

2023. 9. 18

대체투자팀

이경자  
팀장  
kyungja.lee@samsung.com

홍진현  
Research Associate  
jinhyun.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	5,700원	26.5%
현재주가	4,505원	
시가총액	8,854.8억원	
Shares (float)	266,754,489주 (57.0%)	
52주 최저/최고	4,200원/5,472원	
60일-평균거래대금	9.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK리츠 (%)	3.1	-9.0	-16.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	1.9	-16.7	-22.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	5,700	5,700	0.0%
2023E EPS	99	99	0.0%
2024E EPS	89	89	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	5,733
Recommendation	4.0

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

## SK리츠 (395400)

### 유상증자 부담 해소를 위한 주주가치 증대 의지 밝혀

- 수처리시설 편입 시기와 계열사 간 커뮤니케이션은 아쉬움을 남기나 이를 계기로 강한 주주가치 증대 의지를 밝힘. 9월과 12월, 주유소 매각을 통한 수익 실현이 시작
- 자산 편입과 유상증자로 LTV는 64%로 하락, 금리 상승에도 배당컷 리스크 해소

#### WHAT'S THE STORY?

**수처리시설 편입 효과:** 전일 기업설명회에서 수처리시설 편입과 추진 중인 유상증자를 설명하며 다음을 강조. ① 3천억원의 유상증자 이후 추가 유상증자는 없을 것이며, ② 수처리시설 편입으로 향후 이자비용 상승에 따른 배당 하락 가능성 제거. 수처리시설 편입으로 포트폴리오 cap rate는 3.9%에서 4.6%로 상승하고 기존 전망 대비 DPS는 20% 이상 증가. SK리츠의 수처리시설 exit 방식은 ① 우선매수협상권을 보유한 SK하이닉스에 재매각, ② 외부 매각 등. 감평 결과 내용연수는 45년, SK리츠는 40년간 정액법으로 상각할 계획

**유상증자 효과:** 3천억원의 유상증자와 수처리시설 편입을 모두 고려하면 SK리츠의 차입금은 2.7조원으로 기존 대비 0.6조원 증가하고 공정가액 기준 LTV는 65%로 현재 대비 4%p 하락. 만기가 짧은 전단체가 3,400억원에 달하게 됨은 부담인데, 사측은 추가적인 유상증자를 하지 않고 수처리시설을 편입한 자리츠에 우선주를 추가 발행하거나 전략적 파트너를 대상으로 제3자 배정 유상증자 등을 고려한다고 밝힘. 한편 대주주인 SK지주는 이번 유상증자 이후 지분율이 현재의 43%에서 32%로 하락해 단기 부정적이나, 장기적으로 국내 리츠에 고질적 문제인 주식 유동성을 확대한다는 측면에서는 긍정적

**매각을 통한 수익 실현과 주주환원:** 사측은 유상증자를 진행하며 주주가치 증대를 위해 부산과 창원 주유소 매각에 따른 차익(매입가 대비 13%의 차익)을 전액 특별배당으로 9월과 12월에 환원할 것이라고 밝힘. 이를 시작으로 연말까지 114개 주유소를 검토해 추가 매각하거나 밸류어드 방안을 적극 모색할 계획. 당분간 지난 2년간 보여준 공격적인 AUM 확장보다 기존자산의 가치 증대 등 internal growth에 집중할 것으로 예상됨

**주주가치 제고 의지를 확인한 행사:** SK하이닉스의 수처리시설 편입과 대규모 유상증자의 부담으로 주가 하락. 편입 시점과 계열사 간 커뮤니케이션에서 아쉬움은 남지만 이를 계기로 주주가치 제고에 대한 강력한 의지를 확인함. 가치 상승 여력이 제한적인 산업시설 편입으로 과거와 같은 고 멀티플 부여는 어려울지라도 높은 배당 안정성을 제시함으로써 주가 하락 리스크는 상당 부분 해소. 향후 upside는 사측이 계획한 주유소의 활용가치 극대화 여부

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익 (십억원)	90	135	198	205
영업이익 (십억원)	70	106	161	168
순이익 (십억원)	29	21	24	38
EPS (adj) (원)	165	99	89	139
EPS (adj) growth (%)	-20.5	-39.7	-10.8	56.8
EBITDA margin (%)	92.0	88.0	87.8	88.0
ROE (%)	3.3	1.9	1.9	2.9
P/E (adj) (배)	33.0	45.3	50.8	32.4
P/B (배)	1.1	0.9	1.0	1.0
P/FFO (배)	22.8	28.3	33.0	24.1
배당수익률 (%)	5.0	7.0	5.9	5.9

참고: 2023년 배당에 주당 25원씩 2회 처분이익 배당이 포함됨/자료: SK리츠, 삼성증권 추정

표 1. SK리츠 차입 현황

구분	종류	금액(십억원)	금리(%)	만기	비고
U타워	담보대출	120	4.90	24/06	1년물로 2023년 6월 연장, CD91+125bp
U타워	담보대출	184	4.04	25/06	3년물
서린빌딩	담보대출	450	2.08	24/07	3년물
주유소	담보대출	601	2.08	24/07	3년물
	무보증 회사채	96	5.06	23/10	1년물, 유상증자로 상환 계획
	전환사채 2)	109	4.00	25/12	1회차 발행한 전환사채 대한용
	전환사채 3)	23	3.50	26/03	
	전단채	100	4.36	23/11	유상증자로 상환 계획
	전단채	124	4.42	23/12	유상증자로 상환 계획
	신용대출	30	6.53	23/08	
종로타워	담보대출	245		23/10	1년물
(현재)	합계	2,082			
수처리 편입 후	담보대출	670			수처리시설 담보대출 (LTV 60%)
	전단채	340			모리츠가 전단채 발행, 자리츠의 보통주 출자
(유상증자 후)	합계	2,792			

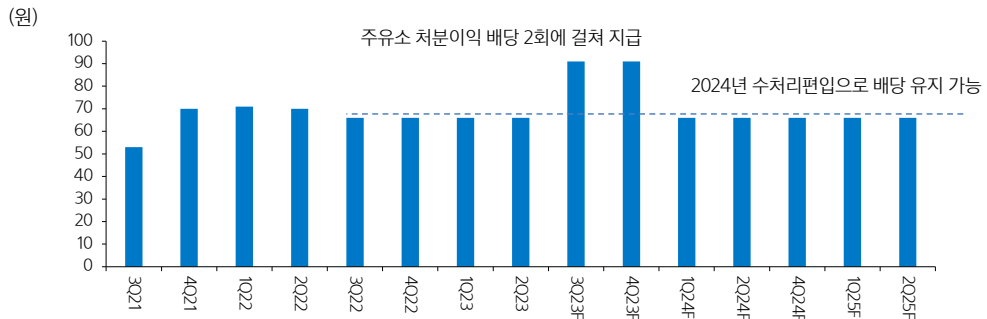
자료: SK리츠, 삼성증권

표 2. SK리츠 목표주가 산정(십억원)

구분	항목	서린빌딩	주유소	U타워	종로타워	수처리시설	합계
손익	NOI	41	32	21	19	63	176
Cap rate	매입가	4.2%	4.3%	4.3%	2.9%	6.4%	4.6%
	전망치	3.2%	3.9%	3.5%	3.2%	6.4%	4.1%
자산가치	매입가	1,003	766	507	677	1,120	4,073
	추정 가치	1,305	836	620	610	1,120	4,491
평당가 (만원)	매입가	3,955		1,932	3,692	2,511	
	전망치	5,146		2,361	3,328	2,511	
	대출	592	450	304	296	1,090	2,693
	보증금	33	27	17	15	140	232
	NAV						1,566
	주당 NAV (원)						5,700

자료: 삼성증권

그림 1. SK리츠 배당 전망- 배당의 일관성 확보



자료: SK리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익	36	90	135	198	205
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	36	90	135	198	205
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	7	20	29	37	38
영업이익	29	70	106	161	168
(영업이익률, %)	80.4	77.7	78.5	81.3	81.7
영업외손익	-14	-41	-84	-137	-130
금융수익	0	1	1	0	0
금융비용	14	42	85	137	130
자본법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-0	0	0	0
세전이익	15	29	21	24	38
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	15	29	21	24	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	15	29	21	24	38
(순이익률, %)	42.2	32.0	15.9	12.1	18.3
지배주주순이익	15	29	21	24	38
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	33	83	119	174	180
(EBITDA 이익률, %)	91.8	92.0	88.0	87.8	88.0
EPS (지배주주)	207	165	99	89	139
EPS (연결기준)	207	165	99	89	139
수정 EPS (원)*	207	165	99	89	139

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	24	81	73	73	73
현금 및 현금등가물	12	37	36	36	36
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	12	44	37	37	37
비유동자산	1,860	3,047	4,023	3,991	3,960
투자자산	0	8	7	7	7
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	1,860	3,039	4,047	4,065	4,071
자산총계	1,884	3,127	4,127	4,145	4,151
유동부채	4	777	1,355	1,355	1,355
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	394	1,035	1,035	1,035
기타 유동부채	4	333	320	320	320
비유동부채	1,104	1,432	1,483	1,512	1,515
사채 및 장기차입금	1,045	1,339	1,363	1,363	1,363
기타 비유동부채	58	92	120	149	152
부채총계	1,108	2,159	2,838	2,867	2,870
지배주주지분	777	969	1,289	1,278	1,281
자본금	78	98	135	135	135
자본잉여금	687	870	1,163	1,163	1,163
이익잉여금	12	0	-9	-20	-18
기타	0	0	-0	-0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	777	969	1,289	1,278	1,281
순부채	1,022	1,978	2,645	2,645	2,645

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	82	48	62	66	53
당기순이익	15	29	21	24	38
현금유출입이없는 비용 및 수익	18	57	13	13	13
유형자산 감가상각비	4	13	13	13	13
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	14	45	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	61	2	28	29	3
투자활동에서의 현금흐름	-1,875	-1,227	-1,008	-18	-6
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	-35	0	0	0
기타	-1,875	-1,192	-1,008	-18	-6
재무활동에서의 현금흐름	1,805	1,203	945	-48	-47
차입금의 증가(감소)	0	1,008	664	0	0
자본금의 증가(감소)	0	204	330	0	0
배당금	-8	-46	-31	-35	-35
기타	1,814	38	-19	-13	-12
현금증감	12	25	-1	0	0
기초현금	0	12	37	36	36
기말현금	12	37	36	36	36
Gross cash flow	33	86	34	37	50
Free cash flow	82	48	62	66	53

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK리츠, 삼성증권 추정

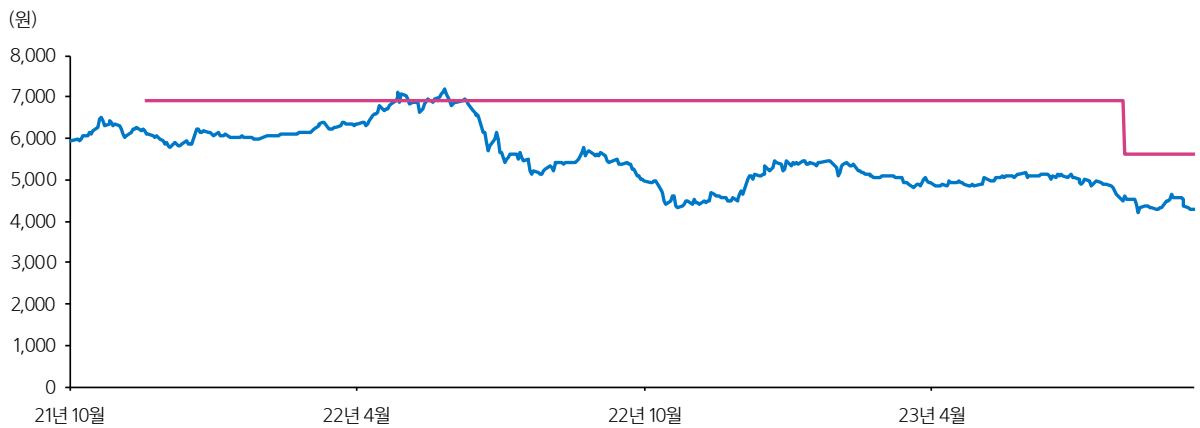
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
영업수익	n/a	153.4	49.3	46.7	3.6
영업이익	n/a	144.8	50.8	51.9	4.1
순이익	n/a	92.2	-25.8	11.5	56.8
수정 EPS**	n/a	-20.5	-39.7	-10.8	56.8
주당지표					
EPS (지배주주)	207	165	99	89	139
EPS (연결기준)	207	165	99	89	139
수정 EPS**	207	165	99	89	139
BPS	4,947	4,867	4,774	4,732	4,741
DPS (보통주)	119	270	314	264	268
Valuations (배)					
P/E***	29.3	33.0	45.3	50.8	32.4
P/B***	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0
P/FFO (배)	23.1	22.8	28.3	33.0	24.1
비율					
ROE (%)	1.9	3.3	1.9	1.9	2.9
ROA (%)	0.8	1.2	0.6	0.6	0.9
ROIC (%)	-937.6	-1,343.0	-2,861.9	3,218.1	3,350.8
배당성향 (%)	127.0	165.8	395.0	297.8	192.7
배당수익률 (보통주, %)	1.9	5.0	7.0	5.9	5.9
순부채비율 (%)	131.6	204.2	205.1	206.9	206.5
이자보상배율 (배)	2.1	1.7	1.2	1.2	1.3

**Compliance notice**

- 당사는 2023년 9월 15일 기준으로 지난 6개월간 SK리츠의 유상증자에 참여한 적이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 9월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 9월 15일 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 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/11/18	2022/11/18	2023/8/1	9/11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	6914	6914	5630	5630
과리율 (평균)	-15.14	-26.95	-21.24	
과리율 (최대or최소)	4.00	-20.86	-17.41	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.  
· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 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** 2023.06.30

매수(79.9%) 중립(20.1%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / 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