Daishin 증권

US REITs I 대표종목 Top 8 2Q25 Review

프로로지스(PLD)
– AI 시대를 준비하는 물류 본업천재

부동산팀 I 2025.08

책임연구위원 김다은
daeun.kim@daishin.com

Contents

Summary 04

Part 1. REITs in Focus 05

Ⅰ. 미국 물류시장 수급환경 06

Ⅱ. 프로로지스 투자포인트 – A. 다각화된 사업구조 11

프로로지스 투자포인트 – B. 운영 : 시장을 버텨내는 사업구조 12

프로로지스 투자포인트 – C. 개발 : 트렌드에 맞춘 신속한 확장 능력 15

프로로지스 투자포인트 – D. 데이터센터 : AI 인프라 섹터 진출 17

Part 2. 대표종목 Top 8 실적리뷰 21

1. 이퀴닉스 (EQIX) 22
2. 디지털리얼티 (DLR) 26
3. 웰타워 (WELL) 30
4. 프로로지스 (PLD) 34
5. 아메리칸 타워 (AMT) 38
6. 인비테이션 홈즈 (INVH) 42
7. 사이먼프로퍼티그룹 (SPG) 46
8. 리얼티인컴 (O) 50

Summary

PART 1 : REITs in Focus

프로로지스(PLD) : AI 시대를 준비하는 물류 본업천재

- 프로로지스는 기존 물류센터를 데이터센터로 전환하는 전략과 동시에 하이퍼스케일 BTS 개발을 병행하며 유연한 개발 포트폴리오 운영 중
- 1) 기존 물류센터 데이터 센터 전환 : 노후화된 물류센터를 활용하는 전략으로, 자본 효율성과 기존 입지 활용 측면에서 수익성이 매우 높음
- 2) 하이퍼스케일 BTS 개발 : 약 4,600 에이커 부지 기반으로 초대형 데이터센터 캠퍼스를 신규 개발하는 전략으로 고성장 AI 수요 대응

〈프로로지스 데이터센터 개발 전략〉

① 기존 물류센터 데이터센터 전환 (Conversion of Logistics Center)

전력 후보 자산	전력 인가 신청 자산		투자금액
161	59	+	$2.75B

항목	설명
전력 후보 자산	161개 기존 자산이 전환 가능성 있음
전력 인가 신청된 자산	그 중 59개는 이미 전력 인프라 신청 진행 중
실제 개발 대상	11개 자산은 5년 내 데이터센터로 전환 예정
총 개발 전력 용량	약 700MW 데이터센터 전력 용량 확보 목표
예상 투자액	약 27.5억달러 투자 계획

② 하이퍼스케일 BTS 개발 (Build To Suit Development of Hyperscale Campuses)

후보 토지면적	전력 인가 신청 자산		투자금액
4,600 Acre	42	+	$4.75B

항목	설명
보유 개발 가능 부지	4,600 에이커 (약 18.6㎢) 개발 잠재 부지 확보
전력 인가 신청 부지	이 중 42개 부지는 이미 전력신청 상태
개발 계획	5년 내 9개의 하이퍼스케일 캠퍼스 개발 & 총 2,400MW 전력규모
예상 투자액	약 47.5억달러 투자 계획

PART 2 : Earnings Review

2Q25 대표종목 Top 8 실적리뷰

- 25년 2분기 실적 호조세로 에쿼티 리츠의 62% FFO 가이던스 상향
  → 시니어하우징, 데이터센터, 물류 서프라이즈 / 통신, 주거 컨센 부합
- 실적 상향의 공통 배경은 물가상승세 둔화로 비용절감이 이뤄진 효과
- 향후 금리인하 기대감 유효하나 시점과 강도에 따른 불확실성 존재
  → 수급불균형 펀더멘털 존재하는 섹터에 선별적 투자 필요
- 우수한 실적에도 밸류에이션 부담 낮은 데이터센터 & 물류 섹터 추천

(USDmn) (USD per share)		항목	2Q25	Differ(%)	2Q24	% YoY	2025F	2024A
데이터센터	EQIX	매출액	2,256.0	-0.1	2,159.0	4.5	9,188.4	8,748.0
		EBITDA	1,129.0	1.9	1,036.0	9.0	4,444.0	4,097.0
		주당 FFO	7.03	4.0	6.27	12.1	27.34	21.51
	DLR	매출액	1,493.2	3.4	1,356.7	10.1	5,893.7	5,555.0
		EBITDA	823.3	5.3	726.9	13.3	3,130.0	2,947.0
		주당 FFO	1.87	6.7	1.65	13.3	7.10	6.71
헬스케어	WELL	매출액	2,548.2	2.6	1,824.9	39.6	9,766.7	7,991.1
		EBITDA	987.7	4.4	758.3	30.2	3,719.5	3,151.8
		주당 FFO	1.28	3.9	1.05	21.9	4.95	4.32
산업(물류)	PLD	매출액	2,183.9	6.0	2,008.0	8.8	8,408.5	8,201.6
		EBITDA	1,789.3	7.6	1,718.9	4.1	6,516.0	7,162.0
		주당 FFO	1.46	3.2	1.34	9.0	5.72	5.56
통신	AMT	매출액	2,626.9	1.2	2,520.4	4.2	10,311.6	10,127.2
		EBITDA	1,751.8	0.9	1,762.7	-0.6	6,943.1	6,812.1
		주당 FFO	1.63	-32.8	2.32	-29.7	9.72	11.17
주거	INVH	매출액	681.4	1.1	653.5	4.3	2,637.2	2,618.9
		EBITDA	390.9	3.6	376.3	3.9	1,517.9	1,496.9
		주당 FFO	0.48	1.3	0.47	2.1	1.91	1.88
리테일	SPG	매출액	1,498.5	6.4	1,458.3	2.8	5,762.1	5,963.8
		EBITDA	1,083.3	-5.0	1,064.1	1.8	4,695.6	4,358.1
		주당 FFO	3.15	3.2	2.90	8.6	12.56	12.99
	O	매출액	1,410.4	3.1	1,339.4	5.3	5,453.4	5,271.1
		EBITDA	1,284.0	3.2	1,219.6	5.3	4,987.8	4,894.1
		주당 FFO	1.06	-0.7	1.07	-0.9	4.28	4.12

Part 1.
REITs in Focus

Ⅰ. 미국 물류시장 수급환경

Ⅱ. 프로로지스 투자포인트

A. 다각화된 사업구조

B. 운영 : 시장을 버텨내는 사업구조

C. 개발 : 트렌드에 맞춘 신속한 확장 능력

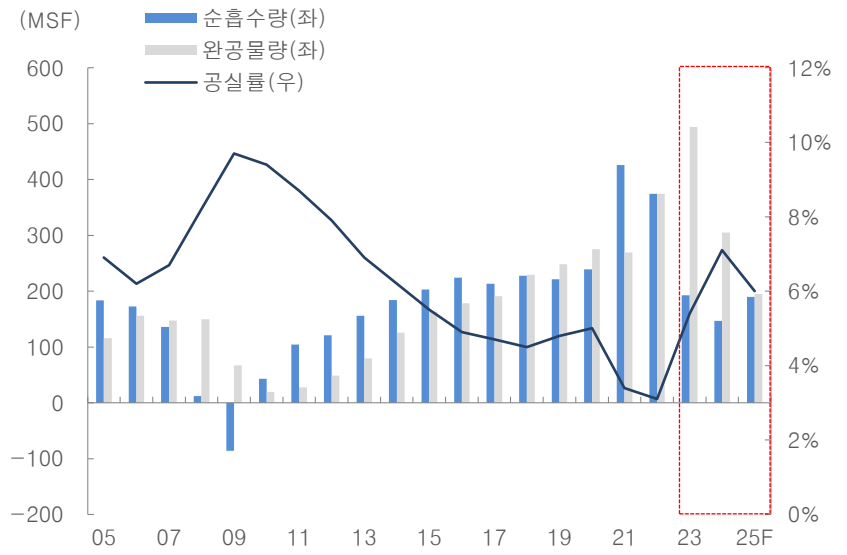
D. 데이터센터 : AI 인프라 섹터 진출

I. 미국 물류시장 수급현황

1) 공급 – ① 정점을 지나 Peak-out

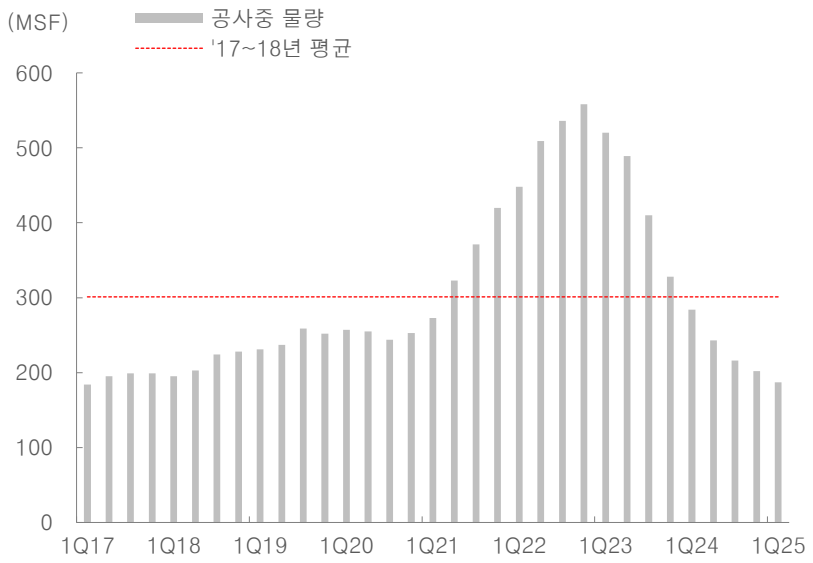
- 지난 2년간 임대시장 약세의 주된 원인이었던 공급 과잉 문제는 점진적으로 해소되는 흐름이며, 2024년부터 신규 완공 물량이 감소세에 접어들기 시작 → 2025년부터 순흡수량과 공급량 간 균형 도달이 예상되면서 임대시장 턴어라운드 기대감 상승
- 자재비, 공사비, 토지비 등 전반적인 개발원가가 상승하면서 대체원가(Replacement Cost)가 높아졌고, 이로 인해 신규 개발의 수익성이 낮아진 상황
- 2023년 이후, 공사 중인 물류센터 물량도 지속적으로 줄어들고 있으며 신규 착공이 둔화되는 추세로 대규모 공급 재개 가능성은 제한적인 환경
- 누적되었던 공급물량 소화되면서 공실률 안정과 임대료 반등 기반이 마련되고 있으며, 시장 정상화 기대감이 점진적으로 확산되는 국면

미국 물류센터 시장 수급 전망



자료: CBRE, Cushman & Wakefield, Prologis, 대신증권 Research Center

미국 물류센터 공사중 물량



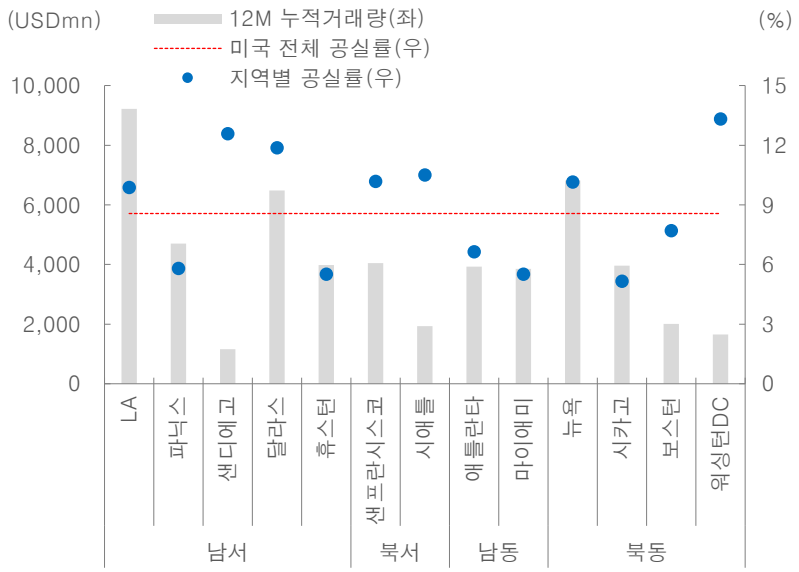
자료: CBRE, Cushman & Wakefield, Prologis, 대신증권 Research Center

I. 미국 물류시장 수급현황

1) 공급 – ② 남서부에 집중된 공급물량

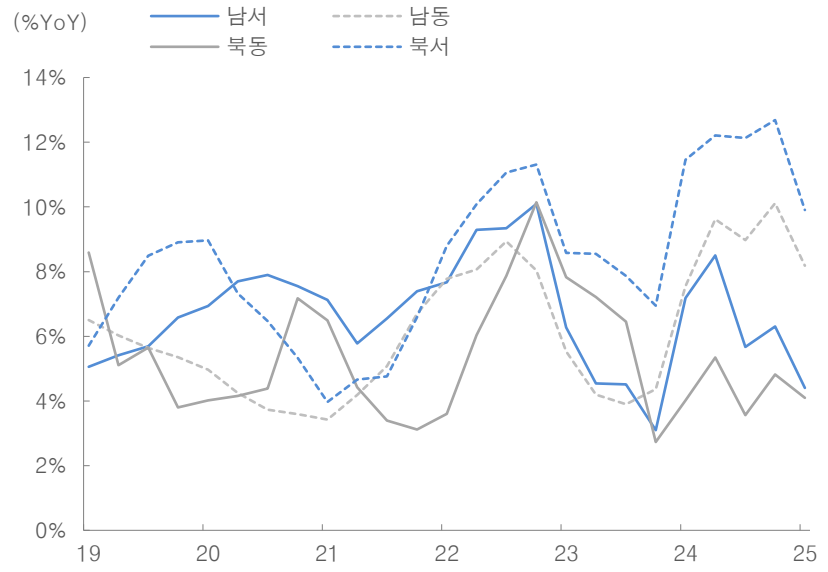
- 미국 물류센터 신규 공급은 지역별로 차별화된 양상을 보이며, 특히 남서부(LA, 피닉스, 샌디에고 등)와 북서부(샌프란시스코, 시애틀)에 가장 집중된 상황 → 2025년 2분기 기준, 미국 전체 평균 공실률 8.6%를 초과하는 도시가 대부분 남서부와 북서부에 집중되어 있어 공급 부담이 국지적으로 집중된 양상
- 남서부는 물류센터 호황기였던 2021~2022년에 임대료가 크게 상승한 고성장 지역이었으나, 2023년부터 공급과잉 여파로 임대료가 큰 폭으로 하락 전환하였으며, 현재는 완만한 안정화 흐름을 보이는 중
- 전반적으로 24년을 기점으로 모든 권역에서 임대료 하락세가 진정되는 국면에 진입했으며 점차 공급 부담이 점차 해소되고 있는 상황

미국 지역별 물류센터 거래량 및 공실률



주1: 2025년 2분기 기준
주2: 경계 기준(북위 37° , 미시시피강)
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 지역별 물류센터 임대료 증감율



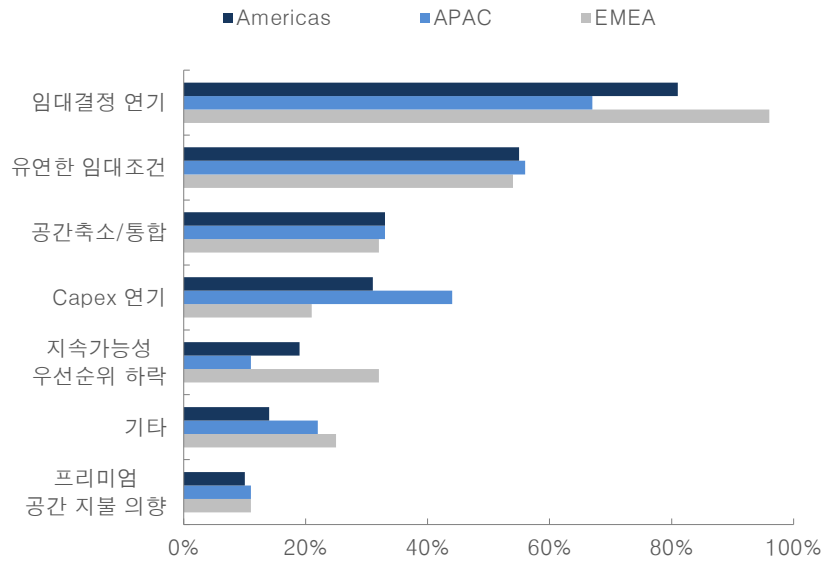
주: 2025년 2분기 기준
자료: RCA, 대신증권 Research Center

I. 미국 물류시장 수급현황

2) 수요 – ① 매크로 불확실성으로 의사결정 연기

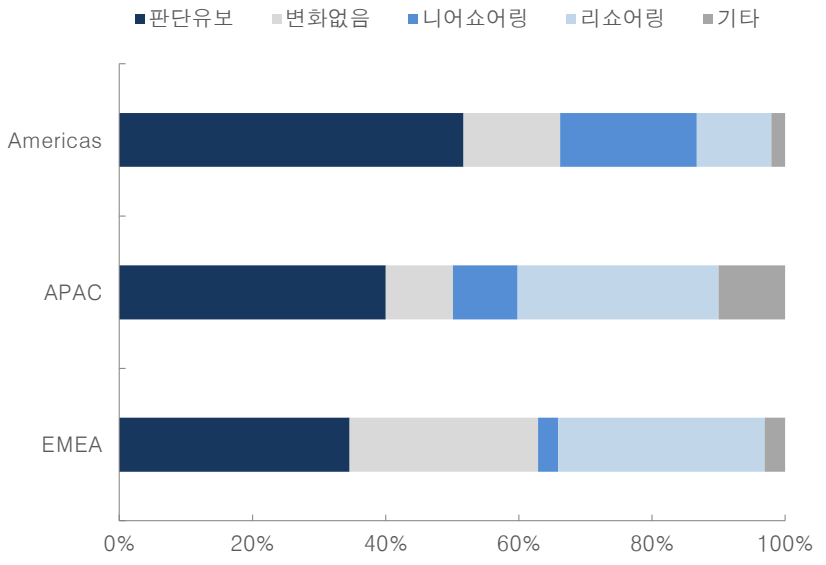
- 미국 물류센터 임차인들은 관세 및 지정학적 불확실성이 지속됨에 따라 창고 임대 계약을 유보하는 경향이 뚜렷하게 나타나고 있음
- 이러한 관세 영향은 단순한 임대 연기뿐만 아니라 임대 조건 변경, 공간 통합, Capex 연기 등 다양한 방식으로 임차인의 공간 전략 전반에 영향을 미치며 실제 수요 약화로 이어지고 있음
- 특히 임차인 입지 전략 변화 설문에 따르면, 미주 지역 임차인들은 판단 유보 비율이 가장 높고 니어쇼어링 전략 채택 비중도 타 지역 대비 두드러지게 높아 글로벌과 비교해 상대적으로 강한 구조적 변화 압력에 직면해 있음을 시사함
- 전반적으로 시장은 Wait-and-See 기조에 진입한 모습 → 불확실성이 해소되기 전까지는 투자 및 임대 관련 의사결정이 보수적으로 유지될 가능성 높음

최근 1년간 임차인 동향 설문 (임차조건 변화)



자료: Savills, 대신증권 Research Center

최근 1년간 임차인 동향 설문 (입지전략 변화)



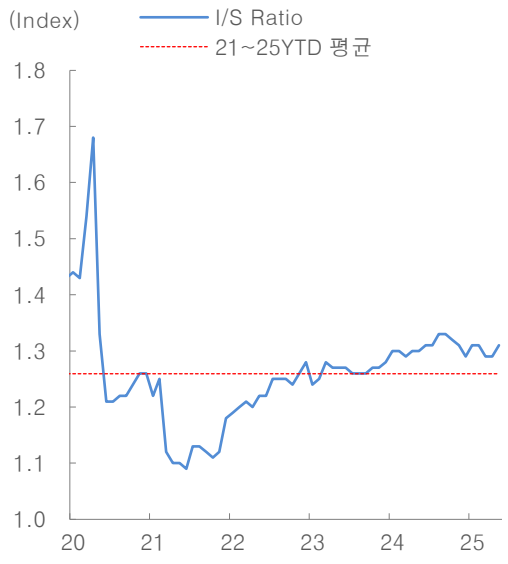
자료: Savills, 대신증권 Research Center

I. 미국 물류시장 수급현황

2) 수요 – ② 관세 영향은 재고축적 (Stockpiling) 수요를 자극

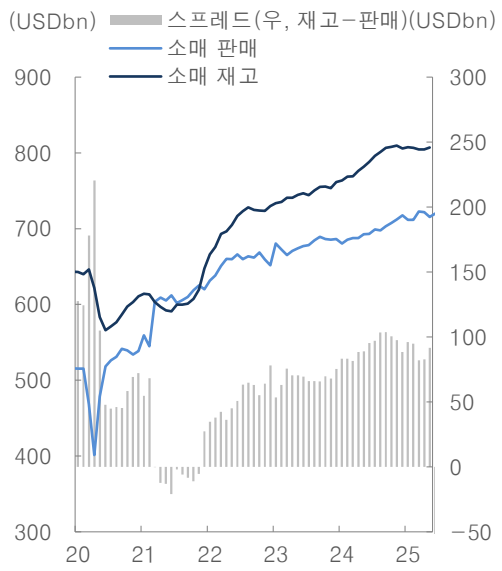
- 글로벌 관세 여파로 임차인들이 창고 임대 결정을 유보하는 흐름이 나타나고 있으나, 동시에 관세 인상 이전에 재고를 확보하려는 선제적 축적 수요도 함께 증가하면서 수요 측면에서는 양방향 움직임이 혼재되고 있음.
- 글로벌 공급망 리스크에 대한 경계가 높아지면서 다수의 소매 및 소비재 기업들이 기존의 Just-in-Time 방식에서 Just-in-Case 전략으로 전환 시작 → 실제로 미국의 소매 I/S 비율과 소매 재고 수준은 점진적인 상승세를 보이며 임대 수요 누적 흐름을 뒷받침하고 있음
- 2025년 1분기 신규 임차 활동에서 3PL 및 물류·유통 업종 비중이 두드러지게 나타나며, 이는 재고 기반의 구조적 수요 증가 흐름을 뒷받침함
- 특히, 3PL업체들은 기존 보유 유휴공간(그레이 스페이스)를 해소하면서 추가 공간을 탐색하고 있음 → 거시경제 불확실성에도 견조하게 유지되고 있음

미국 소매 I/S Ratio



주: I/S Ratio(Inventory to Sales Ratio, 재고 대비 매출비율)
자료: U.S. Census Bureau, 대신증권 Research Center

미국 소매 판매 및 재고 추이



자료: U.S. Census Bureau, 대신증권 Research Center

미국 신규 임차활동 업종 비율 (25년 1분기)

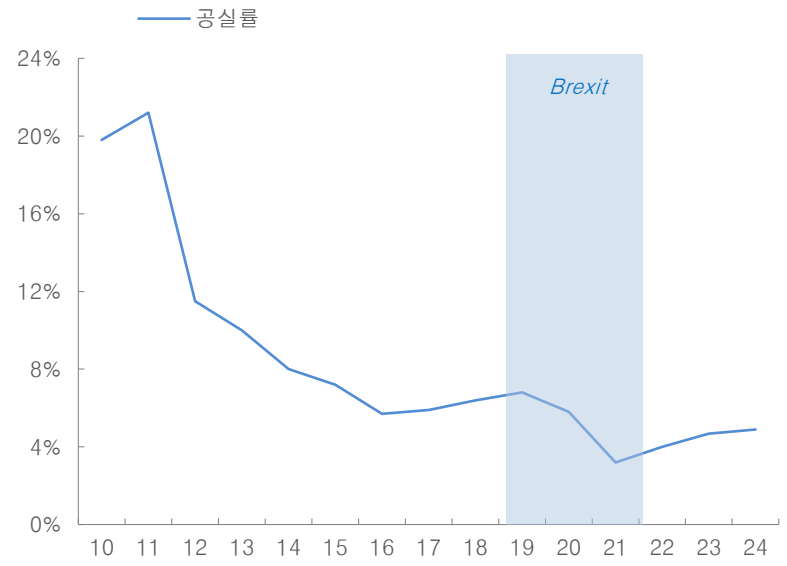
자료: JLL, 대신증권 Research Center

I. 미국 물류시장 수급현황

Case Study – 영국 브렉시트 이후 견조했던 물류창고 임대시장

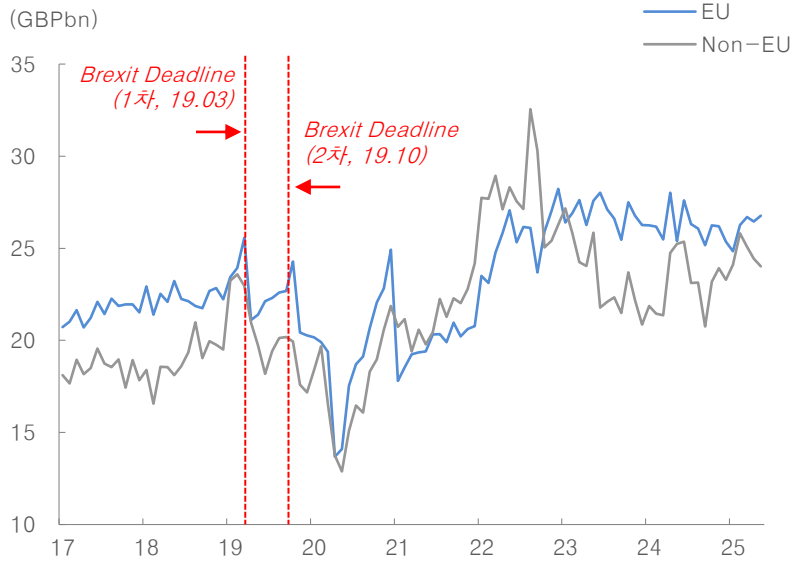
- 과거 브렉시트 당시 유럽 공급망이 재편되며 오히려 창고 수요가 증가했던 전례를 고려할 때, 미중 갈등 심화로 글로벌 공급망 재배치가 나타나면 물류센터 중장기 임차 수요 확대로 이어질 가능성 있음
- 영국은 EU 탈퇴 과정에서 불확실성에 대비해 재고를 선확보하려는 수요가 증가했고, 창고 수요가 확대되며 공실률은 단기 상승 후 오히려 하락세로 전환됨
- 실제로 2019년 3월과 2020년 12월, 각각 브렉시트 이행 및 전환 종료를 앞둔 시점마다 수입량이 일시적으로 급증하며 재고 축적 수요가 가시화되었고, 이는 창고 수요를 직접적으로 자극한 주요 계기로 작용함
- 불확실성 국면에서 나타난 재고 선확보 수요는 중장기 임대 모멘텀으로 전환 → 물류센터 임차 수요의 하방 경직성을 강화하는 요인으로 작용

영국 창고 공실률 추이



자료: Savills, 대신증권 Research Center

영국 수입량 추이



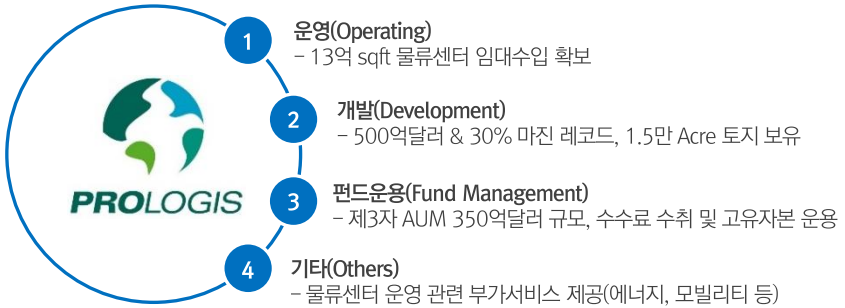
자료: Office for National Statistics, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – A. 다각화된 사업구조

개발부터 운영까지 One-stop 플랫폼 제공

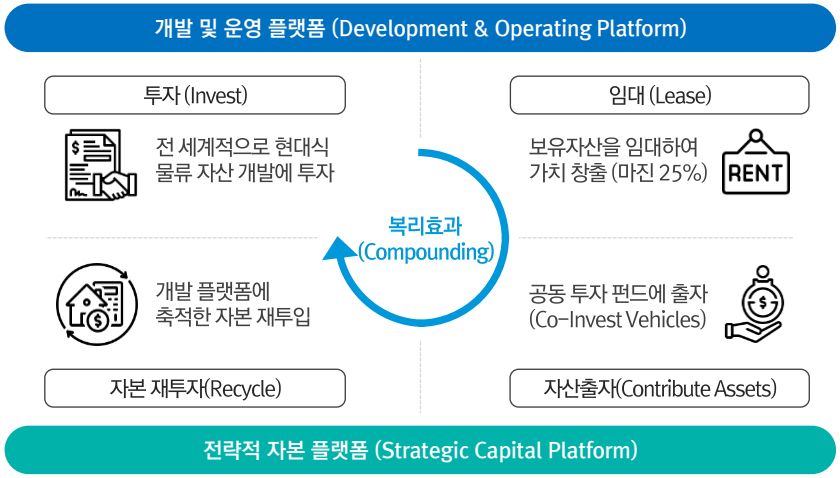
- 프로로지스의 핵심 경쟁력은 운영·개발·펀드운용·부가 서비스를 아우르는 통합 플랫폼에 있으며, 네 가지 사업축이 유기적으로 연결되어 고객에게 원스톱 솔루션을 제공할 수 있는 구조를 형성
- 프로로지스는 단순히 임대료를 수취하는 전통적 리츠 구조를 넘어서서 자산을 개발하고 직접 운영하며 플랫폼 기반의 다양한 서비스를 함께 제공하는 운영형 기업(Operating Company)으로서 차별화된 고객 대응 역량을 보유
- 이러한 프로로지스의 플랫폼 중심 모델은 고객 락인효과를 강화하고 장기적인 가치 창출을 가능케 하며, 복리적 성장으로 효율적인 자본 재투자 모델(Compounding model)을 구축하여 경쟁우위를 지속적으로 확보하는 기반으로 작동

프로로지스 사업구조



자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 복리 사업 모델



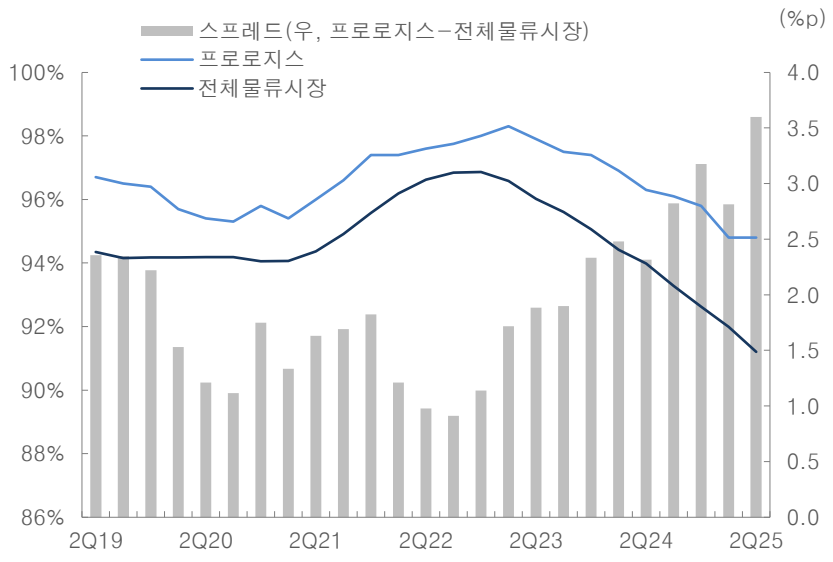
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – B. 운영 : 시장을 버텨내는 사업구조

1) 고품질 포트폴리오로 Flight to Quality 수혜

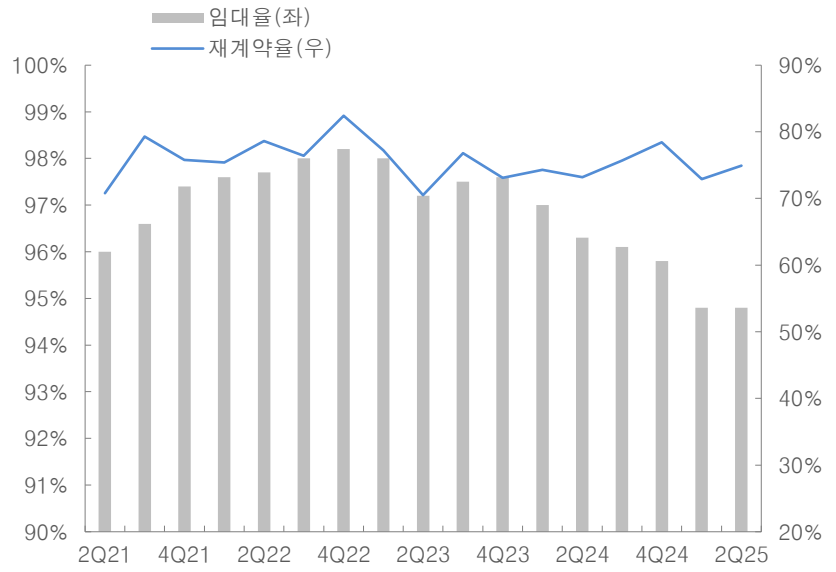
- 프로로지스는 글로벌 핵심 입지에 위치한 A급 자산 중심의 포트폴리오를 보유 → 임차인들의 'Flight to Quality' 수요가 강화되는 시장 환경 속에서 상대적으로 안정적인 임대 수요를 유지하며 견고한 사업 구조를 확보
- 프로로지스의 평균 임대율은 전반적인 물류시장 대비 지속적으로 높은 수준을 유지하고 있으며, 동사와 시장 간 임대율 격차는 지속적 확대되는 양상 → 프로로지스의 자산 품질 차별성과 시장 내 경쟁력이 더욱 강화되고 있음을 반영
- 2022년 하반기부터 물가상승으로 임차인들의 비용절감 기조가 강해지고 물류센터 수요가 감소하면서 공실률이 소폭 상승하는 모습이 나타났으나, 프로로지스는 우량자산을 바탕으로 경쟁사대비 상대적으로 우수한 임대 경쟁력을 확보 하고 있어 재계약율은 견조하게 유지되고 있음

프로로지스 및 전체 물류시장 임대율 추이



자료: RCA, Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 임대율 및 재계약율



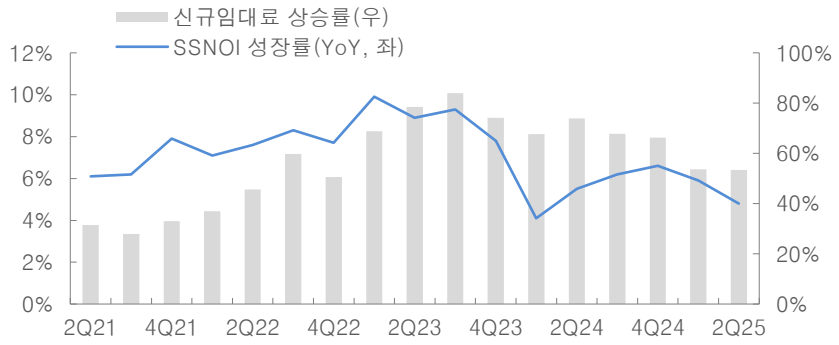
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – B. 운영 : 시장을 버텨내는 사업구조

2) Mark to Market 전략으로 우수한 실적 방어력

- 프로로지스는 기계약 대비 시장 임대료(Mark-to-Market) 차이가 20% 이상 유지되고 있어, 계약 만료 시기마다 시세반영을 통한 NOI 성장을 실현 중
- 평균 임대기간은 4.7년이며, 현재 갱신되는 계약은 대부분 2020~2021년 저임대 계약으로, 단순 재계약만으로도 임대료 인상이 가능한 구간에 진입
- 계약만료 후, 신규 임대료 상승률은 평균 53.4%에 달하며, 과거 인플레이션을 반영하지 못했던 계약의 갱신을 통해 임대 수익이 빠르게 정상화되고 있음
  → 계약 구조 자체가 중장기 수익성 개선을 내포하고 있음을 의미
- 또한, 전환비용이 임대료 대비 안정적으로 관리되고 있어, 큰 규모의 인센티브 없이도 기존 임차인과의 재계약을 통해 시세 수준 임대료가 수용되고 있음
  → 공실 리스크 없이 적정 Capex만으로 자산 가치를 유지하며 높은 수익 성장이 가능한 구조를 확보하고 있음을 시사

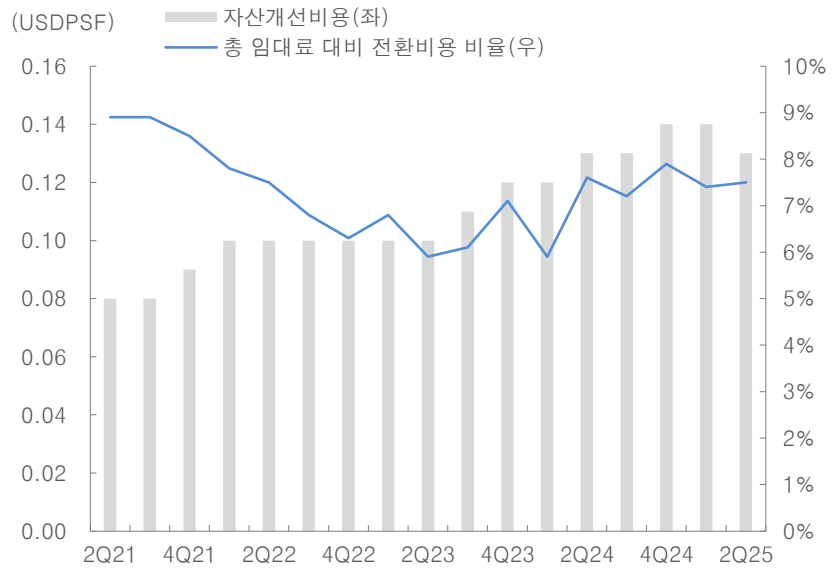
프로로지스 SSNOI 및 신규 임대료 성장률



스프레드 비교	2019	2025YTD	Differ
Market rent spread to In-place (시세 대비 기존 계약)	20%	25%	+5%p
Replacement rent spread to market (신축 필요 임대료 대비 시세)	0%	20%	+20%p
Replacement rent spread to in-place (신축 필요 임대료 대비 기존 계약)	20%	50%	+30%p

주: 시세 대비 기존계약은 전체 포트폴리오 기준으로 측정한 임대료 인상률
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 자산개선비용 및 전환비용 비율



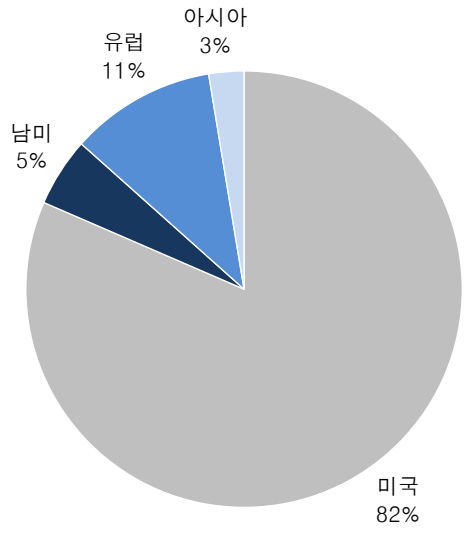
주1: USDPSF(USD Per Square Foot 제곱피트 당 달러 , 임대료 가격 지표)
주2: 전환비용(임차인이 교체될때 소요되는 교체비용으로 수리, 임대 수수료, 임차인 인센티브 등)
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – B. 운영 : 시장을 버텨내는 사업구조

3) 로컬 의존도 높은 임차인 분포로 관세영향 제한적

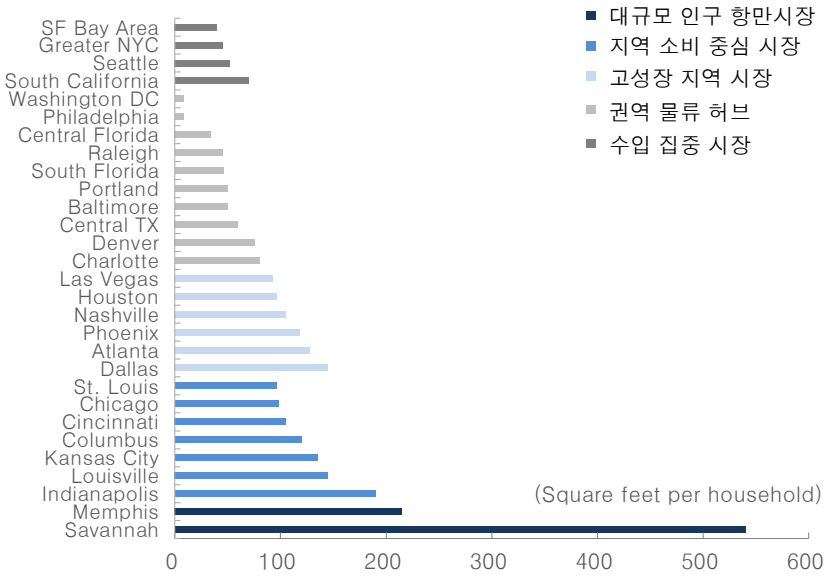
- 프로로지스는 전체 자산의 82%를 미국 내에 보유하고 있으며, 내수 소비 및 지역 유통 중심의 시장에 강하게 노출되어 있어 글로벌 통상 정책 변화에 따른 직접적인 임대 수요 충격에 구조적으로 둔감한 특성을 보임
- 포트폴리오의 75%는 지역 및 권역 유통 용도로 활용되고 있고, 글로벌 무역과 직접적으로 연계된 항만 기반 자산은 15%에 불과해 수입·수출 변동에 따른 수요 위축 가능성은 제한적
- 예를 들어, 수입의존도 높은 대규모 인구 항만시장인 Savannah, Memphis 등 도시를 제외하고는 대부분 도시의 가구당 물류 임대면적은 200 s.f 이하로, 가구당 물류 임대면적은 수치가 작을 수록 내수중심 성격이 강함 → 포트폴리오 분포가 외부 변수에 대한 완충력이 높은 지역 중심으로 이뤄져 있음

프로로지스 포트폴리오 지역별 분포비율



자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 지역별 가구당 물류 임대면적



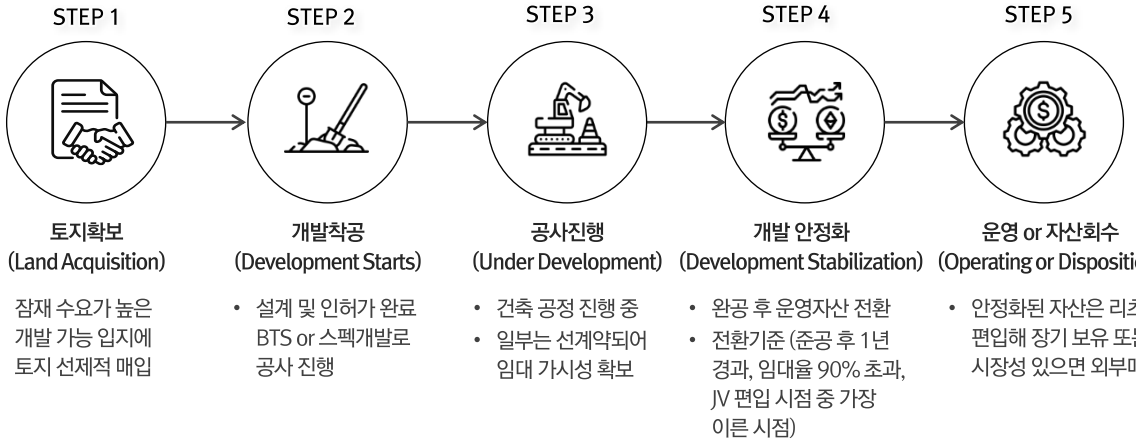
주: 가구당 물류 임대면적 – 물류창고 면적 / 세대수로 해당 지역 주민들의 소비 활동을 지원하기 위해 필요한 평균 물류 공간의 크기를 의미하며 수치가 작을수록 내수중심의 시장임을 의미
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – C. 개발 : 트렌드에 맞춘 신속한 확장 능력

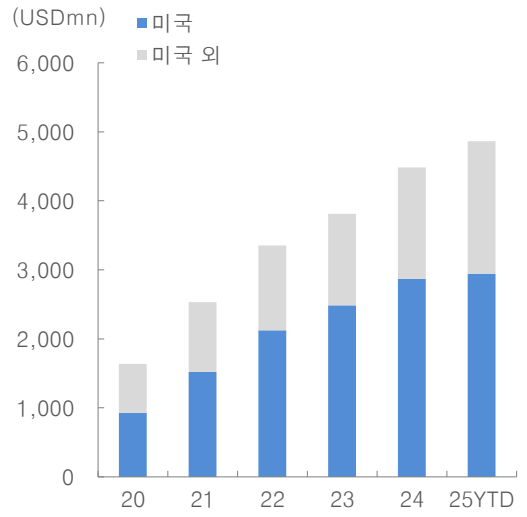
1) 랜드뱅크(Land Bank) 전략으로 장기경쟁력 확보

- 프로로지스는 경기 불확실성과 수요 변동에 대비해 토지를 선제적으로 매입해 보유하는 랜드뱅크(Land Bank) 전략을 통해 개발 유연성을 확보하고 있음
  → 필요 시 신속한 개발 전환을 가능케 해 시장 대응력을 극대화
- 개발 프로세스는 ① 토지 매입 → ② 설계 및 공사 착공(BTS 또는 선개발) → ③ 공사 진행 → ④ 안정화→ ⑤ 운영 또는 매각의 5단계로 구성되어 있으며, 각 단계별로 전략적 판단과 자산가치 극대화를 도모
- 프로로지스의 전체 토지 보유액은 2020년 이후 꾸준히 증가 중이며, 글로벌 물류 수요 확대에 선제적으로 대응하고 있음을 시사

프로로지스 개발사업 단계별 흐름



〈프로로지스 토지 보유액 (Land Portfolio)〉



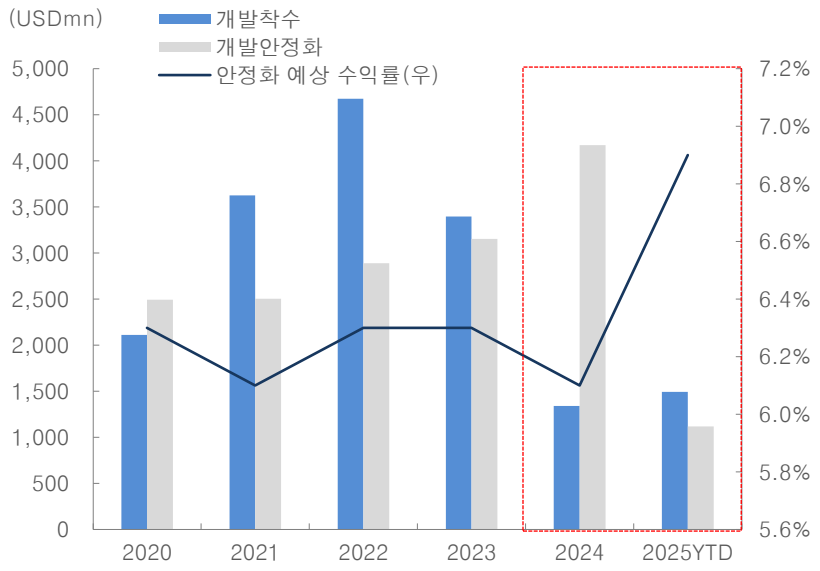
주1: 2025년 2분기 기준
주2: 상기 내용은 업계 일반적 범위 기준에 따라 작성하였으며 구체적 사안에 따라 실제 적용 내용은 달라질 수 있음
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – C. 개발 : 트렌드에 맞춘 신속한 확장 능력

2) BTS 중심 개발로 사업리스크 관리

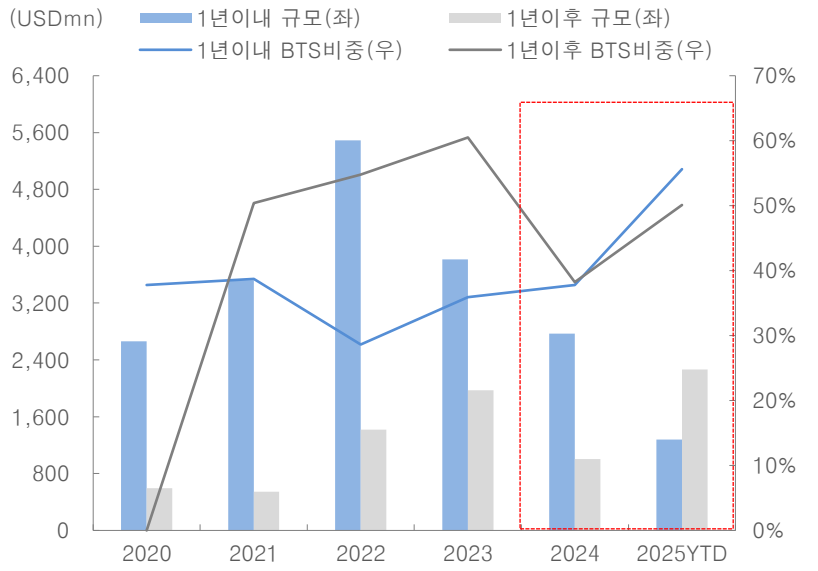
- 프로로지스의 개발 파이프라인은 단기 실적을 견인할 수 있는 안정화 물량과 중장기 개발 착수를 균형 있게 조정하고 있음 → 2020~2022년 공격적으로 착수했던 개발 프로젝트들이 2024년부터 안정화 구간에 진입하며, 수확기로의 전환이 본격화됨
- 안정화된 자산으로부터 단기간내 NOI 및 FFO 유입 가시성이 높아졌으며, 이는 실적 예측 가능성과 수익 창출력을 동시에 높이는 요소로 작용
- 개발 착수는 BTS(Build-to-Suit) 중심으로 선택적 진행되며, 예상 수익률은 상승 추세 → 임대료 수준 개선과 BTS 비중 확대에 따른 수익성 개선
- 공사 중 BTS 비중은 1년 이내 및 이후 모두 50~60% 수준을 유지하거나 상승세 → 공실 및 인센티브 리스크는 낮고, 자본 회수 속도는 빠른 구조로 전환

프로로지스 개발 착수 및 안정화 규모



주1: 2025년 2분기 기준
주2: 개발 안정화란 자산이 완공 후 1년 경과, 임대율 90% 초과, 또는 공동투자 기여 중 가장 이른 시점에 운영 자산으로 전환되는 기준
주3: 안정화 예상수익률은 개발 프로젝트 규모별 가중평균 기준
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 공사 중 물량 규모 및 BTS 비중



자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – D. 데이터센터 : AI 인프라 섹터 진출

1) 데이터센터 비즈니스 진출에 유리한 경쟁우위 요인

- 프로로지스는 전 세계 5,600개 건물과 1.5만 에이커의 핵심 산업 입지를 기보유하고 있으며, 도시 접근성·광통신망 연결성·전력 인프라 측면에서 데이터센터 전환에 최적화된 입지 조건을 갖추고 있음
- 기존 물류시설을 고밀도 데이터센터로 전환할 수 있는 구조적 강점을 지니며, Skybox 등과의 파트너십을 통해 BTS 기반의 맞춤형 개발도 가능 → 부지 확보부터 설계, 시공, 운영까지 통합적으로 관리할 수 있는 플랫폼을 보유해 개발 기간 단축과 리스크 최소화에 강점을 가짐
- 동일 면적 기준 데이터센터 임대료는 물류시설 대비 약 24배 수준이며, 개발수익률 또한 10%p 이상 높아 뛰어난 수익성 확보
- 프로로지스는 대규모 토지, 풍부한 개발 역량 등 데이터센터 사업 진출에 유리한 강점을 기확보하고 있어 AI 인프라 성장 사이클의 중장기 수혜 예상

데이터센터 개발 시 프로로지스 강점

항목	내용 요약
입지	– 전 세계 5,600개 건물, 1.5만 에이커 핵심 산업단지·도심 인접 부지 확보 – 도심 인접·전력·통신 인프라 우수한 네트워크 허브 입지 확보 – 기존 물류센터 자체적으로 고용량 전력망 및 파이버 연계 용이한 입지
개발역량	– 기 구축된 물류 인프라 활용한 데이터센터 전환 가능 → 개발시간 단축 – Skybox 등 DC 전문 운영사와 파트너십, 설계~운영 통합 수행 – 물류센터 인허가 및 용도변경 경험 다수, 설계-시공-운영 개발역량 보유
임대수익	– 물류센터에서 데이터센터 전환 시, 동일공간 기준 임대료 24배 증가 (e.g. 물류센터 $0.85/sqft/month vs. 데이터센터: $163/kW/month → 1랙(8sqft, 1kW) 기준 $20.43/sqft/month) – 데이터센터 개발수익률 7.5~10%, 마진 25~50%로 물류센터 대비 우위
토지확보	– 신규 매입 없이 전환 가능한 부지 보유 진입장벽이 높은 시장 진출에 유리 – 보유하고 있는 대규모 부지 기반 다단계 캠퍼스형 개발 가능 – 신규 부지 매입·조성에 소요되는 비용 및 시간 절약 가능
재무여력	– 데이터센터 건설비는 물류센터 대비 최대 16배로 초기 현금흐름 확보 중요 – 초기 Capex 비용부담을 상쇄할 수 있는 우수한 재무구조 보유 – 높은 신용등급 기반 자금 조달력 우수하여 레버리지 확대 부담 경감

주: 상기 내용은 업계 일반적 범위 기준에 따라 작성하였으며 구체적 사안에 따라 실제 적용 내용은 달라질 수 있음
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

물류센터 vs. 데이터센터 개발 수익 비교

구분	창고/물류센터	데이터 센터
투자 규모	2,500만~5,000만 달러	1억 5,000만~5억 달러
개발수익률	6.5~7.5%	7.5~10%
마진/가치창출	15~20%	25~50%
개발기간 (인허가 포함)	12~24개월	24~36개월
리스크	수요변화, 입지경쟁 등	전력확보, 기술 사양진화 등

자료: Prologis, 대신증권 Research Center

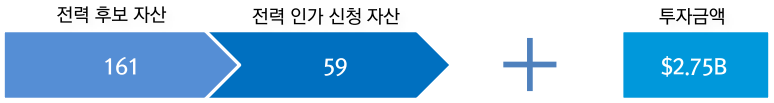
II. 프로로지스 투자포인트 – D. 데이터센터 : AI 인프라 섹터 진출

2) 개발 방향 – 기존 데이터센터 전환과 BTS 캠퍼스 개발 병행

- 프로로지스는 데이터 센터 진출에 있어서 1) 기존 물류센터를 데이터 센터로 전환, 2) 하이퍼스케일 BTS 개발 전략 총 두가지 전략을 병행하고 있음
  → 기존 자산의 가치 극대화와 신규 수요 대응을 동시에 추구하며 지역별 수급 상황 및 고객 니즈에 따라 유연한 개발 포트폴리오 운영이 가능하게 함
  → 현재 1.4GW의 데이터센터 전력을 확보하고 있으며, 2GW를 추가 건설 중으로 향후 10년간 10GW 확보를 목표로 함
- 1) 기존 물류센터 데이터센터 전환 : 노후화된 물류센터를 데이터센터로 전환하는 전략으로, 자본 효율성과 기존 입지 활용 측면에서 수익성이 매우 높음
  161개 후보자산 중 59개 전력 인가 신청 완료했으며 이 중 11개 자산은 5년 내 데이터센터 전환예정 → 총 700MW 확보목적으로 27.5억달러 투입 계획
- 2) 하이퍼스케일 BTS 개발 : 약 4,600 에이커 부지 기반으로 하이퍼스케일러 BTS 데이터센터 캠퍼스를 신규 개발하는 전략으로 고성장 AI 수요 대응 목적
  전력 인가 신청이 완료된 42개 부지를 중심으로 향후 5년간 9개 캠퍼스 개발 예정 → 총 2,400MW 조성 목적으로 47.5억달러 투자 예정

프로로지스 데이터센터 개발 전략

① 기존 물류센터 데이터센터 전환 (Conversion of Logistics Center)



항목	설명
전력 후보 자산	161개 기존 자산이 전환 가능성 있음
전력 인가 신청된 자산	그 중 59개는 이미 전력 인프라 신청 진행 중
실제 개발 대상	11개 자산은 5년 내 데이터센터로 전환 예정
총 개발 전력 용량	약 700MW 데이터센터 전력 용량 확보 목표
예상 투자액	약 27.5억달러 투자 계획

② 하이퍼스케일 BTS 개발 (Build To Suit Development of Hyperscale Campuses)

항목	설명
보유 개발가능 부지	4,600 에이커 (약 18.6㎢) 개발 잠재 부지 확보
전력인가 신청 부지	이 중 42개 부지는 이미 전력신청 상태
개발 계획	5년 내 9개 하이퍼스케일 캠퍼스개발 & 총 2,400MW 전력규모
예상 투자액	약 47.5억달러 투자 계획

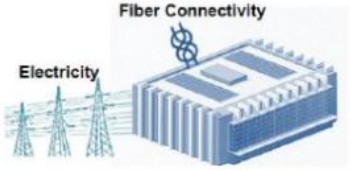
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – D. 데이터센터 : AI 인프라 섹터 진출

2) 개발 방향 – ① 기존 물류센터 Conversion

- 프로로지스가 보유한 물류센터는 도심 인접, 전력 인입, 통신망 연결, 접근성 측면에서 데이터센터 입지 요건과 중복되는 경우가 많아 개발 전환에 유리 → 기존 물류센터 운영 경험을 통해 전력 인입 인프라 및 공급계약 확보 이력이 다수 존재하여 전환 실행력 확보
- 특히, 기존 창고 구조체(Shell)를 그대로 유지하면서 전력·파이버 등 데이터센터 인프라 설비만 추가하는 Powered Shell 데이터센터로 전환하는 전략은 인허가 및 공정 리드타임을 대폭 축소시키고 매각 중심의 Capex 회수 전략으로 효율성 극대화
- 2024년 말, 미국 Elk Grove Village 위치 데이터센터 매각 Case → Skybox 와의 협업을 통해 32MW급 Powered Shell 데이터센터로 전환한 후, 하이퍼스케일 고객과 BTS 계약 체결 및 HMC Capital에 턴키 매각 완료하였으며 개발→임대→매각의 전체 Cycle 전략을 성공적으로 실증한 대표 사례

Powered Shell 데이터센터 특징

구분	Turnkey Strategy (완성형 데이터센터)	Powered Shell Strategy (전력 인프라 제공형)
구조		
설계 및 건설 범위	전력, 냉각, 파이버, 보안 등 모든 인프라 구축	건물 외형 + 전력 인프라 + 파이버만 설치
운영자 역할	자산 소유, 건설, 유지보수 및 SLA 운영 책임	전력·인프라 제공 이후 임차인 자율 운영
임대료 산정 방식	$ / kW 기준 (전력 사용량에 기반)	$ / SF 기준 (면적 기반)
전기요금 처리 방식	운영자가 부담 후 테넌트에 청구	임차인이 전기회사에 직접 납부
임대 유형 / Opex 구조	총임대료 + 전기 별도	트리플넷 + Opex 전가
유지보수 Capex	운영자 부담 (전력·냉각 장비 유지 포함)	임차인 부담 (운영자는 Capex 없음)
SLA 책임	전력 중단, 온도/습도 유지 등 보장 의무	SLA 거의 없음, 책임 전가
타깃 고객	코로케이션 기업, 중소 클라우드 고객	하이퍼스케일러, AI/클라우드 빅테크 (AWS, MS 등)
수익 구조	임대료는 높지만 Capex, Opex 부담 큼	임대료는 낮지만 비용 최소화로 순수익률 ↑
전략적 활용	완성형 오퍼레이션 목적 자산 운영	BTS + 매각 또는 장기 트리플넷 임대

프로로지스 데이터센터 Conversion 매각 사례

- 미국 시카고 Elk Grove Village 위치한 데이터센터 매각
- 기존물류창고를 Powered Shell 데이터센터로 전환
- Skybox Datacenter 협업하여 32MW 전력 확보
- BTS 방식으로 하이퍼스케일 고객과 임대계약 체결
- HMC Capital에게 Turnkey 매각완료(24년 말)
  → 호주 상장리츠 DigiCo Infra REIT Seed Asset으로 편입
- 프로젝트 완료 후 즉시 매각 → Capex 회수 및 수익화 실현

주: 상기 내용은 업계 일반적 범위 기준에 따라 작성하였으며 구체적 사안에 따라 실제 적용 내용은 달라질 수 있음
자료: Prologis, National Real Estate Advisors, 대신증권 Research Center

II. 프로로지스 투자포인트 – D. 데이터센터 : AI 인프라 섹터 진출

2) 개발 방향 – ② 하이퍼스케일 BTS 개발

- 프로로지스는 미국 내 10개 주요 도시에서 총 5,000만 s.f 이상의 부지를 보유하고 있으며, 1차 시장(달라스, 시카고, 피닉스 등)뿐만 아니라 전력 인프라 측면에서 유리한 2차 시장(라스베이거스, 애틀랜타 등)까지 포함되어 있어 데이터센터 개발에 적합한 입지와 인프라 조건을 고루 갖춤
- 프로로지스는 초대형 부지에서 BTS 방식으로 전력 확보 및 맞춤 설계 제공이 가능해, 계약 기반의 안정적인 장기 수익창출 구조 구축에 유리함.
- 하이퍼스케일 BTS 방식은 사전개발 방식 대비 임차인 계약 후 개발이 이뤄져 공실 리스크가 제거되며, 설계부터 냉각·보안·네트워크까지 임차인 요구에 최적화된 맞춤형 인프라 제공을 통해 리스크 회피 및 Capex 낭비 최소화 가능
- 또한, 장기계약(10~15년)을 통해 현금흐름의 예측 가시성이 높으며 대형 CSP 중심의 우량 임차인 중심의 계약이 이뤄지기 때문에 안정성 높음

BTS vs. 스펙 데이터센터 비교

구분	BTS 데이터센터	Spec(사전개발) 데이터센터
정의	단일 임차인 맞춤 설계·건설 착공 전 임대계약 확정	임차인 계약 없이 선(先) 개발 완공 후 임차인 유치
시장진입	계약 확보 후 착공 → 완공까지 상대적으로 장기 소요	완공 직후 임대 가능 → 시장 진입 기간 단축
설계난이도	전력·냉각·보안 등 임차인 요구사항 전면 반영 가능	기본 인프라 위주 설계 맞춤 업그레이드 시 추가 투자 발생
공실위험	계약 기반 개발로 공실 위험 최소화	초기 공실 위험 및 임차 불확실성 존재
임대구조	장기 계약(10~15년) 기반 안정적 현금흐름 창출	멀티테넌트 임대 기반으로 공실 리스크 분산
유리한 시장	대형 클라우드·하이퍼스케일 사업자의 장기 수요가 확정된 성숙 시장	수요 변동성이 크거나 신규 진입 필요한 성장 초기 시장
대표입지	북미 Tier-1 대도시, 안정적 전력· 네트워크 인프라 확보 지역	전력·네트워크 인프라 확장 단계의 성장 시장

주: 상기 내용은 업계 일반적 범위 기준에 따라 작성하였으며 구체적 사안에 따라 실제 적용 내용은 달라질 수 있음
자료: 대신증권 Research Center

프로로지스 보유 토지 중 미국 내 데이터센터 지역 규모

구분	지역명	보유면적(sqft)	미국 내 비중
1차시장	Dallas/Fort Worth	5,648	7.1%
	Chicago	1,451	1.8%
	Phoenix	1,428	1.8%
	SF Bay Area	1,010	1.3%
	Southern California	10,802	13.5%
2차시장	Atlanta	3,032	3.8%
	Seattle	1,130	1.4%
	Las Vegas	14,826	18.6%
	Orlando	2,071	2.6%
	Central PA	1,117	1.4%

자료: Prologis, 대신증권 Research Center

Part 2.
대표종목 Top 8 실적리뷰

1. 이퀴닉스

주가 약세에도 외형 성장과 질적 개선을 겸비한 호실적

- **2Q25 컨센서스 상회** : 25년 2분기 매출액 22.6억달러(+4.5% YoY), EBITDA 11.3억달러(+9.0% YoY), 주당 FFO 7.03달러(+12.1% YoY) 전체 매출의 90% 이상을 차지하는 반복매출이 + YoY 7% 고성장 시현 → 강력했던 상반기 수주잔고가 매출로 전환 + 판관비 감소로 레버리지 효과 상승

- **외형성장과 수익성 개선 동시달성** : 견고한 총이익률과 효율적인 비용관리에 힘입어 2분기 EBITDA 마진율은 역사상 최초로 50%에 진입하였음 이퀴닉스 핵심 사업모델인 리테일 코로케이션은 멀티 테넌트 기반으로, 고객 변동성이 높고 운영 효율성과 영업력에 따라 수익성이 크게 달라지는 구조 → 이번 EBITDA 마진율 개선은 매출 대비 비용 효율성이 한층 강화되었음을 의미하며, 단순한 외형 확장을 넘어 질적 성장까지 동반되고 있음을 시사함 특히, 캐비닛당 평균 월 반복 매출(AMR)이 전분기 대비 33달러 증가하며 전력 밀도 상승에 따른 임대 단가 인상이 이어지고 있어 실적상승에 긍정적 영향

- **AI 확장과 클라우드 수요의 본격화** : 2분기 상호연결서비스 매출은 4.1억달러(+8.8% YoY) 돌파하였으며, AI 워크로드 구축에 따른 네트워크 및 클라우드 확장수요에 힘입어 총 6,200건의 신규연결 발생 → 상호연결서비스는 가격단가가 높고 고객 락인 효과가 높은 고부가가치 사업으로, 고객수가 많을수록 유리한 구조. 이퀴닉스는 49.2만건 이상의 연결을 지원하며 업계에서 독보적인 네트워크 인프라를 확보하고 있으며 반복매출을 상회하는 성장세 시현 중

- **성장 확신을 반영한 공격적 Capex 정책** : 25Y Capex 가이던스 38~43억달러 제시하며 지난 6월 애널리스트 데이에 발표한 공격적 투자확대 기조 이어감 12개 하이퍼스케일 데이터센터 포함하여 전세계 59개 개발 프로젝트 진행중, xScale 프로젝트의 85% 이상은 선임대 완료되어 공실 리스크는 낮음 데이터센터 건설기간 18~24개월 고려 시 선제적 공급확보 위한 현시점 Capex 투자는 적절하다고 판단 → 앞서 제시한 26~29Y AFFO 성장률 5~9%은 다소 보수적인 수치로 ① 데이터센터 건설기간 단축, ② 자본조달비용 절감, ③ 개발자산 선임대·선판매 일정 조정 시, 수익 발생 시점 앞당겨질 가능성 존재

이퀴닉스 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
이퀴닉스	EQIX	매출액	2,256.0	2,257.2	-0.1	2,159.0	2,225.0	4.5	1.4	9,188.4	8,748.0	5.0
		순이익	372.0	342.8	8.5	289.2	365.0	28.6	1.9	1,367.8	1,059.5	29.1
		EBITDA	1,129.0	1,107.6	1.9	1,036.0	1,067.0	9.0	5.8	4,444.0	4,097.0	8.5
		주당 FFO	7.03	6.76	4.0	6.27	6.61	12.1	6.4	27.34	21.51	27.1

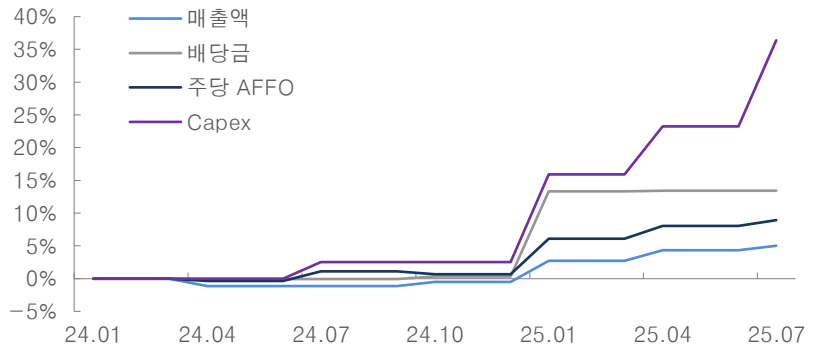
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 2025Y 연간 가이던스

(USDmn) (USD per share)	1Q25		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
매출액	9,175	9,275	9,233	9,333	0.6%
Adj.EBITDA	4,471	4,551	4,517	4,597	1.0%
반복 Capex	258	278	272	292	5.4%
비반복 Capex	3,168	3,398	3,520	4,000	11.1%
AFFO	3,675	3,755	3,703	3,783	0.8%
주당 AFFO	37.36	38.17	37.67	38.48	0.8%
배당금	1,836	1,836	1,836	1,836	0.0%
DPS	18.76	18.76	18.76	18.76	0.0%

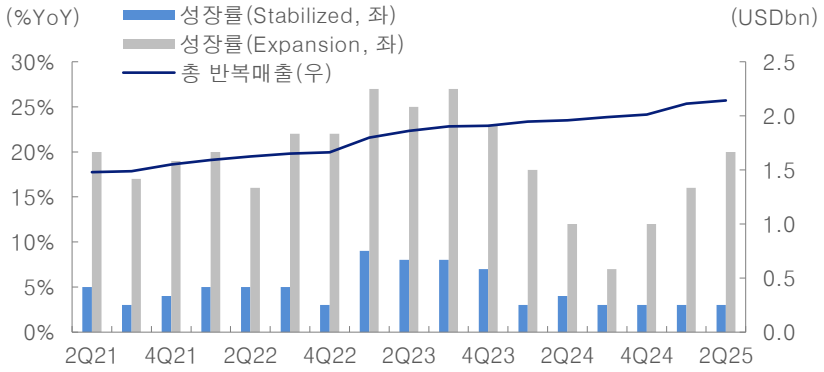
주: 2025년 2분기 기준
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 가이던스 변화율



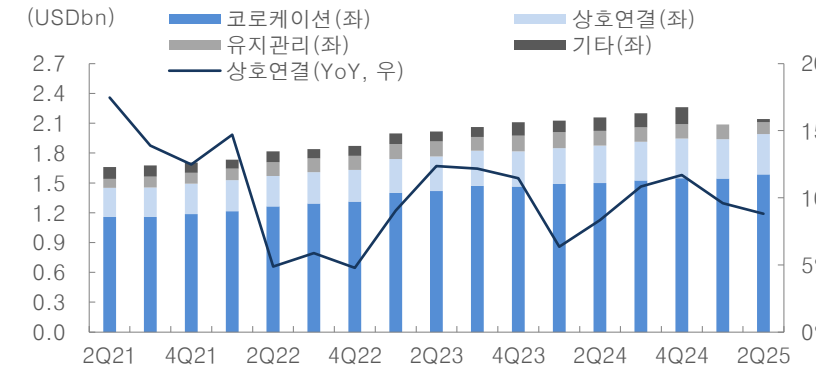
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 반복매출 성장률



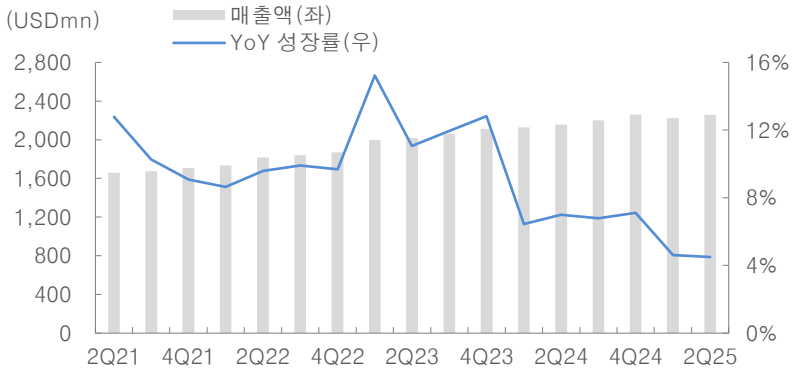
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 매출구성 및 상호연결서비스 성장률



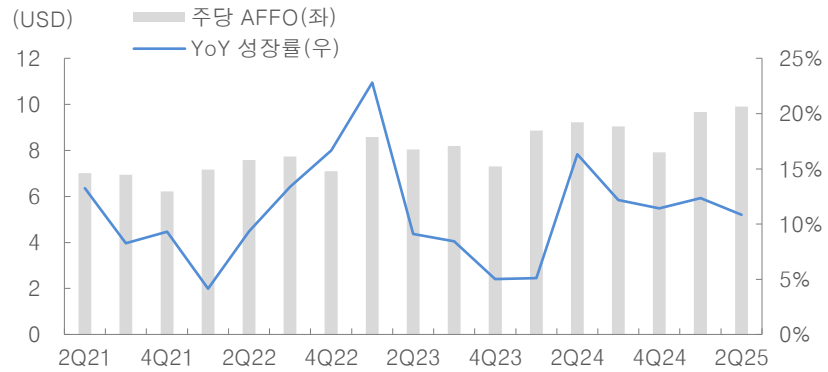
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 매출액 및 성장률



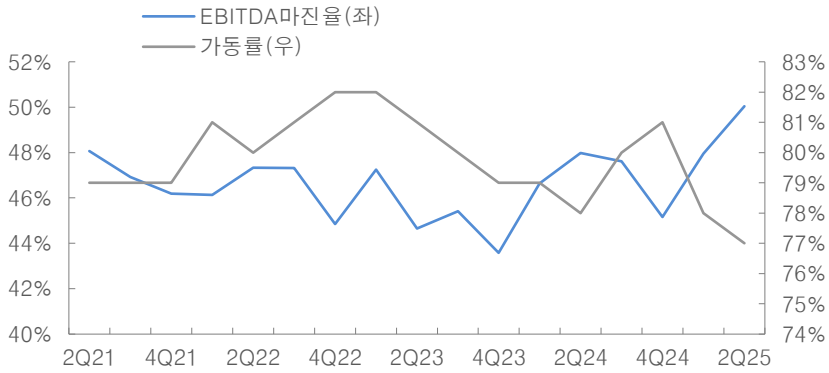
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 AFFO 및 성장률



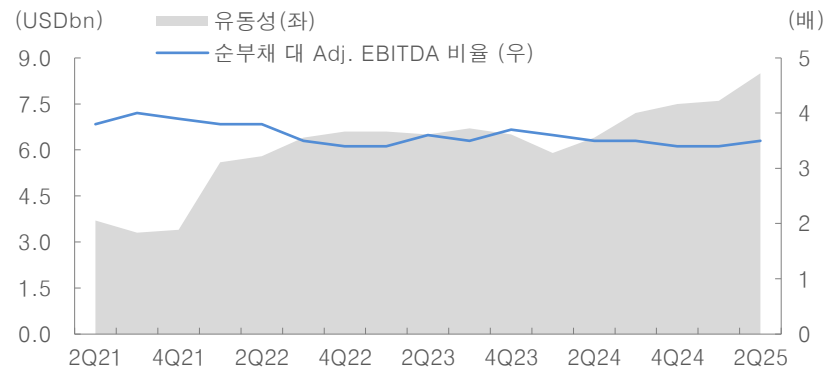
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 EBITDA 마진율 및 가동률



자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 유동성 및 순부채비율



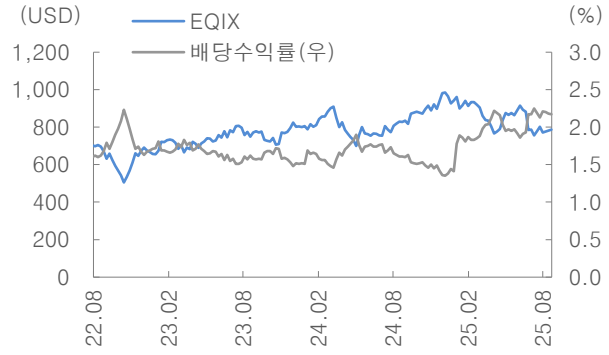
자료: Equinix, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,127	2,159	2,201	2,261	2,225	2,256	8,748	9,244	10,006	10,851
YoY(%)	*6*	*7*	*7*	*7*	*5*	*4*	*7*	*6*	*8*	*8*
Colocation	1,487	1,500	1,524	1,547	1,544	397	6,058	n.a	n.a	n.a
Interconnection	362	374	391	397	397	407	1,524	n.a	n.a	n.a
Managed Infra & Others	278	285	286	316	284	259	1,165	n.a	n.a	n.a
영업이익	366	421	432	405	474	500	1,624	2,020	2,255	2,492
YoY(%)	*-5*	*25*	*15*	*15*	*30*	*19*	*12*	*24*	*12*	*11*
영업이익률(%)	*17*	*19*	*20*	*18*	*21*	*22*	*19*	*22*	*23*	*23*
세전이익	280	333	357	317	408	410	1,287	1,657	1,746	1,869
YoY(%)	*-11*	*34*	*23*	*15*	*46*	*23*	*14*	*29*	*5*	*7*
순이익	233	289	313	220	365	372	1,055	1,449	1,511	1,626
YoY(%)	*-11*	*37*	*22*	*-6*	*56*	*29*	*10*	*37*	*4*	*8*
주당FFO	5.81	6.27	6.36	3.11	6.61	7.03	22	28.49	30.34	32.08
YoY(%)	*-1*	*19*	*7*	*-44*	*14*	*12*	*-5*	*32*	*7*	*6*
EBITDA	992	1,036	1,048	1,021	1,067	1,129	4,097	4,544	4,977	5,502
YoY(%)	*5*	*15*	*12*	*11*	*8*	*9*	*11*	*11*	*10*	*11*

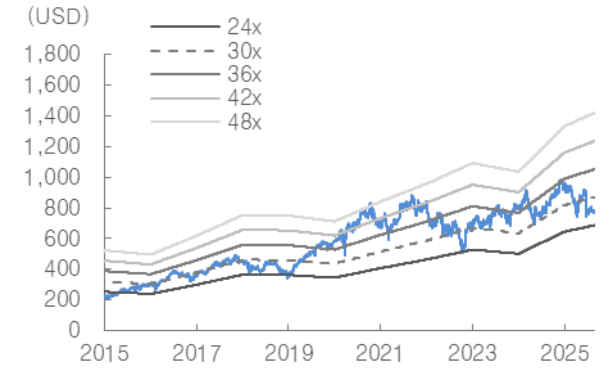
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

이퀴닉스 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2. 디지털리얼티

눈여겨 봐야 할 엔터프라이즈 실적 성장

- **우수한 2Q25 실적** : 25년 2분기 매출액 14.9억달러(+10.1% YoY), EBITDA 8.2억달러(+13.3% YoY), 주당 FFO 1.87달러(+13.3% YoY) 기록 강력한 호실적은 1) 대규모 Backlog의 신규 임대개시(2.3억달러)로 매출기여, 2) 중소형블록 및 상호연결서비스 고성장, 3) 우호적인 환율효과에 기인

- **고무적인 엔터프라이즈 수주 모멘텀** : 2분기 0~1MW 및 상호연결서비스 신규계약 9천만달러(+67.5% YoY) 기록 → 중소형 엔터프라이즈 수요 성장 기존 대형 하이퍼스케일 강점에 더해 중소형 및 네트워크 기반 고객 수요를 성공적으로 확보하고 있는 흐름으로 제품 믹스 개선 및 수익구조 다변화 본격화 디지털리얼티의 주력인 하이퍼스케일은 전력인가가 2026년 말~2027년 초에 집중되어 있어 기존 수주물량 외 신규 매출인식은 당분간 제한적일 전망 → 단기(2025~2026년) 실적은 기구축 용량을 즉시 매출로 전환하는 중소형 리테일 코로케이션과 상호연결 서비스의 성장 모멘텀이 지속되는지가 관건

- **북미 중심 하이퍼스케일 공급여력 충분** : 2분기 개발 Capex (지분기준)7억달러 & 개발 파이프라인 90억 달러 보유 → 25년 30~35억 자본지출 예상 현재 토지 포함 총 5GW 규모 공급여력 보유 → 현재 600MW 개발 중이며 2분기에 96MW 인도 완료(선임대 98%) + 수년 내 1GW 신규용량 가동예정 하이퍼스케일 수요는 북미집중 현상 뚜렷해 공급선점 중요 → 26~28년 북미 350MW 가동예정 + 샬롯 등 2차시장에 Connected Campus 구축 진행 중

- **성공적 펀드레이징으로 자본조달 다각화** : 약 100억 달러 규모의 첫번째 미국 하이퍼스케일 데이터센터 펀드 출범했으며 LP 총 지분약정 30억 달러 유치 주요시장 내 운영자산 5개 + 개발부지 4개 출자 → 펀드자본은 7:3 비율로 특정자산 투자 및 재량자본으로 활용 & 하이퍼스케일 수요에 선제대응 예정 디지털리얼티는 20% 지분 확보 및 자산운용 및 개발 주관 예정→ 재무제표 부담 없이 개발투자 비용 절감하고 펀드운용수수료 수취로 반복수익 확보가능

디지털리얼티 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
디지털리얼티	DLR	매출액	1,493.2	1,444.7	3.4	1,356.7	1,407.6	10.1	6.1	5,893.7	5,555.0	6.1
		순이익	125.1	133.5	-6.2	-66.5	151.2	흑전	-17.2	489.5	304.1	61.0
		EBITDA	823.3	782.1	5.3	726.9	791.2	13.3	4.1	3,130.0	2,947.0	6.2
		주당 FFO	1.87	1.75	6.7	1.65	1.77	13.3	5.6	7.10	6.71	5.8

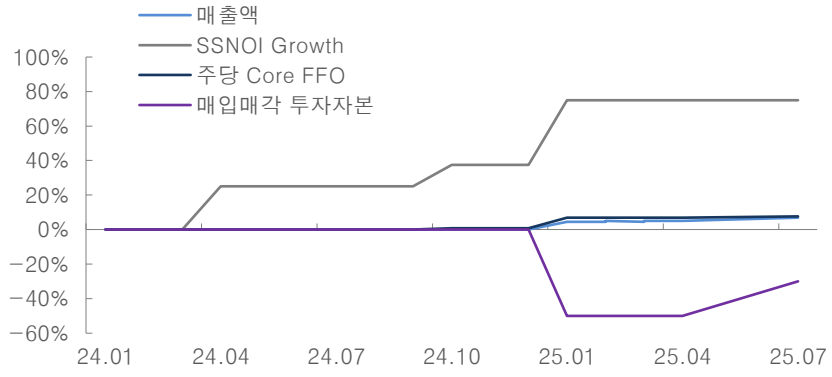
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 2025Y 연간 가이던스

(USDbn) (USD per share)	1Q24		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
매출액	5.83	5.93	5.93	6.03	1.7%
Adj.EBITDA	3.13	3.23	3.20	3.30	2.4%
재계약임대료 상승률	4.0%	6.0%	5.0%	6.0%	25.0%
SSNOI Growth	3.5%	4.5%	3.5%	4.5%	0.0%
매입매각 투자자본	0.5	1.0	0.7	1.0	40.0%
Capex	3.0	3.5	3.0	3.5	0.0%
주당 Core FFO	7.05	7.15	7.10	7.20	0.7%

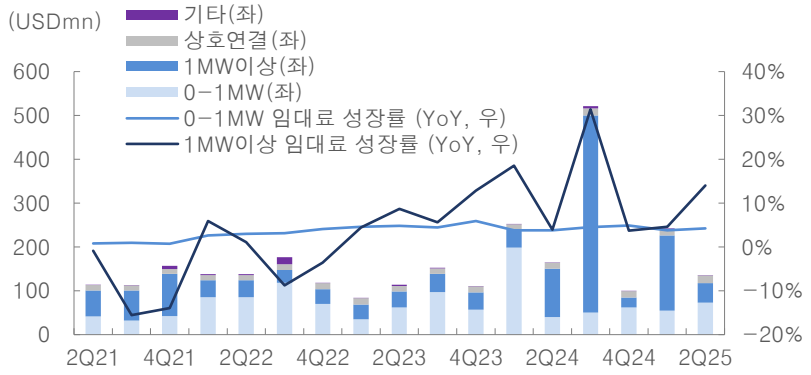
주: 2025년 2분기 기준
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 가이던스 변화율



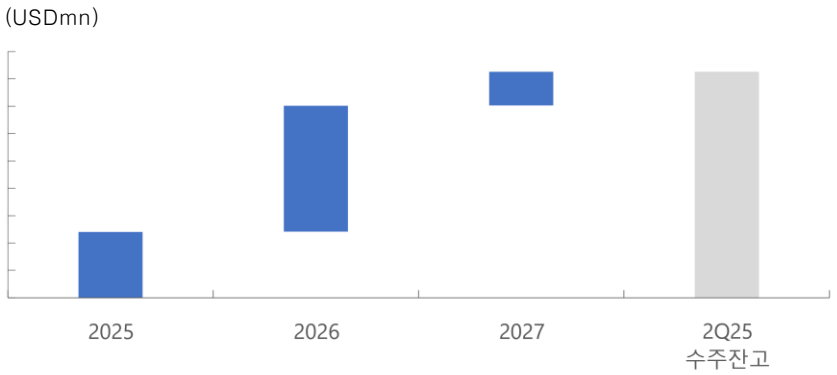
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 데이터센터 용량별 신규수주 및 임대료 인상률



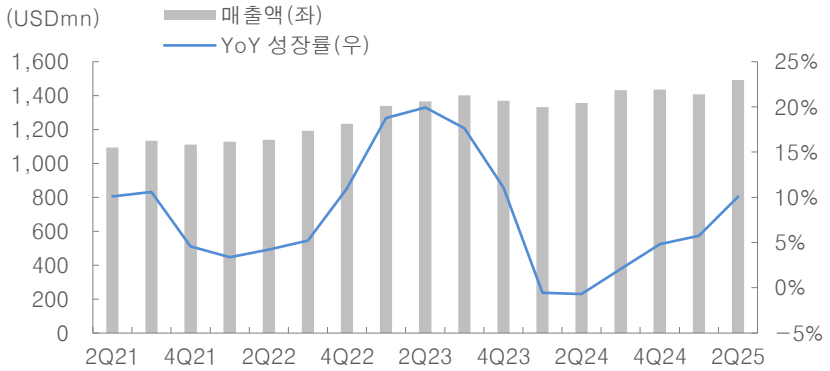
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 수주잔고 연도별 임차개시 시점 구분



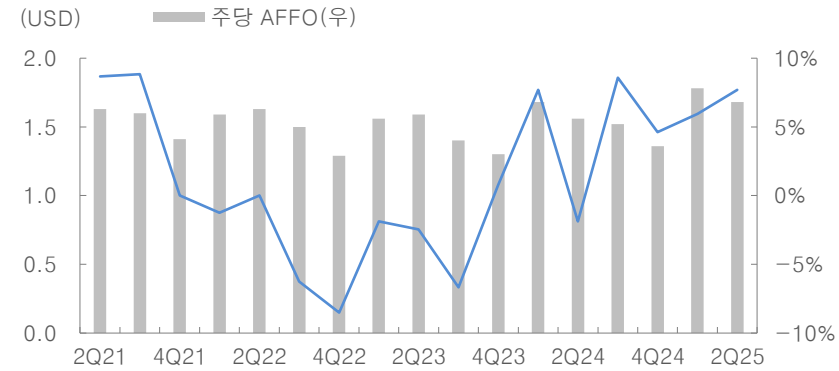
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 매출액 및 성장률



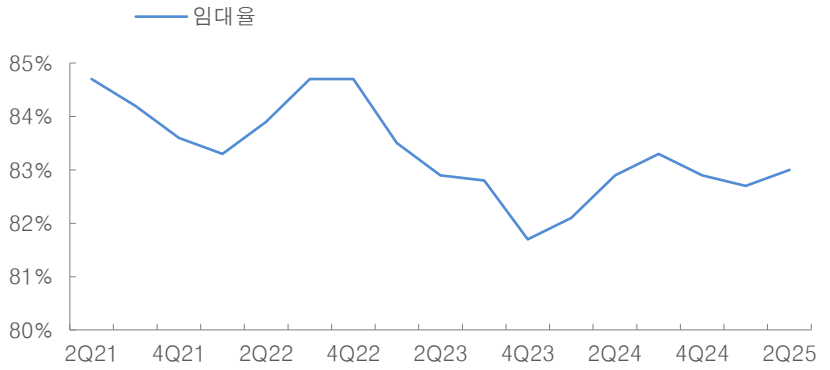
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 AFFO 및 성장률



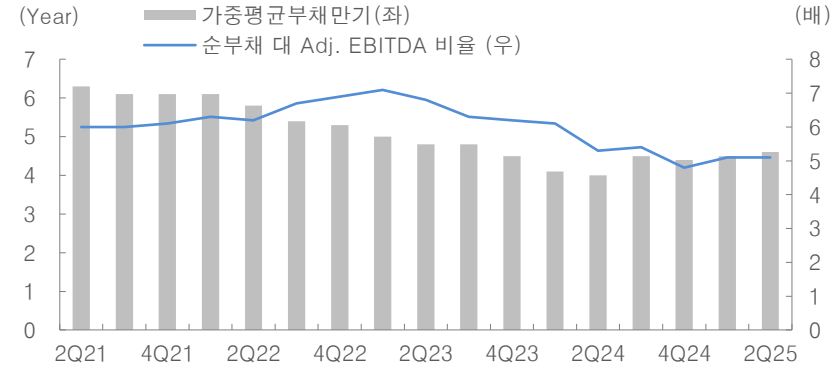
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 임대율



자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 가중평균부채만기 및 순부채비율



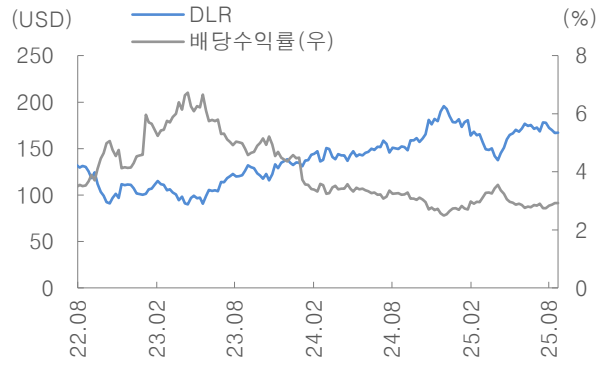
자료: Digital Realty, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,331	1,357	1,431	1,436	1,408	1,493	5,555	5,968	6,650	7,439
YoY(%)	*-1*	*-1*	*2*	*5*	*6*	*10*	*1*	*7*	*11*	*12*
Rental	894	913	956	959	961	1,004	3,723	n.a	n.a	n.a
Tenant reimbursements – Utilities	276	275	305	303	271	295	1,159	n.a	n.a	n.a
Tenant reimbursements – Other	38	42	40	39	42	37	159	n.a	n.a	n.a
Interconnection and other	122	127	130	136	134	158	515	n.a	n.a	n.a
영업이익	182	37	195	181	238	237	595	865	1,133	1,395
YoY(%)	*-6*	*-79*	*3*	*-3*	*31*	*542*	*-20*	*45*	*31*	*23*
영업이익률(%)	*14*	*3*	*14*	*13*	*17*	*16*	*11*	*14*	*17*	*19*
세전이익	66	-57	82	85	165	153	176	1,092	664	803
YoY(%)	*-38*	*-137*	*0*	*-10*	*149*	*-368*	*-60*	*519*	*-39*	*21*
순이익	37	-67	81	84	151	125	136	1,040	603	747
YoY(%)	*-56*	*-148*	*53*	*3*	*304*	*-288*	*-62*	*666*	*-42*	*24*
주당FFO	1.67	1.65	1.67	1.73	1.77	1.87	6.72	7.19	7.77	8.63
YoY(%)	*-1*	*-2*	*3*	*6*	*6*	*13*	*2*	*7*	*8*	*11*
EBITDA	711	727	758	751	791	823	2,947	3,249	3,577	4,055
YoY(%)	*6*	*4*	*11*	*7*	*11*	*13*	*7*	*10*	*10*	*13*

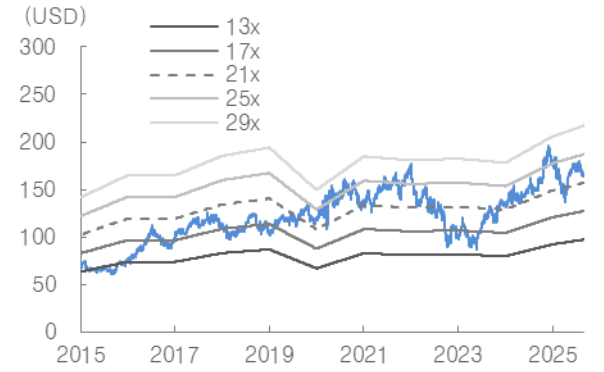
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

디지털리얼티 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3. 웰타워

실적과 주가가 모두 성장주 구간에 진입

- **2Q25 컨센서스 상회** : 25년 2분기 매출액 25.5억달러(+39.6% YoY), EBITDA 9.9억달러(+30.2% YoY), 주당 FFO 1.28달러(+21.9% YoY) SHOP(Senior Housing Operating Portfolio) 사업은 연환산 기준 NOI 20억 달러 & 매출 100억 달러 돌파 → 고성장 지속으로 25Y 가이던스 재상향

- **더욱 견고해지는 시니어하우징 시장지배력** : 2분기 SHOP SSNOI는 3.8억달러 (+ 23.4% YoY) 기록하며 11분기 연속 20% 이상 성장을 이어갔으며 점유율이 85.6% 기록하며 전분기 대비 500bp 상승 → 시니어하우징은 고정비 비중이 높은 사업으로 점유율 증가하면 수익이 급격하게 체증하는 구조 또한, 현재 점유율 개선세를 고려 시, 2026년에는 90% 수준의 점유율 도달이 예상되는데, 점유율 90% 이상부터 임대료 성장률이 5% 이상으로 가속되는 구간으로 18~24개월 이후 수익성 상승 가능할 것으로 전망 + RevPOR과 ExpPOR 스프레드 470bp 기록하며 마진율도 역사적으로 넓은 수준을 유지 중

- **퍼포먼스를 극대화하는 운영 체계** : 웰타워의 시니어하우징 성장세는 1) 공급-수요 불균형에 따른 임대료 상승 압력, 2) 주요 핵심 운영사와의 전략적 파트너십으로 서비스 품질 개선, 3) 장기간 축적된 데이터에 기반한 Welltower Business System(WBS) 운영체계로 효율극대화 및 비용절감이 맞물린 결과 시니어하우징은 운영 집약적 사업으로 운영사 역량이 성과를 좌우함 → 웰타워는 운영 파트너사의 역량이 충분히 발휘될 수 있도록 자산·자본·데이터 제공

- **공격적이지만 절제된 투자전략** : 25년 YTD 투자규모 92억달러로 전년보다 빠른 증가세를 보이고 있으며 견조한 실적을 바탕으로 적극적인 외형확대 추진 금융기관의 보수적 대출기조 + 개발난이도 상승으로 신규공급 어려운 상황에서 웰타워는 독보적인 위상을 활용하여 우량자산 선점기회로 활용하고 있음 주로 현재 임대율은 낮지만 자산 스펙이 우수하여 임대료 성장잠재력이 큰 자산을 편입한 후, 운영사에 이전하여 개선된 마진을 공유하는 전략을 구사 재무건전성은 더욱 강화됨 (순부채 대비 EBITDA 비율 3배, 유동성 95억달러로 증가) → 밸류 부담 존재하나 장기 성장 모멘텀 우수, 성장주로서 접근 유효

웰타워 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
웰타워	WELL	매출액	2,548.2	2,484.1	2.6	1,824.9	2,423.1	39.6	5.2	9,766.7	7,991.1	22.2
		순이익	306.5	308.3	-0.6	86.5	261.5	254.2	17.2	1,179.9	567.1	108.1
		EBITDA	987.7	946.0	4.4	758.3	918.3	30.2	7.6	3,719.5	3,151.8	18.0
		주당 FFO	1.28	1.23	3.9	1.05	1.20	21.9	6.7	4.95	4.32	14.6

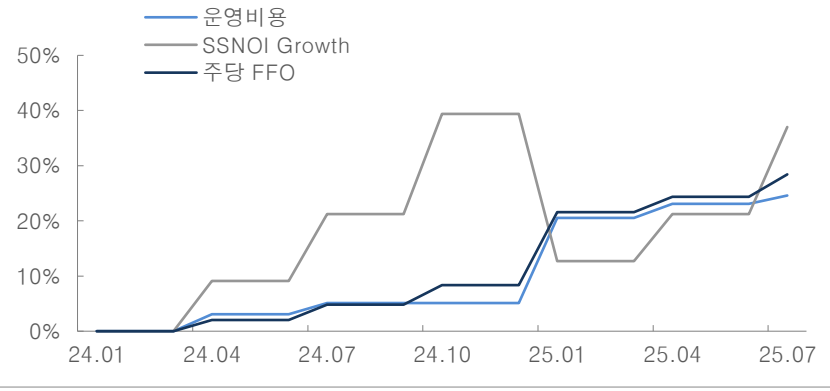
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 2025Y 연간 가이던스

(USDmn) (USD per share)	1Q24		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
SSNOI Growth	10.0%	13.3%	11.3%	13.3%	12.5%
노인주거시설	16.5%	21.5%	18.5%	21.5%	12.1%
트리플넷	3.0%	4.0%	3.5%	4.5%	16.7%
외래진료	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	0.0%
장기/후기 치료시설	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	0.0%
주당 FFO	4.90	5.04	5.06	5.14	3.3%
운영빈용	240	250	243	249	1.3%

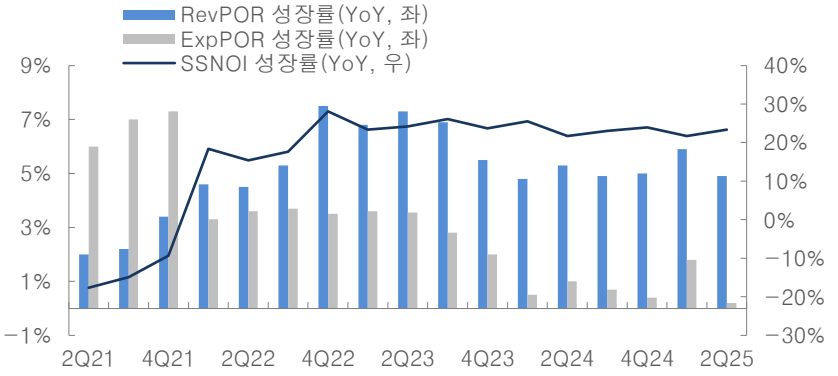
주: 2025년 2분기 기준
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 가이던스 변화율



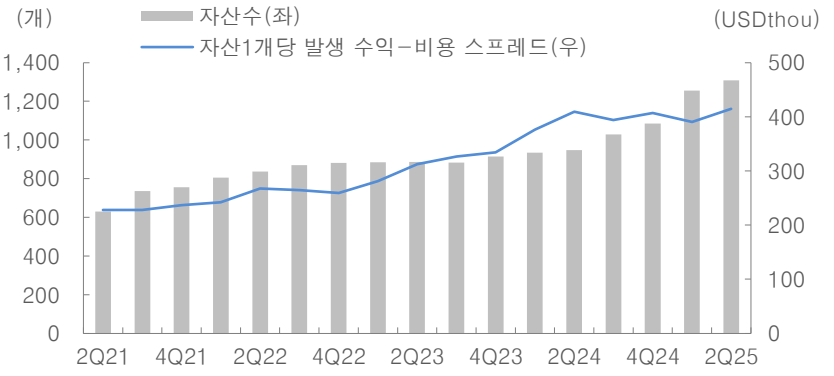
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 노인주거시설 SHOP Same Store 지표



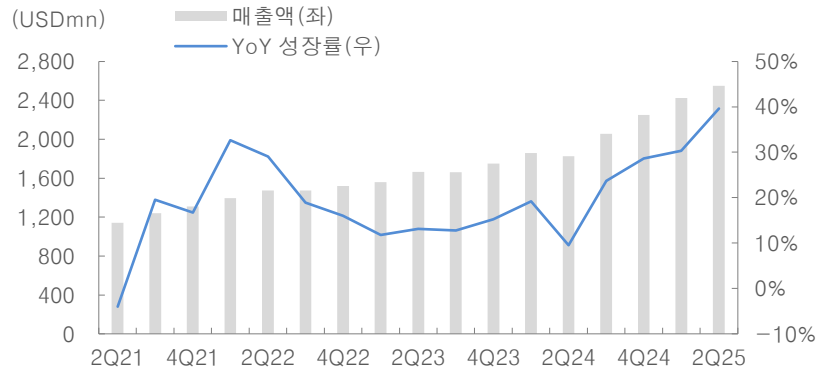
주: RevPOR(점유객실당 매출), ExpPOR(점유객실당 비용)
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 노인주거시설 SHOP 자산 편입시 수익성 개선 효과



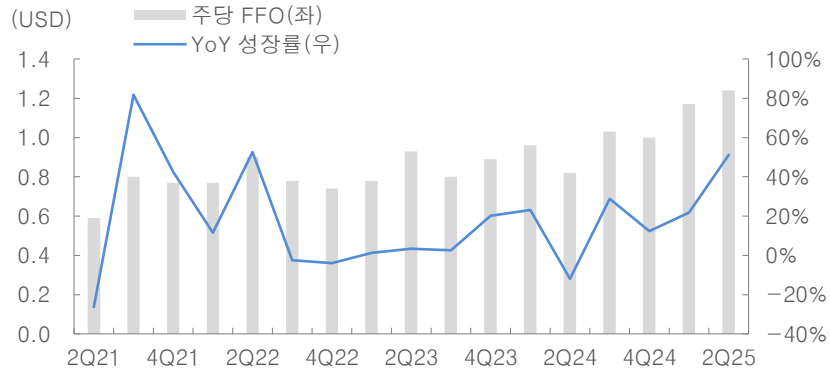
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 매출액 및 성장률



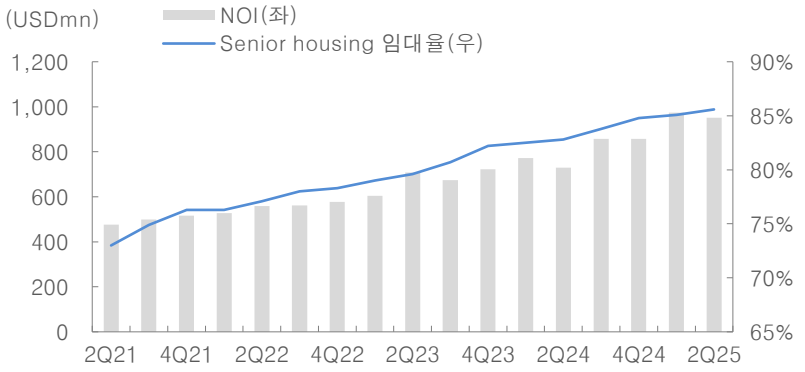
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 주당 FFO 및 성장률



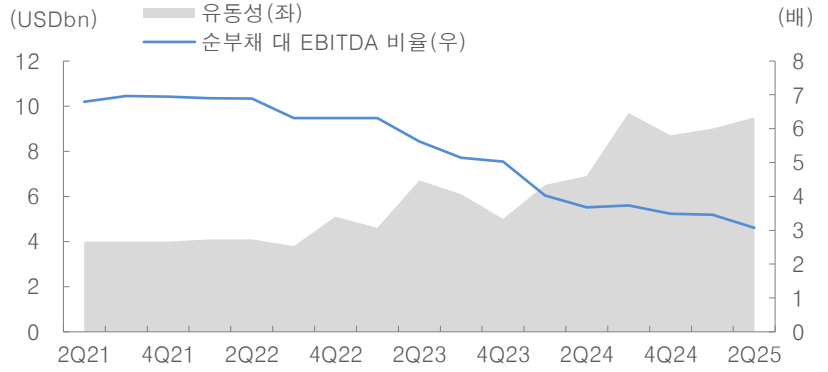
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 노인주거시설 SHOP NOI 및 임대율 추이



자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 유동성 및 순부채비율



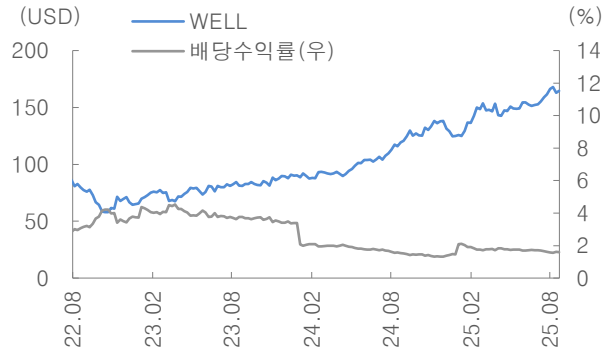
자료: Welltower, 대신증권 Research Center

웰타워 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,860	1,825	2,056	2,251	2,423	2,548	7,991	10,139	11,725	12,765
YoY(%)	*19*	*10*	*24*	*29*	*30*	*40*	*20*	*27*	*16*	*9*
Resident fees and service	1,360	1,393	1,512	1,762	1,865	1,971	6,027	n.a	n.a	n.a
Rental	418	336	430	386	462	483	1,570	n.a	n.a	n.a
Interest	53	63	69	71	62	62	256	n.a	n.a	n.a
Other	29	32	45	32	35	32	138	n.a	n.a	n.a
영업이익	324	56	65	270	347	444	714	3,204	3,634	3,748
YoY(%)	*66*	*-82*	*-62*	*7*	*7*	*697*	*-23*	*349*	*13*	*3*
영업이익률(%)	*17*	*3*	*3*	*12*	*14*	*17*	*9*	*32*	*31*	*29*
세전이익	173	94	194	130	255	310	591	1,186	1,640	1,985
YoY(%)	*290*	*-18*	*147*	*40*	*47*	*231*	*79*	*101*	*38*	*21*
순이익	163	87	192	126	262	307	567	1,229	1,671	2,008
YoY(%)	*323*	*-20*	*187*	*35*	*61*	*254*	*85*	*117*	*36*	*20*
주당FFO	1.01	1.05	1.11	1.13	1.20	1.28	4.30	5.07	5.78	6.42
YoY(%)	*19*	*17*	*21*	*18*	*19*	*22*	*18*	*18*	*14*	*11*
EBITDA	732	758	808	853	918	988	3,152	3,832	4,553	5,138
YoY(%)	*94*	*24*	*26*	*25*	*25*	*30*	*36*	*22*	*19*	*13*

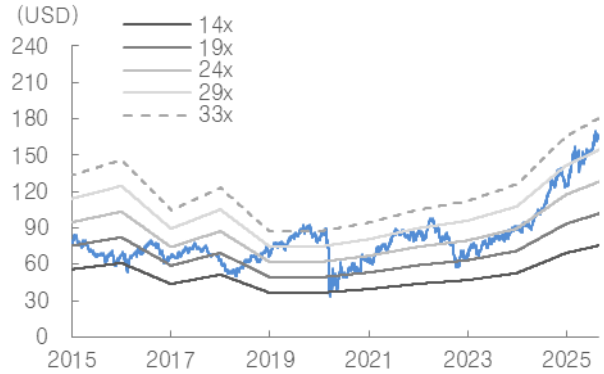
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

웰타워 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

웰타워 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

4. 프로로지스

불확실성 소음 속, 완만하지만 분명한 전진

- **2Q25 컨센서스 상회** : 25년 2분기 매출액 21.8억달러(+8.8% YoY), EBITDA 17.9억달러(+4.1% YoY), 주당 FFO 1.46달러(+9.0% YoY)기록 순이익은 전년대비 11% 감소하였으나 부동산 처분이익이 감소하였고 외환평가손실이 반영되며 일회성 요인 영향. FFO와 운영지표는 견조하게 유지됨

- **불확실성 피로 후 임차수요 재개** : 관세분쟁을 포함한 매크로 불확실성이 장기화되면서 의사결정을 미뤄오던 임차인의 움직임이 재개되는 모습이 나타남 2분기 미국 순흡수는 2.8천만 s.f로 소폭 둔화되었으나 신규 임대 파이프라인은 1.3억 s.f로 +11% YoY 확대되며 고객 관심도가 강하게 유지되는 모습 최근 임대동향은 1) 대형고객 중심으로, 2) 다양한 산업군(소비재, 식음료, 3PL 등)에서, 3)임대제안부터 협상까지 전 부문에서 임차수요가 고르게 증가 공간 활용률(Utilization) 상승 등 임차인들은 더 이상 공간확보를 미루기 어려운 상황에 직면하고 있으며 신중하지만 점진적인 의사결정이 증가하고 있음

- **포트폴리오 강점으로 실적방어** : 시장 공실률이 10bp 상승한 가운데, 프로로지스는 임대율 94.9%로 전분기와 동일한 수준 유지하며 양호한 점유율 달성 기계약 대비 시장 임대료(Mark-to-Market) 차이가 22%로 여전히 높은 상황이며 순유효 신규임대료 상승률은 53.4% 기록 → NOI 7.5천만달러 확보 특히, 건설업계 인력부족과 공사비 상승으로 대체비용(Replacement cost)이 지속 상승하고 있어 중장기적으로 시장 임대료 상방압력으로 작용할 전망

- **BTS 중심 신규 개발** : 25Y 상반기 개발투자 11억달러 중 65%가 BTS(Build-to-Suit) 진행되고 있으며 2.5천만 s.f 규모의 30개 이상 프로젝트 협의 중 BTS 개발은 100~150s.f 이상 면적을 원하는 대기업 수요가 중심인데, 이 정도의 규모는 시장에 나와있는 Spec 개발 물건이 희소함 → BTS 의뢰가 증가하는 현상은 신규 임차수요 확대의 신호로 해석할 수 있으며, 프로로지스는 견조한 수요를 반영하여 25Y 개발착수 가이던스를 22.5~27.5억달러로 상향

프로로지스 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
프로로지스	PLD	매출액	2,183.9	2,060.2	6.0	2,008.0	2,139.7	8.8	2.1	8,408.5	8,201.6	2.5
		순이익	513.7	674.2	-23.8	574.8	528.7	-10.6	-2.8	2,789.2	2,413.2	15.6
		EBITDA	1,789.3	1,662.4	7.6	1,718.9	1,771.4	4.1	1.0	6,516.0	7,162.0	-9.0
		주당 FFO	1.46	1.42	3.2	1.34	1.42	9.0	2.8	5.72	5.56	2.8

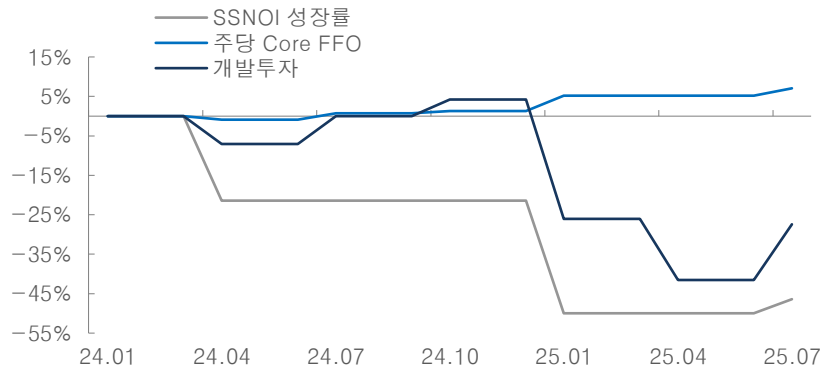
주1: 공간 활용률(Utilization) – 월별 보유공간 사용률 지표
주2: 대체비용(Replacement cost) – 동일한 용도와 사양의 자산을 현재 시점에서 새로 건설하거나 취득하는 데 필요한 추정 비용
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 2025Y 연간 가이던스

(USDmn) (USD per share)	2Q24		1Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
주당 Core FFO	5.70	5.86	5.80	5.85	1.8%
임대율	94.5%	95.5%	94.8%	95.3%	0.3%
SSNOI Change (cash)	4.0%	5.0%	4.3%	4.8%	6.3%
Strategic Capital revenue	3.5%	4.5%	3.8%	4.3%	7.1%
Development stabilization	560	580	570	590	1.8%
Development start	1900	2300	1900	2300	0.0%
Acquisitions	1500	2000	2250	2750	50.0%
Dispositions	450	470	500	1000	11.1%

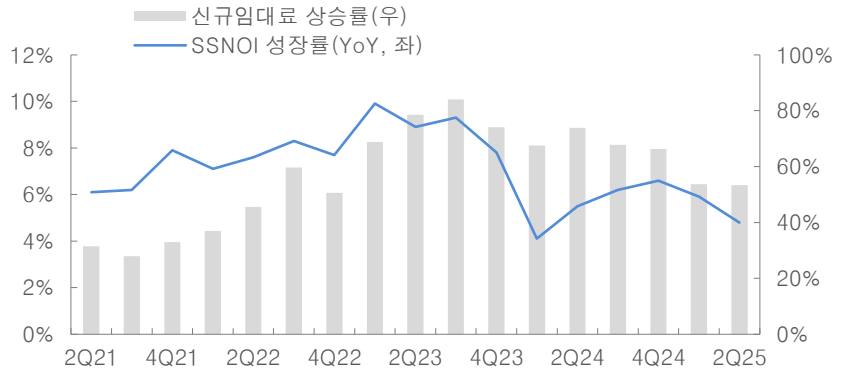
주: 2025년 2분기 기준
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 가이던스 변화율



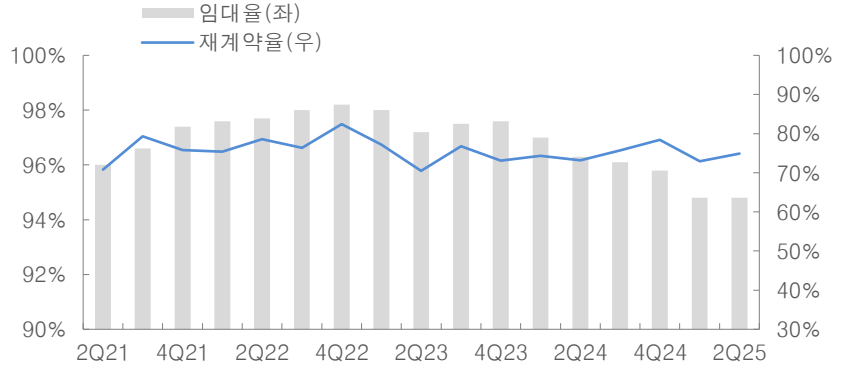
주: 개발투자 규모는 Development Stabilization(개발안정화), Development Starts(개발착수), Acquisition(인수) 총합 기준
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 SSNOI 및 신규임대료 성장률



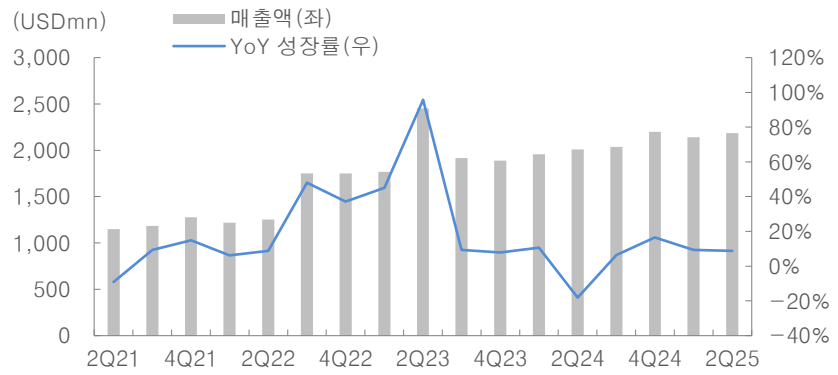
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 임대율 및 재계약율



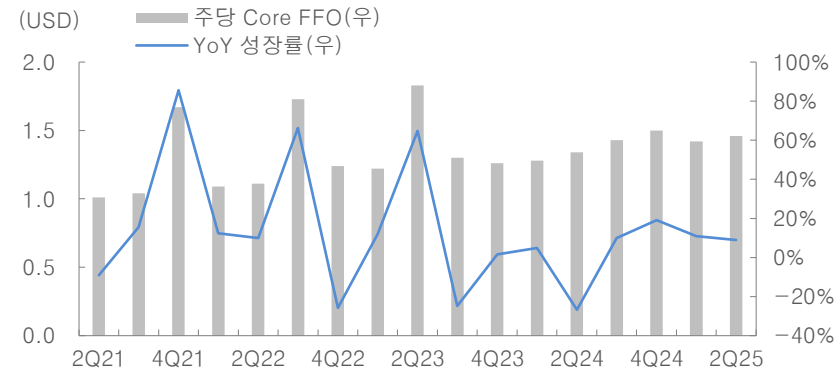
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 매출액 및 성장률



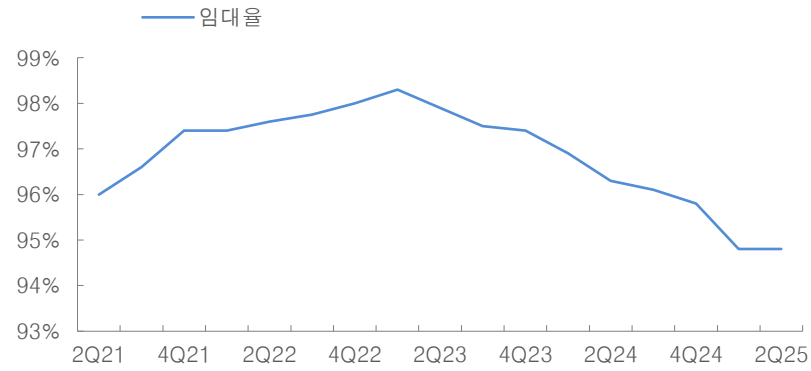
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 주당Core FFO 및 성장률



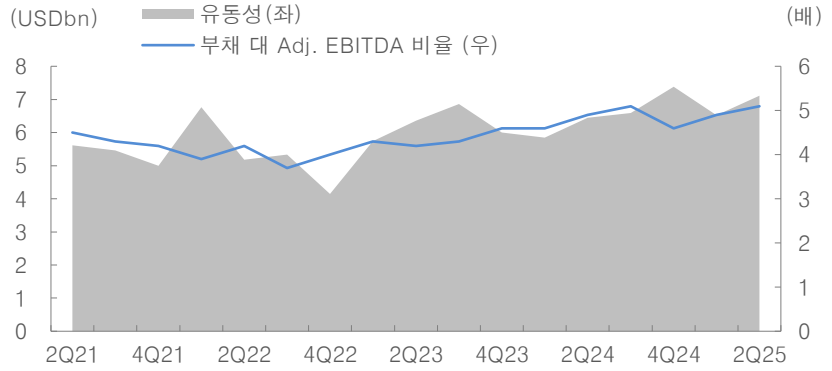
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 임대율



자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 유동성 및 순부채비율



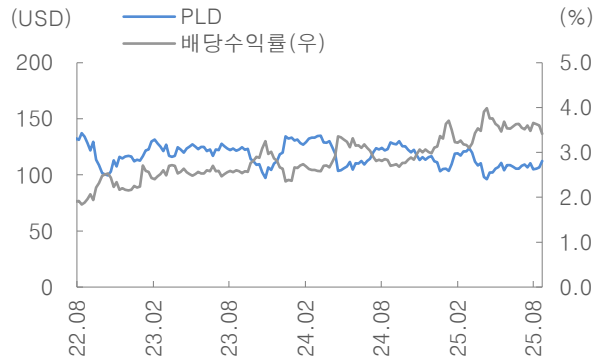
자료: Prologis, 대신증권 Research Center

프로로지스 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,957	2,008	2,036	2,201	2,140	2,184	8,202	8,539	8,919	9,522
YoY(%)	*11*	*-18*	*6*	*16*	*9*	*9*	*2*	*4*	*4*	*7*
Rental	1,828	1,852	1,897	1,938	1,987	2,025	7,515	n.a	n.a	n.a
Strategic capital	128	155	135	253	141	147	672	n.a	n.a	n.a
Other	1	1	4	10	11	11	15	n.a	n.a	n.a
영업이익	663	737	785	914	814	855	3,098	3,418	3,799	4,142
YoY(%)	*16*	*-39*	*18*	*42*	*23*	*16*	*1*	*10*	*11*	*9*
영업이익률(%)	*34*	*37*	*39*	*42*	*38*	*39*	*38*	*40*	*43*	*44*
세전이익	605	668	601	922	619	588	2,796	2,807	3,060	3,150
YoY(%)	*16*	*-42*	*-3*	*70*	*2*	*-12*	*-1*	*0*	*9*	*3*
순이익	527	575	539	772	529	514	2,413	2,652	3,103	3,486
YoY(%)	*15*	*-43*	*2*	*75*	*0*	*-11*	*-1*	*10*	*17*	*12*
주당FFO	1.28	1.34	1.43	1.50	1.42	1.46	5.55	5.76	6.11	6.54
YoY(%)	*5*	*-27*	*10*	*19*	*11*	*9*	*-1*	*4*	*6*	*7*
EBITDA	1,598	1,719	1,734	2,112	1,771	1,789	7,163	6,545	7,038	7,659
YoY(%)	*12*	*-24*	*7*	*23*	*11*	*4*	*2*	*-9*	*8*	*9*

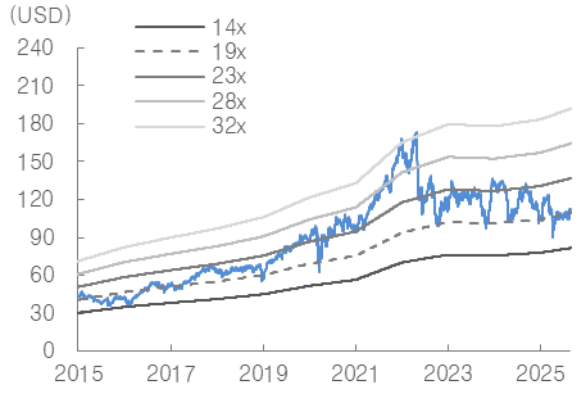
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

프로로지스 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

프로로지스 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

5. 아메리칸 타워

5G 업그레이드 수요 모멘텀 강화

- **양호한 2Q25 실적** : 25년 2분기 매출액 26.3억달러(+4.2% YoY), EBITDA 17.5억달러(-0.6% YoY), 주당 FFO 1.63달러(-29.7% YoY) 기록 작년 매각한 인도사업 대손충당금 일회성 환입효과가 사라지면서 주당 FFO가 감소 → 조정(Adjusted) AFFO 기준으로는 + 2.6% YoY 증가하며 성장

- **5G 중대역 업그레이드 수요 지속** : 미국 5G 네트워크 업그레이드 수요가 이어지며 유기적 임차인 청구료 성장률(Organic Tenant Billing) 6.5% 기록 현재 주요 3대 통신사의 중대역 업그레이드 비율은 50~85% 범위에 있음 → 최종 목표인 90% 후반대까지 개보수(Amendment) 수요증가 여력 충분 통신탑 작업 신청(Application) 건수는 전년대비 50% 이상 상승하였고, 이 중 15% 내외 차지하는 신규 코로케이션(Colocation) 기여도가 증가하기 시작

- **데이터센터 사업 순항** : 2021년 CoreSite 인수 이후 데이터센터 부문은 분기 평균 매출 +10.1% 의 고성장을 이어왔고, 영업이익률도 86.9%까지 상승 코로케이션에 더해 상호연결(Interconnection) 수요가 확대되며 연간 두 자릿수 성장 전망 유지 → 아메리칸 타워는 기존에 보유한 셀타워 부지를 활용한 엣지 데이터센터 전개로 지연을 최소화하는 '타워+엣지' 통합 전략을 추진 중 → 통신사의 엣지 투자의지 확대가 나타나고 있으며 중장기 성장 모멘텀 유효

- **선진국 중심 자본재배치 기조 유지** : 25년 YTD 자본지출 6.5억달러 집행→ 25년 4월에 덴버 DE1 코로케이션 데이터센터를 약 3.8만달러에 인수하며 3MW의 IT용량을 추가확보하였으며 향후 약 1천만달러의 EBITDA 기여전망. 25년 연간 Capex 가이던스는17억달러 유지하고 있으며 미국 및 유럽 등 선진시장에 75~85% 우선 배분 계획 → 아메리칸 타워는 매크로 이슈로 24년 인도 철수 이후 신흥국 시장 노출도를 줄이고 비용통제를 지속하고 있음 순부채 대비 EBITDA 비율은 5.1배로 향후 배당성장 목표로 레버리지 안정화 추진 중, 전략적 M&A나 자사주 매입 등 필요시 자본 배분 유연성 확보 계획

아메리칸 타워 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
아메리칸 타워	AMT	매출액	2,626.9	2,595.0	1.2	2,520.4	2,456.1	4.2	7.0	10,311.6	10,127.2	1.8
		순이익	366.8	786.7	-53.4	324.6	90.4	13.0	305.8	2,910.9	3,233.3	-10.0
		EBITDA	1,751.8	1,736.7	0.9	1,762.7	1,760.7	-0.6	-0.5	6,943.1	6,812.1	1.9
		주당 FFO	1.63	2.43	-32.8	2.32	1.83	-29.7	-10.9	9.72	11.17	-13.0

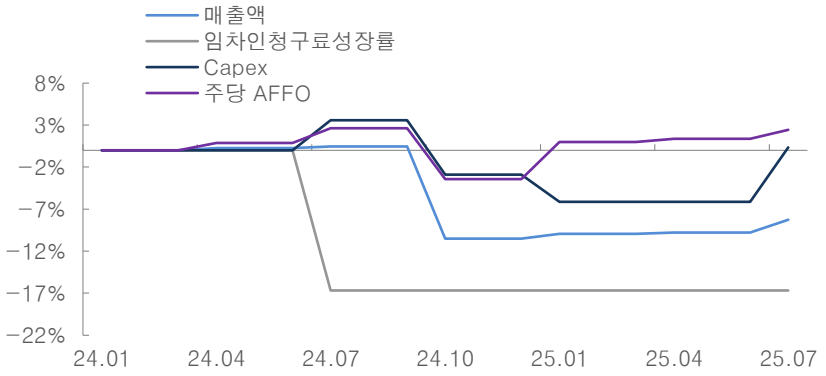
주1: Amendment 수요 – 기존 셀타워에 장비를 추가하거나 업그레이드 하여 용량을 증설 시키는 수요
주3: 유기적 임차인 청구료(Organic Tenant Billing) – 외부자산 확장 없이 아메리칸 타워가 보유한 기존 통신 타워 자산에서 발생하는 순수한 임대료 증가분
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 2025Y 연간 가이던스

(USDmn) (USD per share)	1Q25		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
매출액	9,970	10,120	10,135	10,285	1.7%
순이익	2,740	2,840	2,340	2,440	-14.6%
Adjusted EBITDA	6,855	6,925	7,005	7,075	2.2%
임차인 청구료 성장률	5.0%	5.5%	5.0%	5.5%	0.0%
주당AFFO	10.35	10.50	10.46	10.65	1.1%
Capex	1,450	1,550	1,550	1,650	6.9%

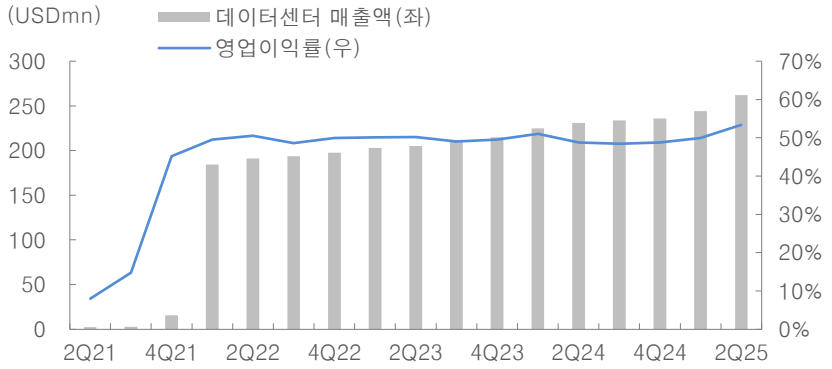
주1: 2025년 2분기 기준
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 가이던스 변화율



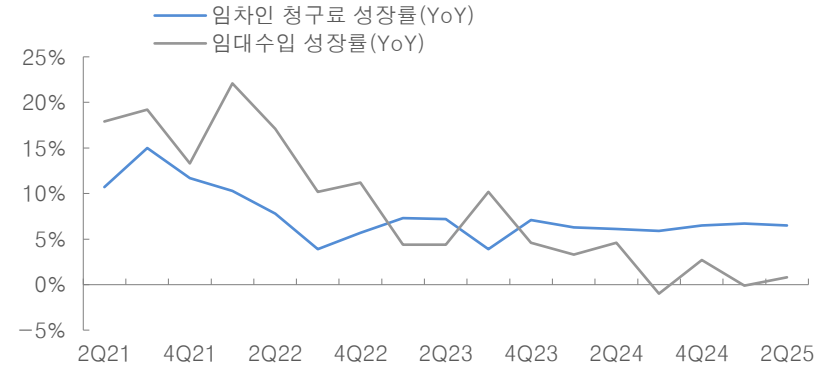
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 데이터센터 실적



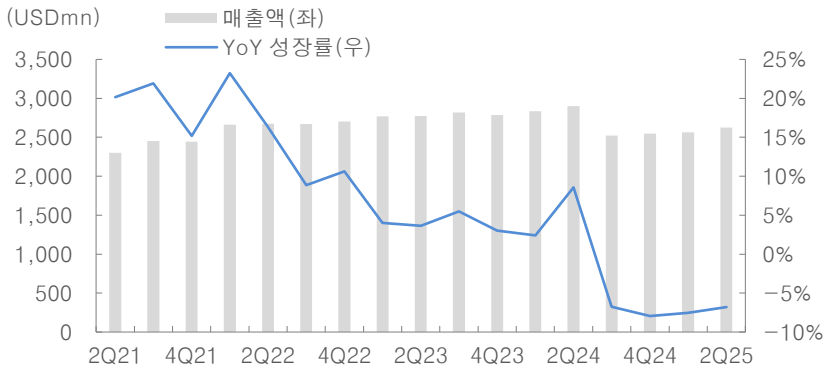
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 임차인 청구료 및 임대료 성장률



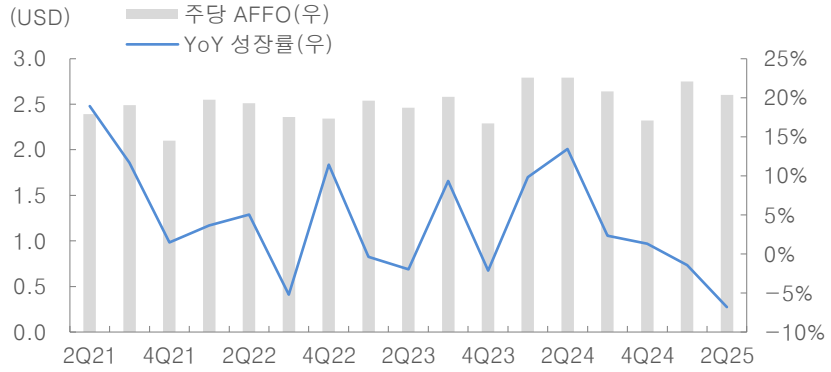
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 매출액 및 성장률



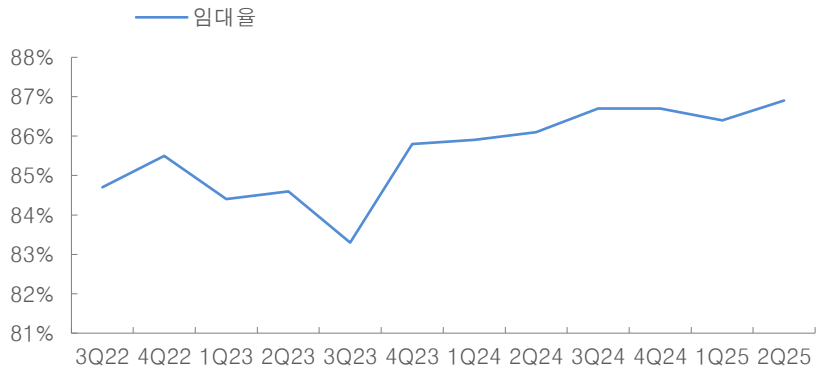
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 주당 AFFO 및 성장률



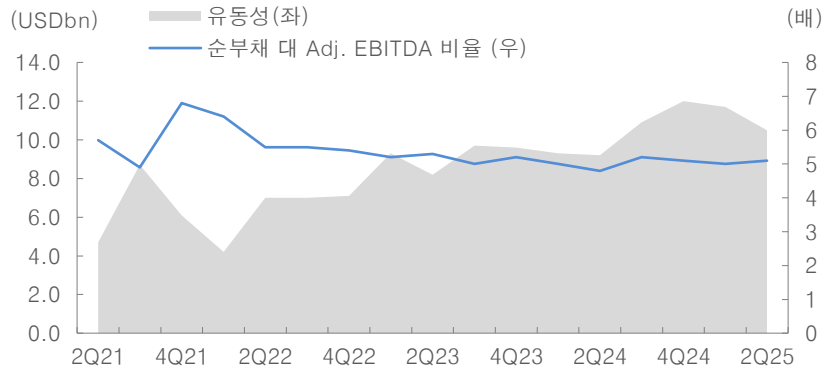
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 임대율



자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 유동성 및 순부채비율



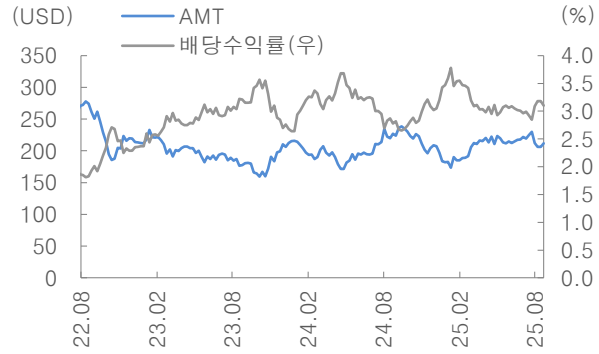
자료: American Tower, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,513	2,545	2,522	2,548	2,563	2,627	10,127	10,450	10,929	11,442
YoY(%)	*0*	*1*	*0*	*4*	*2*	*3*	*1*	*3*	*5*	*5*
Property	2,834	2,900	2,522	2,548	2,563	2,627	10,804	n.a	n.a	n.a
Service	30	47	52	64	75	100	194	n.a	n.a	n.a
영업이익	1,141	1,156	1,139	1,080	1,254	1,198	4,517	4,852	5,102	5,462
YoY(%)	*53*	*36*	*-8*	*56*	*10*	*4*	*28*	*7*	*5*	*7*
영업이익률(%)	*45*	*45*	*45*	*42*	*49*	*46*	*45*	*46*	*47*	*48*
세전이익	921	847	551	1,306	618	512	3,625	3,072	3,777	3,997
YoY(%)	*164*	*99*	*-52*	*11,558*	*-33*	*-40*	*88*	*-15*	*23*	*6*
순이익	826	762	416	1,230	489	367	3,233	2,571	3,370	3,564
YoY(%)	*154*	*75*	*-62*	*1,260*	*-41*	*-52*	*65*	*-20*	*31*	*6*
주당FFO	2.87	2.89	1.83	3.59	1.74	1.63	11.18	8.82	10.70	11.26
YoY(%)	*24*	*19*	*-44*	*96*	*-39*	*-43*	*13*	*-21*	*21*	*5*
EBITDA	1,854	1,890	1,687	1,692	1,744	1,752	7,123	7,044	7,410	7,793
YoY(%)	*5*	*8*	*-7*	*-4*	*-6*	*-7*	*1*	*-1*	*5*	*5*

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

아메리칸 타워 P/FFO Band Chart

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

6. 인비테이션 홈즈

견고해진 고객 충성도로 실적 순항

- **2Q25 양호한 실적 기록 :** 25년 1분기 매출액 6.8억달러(+4.3% YoY), EBITDA 3.9억달러(+4.2% YoY), 주당 FFO 0.48달러(+2.1% YoY) 기록 신규 임대료는 경기 불확실성으로 이사 수요가 줄었고, BTR 집중 공급으로 상승세가 둔화됐으나, 재계약 수요가 견조하게 유지되며 양호한 실적을 견인

- **장기 거주 고객층 증가:** 2분기 임대율 및 전체 임대료 상승률은 각각 97.2%, 3.8% 달성→ 사업비중 75% 차지하는 재계약 임대사업 견조한 실적 흐름 Turnover rate(전환율) 6.2%, 계약 갱신율 80% 이상, 평균 거주기간 40개월 등을 기록하며 장기거주 고객 증가 → 재계약 임대료 성장률 4.7% 상승세 여전히 높은 모기지 금리로 단독주택 구매 대비 임대비용이 월 1천달러 이상 경제적 → 구조적 임차 전환 수요 + 고품질 자산 강점으로 고객 락인 효과 우수

- **신규 임대시장도 점진적 회복세:** 지난 2년간 BTR(Build to Rent) 공급물량이 집중되면서 단독주택 임대시장 약세 → 신규 임차 임대료 상승 제한 요인 25년 기점으로 공급물량 Peak out → 주요 공급 지역인 올랜도, 피닉스, 템파, 텍사스 등 선벨트 권역에서도 회복신호 관찰되며 임대 안정화 초기단계 진입 한편, 현재 기존 구축 주택 매매시장은 매도-매수 호가 차이로 거래 정체된 상황→ 시장에 체류하던 매물이 임차물건으로 전환되며 단독주택 임대시장에 단기적 공급 압력으로 작용하고 있음. 향후 금리 인하로 매매시장이 활성화되면, 임차 전환되었던 물량이 매매거래로 소화됨에 따라 임대 수급 정상화 기대

- **BTR 중심 신규자산 매입 지속 :** 2분기 3.5억달러 규모의 단독주택 1,040채 취득 → 대부분 신축주택으로 포트폴리오 노후자산 비중 줄여 나가는 중 주택 건설업체(Home Builder)와 JV 파트너십 통해 BTR 커뮤니티 개발 프로젝트에 참여 및 신규자산 매입기회 확보 → 핵심시장 시장점유율 확대 전략 매입시 매각 Cap rate보다 1~3% 높게 거래하고 있어 효율적인 자본재활용 (Capital Recycling) 전략 활용 , 25Y 인수투자금 5~7억달러 가이던스 유지

인비테이션 홈즈 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
인비테이션 홈스	INVH	매출액	681.4	673.8	1.1	653.5	674.5	4.3	1.0	2,637.2	2,618.9	0.7
		순이익	107.4	121.6	-11.7	162.7	107.4	-34.0	-0.0	433.0	505.6	-14.4
		EBITDA	390.9	377.1	3.6	376.3	387.3	3.9	0.9	1,517.9	1,496.9	1.4
		주당 FFO	0.48	0.47	1.3	0.47	0.48	2.1	0.0	1.91	1.88	1.8

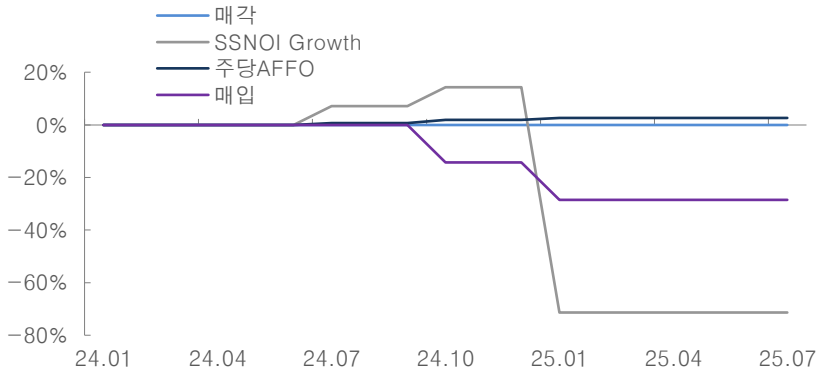
주: BTR(Build to Rent) – 임대목적으로 건설된 주거용 부동산
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 2025Y 연간 가이던스

(USDmn) (USD per share)	1Q25		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
Core 주당FFO	1.88	1.94	1.88	1.94	0.0%
주당AFFO	1.58	1.64	1.58	1.64	0.0%
SSNOI Growth	1.0%	3.0%	1.0%	3.0%	0.0%
Acquisitions	500	700	500	700	0.0%
JV Acquisitions	100	200	100	200	0.0%
Dispositions	400	600	400	600	0.0%

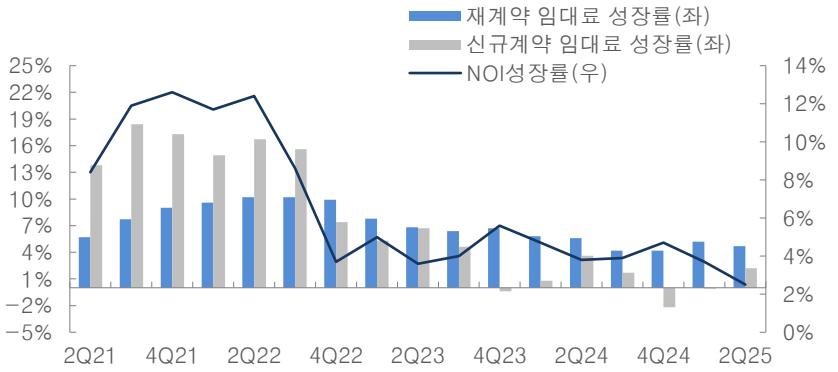
주: 2025년 2분기 기준
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 가이던스 변화율



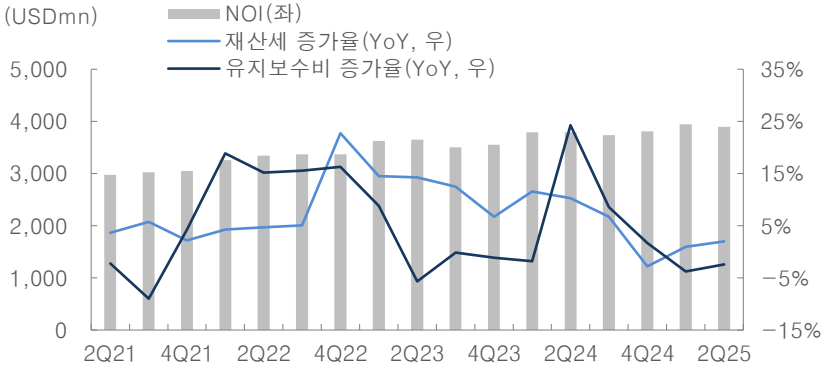
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 Same Store 임대율 및 임대료성장률



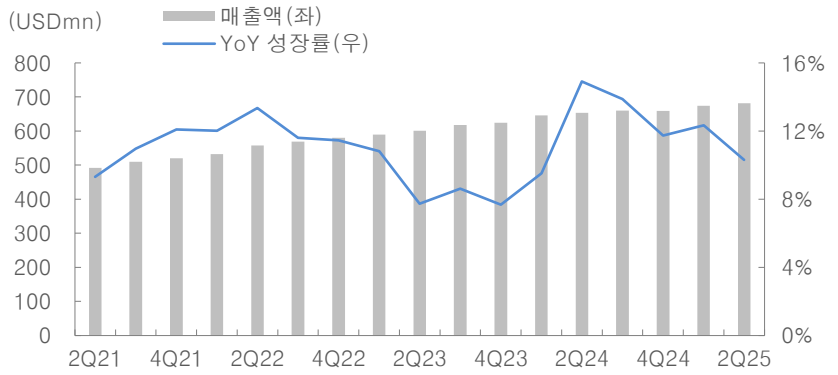
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 NOI 및 운영비용 증가율



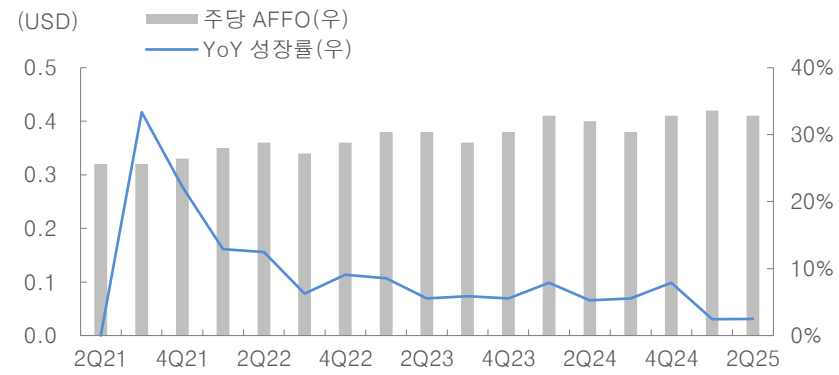
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 매출액 및 성장률



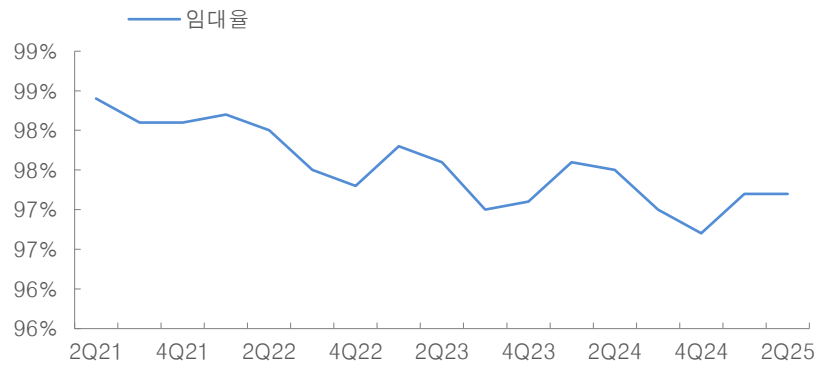
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 AFFO 및 성장률



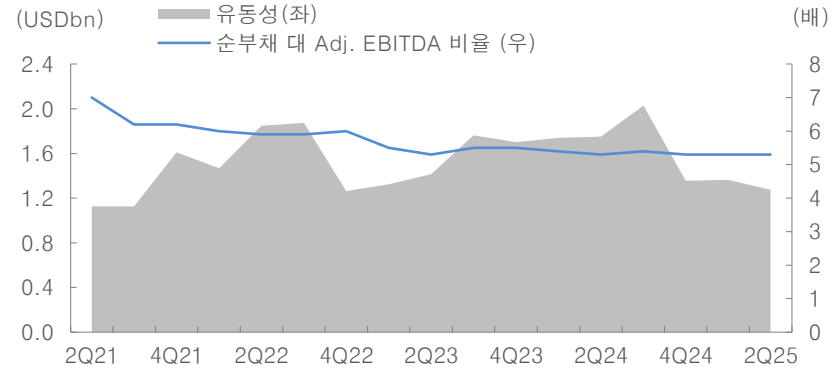
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 임대율 추이



자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 유동성 및 순부채비율



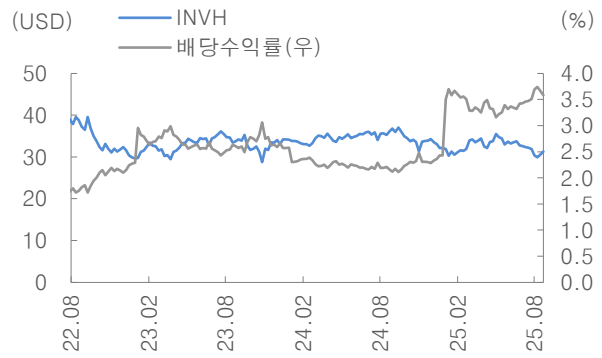
자료: Invitation Home, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	646	653	660	659	674	681	2,619	2,691	2,793	2,911
YoY(%)	*10*	*9*	*7*	*6*	*4*	*4*	*8*	*3*	*4*	*4*
Rental	571	577	575	577	585	593	2,300	n.a	n.a	n.a
Other	61	61	66	61	68	67	249	n.a	n.a	n.a
Management fee	14	16	19	21	21	22	70	n.a	n.a	n.a
영업이익	133	269	229	127	122	156	759	701	838	921
YoY(%)	*-10*	*97*	*28*	*3*	*-9*	*-42*	*29*	*-8*	*20*	*10*
영업이익률(%)	*21*	*41*	*35*	*19*	*18*	*23*	*29*	*26*	*30*	*32*
세전이익	95	163	117	133	105	108	507	505	516	586
YoY(%)	*0*	*65*	*38*	*63*	*11*	*-34*	*41*	*0*	*2*	*14*
순이익	94	163	116	132	107	107	506	535	532	580
YoY(%)	*0*	*65*	*38*	*63*	*14*	*-34*	*41*	*6*	*-1*	*9*
주당FFO	0.47	0.47	0.47	0.47	0.48	0.48	1.88	1.92	2.02	2.14
YoY(%)	*7*	*7*	*7*	*4*	*2*	*2*	*6*	*2*	*5*	*6*
EBITDA	372	376	370	379	387	391	1,524	1,524	1,601	1,691
YoY(%)	*6*	*7*	*5*	*6*	*4*	*4*	*8*	*0*	*5*	*6*

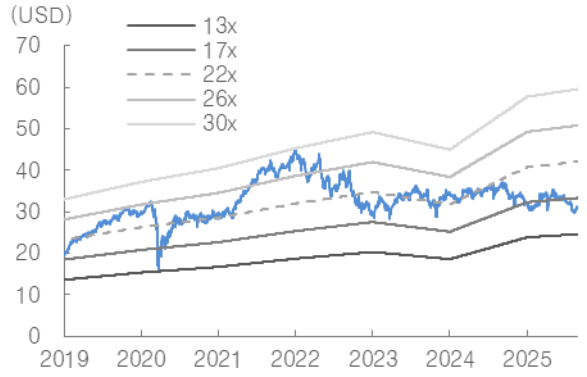
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

인비테이션 홈즈 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

7. 사이먼프로퍼티그룹

관세영향에도 견조한 실적 흐름 지속

- **2Q25 양호한 실적** : 25년 2분기 매출액 15.0억달러(+2.8% YoY), EBITDA 10.8억달러(+1.8% YoY), 주당 FFO 3.15달러(+8.6% YoY) 관세 영향에도 점유율 상승, 쇼핑객 유입 증가, 소매 판매 확대로 현금흐름 강화 → 전체 포트폴리오 NOI는 전년 대비 4.7% 증가하며 안정적 성장을 유지

- **견조한 임대 지표 지속**: 25년 2분기 쇼핑몰 및 프리미엄 아울렛 임대율은 96.0% 로 전년대비 40bp 상승 →The Mills는 99.3% 로 사상 최고 점유율 기록 S&O(Signed & Opened)파이프라인 340bp(+0.4%p QoQ) → 높은 점유율 기반으로 수익률 극대화 위해 우량 임차인으로 교체하는 리테넌팅 전략 지속 몰과 아울렛의 평균 최저 임대료와 테넌트 인센티브는 각각 $67.36 PSF(+YoY 8.5%), $60.79PSF (+1.8% YoY)으로 임대 가격결정력 높아지는 모습

- **신중하지만 테넌트 수요는 꾸준** : 미중 관세 이슈에도 불구하고 고객 트래픽은 전년동기대비 +1.5% 증가하며 안정적 수준. 다만, 국경 인접 자산은 관광객 감소로 매출 감소 영향 나타남 & 뉴욕 외곽으로 이주민들이 증가함에 따라 시외 자산들의 퍼포먼스가 안정적 → 자산 위치별로 영향이 차별화되어 나타남 총 1천건의 3.6백만 s.f 규모의 임대계약을 체결(신규계약 30%) → 1H25 신규임대면적 총 5.7백만 s.f(+32.6% YoY), 재계약율 65.5%로 안정적 수준

- **수익률 높은 우량자산 위주 투자** : 2분기 Brickell City Centre 잔여 지분 5.12억달러에 인수 → 리테일 복합자산으로 경매경쟁 없이 독점적 조건으로 진행 CBD에 위치하여 입지경쟁력 높고, 일반 스트릿센터보다 높은 캡레이트 및 대체원가(Replacement cost)보다 낮은가격에 매입하여 우수한 수익률 확보 2분기 개발투자금 1.9억달러 진행했으며 25년 하반기 중 4.5억달러 신규개발 착공 예정 →26년까지 순 투자금 10.2억달러 집행 예정(개발수익률 9%)

사이먼프로퍼티그룹 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
사이먼 프로퍼티그룹	SPG	매출액	1,498.5	1,407.8	6.4	1,458.3	1,473.0	2.8	1.7	5,762.1	5,963.8	-3.4
		순이익	547.4	549.2	-0.3	497.3	475.3	10.1	15.2	2,293.3	1,561.8	46.8
		EBITDA	1,083.3	1,140.4	-5.0	1,064.1	1,055.7	1.8	2.6	4,695.6	4,358.1	7.7
		주당 FFO	3.15	3.05	3.2	2.90	2.67	8.6	18.0	12.56	12.99	-3.3

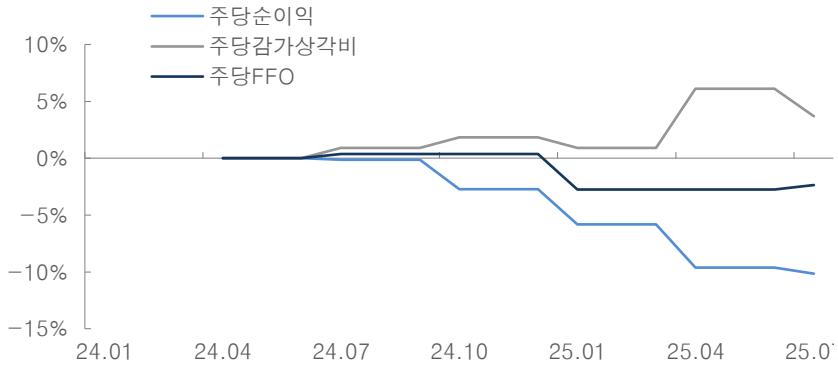
주: S&O (Signed but Not Opened): 이미 임대계약은 체결됐으나 아직 영업오픈 전인 매장·테넌트의 백로그, 향후 점유율 및 NOI로 반영될 지표로 높을수록 점유율 수치에 긍정적
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 2025Y 연간 가이던스

(USDmn) (USD per share)	1Q25		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
주당순이익	6.67	6.92	6.63	6.83	-0.6%
주당감가상각비	5.73	5.73	5.60	5.60	-2.3%
주당FFO	12.40	12.65	12.45	12.65	0.4%

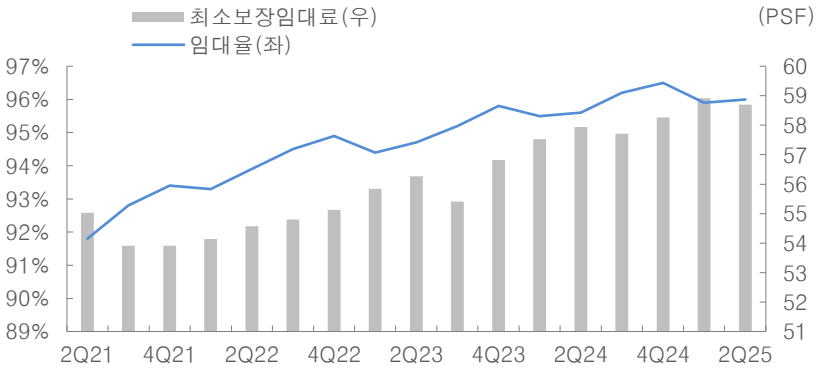
주1: 2025년 2분기 기준
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 가이던스 변화율



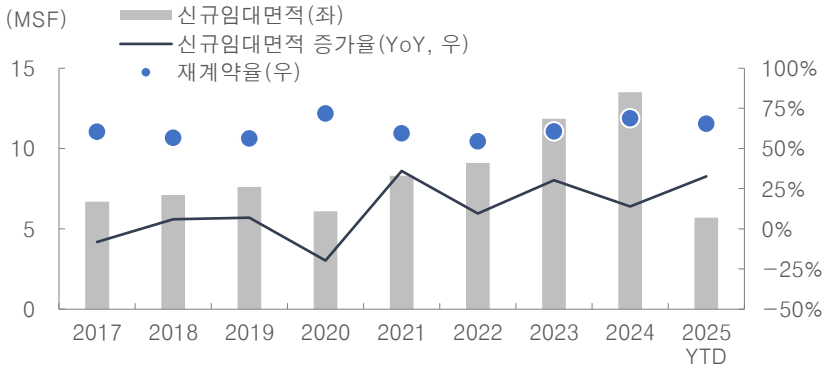
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

쇼핑몰 및 프리미엄아울렛 임대율 및 최소보장임대료 추이



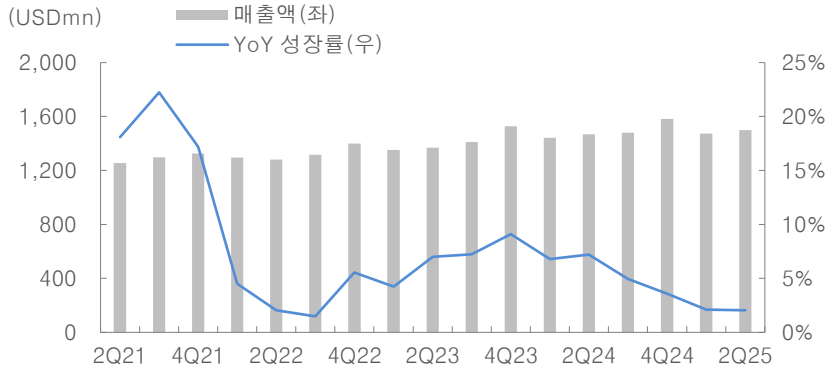
주: PSF(Per Square Foot) – 제곱피트당 금액
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 신규임대면적 및 재계약율 추이



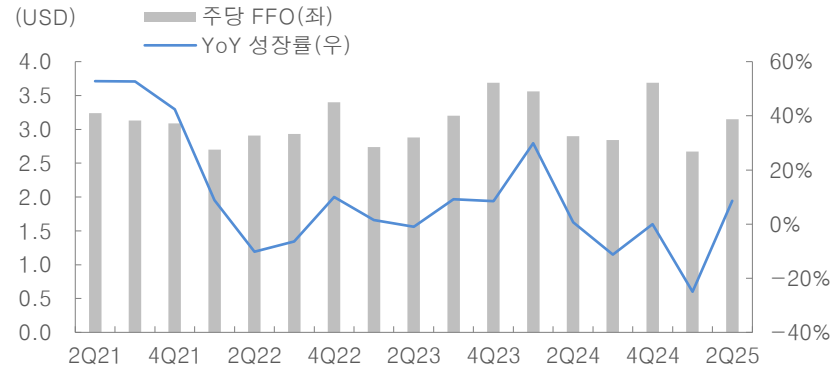
주: 2025년 2분기 기준
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 매출액 및 성장률



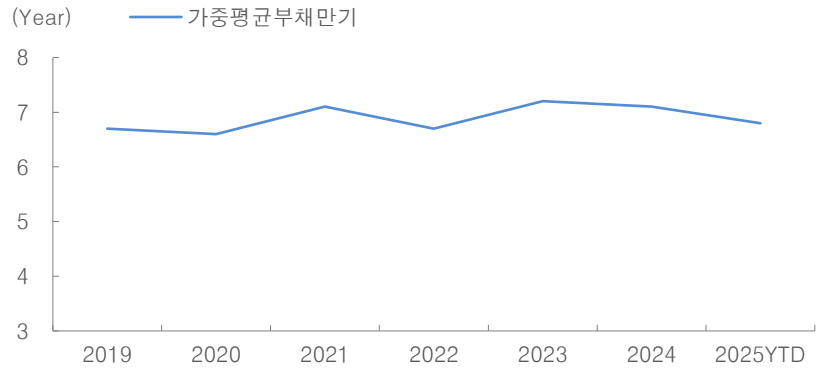
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 주당 FFO 및 성장률



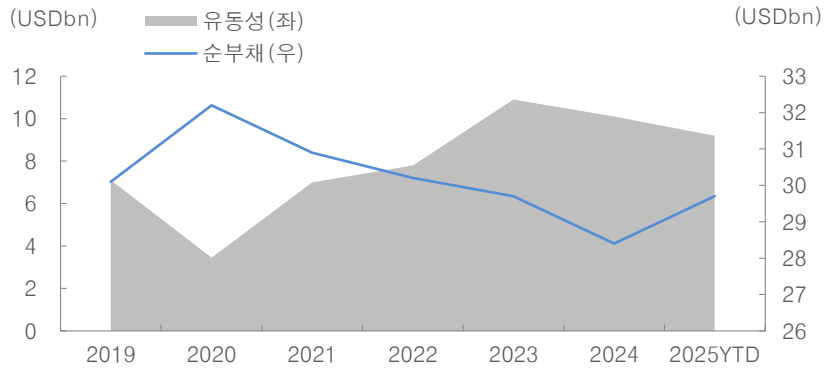
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 가중평균부채만기



주: 2025년 2분기 기준
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 유동성 및 순부채



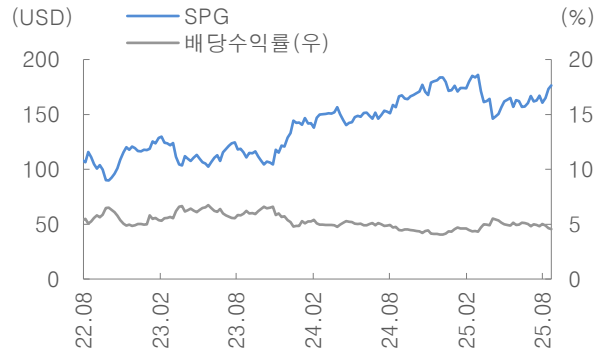
주: 2025년 2분기 기준
자료: Simon Property Group, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,443	1,458	1,481	1,582	1,473	1,498	5,964	5,763	5,942	6,096
YoY(%)	*7*	*6*	*5*	*4*	*2*	*3*	*5*	*-3*	*3*	*3*
Lease	1,303	1,317	1,340	1,432	1,367	1,379	5,391	n.a	n.a	n.a
Management fees	29	29	33	37	34	38	130	n.a	n.a	n.a
Other	110	122	107	114	72	81	454	n.a	n.a	n.a
영업이익	309	757	769	717	752	735	2,552	3,221	3,438	3,284
YoY(%)	*-53*	*14*	*10*	*-10*	*143*	*-3*	*-10*	*26*	*7*	*-4*
영업이익률(%)	*21*	*52*	*52*	*45*	*51*	*49*	*43*	*56*	*58*	*54*
세전이익	470	577	600	584	531	669	2,232	2,705	2,775	2,765
YoY(%)	*-7*	*1*	*-18*	*-22*	*13*	*16*	*-13*	*21*	*3*	*0*
순이익	314	497	527	595	475	547	1,933	2,347	2,310	2,301
YoY(%)	*-31*	*1*	*-13*	*0*	*51*	*10*	*-10*	*21*	*-2*	*0*
주당FFO	3.56	2.90	2.84	3.68	2.67	3.15	12.98	12.36	12.90	13.23
YoY(%)	*30*	*1*	*-11*	*0*	*-25*	*9*	*4*	*-5*	*4*	*3*
EBITDA	895	1,064	1,088	1,163	1,056	1,083	4,211	4,610	4,802	4,848
YoY(%)	*-8*	*9*	*8*	*5*	*18*	*2*	*3*	*9*	*4*	*1*

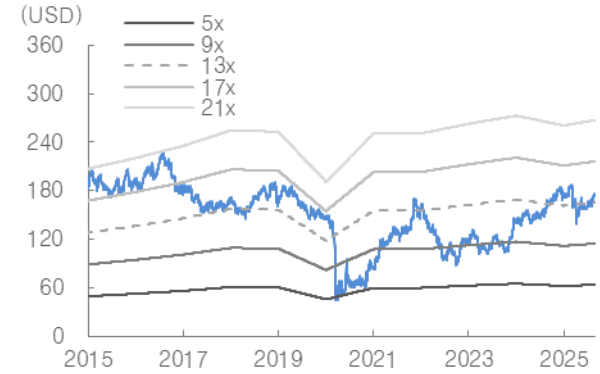
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

사이먼프로퍼티그룹 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

8. 리얼티인컴

안정적 넷리스 플랫폼 기반, 유럽 중심의 외형 확대 지속

- **2Q25 양호한 실적** : 2025년 2분기 매출액 14.1억달러(+5.3% YoY), EBITDA 12.8억달러(+5.3% YoY), 주당 FFO 1.06달러(-0.9% YoY) 기록 전년대비 손상차손 상승(4.6천만달러), 주식수 증가(3.3천주)로 순이익과 주당 FFO가 하락하였으나 안정적 운영지표 유지하며 전반적으로 양호한 실적

- **꾸준히 안정적인 운영실적** : 2분기 임대율 98.6%으로 전분기대비 10bp 개선 → 2014~2024년 역사적 평균치 98.2% 상회하며 안정적 수준 유지 중 2분기 총 346건의 임대계약 중 93% 갱신 계약이며, 재계약시 임대료 상승률을 나타내는 임대료 회수율이 103.4%를 기록하며 9.7만달러 추가수익 확보 신용감시 대상 임차인은 연간 임대수입의 4.6% 로 전분기대비 감소 →114개 테넌트에 분산되어 있고 고객당 평균노출은 4bp 에 불과해 개별리스크 낮음

- **유럽 중심 외형확대 지속** :2분기 투자금액은 총 12억 달러로 이 중 76%(8.9억달러) 유럽 투자 → 폴란드 제조업체 Eko-Okna 세일즈앤리스백 거래 포함 리얼티 인컴의 유럽 집중 투자 이유는 1) 미국 대비 매크로 불확실성이 낮고, 2) 경쟁업체가 적어 가격이 합리적이며, 3)자본조달 조건이 경쟁력 있기 때문 2분기 딜소싱 규모 430억달러로 역대 최고치 → 넷리스 시장 활성화를 보여주는 단면이며 Blackrock-ElmTree 합병 등 사모시장에서 넷리스 수요 증가

- **견고한 재무구조와 자금조달 다변화** : 순부채 대비 EBITDA 비율은 5.5배이며 유동성 54억달러 + 유로본드 11억유로 + 유상증자 6.3억달러 발행 → 충분한 투자여력 확보하였고 25Y 인수금액 가이던스를 50억달러로 상향 조정. 또한, 리얼티 인컴의 넷리스 자산을 기초로 한 Evergreen U.S. Core Plus 펀드 출시 예정이며 2월부터 투자자 모집 중 → 레버리지 부담 감소 및 신속한 자산매입과 투자결정 목적으로 민간자본 유치를 위한 펀드 레이징 전략

리얼티인컴 2Q25 실적

(USDmn) (USD per share)	티커	항목	2Q25			Growth				Consensus		
			Actual	Consensus	Differ(%)	2Q24	1Q25	% YoY	% QoQ	2025F	2024A	% YoY
리얼티 인컴	O	매출액	1,410.4	1,367.9	3.1	1,339.4	1,380.5	5.3	2.2	5,453.4	5,271.1	3.5
		순이익	302.0	334.3	-9.7	333.5	344.1	-9.4	-12.2	1,296.7	1,265.6	2.5
		EBITDA	1,284.0	1,244.0	3.2	1,219.6	1,260.8	5.3	1.8	4,987.8	4,894.1	1.9
		주당 FFO	1.06	1.07	-0.7	1.07	1.05	-0.9	1.0	4.28	4.12	4.0

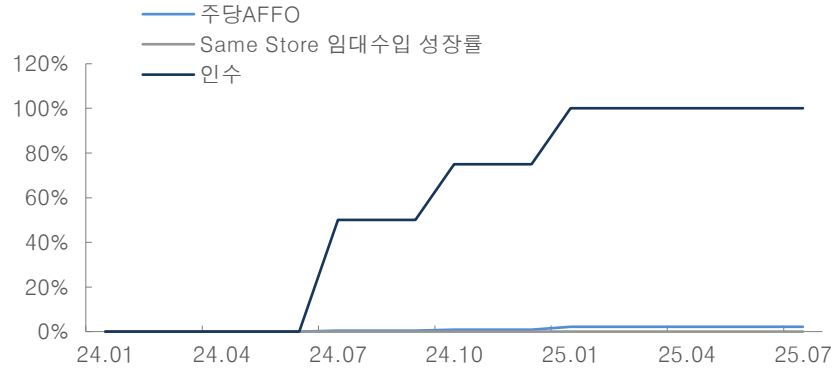
주1: 임대료 커버리지 비율(Rent Coverage Ratio) – 임차인의 영업이익(EBITDAR)이 임대료의 몇 배인지를 나타내는 지표
주2: 리테일 파크(Retail Park) – 도시 외곽에 여러 대형 매장이 모여 있는 유럽의 야외형 쇼핑센터 유형
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 2025Y 연간 가이던스

(USDbn) (USD per share)	1Q25		2Q25		Differ (Low기준)
	Low	High	Low	High	
주당AFFO	4.22	4.28	4.24	4.28	0.5%
Same Store 임대수입 성장률	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%
임대율	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	0.0%
운영비 매출비중	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	0.0%
인수	4.00	4.00	5.00	5.00	25.0%

주1: 2025년 1분기 기준
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 가이던스 변화율

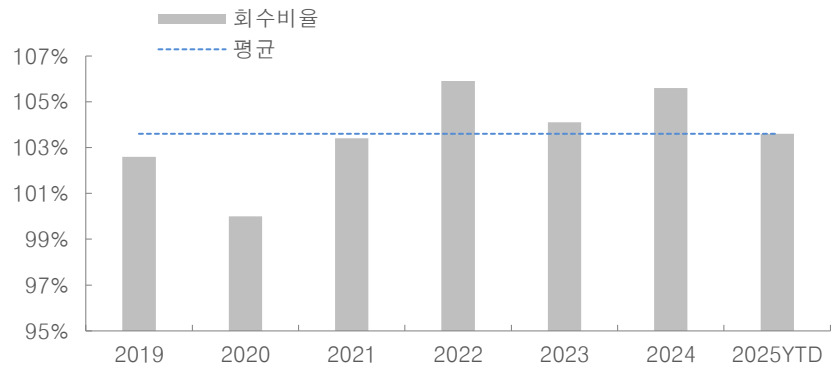


자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 Same Store 임대수입 성장률

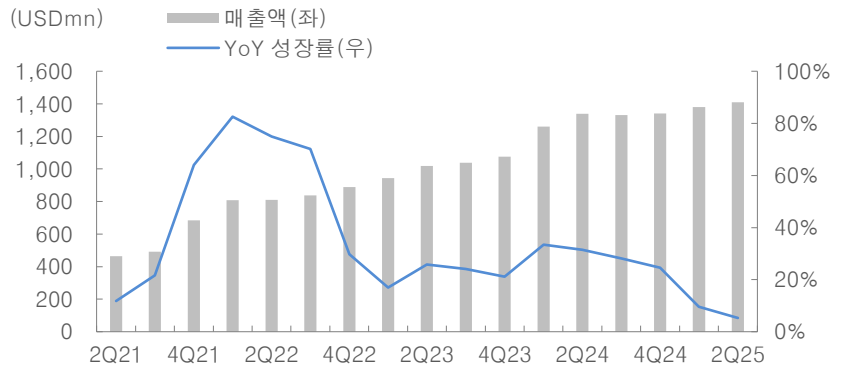
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 회수비율(Recapture ratio)



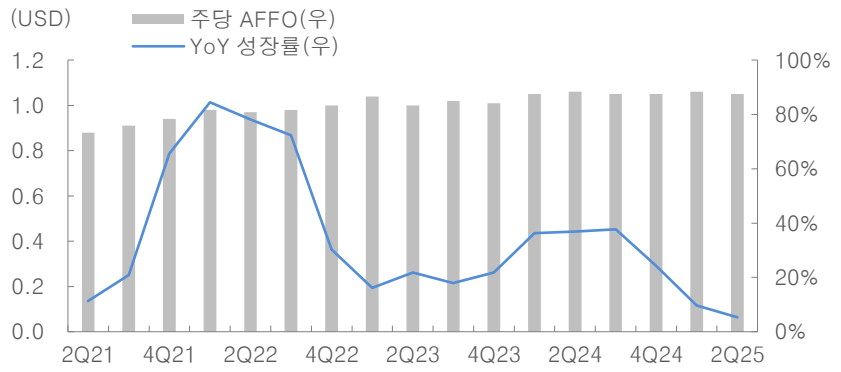
주: 회수비율(Recapture ratio) – 재계약시 임대료 인상비율
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 매출액 및 성장률



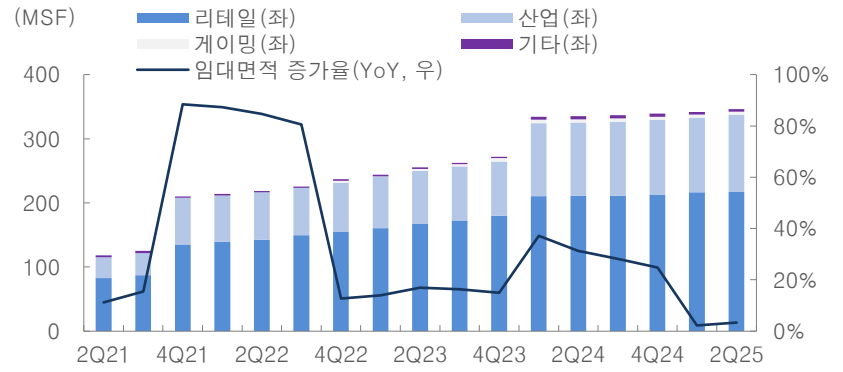
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 주당 AFFO 및 성장률



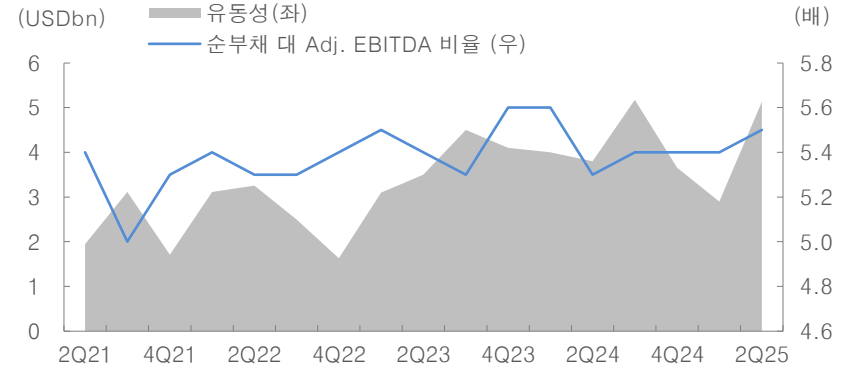
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 자산유형별 임대면적 규모



자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 유동성 및 순부채비율



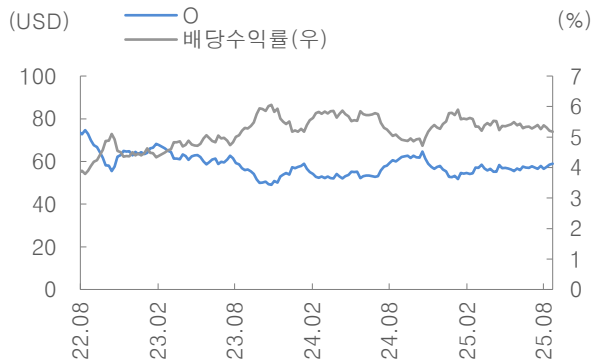
자료: Realty Income, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 분기별 실적표

(USDmn) (USD per share)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,260	1,339	1,331	1,340	1,381	1,410	5,271	5,497	5,768	5,969
YoY(%)	33	31	28	25	10	5	29	4	5	3
Rental	1,208	1,285	1,271	1,280	1,313	1,338	5,044	n.a	n.a	n.a
Other	52	55	60	61	67	72	227	n.a	n.a	n.a
영업이익	533	564	544	563	598	567	2,204	2,529	2,762	2,969
YoY(%)	38	38	27	19	12	1	30	15	9	7
영업이익률(%)	42	42	41	42	43	40	42	46	48	50
세전이익	316	351	341	330	361	328	1,339	1,363	1,574	1,684
YoY(%)	27	51	33	24	14	-6	33	2	15	7
순이익	299	333	324	308	344	302	1,266	1,235	1,445	1,574
YoY(%)	27	53	32	24	15	-9	33	-2	17	9
주당FFO	1.05	1.07	0.99	1.01	1.05	1.06	4.12	4.28	4.43	4.56
YoY(%)	2	5	-5	1	0	-1	1	4	4	3
EBITDA	1,149	1,220	1,227	1,224	1,261	1,284	4,819	5,045	5,366	5,695
YoY(%)	36	37	31	24	10	5	32	5	6	6

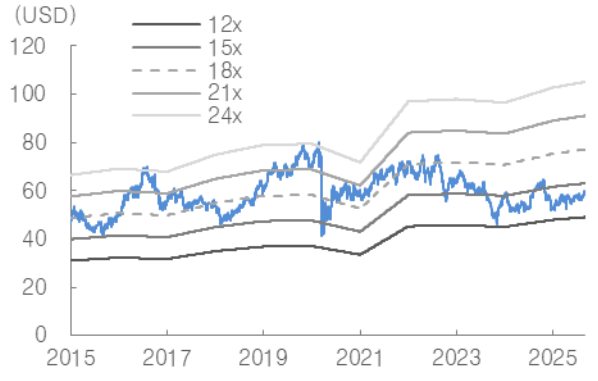
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 주가 및 배당수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

리얼티인컴 P/FFO Band Chart



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 김다은)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.