이사회 결의 기준) 및 '23.11.24 종가 3,075원 기준으로 산출한 시가배당률은 10.02%이기 때문에 결과적으로 현재의 시가 배당률 대비 더 경쟁력 있는 수익률을 기대할 수 있는 물건을 편입하는 것으로 평가할 수 있다고 사료 됩니다.

3. 캡스톤42호펀드의 역할

- ➔ 본 투자대상인 코크렙제66호리츠는 사모리츠로 '부동산투자회사법' 상 발행주식 총수의 50% 이상(즉, 총 모집금액 2,400억원 중 최소 1,200억원)을 공모예외기관인 공제회, 연기금, 상장리츠 등(부동산투자회사법 시행령 제12조의3. 참조)을 통해 조달하여야 합니다.

공모예외기관 중에는 공제회, 연기금 등이 총 수익자의 75% 이상 투자한 부동산펀드도 공모예외기관에 해당하는 바, 코람코자산신탁은 공모예외기관의 모집 효율성을 위해 부동산펀드를 활용한 재간접구조를 선택하였습니다.

(코크렙66호리츠의 공모예외기관 모집 금액 최소 1,200억원 중 약 200억원은 코람코라이프인프라리츠를 통해 기투자되었습니다. 추가 필요 모집금액 최소 1,000억원에 대해서 부동산펀드로 조달 시, 부동산펀드는 설정금액의 75%만(예를 들어, 펀드 설정금액이 1,000억원일 경우 750억원만) 공제회, 연기금을 통해 투자 받고, 나머지 25%는 일반 기관을 통해 모집하여도 펀드 총설정 금액 전액 공모예외기관으로 인정이 가능하게 됩니다.)

이에 마제스타시티 타워1 우선주 투자 목적인 1,100억원 규모의 부동산펀드(캡스톤42호펀드)를 설정하고 캡스톤42호펀드는 조달금액 전액을 코크렙66호리츠 우선주에 투자하는 구조를 택하였습니다

4. NH투자증권의 역할

- ➔ NH투자증권은 본건 유상증자(주주배정 후 실권주 일반공모) 주선 이후 실권주 발생 시 잔액인수업무를 같이 담당할 예정입니다.

5. 우선주 투자 사유

➔ 우선주 투자는 최근의 경기 불확실성 상황에서 상장 리츠의 운용 전략 상 아래와 같이 다양한 장점이 존재합니다.

- ① 보통주에 우선하는 원금 및 배당 보존 구조로 불확실한 경기 대응이 가능한 맞춤형 운용 전략
 - 보통주에 우선하는 배당 지급 및 원금 우선 보존 구조에 따라 하방을 막아줌으로써 예측이 어려운 금리 변동성, 경기둔화에 따른 공실률 상승에 대응이 가능합니다. 현재 경기가 턴어라운드 할지 우하향 할지 예측이 어려운 현재 상황에서 투자원금 보존 및 Yield의 안정성을 확보할 수 있는 유의미한 운용 전략으로 판단됩니다.
- ② 고금리 환경의 금융 재조달에 따른 향후 배당률 하락을 방어할 수 있는 운용 전략
 - 과거 저금리 기조에 실행된 부동산금융이 최근의 높은 금리로 재조달될 경우 금융비용의 증가로 주주는 배당수익률 저하 가능성에 노출됩니다. 실제로 최근 리츠의 주가가 하락하는 원인 역시 리파이낸싱 Event를 선반영하는 것으로 이해합니다. 그렇다면 리츠는 금리 환경에 아무런 대응을 못하고 주주에게 낮은 배당을 할 수밖에 없을까요? 그렇지 않습니다. 리츠의 우선주 투자는 미래 배당 축소에 대응하기 위한 운용 전략입니다. 우선주에서 발생하는 고배당으로 향후 기 보유 자산의 대출 재조달에 따른 배당률 축소를 일부분 방어할 수 있는 운용 전략입니다.
- ③ 포트폴리오 확장에 따른 안정성 증가 및 다양한 운용 전략 파생 가능:
 - 영속형 상장 리츠에 있어서 총자산의 상당 비중을 차지하고 있는 실물자산을 매각하기는 쉽지 않습니다. 자산 매각 시 매각 차익은 향유 가능하지만, 바로 배당으로 소진해야 하고, 매각에 따른 리츠의 AUM이 대폭 축소됨으로써 이후 배당률이 급격히 하락하고 이에 따른 주가가 하락하는 등 리츠의 성장동력을 상실할 우려가 있기 때문입니다. 또한 자산편입까지 수개월이 걸리는 부동산 거래에서 매각 후 곧바로 신규 자산을 빠르게 투자하기도 쉽지 않습니다. 그러나 우선주가 리츠 내 포트폴리오로서 편입되었을 경우, 자산매각을 하더라도 투자된 우선주에서는 배당이 지속 발생함에 따라 자산매각 이후에도 주주 배당금 확보가 가능해지면서 자산매각 결정을 유연하게 가져갈 수 있습니다. 반대로 우선주 자체도 시장에 다양하게 포진되어 있는 전문투자자(FI) 등에 매각이 가능합니다. 실물자산을 통매각할시 잠재 투자자 Pool의 한계로, 매각에만 수개월이 걸리나, 유가증권 형태의 우선주는 분할 매각이 가능함에 따라 다양한 투자자 Pool이 존재할 수 있어 매각 난이도 관점에서 통매각 대비 수월하고 기간도 단축시킬 수 있기 때문입니다.

이와 같이 상장 리츠의 우선주 투자는 리츠의 안정성을 강화하고 운용전략을 다양화 할 수 있는 장점이 존재합니다. 상장 리츠가 반드시 실물자산만을(또는 보통주만을) 100%로 취득해야 한다는 원칙은 없습니다. 경기가 좋을 때는 보통주 100% 투자가 유효하다고 볼 수 있지만, 상장 리츠는 만기가 존재하지 않는 영속형 리츠이기 때문에 다양한 경기 및 금융환경 변화에 대응 해야하고 운용전략은 이에 따라 지속 변경될 수 있습니다.

공모 리츠에 대한 부동산투자회사법 개정 이후 국내 공모 상장 리츠가 활성화된 지 채 5년이 되지 않았습니다. 그 이후 국내 상장 리츠는 COVID-19를 겪기도 하고 글로벌 금리 급등도 경험하고 있습니다. 국내 상장 리츠는 이러한 변화에 능동적으로 대응하며 전략을 점검, 수정, 실행하며 여전히 성장하고 있습니다.

6. 본건 투자 금액 및 유상증자 규모

- 당사는 위촉된 투자 경기 상황을 감안하여 당사의 주가 희석을 최소화 하고자 증자비율을 30% 이내로 제한하는 방안을 검토하였습니다.

아울러, 당사는 상장 리츠로 공모자금으로 분류되어 만약 당사가 사모펀드인 캡스톤42호펀드의 10% 이상 투자 시 캡스톤42호펀드의 투자자는 당사 투자자와 합산하여 산정됩니다. 즉, 사모펀드가 공모화 되는 이슈가 발생할 소지가 존재하기 때문에 당사는 캡스톤42호펀드의 총 설정금액 1,115억원의 10% 이하에 해당하는 109억원을 투자할 예정입니다.

한편, 최근 시장 상황을 고려하여 투자금액의 약 25% 수준에 해당하는 충분한 여유 현금을 설정하고자 하며, 이를 포함한 본건 유상증자 모집 금액은 140억원 수준입니다. 여유 현금은 향후 배당 재원 등으로 활용될 수 있습니다.

7. NH증권의 매매각 물량을 당사가 떠안은 구조는 아닌지

- 코크렙제66호리츠 우선주 기관 별 투자 현황 및 캡스톤42호펀드 Sell-down 검토 기관 현황은 아래와 같습니다. 현재 Sell-down 검토 기관의 총 수량 1,360억원은 NH투자증권의 캡스톤42호펀드 투자금액 997억원 대비 약 136% 수준으로 Overbooking된 상황에서 당사는 최근 2 ~ 3개월 간 매도인 및 인수 증권사와의 지속적인 협의를 통해 본 건 우선주 투자 물량을 할인된 가격(7년 평균 연환산 배당률 6.50% → 6.71%)으로 확보 하였습니다. 또한, 인수 물량이 확정되지 않은 타 기관과 달리 당사는 확정 물량을 확보하여 투자 가능 여부에 따른 리스크가 발생하지 않도록 사전 협의를 완료하였습니다.

[코크렙제66호리츠 우선주 기관 별 투자 현황]

(단위: 억원)

기관명	투자금액
캡스톤42호펀드	1,100
NH투자증권	997
기타	103
동시기표	800
○○중앙회	300
○○리츠	230
○○생명	110
기타	160
합계	1,900

[캡스톤42호펀드 Sell-down 검토 기관]

(단위: 억원)

기관명	투자금액	비고
맵스리츠 확정 물량	110	매입할인을 적용 전 기준 확정 금액
공모예외기관 등	1,250	확정 및 심의 예정 기관 포함
합계	1,360	
NH투자증권 투자금액 (캡스톤42호펀드)	997	
초과비율 (Overbooking)	136.41%	

주1) 맵스리츠 확정 물량을 제외한 투자금액 관련 자료는 '23년 11월 20일 기준 NH증권으로부터 제공받았습니다.

8. 캡스톤42호펀드를 통해 지분 매입을 하다 보니 3중 구조에 따른 추가 수수료(캡스톤 펀드 운용보수)를 맵스리츠 투자자가 부담하는 것은 아닌지?

→ 당사는 코크렙제66호리츠와 별도로 추가 비히클(캡스톤42호펀드)을 설정함에 따라 발생하는 연간 1억원에 대한 운용보수를 당사가 부담하지 않습니다. 이에 대한 사유는 다음과 같습니다.

캡스톤42호펀드 설정액 1,115억원 중 1,100억원은 투자자들이 코크렙제66호리츠에 납입한 투자 원본에 해당하고, 나머지 15억원은 연간 발생하는 펀드 운용보수와 및 예비비 목적으로 NH투자증권에서 부담한 비용입니다.

[캡스톤42호펀드 설정액 상세]

(단위: 억원)

구분	금액(억원)
코크렙제66호리츠 투자규모	1,100
NH투자증권 납입 예비현금	15
캡스톤42호펀드 설정액	1,115

여기서 당사는 NH증권과의 오랜 협의 끝에 매각대금 1%을 할인 받아 캡스톤42호펀드가 코크렙제66호리츠에 납입하는 1,100억원 중 110억원(지분율 10% 해당)을 투자하면서 1%의 할인율을 적용 받아 최종 108.9억원을 납입할 계획입니다. 캡스톤42호펀드 지분율 10%에 해당하는 당사의 취득 좌수는 111.5억좌로, 결과론적으로 약 2.33%의 할인 혜택을 받게 되는 것입니다. 이렇게 하여 배당률은 종전 6.50% → 6.57%가 됩니다.

한편, 당사의 납입 예정 금액 108.9억과 액면금액 110억의 차이인 1.1억은 캡스톤42호펀드의 청산 시점 정산 받을 예정입니다. 이렇게 되면 코크렙제66호리츠의 우선주 약정 배당률이 6.50%인데 비해 당사가 캡스톤42호펀드로부터 수취하는 기중 배당률은 6.57%, 7년 평균 배당률은 6.71% 수준이 되어 코크렙제66호리츠의 우선주 투자자보다 유리한 투자가 되는 것으로 판단됩니다.

9. 당사의 발행가 할인율을 7%로 시도한 사유

→ 최근 유상증자 할인율을 5% 수준에서 진행한 타 리츠가 청약률 미달에 따른 실권주 발생으로 주가에 좋지 않은 영향을 미치는 사례를 고려하여, 당사는 발행가 산정을 위한 할인율을 7%로 산정하였습니다. 이는 현재 고금리 여파로 인해 시장이 불안정한 상황에서 투자자들에게 경제적인 혜택을 제공함과 동시에 유상증자의 성공 가능성을 높임으로써 결과적으로 투자 상품성을 향상시키고자 하는 노력의 일환임을 감안하여 주시기 바랍니다.

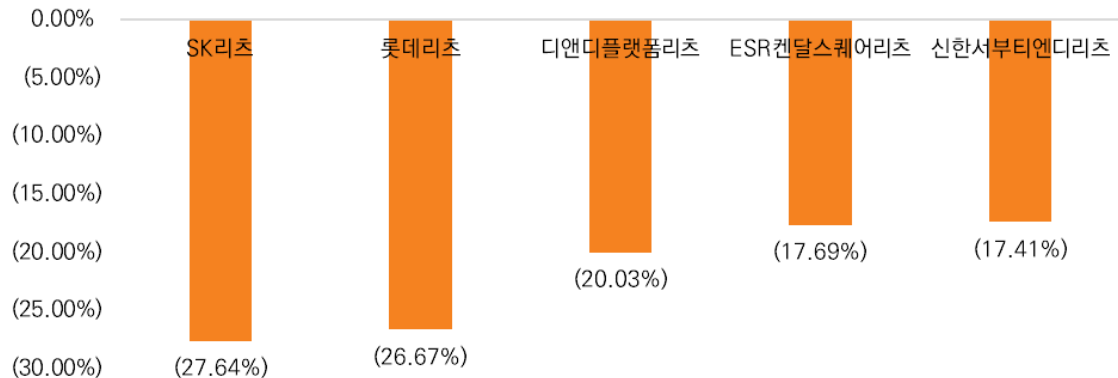
높은 할인율은 현재 시장 상황에 대응하기 위한 일시적인 조치이고, 본건 투자로 인해 장기적으로는 당사의 안정된 성과가 기대된다는 점, 그리고 금리의 점진적 인하가 예상되는 '24년 2분기 이후 주가의 회복이 더욱 탄력을 받을 수 있다는 점을 함께 참고 부탁드립니다.

10. 발행가보다 낮은 주가 상황에서 유상증자를 시도하는 사유

- ➔ 국내외 상장 리츠는 초저금리 시기인 2018년 이후 집중되어 리파이낸싱에 따른 차입비용 증가가 예상됨에 따라 52주 최고가 대비 크게는 17% ~ 28% 수준의 주가 하락을 경험하고 있습니다.

[리파이낸싱 이슈가 존재하는 리츠의 52주 최고가 대비 하락폭]

(단위: %)



주1) 2023년 4분기 ~ 2024년 4분기까지 만기가 도래하는 차입금 및 사채가 존재하는 위탁관리부동산투자회사 중 52주 최고가 대비 하락폭 상위 5개 리츠를 선정하였습니다.

주2) 종가 및 52주 최고가, 최고가 대비 하락폭은 2023년 11월 24일 종가를 기준으로 산정하였습니다.

맙스리츠도 마찬가지로 '25년 3월 선순위 대출 만기 도래에 따라 리파이낸싱 이슈가 존재합니다. 이와 관련하여 당팀 분석 내용에 따르면 보수적으로 지금과 같은 고금리가 장기화 될 경우, 당초 예상했던 배당률과 유사한 수준을 유지하기 위해서는 신규 물건 편입이 필수적인 상황으로 사료 됩니다.

이와 같은 상황에서 당팀은 마제스타시티타워1의 우선주 배당률뿐만 아니라 자산가치 성장 잠재력에 주목 하였고, 상장 리츠에서 해당 물건 확보를 위해 지난 9월부터 코람코자산신탁 및 NH투자증권과 오랜 협의 끝에 기존 주주보다 더 경쟁력 있는 배당률 6.50% → 6.71%를 확보할 수 있었습니다.

다만, 이는 마제스타시티 타워1의 보수적인 리파이낸싱 금리 가정('25년 10월부터 5년간 선순위담보대출금리 4.20% 수준)을 적용하고 공시지가 상승 등을 반영한 매각차익은 고려하지 않은 예상 수익률입니다. 리파이낸싱 금리를 조금 더 현실적인 수준으로 조정하고 매각차익을 반영할 경우, Equity 투자자 귀속 수익률은 12.23% (매각차익 포함 기준 CoC)까지 기대되는 성장 잠재력이 매우 큰 물건입니다. - 부동산 및 리츠의 경우, 지방 소재 오피스의 자산 가치와 강남 소재 오피스의 자산 가치를 배당률 지표만 가지고 평가 비교하기 어렵듯이, 각 자산의 입지가 가지고 있는 지가 상승 여력(매각차익 포함)을 반영할 필요가 있습니다.

강남KG타워도 이와 같은 맥락으로 MMDA 만기에 따라 발생한 여유 현금 일부를 바탕으로 동일한 우선주 지분 매입 구조로 10억원을 투자한 것입니다. 해당 물건은 '25년 대출 만기 전 지분증권 매도를 통해 리파이낸싱 이슈에 대응하는 전략으로 활용하는 부분까지 면밀히 검토하여 주주간 계약서상에 사업 기간 중 제3자 양도가 가능한 내용으로 협의하였습니다.

11. 마제스타시티 타워1 리파이낸싱 가정 변경 시 예상 수익률

- ➔ 2023년 10월 마제스타시티 타워1을 매입한 코크렙제66호리츠는 선순위담보대출 2년 만기 2025년 10월 이후 대출기간을 60개월, 이자율 4.20%의 리파이낸싱을 가정하였습니다.

[기존 리파이낸싱 가정]

(단위: %)

구분	대출기간	대출개시시점	대출상환시점	Coupon 이자율
1차 리파이낸싱	60개월	2025년 10월	2030년 9월	4.20%

[변경 리파이낸싱 가정(안)]

(단위: %)

구분	대출기간	대출개시시점	대출상환시점	Coupon 이자율
1차 리파이낸싱	24개월	2025년 10월	2027년 9월	4.20%
2차 리파이낸싱	36개월	2027년 10월	2030년 9월	3.50%

'27년 10월 이후 리파이낸싱 조건을 5년간 4.20%의 이자율을 적용하는 것은 다소 보수적으로 가정한 것으로, FOMC 위원 향후 금리 예측 설문조사 자료(본 건 IR Book 참조)를 토대로 '27년 3분기 3.50% 수준의 리파이낸싱 금리로 변경 시, 코크렙제66호리츠와 당사가 투자한 캡스톤42호펀드의 수익률은 다음과 같이 증가하는 효과가 발생하는 것으로 분석 하였습니다.

[리파이낸싱 가정 변경 전/후 수익률 비교]

(단위: %)

구분			기존 리파이낸싱 가정 시 수익률	리파이낸싱 가정 변경 시 수익률	수익률 차이
코크렙제66호리츠	CoC	매각차익 제외	6.50%	6.50%	0.00%
		매각차익 포함	11.71%	11.96%	0.25%
	IRR	매각차익 제외	6.60%	6.60%	0.00%
		매각차익 포함	10.45%	10.61%	0.17%
캡스톤42호펀드	CoC	매각차익 제외	6.71%	6.71%	0.00%
		매각차익 포함	11.97%	12.23%	0.26%
	IRR	매각차익 제외	6.68%	6.68%	0.00%
		매각차익 포함	10.49%	10.66%	0.17%

주1) 상기 수익률은 코크렙제66호리츠와 캡스톤42호펀드의 수익성을 나타낸 것으로, 당사가 부담하는 각종 수수료 및 감사보수 등은 포함되지 아니하였습니다.

주2) 상기 수익률은 향후 시장 상황 등에 따라 변동될 수 있습니다.

보수적으로 산정된 리파이낸싱 금리를 기존 대비 조금 더 현실적인 수준으로 조정하고, 매각차익까지 반영한 Equity 투자자 귀속 수익률은 12.23%(매각차익 포함 기준 CoC) 수준으로, 당사가 투자한 마제스타시티 타워1은 향후 성장 잠재력이 높은 자산으로 판단됩니다.

Section 4. 향후 운용 전략

1. 우선주 지분증권/수익증권 활용 전략

→ 당사는 광고 센트럴푸르지오 상업시설을 매입한 이후, 2023년 8월 강남KG타워를 기초자산으로 하는 코크렙제47호리츠 우선주 지분증권 10억원을 매입하였으며, 본건 유상증자를 통해 마제스타시티 타워1을 기초자산으로 하는 캡스톤42호펀드 수익증권(코크렙제66호리츠 우선주 투자 비히클) 109억원을 매입할 계획입니다.

우선주 지분증권 및 수익증권의 경우 누적적 고정 배당으로 인한 우수한 수익성, 보통주 투자자 대비 높은 안정성 등 상장 리츠가 활용하기에 적합한 구조를 보유하고 있기에 당사는 이를 적극 활용하고자 합니다. (추가 상세 내용 3-4. 우선주 투자 사유 참조)

2. 향후 성장 전략

→ 당사는 지속적인 자산 편입을 계획하고 있습니다. 상장 리츠는 AUM이 증가할 경우 다양한 운용전략이 파생될 수 있으며, 이는 주주가치제고 측면에서도 부합합니다. AUM 증가로 인한 주요 Benefit은 아래와 같습니다.

- ① 기관투자자 Pool 증가: 현재 당사는 리서치 보고서 미커버, 시가총액 열위 등의 사유로 인하여 기관 투자자 비중이 타 리츠 대비 비교적 낮습니다. AUM 상승 시 기관투자자 유입으로 인한 수급 증대를 기대할 수 있습니다.
- ② 해외투자자 Pool 증가: AUM 증가 시 글로벌리츠 지수에 편입됨으로써 해외투자자 유입으로 수급이 개선될 수 있습니다.
- ③ 활발한 자산 편입 편출 전략 가능: 현재 광고 센트럴푸르지오 상업시설을 2020년 3월에 취득하여 운영하고 있으나, 당사의 가치는 해당 자산가치만큼 인정을 받지 못하는 상황입니다. (취득가 2,799억원, 탁상감정가 3,000억원, 부동산금융 1,510억원을 제외한 리츠의 NAV는 1,000억원이나 시가총액은 600억원 수준) AUM 상승 시 활발한 자산의 편입 및 편출이 가능함으로써 리츠의 내재 가치가 결국 주주에게 실현 및 환원되는 구조로 변경되어 NAV 만큼 추가 상승을 기대할 수 있습니다.

3. 당사의 투자 매력

→ 리츠의 투자 매력도를 산정하는 척도 중 하나로 P/NAV 지표를 들 수 있습니다. P/NAV는 시가총액을 순자산가치를 나눈 값으로, P/NAV가 1배 이하일 경우 일반적으로 저평가된 것으로 판단할 수 있습니다. 2023년 9월 말 기준 당사의 P/NAV는 0.60배, 시가배당률은 9.52% 수준으로 타 리츠 대비 상대적으로 저평가된 것으로 판단되며, 이에 따라 당사의 추가 주가 상승 여력이 충분한 것으로 판단됩니다.

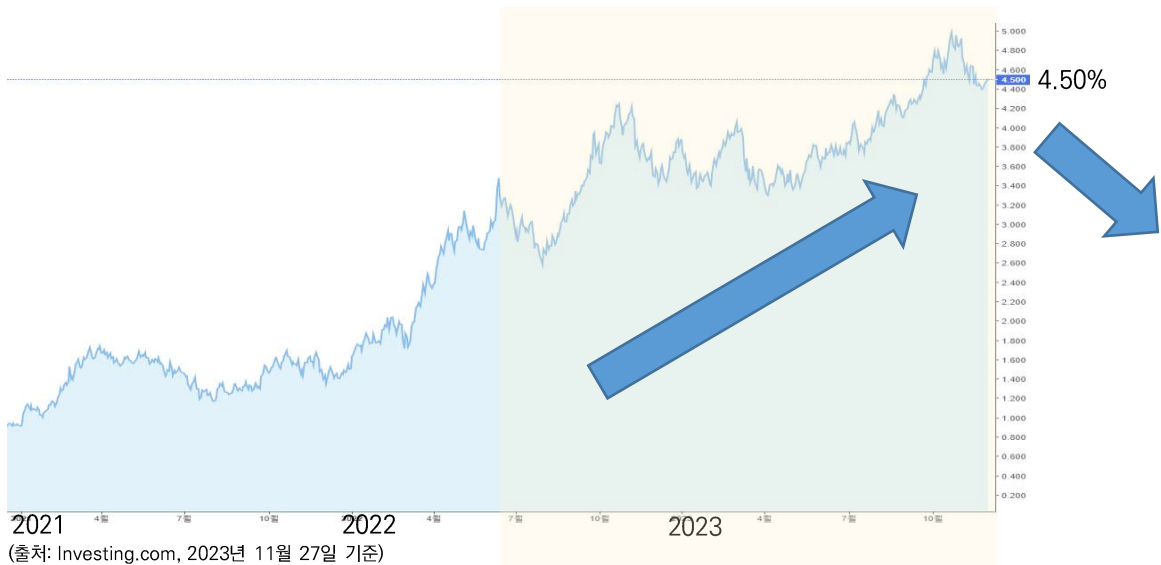
4. 국내 상장 리츠(맵스리츠 포함)의 성장 잠재력 및 저평가된 사유

① 성장 잠재력

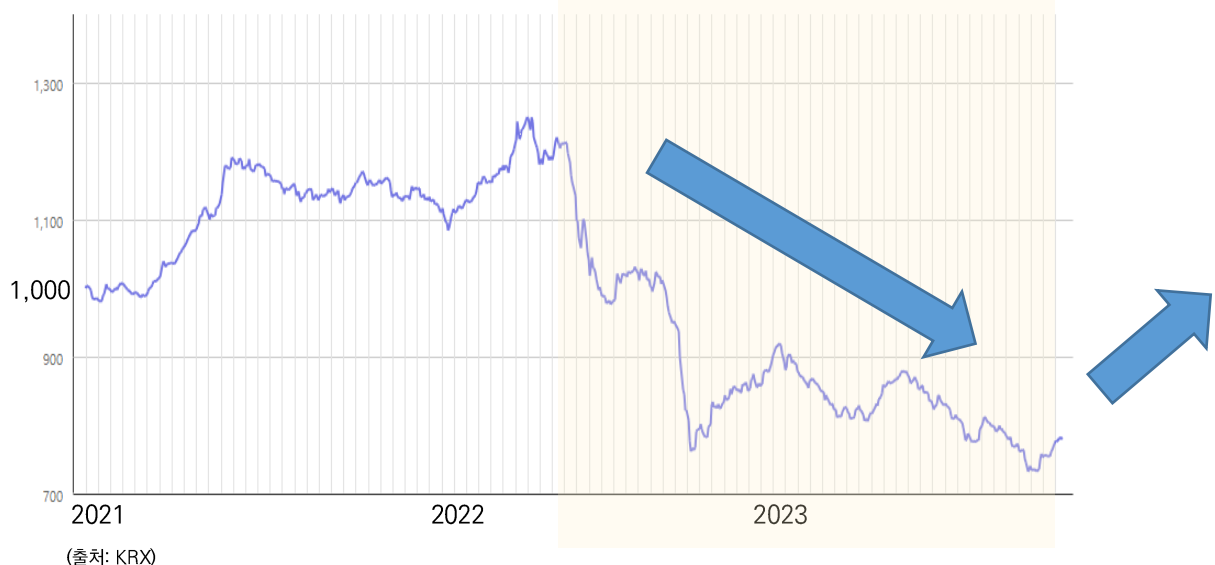
리츠 주가의 성장 잠재력은 중요 거시 경제 지표 중 하나인 기준금리 및 10년물 국채 금리에 비추어 판단해볼 수 있습니다. 지난 3년간 상장 리츠의 주가 추이는 10년물 국채금리와 반대로 움직여 왔습니다. 10년물 국채금리가 오르면 종류를 불문하고, 상장 리츠 주가는 떨어지는 현상이 두드러 집니다. 이와 같은 부분은 하기 10년물 국채금리와 상장 리츠 주가 그래프를 통해 확인 가능합니다.

지난 11월 1일 FOMC는 9월에 이어 5.25% ~ 5.5% 수준이던 기준금리를 한 차례 더 동결하였습니다. 시장에서는 사실상 금리인상이 막바지에 다다른 것이라는 낙관론에 무게를 싣고 있는 상황입니다. 또한, FOMC 위원 금리 예측 설문조사(IR Book 참조)에 따르면, 24년 3분기부터 점진적인 금리 인하를 예측하고 있는 점까지 고려 해볼 때 향후 국내 상장 리츠의 주가는 더욱 상승 여력이 있는 것으로 보입니다.

[미국 10년물 국채 금리]



[KRX 리츠 Top 10 지수]



② 맵스리츠의 저평가 이유

[거시 관점]

국내 상장 리츠의 경우 설립과 양적 성장이 2018년 이후에 집중되었습니다. 해당 시기가 초저금리 시기와 맞물린 점, 고레버리지 구조가 일반화 되었다는 점을 주요 사유로 상장 리츠 주가가 전반적인 하방 압력을 받고 있습니다. 그러나 위의 “① 성장 잠재력”에서 설명 드린대로 2024년 3분기 이후 금리 인하가 본격적으로 시작 될 것으로 많은 기관들이 조심스럽게 예측 중이며, 이에 따라 상장 리츠의 리파이낸싱 리스크는 점차 감소하여 주가에 선제적으로 반영될 것으로 예상됩니다.

[자산 관점]

특히, 당사가 편입하는 마제스타시티 타워1의 경우 리파이낸싱 시점(25년 10월) 이후 향후 5년 간 금리가 All-in 고정 기준 4.20%로, 다소 보수적인 가정이 반영되어 있습니다. 만약 2024년 2분기 이후 점진적 금리 인하가 이루어진다면 마제스타시티 타워1의 리파이낸싱 시점 담보대출 금리는 현재 가정 대비 낮아질 수 있을 것으로 기대되며, 이에 따라 본 건 수익률은 현재 가정 대비 더 높은 상승의 여지가 있다고 사료됩니다.

마지막으로, 현재 운용중인 광고 센트럴푸르지오 상업시설의 경우, '23년 11월 현재 탁상감정가액은 '20년 3월 취득 당시 매입가액 약2,780억원 대비 약 8% 가량 상승한 3,000억원 수준으로 확인되었습니다. 이는 현재 고금리의 시장 상황까지 모두 고려가 된 것으로, 취득 당시 매입가액과 동일한 기준으로 비교해 본다면 실질 자산가치는 탁상감정가를 상회할 것으로 판단됩니다.

아울러, 해당 자산의 맞은편에는 경기도시공사에서 주관하는 경기융합타운이 조성중이며(부지면적 약 35,000평 규모), 경기도신청사, 의회, 한국은행(경기본부), 경기교육청 등 주요 핵심 부처가 순차로 입주할 예정입니다. 동 공사에서는 경기정원조성사업을 명칭으로 11,000평 규모의 초대형 공원 조성 계획과 함께 당 자산 인접 공공공지 약 3,500평에 대하여 광고중심광장 조성을 목표로 올 여름 국제설계공모를 실시하였으며, 당선작 공개와 함께 연면적 약 3,800평의 지상 광장 및 지하 문화공간 조성계획을 발표하였습니다. 위와 같은 우량한 국가기반시설을 필두로 폭발적인 잠재수요가 유입될 것으로 예상되며, 중장기적으로 당 자산의 가치 역시 함께 상승할 것으로 판단됩니다.

아래는 광고중앙광장 당선작과 경기융합타운 조감도로, 광고 센트럴푸르지오 상업시설을 노란색으로 표시한 점, 참고하여 주시기 바랍니다.

[광고중앙광장 당선작]



[경기융합타운 조감도]



5. 향후 편입 대상 자산 파이프라인 및 유증 계획

- ➔ 당사는 AUM 상승의 일환으로 향후 시장 상황을 반영하여 2024년 중 안정적인 하이일드가 발생하는 우선주 수익증권 추가 매입, 시가총액 1천억원 달성 시 이후 실물부동산을 추가 편입할 계획입니다.

당사는 미래에셋금융그룹과 시너지 발생이 가능한 다양한 파이프라인을 보유하고 있으며, AUM 및 시가총액 일정수준 증가 시, 대형 프라임 급 실물자산 편입을 통해 2025년 하반기 이후 시가총액 5,000억원 달성을 목표로 하고 있습니다.

당사는 '25년 1분기까지는 ① 보통주에 우선하는 원금 및 배당 보존 구조로 불확실한 경기 대응이 가능한 맞춤형 운용 전략 ② 고금리 환경의 금융 재조달에 따른 향후 배당률 하락을 방어할 수 있는 운용 전략을 구사할 수 있는 신규 물건 편입을 계획하고 있습니다. 이와 동시에 포트폴리오 다변화를 통한 안정성 증가를 도모하고 일정 수준의 시총이 도달 했을 때 증시 상황을 살펴보고 적재 적소에 맞게 자산 가치 상승이 기대되는 우량 물건을 추가 편입하여 다양한 운용 전략을 구사할 것입니다.