

# 이에스알켄달스퀘어위탁관리부동산투자회사(주)

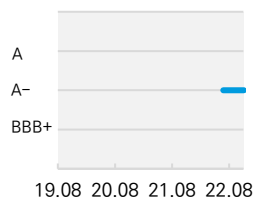
평가일 2022.08.29

## 평가담당자

오지민 선임애널리스트  
☎02-787-2228  
Jimin.oh@kisrating.com

위지원 실장  
☎02-787-2224  
geewon.wee@kisrating.com

## 등급변동추이(Issuer Rating)



## 유효 등급

Issuer Rating **A-/안정적**

## 평가 개요

평가대상	종류	현재등급	직전등급	비고
Issuer Rating	수시	A-/안정적	-	원화 및 외화 기준

주) 기존 미공시(평가일 2022년 6월 24일)에서 공시로 전환된 건임

## 주요 재무지표

구 분	K-IFRS(연결) <sup>주2</sup>					
	2018.11	2019.11	2020.11 <sup>주3</sup>	2021.11	2021.05 <sup>주4</sup>	2022.05 <sup>주4</sup>
매출액(억원)			0	538	237	467
영업이익(억원)			-8	228	81	238
EBITDA(억원) <sup>주1</sup>			-8	364	140	369
자산총계(억원)			3,583	14,431	11,876	22,680
총차입금(억원)			1,187	6,963	4,466	10,603
영업이익률(%)			(*)	42.5	34.2	50.9
EBITDA/매출액(%)			(*)	67.7	59.1	78.9
EBITDA/이자비용(배)			(*)	2.4	2.3	2.3
총차입금/EBITDA(배)			(*)	19.1	15.9	14.4
부채비율(%)			49.8	104.9	67.1	97.1
차입금의존도(%)			33.1	48.2	37.6	46.7

주1) EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 대손상각비(판매관리비) + 퇴직급여충당금전입액

주2) 회계연도가 6개월(12.1~5.31, 6.1~11.30)로 주요 재무지표는 2개 회계연도 합산(12.1~11.30) 기준으로 산출

주3) 2020.11 재무지표는 설립일(2020.2.20)~2020.11.30 기준. 매출액이 발생하지 않았고, EBITDA가 부(-)의 수치인 점 감안 일부 지표 산출하지 않음

주4) 2021.05, 2022.05 재무지표는 6개월(12.1~5.31) 기준

## 평가 의견

한국신용평가는 수시평가를 통해 이에스알켄달스퀘어위탁관리부동산투자회사(주)(이하 '동사')의 Issuer Rating (원화 및 외화 기준) 신용등급을 **A-/안정적**으로 유지한다. 본 수시평가는 미공시 신용등급을 공시로 전환함에 따라 실시하는 것이다. 주요 평가요소는 다음과 같다.

- 우수한 보유자산 가치
- 양호한 영업수익 구조와 낮은 공실률
- 유지관리비, 관리수수료 등으로 인한 수익성 및 현금흐름 부담
- 유상증자, 보유자산 등에 기반한 안정적인 재무구조

### Outlook - 안정적

자산구성과 LTV 수준, 현금흐름 구조를 감안할 때 신용등급 전망은 **안정적**이다.

## 업체 개요

2020년 2월 부동산투자를 전문으로 하는 위탁관리형 부동산투자회사(REITs)로 설립된 동사는 물류센터에 특화된 사업기반을 확보하고 있다. 2020년 8월 국토교통부로부터 영업인가를 획득한 이후 2020년 12월에 한국거래소 유가증권시장에 상장하였다. 켄달스퀘어리츠운용이 자산관리(위탁관리)를 책임지고 있으며, CPPIB(캐나다연금투자위원회), 신한은행, KB증권, ESR 계열의 ESR Kendall Square REIT Holding Pte. Ltd., 이에스알켄달스퀘어(주), 켄달스퀘어리츠운용(주) 등 다수의 주주사가 동사의 지분을 보유하고 있다.

### 주요 등급논리

#### 물류센터에 특화된 상장리츠로서 보유자산의 질이 우수하다.

유통 및 물류 산업 관련 시설의 수급 현황, 보유자산의 지역적 분포, 관리 상태, 공실률 등을 감안한 자산의 질은 우수한 수준으로 판단된다. 당사는 자리츠를 통해 12개, 부동산펀드를 통해 5개, 총 17개 물류센터 자산(매입가액 기준 2조원 이상)을 운영하고 있다. 준공 5년 미만 및 대형 물류 자산 위주의 구성, 90% 이상(시설 연면적 기준)의 수도권 자산 비중, 낮은 수준의 공실률 등이 자산의 질을 뒷받침하고 있다.

#### Gross Lease 조건, 관리수수료 부담 등으로 인한 변동성이 내재되어 있다.

당사의 임대료수익 및 관리수익은 대부분 고정금액이며, 통상적으로 연간 1~2% 수준의 인상 조건이 포함되어 있다. 공실률이 매우 낮고, 다수의 임차인과 임대차기간이 분산된 점도 현금흐름의 안정성 측면에서 긍정적인 부분이다. 다만, 영업비용 측면에서 대부분의 임대차계약이 보험료, 세금과공과(수도 및 전기 사용료 제외), 유지관리비를 임대인이 부담하는 Gross Lease 조건으로 체결되어 있어, 수익성 및 현금흐름의 변동성이 내재되어 있다.

#### 유상증자, 보유자산 등에 기반한 안정적인 재무구조를 확보하고 있다.

당사는 2020년 2월 설립 이후 자산 편입 과정에서 대규모 유상증자와 전환사채 전환을 통해 자기자본을 조달함으로써 안정적인 재무구조를 보유하고 있다. 2022년 5월 말 차입금의존도(총차입금/자산총계)는 46.7%이며, 연결대상 자리츠 보유 투자부동산 매입가액 기준 LTV는 임대보증금 포함시 55.9%, 임대보증금 제외 시 53.6% 수준이다. 부동산펀드의 지분을 통해 소유하고 있는 투자부동산 매입가액 기준 LTV 또한 임대보증금 포함시 55.8%, 제외시 54.2%로 유사한 수준이다. 2021년 12월 신규 자산 매입 과정에서도 유상증자를 통해 약 4,420억원을 조달하였으며, 필요 시 수익증권(부동산펀드) 형태로 보유한 일부 자산의 처분을 통한 현금 확보 가능성도 재무유동성 제고에 기여하고 있다.

### 사업 및 재무전망

장기적인 보유에 중점을 두고 있는 당사의 운영 전략 상 향후에도 물류 관련 자산의 매입을 통한 보유자산 규모 및 영업수익의 확대가 지속될 것으로 보인다. ESR 계열과의 연계를 바탕으로 임차인이 충분히 확보된 우량자산 중심의 매입 기조가 지속될 경우 보유자산의 질도 우수한 수준을 유지할 전망이다. 다만, 기존의 임대차계약 구조 및 운용보수 체계 하에서 단기간 내에 수익성 및 재무 커버리지 지표가 크게 개선되기는 어려울 것으로 보인다.

운용자산의 질, 현재의 재무구조 및 임대차조건 등을 고려할 때 영업활동 과정에서 재무안정성이 급격히 저하될 가능성은 낮을 것으로 예상되나, 향후 자본시장 상황 및 편입 대상 자산에 따라 재무구조가 변동될 수 있다.

신규 자산 편입 결정과 관련 자금소요 및 조달 방식 등이 당사 보유자산의 가치, 임대수익 및 현금흐름, 외부차입 수준 등 사업 및 재무구조 전반에 중대한 영향을 미칠 수 있는 만큼 포트폴리오 확대 과정과 최종 결과에 대해서는 지속적인 모니터링이 필요하다.

### Key Monitoring Indicator

신규 자산 편입 및 관련 자금소요 등이 동사 보유자산의 가치, 임대수의 및 현금흐름, 외부차입 수준 등 사업 및 재무구조 전반에 중대한 영향을 미칠 수 있는 만큼 자산 매입 과정과 최종 결과에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다. 또한 영업비용 및 금리 등락에 따른 수익성과 현금흐름의 변동에 대해서도 검토가 요구된다.

구분	등급 변동 요인
상향 가능성 증가 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 우량 자산 편입, 우량 임차인과의 장기 임대차계약 등으로 자산의 질과 현금흐름의 안정성이 제고되는 가운데</li> <li>• EBITDA 커버리지 지표, 차입금의존도 등 제반 재무지표가 크게 개선될 경우</li> </ul>
하향 가능성 증가 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 보유자산 가치 및 현금흐름의 안정성이 큰 폭으로 저하될 경우</li> <li>• EBITDA 커버리지 지표, 차입금의존도 등 제반 재무지표가 크게 악화될 경우</li> </ul>

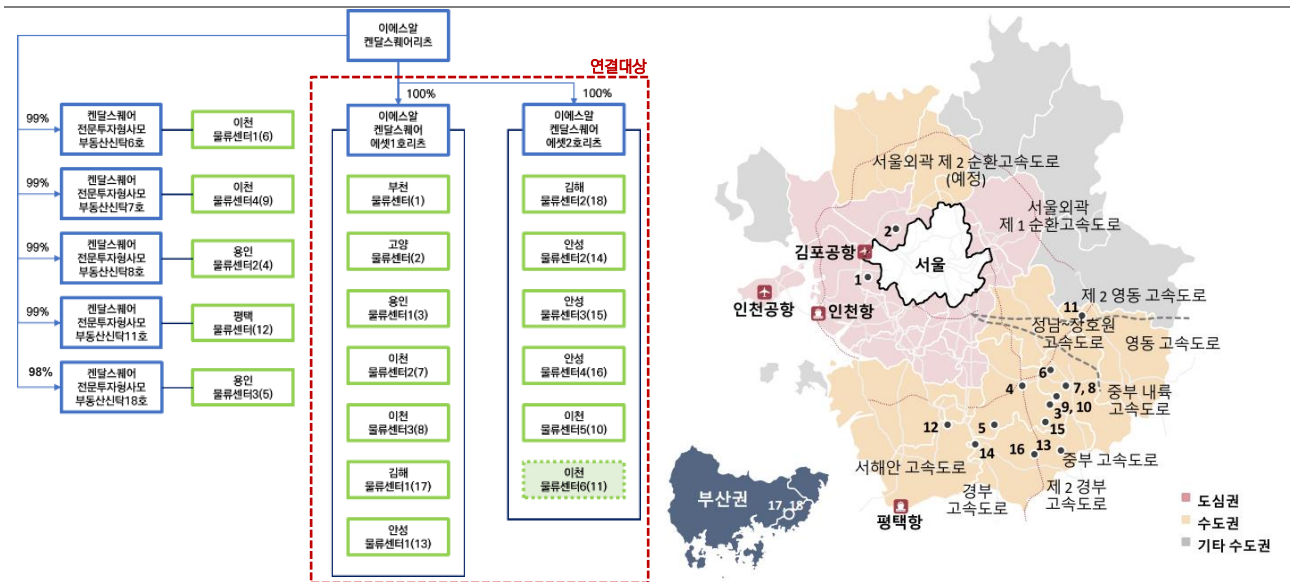
주) 당사가 제시하고 있는 Key Monitoring Indicators는 평가대상 회사의 신용도에 중요한 영향을 미치는 변수이지만, 실제 신용등급 결정 시에는 이 외에도 다양한 정량 및 정성 변수들이 고려되기 때문에 기존에 설정된 KMI상 요건을 충족하는지 여부에 따라 신용등급이 반드시 조정되는 것은 아님에 유의 바랍니다.

### Key Rating Considerations

#### 물류센터에 특화된 대규모 자산 보유

자리츠, 부동산펀드 등을 통해 총 17개(추가취득예정 포함 시 19개) 물류센터 자산을 보유한 동사는 물류센터 운영에 특화된 사업경쟁력을 확보하고 있으며, 매입가액 기준 2조원 이상으로 국내 상장리츠 가운데 최상위권의 자산 규모를 유지하고 있다. 12개의 자산은 2개의 자리츠(동사 지분율 100%)를 통해 운영하고 있으며, 5개 자산은 동사가 대부분의 지분을 확보한 5개의 부동산펀드(REF: Real Estate Fund)가 소유(연결대상에는 미포함)하고 있다.

#### 자산 보유 구조 및 자산 별 위치 / 2022년 5월 말 기준



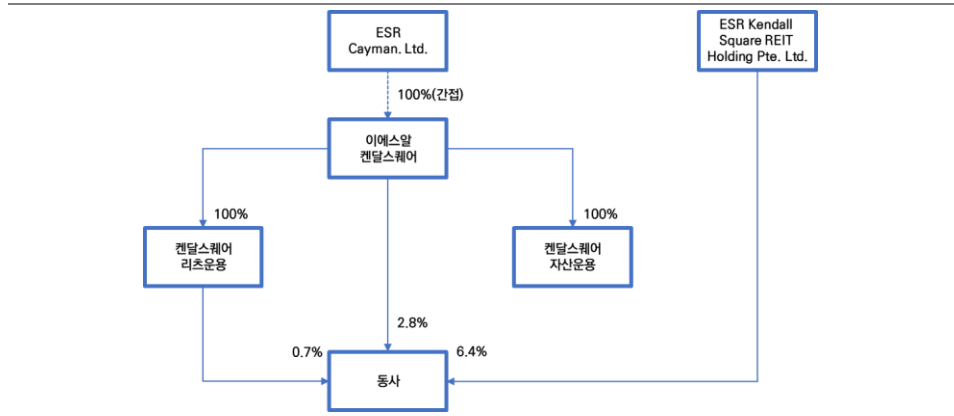
- 주1) 지분율은 2022년 5월 말 기준  
 2) 괄호 내 숫자는 지도 상 자산 번호  
 3) '이천 물류센터6'은 2021년 12월 매매계약 체결, 2022년 말 소유권이전 예정  
 4) 자리츠는 연결대상이며, 수익증권은 동사 지분율이 50%를 초과하나, 지배력 부재로 인해 연결대상에 해당되지 않음
- 자료: 동사 제시 당사 재구성

2020년 중 전환사채 발행(2020년 10월 발행 후 12월 중 전환권 행사) 및 유상증자/기업상장(IPO), 담보대출 등을 통해 확보한 현금으로 12월에 6개(용인1, 김해1, 고양, 부천, 이천2, 이천3)의 물류센터를 1호 자리츠(이에스알켄달스퀘어에셋1호리츠)를 통해 매입하였으며, 4개 부동산 펀드(이천1, 이천4, 용인2, 평택 관련 REF)의 수익증권은 동사가 직접 매입하였다.

2021년 6월에는 용인3 물류센터 관련 수익증권과 안성1 물류센터를 동사와 1호 자리츠가 각각 매입하였다. 2021년 12월에는 유상증자와 담보대출로 조달한 자금으로 2호 자리츠(이에스알켄달스퀘어에셋2호리츠)를 통해 5개(김해2, 안성2, 안성3, 안성4, 이천5)의 물류센터를 추가 매입하였으며, 2021년 12월 이천6 물류센터 매매계약을 완료하고 2022년 말 소유권이전 예정이다.

동사의 주주(관련 지분율 9.9%)이자 자산의 실질적인 운영 주체인 ESR그룹은 중국, 한국, 일본, 인도, 싱가포르, 베트남, 인도네시아, 호주 등 아시아/태평양 지역 최대 규모의 물류 부동산 개발 및 운영사이다. 동사는 매각 차익 실현보다는 물류센터의 장기적인 운영에 중점을 두고 있고 ESR 계열에서 매입·개발한 물류센터 자산 중 우량자산에 대해서는 우선적으로 매입을 추진할 계획인 점을 감안하면 향후에도 보유자산 규모가 지속적으로 증가할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

**ESR 관련 동사 지분구조**



자료: 동사 공시 및 제시

**우수한 보유자산 가치**

유통 및 물류 산업 관련 시설의 수급 현황, 보유자산의 지역적 분포, 관리 상태, 공실률 등을 감안했을 때 자산의 질은 우수한 수준으로 판단된다.

동사 보유 물류센터는 준공 5년 미만 자산이 전체 포트폴리오의 90% 이상(연면적 기준)이고 17개 중 14개 자산이 연면적 33,000㎡ 이상의 대형 물류 자산으로 구성되어 있어 물류시설 임대 시장에서의 경쟁력이 우수한 수준으로 판단된다. 2022년 5월 말 기준 공실률이 1% 미만에서 통제되고 있으며, 보유자산의 90% 이상(시설 연면적 기준)이 수도권에 위치하고 있다.

보유자산이 위치한 수도권, 부산/경남권을 포함한 전국의 물류시설 최근 공급이 지속 증가하고 있지만 E-commerce 및 제3자 물류<sup>1</sup> 시장의 확대에 의해 대형 물류센터들의 공급이 일정수준 이상 흡수되고 있는 상황이다. 또한 최근 유통 및 물류 시장을 주도하고 있는 업체들의 풀필먼트 서비스<sup>2</sup> 제공을 위해 요구되는 시설물 설치 등에는 기존 물류업에 비해 최신화된 대규모 물류시설이 필수적이거나, 현재 공급되고 있는 물류시설 중 상당수가 노후화되었거나 비교적 영세한 시설이라는 점도 양질의 임대 물류 자산에 대한 시장의 수요를 뒷받침하는 부분이다.

<sup>1</sup> 물류 관련비용의 절감을 위해 생산자가 물류 전반을 특정 물류 전문업체에 위탁

<sup>2</sup> 물류 전문업체가 물건을 판매하려는 업체들의 위탁을 받아 배송과 보관, 포장, 배송, 재고관리, 교환·환불 서비스 등의 모든 과정을 담당하는 '물류 일괄 대행 서비스'

다만, 물류시설의 특성 상 건물 자산의 유통업/물류업 외 업종 간 호환이 어렵다는 점, 토지의 입지 측면에서도 일부 도심권 내 자산을 제외하고는 주택, 리테일, 오피스 등 타 용도로의 전용 가능성이 높지 않다는 점, 임차인의 구성 측면에서 대형 우량 임차인의 비중이 비교적 낮다는 점 등은 자산가치를 제약하는 요인으로 작용할 수 있다.

**양호한 영업수익 구조**

동사의 임대료수익 및 관리수익은 대부분 고정금액이며, 통상적으로 연간 1~2% 수준의 인상 조건이 포함되어 있다. 공실률이 매우 낮고, 다수의 임차인(2022년 5월 말 기준 30개 이상)과 분산된 임대차기간 조건(2022년 5월 기준 약 2개월~7년 5월)으로 계약을 체결하고 있는 점 역시 현금흐름의 안정적 측면에서 긍정적인 부분이다.

2022년 5월 말 기준 가중평균 잔여임차기간<sup>3</sup>은 3.5년을 소폭 상회하는 수준이다. 물류센터 임대차 시점에 임차인의 상당한 시설 투자가 요구되는 E-commerce 및 제3자 물류 업종의 특성 상 임대차 기간 이후에도 대부분 계약 갱신 가능성이 높은 것으로 판단된다.

**Gross Lease 조건으로 인한 현금흐름 변동성 및 수익성 제약**

영업비용 측면에서는 대부분의 임대차계약이 보험료, 제세공과금(수도 및 전기 사용료 제외), 유지관리비를 임대인이 부담하는 Gross Lease 조건으로 체결되어 현금흐름의 변동성이 내재되어 있다. 다만, 임차인이 유지관리비를 부담하여 현금흐름 변동성이 상대적으로 제한적인 Master Lease 조건으로 체결된 계약들도 일부 존재한다. 대부분의 자산이 비교적 최근에 준공되어 단 시일 내에 대수선 등이 발생할 가능성은 크지 않으나, 장기적 운영을 목표로 하는 동사의 특성 상 일정 시점 이후에는 비경상적인 대규모 CAPEX가 필요할 가능성도 배제할 수 없다.

보험료의 경우 물류센터 화재 발생 사고 등으로 창고업종의 보험료 인상이 영향을 미치고 있고 세금과공과(수도 및 전기 사용료 제외)와 유지관리비 역시 Gross Lease 임대차계약 조건에 의해 동사가 부담하고 있다. 물류시설 자산 운용이 일반 부동산과 차별화되는 형태의 전문성을 요구하고 있어 관리비용이 상대적으로 높은 수준이다.

**분기별 수익성 지표 - 연결기준**

(단위: 억원, %, 배)

구분	2021.03 ~2021.05	2021.06 ~2021.08	2021.09 ~2021.11	2021.12 ~2022.02	2022.02 ~2022.05
영업수익	127	150	150	222	245
영업비용	54	89	64	111	119
영업이익	73	61	86	112	126
지분법손익	26	10	26	25	193
당기순이익	69	26	69	60	241
EBITDA	106	100	125	173	195
영업이익/영업수익(%)	57.7	40.6	57.4	50.2	51.5
EBITDA/영업수익(%)	83.0	66.3	82.8	77.9	79.7
EBITDA/이자비용(배)	3.4	2.2	2.8	2.2	2.5

자료: 동사 공시 재무성

비교적 높은 비용부담은 동사의 총차입금/EBITDA, EBITDA/이자비용 등 재무 커버리지 지표를 제약하는 요인으로도 작용하고 있다. 향후 금리 변화, 신규 자산 편입 양상에 따라 변동할 가능성을 배제할 수 없지만, 기존의 임대차계약 구조 및 운용보수 체계 하에서 단기간 내에 수익성이 크게 개선되기는 어려울 것으로 보인다.

<sup>3</sup> 각 입주사의 잔여임대기간을 면적기준으로 가중평균한 금액

**유상증자, 보유자산 등에 기반한 재무구조의 안정성**

2020년 2월 설립 이후 자산 편입 과정에서 외부차입 이외에도 대규모 유상증자(2020년 10월 약 2,360억원, 2020년 12월 약 3,480억원)와 전환사채 전환을 통해 자기자본을 조달함으로써 우수한 재무구조를 보유하고 있다. 2022년 5월 말 기준 차입금의존도는 46.7%이며, 연결대상 자릿츠 보유 투자부동산 매입가액 기준 LTV는 임대보증금 포함시 55.9%, 임대보증금 제외 시 53.6% 수준이다. 부동산펀드의 지분을 통해 소유하고 있는 투자부동산 매입가액 기준 LTV 또한 임대보증금 포함 시 55.8%, 제외 시 54.2%로 유사한 수준이다.

**주요 재무안정성 지표 - 연결기준**

(단위: 억원, %)

구분	2020.11	2021.11	2022.05
총차입금	1,187	6,963	10,603
단기성차입금	1,187	281	-
장기성차입금	-	6,681	10,603
현금및현금성자산	3,583	235	339
차입금	-2,396	6,728	10,264
총자산	3,583	14,431	22,680
자기자본	2,392	7,044	11,506
차입금의존도(%)	33.1	48.2	46.7

자료: 동사 공시

부동산투자회사법에 의한 부동산투자회사인 동사는 배당가능이익 한도의 90% 이상을 의무적으로 배당함에 따라 내부 잉여현금과 자본축적을 통한 재무구조 개선과 신규 투자 자원 확보가 어려운 구조다.

다만, 2021년 12월 신규 자산 매입 과정에서도 유상증자를 통해 약 4,420억원을 조달함에 따라 보유자산 규모가 확대된 이후에도 당분간 50% 미만의 차입금의존도를 유지할 것으로 예상된다. 또한 필요할 경우 수익증권(부동산펀드) 형태로 보유한 일부 자산의 처분을 통해 유동성을 조달할 수 있다는 점도 동사의 재무유동성 확보에 기여하고 있다.

**계열의 유사시 지원가능성 미반영**

동사의 지분은 CPP Investment Board Real Estate Holdings Inc, 신한은행, ESR Kendall Square REIT Holding Pte. Ltd., 이에스알켄달스퀘어 등 다수의 주주들에 분산되어 있으며, 주요 주주들이 실질적으로 재무적 투자자, 위탁 운용 주체 등의 성격임을 감안하여 동사의 신용등급에 계열의 유사시 지원가능성을 반영하지 않았다.

**Mapping Grid 적용 결과**

부동산투자회사(REITs) Mapping Grid	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Factor 1. 사업안정성(40%)			○			
Factor 2. 투자 및 영업효율성(20%)				○		
Factor 3. 재무안정성(40%)				○		
<b>Mapping Grid 적용 결과</b>				<b>◎</b>		

주) 2021.11(2020.12~2021.11) 기준, 2020년 12월 주요 자산이 편입됨에 따라 일부 지표는 자산 편입 시점을 고려한 연환산 기준 적용

**Factor 1. 사업안정성**은 자산의 질, 현금흐름의 안정성, 자산규모 등으로 구성되어 있다.

**Factor 2. 투자 및 영업효율성**은 EBITDA/영업자산, 운영효율성 등을 반영한다.

**Factor 3. 재무안정성**은 총차입금/EBITDA, EBITDA/금융비용, 재무탄력성, 차입금의존도 등을 고려한다.

동사의 신용등급에는 상기 부동산투자회사(REITs) 평가방법론에 따른 Mapping 결과와 연결대상에 포함되지 않는 수익증권의 실질 자산가치 및 현금흐름 등으로 인한 영향이 반영되어 있다.

주) 상기 Mapping Grid는 업종별 평가방법론에서 고려하는 주요 요소들을 나타내고 있으나, 신용평가에 영향을 미치는 모든 요소를 포함하고 있는 것은 아닙니다. 실제 최종 신용등급 도출과정에는 여기에 제시된 것 외의 여타 사업 및 재무적 요소, 미래 실적 전망, 계열의 지원가능성, 각 발행자와 당해 채무의 특수성 등 다양한 평가요소가 추가적으로 감안됩니다. 이러한 한계로 인해 Mapping Grid 적용 결과와 실제 신용등급에는 차이가 발생할 수 있다는 점에 유의 바랍니다.

본 평가에는 **현행 KIS 신용평가 일반론, 부동산투자회사(REITs) 평가방법론**을 적용하였습니다. 당사의 평가방법론은 "[www.kisrating.com/리서치/평가방법론](http://www.kisrating.com/리서치/평가방법론)"에서 찾아볼 수 있습니다.