SECTOR
UPDATE

2025.12

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

리츠/인프라펀드

2026년 전망

주주가 원하는 것은 NAV보다 현금흐름!

삼성증권

NAV보다 현금흐름

배당형 상품인 리츠는 오랜 기간 자산가치 상승에도 주가는 이를 반영하지 못했습니다. 고금리 후유증에서 벗어나는가 싶었으나 2024년 대규모 자본확충으로 유상증자의 낙인이 찍혔기 때문입니다. 포트폴리오 다각화와 대형화는 리츠의 건전성 개선 차원에서 필요한 과정이었으나 단기 과도한 유상증자 집중으로 주주 배려는 간과되었고 수급마저 깨지며 저평가가 고착화된 흐름입니다.

2026년 국내 상장리츠의 투자포인트는 첫째, 리츠 전략의 최우선이 주주 희석 방지로 전환하고 있다는 점입니다. 2024년 1조원의 유상증자 이후 주가 하락으로 시가총액은 제자리이지만 자본력은 남아 추가 자산 편입 시 잔여 레버리지 활용이 가능합니다. 점차 고금리 이전으로 대출금리도 회귀하기 시작하며 레버리지 활용 효과가 높아지는 시점입니다. 이로 인해 2026년 리츠 업계의 유상증자 회수는 현저히 줄고 불가피하게 유상증자를 하더라도 그 규모와 방식은 주가 영향을 최소화하는 방향으로 이뤄질 것입니다.

둘째, 허울 뿐이었던 NAV 평가에서 벗어나 근본적인 주주환원, 즉 현금흐름에 집중할 전망입니다. 상장리츠의 운용기간 쌓이며 일부 자산을 매각하고 신규 자산에 재투자하는 capital recycling 과정에서 처분이익 환원, 감가상각비 및 배당 재원 유보로 본연의 의무인 규칙적 배당 지급뿐 아니라 간헐적인 처분이익 환원도 가능한 단계에 이르렀습니다.

셋째, 여전히 상장리츠의 주가 변수는 금리입니다. 최근 금리인하 기대감이 낮아지며 단기금리는 상승하였지만 2024년부터 하락한 시장 금리를 반영해 리츠들의 리파이낸싱 금리는 후행적으로 하락세를 보일 것입니다. 국내 자산을 담은 상장리츠의 평균 금리는 2024년 4%대의 고점을 기록한 뒤 2026년 3%대 중후반으로 하락할 전망입니다. 이는 상위 리츠들이 2025년 적극적인 회사채 발행으로 담보대출 금리 대비 100bp 이상 금리를 낮춘데 기인합니다.

인프라펀드는 2026년 최대의 성장기가 예상됩니다. 전세계적으로 인프라 필요성은 높은 반면 제한적 재정을 고려해 민간 인프라펀드 시장에 의존도가 높아지고 이에 상응하는 정책 지원이 늘어나는 기조입니다. 국내 역시 최근 민투법 개정안에 포함된 차입비율 완화가 기재위 문턱을 넘으며 연내 통과 가능성이 높아졌습니다. 차입비율 상향으로 상장인프라펀드는 기존 대비 3배의 레버리지 활용이 가능해집니다. 이는 유상증자 리스크를 실질적으로 차단하는 것입니다. 또한 데이터센터와 청정에너지 중심의 국민성장펀드는 인프라펀드의 딜 소싱 기회를 확대함으로써 성장을 촉진할 것입니다.

최근 국내 주식시장의 변동성이 확대되는 가운데, 안정적 배당주에 대한 포트폴리오 배분의 필요성이 높아지고 있습니다. 조용히 펀더멘털을 강화해 온 리츠와 인프라펀드는 2026년 강력한 현금흐름으로 제 역할을 할 전망입니다. 2026년 top picks는 주주희석 우려가 낮고 배당 안정성이 입증된 SK리츠, 한화리츠, KB발해인프라로 제시합니다.

REPORT
CONTENTS

01 리츠: 주주 희석 리스크 해소의 과정 05p

1) 과도한 유상증자 종료 선언
2) 성장 계획: External growth
3) 성장 계획: Internal growth
4) Capital recycling
5) 전망: 변동성 축소

02 인프라펀드: 기술 혁신과 정책 지원으로 호황 20p

1) 인프라펀드: 대출전략이 유리
2) 낮은 변동성
3) 제도
   - 민간인프라 활성화 방안
   - 배당소득세 분리과세 연장
   - 국민성장 펀드
4) 섹터별 분석
   - 교통자산
   - 데이터센터
   - 청정에너지

03 종목 분석 33p

1) SK리츠
2) 한화리츠
3) 맥쿼리인프라
4) KB발해인프라

EXECUTIVE SUMMARY

리츠, Debt financing	• 2024년 유상증자 이후 잦은 유상증자에 대한 주주 피로감 누적, 밸류에이션 하락 고착화의 요인으로 작용 • 그럼에도 자본력 강화는 리츠의 펀더멘털에 긍정적, LTV 하락과 금리 하락으로 레버리지 활용의 효용성 증대 • 2026년 상장리츠는 유상증자를 최소화하고 잔여 레버리지 활용으로 AUM 증대에 나설 전망
NAV보다 현금흐름	• 2026년 capital recycling이 활발해질 것, 리츠의 운용기간이 늘어나며 자산 개수가 늘어나고 가치가 상승해 처분 후 재투자 전략 가능 • 리츠 본연의 속성은 안정적 배당. 리츠들은 현금 및 감가상각비 유보로 미래 배당재원 확보, 간헐적 자산 처분으로 처분이익 환원 • 주주 이익을 극대화하기 위해 프로젝트 리츠와 협력 등 자산 편입가격을 낮추기 위한 노력 병행 • 2026년 상장리츠의 평균 금리는 전년 대비 30bp 이상 하락 전망, 대부분 2026년부터 배당 턴어라운드
인프라펀드, 대출 전략	• 인프라펀드는 주로 후순위대출에 투자함으로써 리스크 대비 높은 수익을 주주에게 환원하는 구조 • 자산단에서 선순위대출이 상환된 이후부터 잉여현금흐름이 누적되고 이자지급 능력이 크게 개선, 이 시기가 인프라펀드의 배당 여력 상승 • 민간인프라 활성화 방안에 포함된 인프라펀드의 차입비율 상향으로 인프라펀드의 차입여력은 3배 이상 증가, 유상증자 우려를 차단 • 2026년 본격 시행될 국민성장펀드는 인프라펀드 업계의 투자 기회를 확대한다는 점에서 긍정적
인프라 세개의 축	• 글로벌 인프라 시장은 2024년부터 인플레이션 헤지와 고금리 방어력으로 가장 우수한 성과, 데이터센터와 재생에너지 투자 증가로 급성장 • 국내 인프라 시장의 주요 투자 대상은 교통자산, 데이터센터, 청정에너지가 될 것 • 균형개발을 고려한 GTX-B,C 가 탄력을 받을 전망. 데이터센터는 2024년부터 완공 자산이 증가하며 인프라펀드에 편입 가능한 자산 증가 • 데이터센터로 인한 전력 부족은 글로벌 현상. 국내 역시 점차 데이터센터의 자체발전(on-site)와 PPA 도입 증가 전망, LNG밸류체인 유망
결론	① 2026년 리츠와 인프라펀드의 투자 관점은 NAV가 아닌, 주주에게 귀속될 현금흐름, 이에 충실할 종목 선별이 필요 ② 전략의 명확화와 단순화와 함께 자본확충 가능성이 낮은 종목이 최우선 순위. Top picks는 SK리츠, 한화리츠, KB발해인프라 ③ 2025년 주식시장이 급등하며 변동성도 크게 확대. 배당형 상품에 대한 포트폴리오 전략적 배분 니즈가 높아질 전망

자료: 삼성증권

PART
01

리츠: 주주 희석 리스크 해소의 과정

유상증자 이후

- 2024년 시장금리 하락에도 상장리츠 업계의 역대급 유상증자(1조원 규모)로 주가 하락, 고질적인 유상증자 리스크로 저평가 고착화
- 2025년 유상증자 규모는 대폭 감소. ESR켄달스퀘어리츠, 이지스밸류리츠, NH올원리츠 등 총 조달액 4천억원 내외
- 규모가 컸던 ESR켄달스퀘어리츠를 제외하고는 청약율 130% 내외로 호조. 증자비율을 35% 미만으로 억제했고 유상증자에 충분한 근거가 있었기 때문
- 유상증자로 주가 하락은 피할 수 없었으나 리츠마다 자본력 강화, 향후 외형 확장의 기반은 마련됨

상장리츠 2024년 하반기 유상증자 내역

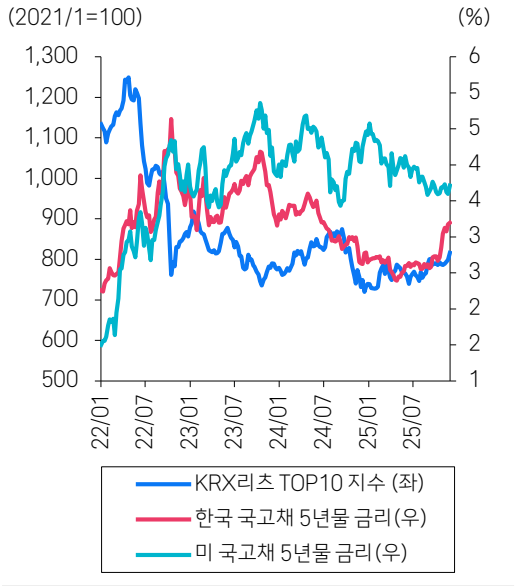
(십억원)	유상증자액 (최종 모집)	증자비율 (주식수, %)	편입 자산	구주주 청약율 (%)
삼성FN리츠	64	17.8	삼성화재 판교사옥	106.9
이지스레지던스리츠	32	30.0	대출 상환용	111.5
코람코라이프인프라	40	9.9	DF빌딩 우선주	105.9
롯데리츠	147	18.9	L7 강남호텔	101.1
신한알파리츠	186	35.7	서초GS타워, 씨티스퀘어	107.8
한화리츠	384	154.4	장교빌딩	80.2
디앤디플랫폼리츠	65	37.3	명동N오피스	104.9
마스턴프리미어리츠	10	23.1	아마존 물류 대출 일부 상환	63.9
합계	928			

상장리츠 2025년 유상증자 내역

(십억원)	유상증자액 (최종 모집)	증자비율 (주식수, %)	편입 자산	구주주 청약율 (%)
ESR켄달스퀘어리츠	134	15.5	천안 등 3개 물류센터	97.9
NH올원리츠	33	25.5	돈의문D타워	135.4
이지스밸류리츠	70	35.0	LTV 하락(판교 삼성중공업 편입)	119.2
합계				

자료: 각사, 삼성증권

리츠업종 주가: 국내 금리보다 미 금리가 변수



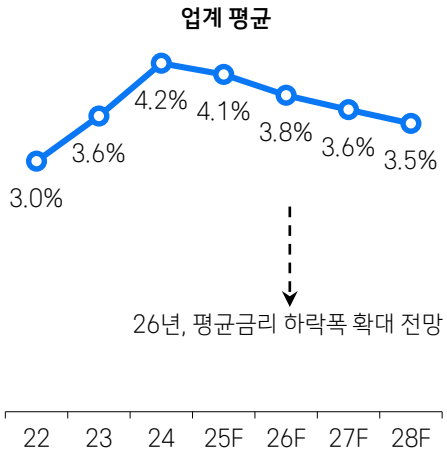
자료: Fnguide, 삼성증권

Debt financing

평균 금리 하락

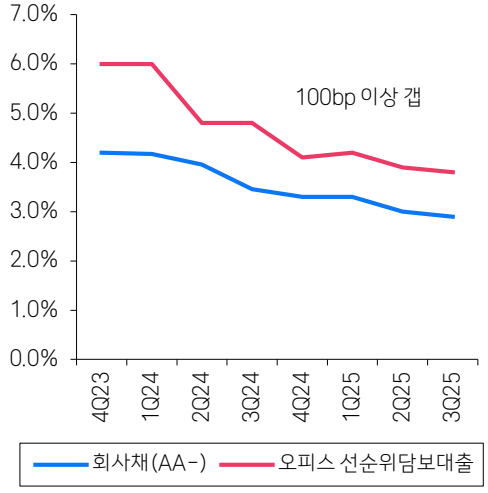
- 리츠의 자금조달 방식은 equity financing과 debt financing이 있음. 2024년부터 cap rate가 대출금리를 상회하기 시작하며 debt financin이 유리
- 상장리츠 가중평균 금리는 2023년 4.2%로 정점 기록 후 하락 전환. 2026년 3.8%로 고점 대비 40bp 이상 하락 전망
- 후행적으로 리파이낸싱이 지속되며 2028년에는 금리 급등기 이전으로 회귀할 전망
- 상장리츠의 평균 금리가 낮은 이유는 상위 리츠 중심으로 회사채 활용도를 높여 왔기 때문. AA급 회사채 금리는 담보대출 금리 대비 100bp 이상 낮음

상장리츠 가중평균 금리



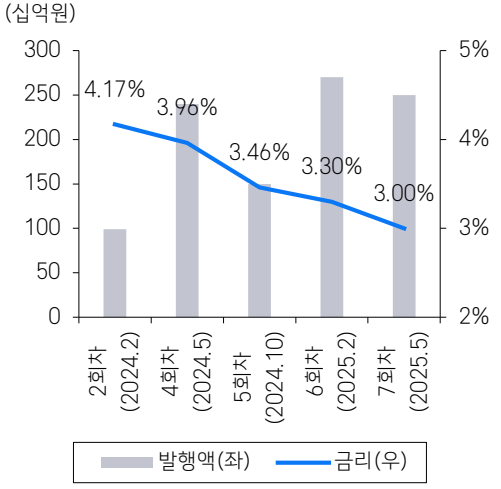
참고: 해외자산을 담은 리츠 제외
자료: 삼성증권

AA급 회사채 금리와 담보대출 금리



자료: Bloomberg, 삼성증권

SK리츠 회사채 발행금리과 발행액

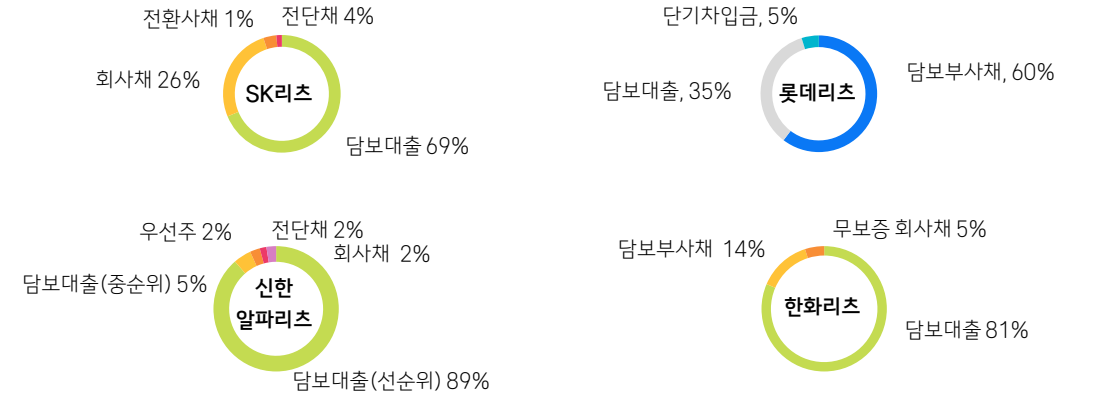


자료: SK리츠, 삼성증권

Debt financing

회사채 메리트

주요 리츠의 차입구조



- SK리츠는 7,600억원의 회사채 잔액 보유. 가장 적극적으로 회사채 활용도를 높여옴, 그 결과 예상보다 빠른 2026년 초 자본 전입 배당 탈피 예상
- 한화리츠, 롯데리츠는 담보부사채를 통해 기존 대비 200bp 내외 조달금리 절감, 배당 성장의 분기점

리츠	자산규모 (취득가, 십억원)	장부가 기준 LTV	감평가 기준 LTV	기업 신용등급 (ICR)	회사채 등급[1)]	전자단기사채 등급
롯데리츠	2,631	50%	44%	A+	AA-	-
한화리츠	1,600	54%	51%	A+	AA-	-
ESR켄달스퀘어리츠	2,522	52%	46%	A-	-	-
SK리츠	4,900	68%	58%	AA-	AA-	A1
코람코라이프인프라	1,265	56%	47%	A-	-	-
디앤디플랫폼리츠	764	70%	59%	A-	A-	A2-
제이알글로벌리츠	2,058	67%	57%	A-	A-	A2-
이리츠코크렙	741	58%	48%	BBB+	BBB+	-
신한알파리츠	2,628	69%	60%*	A-	A-	-
이지스밸류리츠	1,234	80%	65%	A-	A-	A2-
이지스레지던스리츠	494	120%	91%	A-	A-	-
신한서부티엔디리츠	905	61%	56%	A-	-	-
KB스타리츠	1,112	56%	55%	A-	-	-
코람코더원리츠	486	60%	53%	A-	-	-

참고: 1) 담보부사채, 회사채 및 전단채 등급이 없는 것은 해당 채권의 발행 경험이 없음을 의미
자료: 각 사, 삼성증권

Debt financing

과도한 유상증자 종료 선언

- 2025년 리츠들은 왕성한 자산 편입 활동. 대부분 2024년 조달한 유상증자 자금과 차입을 활용
- NH올원리츠, 디앤디플랫폼리츠 등은 기존 자산의 매각으로 회수된 자금을 재투자하는 capital recycling
- 불가피하게 유상증자를 해야 하는 경우에도 제3자 배정으로 신속하게 완료함으로써 주가 하락을 최소화하거나 규모를 줄이는 노력 뚜렷

2025년 자산 편입 및 단기 계획

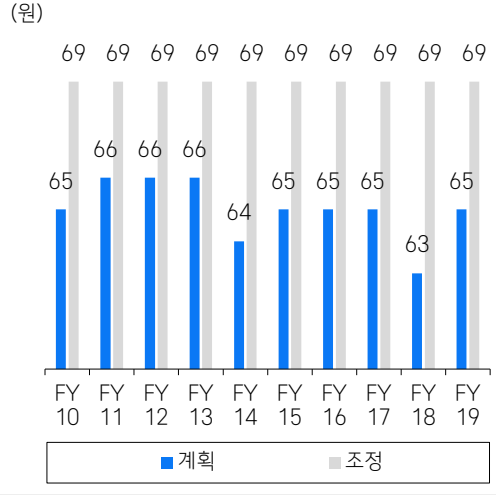
리츠	편입 시기	투자 대상	투자액	재원 조달
NH올원리츠	완료	하이트진로 서초사옥, 돈의문D타워	300억원	2025년 유상증자 재원, 인계자산 매각재원
디앤디플랫폼리츠	2025년 말	수송스퀘어 우선주	650억원	세미콜론 문래 매각 자금 재투자
롯데리츠	2026년 초	L7명동 혹은 홍대	2천억원	미정
삼성FN리츠	2026년 초	잠실빌딩	2,500억원	회사채
SK리츠	완료	SK판교 오피스	3천억원	차입으로 완료
ESR켄달스퀘어리츠	완료	천안물류 외 2건	2천억원	2025년 유상증자 재원
KB발해인프라	완료	보령LNG터미널	미정	차입 가용여력 1,675억원
코람코라이프인프라	미정	시니어 레지던스	미정	미정
한화리츠	미정	오피스 우선주(수익률 6%대 목표)	300억원	차입

자료: 각사, 삼성증권

과도한 유상증자 종료 선언

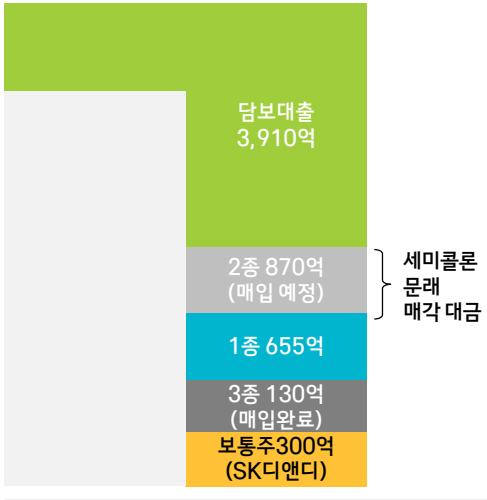
- 2025년 하반기 들어 주목할 만한 변화는 리츠들의 자산 편입이 이어짐에도 대부분 차입 혹은 기존 자산 매각 대금을 활용한다는 것
- 삼성FN리츠는 2,500억원 규모의 잠실빌딩 우선매수권 행사, 회사채 발행으로 매입 예정. 주주희석 우려가 없으므로 DPS 상승세 이어질 것
- 디앤디플랫폼리츠는 수송스퀘어 잔여 우선주 870억원 매입 필요, '세미콜론 문래' 매각의 우선협상대상자 선정으로 투자원본 회수 예상, 1,100억원의 투자 원본은 수송스퀘어 매입에 활용되며 일부 차입금 상환도 가능해짐. 유상증자 리스크 해소
- SK리츠: SK-P타워(3,500억원) 매입 자금은 차입금으로 활용. 자산재평가로 LTV가 60%를 하회함에 따른 것
- **유상증자보다 금리 하락을 활용해 잔여 레버리지 활용 전략이 대세**

삼성FN리츠,
유상증자 없는 잠실빌딩 편입으로 DPS 증가



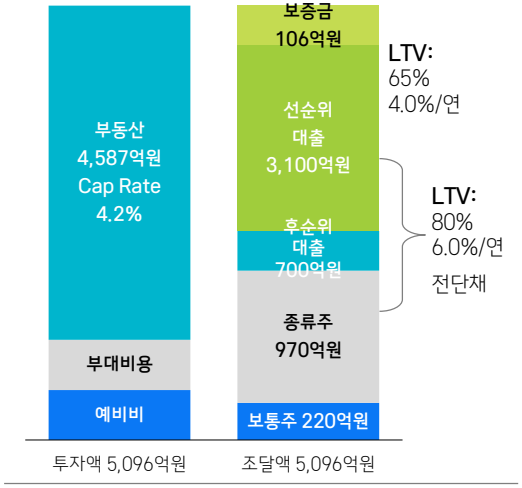
자료: 삼성FN리츠, 삼성증권

디앤디플랫폼 리츠,
수송스퀘어 우선주 매입은 기존자산 매각으로



자료: 디앤디플랫폼리츠, 삼성증권

신한알파리츠,
BNK디지털타워의 조달방안 고민 필요



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

① External growth: 프로젝트 리츠

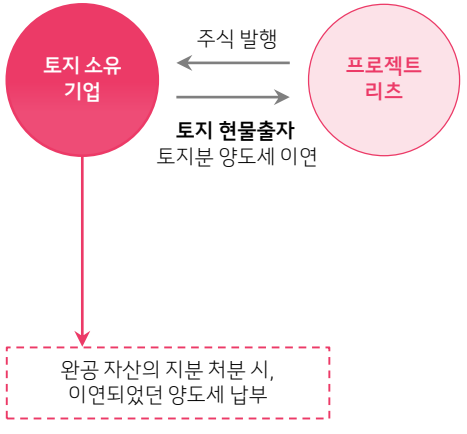
- 금융당국은 PF시장을 혁신하기 위해 PF 자본비율 상향을 일관되게 추진. 그 일환으로 11월 28일 '프로젝트 리츠' 시행
- 기존의 전형적인 개발 vehicle이던 PFV의 대안으로 차입비율 하향(기존 98%→ 60% 내외)가 핵심. 대신 각종 세제혜택 부여
- 프로젝트 리츠에 개발을 위한 토지 현물출자 시 양도세 이연 혜택, 양도세 부담으로 방치되었던 대기업의 보유 부지가 개발을 위해 출회 예상
- 리츠AMC가 프로젝트 리츠를 운용하고 준공 후 계열 리츠가 편입하면 시너지 추구도 가능,리츠는 우수한 자산을 매력적 가격에 취득할 기회
  - 코람코라이프인프라는 프로젝트 리츠의 지분을 선 확보함으로써 완공 이후 낮은 가격에 지분 편입을 추진할 계획

프로젝트 리츠 vs PFV

		프로젝트 리츠	PFV
개발 단계	근거법	부동산투자법	조세특례제한법
	투자자 요건	없음	금융기관 5% 출자
	주식분산의무	적용 제외	없음
	보고의무	1건 (사업투자보고서)	없음
	공시의무	없음	없음
	차입제한	**자기자본 2배 (특별 결의시 10배)**	**없음(일반적으로 자본비율 2%)**
	배당소득공제	영구	한시적 (원칙은 2025년 말 일몰)
운영 단계	공모의무	준공 후 영업인가, 등록일로부터 5년 내 30% 이상 공모	없음
	주식분산의무	공모 완료시(개발완료 후 최대 5년)부터 1인 최대 50%	없음
	보유세	**토지분 재산세 분리과세 (단일세율 0.2%) 종부세 비과세 (공모리츠에 한함)**	**토지분 재산세 별도합산 (0.2~0.4%) 종부세 과세 (0.5~0.7%)**
	취득세	**셰어딜 시 간주취득세 2%, 합병 취득세 0~0.9% 추정 공모리츠는 취득세 4.6%에서 최대 50% 감면 (조특법 제 78조)**	**취득가의 4.6%**

자료: 국토교통부, 삼성증권

프로젝트 리츠- 토지 현물 출자 시 양도세 이연

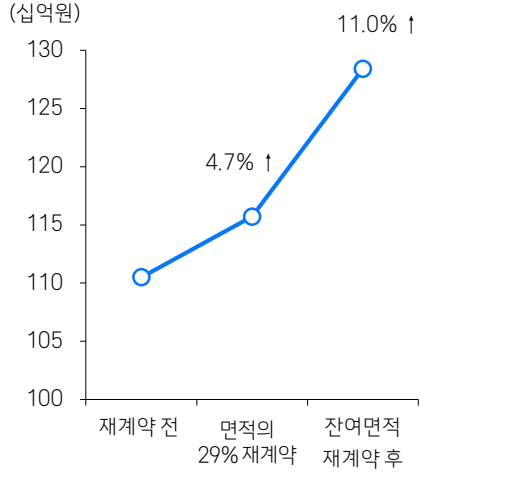


자료: 삼성증권

② Internal growth: 임대료 인상

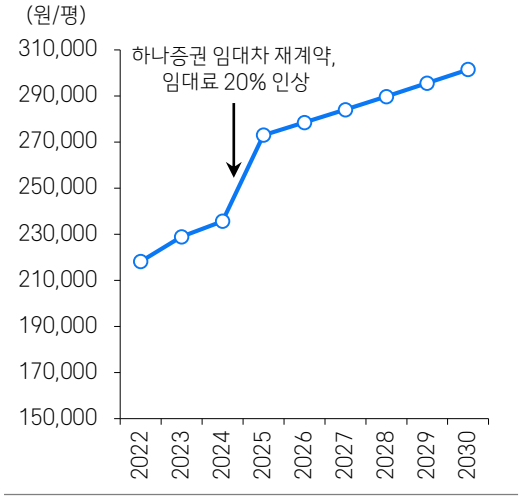
- 2029년부터 서울 내 오피스 공급 증가가 예고된만큼 리츠들은 포트폴리오의 선제적 임대차 관리와 밸류애드 노력
- 신한알파리츠: 8월, 그레이츠판교의 연면적 29%를 쓰는 임차인과 재계약에서 NOC를 50% 인상, 연환산 NOI는 2028년 5% 상승하게 됨
- 코람코더원리츠: 3분기 하나증권 빌딩의 임차인과 재계약을 통해 E.NOC를 20% 인상
- 삼성FN리츠: 대치, 순화, 판교빌딩의 임대차 재계약으로 E.NOC는 각각 3.0%, 10.1%, 27.8% 인상

신한알파리츠의 그레이츠 판교 NOI



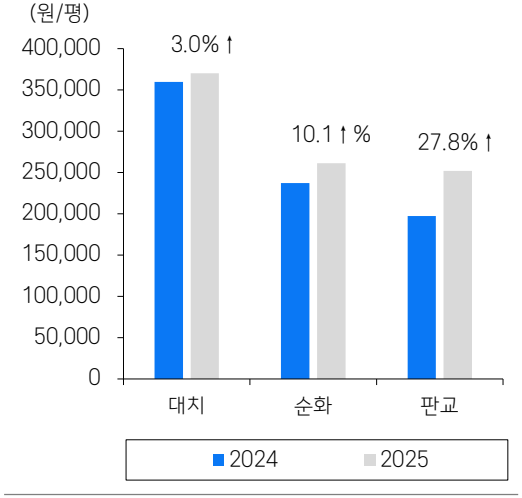
자료: 신한알파리츠, 삼성증권

코람코더원리츠의 하나증권 빌딩 E.NOC



자료: 코람코더원리츠, 삼성증권

삼성FN리츠의 자산별 E.NOC

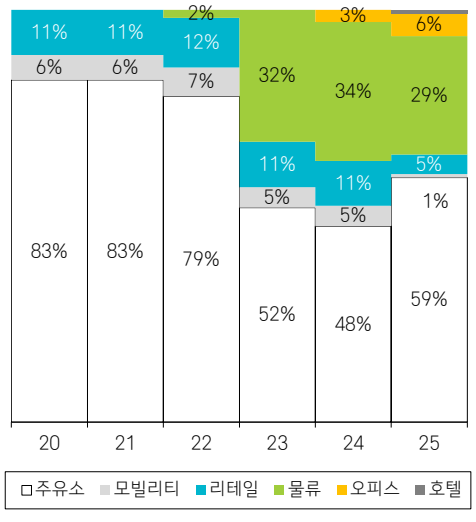


자료: 삼성FN리츠, 삼성증권

③ Capital recycling: 포트폴리오 재편

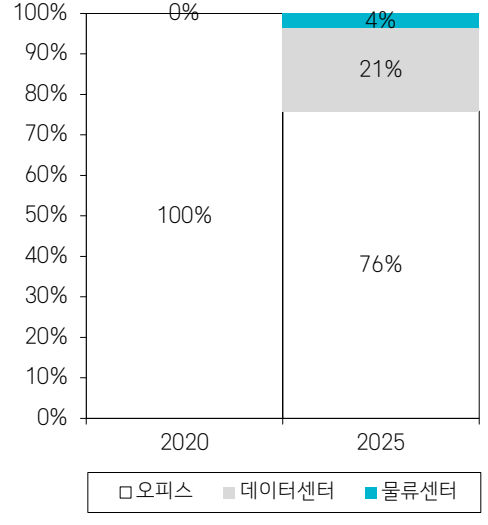
- 리츠들의 운용 역사가 5년 내외로 길어지며 포트폴리오 재편 효과 나타나기 시작
- 코람코라이프인프라: 2020년 주유소 포트폴리오로 상장해 물류센터, 오피스 수익증권 등으로 다변화. 2024년 홍대 아늑호텔을 시작으로 연내 신림동, 구월동 2성급 호텔 2개 추가 편입. 총 매입가 400억원. 리뉴얼 비용 포함 490억원. 메리어트로 리브랜딩해 자산가치 상승 노려
- 이지스밸류리츠: 상장 당시 태평로 빌딩으로 시작해 물류센터, 데이터센터로 확장. 최근에는 2029년 이후 오피스 공급 증가를 고려해 코어 자산 집중
- 롯데리츠: 2024년 하반기 롯데물산을 2대 스폰서 주주로 받으며 롯데쇼핑 단일 자산군에서 탈피. 호텔, 물류센터, 오피스 수익증권 등으로 다변화

코람코라이프인프라 리츠 섹터 비중 변화



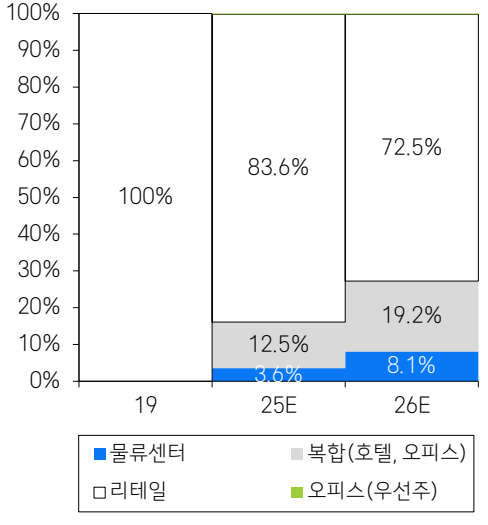
자료: 코람코라이프인프라리츠, 삼성증권

이지스밸류리츠 섹터 비중 변화



자료: 이지스밸류리츠, 삼성증권

롯데리츠, 非 롯데쇼핑 자산 비중 증가

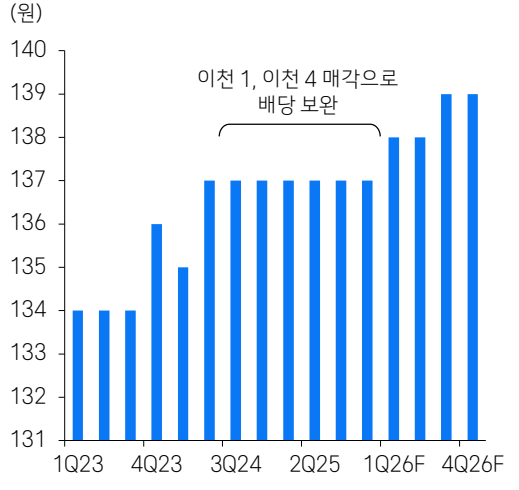


자료: 롯데리츠, 삼성증권

① 분산 배당: 배당 재원 유보

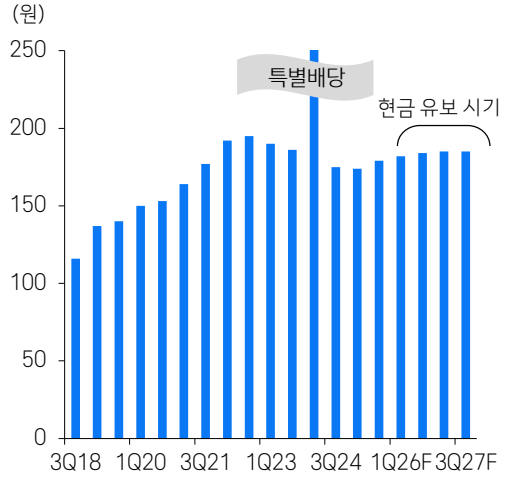
- 리츠 본연의 속성은 안정적 배당. 고금리로 배당 안정성이 훼손된 이후 리츠들은 현금흐름 개선을 위해 다양한 방안 수립
- 일본 리츠와 마찬가지로 위기를 대비해 배당 재원의 유보 방식 모색. 분산 배당을 위한 방식은 세가지
- 1) 배당 가능이익의 90~100% 미만의 배당 지급으로 배당 재원 유보. 단, 상법과 세법상 배당가능이익의 판단 기준이 다를 수 있어 면밀한 관리 필요
  - 특히 자산재평가를 실행할 경우 감가상각비 계정이 사라지므로 감가상각비 유보가 불가. 이 경우 주로 활용
- 2) 감가상각비 유보: 감가상각비는 배당가능이익에 포함되지 않는 비현금성 비용, 초창기에는 대부분 초과배당했으나 미래를 대비해 일부 유보
- 3) 자산 처분: 처분이익 배당이 발생하는 경우 일부 배당 재원 유보, 우상향하는 DPS 트렌드 창출

ESR켄달스퀘어리츠 DPS- 매각과 유보



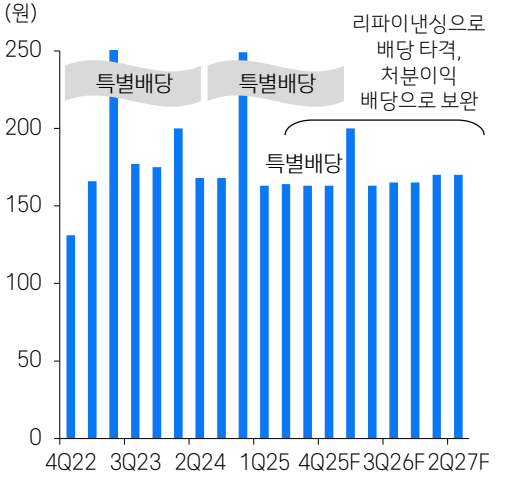
자료: ESR켄달스퀘어리츠, 삼성증권

신한알파리츠 DPS 추이 – 유보



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

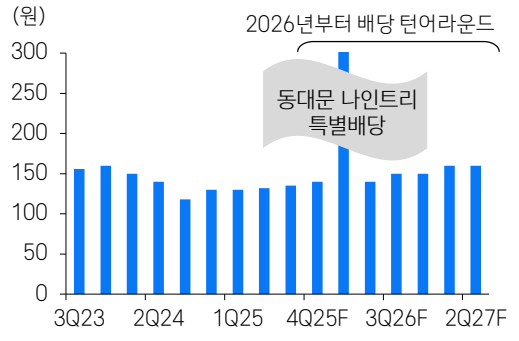
코람코라이프인프라 리츠- 매각과 유보



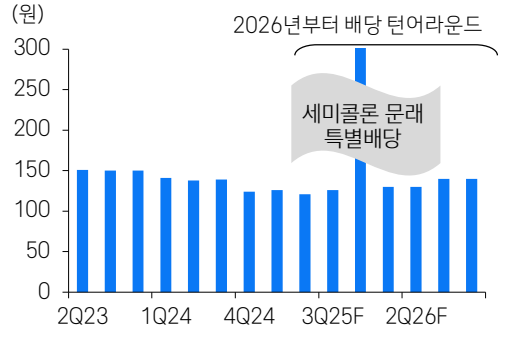
자료: 코람코라이프인프라리츠, 삼성증권

② 처분이익 배당: 주주 환원

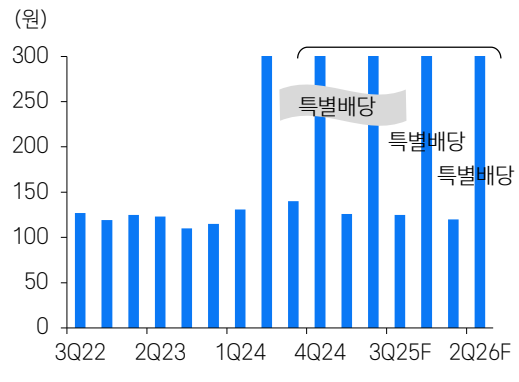
신한서부티엔디리츠 DPS



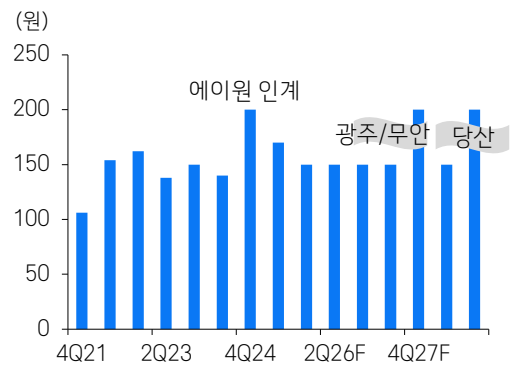
디앤디플랫폼리츠



NH프라임리츠



NH올원리츠

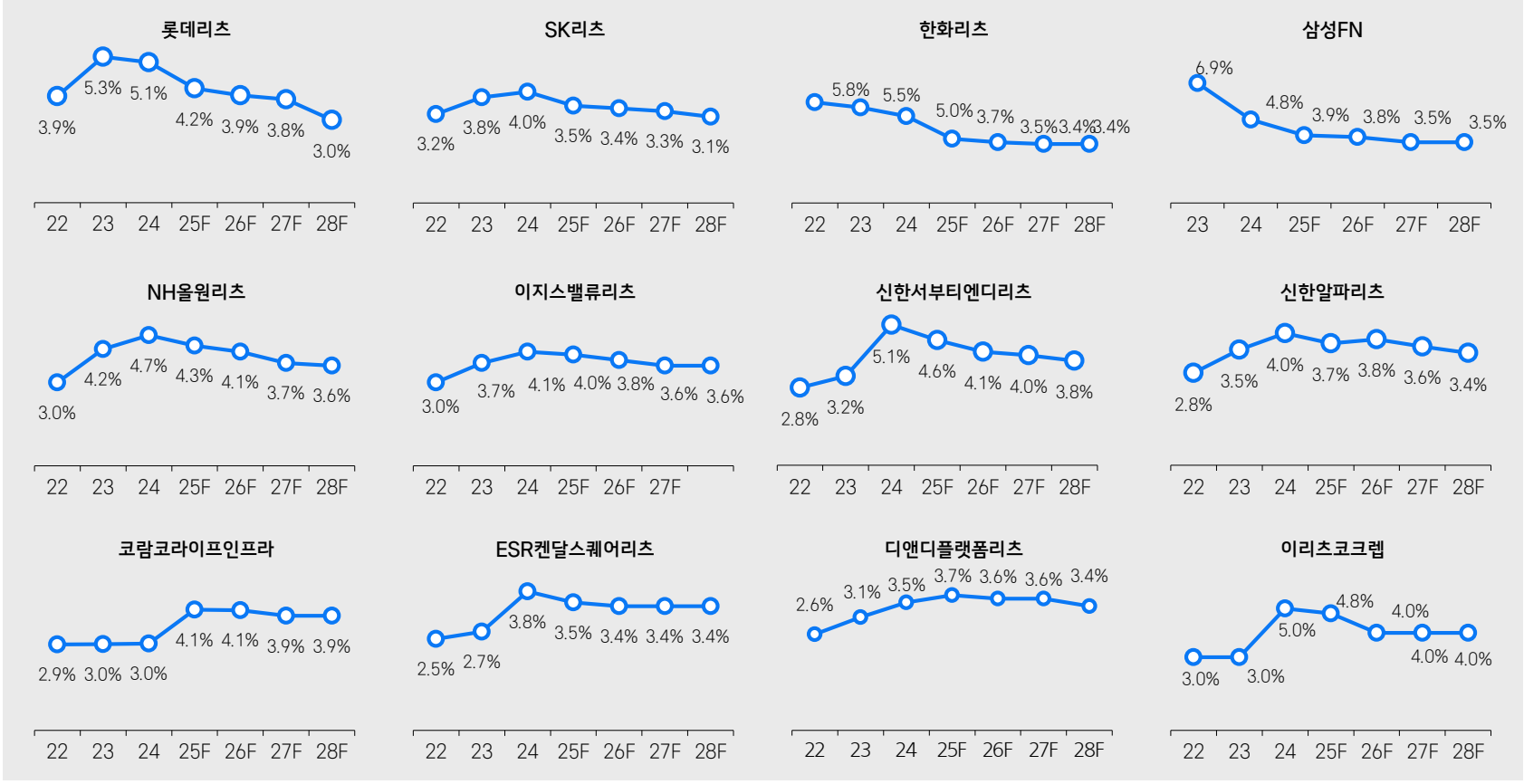


자료: 각사, 삼성증권

- 2026년, 포트폴리오 재편 차원에서 자산 매각과 재투자 활발해질 전망. 더불어 처분이익 배당은 주주환원의 주요소로 작용할 것
- 신한서부티엔디리츠: 2023년 저가에 매입한 동대문나인트리 매각으로 처분이익 배당 주당 300원 내외. 회수된 원본은 마포 신라스테이 매입에 재투자
- 디앤디플랫폼리츠: IPO자산인 세미콜론 문래 매각으로 처분이익 배당 주당 200원 예상. 회순된 원본은 수송스퀘어 우선주에 재투자
- NH프라임리츠: 2024년부터 3회에 걸친 특별배당 지급. 2026년 '서울스퀘어 ' 매각으로 특별배당 이어갈 것
- NH올원리츠: 인계 자산 매각에 이어 광주, 무안, 당산 등 비핵심 자산 매각으로 처분이익 환원
- 처분이익 배당 회수가 늘며 NAV보다 현금흐름으로 주주환원 전략 가시화

① 금리 하락

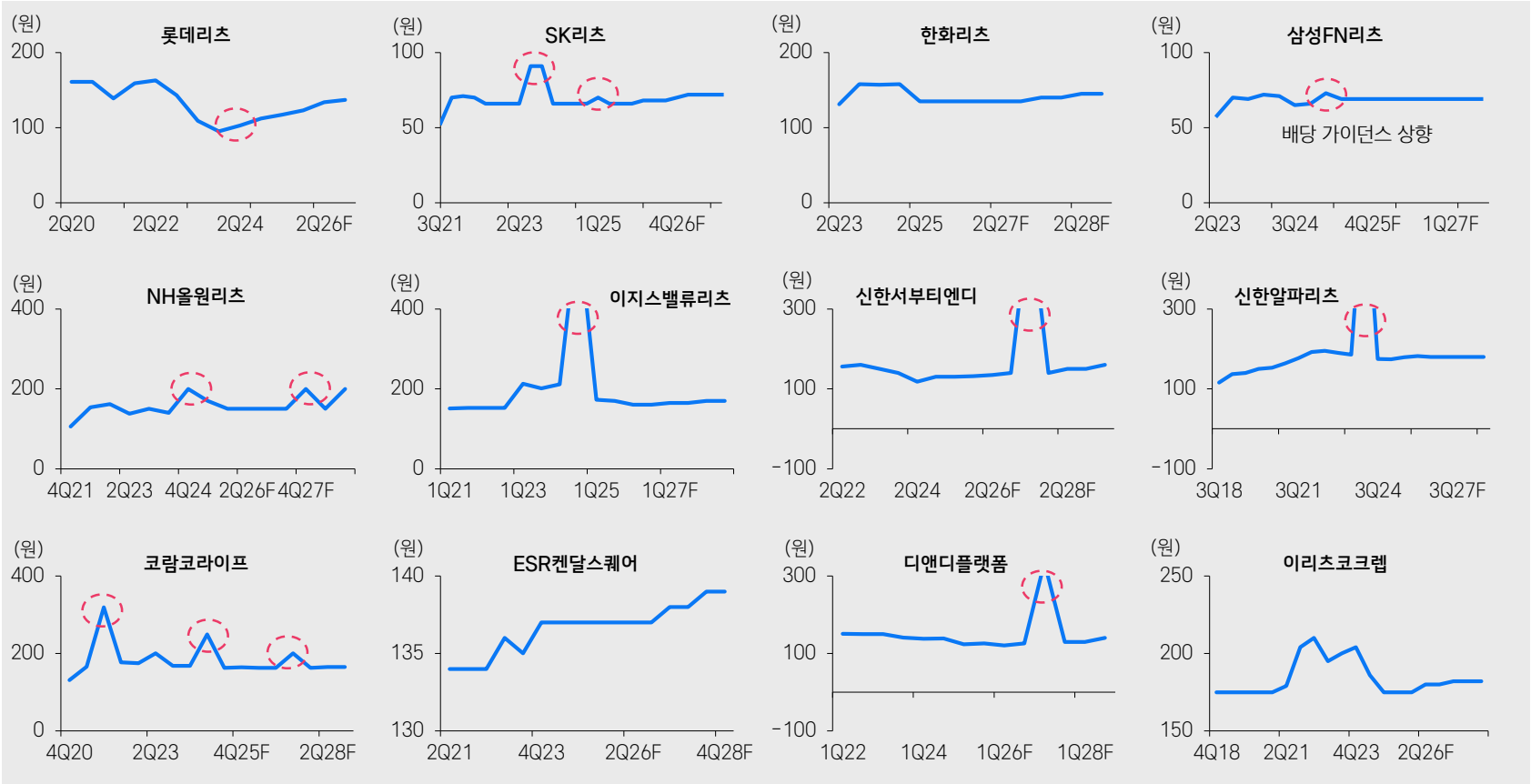
- 국내 자산을 담은 리츠는 2025년부터 평균 금리 하락, 2026년 금리 하락 가속화



자료: 각사, 삼성증권

② 배당 상승

- 배당은 금리와 역방향으로 움직임, 2026년 배당 턴어라운드

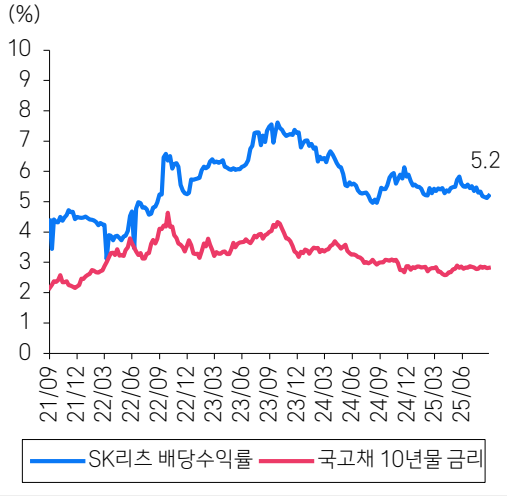


참고: 빨간 점선 원은 특별배당 혹은 가이던스 변경 시점
자료: 각 사, 삼성증권

③ 변동성 축소

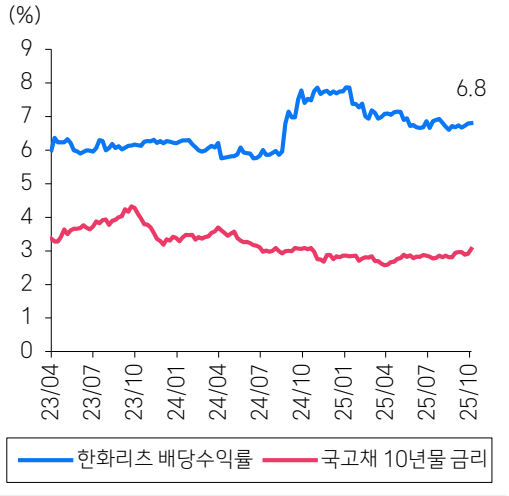
- 리츠 고유의 속성은 낮은 변동성과 꾸준한 현금흐름. 평균금리 하락과 유상증자 부담을 해소하기 시작하며 리츠의 변동성 축소 예상
- 이에 부합하는 일관성 있는 전략과 포트폴리오 속성을 보유한 리츠 선별. 최우선은 유상증자 가능성이 중기적으로 낮다는 점을 고려해야 함
- SK리츠: 초대형 리츠로 포트폴리오 분산효과 및 자금조달 경쟁력 우수. 2026년 초부터 자본전입 종료, 주기적인 주유소 자산 매각으로 배당 우상향
- 한화리츠: 2024년 유상증자 후유증을 딛고 회사채 발행으로 금리 모멘텀 강화. 예정했던 2031년보다 자본전입 종료 시점이 앞당겨질 전망

SK리츠 배당수익률과 10년물 국고채 금리



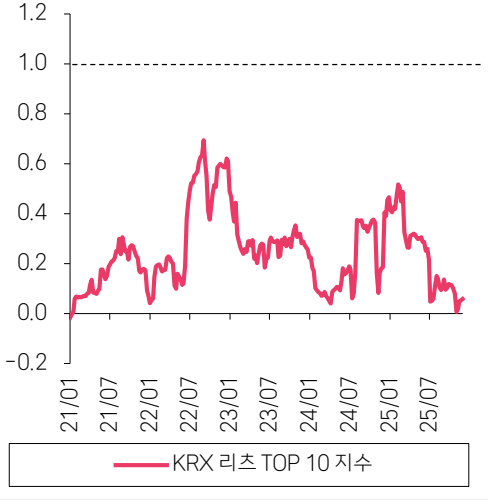
자료: SK리츠, FnGuide, 삼성증권

한화리츠 배당수익률과 10년물 국고채 금리



자료: 한화리츠, FnGuide, 삼성증권

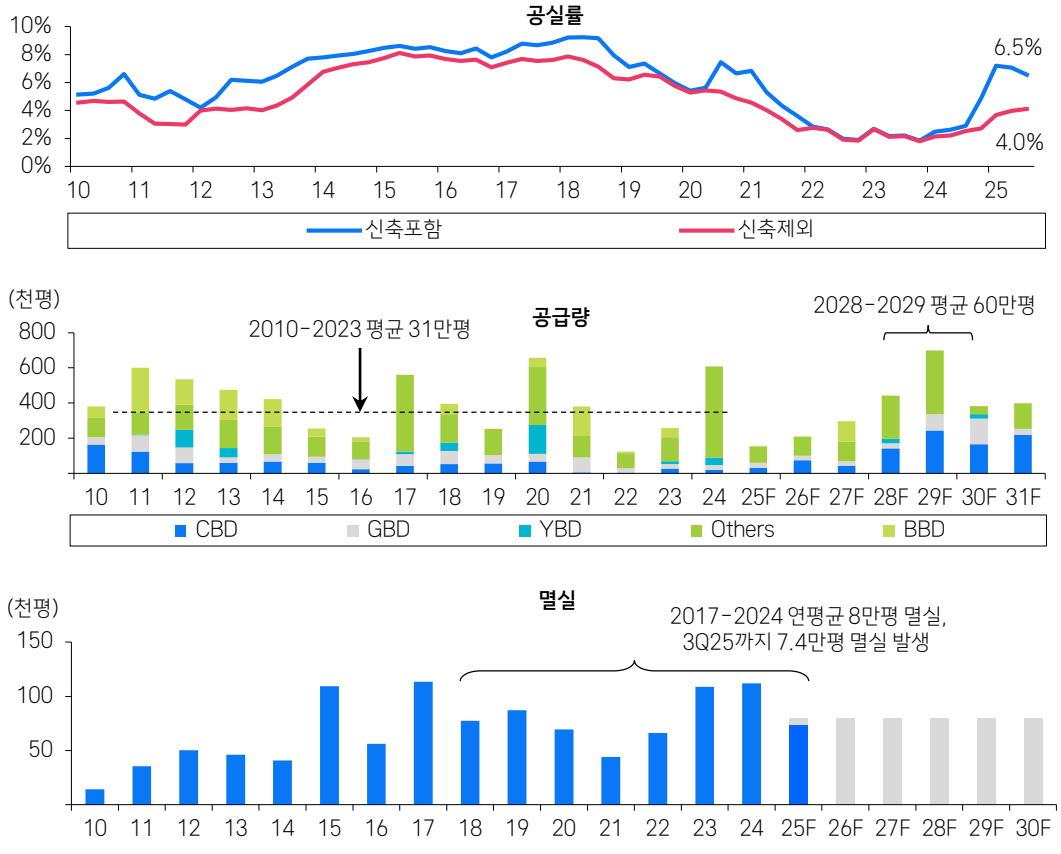
리츠 베타 추이 비교



참고: 60일 베타 기준
자료: FnGuide, 삼성증권

오피스: 2029년부터 공급 증가

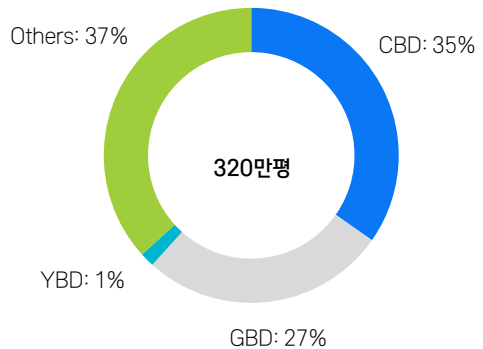
서울 오피스 시장 수급



자료: 알스퀘어, 삼성증권

- 서울 오피스는 장기간 자연 공실률 5%를 하회하다가 2024년 말 마곡 20만평 공급으로 공실 상승
- 2025년 들어 신축 공실률은 소폭 하락, 신축으로 임차인 이동 현상을 의미
- 2028~2029년, 과거 평균 2배 수준인 연평균 60만평의 공급 예상

권역별 공급 예정 물량 구분 (2025년~)



자료: 알스퀘어, 삼성증권

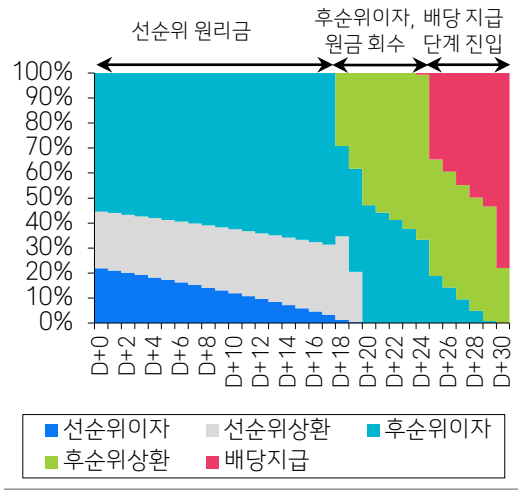
PART
02

인프라펀드: 기술 혁신과 정책 지원으로 호황기

대출 전략: 후순위 대출 중심

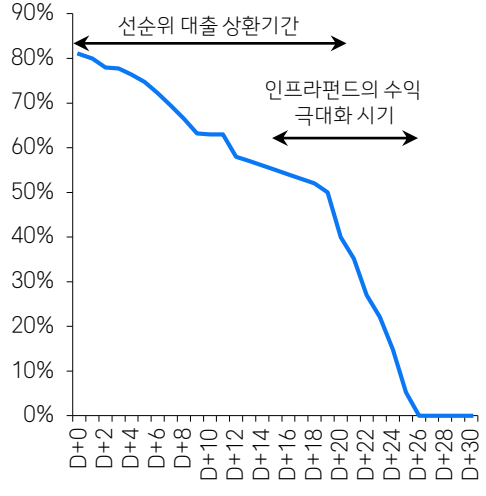
- 인프라펀드는 주로 후순위대출과 일부 에쿼티에 투자해(Pro-rata 방식) 이자수익과 배당수익을 주주에게 배당으로 분배하는 투자구조
- 자산별 선순위 대출 원리금이 상환되는 시기부터 빠르게 잉여현금흐름이 누적돼 주주 배당 여력이 상승함, 즉 선순위 대출이 상환되는 시기가 모멘텀 강화
  - 초기~20년: 4년차까지 선순위 및 후순위 이자지급 집중, 5년차부터 선순위 원금 상환. 일부 미수이자로 누적되는 후순위대출은 복리로 이자 계상
  - 20년~25년: 선순위 대출 상환 완료, 일부 누적되었던 후순위대출 미수이자는 빠르게 해소되기 시작, 후순위 대출 원금 상환도 이뤄지기 시작
  - 25년 이후~: 배당 지급 단계 진입. 후순위대출 투자자는 에쿼티 투자도 병행하므로 현금흐름과 수익이 동반 상승하는 시기
- 주무관청과 실시협약을 체결해 자산을 담은 SPC는 자산의 관리운영권을 설정 받아 사업 시행, 30년이 지나면 주무관청에 자산을 이관
  - 30년의 운영기간 종료 시 출자금 혹은 자산단에 유보된 이익잉여금을 청산배당으로 수취하고 해산하게 됨

인프라자산 현금흐름 예



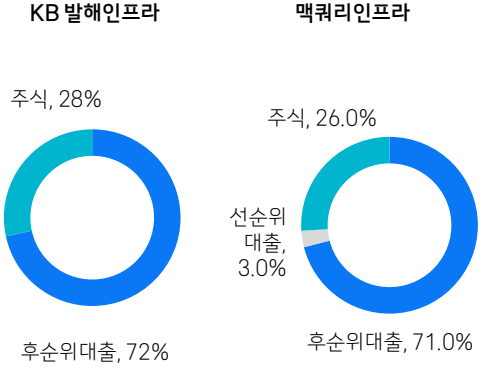
자료: 삼성증권

인프라자산 LTV



자료: 삼성증권

인프라펀드의 포트폴리오



자료: 각사, 삼성증권

대출 전략: 인프라 대출의 risk-return

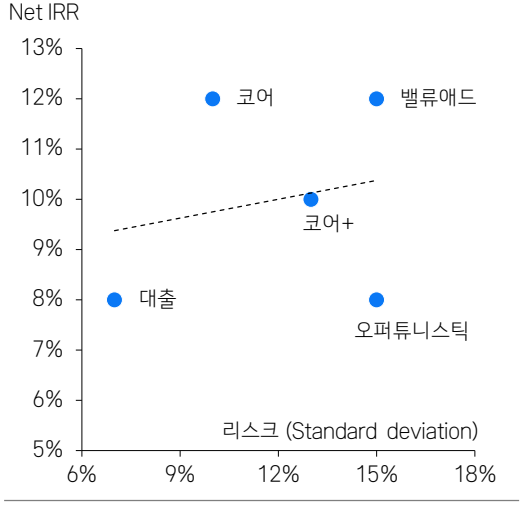
- 인프라펀드의 주요 투자 전략인 대출은 리스크 분산, 인플레이션 방어력, 꾸준한 현금흐름의 장점으로 선호되는 전략
- 전통은행의 리스크 관리 강화로 인프라 대출 시장에 펀딩 갭 발생, 사모대출 형태의 인프라 대출 성장을 야기
- 인프라 대출은 안정적임에도 기업채 대비 높은 수익률 프리미엄. 인프라 사모대출은 단순 채권 구조인 일반 기업채와 달리 하이브리드 구조를 포함
  - 미국 IG 채권의 SOFR 대비 스프레드는 200~250bp, BB등급 300~350bp, 이하 등급 400~650bp. 인프라 대출은 동급 대비 60~130bp 프리미엄
- 5년간 글로벌 민간 인프라 시장에 에쿼티 모집액은 5,700억 달러, 인프라 대출은 에쿼티의 1/7 수준에 불과해 높은 잠재력
- 고령화와 저성장으로 투자자의 현금흐름에 대한 관심도 높아지며 투자자 저변 확대

글로벌 인프라대출과 타 대출간 비교

구분	부동산 대출	인프라대출 (선순위)	직접 대출 (선순위)	인프라대출 (후순위)	기업 메자닌	스페셜 시츄에이션	Distressed 대출
원금 회수력	높음	높음	높음	높음	수익률 극대화	수익률 극대화	수익률 극대화
현금흐름 안정성	높음	높음	높음	높음	수익률이 투자 대상 성과에 연동	수익률이 투자 대상 성과에 연동	수익률이 투자 대상 성과에 연동
목표 IRR	2~6%	3~5%	5~10%	8~10%	12~18%	12~20%	15~25%
하방 보호	높음	높음	높음	높음	낮음	낮음	낮음
투자기간	1~3년	5년 미만	1~3년	5년 이상	5년	3~5년	3~5년
펀드 만기	7~10년	10~30년	5~7년	7~10년	10년	8~10년	7~10년
인플레이션 헤지	높음	높음	높음	높음	높음	낮음	낮음
포트폴리오 분산	낮음	높음	낮음	높음	낮음	높음	높음

자료: 삼성증권

인프라 하위 전략별 risk-return profile



참고: 2010~2020년 빈티지 펀드 대상
자료: Preqin, 삼성증권

대출 전략: 수익 추구 방식

- 후순위대출 위주로 투자 시 passive한 이자수익만 수취하는 것이 아닌 자산마다 대출 구조, 대출 금리, 재구조화, 자금 재조달 여부에 따라 성과 차이
- 재구조화(Restructuring): 프로젝트의 현금흐름, 부채 상환 계획, 지분 구조를 변경해 지속 가능성을 높임. 일종의 rescue funding을 투입해 자산의 안정성을 높여 후순위대출의 회수력을 높이는 작업. 주무관청이 요금 인하 결정 시 요금인하분 보전. 즉 낮아진 P(요금)으로 Q(통행량)은 상승하는 효과
- 자금재조달(Refinancing): 기존 차입구조를 새로운 대출 및 채권발행으로 대체해 금리, 만기, 상환구조 개선. 금리 하락기 고금리 대출 상환 후 저금리 대출 전환이 대표적. 이 경우 개선된 이익은 정부와 공유하는 이익 공유제를 적용

민투법 개정안에서 이익공유제 변화

	1차 개정 (2006년)	2차 개정 (2008년)	3차 개정 (2021년)
도입배경	민간자본 유치 확대 필요	민간 과도수익 문제 제기	사회적 환수 장치 강화
민간IRR 보장	6~8%	6~8%	6~7%
	(안정적 수익 보장)	(유지)	다소 조정
초과이익 공유구조	없음 (민간이 초과수익 독점)	초과이익 공유제 최초 도입 (예: 8% 이상 수익의 25~50% 공유)	(예: 8~12% 구간 1:1 12% 초과 시 70% 정부 귀속)
공공성확보 장치	제한적	일부 공공부문 참여 허용	지자체 환수분을 SOC에 재투자
투자자 입장	높은 안정성 Upside 무제한	Upside 제한 시작	높은 안정성 초과이익 환수 강화로 Upside 제한
정책효과	민간투자 확대 성공	국민 반발 완화	사회적 합리성확보 과도한 민간이익 방지

자료: 삼성증권

인프라펀드의 자금 재조달 사례

회사	자산	시기	내용
KB발해인프라	남양주 고속도로	2021년	선순위 리파이낸싱(금리 4%→2%)
	산성터널	2021년	선순위 리파이낸싱(4%후반→3.0%)

인프라펀드의 재구조화 사례

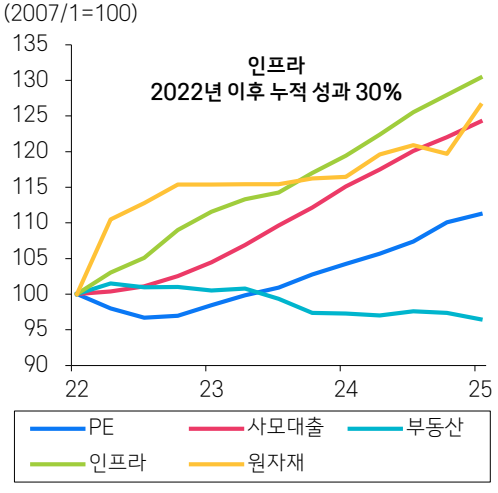
회사	자산	시기	사유
맥쿼리인프라	비엔씨티	2024년	비엔씨티 실적 부진
KB발해인프라	신대구부산 고속도로	2020년	도로공사의 요금 인하 결정

자료: 각사, 삼성증권

낮은 변동성: 인프라 고유의 속성

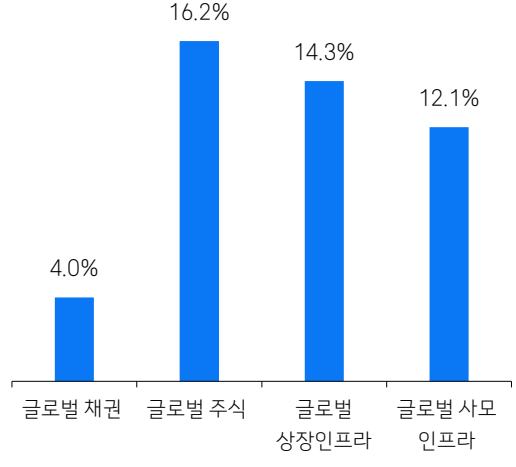
- 인프라 채권은 일반 기업채 및 **타 금융자산과 비교 시에도 역사적 위기 시 낮은 부도율**
- 인프라는 비유동성, 복잡한 금융구조의로 높은 요구수익률을 보이며 전통자산과 낮은 상관관계. 장기적이고 일관적인 현금 창출능력이 특징
- 그 결과 매크로 변동성이 컸던 2022년 이후부터 사모 인프라는 대체자산 중 가장 우수한 성과를 기록, 관세정책 등 정책 혼돈 속에서도 견조한 성과 예상
- 캐나다 연기금 및 기관(CPPIB, OMERS, CDPQ, OTPP, PSP 등)은 사모인프라를 전략적 자산배분(SAA)의 핵심 축으로 공식화
  - CPPIB의 공식 전략 포트폴리오에서 인프라를 비롯 실물자산 비중 26%로 상향, 이는 주식/채권과 유사한 비중
  - OEMRS의 포트폴리오에서 인프라 비중은 22%로 단일 자산군 중 최대, 사모 인프라가 전체 성과에 최대 기여를 하고 있다고 밝힘

사모 인프라와 타 사모 대체와 성과 비교



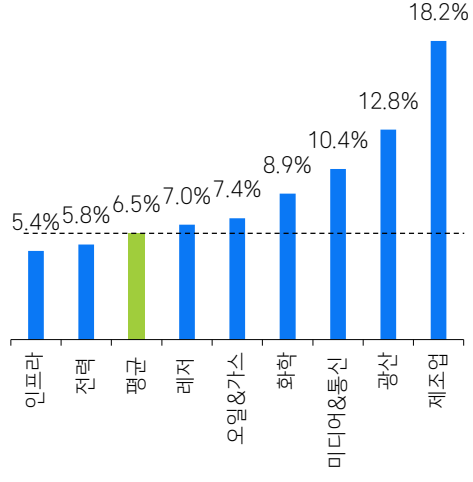
참고: Total return 기준
자료: Preqin, 삼성증권

사모 인프라와 타 자산의 변동성 비교



참고: 분기 수치 기준, 2006년 12월부터 2024년 12월 기준
자료: RBC GAM, Bloomberg

누적 부도율 비교 (1983~2019)



자료: Moody's (2021년) Default and Recovery rates for project finance bank loans

제도 ①: 민간투자 활성화 방안

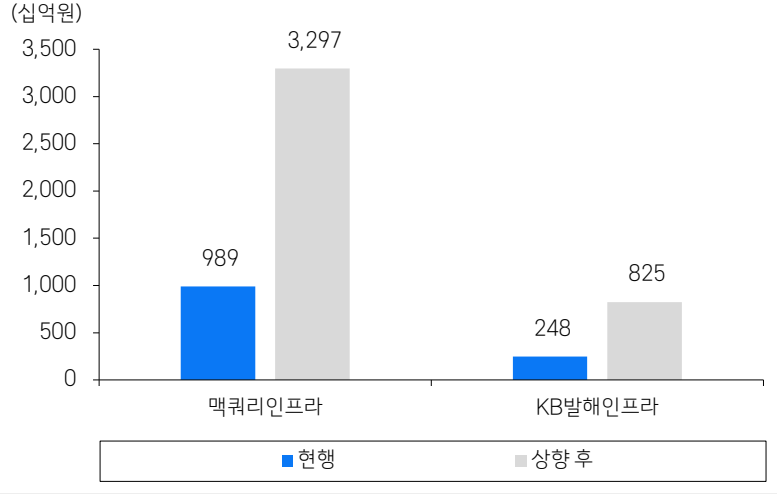
- 인프라펀드는 사회기반시설에 대한 민간투자법(민투법)에 의해 설립 및 운영되며 민간투자 인프라펀드 규모는 150조원
- 2006년 사회기반시설에 대한 민간투자법 개정안이 발효되며 제도적 기반 마련, 2006년 1차, 2008년 2차, 2021년 3차에 걸쳐 개정
- 2024년 10월, 민간투자 활성화 방안 발표: 공모인프라 펀드 활성화, 신용보증 공급 규모 확대, 자금재조달 이익 공유대상 합리화 등이 담김
  - 1) 공모 차입한도 확대: 현행 자본금의 30%→100%로 확대하는 안. 12월 6일, 기재위 소위를 통과해 최종 국회 통과 대기 중
  - 2) 자금 재조달 개선: 인프라펀드의 투자자산에 이익 발생 시 정부와 이익을 공유 중, rescue funding과 같은 재구조화 시에도 이익 공유제가 적용됨이 논란, 이익 목표를 달성한 사업(사용료가 적정수준이면서 MR 등 재정지원이 없는 사업)은 이익 공유 대상 제외 안이 담김. 인프라펀드의 이익 상향 가능성

2024년 10월 발표된 민간투자 활성화 방안

	시기	주요 내용
1차 민투법 개정안	2006년	공모인프라펀드 세제혜택 (투자원금 3억 이하 5.5% 분리과세, 초과분 15.4% 분리과세)
2차 민투법 개정안	2008년	임대형 민자사업 총한도액 사전의결 규정, 민간투자 대상 SOC 범위를 대통령령으로 정하도록 위임, 산업기반신용보증기금 보증한도를 증액 2012년까지 공모인프라펀드에 세제혜택(투자금 1억 이하 5.5% 분리과세, 초과분 15.4% 분리과세)
3차 민투법 개정안	2021년	공모인프라펀드에 세제혜택 (투자금 1억 이하 15.4% 분리과세, 1년 투자 조건)

자료: 삼성증권

차입한도 확대로 인프라펀드별 가용 차입 여력 변화

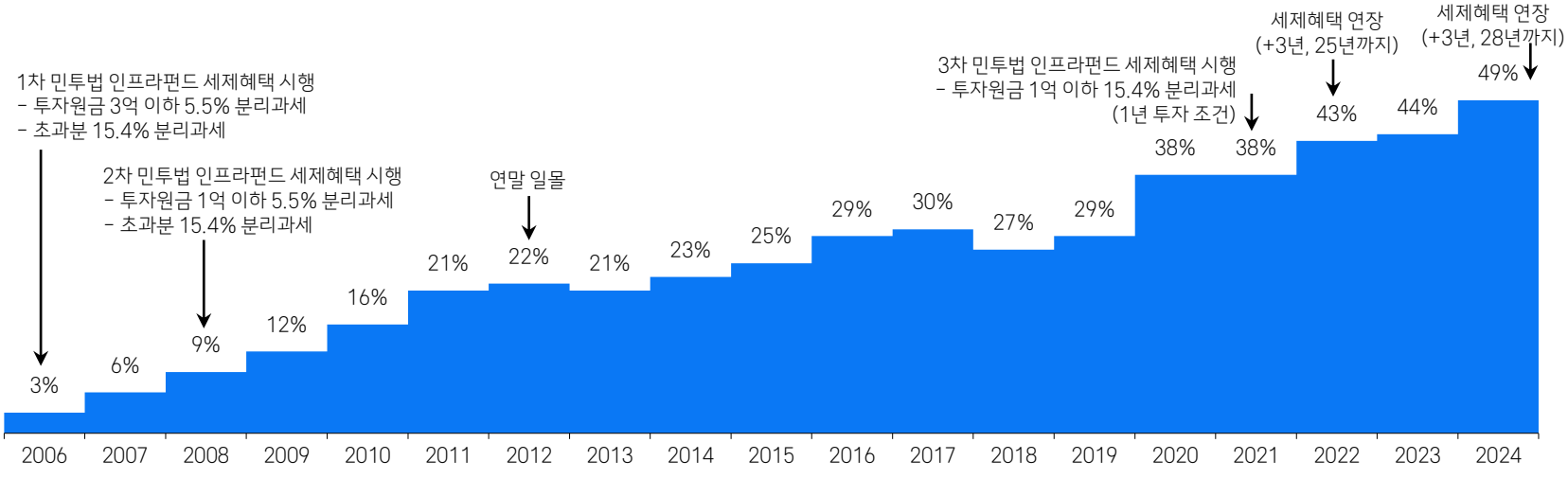


자료: 각사, 삼성증권

제도 ②: 배당소득세 분리과세 연장

- 2006년 1차 민투법 시행으로 정부는 공모인프라펀드 투자를 촉진하기 위해 3억원 투자 한도에 배당소득세 5.5%의 저율 분리과세 혜택 부여
- 이는 상당히 강력한 효과를 유발해 2006~2009년, 맥쿼리인프라의 개인 투자자 비중은 3배 증가한 바 있음
- 2021년 말 인프라펀드에도 1억원 한도의 분리과세 혜택 시행, 2022년 3년 연장 결정. 2025년 말 일몰 예정이었으나 3년 연장안이 포함됨
- 2028년 말까지 세제혜택이 부여되며 인프라펀드는 투융자집합기구 전용 계좌를 통해 분리과세 혜택을 받을 수 있음
- 최근 일반 주식의 배당소득세 분리과세 안에 리츠 및 인프라펀드 제외되며 실망감 높았으나 여야는 이후 신속하게 검토한다는 안이 담김

맥쿼리인프라 세제혜택과 개인주주 비중 추이

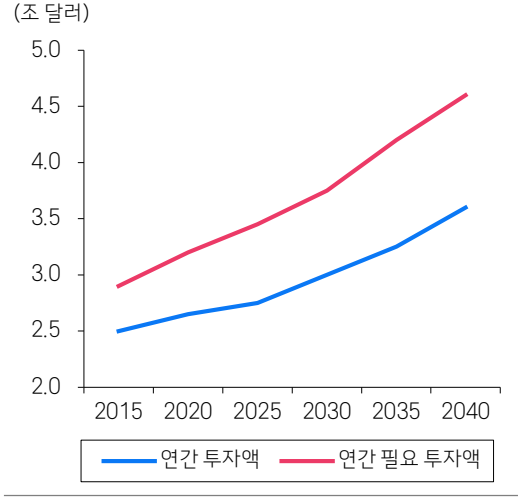


자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

제도 ③: 국민성장펀드

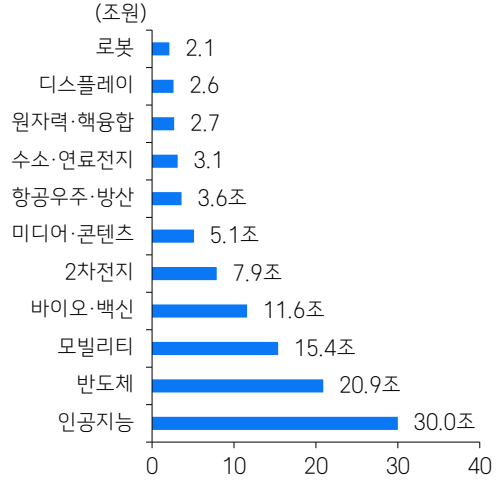
- 정부는 민관합동으로 150조원 규모의 국민성장펀드 조성, 첨단전략 산업 생태계 전반을 지원 목적이며 핵심 산업으로 AI를 꼽음
- 향후 5년간 직접투자 15조원, 간접투자 35조원, 인프라금융 50조원, 저리대출(2%대) 50조원의 방식으로 자금 배분
- AI데이터센터의 연관 인프라인 에너지고속도로/첨단산업 발전, 용수 등 구축에 50조원 배정, AI데이터센터는 전력 소모가 많음을 고려
  - 소멸위기 지역에 특화 산업을 고려한 지원 예정
- 주요 투자 대상 중 하나인 데이터센터는 메가프로젝트 중심으로 지원 계획, 이는 공급 활성화에 촉매

글로벌 인프라 펀딩갭



자료: Oxford Economics, Global Infrastructure Hub

국민성장펀드 섹터별 배분



참고: 150조원*0.83(투자부가가치 유발계수, 한국은행)으로 125조원 부가가치 증대 효과 기대 (명목 GDP의 1%)
자료: 금융위원회

국민성장펀드 지원방식별 자금배분 (안)

구분 (조원)	첨단기금	민간	합계
직접투자	7.5	7.5	15.0
간접투자	7.5	27.5	35.0
인프라금융	10.0	40.0	50.0
저리대출	50.0	-	50.0
합계	75.0	75.0	150.0

자료: 금융위원회, 삼성증권

제도 ③: 국민성장펀드

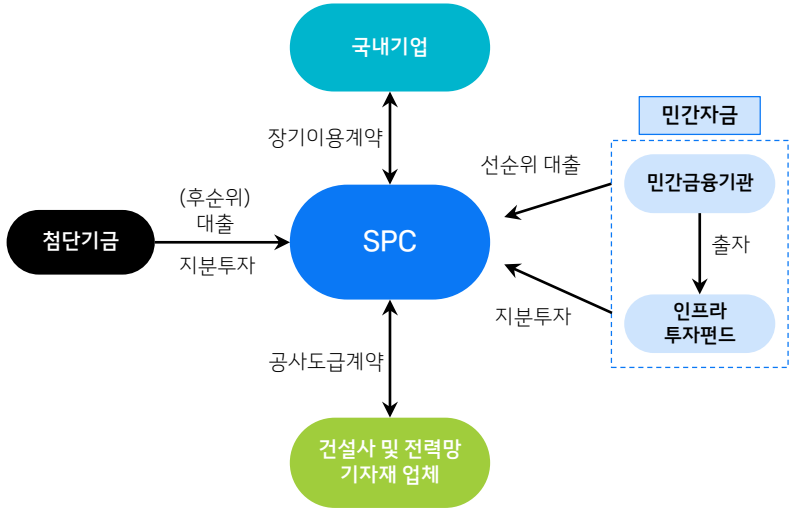
- 국민성장펀드는 역대 관제펀드 중 최대 규모. 과거 관제펀드와 달리 뚜렷한 투자 대상이 있다는 차이(데이터센터, 연관 전력 에너지)
- 첨단전략산업기금 10조원 규모로 12월까지 조성(정부보증 기금채 8조원, 산업은행 출연금 2조원), 75조원의 민간자금(시중은행, 금융기관, 연기금, 금융투자회사 모험자본, 제2금융권 제외) 조성, 재정이 1조원의 후순위 참여(정부가 손실 보전 역할)
- 2%대 초저리 대출 지원 예정이나 여신보다 에쿼티 투자 중심, 신성장 산업에 자본 공급의 목적
- 정부는 연말 첨단전략산업기금 신설에 맞춰 메가프로젝트 발굴 예정, 대출 및 투자 심사를 거쳐 기금운용심의회의 최종 심의 이후 프로젝트 지원
- 2026년 본격적인 AI데이터센터에 자금 유입 시작 예상. 이는 관련 업계와 금융권에 새로운 기회

주요 관제펀드 비교

구분	뉴딜펀드	혁신성장펀드	국민성장펀드
규모	총 20조원	총 15조원	총 150조원
기간	2021년~2025년	2023년~2027년	2025년~2030년
정부예산	연평균 6,000억원	연평균 3,000억원	연평균 30조원
투자대상	• 디지털 부문: 바이오·차세대 진단 등 31개 • 그린 부문: 차세대동력·에너지 저장 등 17개	• 혁신부문: 반도체·양자·우주 등 핵심전략기술 • 성장부문: 창업·벤처 유니콘 기업 성장지원	• 메가 프로젝트 발굴 • AI, 반도체, 모빌리티 등 11개 핵심 분야 투자
재정 특징	• 정부 재정으로 원금 손실 대부분 보전	• 후순위 재원에 높은 재정 출자로 민간 손실 완화	• 후순위 정부 재정 1조원으로 마중물 역할, 초저리 정부 담보대출 지원

자료: 언론기사, 삼성증권

인프라금융 50조원(민간 40조원, 기금 10조원) 지원방안 예



참고: 자금용도는 AI데이터센터, 첨단산업단지 등에 필요한 전력망, 발전, 에너지 송전망 등 인프라
자료: 금융위원회, 삼성증권

투자 대상

① 교통자산: 국토 균형개발

- 인프라펀드에 핵심 자산은 코어자산으로 인식되는 유료도로 및 철도
- 국내 유료도로 투자 기회는 제한적이나 최근 국토 균형개발 정책 의지와 함께 GTX-B,C 라인 가시화
- GTX-B는 금융협약 체결 완료, 맥쿼리인프라가 당초 FI로 투자를 검토했으나 철회. 이 자리를 IBK가 메움
- GTX-C는 전 구간 민자로 이뤄지며 KB금융그룹이 검토 중인 것으로 알려짐

노선	지역	비고
A	파주 운정-고양창릉-서울역-삼성역-수서역-동탄	2025년 3월 첫 운행, 2028년(삼성역 개통) 노선 완성
B	인천 송도-신도림-여의도-서울역-용산-청량리-남양주 마석	강원도 춘천까지 연장 계획, 맥쿼리인프라가 철회하는신 IBK가 FI로 참여 2026년 착공 예정
C	양주 덕정-수원-안산	전 구간 민자, KB금융그룹 검토 중

자료: 경기도청, 삼성증권

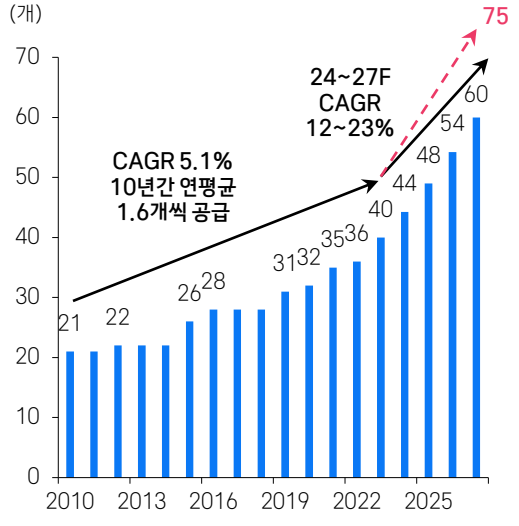
GTX 계획

자료: 국토부, 삼성증권

② 데이터센터: 한국, AI허브의 기회

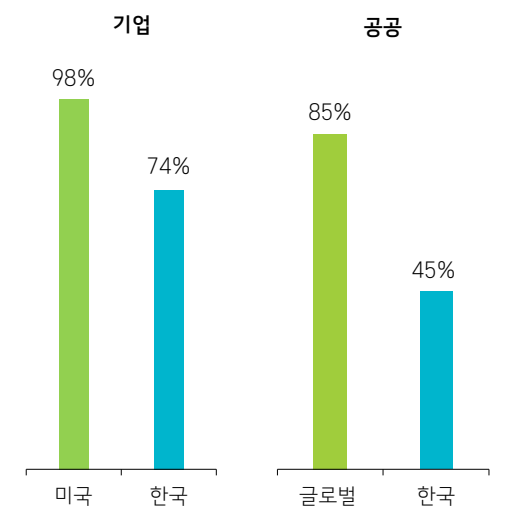
- 국내 데이터센터 시장은 최대의 건설 사이클, 2024년부터 완공 자산이 늘어나며 인프라펀드의 투자 기회가 늘어날 전망
- 인프라펀드는 안정적 현금흐름이 중요하므로 개발 단계가 아닌 안정화된 완공 자산을 편입함. 엔드유저(임차인) 확보 여부가 중요
- 맥쿼리인프라, 2024년 하남데이터센터 인수를 계기로 인프라펀드의 데이터센터 시장 진출 가속화
- 국내 데이터센터 시장은 2024년 공급 증가에도 공실률은 한 자리수로 추정, 높은 흡수력 입증, 클라우드 뿐 아니라 AI 산업 수용성도 높아 성장 잠재력

국내 상업용 데이터센터 준공



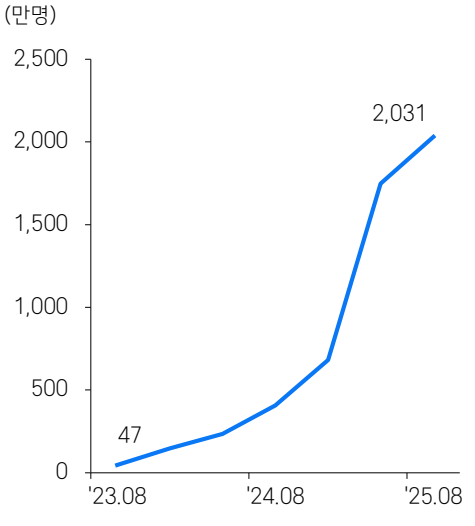
자료: 데이터센터에너지효율협회, 삼성증권

한국의 기업 및 공공 클라우드 사용률



자료: 과학기술정보통신부 기업정보화통계조사, 행정안전부 '행정, 공공기관 클라우드 컴퓨팅 수요예보'
참고: 2023년(기업) 2025년(공공) 기준

한국 ChatGPT 사용자



자료: WISEAPP·RETAIL, 삼성증권

투자 대상

② 데이터센터: 한국, AI허브의 기회

- 10월 OpenAI의 투자는 한국을 단순한 소비 시장으로 보지 않고 아시아 AI 허브로 역할 설정을 시사, 글로벌 사업자의 국내 데이터센터 확보 경쟁 시작
- 한국은 기술 인프라뿐 아니라 기술 수용성(OpenAI의 ChatGPT 사용자, 1년간 4배 증가), 정책 등이 성숙한 시장으로 AI허브 역할의 잠재력

  1) 서비스를 한국 데이터 거점(Local region)을 통해 제공하면 공공기관, 금융권, 대기업 확보가 용이해짐

  2) 한국의 규제(데이터 국외 이전 제한, 개인정보보호법) 대응을 위한 데이터 레지던시 확보 시 전세계적인 규제 대응 가능

  3) 재생에너지/냉각기술 발전 가능성: RE100 인프라 확장으로 지방에 재생에너지형 데이터센터 추진 가능

  4) 정부 지원: 국민성장펀드, K-클라우드 확산 전략. 특히 지방에 데이터센터 건설 시 인허가와 부지 확보에 유리

  5) 로컬 파트너: KT클라우드. SK브로드밴드, LG유플러스 등 기간통신사업자의 마스터리스(책임임차) 방식으로 현지 리스크를 줄이며 안정적 운영 가능

AI허브로 한국의 잠재력

구분	내용	파트너 및 기타 사항
공급망 안정화	GPU, HBM 확보	SK하이닉스, 삼성전자
기술 수용성	높은 AI 기술 수용도 공공/금융기관 클라우드 도입 추진	국내 CSP
정책 지원	지방 분산 시 제도 인센티브	인허가, 토지 확보, 세제 혜택
데이터 레지던시	데이터 국내 저장	세계적으로 강한 데이터 레지던시 정책*으로 테스트베드
협력 파트너	기간통신사업자, SI기업의 마스터리스로 현지 시장 리스크 축소	KT클라우드, SK브로드밴드, LG유플러스 등

한국의 강력한 데이터 레지던시 규제

구분	설명	비고
PIPA (개인정보 보호법)	데이터 국외 이전 시 사전고시, 동의, 보호조치 의무 명시 위반 시 매출의 3%까지 과징금	OECD와 EU GDPR 수준의 강도, 글로벌 최상위 수준 보호 규제
공공 CSAP (클라우드 보안인증제)	데이터센터의 국내 위치, 국내 상주운영 인력, 백업 및 복구 체계 로컬화 요구	한국 모델을 만족 시 EU, 일본 등 타국도 대응 가능

자료: 삼성증권

맥쿼리인프라의 하남 데이터센터 투자 – 후순위대출 중심의 금융 구조

구분	내용	비고
지분	MKIF: 100%	MKIF 투자금 230억원
선순위 대출	4,950억원 Tranche A및 B로 구분	외부 대주단 제공
브릿지론	1,200억원	외부 대주단 제공
후순위 대출	2,800억원 • 연 금리: 8.5% • 대출 기간: 4년	• MKIF 투자금 2,800억원 • MKIF는 추후 브릿지론 1,200억원을 펀드 자금으로 상환하고, 이를 후순위 대출로 대체할 계획, 최종 후순위 대출 규모는 4,000억원으로 예상

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

투자 대상

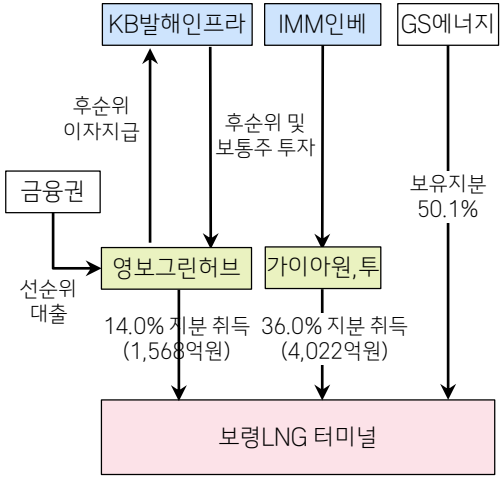
청정 에너지: LNG, 합리적 대안

- 한국의 데이터센터 전력원은 아직 PPA 방식이 많지 않으나 울산의 SK-AWS 데이터센터를 시작으로 PPA 도입 사례 늘어날 전망
- 단기적으로 재생에너지보다 LNG 의존도가 높아질 것. 최근 KB발해인프라는 IMM인베스트먼트와 보령LNG 터미널 투자 결정, 2026년부터 수익 유입
- 북미 데이터센터의 전력 조달 방식은 주로 PPA(사이트에 자체 발전기 설치 포함). 안정적 전력 공급과 고객사의 ESG 기준 충족을 위함
- 기저부하 전력을 제공하는 천연가스가 최적, 미국 전력의 60%를 기여할 전망, 터미널, 재기화시설 등 미드-다운스트림 LNG 밸류체인에 집중
- 그 외에도 반도체 생산량 증가로 산업용 가스 수요 증가. 글로벌 4대 산업용 가스 회사는 향후 5년간 설비투자액을 이전 대비 50% 상향

구글 데이터센터 내 on-site 발전 사례

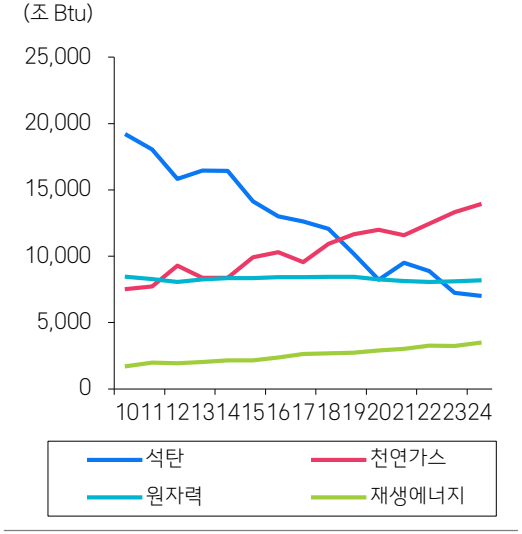
자료: 넥스트에라 에너지, 구글

보령LNG 터미널 투자 구조



자료: 언론기사, 삼성증권

미국의 전력 에너지원 비중 변화



참고: Btu는 British Thermal Unit을 뜻함
자료: EIA, 삼성증권

PART

03 추천 종목

우수한 financing 역량이 프리미엄 요인

SK리츠(395400): 목표주가 6,500원

시가총액: 1조 6,919억 원, 2025F 배당수익률 5.1%

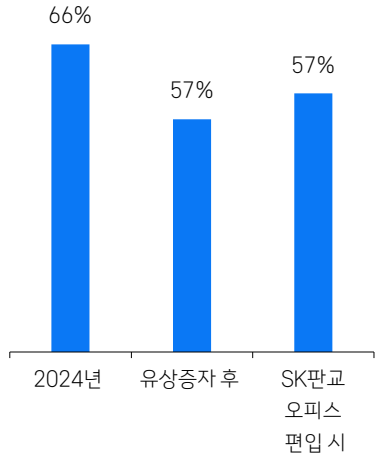
- AUM 2조원에서 5조원까지 성장, SK-P타워 편입(매입가 3,607억원으로 평당 2,400만원대)으로 초대형 리츠로 공고한 입지
- 자산재평가 방식을 도입한 유일한 리츠, SK-P타워 편입 이후에도 LTV는 57%. 2025년 초 제3자 배정 유상증자(485억원)와 자산재평가 효과
- 2024~2025년 총 5천억원의 회사채 발행으로 조달금리 하락 가속화, 자본전입 종료 시점은 예상보다 1년 앞당긴 2026년 초
- 주유소 자산 매각 지속. 일부 자산은 데이터센터로 전환 개발 추진 중. 이자비용 절감 및 임대수익 증가, 처분이익 반영으로 배당 우상향

투자지표

	2023	2024	2025E	2026E
영업수익 (십억원)	146	209	216	218
순이익 (십억원)	26	13	47	62
EPS (adj) (원)	114	32	167	215
EPS (adj) growth (%)	(30.5)	(71.9)	420.5	28.9
영업이익률 (%)	68.9	67.1	67.7	68.1
ROE (%)	2.2	0.7	3.9	5.2
P/E (adj) (배)	34.9	138.2	31.8	25.0
P/B (배)	0.9	1.0	1.3	1.3
ROA (%)	0.7	0.3	1.1	1.5
Dividend yield (%)	7.9	6.0	5.1	5.3

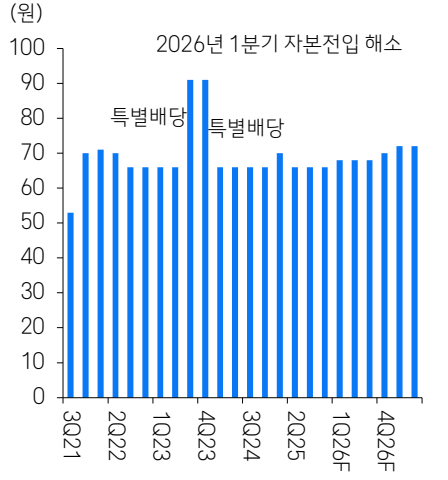
자료: SK리츠, 삼성증권 추정

LTV 추이



자료: SK리츠, 삼성증권

배당 전망



자료: SK리츠, 삼성증권 추정

금리 모멘텀 본격 점화

한화리츠(451800): 목표주가 5,000원

시가총액: 7,543억 원, 2025F 배당수익률 6.5%

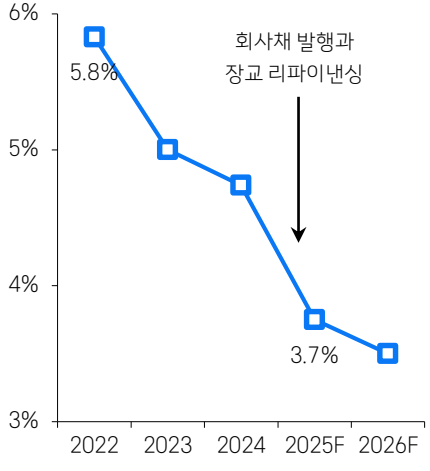
- 2024년 장교빌딩 편입으로 AUM은 1.7조원으로 2배 증가, 대규모 유상증자의 후유증 해소 중
- 2025년 7월 3% 금리에 회사채 발행, 10월 장교빌딩 리파이낸싱으로(기존 4.65%→3.9%)로 가중평균 금리는 3.7%에 도달, 2년 만에 130bp 하락
- 2030년까지 자본전입을 통한 DPS 270원 가이던스, 배당 인상 시기 앞당겨질 것. 유상증자 없이도 단중기 목표인 2조원대 AUM 달성 가능
- 단기적으로 배당수익률 6%대의 오피스 우선주 편입 목표. 스폰서 리츠의 한계인 자산 매각의 어려움을 극복하기 위함

투자지표

	2023	2024	2025E	2026E
영업수익 (십억원)	43	56	101	103
순이익 (십억원)	5	6	21	24
EPS (adj) (원)	0	73	129	132
EPS (adj) growth (%)	n/a	n/a	76.4	2.4
영업이익률 (%)	56.8	56.9	59.6	59.8
ROE (%)	n/a	1.8	4.2	3.8
P/E (adj) (배)	n/a	51.2	32.1	31.4
P/B (배)	n/a	0.8	1.1	1.2
ROA (%)	n/a	0.4	1.3	1.5
Dividend yield (%)	5.9	8.4	6.5	6.5

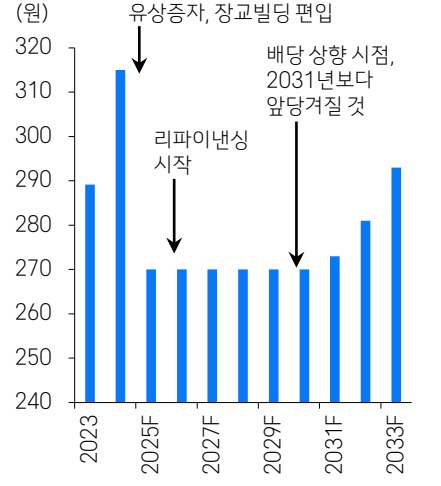
자료: 한화리츠, 삼성증권 추정

평균금리 추정



자료: 한화리츠, 삼성증권

DPS 추정



자료: 한화리츠, 삼성증권 추정

단기 배당 차질에도 거대 펀드의 체력

맥쿼리인프라(088980) : 목표주가 13,600원

시가총액: 5조 5,794억원, 2025F 배당수익률 6.5%

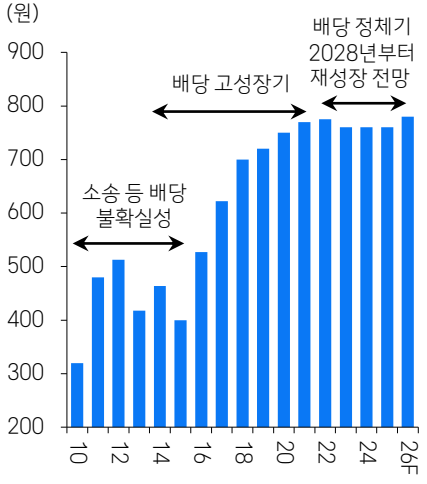
- 2024년 비엔씨티의 재구조화로 후순위대출 이자율은 기존 12%에서 6%로 하락. 이에 따른 배당 차질을 겪고 있음
- 2025년은 백양터널 청산배당(371억원)으로 상쇄했으나 2026년 신규 투자 공백이 길어지며 비엔씨티 영향이 배당에 나타날 수 있음
- 2020년부터 연이은 대규모 유상증자로 주주 피로감 누적. 그러나 교통자산→항만 → 도시가스 → 디지털자산으로 확장의 성과
- 배당 성장 재개 시점은 자산단 선순위 차입금 상환이 본격 완료되는 2028년부터로 예상, 2026년 신규 투자 재개 효과도 가세할 것

투자지표 요약

	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	396	422	438	440
순이익 (십억원)	326	348	370	372
EPS (adj) (원)	748	727	773	777
EPS (adj) growth (%)	(3.9)	(2.9)	6.4	0.5
영업이익률 (%)	82.3	82.5	84.5	84.5
ROE (%)	12.0	11.0	10.8	10.9
P/E (adj) (배)	16.6	15.4	15.0	15.0
P/B (배)	1.9	1.6	1.6	1.6
ROA (%)	10.2	9.7	9.6	9.6
Dividend yield (%)	6.2	6.8	6.5	6.5

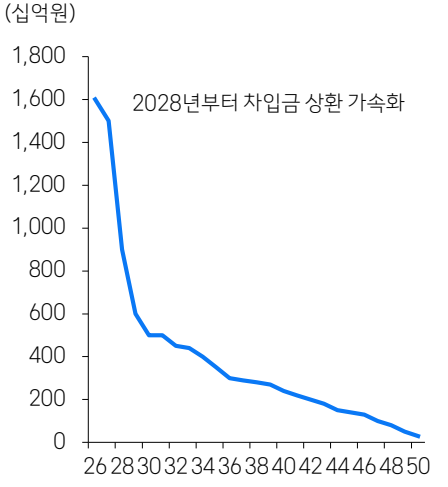
자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

배당 history



자료 : 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

자산단 차입금 잔액 전망



자료 : 맥쿼리인프라, 삼성증권

단기 배당 차질에도 거대 펀드의 체력

맥쿼리인프라(088980): 목표주가 13,600원

시가총액: 5조 5,794억원, 2025F 배당수익률 6.5%

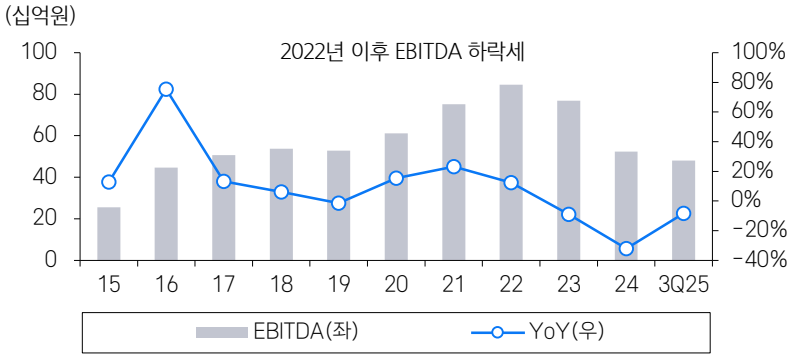
- 매년 3천억원의 현금흐름이 발생하며 주주 배당 재원이 됨
- 비엔씨티의 미수이자는 재구조화를 시행한 2024년 이후부터 둔화

목표주가 산출

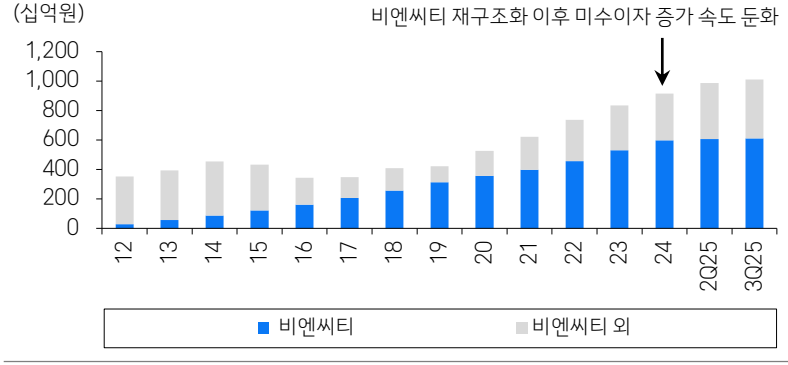
자산별 NPV (십억원)	이자수익	배당수익	청산수익	NPV
백양터널	-	-	55	55
광주순환도로투자	106	-	167	272
신공항 하이웨이	108	298	58	463
수정산투자	-	59	42	101
천안논산고속도로	244	406	176	826
우면산인프라웨이	5	26	13	45
광주순환	-	162	18	180
마창대교	115	-	56	171
경수고속도로	163	23	71	258
서울춘천고속도로	238	18	78	334
인천대교	401	18	140	558
비엔씨티	274	19	84	378
동북선도시철도	74	14	37	125
부산신항만 배후도로	218	6	35	258
영산에너지	151	339	238	727
보문에너지	41	87	64	192
인천김포고속도로	132	6	37	175
씨엔씨에너지	-	237		237
동부간선도로	171	163	22	356
하남데이터센터	528	47		576
미수이자	540			540
합계	3,508	1,927	1,392	6,827
자산 NPV 합계	6,827			
순차입금	320			
적정가치 EV	6,507			
적정 주당 가치 (원)	13,600			

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

비엔씨티 EBITDA 추이



맥쿼리인프라 미수이자 현황



자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

성장 모멘텀 개화

KB발해인프라(415640): 목표주가 11,500원

시가총액:1조 2,009억원, 2025F 배당수익률 6.6%

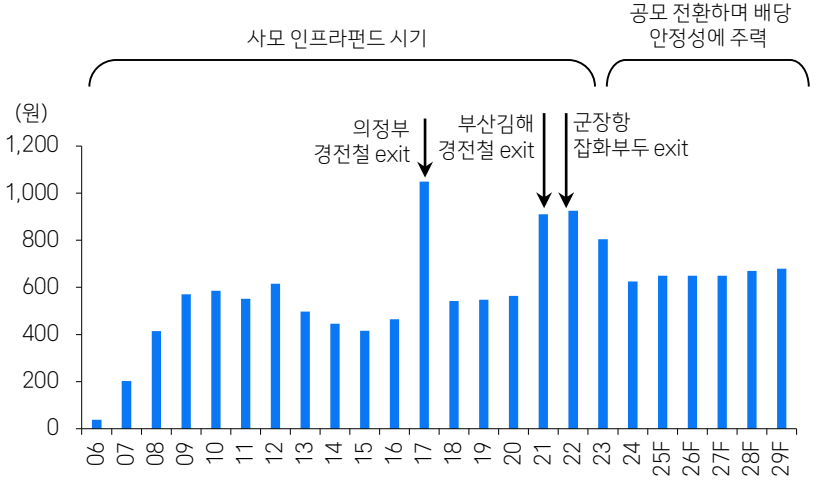
- 2006년 설립, 2024년 11월 상장. 5개 자산 중 신대구부산고속도로가 포트폴리오의 71%를 차지
- 신대구부산의 운영 만료일은 2036년, MRG 종료일은 2026년, 2020년 재구조화로 요금 인하 후 도로공사가 차액을 전액 보전
- 2035년까지 신대구부산고속도로의 후순위대출 원리금이 순차적으로 상환될 예정, 투자재원은 풍부
- LNG보령터미널 투자 결정으로 2026년부터 후순위대출 이자수익 유입 예상, 현재 가용 차입금 1,675억원으로 유상증자 필요성 낮음

투자지표 요약

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	64	67	70	77
순이익 (십억원)	52	56	58	67
EPS (adj) (원)	508	458	473	547
EPS (adj) growth (%)	0.0	(10.0)	3.4	15.5
영업이익률 (%)	82.1	83.7	82.9	87.0
ROE (%)	6.0	6.5	6.9	8.1
P/E (adj) (배)	16.5	21.5	20.8	18.0
P/B (배)	1.0	1.4	1.4	1.5
ROA (%)	5.2	5.9	6.2	7.3
Dividend yield (%)	7.4	6.6	6.6	6.6

자료: KB발해인프라, 삼성증권 추정

KB발해인프라 DPS history, 10건의 투자 경험과 3건의 exit 경험



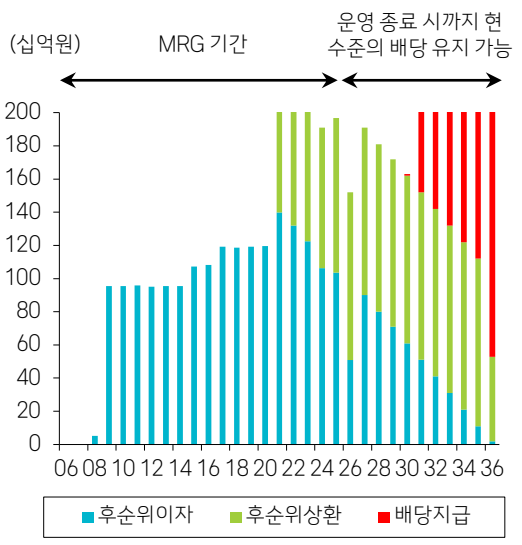
자료: KB발해인프라, 삼성증권

KB발해인프라(415640): 목표주가 11,500원

시가총액:1조 2,009억원, 2025F 배당수익률 6.6%

- AUM의 71%를 차지하는 신대구부산고속도로는 강력한 캐시카우. 2025년 선순위대출 상환이 완료되며 연 200억원 내외의 후순위대출 원금 회수
- 후순위대출 이자수익은 400억원 이상, 연 900억원 내외의 현금흐름을 제공하는 자산
- 교통량이 당초 예상을 상회(104%)하며 운영 초기부터 미수이자가 거의 없음
- 2024년 MRG가 종료되었고 주무관청이 요금 인하를 결정했으나 차액을 운영 종료시기인 2036년까지 전액 보장, 결과적으로 P는 고정하고 Q 상승 효과(통행량 증가)

신대구부산으로부터 유입되는 현금흐름



자료: KB발해인프라, 삼성증권

KB발해인프라 투자자산

자산 (십억원)	출자금					주무관청	사업시행기간 (년)	운영기간 종료일
	지분율 (%)	주식	후순위	총 투자액	이자율 (%)			
신대구부산고속도로	50.2	151.4	487.8	639.1	10.25-10.5	국토교통부	30	Feb-36
산성터널	65.0	23.4	60.8	84.2	11.0	부산광역시	30	Sep-48
남양주도시고속도로	100.0	47.5	51.6	99.1	20.0	남양주시	30	Aug-41
용마터널	60.0	16.8	28.0	44.8	12~15	서울특별시	30	Nov-44
수원순환도로	50.0	20.0	24.0	44.0	13.0	수원시	30	Sep-50
계		259.1	652.2	911.2				

신대구부산고속도로 금융 조건

구분	선순위 대출	후순위 대출			
		A	B-1	B-2	C
약정액 (십억원)	145.5	467.4	193.3	178.6	278.0
(발해인프라)		467.4		87.4 (2024년 신규 약정)	
대출금리 (%)	기준금리(3개월 변동)+0.88%	10.25	10.50	10.50	8.00
상환기간	최초 인출일로부터 25년 2분기 이자 지급일	최초 인출일로부터 35년 2분기 이자지급일			
상환순위	선순위 〉 후순위 A,C 〉 후순위 B-1, B2				

자료: KB발해인프라, 삼성증권

KB발해인프라(415640): 목표주가 11,500원

시가총액:1조 2,009억원, 2025F 배당수익률 6.6%

- 11월, 보령LNG터미널 지분 49.9%의 입찰에 IMM인베스트먼트와 컨소시움으로 참여, 우선협상대상자로 선정돼 매매협상 완료
- SPC인 '영보그린허브'를 설립해 투자 예정이며 매매대금 1,568억원. KB발해인프라는 후순위 대출 중심의 금융구조 설계 예정
- 2026년부터 후순위대출 이자수익 유입, 현재 차입여력은 1,675억원이며 신대구부산고속도로에서 연 200억원 이상의 후순위대출 원금이 상환되기 시작해 유상증자 없이 재원 조달 가능

KB발해인프라 밸류에이션

자산별 NPV (십억원)	이자수익	배당수익	청산수익	NPV
신대구부산고속도로	414	483	89	986
산성터널	113	25	1	140
남양주도시고속도로	127	39	22	188
용마터널	38	35	7	79
수원순환도로	38	19	6	63
NPV 합계	730	601	124	1,456
순차입금	57			
적정가치 EV	1,399			
적정 주당 가치(원)	11,500			

KB발해인프라 자산별 현금흐름

이자수익 (십억원)	출자금	2025	2026	2027	2034	2035	2036	2037	2048	2049	2050
신대구부산고속도로	487.8	97.0	97.0	91.0	56.0	26.0					
산성터널	60.8	4.8	5.9	5.9	7.5	9.2	9.9	10.3	7.8		
남양주도시고속도로	51.6	5.0	3.0	5.4	12.2	12.0	15.0	22.7			
용마터널	28.0	3.4	3.4	3.4	4.2	4.2	4.2	3.8			
수원순환도로	24.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1			
배당수익 (십억원)											
신대구부산고속도로	151.4				55.0	58.5	151.4				
산성터널	23.4								23.4		
남양주도시고속도로	47.5					2.9	3.0	3.1			
용마터널	16.8										
수원순환도로	20.0								1.4	1.5	20.0

자료: KB발해인프라, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 12월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 12월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

MEMO

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA