

2024. 8. 12

대체투자팀

이경자

팀장

kyunjja.lee@samsung.com

홍진현

Research Associate

jinhyun.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	5,500원	8.5%
현재주가	5,070원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	270,132,679주 (67.6%)	
52주 최저/최고	3,750원/5,220원	
60일-평균거래대금	23.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK리츠 (%)	7.5	31.5	15.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	19.1	33.1	15.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	5,500	5,500	0.0%
2024E EPS	87	87	0.0%
2025E EPS	87	87	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	5,300
Recommendation	4.0

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

SK리츠 (395400)

예상 대비 50bp 낮은 금리에 리파이낸싱, 목표주가 상향

- 목표주가를 기존 대비 8% 상향, 오피스 자산가치를 감평가 수준으로 현실화
- 7월까지 1.2조원의 차입금 리파이낸싱 완료, 가중평균 조달금리는 예상을 50bp 하회
- 자산 재평가 활성화, 주유소 매각, 자사주 매입 등 새로운 시도로 주주 가치 상승 예상

WHAT'S THE STORY?

목표주가 상향: SK리츠의 목표주가를 5,500원으로 기존 대비 7.8% 상향한다. 오피스 4개 자산의 가치를 감평가에서 10% 할인된 수준으로 상향(cap rate 20bp 하락)한 데 따른 것이다. 여기에는 ① 금리 인하 가능성 증대, ② 상반기 완료된 1.2조원 규모의 리파이낸싱 가중 평균 금리가 4%대 초반으로 우리의 예상 대비 50bp 낮은 수준에 형성되며 배당 여력이 개선되어 가고 있음이 고려되었다. 금융 비용 부담이 줄며 NAV 할인율도 축소될 전망이다.

리파이낸싱 금리는 예상을 50bp 이상 하회: SK리츠는 2월 회사채 흥행에 이어 5월 2,400억원의 공모채 역시 3.9%대 금리에 발행하며 우리의 예상 리파이낸싱 금리를 크게 하회했다. 이 중 1,600억원은 2024년 7월 만기이던 서린빌딩 담보대출 6천억원 중 일부를 상환하는 데 활용되었다. 이는 곧 서린빌딩의 LTV를 낮췄고 7월, 서린빌딩 담보대출 리파이낸싱 금리를 4%대 초반에 확정하는 선순환을 이뤘다. 2024년 7월까지 완료한 1.2조원의 리파이낸싱 금리가 우리의 예상을 50bp 이상 하회함에 따라 기존 추정치 대비 연 68억원의 이자 비용 절감이 예상된다. 현재 SK리츠의 차입금에서 변동금리 비중은 26%로 시장금리 하락이 진행되며 이자 비용은 추가로 감소할 수 있다.

대기 중인 모멘텀과 새로운 시도들: SK리츠의 LTV는 공정이 기준 58.5%지만 취득가 기준은 65.0%다. 상장리츠의 자산 재평가 차익이 배당 가능 이익으로 간주되다 보니 장부가는 취득가로 기재되기 때문이다. 관계 부처는 불합리함을 해소하기 위해 제도 개선을 추진 중이다. 자산 재평가 차익이 배당 가능 이익에서 배제돼, 정기 자산 재평가가 가능해질 경우 가장 빠르게 자산 가치 현실화가 가능한 리츠는 분기 결산 구조이면서 자산 가치 상승 폭이 큰 SK리츠로 예상된다. LTV 하락 시 신평등급과 조달금리 이점은 물론 주식의 밸류에이션 상승이 가능하다. 이 외에도 하반기 관련 포인트는 ① 올해 추진 중인 주유소 매각, ② 자사주 매입 여부 등이다. ①의 현실화 시 사측은 특별 배당으로 처분 이익을 일시 소진하기보다 예측 가능한 배당과 주주 가치 극대화를 위해 최적의 현금흐름 전략을 수립할 것으로 예상된다.

* 2024년 7월 15일 기 발간 자료 (8/11 증가 반영)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
영업수익 (십억원)	146	210	218	224
영업이익 (십억원)	100	160	167	171
순이익 (십억원)	26	23	24	28
EPS (adj) (원)	114	87	87	104
EPS (adj) growth (%)	-30.5	-23.8	0.8	18.6
EBITDA margin (%)	87.0	88.8	88.5	88.2
ROE (%)	2.2	1.8	1.7	2.0
P/E (adj) (배)	34.9	58.4	58.0	48.9
P/B (배)	0.9	1.0	1.0	1.0
P/FFO (배)	16.8	27.4	27.3	25.1
배당수익률 (%)	7.9	5.2	5.2	5.5

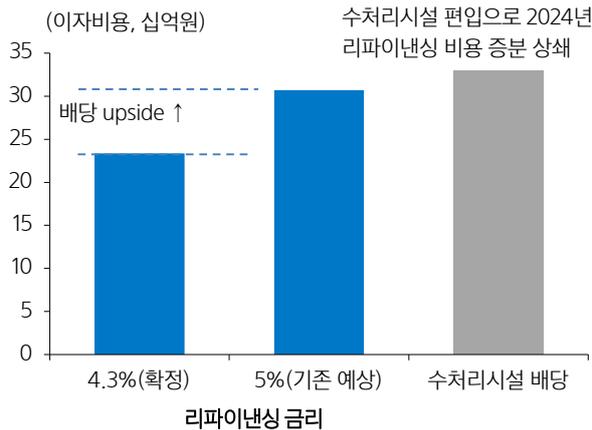
자료: SK리츠, 삼성증권 추정

표 1. 목표주가 산출

구분	항목	서린빌딩	주유소	U타워	종로타워	수처리시설	합계
연면적(평)		25,358	25,822	26,258	18,332	44,381	140,151
Cap rate	매입가	4.2%	4.3%	4.3%	2.9%	7.3%	4.8%
	감평가	3.3%	3.6%	3.5%	3.1%	6.9%	4.2%
	전망치	3.8%	3.8%	4.0%	3.1%	6.5%	4.4%
자산가치 (십억원)	매입가	1,003	766	507	677	1,120	4,073
	감평가	1,292	909	611	670	1,183	4,665
	전망치	1,117	862	550	660	1,241	4,430
평당가 (만원)	매입가	3,955	2,968	1,932	3,692	2,524	2,906
	전망치	5,095	3,520	2,327	3,655	2,666	3,329
(십억원)	대출	592	450	304	296	1,090	2,726
	보증금	33	27	17	15	140	232
	NAV	492	385	229	349	11	1,465
(원)	주당 NAV	1,822	1,425	846	1,292	39	5,500

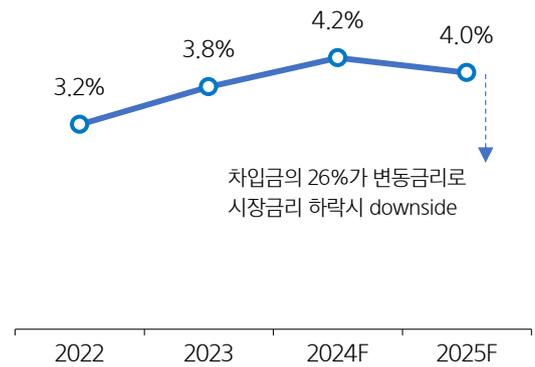
자료: SK리츠, 삼성증권

그림 1. 리파이낸싱 금리 가정에 따른 이자 비용 절감분



자료: SK리츠, 삼성증권

그림 2. SK리츠 가중 평균 금리 추정



자료: SK리츠, 삼성증권

표 2. 차입 내역

구분	내용	금액(십억원)	금리(%)	만기	비고
자산단	서린빌딩	441.8	4.370	27/07	2년물, CD91+75bp
	주유소	436.7	4.370	27/07	2년물 CD+75bp
	U타워	120.0	4.770	25/06	3년물, CD91+115bp
	U타워	184.4	4.440	25/06	3년물 고정
	종로타워	244.8	4.670	25/10	2년물, CD91+105bp
	수처리	330.0	5.490	26/09	3년물, 금융채AAA+115bp
	수처리	340.3	5.020	26/09	3년물, CD91+140bp
리츠단	전환사채 2차	109.0	4.000	25/12	YTM 5.5%
	전환사채 3차	23.1	3.500	26/03	YTM 4.5%
	전단채	147.0	3.840	24/09	13회차
	회사채 1)	10.0	4.329	27/02	3 (사모)
	공모 회사채 2)	49.0	4.129	25/02	2-1
		50.0	4.172	25/08	2-2
	공모 회사채 3)	145.0	3.939	25/05	4-1 서린빌딩 담보대출 1,600억원 상환용
		95.0	3.999	26/05	4-2, 전단채 상환용
	합계	2,726.1			

참고: 변동금리의 CD91물 금리 기준은 7월 11일/자료: SK리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업수익	90	146	210	218	224
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	90	146	210	218	224
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	20	45	50	52	53
영업이익	70	100	160	167	171
(영업이익률, %)	77.7	68.9	76.2	76.4	76.3
영업외손익	-41	-74	-137	-143	-143
금융수익	1	2	0	0	0
금융비용	42	91	137	143	143
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	15	0	0	0
세전이익	29	26	23	24	28
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	29	26	23	24	28
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	29	26	23	24	28
(순이익률, %)	32.0	17.8	11.1	10.8	12.5
지배주주순이익	29	25	23	24	28
비지배주주순이익	0	1	0	0	0
EBITDA	83	127	187	193	198
(EBITDA 이익률, %)	92.0	87.0	88.8	88.5	88.2
EPS (지배주주)	164	114	87	87	104
EPS (연결기준)	164	120	87	87	104
수정 EPS (원)*	164	114	87	87	104

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	48	47	-29	53	53
당기순이익	29	26	23	24	28
현금유출입이없는 비용 및 수익	57	139	27	27	27
유형자산 감가상각비	13	27	27	27	27
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	45	112	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	2	0	-78	3	-2
투자활동에서의 현금흐름	-1,227	-1,126	-18	8	9
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	-35	20	0	0	0
기타	-1,192	-1,146	-18	8	9
재무활동에서의 현금흐름	1,203	1,125	30	-87	-90
차입금의 증가(감소)	1,008	664	0	0	0
자본금의 증가(감소)	204	283	103	9	10
배당금	-46	-57	-60	-71	-73
기타	38	235	-13	-25	-26
현금증감	25	46	0	0	0
기초현금	12	37	83	83	83
기말현금	37	83	83	83	83
Gross cash flow	86	164	50	50	55
Free cash flow	48	47	-29	53	53

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	81	112	112	112	112
현금 및 현금등가물	37	83	83	83	83
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	44	29	29	29	29
비유동자산	3,047	4,184	4,202	4,194	4,185
투자자산	8	8	8	8	8
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	3,039	4,176	4,194	4,186	4,177
자산총계	3,127	4,296	4,314	4,306	4,297
유동부채	727	1,514	527	546	565
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	394	0	0	0	0
기타 유동부채	333	1,514	527	546	565
비유동부채	1,432	1,460	1,382	1,385	1,383
사채 및 장기차입금	1,339	1,233	1,233	1,233	1,233
기타 비유동부채	92	227	149	152	150
부채총계	2,159	2,974	1,909	1,931	1,948
지배주주지분	969	1,240	1,410	1,381	1,355
자본금	98	135	135	135	135
자본잉여금	870	1,116	1,219	1,229	1,238
이익잉여금	0	-11	-48	-96	-141
기타	0	0	104	113	123
비지배주주지분	0	81	0	0	0
자본총계	969	1,321	1,410	1,381	1,355
순부채	1,978	2,616	1,451	1,451	1,451

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
영업수익	153.4	61.4	44.2	3.7	2.7
영업이익	144.8	43.0	59.7	3.9	2.6
순이익	92.2	-10.2	-9.8	0.8	18.6
수정 EPS**	-5.1	-30.5	-23.8	0.8	18.6
주당지표					
EPS (지배주주)	164	114	87	87	104
EPS (연결기준)	164	120	87	87	104
수정 EPS**	164	114	87	87	104
BPS	4,929	4,678	5,219	5,111	5,015
DPS (보통주)	268	314	264	264	280
Valuations (배)					
P/E***	33.2	34.9	58.4	58.0	48.9
P/B***	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
P/FFO (배)	23.0	16.8	27.4	27.3	25.1
비율					
ROE (%)	3.3	2.2	1.8	1.7	2.0
ROA (%)	1.2	0.7	0.5	0.5	0.7
ROIC (%)	-1,343.0	-762.4	-148.9	-80.9	-76.0
배당성향 (%)	165.8	277.0	304.2	301.9	270.0
배당수익률 (보통주, %)	4.9	7.9	5.2	5.2	5.5
순부채비율 (%)	204.2	198.0	103.0	105.1	107.1
이자보상배율 (배)	1.7	1.1	1.2	1.2	1.2