

SK리츠 (395400.KS)

한국형 스폰서 리츠

스폰서형, 장기 책임 임차인 구조를 통해 안정적으로 임대료 수취 가능.
신용도 높은 그룹사를 스폰서로 두고 있어 자산 편입 경쟁력 있음

SK그룹 리츠

투자의견 Buy, 목표주가 6,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 배당할인 모형을 적용해 산출. 현 주가와 목표주가 기준 2023E P/FFO는 각각 18배, 22배 수준

그룹 계열사 통한 안정적인 임대료 수취가 가능한 구조. 동사는 오피스 3개동과 주유소 116개소 보유 중. SK서린빌딩, SK-U타워, 주유소를 각각 (주)SK, SK하이닉스, SK에너지가 장기 책임 임차 중. 작년 하반기 편입한 종로타워(연면적 1.8만평)는 현재 SK그린캠퍼스가 연면적 기준 62%를 임차 중인데 향후 임차인의 100%를 SK그룹 계열사로 구성할 예정

종로타워 임대료는 '23년 동사 실적에 온기 반영될 전망. 연간 임대료 추정치 294억원은 동일 권역에 소재하는 SK서린빌딩 임대료에 기반해 산정

신용도 높은 그룹사를 스폰서로 두고 있는 바 안정적인 자산 편입이 가능해 리츠 대형화 측면에서 유리. SK하이닉스 등 그룹 주력사의 자산 편입 통한 외형 확대 기대. 국내 스폰서형 리츠의 모범 사례가 될 수 있을 것

이자 비용 절감, 자산 편입 효과 기대

향후 2년간 2H23 4,608억원(COD 4.74%), 2H24 1조원(COD 2.08%)의 리파이낸싱이 예정되어 있음. 국고채 3년물 금리와 동사의 선순위 대출금리 스프레드가 60bp 수준임을 고려해 롤오버 금리는 2.9%~3.8%로 가정

'23년은 리파이낸싱 통한 이자비용 감소, 종로타워 임대수익 온기 반영이 기대되나, 종로타워 편입 목적의 전자단기사채 상환 위해 1,240억원 규모 유상증자가 예정되어 있음. '23년 분기별 DPS 66원 유지 위해 50억원 규모의 자본 전입 예상. '23년 DPS 264원(-3% y-y), 배당수익률 6% 전망

동사는 '22년 12월, '23년 3월에 전환사채를 각각 1,090억원, 231억원 발행. 전환 청구는 발행일로부터 1년 이후에 가능하며 전환 시점에 주가가 각각 5,042원, 5,333원 이상이면 만기 이자율 이상의 수익률 획득 가능. 전환사채 전부를 4Q23, 1Q24에 주식으로 전환하면 주식 수 증가에 따른 부정적 효과보다 이자 비용 절감 효과가 더 큼. '24년 DPS 266원(+1% y-y), 배당수익률 7% 전망

※ESG Index/Event는 65페이지 참조

Buy (신규)

목표주가	6,000원 (신규)		
현재가 ('23/04/10)	4,910원		
업종	리츠		
KOSPI / KOSDAQ	2,512.08/887.78		
시가총액(보통주)	965.1십억원		
발행주식수(보통주)	196.6백만주		
52주 최고가('22/05/26)	7,280원		
최저가('23/10/21)	4,390원		
평균거래대금(60일)	526.34백만원		
배당수익률(2023E)	5.5%		
외국인지분율	5.95%		
주요주주			
SK(주)	42.99%		
이지스자산운용	7.97%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-11.1	-2.6	-24.6
상대수익률 (%)p	-17.9	-15.1	-17.6

	22/12	23/6E	23/12F	24/6F
영업수익	53.2	64.5	64.5	64.9
중감률	42.8	21.3	0.0	0.7
영업이익	39.7	50.5	50.5	51.0
중감률	30.2	27.2	0.0	0.9
영업이익률	74.7	78.4	78.4	78.6
(지배지분)순이익	11.0	16.8	18.0	24.0
중감률	-38.7	53.0	7.0	33.4
P/FFO	54.9	37.0	35.4	29.0
P/NAV	1.1	0.9	0.8	0.8
기어링	69.0	66.7	63.5	62.8
순차입금	1,870	1,834	1,707	1,702

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: 1. P/FFO = 시가총액/배당가능이익
 2. P/NAV = 시가총액/순자산가치
 3. 기어링(Gearing) = 총부채/총자산
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Jr. Analyst 이은상
 02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com
Analyst 이민재
 02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

Summary

SK리츠는 2021년 9월 14일 국내 증시에 15번째로 상장한 리츠. 오피스 3개동(SK 서린빌딩, SK U타워, 종로타워)과 주유소 116개에 투자하는 AUM 3조원 규모의 복합형 리츠. AMC는 SK리츠운용이 맡고 있음. SK주, SK에너지가 장기 책임 임차하고 있어 공실 리스크가 낮고 Triple Net 임대차 구조로 이익 변동이 제한적. 국내 리츠 중 유일하게 3개월 단위로 분기 배당을 실시하고 있음. 2022년 12월 5일 FTSE EPRA Nareit Global Developed Index 편입이 확정됨

Share price drivers/Earnings Momentum

- 분기 배당 실시를 통한 주주가치 제고
- SK 그룹사 자산의 편입을 통해 안정적인 현금흐름 창출
- 섹터 다변화를 통한 포트폴리오 강화

Downside Risk

- 조달금리 상승으로 인한 이자 비용 부담 심화
- 유상증자로 인한 지분가치 희석 우려

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
SK 리츠	27.7	20.8	0.8	0.8	2.9	3.9
롯데리츠	110.5	97.2	0.8	0.9	0.8	0.9
Mapletree Pan Asia Commercial Trust	19.3	19.1	1.0	1.0	5.0	5.1
Boston Properties	23.6	22.8	1.3	1.4	5.4	6.3
Nippon Building	25.5	29.6	1.3	1.3	5.3	4.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	22/6	22/12	23/6E	23/12F	24/6F
P/FFO	40.4	54.9	37.0	35.4	29.0
P/NAV	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
ROE	2.3	1.1	1.5	1.5	2.0
ROIC	0.8	0.4	0.6	0.6	0.8

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	-	-	-	-	-	35.7	90.4
영업이익	-	-	-	-	-	-	-	28.7	70.2
영업이익률(%)	-	-	-	-	-	-	-	80.4	77.7
세전이익	-	-	-	-	-	-	-	15.1	28.9
순이익	-	-	-	-	-	-	-	15.1	28.9
EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	32.8	83.1
CAPEX	-	-	-	-	-	-	-	1,545	311.4
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	1,627	359.4
EPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	97	147
BPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	5,010	4,929
DPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	123	273
순차입금	-	-	-	-	-	-	-	1,022	1,978
ROE(%)	-	-	-	-	-	-	-	1.9	3.0
배당성장률(%)	-	-	-	-	-	-	-	127	166
배당수익률(%)	-	-	-	-	-	-	-	2.0	4.4
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	-	-	-	131.6	204.2

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

표1. SK리츠 밸류에이션 테이블

(단위: 백만원, 백만주, 원, %)

	2023/6E	2023/12F	2024/6F	2024/12F	2025/6F	2025/12F	2026/6F	2026/12F
1) 영업수익	64,471	64,471	64,913	64,913	65,368	65,368	66,082	66,082
2) 영업비용	13,922	13,922	13,922	13,922	13,922	13,922	13,922	13,922
3) 영업이익= 1)-2)	50,549	50,549	50,991	50,991	51,446	51,446	52,160	52,160
4) EBITDA	59,809	59,809	60,251	60,251	60,706	60,706	61,420	61,420
5) 영업외손익 (금융비용)	-33,725	-32,543	-26,971	-28,575	-27,273	-27,238	-26,744	-27,205
그 외	-34,779	-33,592	-28,021	-29,625	-28,323	-28,288	-27,794	-28,255
	1,054	1,049	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
6) 배당가능이익= 4)+5)	26,084	27,266	33,280	31,676	33,433	33,468	34,676	34,215
배당금총액/배당가능이익 (%)	106	113	100	104	100	100	100	100
7) 자본 전입	1,498	3,458	-	1,151	-	-	-	-
8) 배당금 총액=6)+7)	27,582	30,724	33,280	32,827	33,433	33,468	34,676	34,215
9) 주식수	221	244	249	249	249	249	249	249
10) 주당배당금	132	132	134	132	134	135	139	138
주당배당금 현가 합계	921							
영구 가치 현가	5,153							
목표주가	6,000							
상승여력	22%							
예상 총 수익률	28%							
현재주가	4,910							

주1: 무위험이자율 3.5%, 시장위험프리미엄 6.0%, 베타 0.6 적용 (COE 7.1%), 영구성장률 3.0% 적용

주2: 팬데믹 이전 3년('17~'19) 간 미국 혼합형 리츠의 베타를 목표 베타로 사용

주3: 전환사채 1,090억원, 231억원은 모두 '23년 4분기, '24년 1분기에 주식으로 전환된다고 가정

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. SK리츠 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	22/12A	23/6E	23/12F	24/6F
영업수익	53.2	64.5	64.5	64.9
영업이익	39.7	50.5	50.5	51.0
영업이익률	74.7	78.4	78.4	78.6
EBITDA	48.5	59.8	59.8	60.3
(지배지분)순이익	11.0	16.8	18.0	24.0
P/FFO	54.9	37.0	35.4	29.0
P/NAV	1.1	0.9	0.8	0.8
기여링	69.0	66.7	63.5	62.8
ROE	1.1	1.5	1.5	2.0

자료: SK리츠 NH투자증권 리서치본부 전망

표3. SK리츠 편입 자산 내역: 신용도 높은 그룹사의 장기 책임임차

(단위: 평)

자리츠	건물명	권역	연면적	취득일	주요 임차인	임차인 신용등급	운영비 부담	비고
-	SK 서린빌딩	CBD	25,358	2021.07	(주) SK	AA+	Triple Net	장기 책임임차
클린에너지	주유소 116개	-	25,822	2021.07 2021.11	SK에너지	AA	Triple Net	장기 책임임차
-	SK-U타워	BBD	26,258	2022.06	SK하이닉스	AA	Triple Net	장기 책임임차
토털밸류제1호	종로타워	CBD	18,332	2022.10	SK 그린캠퍼스	-	-	

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

표4. 전환사채 발행 내역

전환사채 발행액	전환가액	전환주식 수	발행일	전환청구기간	사채 만기일	표면 이자율	만기 이자율	전환가액 *(1+만기 이자율)
1,090억원	4,779원	2,281만주	2022.12	2023.12~2025.11	2025.12	4.0%	5.5%	5,042원
231억원	5,103원	453만주	2023.03	2024.03~2026.02	2026.03	3.5%	4.5%	5,333원

주: 전환시점에 주가가 전환가액*(1+만기 이자율)보다 높으면 주식 전환 가능성 높음
 자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

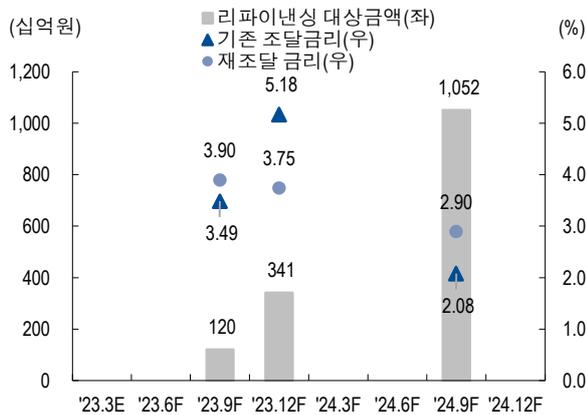
표5. 전환사채 주식 전환 가정 시 이익 추정

(단위: 백만원, 백만주, 원)

	'23/06E	'23/12F	'24.06F
영업수익	64,471	64,471	64,913
증감분			442
이자비용	34,779	33,592	28,021
증감분		-1,187	-5,571
배당가능이익	26,084	27,266	33,280
증감분		1,183	6,014
자본 전입	1,498	3,458	-
증감분		1,959	-3,458
발행주식 수	221	244	249
증감분		23	5
DPS	132	132	134
증감분		-	2

자료: SK리츠 NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 리파이낸싱 대상 금액과 조달금리 추이

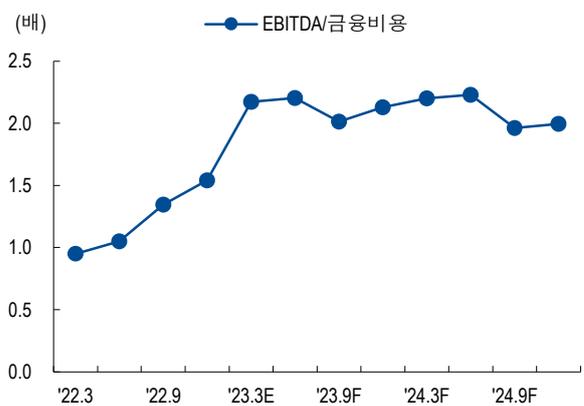


주1: 3, 6, 9, 12월 결산 기업

주2: 국고채 3년물 금리와 재조달 금리 스프레드는 60bp로 가정

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. EBITDA/금융비용 추이



주: 3, 6, 9, 12월 결산 기업

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
영업수익	53.2	64.5	64.5	64.9
증감률(%)	42.8	21.3	0.0	0.7
영업비용	13.4	13.9	13.9	13.9
영업이익	39.7	50.5	50.5	51.0
증감률(%)	30.2	27.2	0.0	0.9
OP마진(%)	74.7	78.4	78.4	78.6
EBITDA	48.5	59.8	59.8	60.3
영업외손익	-28.7	-33.7	-32.5	-27.0
금융수익(비용)	-28.7	-33.7	-32.6	-27.0
기타영업외손익	-0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	11.0	16.8	18.0	24.0
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.0	16.8	18.0	24.0
증감률(%)	-38.7	53.0	7.0	33.4
Net마진(%)	20.7	26.1	27.9	37.0

Valuations / profitability / stability				
(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
P/FFO(배)	54.9	37.0	35.4	29.0
P/NAV(배)	1.1	0.9	0.8	0.8
자기자본이익률(ROE,%)	1.1	1.5	1.5	2.0
총자산이익률(ROA,%)	0.4	0.5	0.6	0.8
투하자본이익률(ROIC,%)	0.4	0.6	0.6	0.8
배당수익률(%)	2.4	2.4	2.3	2.7
배당성장(%)	0.2	0.2	0.2	0.1
총현금배당금(십억원)	25.9	26.1	27.3	33.3
보통주주당배당금(원)	132.0	117.8	111.7	133.8
순부채(현금)자기자본(%)	193.1	146.9	123.4	121.3
기어링(%)	69.0	61.8	58.8	58.1
이자발생부채	1,945	1,697	1,601	1,601
유동비율(%)	11.1	19.6	12.5	11.0
총발행주식수(백만)	197	221	244	249
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	5,510	4,910	4,910	4,910
시가총액(십억원)	1,083	965	965	965

Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
현금및현금성자산	37.2	49.3	80.4	85.3
매출채권	38.1	46.2	46.2	46.5
유동자산	80.7	92.8	133.2	138.1
투자부동산	3,039	3,030	3,021	3,011
기타비유동자산	7.5	7.5	9.1	9.1
비유동자산	3,047	3,037	3,030	3,020
자산총계	3,127	3,130	3,163	3,159
단기차입금및사채	714.2	460.8	1,052	1,236
기타유동부채	12.9	12.9	15.6	15.6
유동부채	727.1	473.7	1,067	1,252
장기차입금및사채	1,231	1,236	549	365
기타비유동부채	9.9	12.0	12.0	12.1
비유동부채	1,432	1,461	792	584
부채총계	2,159	1,934	1,859	1,836
자본금	98.3	110.7	122.1	124.3
자본잉여금	870.1	986	1,085	1,105
이익잉여금	0.3	-6.4	-12.6	-18.7
자본총계	969	1,090	1,194	1,211

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
영업활동현금흐름	48.7	29.5	34.2	35.7
당기순이익	11.0	16.8	18.0	24.0
+유/무형자산상각비	8.7	9.3	9.3	9.3
+이자비용(수익)	28.7	33.7	32.6	27.0
+유형자산관련손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
GrossCashFlow	47.4	58.7	58.7	59.1
-운전자본의증가(감소)	24.3	0.0	3.7	0.0
투자활동현금흐름	-687.3	0.0	-9.7	0.0
+투자자산의매각(취득)	-23.0	0.0	-8.1	0.0
FreeCashFlow	122.9	29.5	34.2	35.7
NetCashFlow	-638.6	29.5	24.5	35.7
재무활동현금흐름	648.8	-17.3	6.6	-30.8
자기자본증가	0.2	121.4	104.4	16.5
부채증감	648.6	-138.7	-97.8	-47.4
현금의증가	10.2	12.1	31.1	4.9
기말현금및현금성자산	37.2	49.3	80.4	85.3
기말순부채(순현금)	1,870	1,602	1,475	1,469