부동산/REITs

2026년 전망
- 수급이 기우는 곳에 기회가

건설/부동산/인프라 담당 박세라
02-2004-9507
park.se-ra@shinyoung.com

R.A. 권혁
02-2004-9066
kwon.heuk@shinyoung.com

신영증권

Contents

01 **Summary**

04 **주거용 부동산**

12 **상업용 부동산(오피스, 물류센터)**

20 **REITs**

25 **기업분석**

아이에스동서 : 매수(유지)/TP 50,000원(유지)
SK리츠 : 매수(유지)/TP 6,400원(상향)
한화리츠 : 매수(신규)/TP 5,600원(신규)
롯데리츠 : 매수(유지)/TP 5,600원(상향)
ESR켄달스퀘어리츠 : 매수(유지)/TP 6,000원(하향)
신한알파리츠 : 매수(유지)/TP 8,200원(하향)
디앤디플랫폼리츠 : 매수(유지)/TP 4,800원(유지)

분석의 기본 가정

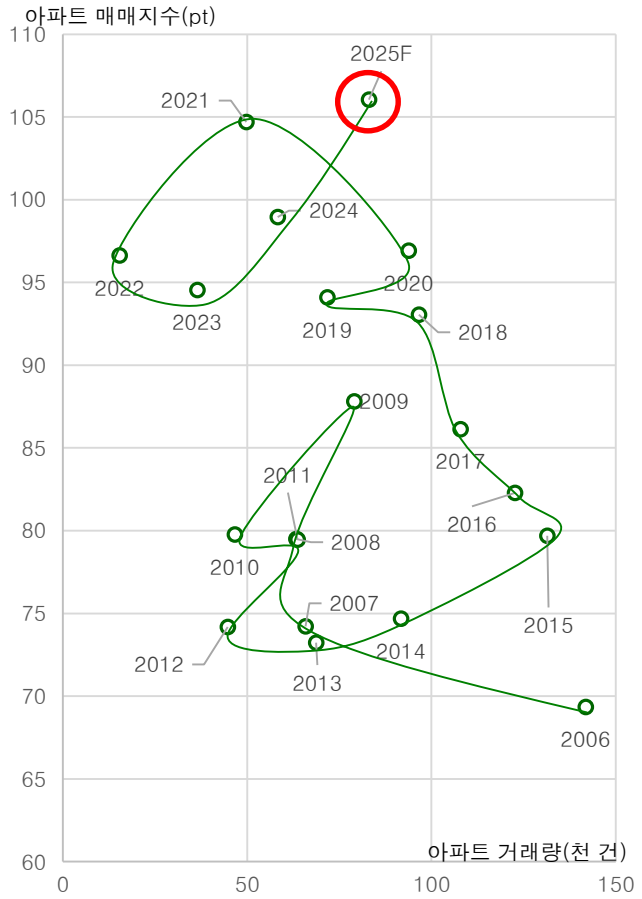
- 금리 변동성 완화
- 공급 부족에 따른 개발 수요 누적, 자금 조달 환경 완화에 따른 사업 추진 활성화

Summary

주거용 부동산 - 2025년 Review, 양극화 심화

서울, 불황을 넘어 활황으로, 전국 평균은 여전히 불황

아파트 가격순환모형, 불황에 멈춰 있는 전국 아파트 가격(좌)과 회복을 넘어 활황으로 넘어가는 서울(우)



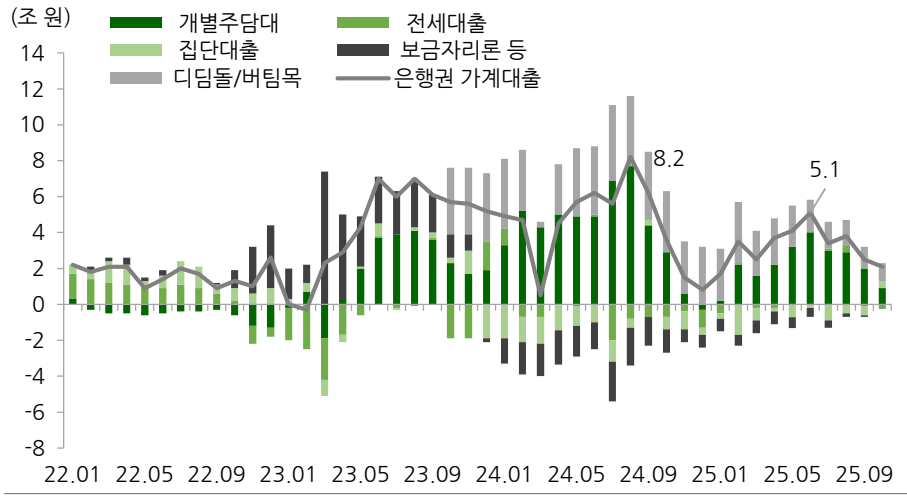
자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2025년 Review, 양극화 심화

실제 시장에 영향을 준 6.27 대책, 아직 효과 없는 10.15 대책

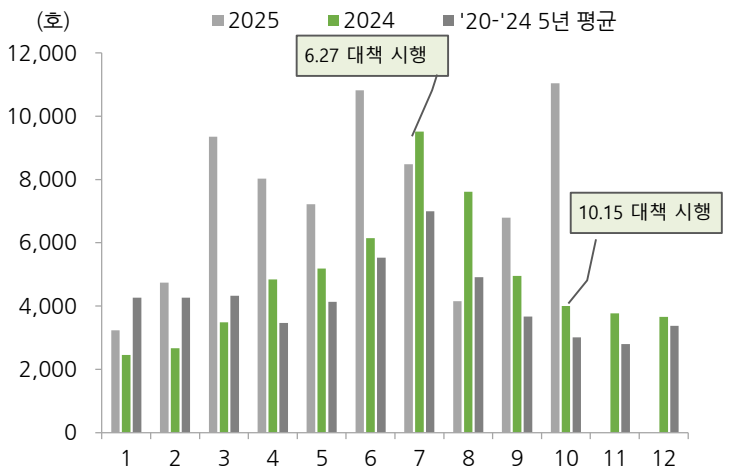
- **금리인하 + 공급 절벽에 대한 불안감이 만든 상반기 주택 매수 rally → 6.27 가계대출 규제로 실질적 효과**
  - 2025년 6월 은행권 가계대출 5.1조원으로 '23~'24 과열 시기 peak에 근접, 대출규제 시행 이후 하락
- **규제지역으로 묶은 10.15 대책, 과열 매수를 잠재우는 효과 but 가격 조정은 미세**
  - '가격'하락 보다는 '과열 매수'를 잠재운 효과
  - 경기도 화성, 구리 등 일부 비규제지역으로의 풍선효과 야기하기도
  - 10.15 대책 이후 가격 상승폭이 둔화되는 양상이었으나, 11월 마지막주 이후 재차 상승

가계대출 동향 추이



자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

서울 월별 아파트 매매 거래량 추이



자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2025년 Review, 양극화 심화

서울 대형 정비사업, 시공사 선정 Rush

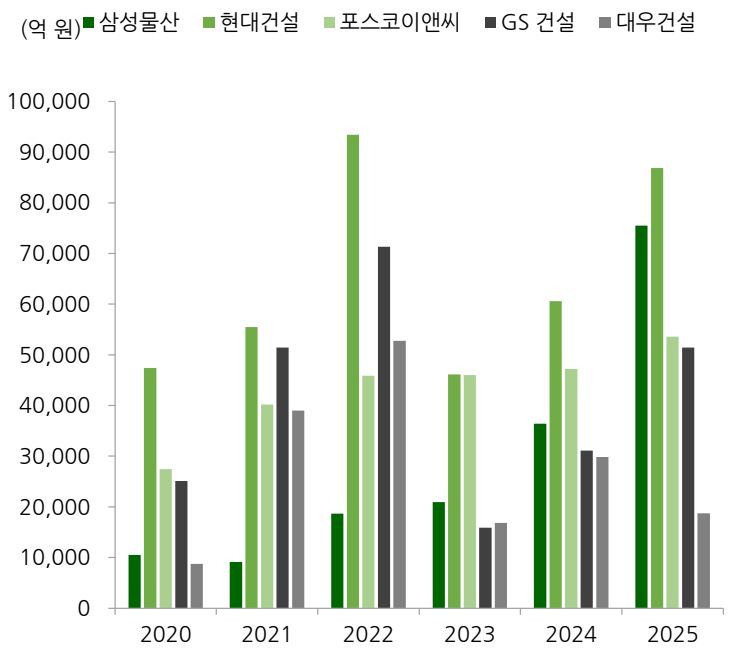
- 2025년 상위 10대 건설사 정비사업 수주 규모 50조원 예상, 2024년 27조원 대비 두 배 가까이 성장
- 현대건설, 삼성물산 Top2의 독주
  - 현대건설 2025년 11개 도시정비 사업지, 10.5조원 수주 기록
  - 사업장 대형화(압구정2구역 2.8조원), 브랜드+시공 능력+자금 조달+재무건전성 갖춘 대형 건설사 수혜

2025년 서울 주요 정비사업 수주 입찰 결과

사업장명	예정 입찰일	진행 상태 및 결과
방배7구역 재건축	2025-01-20	유찰 → 삼성물산과 협의 중
신반포4차 재건축	2025-02-05	삼성물산 단독 응찰 → 유찰 → 삼성물산 선정
개포주공6·7단지 재건축	2025-03-12	유찰 → 현대건설 수의계약 방식 시공사로 최종 선정
가락1차현대아파트 재건축	2025-04-14	롯데건설 단독 응찰 → 유찰 → 롯데건설 선정
잠실우성1·2·3차 재건축	2025-05-07	GS건설 두 차례 단독 응찰 → 유찰 →GS건설 선정
방배신삼호 아파트 재건축	2025-05-09	단독 입찰 및 수의계약 논의 → 총회에서 부결 → HDC현대산업개발 수의계약 논의
방배15구역 재건축	2025-05-09	포스코이앤씨 수의계약 방식으로 최종 선정 완료
개포우성7차 아파트 재건축	2025-06-19	입찰 결과 대기중 삼성물산, 대우건설
용상정비차전면1구역	2025-06-22	HDC현대산업개발 선정
상계 주공5단지 재건축	2025-07-15	한화 건설부문 선정
유원제일2차 아파트 재건축	2025-09-02	입찰 예정
여의도 대교아파트 재건축	2025-09-02	삼성물산 선정
압구정 2구역	2025-08-11	현대건설 선정
증산 4구역	2025-07-18	DL이앤씨, 삼성물산(도심공공주택복합사업)
장위15구역	2025-06-23	1차 유찰 → 3차 입찰, 현대건설 선정

자료 : 언론 취합, 신영증권 리서치센터

국내 주요 건설사 정비사업 수주 규모 추이 (2020~2025.10)



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2026년 전망, 서울: 침묵 속 신고가

딱히 매도 할 이유가 없다, 그러나 높은 가격 진입 장벽으로 거래량은 감소

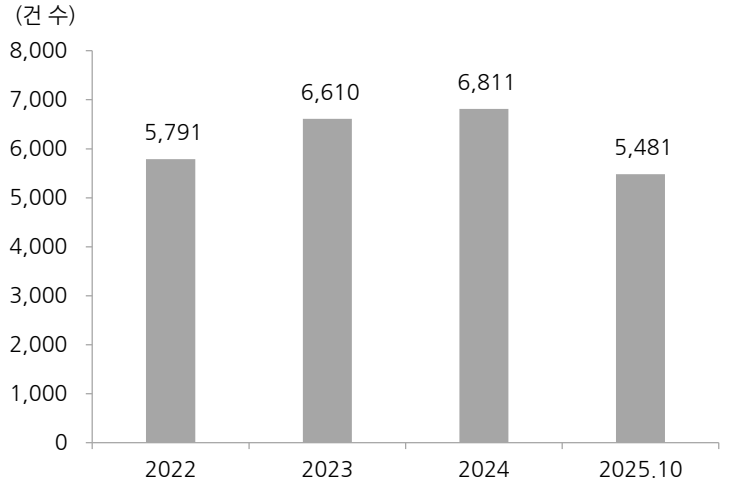
- **공급: 최근 건설 기성 및 3년 전 착공 물량 감소에 따라 공급 부족 압력이 누적되는 상황**
  - 한국부동산원, 2026년 전국 입주물량(분양+임대)은 20.7만세대, 서울은 2만8885세대
  - 2026년은 공급제약에 따른 가격 상승압력 강화 전망
- **수요: 세제 개편에 대한 불안감은 낮은 상황, 매물 잠김 속 드문 거래량에 신고가**
  - 부동산 세제 합리화 논의, 2026년 지방선거 이후 시점 전망
  - 공시가격 현실화로 세부 조정은 있으나, 서울 주요 입지 주택 희소성이 부각(공급 절벽)되는 가운데 자산 가격 상승에 대한 기대가 기회비용(세부담)을 앞서는 상황, 보유 또는 증여 확대

전국 주택 매매/전세 가격 변동률 추이 및 전망 (단위: %)

구분	지역	21년	22년	23년	24년	25년 (1~9월)	25년 (1~12월)	26년(e)
매매	전국	9.9	-4.7	-3.6	0.1	0.2	0.4	0.8
	수도권	12.8	-6.5	-3.6	1.4	1.3	1.5	2
	지방	7.4	-3	-3.5	-1	-0.8	-0.8	-0.5
전세	전국	6.5	-5.6	-5.1	1.3	0.2	1	4

자료 : 한국건설산업연구원, 신영증권 리서치센터

서울 아파트 증여 건수 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2026년 전망, 서울: 수요의 구조적 변화

수요 동인(動因)의 변화, 직장·학군 < 자산·최고급 인프라

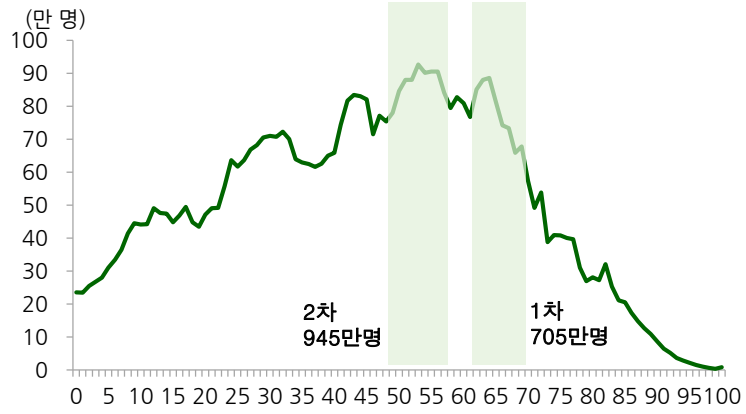
- 희망퇴직, 릴레이 감원(본사) vs 신규 채용 증가 – 반도체(평택, 용인) 조선(울산, 경남) 바이오(송도, 충북)
- 내신 확대 기조가 낳은 '탈 대치', 지역인재 선발 비중 확대 기조(학군으로서의 정주여건 약화)
- 고령층의 자산 보유 및 증여, but 현금흐름이 필요한 상황(반전세/월세 증가, 비핵심 자산 매각)

→ 일터(Workplace)에서 삶터(Living place)로의 변화

- 직주근접보다는 '즐길 거리'가 더 중요한 포인트(백화점, 문화시설, 공원, 병원, 핫플레이스)
- 관광 기능의 강화, 외국인 거주 형태의 다양화(장기 체류형 방문 증가)

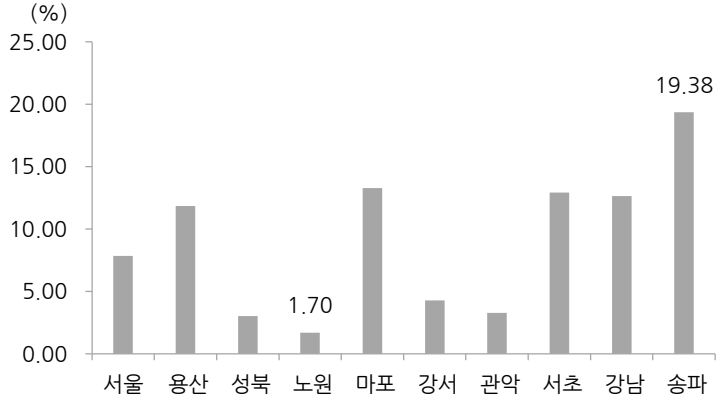
→ 무조건 '서울'이 아닌, **서울 안에서의 양극화, 첨예화(1%에서 0.01%로) 진행될 것**

연령별 주민등록인구 수 – 2차 베이비부머 은퇴 시기 돌입



자료 : 행정안전부, 신영증권 리서치센터

2025년 누계 아파트 매매가격 변동률



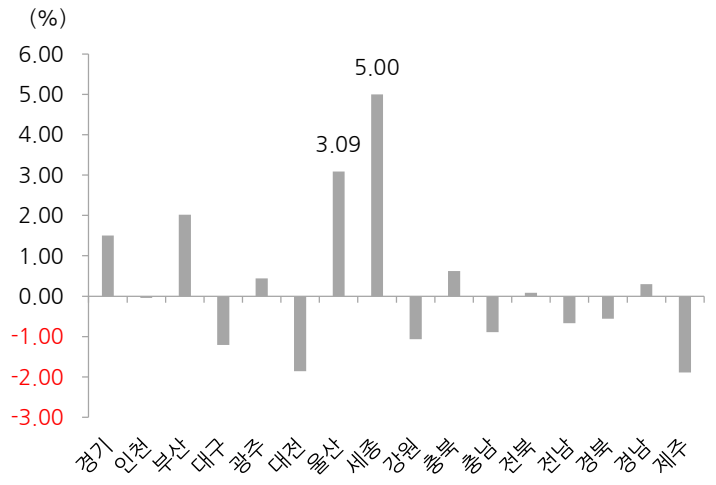
자료 : 부동산원, 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2026년 전망, 지방: 실수요 + 희소성 + 신축

지방 부동산, 제한된 공급 속 실수요가 몰리는 지역에서의 반등

- 2024년 입주물량 peak 이후 하락 전환, 2026년 급격한 입주물량 감소
  - 적체된 미분양 물량 해소가 일차 관건, 빠르게 줄어드는 지역 중심으로 상승 에너지 강화
    (미분양 세대 변화 '24.12 → '25.10: 울산 4,131→ 2,676, 경북 6,987 → 5,449, 세종 61 → 57)
- 일자리가 증가하는 지역
  - 지역균형정책의 수혜가 예상되는 지역으로의 인구 유입 기대(ex, 세종)
  - 기업 호황, 일자리 투자 확대, 소득 증가가 예상되는 가운데 신도심으로의 선호 이전 효과(ex, 울산)

2025년 전세가격 상승률



자료 : 부동산원, 신영증권 리서치센터

2026년 입주예정 아파트 수 비교 (단위: 세대)

지역	2023년	2024년	2025년	2026년	26-'25
전국	368,688	362,971	277,922	210,573	-67,349
서울	36,763	28,257	42,611	29,161	-13,450
경기	112,884	113,708	74,747	67,598	-7,149
인천	45,663	29,740	20,093	15,161	-4,932
부산	25,645	14,959	13,973	11,381	-2,592
대구	34,784	24,300	13,275	11,360	-1,915
광주	5,096	8,853	5,318	11,656	6,338
대전	3,423	16,809	11,861	6,667	-5,194
울산	8,786	4,493	4,581	4,411	-170
세종	3,092	3,616	1,840	0	-1,840
강원	8,378	11,899	9,423	7,855	-1,568
충북	10,727	17,367	13,168	9,408	-3,760
충남	26,377	22,002	13,902	11,718	-2,184
전북	9,087	10,190	10,269	6,429	-3,840
전남	10,099	11,761	7,368	4,075	-3,293
경북	10,452	23,817	11,305	5,286	-6,019
경남	16,185	20,282	22,558	7,848	-14,710
제주	1,247	918	1,630	559	-1,071

자료 : 부동산원, 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2026년 전망, 지방: 실수요 + 희소성 + 신축

울산: 소득 여건 개선에 신축으로의 수요 이전

울산광역시 지역종합현황판		해당시군구
인구	기준일자	2024년
	총인구	1,098,049 명
	전년대비	-0.51%
	35세미만	369,619 명
	35-55세미만	338,304 명
	55세이상	356,675 명
	세대수	495,378 세대
순전입	기준일자	2025년
	최근1년 인구	-4,831 명
주택현황	기준일자	2020년
	총인구	394,634 호
	전년대비	289,432 호
	아파트비율	73.34%
	노후아파트비율	50.80%

		아파트
분양	기준일자	2025.11.28
	최근 3개월	3,096 세대
	최근 6개월	3,096 세대
	최근 1년	7,303 세대
분양계획	기준일자	2025.11.28
	최근 3개월	5,506 세대
	최근 6개월	5,506 세대
	최근 1년	5,506 세대
분양가	기준일자	2025.11.28
	최근 3개월	567 만원
	최근 6개월	567 만원
	최근 1년	554 만원
미분양	기준일자	2025년10월
	현재	2,676 호
	3개월전	
	6개월전	
	1년전	

		아파트	재건축아파트
매매가격	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	1개월 변동률	0.25%	0.10%
	3개월 변동률	1.03%	0.81%
	6개월 변동률	1.65%	1.06%
	1년 변동률	2.92%	-0.48%
	3.3㎡당 가격	1,057 만원	1,427 만원
전세가격	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	1개월 변동률	0.09%	0%
	3개월 변동률	0.22%	-0.01%
	6개월 변동률	0.41%	-0.41%
	1년 변동률	2.11%	-1.36%
	3.3㎡당 가격	724 만원	410 만원
기타지표	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	전세/매매 비율	68.44%	28.71%
	임대수익률		
	전월세 전환율		
거래량	기준일자	2025.10	
	1개월(누적)	2,049 건	
	6개월(누적)	11,064 건	
	1년(누적)	23,106 건	
	전영동월대비	11.06%	

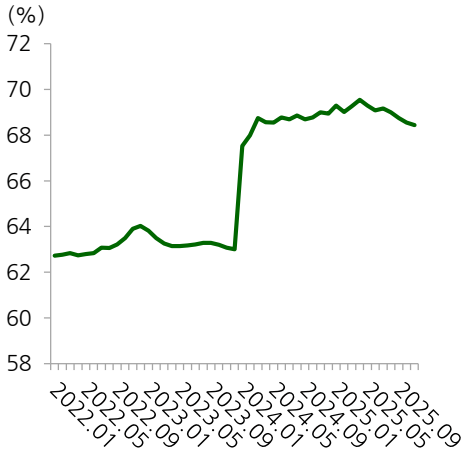
		아파트	임대제외아파트
입주	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	최근 3개월	1,650 세대	149 세대
	최근 6개월	2,304 세대	803 세대
	최근 1년	3,868 세대	1,950 세대
	최근 3년	17,147 세대	15,229 세대
	최근 5년	22,267 세대	19,407 세대
입주예정	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	향후 3개월	713 세대	713 세대
	향후 6개월	1,983 세대	1,983 세대
	향후 1년	5,124 세대	5,124 세대

자료 : REPS, 신영증권 리서치센터

울산 호수공원 에일린의 뜰('25.12 청약)

자료 : 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

울산광역시 전세/매매 비율



자료 : REPS, 신영증권 리서치센터

주거용 부동산 - 2026년 전망, 지방: 실수요 + 희소성 + 신축

세종: 행정수도 이전과 지역균형발전 정책 흐름

세종특별시 지역종합현황판		해당시군구
인구	기준일자	2024년
	총인구	명
	전년대비	%
	35세미만	명
	35-55세미만	명
	55세이상	명
	세대수	세대
순전입	기준일자	2025년
	최근1년 인구	명
주택현황	기준일자	2020년
	총인구	호
	전년대비	호
	아파트비율	%
	노후아파트비율	%

		아파트
분양	기준일자	2025.11.28
	최근 3개월	-
	최근 6개월	-
	최근 1년	698 세대
분양계획	기준일자	2025.11.28
	최근 3개월	647 세대
	최근 6개월	647 세대
	최근 1년	647 세대
분양가	기준일자	2025.11.28
	최근 3개월	-
	최근 6개월	-
	최근 1년	544 만원
미분양	기준일자	2025년10월
	현재	47 호
	3개월전	
	6개월전	
	1년전	

		아파트	오피스텔
매매가격	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	1개월 변동률	0.08%	0%
	3개월 변동률	0.53%	0%
	6개월 변동률	1.08%	0%
	1년 변동률	3.76%	0%
	3.3㎡당 가격	1,810 만원	617 만원
전세가격	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	1개월 변동률	0.18%	0%
	3개월 변동률	0.60%	0%
	6개월 변동률	0.88%	0%
	1년 변동률	0.08%	0%
	3.3㎡당 가격	708 만원	450 만원
기타지표	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	전세/매매 비율	39.10%	72.96%
	임대수익률		3.70%
	전월세 전환률		4.92%
거래량	기준일자	2025.10	
	1개월(누적)	619 건	
	6개월(누적)	2,690 건	
	1년(누적)	7,397 건	
	전영동월대비	33.12%	

		아파트	임대제외아파트
입주	기준일자	2025.11.28	2025.11.28
	최근 3개월		
	최근 6개월		
	최근 1년	1,602 세대	876 세대
	최근 3년	8,310 세대	5,945 세대
	최근 5년	21,271 세대	15,571 세대
입주예정	기준일자	2025.11.28	
	향후 3개월	238 세대	
	향후 6개월	238 세대	
	향후 1년	238 세대	

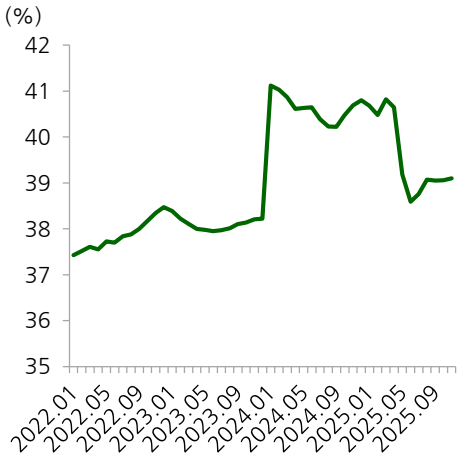
2026년 SOC 부문별 예산안

(단위: 억원)

구분	'25년	'26안	비고
도로부문	71,922	62,525	민자도로(9,799→2,758) 고속도로(10,445→9,941)
철도부문	70,016	88,411	광역철도(9,131→9,476) 도시철도건설(5,209→7,885)
항만수자원부문	13,533	13,464	하천재해대책비(2,620→4,000) 국가하천정비(6,794→7,477)
지역 및 도시부문	19,860	22,383	세종의사당(350→956) 대통령집무실(45→240)
물류 등 기타	42,767	45,160	정액패스(2,375→5,274) 준공영제(1,638→1,971)
항공·공항·산단	16,311	15,906	공항시설관리(3→1,177) 울릉도소형공항(254→1,149)
합계	254,344	274,506	전년대비 +7.9%

자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

세종특별시 전세/매매 비율



자료 : REPS, 신영증권 리서치센터

상업용 부동산 Office - 2025년 Review, 실사용 중심

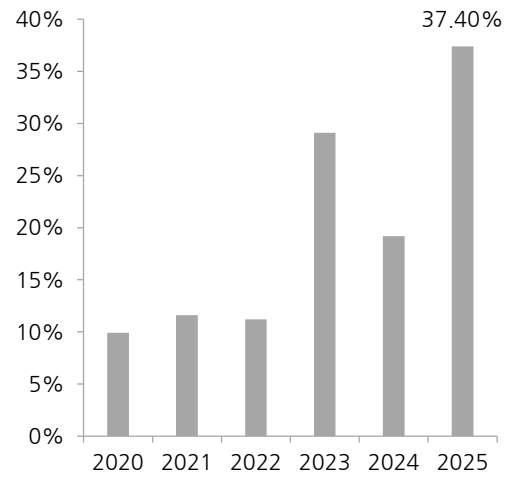
SI가 주도한 오피스 투자시장 거래

- **2025년 3분기말, 서울+분당 오피스 거래 규모 17.2조원, 2021년 수준으로 회복**
  - 판교테크원(평당 3,322만원, 1조9,820억원, 역대 최대 거래규모), 수송스퀘어(5,225억원), BNK디지털타워(4,578억원), 대신343(6,620억원) 등 주요 오피스 거래 활발
- **실사용 목적의 거래 비중 확대, SI가 주도**
  - 2025년 오피스 누적 거래 37.4% SI 및 실수요자 매입

→ 생각보다 높은 금리 시황 지속, Cap rate 구조적으로 낮아지기 어려운 상황에서 FI의 소극적인 참여

→ 임대료 상승에 따른 기회비용 증가, 기업의 안전자산(부동산) 투자 선호

오피스, 전략적투자자 거래 비율



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

2025년 SI 주도 주요 오피스 거래 사례

빌딩명	소재지	평당 거래 가격(만원)	거래가격 (억 원)	매도자	매수자
페럼타워	중구 수하동	3,829	6,451	삼성생명보험	동국제강
서울N스퀘어	중구 회현동3가	3,121	1,545	GRE파트너스자산운용	금융결제원
KDB생명타워	용산구 동자동	2,715	6,744	KB자산운용	CJ올리브영
누디트 서울숲	성동구 성수동1가	3,539	1,825	이지스엑스자산운용	111퍼센트
합정H스퀘어	마포구 서교동	2,076	875	GRE파트너스자산운용	한화갤러리아
르웨스트시티C동	강서구 마곡동	1,890	2,961	마곡마이스PFV	소노인터내셔널
강남N타워	강남구 역삼동	4,400	6,805	KB부동산신탁	빗썸(셰어딜)
NC타워1	강남구 삼성동	4,743	4,435	엔씨소프트	과학기술인공제회 (퍼시픽자산운용)
삼원타워	강남구 역삼동	3,500	2,007	JR투자운용	헥토(퍼시픽자산운용)
현대차증권빌딩	영등포구 여의도동	2,900	3,548	코람코자산운용	현대차증권(셰어딜)
현대카드빌딩2관	영등포구 여의도동	2,292	824	현대캐피탈	현대카드
판교 테크원	분당구 백현동	3,322	19,820	미래에셋자산운용	카카오뱅크

자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

상업용 부동산 Office - 2025년 Review, 실사용 중심

마곡 공급 물량 해소 속 Flight to Quality

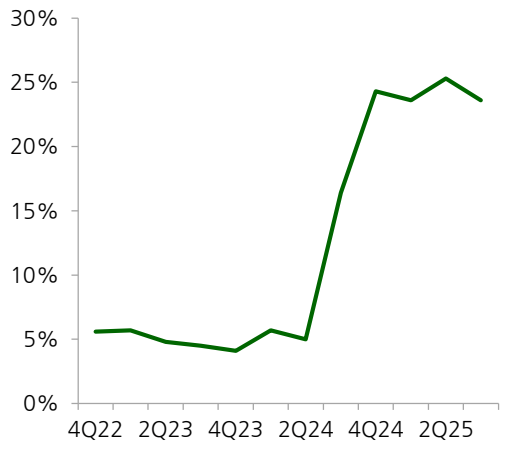
→ 서울 전체 공실률 7.0%(3Q25 기준, 젠스타메이트)으로 2024년말(6.0%) 대비 상승(마곡 신규 공급 영향)

- **2024년 마곡 CP1(르웨스트C타워), CP3-2(케이스퀘어마곡), CP4(원그로브) 준공으로 초대형 신축 오피스 20만평 신규 공급(신규공급률 12.2%)**
- **원그로브, DL이앤씨 등 주요 임차인 빠르게 확정하면서 공실률 해소**
  - SK렌터카 이전으로 마곡 원그로브 오피스 임대율 40% 이상, 전체 임대율 60% 이상 될 것
  - 서울 오피스 가운데 가장 넓은 기준층 전용면적(1,278평), 프라임 오피스 어메니티(라운지, 회의실)와 녹지공간(선큰가든, 중앙정원, 옥상정원 등) 등, 노후 오피스와 차별화되는 신축 오피스+편의시설 갖춰

마곡 신규 업무지구

자료 : 알스퀘어, 신영증권 리서치센터

서울 기타(마곡 포함) 공실률 추이



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

마곡 업무지구 주요 임차인 정보

빌딩명	임차사	임차면적(평)
원그로브	DL 및 계열사	13800
	사람인	-
	플래그원(공유오피스,LG)	-
	SK렌터카	2795
	그레이스타 등	-
케이스퀘어 마곡	코리아인슈 중겸	2000
	국가평생교육진흥원	2800
	한국전파진흥협회	1800
	자이C&A	2000

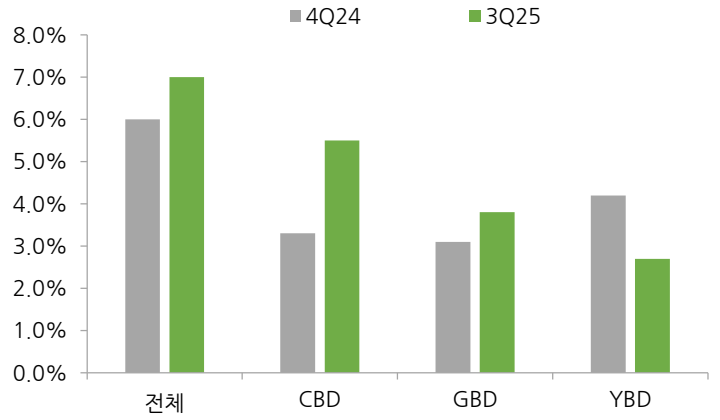
자료 : 젠스타메이트, 언론 취합, 신영증권 리서치센터

상업용 부동산 Office - 2025년 Review, 실사용 중심

K자형 양극화, 견조함 속에서도 임차 모집 경쟁

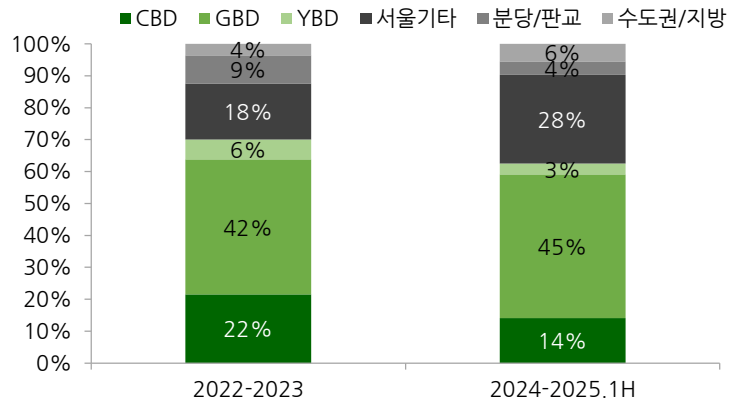
- **서울기타, 수도권/지방으로의 오피스 이전 비중 증가**
  - 높아진 임대료에 마곡 대규모 공급 영향 등, 비용 절감을 목적으로 서울기타, 수도권/지방으로의 이전 증가
- **견조한 GBD&YBD, 임차 모집 경쟁의 CBD**
  - GBD 권역 공실률 하락, OPUS459 초대형 오피스 준공에도 바바리퍼블리타(토스) 오피스 전층 임대, 센퍼필드 이스트 신세계 계열사 임차로 공실 해소 → 제한된 공급 하에 금융 및 IT 기업의 견고한 이전, 확장 수요
  - YBD 원센티널 리모델링 완공 이후 NH농협캐피탈(사옥 매각), 화재보험협회(사옥 재건축), 현대차증권, 미래에셋생명보험 등 공실 해소, but FKI Tower 및 파크원타워1에서 DL계열사 및 녹십자웰빙(to 왕십리) 이전으로 일부 공실 발생도 확인
  - CBD, INNO99타워 리모델링/보령빌딩 등 신규 공급 증가 속 DL계열사 이전 등 공실 확대 요인, 서울스퀘어/SK-C타워/종로타워/Tower 107 공실 해소, 블랙록-SFC에서 그랑서울로의 이전 결정 등 Flight to Quality 흐름 → 임차 모집 경쟁

서울 오피스, 권역별 공실률 변화



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

오피스 이전지역 비중



자료 : RSQUARE, 신영증권 리서치센터

상업용 부동산 Logistics- 2025년 Review, 누군가에게는 기회였다

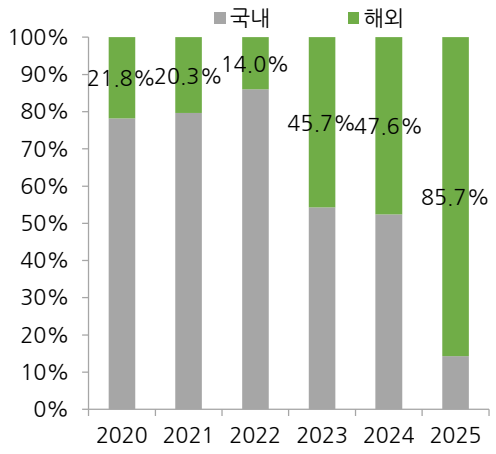
저가 매수 전략의 타이밍

- NPL 거래 비중이 컸던 2024년, 2025년에도 해당 기조 유지(경공매 비중 18.9%)
- 2025년 물류센터 매입 사례 중 86%가 해외투자자, 수도권 거래사례는 전수 해외 투자 건
  - KKR 투자하여 설립된 크리에이트 자산운용, 화성제기리, 안성 미양면, 안성 선우 로지스 등 3개 자산 매입
  - 블랙스톤-큐브인더스트리얼 로지스밸리서울 김포물류(2167억원), MQ로지스틱스 물류(1343억원) 매입
- 2025년 8월 기준 인허가 이후 1년 이상 미착공 물류센터 17개(CBRE A급 표본의 약 54%)

→ 예정된 공급 절벽 속, 충분히 저렴한 가격의 Equity 투자로 기대수익률 확보 전략

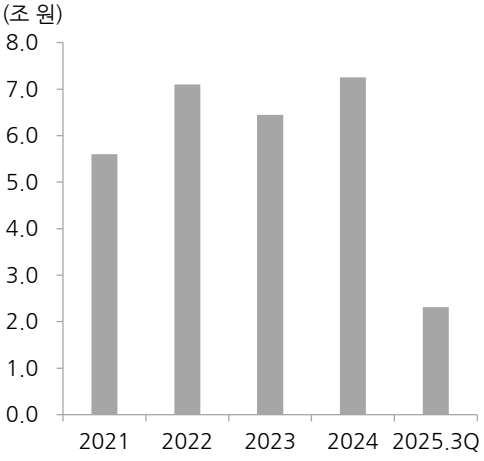
→ 장기 시계열의 투자 경험, 저가 매수의 기회

물류센터 투자자별 매입 비중 추이



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

수도권 물류센터 거래 규모 추이



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

2025년 주요 물류센터 거래 사례

자산명	매매가 (억 원)	매도자	매수자
매곡DC	940	켄달스퀘어 자산운용	퍼시픽자산운용(KKR)
화성제기리물류센터	2,700	JR투자운용	크리에이트자산운용(KKR)
안성 미양면 A,B동	1,210	선우로지스	크리에이트자산운용(KKR)
안성 선우 로지스	770	선우로지스	크리에이트자산운용(KKR)
석남복합물류	2,450	S&K로지스틱스	브룩필드자산운용
그린웨이브시화	4,750	시화로드	JB자산운용-싱가포르
로지스포인트여주	2,000	포스코이앤씨(공매)	코람코자산운용-스타우드캐피탈

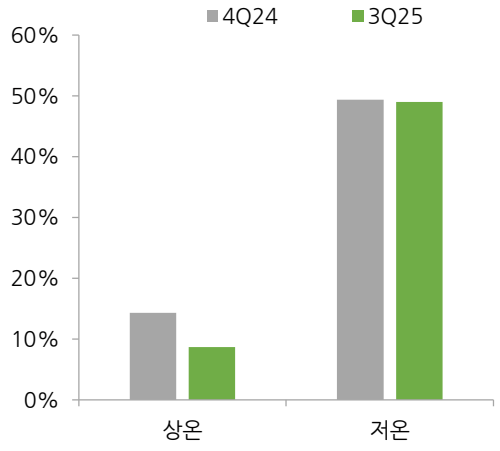
자료 : CBRE, 언론 취합, 신영증권 리서치센터

상업용 부동산 Logistics- 2025년 Review, 누군가에게는 기회였다

상온 물류센터의 회복 – C커머스의 비중 증가

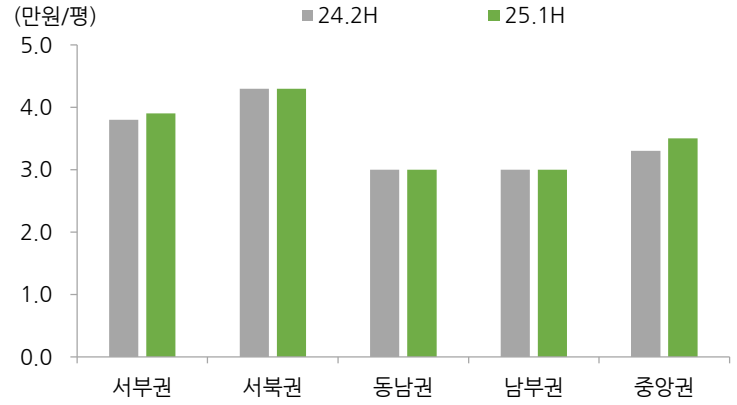
- **신규 공급 제한된 가운데, 상온 공실률 의미 있는 하락(4Q24 14.3%, 3Q25 8.7%)**
  - 공급 제한 속 상온 공실률 회복, 특히 동남권 물류센터 공실률 9.1%으로 4Q24 17.2% 대비 의미 있는 하락세
  - 저온 공실률은 거의 변화 없이 높은 수준(49%) 유지, 저온-상온으로의 컨버전스 사례(수도권 23건) 포착
- **서부권 중심으로 C-커머스 비중 확대**
  - '테무' 물류 담당 SHIVA로지스, 김포 한강 신도시 물류센터(연면적 5만평) 전체 면적 임차 체결
  - 알리, 테무 등 물량 평택항 또는 인천공항 사용, 통관 직후 배송지로서 인천·김포 등 서부권 수요 집중
  - 서부권 상온 임대료 평당 약 3.9만원, 5개 권역 가운데 서북권(4.3만원)에 이어 두번째로 높은 임대료 형성

수도권 물류센터 공실률 변화



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터

상온 임대료 변화



자료 : 젠스타메이트, 신영증권 리서치센터
참고 : 서부권(인천, 시흥, 광명, 안산) 서북권(김포, 파주, 고양) 남부권(화성, 평택, 안성) (동남권(광주, 이천, 여주, 용인) 중앙권(성남, 의와, 수원, 동탄, 수지 기흥)

상업용 부동산 - 2026년 전망, 수급이 기우는 곳에서 기회가

CBD 오피스, 대규모 물량 공급은 예정되어 있으나 공급 시기는 지연되는 중

- **인허가 및 공기 지연 영향, 2027~2029년 예정 물량의 상당수 2030~2031년으로 이연**
  - 2029년까지 공급 예정된 37개 프로젝트 중 착공이 진행된 프로젝트 11건에 불과, 초대형 프로젝트 11건 중에서는 4건만이 공사 시작
  - 주요 대형 프로젝트 준공 시기 당초 '26~'29년에서 '28~'31년 공급으로 조정
- **서울 오피스, 2028년까지 완만한 공실률 지속, 2029년 이후부터 큰 폭 증가**
  - 2028년 공실률 9%, 2029년 15% 추정(젠스타메이트)

→ 예정 일정보다 지연되거나, 사옥 및 선임차 완료로 실질 공급 시기의 충격이 완화될 수 있음
→ 그러나 절대적인 공급물량의 증가는 변화 없음
→ 2030년 전후 공실률 상승이 명확한 상황, 실질임차료를 바탕으로 한 기대수익률 조정, 임차인 확보를 위한 우량 수요 타겟 조정 및 오피스 환경 투자 등 노력 필요

CBD 오피스 공급 프로젝트 현황

자산명	면적(평)	예상 준공 시기		비고
		'24.11	현재	
KT광화문빌딩	22,093	2025	준공 완료	
프로젝트107	11,775	2025	준공 완료	
이노88타워	12,051	2025	준공 완료	
공평 15,16지구	43,512	2026	2026년	
이을타워(을지로 3가 12지구)	13,607	2027	2026년	착공('23.9)
르네스퀘어(을지로 3가 6지구)	17,454	2027	2026년	착공('23.4)
을지 파이낸스센터(1,2지구)	19,694	2027	2028년	착공('25.7)
을지로 3가 제10지구(이스턴)	9,435	2027	2029년	본PF 완료('25.7)
One X(수표구역)	52,092	2027	2028년	착공('24.9)
봉래3지구(DDIVC 서울역)	19,173	2027	2030년	
명동 1구역(유안타)	13,706	2028	2028년	
세운 3-2,3구역	51,679	2028	2029년	('25.3)
서소문 10지구	12,048	2028	지연	정비계획 변경 ('25.5)
세운 3-8,9,10 구역	69,362	2029	지연	
세운 6-3-3 구역	26,262	2029	2028년	착공('25.2)
세운 6-4-22,23구역	23,000	2029	지연	
세운 4구역	94,000	2029	2031년	
세운 5-1, 5-3구역	40,672	2029	2020년	
서소문 11, 12지구	36,969	2029	2030년	
서대문 1,2 구역(호암)	64,838	2029	2030년	
공평 3지구(전 하나투어사옥)	21,345		2031년	
서울역 북부 역세권	44,864	2030	2030년	착공('24.12)
남산힐튼 재개발	55,417	2030	2032년	
메트로타워, 서울로타워 재개발	39,000	2030	2032년	

자료 : Colliers, 언론 취합, 신영증권 리서치센터

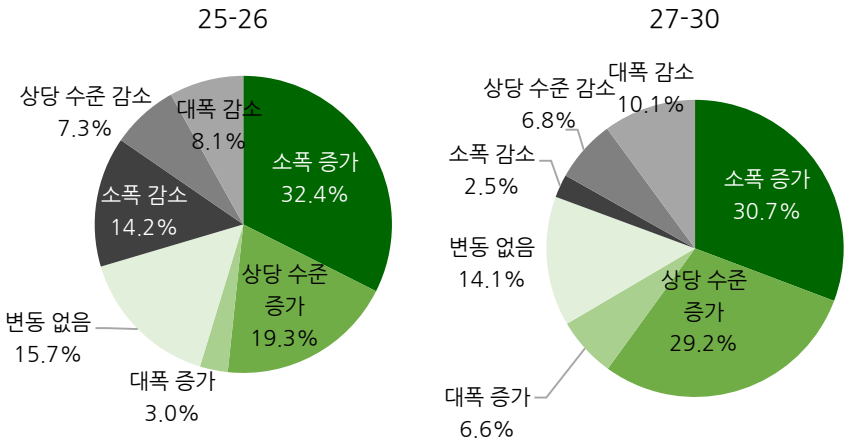
상업용 부동산 - 2026년 전망, 수급이 기우는 곳에서 기회가

물류센터, 공급과잉 해소하면서 상온 중심으로 완연한 회복

- 2025~2027 예상 연평균 신규 공급량 37만평, 2024년(120만 평)의 1/3 수준(알스퀘어)
  - 인허가 완료 사업장의 81%가 3년차임에도 미착공으로 머물러 있어, 단기간에 해결될 수 있는 상황이 아니라는 점에서 공급은 지연될 가능성이 높음
- **견조한 이커머스 수요와 C커머스의 등장**
  - 3PL 전체 임차 면적의 46%, 이커머스 33%, 쿠팡과 네이버의 양강 체제, 컬리와 무신사의 성장 등 수요 견인
  - C커머스 플랫폼의 진출(AliExpress, TEMU, SHEIN 등), 물류시장 임차 시장에 변화 야기

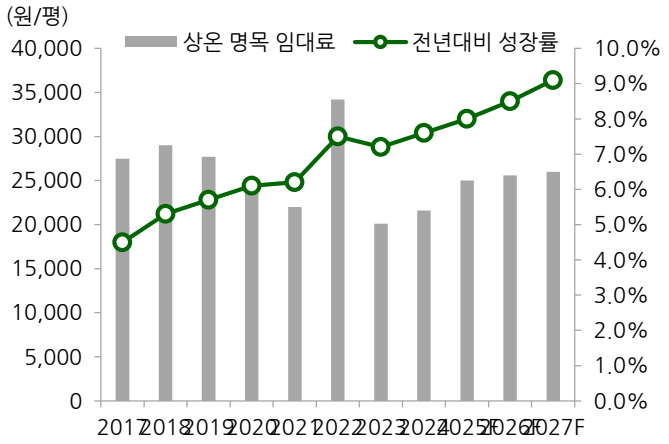
→ 본격적인 공급 조정기, 견조한 수요로 임차 면적 확장 기조

임차인의 단기(25-26) 중장기(27-30) 임차 면적 확장 전망



자료 : CBRE, 신영증권 리서치센터

A급 물류센터 상온 임대료 추이 및 전망(CBRE)



자료 : CBRE, 신영증권 리서치센터

상업용 부동산 - 2026년 전망, 개발 호재가 들썩

대형 개발 호재, 서울 전역에서의 개발 사업 시동

- '2030 서울특별시 도시주거환경정비기본계획 변경 고시'
  - 강남, 잠실, 창동·상계 등 광역 중심지를 도시정비형 재개발사업 대상지로 추가 고밀 복합개발 유도
  - 용적률 인센티브 재정비를 통해 사업성 확보, 실행력 강화 → 개발 사업 추진에 FI, SI 투자 활성화

2030 서울특별시 도시. 주거환경정비기본계획 변경고시 주요 내용

정비가능구역	
기존	변경
정비가능구역(11개)	정비가능구역(14개)
도심(1개) - 영등포	도심(2개) - 영등포, **강남**
광역중심(3개) - 청량리·왕십리, 용산, 가산·대림	광역중심(5개) - 청량리·왕십리, 용산, 가산·대림, **잠실**, **창동·상계**
지역중심(7개) - 신촌, 연신내·불광, 사당·이수, 성수, 봉천, 천호·길동, 동대문	
정비구역 지정요건 변경	
기준	변경
- 지하철역 변경 500m 이내 상업, 준주거, 준공업지역	- ~~지하철역 변경 500m 이내~~ 상업, 준주거, 준공업지역
- 다음 기준 중 2가지 이상을 만족하는 지역	- 다음 기준을 만족하는 지역
. 노후도 : 30년 이상 경과 건축물 비율 60% 이상 . 최소필지 : 150㎡ 미만 필지비율 40% 이상 . 저밀이용: 2층 이하 건축물 비율 50% 이상 ※ 신축건축물 비율 : 10년이내 신축건축물 비율 15%이상 지역 제외	. 노후도 : 30년 이상 경과 건축물 비율 60% 이상 . (삭제) . (삭제) ※ (삭제)
- 구역별 최소면적은 3,000㎡이상, 지구별 최소 면적은 1,000㎡ 이상 권장. 단, 대상지의 입지적 특성, 사업시행에 따른 주변지역 파급효과 등을 종합적으로 판단하여 정비구역 결정	- 구역(지구)별 최소면적은 2,000㎡ 이상. 단, 대상지의 입지적 특성, 사업시행에 따른 주변지역 파급효과 등 도시계획위원회에서 종합적으로 판단하여 정비구역 결정
용적률 체계 변경	
기준	변경
- 일반상업: 600%/800%/법적용적률 2배	- 일반상업(서울도심 도심부 및 도심부 외): 600%/**880%**/법적용적률 2배
- 준주거: 300%/400%/법적용적률 2배	- 준주거(서울도심 도심부 및 도심부 외); 300%/**440%**/법적용적률 2배
- 준공업: 양평 10,12,13구역 용적률 체계	- 준공업: (삭제)

자료 : 서울시, 신영증권 리서치센터

주요 권역 재개발 사업 현황

위치	추진 계획	핵심 내용
강남(테헤란로)		
강남역사거리~포스코사거리	테헤란로 지구단위 계획 재정비	용도지역 상향(조정가능지)·용적률(최대 1800%)·높이 규제 완화/폐지 등 고밀 개발 유도
잠실		
잠실종합운동장 일대	스포츠·MICE 복합 공간 조성 (민간투자사업)	전시·컨벤션+스포츠시설+호텔·업무·상업 등 복합 MICE 클러스터 조성
상계		
노원구 상계동 일대(창동차량기지·도봉면허시험장 축)	S-DBC(서울디지털바이오시티) / 창동차량기지 이전 부지 개발	디지털·바이오 R&D 중심 + 문화·상업·업무 결합 '서울형 신산업단지' 구상

자료 : 서울시, 신영증권 리서치센터

REITs – 2025년 Review, 신뢰 회복과 투자자의 선택

유상증자 Tantrum 완화, 배당 주식으로의 신뢰도 회복

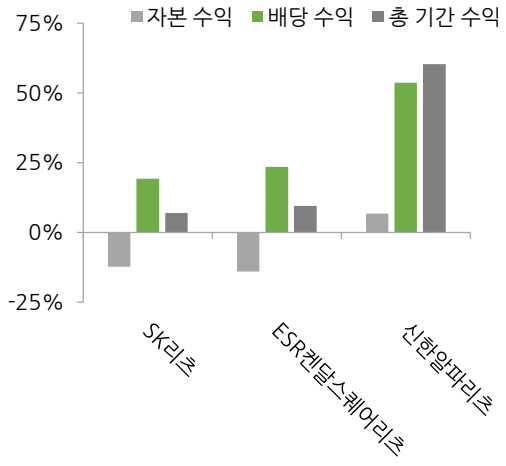
- 2025년 상장리츠 4건의 유상 증자 실시, 3개월 뒤 주가 회복하며 과거와 달라진 모습
  - 유상증자에 대한 AMC의 전략적 판단에 근거, 증자 시기와 규모, 방식(제3자배정 활용) 다변화
  - 시장에서도 유상증자 이후 단기 주가는 하락하나 중장기 주식 회복하는 경험 바탕으로 견조한 주가 흐름
- 꾸준한 배당을 통한 주주 신뢰도 상승
  - 적극적 Capital Recycling을 통한 자산 차익 실현, 대형화를 통한 배당 안정화 등 주주 신뢰도 상승

유상증자 Tantrum 완화, 증자 시기/규모/비율에 대한 AMC의 전략적 판단 기여

리츠명	차수	최초 공시일	최초 발행가액	최종 발행가액	최초 공시일 이후 3M 수익률
SK리츠	1차	2022년 06월 16일	6260원	5060원	-18.14%
	2차	2023년 07월 27일	4485원	4160원	-17.87%
	3차	2025년 06월 16일	4650원	4650원	12.20%
이지스밸류플러스리츠	1차	2021년 11월 19일	5820원	5820원	0.33%
	2차	2022년 05월 30일	5960원	5960원	-15.30%
	3차	2023년 06월 05일	4555원	4270원	-9.08%
	4차	2025년 08월 21일	4170원	3910원	-7.87%
ESR켄달스퀘어리츠	1차	2021년 10월 18일	6170원	6330원	-1.98%
	2차	2025년 05월 09일	4575원	4310원	5.20%
NH올원리츠	1차	2025년 07월 10일	3315원	2970원	19.50%

자료 : 신영증권 리서치센터

배당수익률로 신뢰를 다져가는 상장 리츠



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

REITs – 2025년 Review, 신뢰 회복과 투자자의 선택

적절한 자산 매각을 통한 Capital Recycling 전략

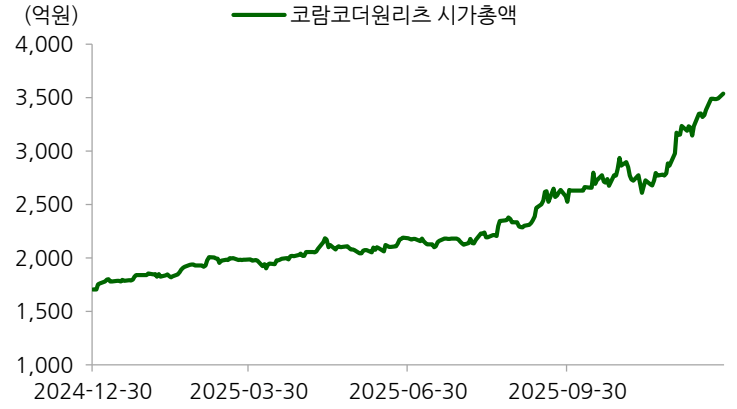
- **상장 리츠 성장 전략의 다변화**
  - 과거 자산편입을 통한 대형화, 이를 위한 일방적 자산 매입+유상증자 일변도에서, 점차 보유 자산의 적절한 매각을 통한 Capital Recycling 전략으로 다각화 → 자산 가치 극대화
- **단기 수익 회수에 대한 시장 선호도**
  - 코람코더원리츠, 보유 자산 매각 절차 진행되면서 특별 배당 기대감에 주가 상승, 다만 단물(單物)리츠이기에 자산 매각 이후 청산 절차 돌입해야
  - 리츠의 영속성은 타 부동산 펀드와 구별되는 가장 중요한 경쟁 요소 중 하나, 청산에 따른 단기 차익실현에 시장 관심이 집중된다는 측면은 아쉬운 한계

2025년 상장 리츠 자산 매각/매입 사례

구분	매각	매입
SK리츠	주유소 5개	SK P 타워
ESR켄달스퀘어리츠	REF이천 4	천안1, 이천9, 이천10
이지스밸류플러스	-	삼성중공업 판교 R&D센터
NH올원리츠	-	하이트진로 서초사옥, 돈의문 D타워
코람코더원리츠	여의도 하나증권 (매각 절차 진행 중)	-

자료 : 신영증권 리서치센터

보유 자산 매각 이슈에 따른 상승 사례 - 코람코더원리츠



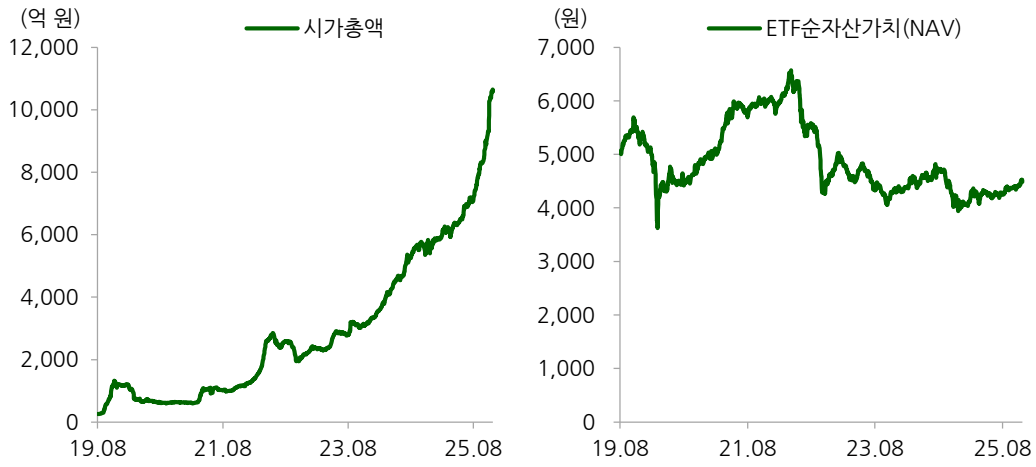
자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

REITs – 2025년 Review, 신뢰 회복과 투자자의 선택

ETF의 대세

- **TIGER리츠부동산인프라 AUM 1조원 돌파, 연초 대비 80% 가량 증가한 수치**
  - 4개 대표ETF(TIGER리츠부동산인프라, KODEX한국부동산리츠인프라, PLUS K리츠, WON 한국부동산 TOP3플러스)의 합산 AUM은 1.6조원으로 연초 대비 120% 가량 증가
  - ETF가 제시한 월분배금에 대한 리츠 투자자들의 선택 + 장기 고정 투자(퇴직연금) 비중 증가
- **리츠 전반 수급 개선 긍정적, but 정기 리밸런싱 기간의 주가 변동성 확대**
  - 지속적인 Passive 자금 수혈, 수급에서의 우위
  - 정기 리밸런싱 기간 중 편출입에 따른 수급 교란, 단기 주가 변동성 확대(알파 전략의 기회)

TIGER 리츠부동산인프라 시가총액(AUM)과 NAV 추이



자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

주요 리츠 ETF 리밸런싱 기간

구분	정기변경
TIGER 리츠부동산인프라	6월, 12월
KODEX 한국부동산리츠인프라	6월, 12월
PLUS K리츠	6월, 12월
WON 한국부동산 TOP3플러스	4월, 10월

자료: 신영증권 리서치센터

REITs – 2026년 전망, 간접투자 중심의 성장세 속 대형화 수혜

중장기 운용 자산의 실적배당형 비중 확대 – ETF가 수급의 중심으로

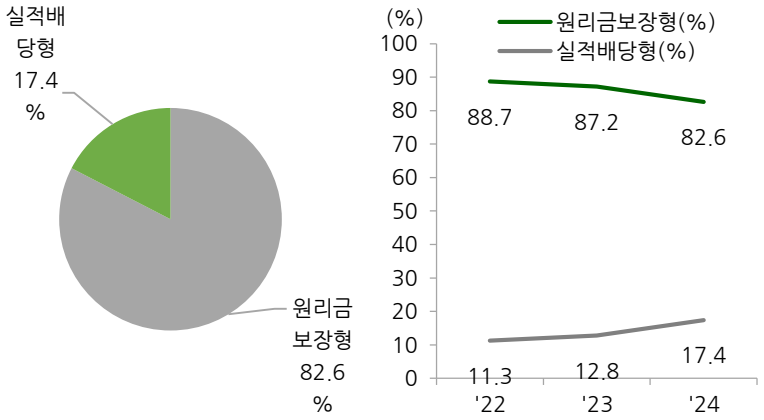
- 증시로의 자금 유입 가속화, 중장기 운용 자산의 실적배당형 선택 비중 확대 기조
- ETF로의 지속적인 자금 유입
  - 리츠 직접투자에 대한 편의보다는 간접투자에 대한 효과가 더 큰 상황(세금/분배금/복리 등)
  - 패시브 자금 중심의 리츠 종목 투자 강세, 추종 지수 방법론에 따른 수급 영향
  - 1)시가총액 대형 종목으로의 쏠림, 2)리밸런싱 기간에서의 과도한 변동성 발생(+α기회)
  - 적극적 자산 편입을 통한 대형화 유인 발생(증자를 활용한 편입 빈도수 증가 예상)

주요 리츠 ETF 추종 지수 방법론

Index	KRX 부동산리츠인프라지수	FnGuide 리츠인프라 지수
구성종목 선정	일평균시가총액 2천억원 이상 일평균거래대금 1억원 이상	1개월 평균 시가총액 2천억원 이상 20영업일 평균 거래대금 1억 이상
편입 비중	개별 종목 비중 상한 25%(리츠인프라) 초과비중 다른 구성종목 시가총액 비중에 비례하여 배분	특정 종목의 지수내 비중 17% 제한, 초과 분은 차순위 종목들에 배분
정기 변경	KOSPI 200 선물시장 6월, 12월 결제월 최종거래일의 다음 매매거래일 ('26.06.12, '26.12.11) 신규편입종목의 편입일은 정기변경일 편출종목의 편출일은 정기변경일로부터 2매매거래일(T+2)	매년 6, 12월 선물옵션 만기일 이후 2영업일(T+2)부터 6영업일(T+6)까지 5영업일간 정기변경 수행
신규 상장 특례	신규상장일 기준 10매매거래일 이후 심사기준을 충족할 시 수시변경일은 상장일로부터 15매매거래일이 경과한 날 이후 4번째로 도래하는 매월 코스피200 옵션 만기일 다음 매매거래일 정기변경일과 수시변경 예정일 동일한 경우에는 신규상장특례 미적용	상장일 포함 4영업일 평균 시가총액과 평균 거래대금이 각각 2천억원, 1억원 이상일 경우 상장일 포함 7영업일(D+6) 후 지수 편입 가능 정기변경 일정과 겹치는 경우 수시 편입으로 예정된 지수 정기변경 개편을 일괄적으로 대체

자료 : FnGuide, KRX, 신영증권 리서치센터

2024년말 퇴직연금 운용방법별 적립금 현황 및 추이



자료 : 금융감독원, 신영증권 리서치센터

REITs – 2026년 전망, 부동산 개발의 물꼬를 트다

프로젝트 개발 리츠 시행

- **낮은 자기자본 비율 + 과도한 브릿지론PF + 시공사 신용보강 의존의 기존 부동산 개발 금융 경로에서 프로젝트 개발 리츠를 통한 토지주 현물출자 유도(과세이연)+기관투자자 자기자본 투자 → 높은 자기자본비율**
  - 높은 자기자본으로 선순위 중심의 자금 조달 구조 가능, 시공사의 신용보강 역할 최소화
  - 리츠 Vehicle 중심의 자금 조달 구조 유도 + 상장 리츠 상품 다변화

부동산PF 구조

구분	사업단계	자금조달	기존 (SPC+PFV)	프로젝트개발 리츠 (토지주+리츠+기관투자)
토지매입/인허가단계	토지매입계약	계약금	토지주 자기자본+PI대출	**토지주 현금출자(과세이연)** +FI(기관/전문투자자) 브릿지론 최소화(선순위 중심) PF선진화 마중물 개발앵커리츠 등을 활용한 투자 유치(자본) – 신용보강: 건설공제조합 PF 보증 등을 통한 보강(시공사 역할 축소)
	토지매입완료 (잔금납부)	브릿지론 (토지잔금, 기타비용)	선순위: 상호금융/저축은행 중순위: 자산운용/투자법인 후순위: 증권사/시공사 – 신용보강: 시공사(연대보증/자금보충약정/채무인수확약)	
	인허가, 시공사 선정			
공사진행/분양 단계	착공	본PF (공사비, 사업비 등)	은행/유동화 금융(선순위 중심) – 신용보강: 시공사 책임준공	높은 자기자본 비율(~20%) 선순위 비중 확대 시공사 책임준공 부담 제도적 완화
	분양	중도금대출	수분양자(금융기관)	
준공 단계	준공, 입주	담보대출	일반 금융기관	준공 후 최대 5년까지 공모 순연 – 공모로 자본조달. 리파이낸싱

자료 : 금융감독원, 한국기업평가, 신영증권 리서치센터

II. 기업분석

아이에스동서 : 매수(유지)/TP 50,000원(유지)
SK리츠 : 매수(유지)/TP 6,400원(상향)
한화리츠 : 매수(신규)/TP 5,600원(신규)
롯데리츠 : 매수(유지)/TP 5,600원(상향)
ESR켄달스퀘어리츠 : 매수(유지)/TP 6,000원(하향)
신한알파리츠 : 매수(유지)/TP 8,200원(하향)
디앤디플랫폼리츠 : 매수(유지)/TP 4, 800원(유지)

아이에스동서 (010780.KS / 매수 / TP 50,000 / 유지)

분석의 기본 가정
- 지방 부동산 선호 이전 수요로 인한 선별적 반등
- 금리 변동성 완화

드디어 도래한 Up Cycle

- **투자포인트 및 Valuation**
  - 2023년부터 이어온 신규수주의 공백, 2025년 11월 울산 야음동 자체사업 성공 분양을 시작으로 재가동, 2026년 4월 3.5조원 규모의 경산 중산지구 대형 자체사업 분양으로 만개
  - 투자의견 매수, 목표주가 50000원 유지

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,029	1,515	1,068	1,408	1,776
영업이익	341	170	97	190	336
세전손익	220	-160	-114	138	291
지배순이익	161	-149	-86	104	220
EPS	5,216	-4,910	-2,839	3,441	7,278
증감율	-17.6	적전	적지	흑전	111.5
ROE	10.9	-10.2	-6.6	8.1	15.4
PER	5.6	na	na	6.7	3.2
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.5	8.0	12.6	6.5	4.1

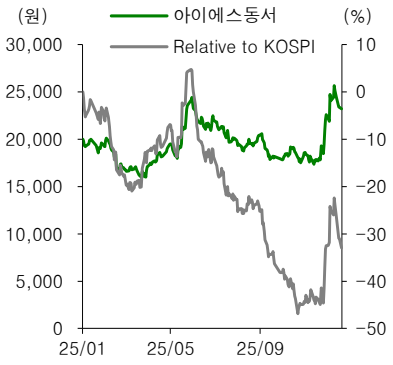
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table

구분	내용		
자체사업 DCF -1	PJT 순이익	할인기간	WACC
경산지구	6,650	2026~2030	7.40%
덕은지구 5,6블록(오피스텔)	403	2026	
울산 야음동	684	2026~2028	
합계			5,622
자산가치 - 2			16,178
전체 기업가치 -1 +2			21,800
순차입금			7,140
적정 주주가치			14,660
총 발행주식수(천주)			30,445
적정 주주가치(원/주)			48,154
목표주가			50,000

자료 : 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data



Key Data	(기준일 2026.01.02)
KOSPI(pt)	4309.63
KOSDAQ(pt)	945.57
액면가(원)	500
시가총액(억원)	7,003
발행주식수(천주)	30,187
평균거래량(3M,주)	69,233
평균거래대금(3M, 백만원)	1,502
52주 최고/최저	650 / 15,960
52주 일간Beta	0.9
배당수익률(26F,%)	4.6
외국인지분율(%)	4.5
주요주주 지분율(%)	
아이에스지주 외 7 인	55.9 %
국민연금공단	5.9 %

자료 : 신영증권 리서치센터

아이에스동서 (010780.KS / 매수 / TP 50,000 / 유지)

2025년 실적 저점, 2026년부터 주택 사업 가동으로 턴어라운드

- 2025년 4분기 영업권 상각 이슈 등 일회성 비용, 2개년 연속 적자 지속
- 2026년 덕은지구 6,7블록 인도 매출+울산 자체사업 진행+중산지구 착공으로 턴어라운드
  - 2026년 매출액과 영업이익 전년대비 각각 31.8%, 95.5% 증가 전망
  - 코엔텍 매각 등 환경 폐기물 구조조정 마무리 국면, 추가 비용(고정비, 상각비) 부담 완화
  - 콘크리트 파일 사업부 공장 건축 증설에 힘입어 실적 회복 기조, 건설 외 사업부에서도 바닥 지나는 국면

아이에스동서 실적 Table (단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	299	335	271	163	348	363	276	421	1,515	1,068	1,408	1,776
건설	119	142	73	87	199	212	121	175	826	420	707	1,058
환경	106	112	124	158	104	106	111	208	499	500	529	546
매출원가	228	237	213	133	258	267	193	296	1,126	811	1,014	1,231
영업이익	32	54	9	2	32	48	32	77	170	97	190	336
세전이익	2	30	-15	-131	24	39	25	58	-160	-114	147	308
지배순이익	2	21	-12	-96	33	28	17	33	-149	-86	111	232
증가율(yoy)												
매출액	-27.6%	-18.2%	-31.0%	-45.6%	16.3%	8.3%	1.8%	158.3%	-25.4%	-29.5%	31.8%	26.2%
영업이익	-59.4%	-4.4%	-63.1%	-80.2%	0.4%	-10.4%	252.5%	4119.8%	-50.2%	-42.8%	95.5%	76.9%
세전이익	-94.6%	-10.3%	적지	적지	907.4%	31.3%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	109.7%
지배순이익	-94.4%	-8.5%	적지	적지	1690.3%	32.5%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	109.7%
매출원가율	76.2%	70.6%	78.7%	81.7%	74.0%	73.5%	70.0%	70.5%	74.3%	75.9%	72.0%	69.3%
영업이익률	10.8%	16.1%	3.3%	1.1%	9.3%	13.3%	11.5%	18.3%	11.2%	9.1%	13.5%	18.9%

자료 : 신영증권 리서치센터

아이에스동서(010780.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**20,294**	**15,146**	**10,682**	**14,077**	**17,761**
증가율(%)	-10.9	-25.4	-29.5	31.8	26.2
매출원가	**15,236**	**11,255**	**8,109**	**10,139**	**12,310**
매출총이익	**5,058**	**3,891**	**2,573**	**3,938**	**5,451**
매출총이익률(%)	24.9	25.7	24.1	28.0	30.7
판매비와 관리비 등	**1,653**	**2,194**	**1,602**	**2,041**	**2,096**
영업이익	**3,405**	**1,697**	**971**	**1,897**	**3,355**
증가율(%)	-1.3	-50.2	-42.8	95.4	76.9
영업이익률(%)	16.8	11.2	9.1	13.5	18.9
EBITDA	**3,910**	**2,203**	**1,504**	**2,415**	**3,874**
EBITDA마진(%)	19.3	14.5	14.1	17.2	21.8
순금융손익	**-965**	**-1,074**	**-908**	**-783**	**-799**
기타영업외손익	**-385**	**-1,944**	**-906**	**543**	**636**
종속및관계기업 관련손익	**145**	**-281**	**-297**	**-281**	**-281**
법인세차감전계속사업이익	**2,200**	**-1,602**	**-1,140**	**1,376**	**2,910**
계속사업손익법인세비용	**597**	**-1**	**-283**	**337**	**713**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,603**	**-1,602**	**-857**	**1,039**	**2,197**
지배주주지분 당기순이익	**1,611**	**-1,487**	**-857**	**1,039**	**2,197**
증가율(%)	**-17.7**	**적전**	**적지**	**흑전**	**111.5**
기타포괄이익	**9**	**21**	**43**	**43**	**43**
총포괄이익	**1,611**	**-1,581**	**-814**	**1,082**	**2,241**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**26,223**	**21,173**	**20,252**	**24,730**	**28,513**
현금및현금성자산	6,411	3,642	3,123	7,978	9,471
매출채권 및 기타채권	4,576	2,899	2,923	3,144	3,471
재고자산	13,410	13,734	13,353	12,797	14,801
비유동자산	**16,151**	**14,367**	**13,294**	**11,574**	**11,784**
유형자산	7,043	7,264	7,088	7,028	7,313
무형자산	3,328	1,436	659	601	556
투자자산	3,405	2,985	2,793	1,111	930
자산총계	**42,374**	**35,540**	**33,546**	**36,304**	**40,296**
유동부채	**15,896**	**16,011**	**15,248**	**17,221**	**19,271**
단기차입금	3,895	5,404	8,604	10,104	11,604
매입채무및기타채무	2,952	1,832	1,869	2,192	2,542
유동성장기부채	2,632	5,663	1,663	1,813	2,013
비유동부채	**8,756**	**3,957**	**3,837**	**3,837**	**3,837**
부채총계	**24,652**	**19,968**	**19,085**	**21,058**	**23,108**
지배주주지분	**15,585**	**13,589**	**12,478**	**13,263**	**15,206**
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	3,939	3,966	3,966	3,966	3,966
비지배주주지분	**2,137**	**1,983**	**1,983**	**1,983**	**1,983**
자본총계	**17,722**	**15,572**	**14,461**	**15,246**	**17,189**
총차입금	**15,552**	**14,659**	**13,739**	**15,389**	**17,089**
순차입금	**6,584**	**9,338**	**10,346**	**7,142**	**7,349**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,285**	**-1,309**	**398**	**2,538**	**1,057**
당기순이익	**1,603**	**-1,602**	**-857**	**1,039**	**2,197**
현금유출이없는비용및수익	**2,782**	**4,285**	**1,440**	**1,920**	**2,313**
유형자산감가상각비	404	429	456	460	475
무형자산상각비	101	77	77	58	44
영업활동관련자산부채변동	**-1,271**	**-2,367**	**441**	**700**	**-1,941**
매출채권의감소(증가)	-1,523	1,820	-24	-222	-327
재고자산의감소(증가)	-1,315	-333	381	555	-2,004
매입채무의증가(감소)	-219	-1,110	37	323	350
투자활동으로인한현금흐름	**-41**	**242**	**-569**	**800**	**-1,060**
투자자산의 감소(증가)	480	139	-89	1,400	-100
유형자산의 감소	40	9	200	150	0
CAPEX	-682	-520	-480	-550	-760
단기금융자산의감소(증가)	712	811	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**1,057**	**-1,726**	**-1,232**	**1,338**	**1,388**
장기차입금의증가(감소)	6,137	1,040	-120	0	0
사채의증가(감소)	0	399	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-9**	**24**	**885**	**178**	**108**
현금의 증가	**2,292**	**-2,769**	**-518**	**4,854**	**1,493**
기초현금	4,118	6,411	3,642	3,123	7,978
기말현금	6,411	3,642	3,123	7,978	9,471

SK리츠 (395400.KS / 매수 / TP 6,400 / 상향)

자산 성장과 배당 안정의 황금 밸런스

- AUM 5.3조원의 대형 리츠로 성장
  - 2025년 11월 SK-P타워 편입으로 총자산 5.3조원 성장
  - 상반기 자산재평가 실시 이후 감정가 상승(18%) 및 LTV 완화(7.7%p 개선) 성과
  - 2026년, 8760억원 차입만기 도래, 가중평균조달금리 추가 개선 여지(현 3.66%, 0.3%p 추가 하락 전망)
  - CBD는 그룹 임차인 확보로 방어, SK-P타워(판교) 지역 다변화로 포트폴리오 분산 효과
  - 대형 리츠의 강점(AA-신용등급 저리 회사채 조달, 상위 시가총액 패시브 수급 등) 부각
  - 투자의견 매수 유지, 목표주가 6,400원으로 상향

실적 전망 (단위: 억원, 원, %, 배)

결산기(3,6,9,12월)	25.03	25.06	25.09	25.12	26.03
영업수익	422	384	346	364	367
영업이익	408	365	327	345	346
당기순이익	243	212	187	201	201
배당총액	193	192	195	195	199
자산	32,633	33,158	32,840	36,696	36,492
부채	16,246	16,057	15,535	19,385	19,175
자본	16,387	17,101	17,306	17,311	17,317
배당수익률	5.7	6.0	5.3	4.5	4.6
P/FFO	17.4	16.6	18.7	22.1	21.6
P/NAV	0.60	0.78	0.76	0.90	0.91

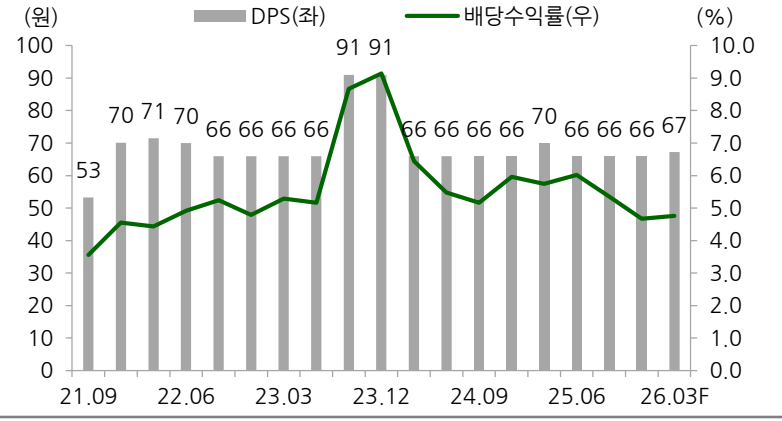
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table (단위: 원, %, 억원)

구분	내용	구분	내용
12개월 Fwd 배당금	268	적정 자산가치(억원)	53,002
배당성장률	1.0%	적정 NAV(억원)	19,227
요구수익률	5.65%	주당 NAV(원)	7,048
risk free	2.50%		
risk premium	3.15%		
market premium	11.50%		
beta	0.35		
적정 매수가-1)	5,821	목표주가(원)	6,435

자료 : 신영증권 리서치센터

주당 배당금 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

SK리츠(395400.KS) 추정 재무제표

Income Statement

3,6,9,12결산(억원)	2025.03	2025.06	2025.09F	2025.12F	2026.03F
영업수익	**422**	**384**	**346**	**364**	**367**
증가율(%)	46.0%	-9.2%	-9.8%	5.3%	0.7%
영업비용	**19**	**19**	**21**	**20**	**0**
증가율(%)	11.3%	0.6%	2.7%	1.0%	2.0%
영업이익	**408**	**365**	**327**	**345**	**346**
증가율(%)	69.6%	-10.6%	-10.5%	5.6%	0.2%
영업이익률(%)	96.6%	95.1%	94.4%	94.7%	94.3%
영업외손익	**-165**	**-152**	**-139**	**-144**	**-145**
이자비용	167	156	143	144	145
세전계속사업이익	**243**	**212**	**187**	**201**	**201**
당기순이익	**243**	**212**	**187**	**201**	**201**
증가율(%)	202.9%	-12.5%	-11.9%	7.2%	-0.1%
순이익률(%)	57.5%	55.4%	54.1%	55.1%	54.7%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

3,6,9,12결산(억원)	2025.03	2025.06	2025.09F	2025.12F	2026.03F
유동자산	**285**	**757**	**438**	**727**	**563**
현금및현금성자산	239	707	359	629	464
비유동자산	**32,348**	**32,401**	**32,403**	**35,970**	**35,930**
투자자산	21,542	21,594	21,596	25,203	25,203
자산총계	**32,633**	**33,158**	**32,840**	**36,696**	**36,492**
유동부채	**6,071**	**3,206**	**2,996**	**4,522**	**4,312**
단기차입금	6,001	3,126	2,391	3,928	3,717
비유동부채	**10,175**	**12,852**	**12,539**	**16,706**	**16,837**
장기차입금	4,372	5,902	5,907	9,121	9,123
부채총계	**16,246**	**16,057**	**15,535**	**19,385**	**19,175**
자본금	1,381	1,454	1,476	1,476	1,476
자본잉여금	11,274	11,887	12,068	12,068	12,068
이익잉여금	3,733	3,759	3,762	3,768	3,774
자본총계	**16,387**	**17,101**	**17,306**	**17,311**	**17,317**

Cashflow Statement

3,6,9,12결산(억원)	2025.03	2025.06	2025.09F	2025.12F	2026.03F
영업활동으로인한현금흐름	**212**	**198**	**183**	**239**	**239**
당기순이익	**243**	**212**	**187**	**201**	**201**
현금유출이없는비용및수익	**167**	**156**	**143**	**143**	**143**
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
배당금수취	186	152	141	154	155
투자활동으로인한현금흐름	**0**	**-24**	**-2**	**-3,607**	**0**
관계기업자산증감	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**-109**	**294**	**-528**	**3,637**	**-404**
자본의증가	0	485	0	2	2
차입금의증가	0	1,526	-1	3,830	0
배당금지급	-180	-193	-192	-195	-195
현금의 증가	**-129**	**-144**	**-145**	**-145**	**0**
기초현금	137	239	707	359	629
기말현금	239	707	359	629	464

Valuation Indicator

3,6,9,12결산(억원)	2025.03	2025.06	2025.09F	2025.12F	2026.03F
Per Share (원)					
EPS	88	73	63	68	68
BPS	5,933	5,879	5,864	5,866	5,868
DPS	70	66	66	66	67
Multiples (배)					
PER	13.9	15.0	19.5	21.4	21.8
PBR	0.8	0.7	0.8	1.0	1.0

Financial Ratio

6월, 12월 결산(억원	2025.03	2025.06	2025.09F	2025.12F	2026.03F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가	202.9%	-12.5%	-11.9%	7.2%	-0.1%
DPS증가율	6.1%	-5.7%	0.0%	0.0%	2.0%
안정성(%)					
부채비율	99%	94%	90%	112%	111%

한화리츠 (451800.KS / 매수 / TP 5,600 / 신규)

Core 오피스 투자의 매력

- Core + 오피스 투자에서의 전략적 입지
  - 한화그룹 계열사를 활용한 장기 임차 구성에서의 우위, 향후 중장기 오피스 공급과잉 시기에 있어 중요한 경쟁력
  - 전체 포트폴리오 내 프라임 오피스 비중 83%, 한화 계열사 입차 비율 78% → 오피스 자산 선별 시기에서의 강점
  - 2025년 하반기 리파이낸싱 완료, 평균조달금리 3.76%
  - 자산가치 상승+리파이낸싱 등으로 자금 추가 조달 여력 확보, 2026년 적극적 추가 자산 매입 검토 기간, 스폰서 계열 우량 자산 및 오피스 자산 우선 편입 검토
  - 투자의견 매수, 목표주가 5,600원 신규 제시

실적 전망 (단위: 억원, 원, %, 배)

결산기(5,11월)	24.04	24.10	25.04	25.10F	26.04F
영업수익	228	335	505	515	521
영업이익	130	191	309	320	325
당기순이익	32	28	108	129	137
배당총액	111	112	242	242	243
자산	7,125	15,864	15,552	15,421	15,292
부채	3,754	12,576	8,461	8,398	8,390
자본	3,371	3,288	7,091	7,022	6,902
배당수익률	6.2	8.5	7.1	6.8	6.5
P/FFO	16.2	11.8	14.1	14.7	15.3
P/NAV	0.8	0.5	0.7	0.7	0.8

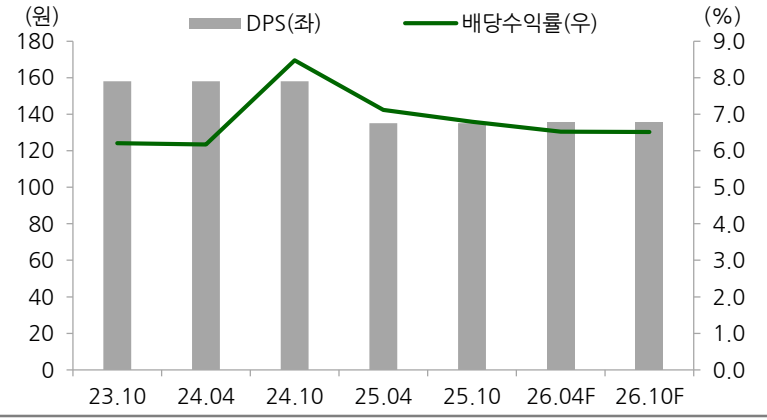
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table (단위: 원, %, 억원)

구분	내용	구분	내용
12개월 Fwd 배당금	271	적정 자산가치(억원)	17,470
배당성장률	1.0%	적정 NAV(억원)	9,717
요구수익률	5.65%	주당 NAV(원)	5,411
risk free	2.50%		
risk premium	3.15%		
market premium	11.50%		
beta	0.35		
적정 매수가-1)	5,879	목표주가(원)	5,645

자료 : 신영증권 리서치센터

주당 배당금 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

한화리츠 (451800.KS / 매수 / TP 5,600 / 신규)

안정적 배당의 기반 위에 신규 자산 편입 검토

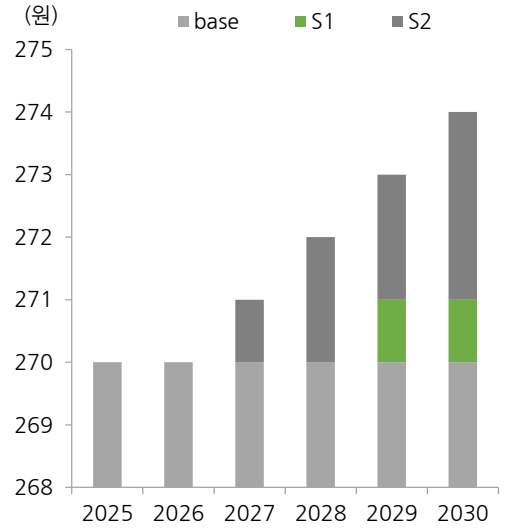
- 결산 배당 135원, 연간 주당 배당금 270원 안정적 지급(자본잉여금 재원 활용)
- 2026년 신규자산 적극 검토, 신규 자산 시나리오에 따라 2027년 이후 추가 배당 상승 여력
  - 보유자산에서의 안정적인 임대료율 상승+평균조달금리 하향 안정화, 안정적 배당여력 유지
  - 2026년 신규 자산 편입을 통한 추가 배당 상승 여력 확보 목표
  - 스폰서 우선협상 자산(우선매수협상권 보유 자산: 한화손해보험 신설동사옥, 서소문사옥, 한화금융센터 서초, 63빌딩) + 오피스 중심의 신규 자산 편입 검토 유력

한화리츠 보유자산 현황

구분	장교동	한화손보 여의도	한화생명 노원	한화생명 평촌	한화생명 중동	한화생명 구리
위치	중구 장교동 1	영등포구 여의도동 23-5	노원구 상계동 731	안양시 호계동 1043	부천시 중동 1132-3	구리시 교문동 205-3
연면적(평)	22,495	18,042	2,466	6,733	8,618	5,742
자산매입액(억원)	8,080	4,560	298	625	654	467
매입 cap rate	4.78%	4.85%	7.31%	6.54%	6.04%	6.57%
평가금액(억원)	9,050	5,895	340	834	789	562
임차인	한화솔루션, 한화, 한화에어로스페이스	한화손해보험, 한화투자증권	한화생명보험, 한화생명금융서비스			

자료 : 한화리츠, 신영증권 리서치센터
참고: 평가금액- 장교동 한화빌딩(25.09), 한화손보 여의사옥 및 한화생명 평촌/중동/구리(25.05)

신규투자 시나리오별 연간 배당금 전망



자료 : 한화리츠, 신영증권 리서치센터
참고: S1(1천억원 투자), S2(2천억원 투자)

한화리츠 (451800.KS) 추정 재무제표

Income Statement

4, 10월 결산(억원)	2024.04	2024.10	2025.04	2025.10F	2026.04F
영업수익	**228**	**335**	**505**	**515**	**521**
증가율(%)	-2.0%	46.9%	50.5%	2.1%	1.2%
영업비용	**98**	**144**	**195**	**195**	**197**
증가율(%)	-9.9%	47.1%	35.3%	0.0%	0.8%
영업이익	**130**	**191**	**309**	**320**	**325**
증가율(%)	4.9%	46.8%	62.1%	3.4%	1.5%
영업이익률(%)	57.0%	56.9%	61.3%	62.1%	62.3%
영업외손익	**-98**	**-163**	**-201**	**-191**	**-188**
이자비용	100	161	202	191	188
세전계속사업이익	**32**	**28**	**108**	**129**	**137**
당기순이익	**32**	**28**	**108**	**129**	**137**
증가율(%)	15.2%	-12.6%	285.4%	19.3%	6.1%
순이익률(%)	14.0%	8.4%	21.4%	25.0%	26.2%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

4, 10월 결산(억원)	2024.04	2024.10	2025.04	2025.10F	2026.04F
유동자산	**252**	**533**	**287**	**218**	**152**
현금및현금성자산	102	515	271	206	138
비유동자산	**6,873**	**15,331**	**15,265**	**15,202**	**15,139**
투자자산	6,859	15,317	15,255	15,202	15,139
자산총계	**7,125**	**15,864**	**15,552**	**15,421**	**15,292**
유동부채	**1,295**	**4,912**	**803**	**751**	**745**
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동부채	**2,459**	**7,664**	**7,658**	**7,647**	**7,645**
장기차입금	2,276	7,492	7,492	7,492	7,492
부채총계	**3,754**	**12,576**	**8,461**	**8,398**	**8,390**
자본금	353	353	898	898	898
자본잉여금	3,020	2,984	6,174	6,103	6,052
이익잉여금	-2	-50	18	22	-47
자본총계	**3,371**	**3,288**	**7,091**	**7,022**	**6,902**

Cashflow Statement

4, 10월 결산(억원)	2024.04	2024.10	2025.04	2025.10F	2026.04F
영업활동으로인한현금흐름	**72**	**112**	**165**	**183**	**174**
당기순이익	**32**	**28**	**108**	**129**	**137**
현금유출이없는비용및수익	**139**	**212**	**265**	**245**	**225**
유형자산감가상각비	40	48	63	63	63
배당금수취	0	0	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-89**	**-8,198**	**-3**	**-5**	**1**
투자부동산증감	-5	-8,328	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**-12**	**8,499**	**-406**	**-242**	**-242**
자본의증가	0	0	3,837	0	0
차입금의증가	1,200	5,210	0	0	0
배당금지급	-112	-111	-112	-242	-242
현금의 증가	**-30**	**412**	**-244**	**-65**	**-68**
기초현금	132	102	515	271	206
기말현금	102	515	271	206	138

Valuation Indicator

4, 10월 결산(억원)	2024.04	2024.10	2025.04	2025.10F	2026.04F
Per Share (원)					
EPS	45	40	60	72	76
BPS	4,774	4,657	3,948	3,910	3,843
DPS	158	158	135	135	135
Multiples (배)					
PER	112.2	94.1	63.2	55.5	54.6
PBR	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1

Financial Ratio

4, 10월 결산	2024.04	2024.10	2025.04	2025.10F	2026.04F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	15.2%	-12.6%	285.4%	19.3%	6.1%
DPS증가율	0.0%	0.0%	-14.6%	0.0%	0.3%
안정성(%)					
부채비율	111%	383%	119%	120%	122%

롯데리츠 (330590.KS / 매수 / TP 5,600 / 상향)

성공적인 포트폴리오 다변화

- 그룹사 시너지 활용한 섹터 다변화
  - L7강남에 이어 L7홍대 호텔 편입(26.01), L7홍대는 편입 이후 호텔롯데가 전체 면적 마스터리스 계약으로 임대수익 안정성 확보
  - 비리테일 자산 비중 24%(L7홍대 편입 이후), 2024년 2차 유상증자(16.4%) 대비 증가, 2030년 목표(30%) 순항
  - 그룹사 시너지를 활용한 전략적 자산 편입, 리테일 중심에서 복합 리츠로의 대형화 성공적 전환, 리파이낸싱으로 이자비용 감소 효과까지 더해지면서 배당 점진적 상승
  - 투자의견 매수, 목표주가 5,600원 상향

실적 전망 (단위: 억원, 원, %, 배)

결산기(6,12월)	24.06	24.12	25.06	25.12F	26.06F
영업수익	600	656	700	699	706
영업이익	376	420	452	469	476
당기순이익	58	106	165	195	202
배당총액	250	324	338	364	371
자산	23,018	26,236	26,119	26,044	28,905
부채	12,638	14,542	14,583	14,650	17,869
자본	10,381	11,695	11,537	11,394	11,037
배당수익률	6.3	7.3	6.2	6.4	6.4
P/FFO	15.9	13.7	16.0	15.7	15.6
P/NAV	0.48	0.47	0.59	0.63	0.64

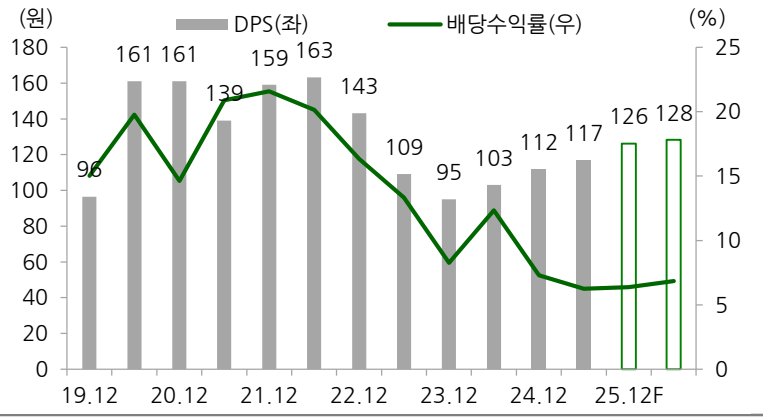
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table (단위: 원, %, 억원)

구분	내용	구분	내용
12개월 Fwd 배당금	254	적정 자산가치	29,015
배당성장률	1.0%	적정 NAV	12,258
요구수익률	4.63%	주당 NAV	4,242
risk free	2.50%		
risk premium	2.13%		
market premium	11.00%		
beta	0.25		
적정 매수가-1)	7,086	평균가	5,664

자료 : 신영증권 리서치센터

주당 배당금 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

롯데리츠(330590.KS) 추정 재무제표

Income Statement

6월, 12월	2024.06	2024.12	2025.06	2025.12F	2026.06F
영업수익	**600**	**656**	**700**	**699**	**706**
증가율(%)	1.0%	9.4%	6.6%	-0.1%	1.1%
영업비용	**224**	**236**	**247**	**229**	**230**
증가율(%)	-3.7%	5.4%	4.7%	-7.2%	0.4%
영업이익	**376**	**420**	**452**	**469**	**476**
증가율(%)	-3.1%	22.9%	6.0%	-12.2%	3.0%
영업이익률(%)	62.6%	64.0%	64.6%	67.2%	67.4%
영업외손익	**-317**	**-314**	**-287**	**-274**	**-274**
이자비용	323	318	299	276	276
세전계속사업이익	**58**	**106**	**165**	**195**	**202**
당기순이익	**58**	**106**	**165**	**195**	**202**
증가율(%)	83.8%	81.7%	55.9%	18.0%	3.5%
순이익률(%)	9.7%	16.2%	23.7%	28.0%	28.6%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

6월, 12월	2024.06	2024.12	2025.06	2025.12F	2026.06F
유동자산	**476**	**409**	**578**	**707**	**1,115**
현금및현금성자산	73	133	120	403	744
비유동자산	**22,542**	**25,827**	**25,542**	**25,337**	**27,790**
투자자산	22,472	25,749	25,463	25,267	27,720
자산총계	**23,018**	**26,236**	**26,119**	**26,044**	**28,905**
유동부채	**6,445**	**4,706**	**3,587**	**3,536**	**3,332**
단기차입금	6,445	4,706	3,587	3,536	3,332
비유동부채	**6,193**	**9,835**	**10,995**	**11,114**	**14,537**
장기차입금	5,160	6,280	5,830	4,152	5,805
부채총계	**12,638**	**14,542**	**14,583**	**14,650**	**17,869**
자본금	1,215	1,445	1,445	1,445	1,445
자본잉여금	10,609	11,796	11,796	11,796	11,796
이익잉여금	-1,444	-1,546	-1,704	-1,847	-2,204
자본총계	**10,381**	**11,695**	**11,537**	**11,394**	**11,037**

Cashflow Statement

6월, 12월	2024.06	2024.12	2025.06	2025.12F	2026.06F
영업활동으로인한현금흐름	**548**	**863**	**625**	**698**	**695**
당기순이익	**58**	**106**	**165**	**195**	**202**
현금유출이없는비용및수익	**516**	**514**	**496**	**512**	**511**
유형자산감가상각비	192	196	196	196	196
배당금수취	0	2	2	12	12
투자활동으로인한현금흐름	**-8**	**-3,406**	**-27**	**-77**	**-2,650**
투자부동산증감	0	-3,473	-1	0	-2,650
재무활동으로인한현금흐름	**-543**	**2,603**	**-610**	**-338**	**2,296**
자본의증가	0	1,472	0	0	0
차입금의증가	734	4,177	1,587	0	1,590
배당금지급	-232	-250	-324	-338	-364
현금의 증가	**-3**	**60**	**-13**	**283**	**341**
기초현금	76	73	133	120	403
기말현금	73	133	120	403	744

Valuation Indicator

6월, 12월	2024.06	2024.12	2025.06	2025.12F	2026.06F
Per Share (원)					
EPS	24	24	57	68	70
BPS	4,272	4,272	3,992	3,943	3,819
DPS	103	112	117	126	128
Multiples (배)					
PER	272.0	167.4	131.0	117.2	114.4
PBR	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0

Financial Ratio

6월, 12월 결산(억원)	2024.06	2024.12	2025.06	2025.12F	2026.06F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	83.8%	81.7%	55.9%	18.0%	3.5%
DPS증가율	8.4%	8.7%	4.5%	7.8%	1.7%
안정성(%)					
부채비율	122%	124%	126%	129%	162%

ESR켄달스퀘어리츠 (365550.KS / 매수 / TP 6,000 / 하향)

적극적 자산 관리로 전체 기대수익률 향상

- High cap rate 편입, Low cap rate 편출
  - 2025년 자산 1개(REF이천4) 매각, 자산 3개(천안LP1, 이천LP9, 10) 매입, 전체 자산 21개 AUM 3조원으로 상승
  - 적정 가격의 자산 매각으로 배당 방어(리파이낸싱 이후 이자비용 상승 대비), 저평가된 자산 매입을 위한 전략적 판단에 적극적인 유상증자 등 대응으로 High cap rate 자산 확보, 향후 자산 상승 기대
  - 신규 물류센터 공급 지연에 따른 상온 공실률 하향 안정화
  - 투자의견 매수 유지, 배당성장률 하향 조정(20bp)에 따른 목표주가 6,000원 하향

실적 전망 (단위: 억원, 원, %, 배)

결산기(5,11월)	24.05	24.11	25.05	25.11	26.03
영업수익	530	559	569	587	573
영업이익	242	288	266	287	268
당기순이익	119	225	36	98	69
배당총액	292	292	292	292	336
자산	23,439	24,733	25,252	25,030	26,244
부채	12,270	13,630	14,405	14,378	14,101
자본	11,169	11,103	10,847	10,652	12,143
배당수익률	5.7	5.7	6.2	6.4	6.3
P/FFO	17.6	17.5	16.0	15.7	15.8
P/NAV	0.85	0.84	0.78	0.79	0.80

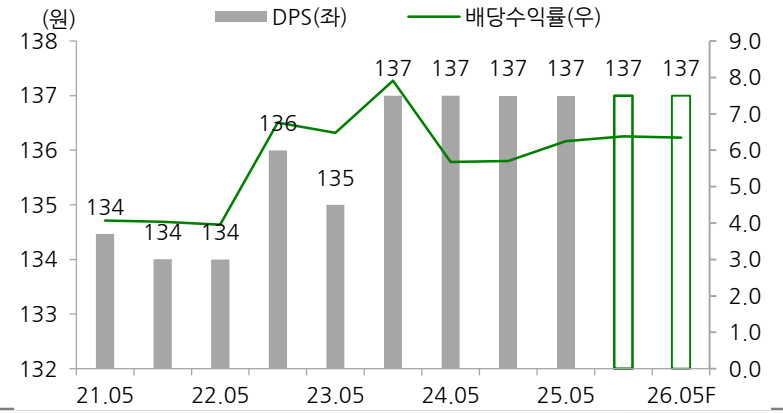
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table (단위: 원, %, 억원)

구분	내용	구분	내용
12개월 Fwd 배당금	274	적정 자산가치(억원)	30,421
배당성장률	1.30%	적정 NAV(억원)	13,555
요구수익률	5.65%	주당 NAV(원)	5,508
risk free	2.50%		
risk premium	3.15%		
market premium	11.50%		
beta	0.35		
적정 매수가-1)	6,381	목표주가(원)	5,944

자료 : 신영증권 리서치센터

주당 배당금 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

ESR켄달스퀘어리츠(365550.KS) 추정 재무제표

Income Statement

5월,11월 결산(억원)	2024.05	2024.11	2025.05	2025.11F	2026.03F
영업수익	**559**	**569**	**587**	**573**	**603**
증가율(%)	5.5%	1.8%	3.2%	-2.5%	5.2%
영업비용	**271**	**303**	**300**	**305**	**303**
증가율(%)	-5.9%	12.0%	-1.1%	1.7%	-0.7%
영업이익	**288**	**266**	**287**	**268**	**300**
증가율(%)	19.1%	-7.8%	8.1%	-6.8%	12.0%
영업이익률(%)	51.6%	46.7%	48.9%	46.7%	49.7%
영업외손익	**-63**	**-230**	**-189**	**-199**	**-202**
이자비용	256	262	295	300	301
세전계속사업이익	**225**	**36**	**98**	**69**	**98**
당기순이익	**225**	**36**	**98**	**69**	**98**
증가율(%)	90.1%	-84.0%	171.6%	-29.9%	42.3%
순이익률(%)	40.3%	6.3%	16.7%	12.0%	16.2%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

5월,11월 결산(억원)	2024.05	2024.11	2025.05	2025.11F	2026.03F
유동자산	**953**	**876**	**700**	**595**	**776**
현금및현금성자산	669	586	490	584	765
비유동자산	**23,780**	**24,376**	**24,331**	**25,066**	**25,066**
투자부동산	21,479	22,133	21,974	23,145	23,145
자산총계	**24,733**	**25,252**	**25,030**	**26,244**	**26,608**
유동부채	**3,547**	**526**	**5,288**	**2,935**	**3,899**
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동부채	**10,083**	**13,879**	**9,090**	**11,166**	**10,565**
장기차입금	9,713	13,429	8,626	11,166	10,565
부채총계	**13,630**	**14,405**	**14,378**	**14,101**	**14,465**
자본금	2,131	2,131	2,131	2,461	2,461
자본잉여금	9,002	9,002	8,962	10,054	10,054
이익잉여금	-30	-286	-440	-372	-611
자본총계	**11,103**	**10,847**	**10,652**	**12,143**	**12,143**

Cashflow Statement

5월,11월 결산(억원)	2024.05	2024.11	2025.05	2025.11F	2026.03F
영업활동으로인한현금흐름	**234**	**77**	**256**	**454**	**518**
당기순이익	**225**	**36**	**98**	**69**	**98**
현금유출이없는비용및수익	**412**	**423**	**480**	**421**	**427**
유형자산감가상각비	156	158	162	165	175
배당금수취	29	60	22	573	603
투자활동으로인한현금흐름	**-1,161**	**-693**	**-17**	**-1,581**	**0**
투자부동산증감	-1,110	-810	-2	-1,581	0
재무활동으로인한현금흐름	**1,089**	**533**	**-335**	**1,220**	**-336**
자본의증가	0	0	0	1,422	0
차입금의증가	3,900	4,185	-46	90	0
배당금지급	-292	-292	-292	-292	-336
현금의 증가	**163**	**-83**	**-96**	**93**	**182**
기초현금	506	669	586	490	584
기말현금	669	586	490	584	765

Valuation Indicator

5월,11월 결산(억원)	2024.05	2024.11	2025.05	2025.11F	2026.03F
Per Share (원)					
EPS	140	138	114	135	138
BPS	5,368	5,369	5,346	5,224	5,224
DPS	137	137	137	137	137
Multiples (배)					
PER	68.9	69.6	76.7	63.9	62.4
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

Financial Ratio

5월,11월 결산(억원)	2024.05	2024.11	2025.05	2025.11F	2026.03F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가	90.1%	-84.0%	171.6%	-29.9%	42.3%
DPS증가율	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
안정성(%)					
부채비율	123%	133%	135%	116%	119%

신한알파리츠 (293940.KS / 매수 / TP 8,200 / 하향)

포트폴리오 안정화 구간

- 성장으로 이룬 대형화, 보유 자산 관리에 초점
  - BNK디지털타워 자산 편입으로 전체 AUM 3조8731억원 달성, 2018년 이후 CAGR 24% 성장
  - 자산 편입을 통한 대형화 전략에서 보유 자산 관리를 통한 임대수익 안정 및 포트폴리오 관리 구간으로 진입, 2025년 임대차 신규 및 재계약을 통한 임대료 상승으로 2025년 9월 DPS 전기대비 6원 증가한 179원 지급
  - 성장에 기대감에서 임대 운영 관리에 집중하며 배당 안정성을 높이는 모습, 기대수익률 조정에 따른 목표주가 8,200원 하향, 투자의견 매수 유지

실적 전망 (단위: 억원, 원, %, 배)

결산기(3,9월)	24.03	24.09	25.03	25.09	26.03F
영업수익	728	308	343	365	382
영업이익	635	225	267	284	302
당기순이익	577	150	203	211	223
배당총액	582	171	226	233	233
자산	10,769	11,036	12,199	13,160	13,225
부채	5,069	5,768	5,057	6,033	6,108
자본	5,700	5,268	7,142	7,127	7,118
배당수익률	19.9	6.3	6.8	6.9	6.9
P/FFO	5.0	15.8	14.8	14.5	14.6
P/NAV	0.84	0.74	0.75	0.72	0.73

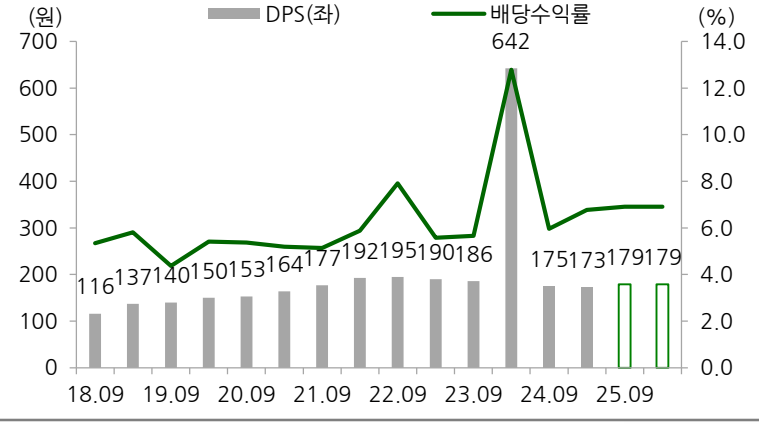
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table (단위: 원, %, 억원)

구분	내용	구분	내용
12개월 Fwd 배당금(원)	357	적정 자산가치	36,324
배당성장률	1.0%	적정 NAV	11,870
요구수익률	6.33%	주당 NAV	9,501
risk free	2.50%		
risk premium	3.83%		
market premium	11.00%		
beta	0.45		
적정 주가	6,778	평균가	8,139

자료 : 신영증권 리서치센터

주당 배당금 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

신한알파리츠(293940.KS) 추정 재무제표

Income Statement

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
영업수익	**728**	**308**	**343**	**365**	**382**
증가율(%)	130.2%	-57.6%	11.3%	6.4%	4.5%
영업비용	**92**	**84**	**76**	**81**	**80**
증가율(%)	3.6%	0.0%	3.8%	-0.2%	1.7%
영업이익	**635**	**225**	**267**	**284**	**302**
증가율(%)	-1.3%	1.4%	25.4%	23.4%	-38.8%
영업이익률(%)	87.3%	72.9%	77.8%	77.8%	79.1%
영업외손익	**-58**	**-74**	**-64**	**-73**	**-79**
이자비용	68	79	72	79	79
세전계속사업이익	**577**	**150**	**203**	**211**	**223**
당기순이익	**577**	**150**	**203**	**211**	**223**
증가율(%)	269.9%	-73.9%	35.0%	3.9%	5.8%
순이익률(%)	79.3%	48.8%	59.1%	57.7%	58.4%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
유동자산	**717**	**148**	**490**	**274**	**216**
현금및현금성자산	706	135	481	262	205
비유동자산	**10,052**	**10,889**	**11,709**	**12,886**	**12,803**
투자자산	5,222	5,198	5,173	5,149	5,124
자산총계	**10,769**	**11,036**	**12,199**	**13,160**	**13,225**
유동부채	**74**	**771**	**59**	**5,884**	**5,974**
단기차입금	0	715	0	0	1
비유동부채	**4,995**	**4,997**	**4,999**	**149**	**134**
장기차입금	4,850	4,850	4,850	0	0
부채총계	**5,069**	**5,768**	**5,057**	**6,033**	**6,108**
자본금	921	921	1,249	1,249	1,249
자본잉여금	4,419	4,419	5,932	5,932	5,932
이익잉여금	360	-72	-40	-54	-64
자본총계	**5,700**	**5,268**	**7,142**	**7,127**	**7,118**

Cashflow Statement

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
영업활동으로인한현금흐름	**78**	**85**	**93**	**136**	**133**
당기순이익	**88**	**111**	**92**	**93**	**93**
현금유출이없는비용및수익	**24**	**24**	**24**	**24**	**24**
유형자산감가상각비	41	82	56	112	102
배당금수취	529	109	136	156	177
투자활동으로인한현금흐름	**60**	**0**	**0**	**0**	**0**
관계기업자산증감	150	-863	-840	-1,190	-150
재무활동으로인한현금흐름	**-179**	**133**	**958**	**754**	**-233**
자본의증가	0	0	1,842	0	0
차입금의증가	0	715	-715	0	0
배당금지급	-180	-582	-171	-226	-233
현금의 증가	**579**	**-570**	**346**	**-220**	**-57**
기초현금	126	706	135	481	262
기말현금	706	135	481	262	205

Valuation Indicator

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
Per Share (원)					
EPS	627	163	163	169	179
BPS	6,189	5,720	5,716	5,705	5,697
DPS	642	175	173	179	179
Multiples (배)					
PER	20.2	71.7	65.6	64.0	60.9
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0

Financial Ratio

3월, 9월 결산	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	269.9%	-73.9%	35.0%	3.9%	5.8%
DPS증가율	245.2%	-72.7%	-1.4%	3.7%	-0.2%
안정성(%)					
부채비율	89%	109%	71%	85%	86%

디앤디플랫폼리츠 (377190.KS / 매수 / TP 4,800 / 유지)

첫 자산 매각

- 세미콜론 문래 S타워 매각
  - '25년 12월 3일, 공시를 통해 세미콜론 문래 S타워 매각 계획 발표, 2026년 3월 결산 이전 매각 협상 중, 매각 차익 특별배당(주당 100원) 및 수송스퀘어 지분 인수 활용
  - 상장 이후 첫 자산 매각 실시, sub권역 오피스 매각 이후 CBD(명동, 수송) 자산으로의 포트폴리오 재편 속도
  - NOI 비중이 높은 자산 매각, 신규 편입 자산 안정화 기간으로 인해 임대수익 변동성 확대 구간, 추가 자산 매각(세미콜론 문래 N타워, 아마존 물류센터 등)으로 배당 안정성 보완
  - 투자의견 매수, 목표주가 4,800원 유지

실적 전망 (단위: 억원, 원, %, 배)

결산기(3,9월)	24.03	24.09	25.03	25.09F	26.03F
영업수익	199	202	235	263	473
영업이익	105	104	130	150	358
당기순이익	38	31	45	30	247
배당총액	89	90	111	106	194
자산	8,570	8,530	10,362	10,423	8,618
부채	5,533	5,550	6,650	6,792	4,697
자본	3,037	2,980	3,712	3,631	3,921
배당수익률	7.7	8.0	8.1	7.2	12.9
P/FFO	12.9	12.5	12.4	13.9	7.7
P/NAV	0.57	0.56	0.57	0.63	0.64

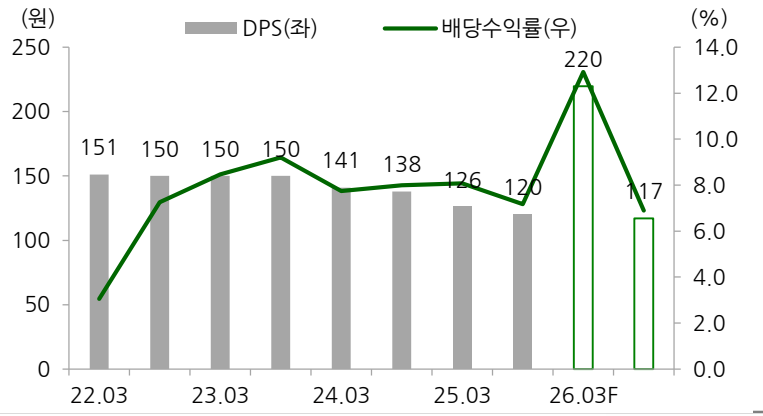
자료 : 신영증권 리서치센터

Valuation Table (단위: 원, %, 억원)

구분	내용	구분	내용
12개월 Fwd 배당금(원)	337	적정 자산가치(억원)	8,453
배당성장률	0.0%	적정 NAV(억원)	4,726
요구수익률	7.25%	주당 NAV(원)	5,346
risk free	2.50%		
risk premium	4.75%		
market premium	12.00%		
beta	0.5		
적정 주가	4,644	목표주가(원)	4,995

자료 : 신영증권 리서치센터

주당 배당금 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

디앤디플랫폼리츠(377190.KS) 추정 재무제표

Income Statement

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
영업수익	**199**	**202**	**235**	**263**	**473**
증가율(%)	1.8%	16.2%	12.2%	79.7%	-44.0%
영업비용	**93**	**98**	**105**	**113**	**115**
증가율(%)	-7.8%	5.3%	6.5%	8.0%	1.5%
영업이익	**105**	**104**	**130**	**150**	**358**
증가율(%)	-2.5%	-1.4%	25.3%	15.6%	138.8%
영업이익률(%)	52.9%	51.3%	55.3%	57.0%	75.7%
영업외손익	**-67**	**-72**	**-84**	**-120**	**-111**
이자비용	95	99	113	145	124
세전계속사업이익	**38**	**31**	**45**	**30**	**247**
당기순이익	**38**	**31**	**45**	**30**	**247**
증가율(%)	7.3%	-17.4%	45.8%	-34.2%	728.5%
순이익률(%)	19.0%	15.4%	19.3%	11.3%	52.3%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
유동자산	**422**	**397**	**485**	**418**	**645**
현금및현금성자산	233	218	335	249	544
비유동자산	**8,148**	**8,133**	**9,876**	**10,005**	**7,973**
투자자산	7,471	7,427	9,074	9,025	6,525
자산총계	**8,570**	**8,530**	**10,362**	**10,423**	**8,618**
유동부채	**1,320**	**5,076**	**5,528**	**2,098**	**2,731**
단기차입금	578	0	0	0	500
비유동부채	**4,213**	**474**	**1,122**	**4,694**	**1,966**
장기차입금	4,161	0	960	4,499	1,799
부채총계	**5,533**	**5,550**	**6,650**	**6,792**	**4,697**
자본금	644	644	884	884	884
자본잉여금	2,661	2,700	3,159	3,218	3,218
이익잉여금	-232	-293	-342	-428	-180
자본총계	**3,037**	**2,980**	**3,712**	**3,631**	**3,921**

Cashflow Statement

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
영업활동으로인한현금흐름	**113**	**78**	**95**	**64**	**272**
당기순이익	**38**	**31**	**45**	**30**	**247**
현금유출이없는비용및수익	**141**	**146**	**161**	**194**	**174**
유형자산감가상각비	46	46	48	48	47
배당금수취	19	19	19	20	11
투자활동으로인한현금흐름	**20**	**-20**	**-1,760**	**-170**	**2,230**
투자부동산증감	0	-2	-1,694	0	3,100
재무활동으로인한현금흐름	**-91**	**-73**	**1,782**	**20**	**-2,207**
자본의증가	0	0	647	0	0
차입금의증가	0	-580	959	3,538	-2,101
배당금지급	-91	-89	-90	-111	-106
현금의 증가	**42**	**-15**	**117**	**-86**	**295**
기초현금	191	233	218	335	249
기말현금	233	218	335	249	544

Valuation Indicator

3월, 9월 결산(억원)	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
Per Share (원)					
EPS	59	48	51	34	280
BPS	4,716	4,627	4,199	4,107	4,436
DPS	138	139	126	120	220
Multiples (배)					
PER	30.5	35.9	30.4	49.5	6.1
PBR	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8

Financial Ratio

3월, 9월 결산	2024.03	2024.09	2025.03	2025.09	2026.03F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	7.3%	7.3%	-17.4%	45.8%	-34.2%
DPS증가율	-2.1%	0.7%	-9.4%	-4.8%	83.2%
안정성(%)					
부채비율	182%	186%	179%	187%	120%

Compliance Notice

- **투자등급**

종목

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
신한알파리츠	-	O	-	-	-	-	-	-
아이에스동서	-	O	-	-	-	-	-	-
한화리츠	-	O	-	-	-	-	-	-
ESR켄달스퀘어리츠	-	O	-	-	-	-	-	-
디앤디플랫폼리츠	-	O	-	-	-	-	-	-
SK리츠	-	O	-	-	-	-	-	-
롯데리츠	-	O	-	-	-	-	-	-

신한알파리츠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	8200		

Compliance Notice

한화리츠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	5600		

아이에스동서 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	50000		
2025-12-17	매수	50000		
2025-04-03	매수	26000	-24.92	-6.15
2024-11-20	중립	20000	-2.56	15.75
2024-05-24	중립	28000	-18.1	-3.93

ESR켄달스퀘어리츠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	6000		
2025-05-29	매수	6500	-32.69	-27.92
2024-09-13	매수	7000	-32.37	-24.15

Compliance Notice

디앤디플랫폼리츠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	4800		
2024-11-26	매수	4800	-33.29	-27.50

롯데리츠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	5600		
2024-10-10	매수	5100	-30.65	-20.59

SK리츠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-05	매수	6400		
2024-08-19	매수	6100	-20.21	-10.66