

2022. 9. 23

금융/리츠팀

이경자

Senior Analyst

kyungja.lee@samsung.com

## SK리츠 (395400)

### 종로타워 매입 추진, 초대형 리츠로 성장

- 종로타워 편입을 위한 자본출자 결정, 담보대출, 회사채, 전단체, CB 발행 등을 활용
- 종로타워는 향후 임대료 인상, 렌트프리 등 밸류업 가능성이 높은 자산
- 편입 완료 시 AUM은 상장 당시 1.8조원에서 3조원으로 증가, 초대형 리츠로 성장

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	7,000원	31.6%
현재주가	5,320원	
시가총액	1.0조원	
Shares (float)	196,554,079주 (57.0%)	
52주 최저/최고	5,200원/7,280원	
60일-평균거래대금	21.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK리츠 (%)	-7.2	-17.5	-7.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.0	-4.2	24.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	7,000	7,000	0.0%
2022E EPS	204	204	0.0%
2023E EPS	200	184	8.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	6,900
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

**종로타워 편입:** SK리츠는 종로타워 편입을 위해 이를 담을 자리츠, '도털밸류위탁관리리츠'에 자본 출자를 결정. 종로타워 매입액은 6,215억원으로 평당 3,390만원. 2021년부터 SK계 열사들은 친환경 부문 회사 중심으로 종로타워에 임차 시작, 현재 62% 점유. SK리츠운용은 종로타워의 우선매수행사권을 행사하기로 결정. 재원 조달은 자리츠가 2,500억원의 담보대출을 받고 SK리츠(母子)가 회사채 1,300억원, 전자단기사채 3,300억원 등을 발행해 4,600억원의 자본을 출자할 계획. 그러나 최근 회사채 시장이 위축돼 있어 CB 발행도 고려하고 전단체와 담보대출을 늘릴 가능성도 높다고 판단. CB는 국내 리츠로는 최초의 시도인데 저리에 자금을 조달해 절감한 이자비용을 주주 배당으로 환원할 수 있다는 점에서 해외 리츠에서는 발행 사례가 많음 [6/30주 '금리 인상기 글로벌 리츠 자금조달 사례 분석' 참조]

**종로타워 매입 이유:** 외부 자산인 종로타워를 매입한 이유는 두가지. ① 현재 임차인들은 1년에 약 4개월의 렌트프리라는 파격적 조건으로 임대차 계약이 체결된 상태라 최근 시장 상황 고려 시 밸류업 가능성이 높다고 판단했기 때문. 리모델링과 리테넌팅 등 적극적인 밸류업 전략이 예상됨. ② SK계열사는 서린빌딩과 종로타워 외에도 우선매수협상권을 보유한 을지로의 T타워 등, CBD 권역에 다수 임차하고 있음. 업무 효율성을 위해 SK계열사들은 CBD 권역에 장기적으로 임차를 유지할 가능성이 높음. 종로타워의 매입이 기준 cap rate가 낮은 반면, 현재 시장 금리가 급등한 상황이라 2023년 일시적인 배당수익률 하락이 나타날 수 있음. 1~2년 뒤부터 임대차 재계약을 통해 렌트프리 해소와 임대료 현실화로 실질적인 cap rate는 4%대 중반에 도달할 것으로 추정, 배당수익률은 점차 우상향할 전망.

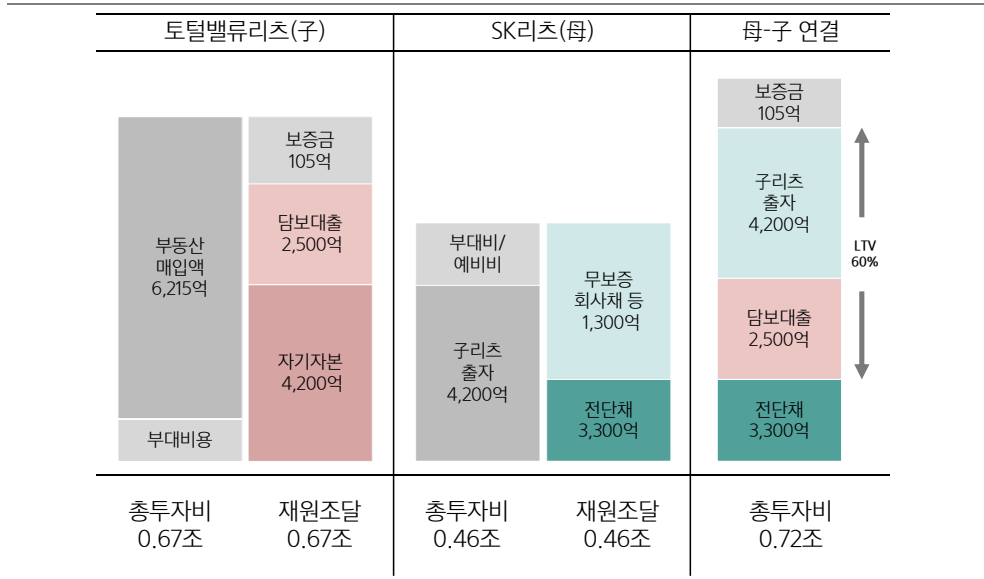
**자산규모 3조원대 초대형 리츠:** 종로타워 편입 완료 시 SK리츠의 AUM은 상장 당시 1.8조원에서 3조원대로 올라서게 되며 K-REITs 중 최대 규모. 계열사의 부동산 편입과 주주소의 자산 컨버전 등으로 고성장이 예상됨. SK리츠의 강점은 ① 희소성 높은 우량 오피스를 계열사로부터 공급받을 기회가 있다는 점, ② 리츠 신용평가의 상당 부분은 임차인의 크레딧에 의해 결정되는데 임차인들이 우량 신평등급을 지닌 계열사 중심이라는 점, 3) 초대형 리츠가 누릴 신뢰도는 결국 조달금리 하락과 배당금 상승을 통한 주주가치 제고로 귀결될 것

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
영업이익 (십억원)	36	61	105	109
영업이익 (십억원)	29	50	90	94
순이익 (십억원)	15	35	39	44
EPS (adj) (원)	210	204	200	222
EPS (adj) growth (%)	n/a	-2.6	-2.0	10.9
EBITDA margin (%)	91.8	89.1	89.8	90.2
ROE (%)	1.9	4.0	4.0	4.5
P/E (adj) (배)	29.3	26.0	26.5	23.9
P/B (배)	1.3	1.1	1.1	1.1
P/FFO (배)	23.1	23.3	24.1	21.9
배당수익률 (%)	7.0	5.1	4.7	5.1

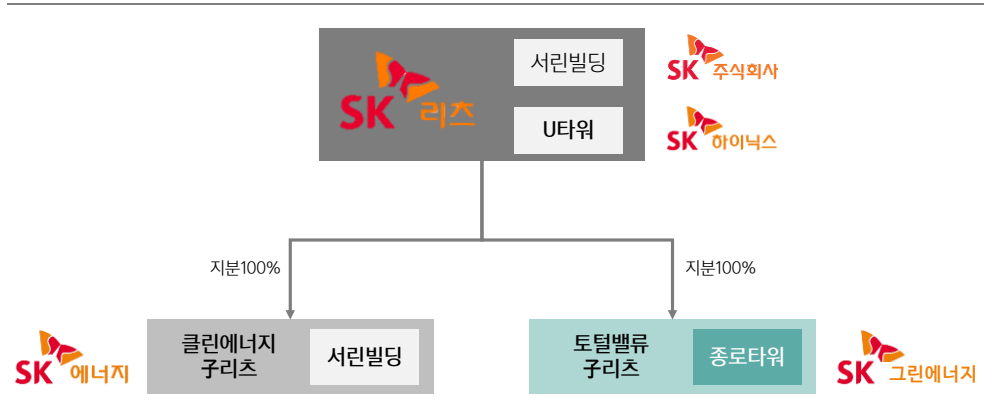
자료: SK리츠, 삼성증권 추정

그림 1. 종로타워 매입의 자원 조달안



참고: SK리츠의 초기 계획안으로 변경 가능성 있음  
자료: SK리츠

그림 2. 종로타워 편입 구조-주리츠 신설



자료: SK리츠, 삼성증권

리츠의 CB(전환사채) 발행 사례

매크로 변동성이 심화되는 경우에는 차입과 주식의 두 가지 속성을 모두 지닌 CB 발행유인이 높아진다. 싱가포르의 Keppel REIT는 2019년 2억 SGD(싱가포르 달러)의 CB를 1.9%에 발행했다. 발행 시점인 2019년 2월, Keppel REIT의 평균 차입조달 금리는 2.88%이었기 때문에 발행사 입장에서는 매우 매력적인 금리 수준이었다. 전환가는 발행 전일 주가에 12.5%의 프리미엄을 부여한 수준이다. 주식 수 증가는 전체 주식 수의 4% 수준으로 향후 주식으로 전환된다 할지라도 투자자 입장에서는 부담이 낮은 수준이다. 이 자금은 3주 뒤, 서울의 T-Tower 인수에 활용되었다. T-Tower의 매입가 기준 cap rate는 4.7%이었기 때문에 Keppel REIT는 T-Tower 편입에 따른 배당수익률 제고가 가능했다.

2020년 6월, 독일의 임대주택 리츠인 LEG immobilien은 5.5억 유로의 CB를 발행함과 동시에, 2.5억 유로의 유상증자를 진행해 총 8억 유로의 자금을 조달해 7,500채의 임대주택을 매입했다. 이 자산들의 임대율은 98%로, 현금흐름의 안정성이 담보돼 CB 발행금리는 0.4%라는 파격적인 수준이었다. 전환가는 당시 주가에 프리미엄 35%를 부여한 가격으로 책정되었고 전환 시 주식 수 증가율은 5.1%이다.

표 1. 글로벌 리츠 CB 발행 사례

	Keppel REIT	Link REIT	American Hotel Income Properites REIT	BSR REIT	Morguard REIT	LEG immobilien
발행시기	2019.4	2019.3	2021.11	2020.8	2021.12	2020.6
국가	싱가포르	홍콩	미국	미국	미국	독일
발행목적	T타워 매입	친환경 프로젝트 펀딩	리파이낸싱	리파이낸싱	리파이낸싱	자산 매입
발행금액 (백만달러)	146	510	50	40	119	587
이자율	1.9%	1.6%	6.0%	5.0%	5.25%	0.4%
만기	5년	5년	5년	5년	5년	8년
주식 전환여부	X	X	X	X	X	X

자료: 각 사, 삼성증권

표 2. SK리츠 보유자산

자산	SK서린빌딩	SK U-타워	SK에너지 주유소 116개
위치	종로구 서린동 99	분당구 정자동 25-1	전국 116개
연면적(평)	25,358	26,258	25,822
토지 면적(평)	1,748	3,015	51,710
매입액(십억원)	1,003	507	766
매입일	2021/7	2022/6	2021/7-11
감정평가 컨설팅 값 (십억원)	1,078	-	836
감평법인	경일	-	경일
컨설팅 날짜	2022/6	-	2022/6
책임임차인	SK㈜	SK하이닉스	SK에너지
임대료 구조	직전년도 서울CPI 인상을 연동 (하한 1.5%)	직전년도 서울CPI 인상을 연동 (하한 1.5%, 상한 5.0%)	(1-5년) 고정, (6년-) 직전년도 전국 CPI 연동 (하한 1.0%)

자료: SK리츠, 삼성증권

표 4. SK리츠 목표주가 산정

구분	기준	서린빌딩	주유소	U타워	합계
대지면적		1,748	51,710	3,015	4,763
연면적		25,358	25,822	26,258	51,616
Cap rate	매입가	4.0%	4.3%	4.1%	5.4%
	전망치	3.1%	3.3%	4.1%	4.1%
자산가치	매입가	1,003	766	507	1,769
	자산가치	1,305	979	507	2,284
대출		592	450	304	1,336
보증금		33	27	17	77
NAV		681	503	185	1,183
주당 NAV (원)		3,462	2,557	943	7,000

자료: SK리츠, 삼성증권

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	0	36	61	105	109
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	36	61	105	109
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	0	7	11	15	15
영업이익	0	29	50	90	94
(영업이익률, %)	n/a	80.4	82.4	86.0	86.5
영업외손익	0	-14	-14	-50	-50
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	14	14	50	50
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
세전이익	0	15	35	39	44
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	0	15	35	39	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	0	15	35	39	44
(순이익률, %)	n/a	42.2	58.5	37.7	40.1
지배주주순이익	0	15	35	39	44
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	0	33	54	94	98
(EBITDA 이익률, %)	n/a	91.8	89.1	89.8	90.2
EPS (지배주주)	0	210	204	200	222
EPS (연결기준)	0	210	204	200	222
수정 EPS (원)*	0	210	204	200	222

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	0	82	-19	43	48
당기순이익	0	15	35	39	44
현금유출입이없는 비용 및 수익	0	18	4	4	4
유형자산 감가상각비	0	4	4	4	4
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	0	14	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	0	61	-58	0	0
투자활동에서의 현금흐름	0	-1,875	-2,535	25	25
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	0	-1,875	-2,535	25	25
재무활동에서의 현금흐름	0	1,805	674	-114	-119
차입금의 증가(감소)	0	0	516	-12	-17
자본금의 증가(감소)	0	0	210	0	0
배당금	0	-8	-38	-51	-51
기타	0	1,814	-14	-50	-50
현금증감	0	12	-2	1	0
기초현금	0	0	12	10	11
기말현금	0	12	10	11	12
Gross cash flow	0	33	39	43	48
Free cash flow	0	82	-19	43	48

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK리츠, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	0	24	10	11	12
현금 및 현금등가물	0	12	10	11	12
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	0	12	0	0	0
비유동자산	0	1,860	2,535	2,510	2,485
투자자산	0	0	2,535	2,510	2,485
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	0	1,860	0	0	0
자산총계	0	1,884	2,545	2,521	2,497
유동부채	0	4	620	620	617
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	620	620	617
기타 유동부채	0	4	0	0	0
비유동부채	0	1,104	941	929	915
사채 및 장기차입금	0	1,045	941	929	915
기타 비유동부채	0	58	0	0	0
부채총계	0	1,108	1,561	1,549	1,532
지배주주지분	0	777	984	972	965
자본금	0	78	99	99	99
자본잉여금	0	687	876	876	876
이익잉여금	0	12	10	-3	-10
기타	0	0	-0	-0	-0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	777	984	972	965
순부채	0	1,022	1,551	1,538	1,520

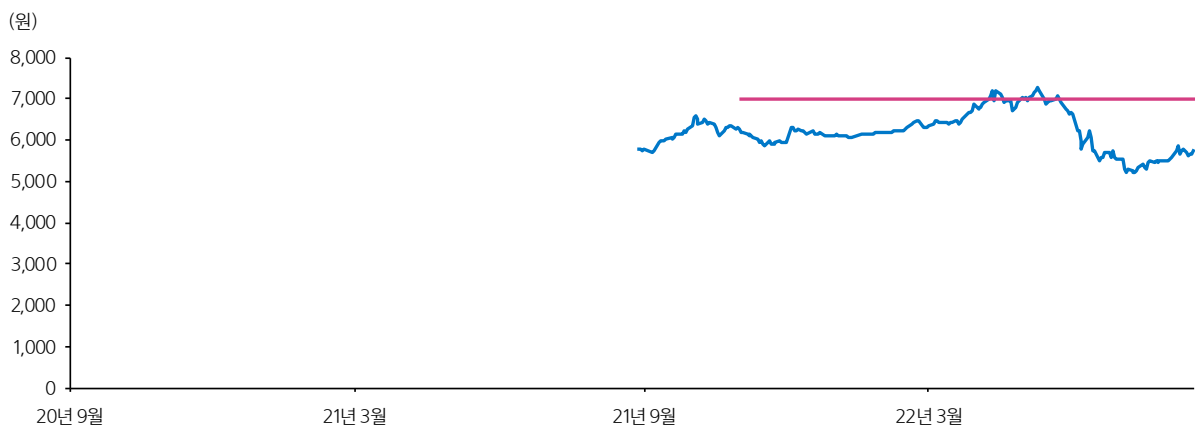
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
영업수익	n/a	n/a	69.8	72.6	4.1
영업이익	n/a	n/a	73.9	80.1	4.8
순이익	n/a	n/a	135.4	112.0	10.9
수정 EPS**	n/a	n/a	-2.6	-2.0	10.9
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	210	204	200	222
EPS (연결기준)	n/a	210	204	200	222
수정 EPS**	n/a	210	204	200	222
BPS	n/a	4,883	5,009	4,947	4,907
DPS (보통주)	0	120	273	251	273
Valuations (배)					
P/E***	n/a	29.3	28.0	28.6	25.8
P/B***	n/a	1.3	1.1	1.2	1.2
P/FFO (배)	n/a	23.1	25.1	25.9	23.6
비율					
ROE (%)	n/a	1.9	4.0	4.0	4.5
ROA (%)	n/a	0.8	1.6	1.6	1.7
ROIC (%)	n/a	-937.6	-3,260.4	n/a	n/a
배당성향 (%)	n/a	127.0	151.6	125.1	122.7
배당수익률 (보통주, %)	n/a	7.0	4.8	4.4	4.8
순부채비율 (%)	n/a	131.6	157.6	158.1	157.6
이자보상배율 (배)	n/a	2.1	3.4	1.8	1.9

**Compliance notice**

- 당사는 2022년 9월 22일 기준으로 지난 6개월간 SK리츠의 유상증자에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 2022년 9월 22일 기준으로 지난 1년간 SK리츠의 증시 상장의 대표주관회사로 참여한 적이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 9월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 9월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/11/18
투자 의견	BUY
TP (원)	7000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2022.06.30

매수(84.2%) 중립(15.8%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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