

대체투자팀

이경자

팀장

kyungja.lee@samsung.com

홍진현

Research Associate

jinhyun.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	6,500원	22.9%
현재주가	5,290원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	270,175,177주 (67.6%)	
52주 최저/최고	3,750원/5,330원	
60일 평균거래대금	21.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK리츠 (%)	3.9	36.2	15.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	4.4	35.0	11.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	6,500	5,500	18.2%
2024E EPS	87	87	0.0%
2025E EPS	87	87	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	5,900
Recommendation	4.0

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

SK리츠 (395400)

Corporate day: 금리 하락기 스폰서 리츠의 강점 발휘

- 금리 인하 시점, 금리 하락을 최대한 누리기 위해 10월 회사채 발행 추진
- 31개 주유소 매각 추진, 동시에 LTV 하락을 활용해 유상증자 없는 자산 편입 준비
- 금리 하락이 본격화될수록 외형 성장이 용이한 기업 스폰서 리츠의 장점 부각 전망

WHAT'S THE STORY?

금리 하락을 누리기 위해 10월 회사채 발행 추진: 2024년 상반기 발행한 회사채 금리가 예를 크게 하락한 3.9~4.2%에 결정되며 조달금리 하락기 진입, 주가는 반등. 7월 리파이낸싱 한 서린빌딩과 주유소 담보대출 금리도 4.3%로 양호. 이어 10월, 5회차 회사채 발행을 추진 중. 1,200억원의 담보대출(UT아워)을 중도 상환함으로써 연 11억원 이상의 이자비용 절감 예상. AA-등급 회사채의 경우 담보대출 금리 대비 100bp 이상 낮은 금리 메리트를 충분히 활용하고 차입 구조 안정화 목적. 이번 회사채 발행까지 완료되면 가중 평균 금리는 4.57%→4.5%로 하락. 7월 리파이낸싱으로 총 차입금 내에서 변동금리 비중은 6월 말 24%→7월 57%로 증가, 금리 인하 시점과 맞물려 즉각적인 이자비용 하락과 배당 여력 상승

Capital recycling: 2023년 SK에너지 2개 주유소 매각에 이어 2024년 31개 주유소 매각을 추진 중. 매각 시점과 처분 이익 규모는 미정이지만 매각대상 자산의 장부가는 1,271억원이기에 10%의 처분 이익만 가정해도 1개 분기의 경상적 배당(현재 178억원)에 해당하는 수준의 배당 재원 확보 가능. 사측은 처분 이익을 일회적인 배당으로 환원하기보다 장기적인 미래 배당 및 재투자 재원으로 활용하기 위해 다양한 financial engineering 방안 모색 중. 리츠 활성화 방안의 일환으로 자산재평가 이익을 배당 가능 이익에서 배제하는 개정안이 2025년 상반기 시행될 것으로 예상돼 가장 빠른 수혜 예상. SK리츠의 취득가 기준 LTV는 69%이나, 실질 LTV는 58%이므로 유상증자 없이 추가 차입으로도 자산 편입이 가능한 상황. 주주의 dilution(주식 가치 희석)을 줄이면서 외적 성장이 가능함은 대형 리츠로서 고유의 강점

목표주가 18% 상향: SK리츠의 목표주가를 6,500원으로 상향. ① 금리 하락이 진행되며 자산의 cap rate 하락을 예상해 포트폴리오의 감평가 대비 할인율을 제거함. ② 회사채 비중 증가 등 차입 구조 안정화 및 조달금리 하락을 반영. ③ 주유소 매각과 같은 capital recycling(자본 재배치)으로 주주 부담을 줄이며 진행되는 성장 가능성이 주요 근거. 금리 하락이 본격화되며 외형 성장이 용이한 기업 스폰서 리츠의 장점이 부각될 것으로 예상, top pick 유지

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)	0.7	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	61.0	60.5	51.0
P/B (배)	0.9	1.0	1.0	1.1
P/FFO (배)	16.8	28.6	28.5	26.2
배당수익률 (%)	7.9	5.0	5.0	5.3

자료: SK리츠, 삼성증권 추정

표 1. SK리츠 밸류에이션

구분	항목	서린빌딩	주유소	U타워	종로타워	수처리시설	합계
	대지면적	1,748	51,710	3,015	1,515	13,959	71,947
	연면적	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	3.3%	3.6%	3.5%	3.1%	6.9%	4.2%
자산가치 (십억원)	매입가	1,003	766	507	677	1,120	4,073
	감평가	1,292	909	611	670	1,183	4,665
	전망치	1,292	909	611	670	1,183	4,665
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	2,724
	보증금	33	27	17	15	140	232
	NAV	668	432	289	359	(47)	1,710
	주당 NAV	2,471	1,600	1,071	1,328	(165)	6,500

자료: 삼성증권

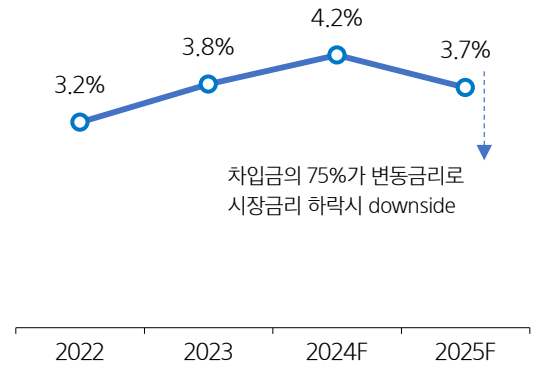
표 2. 법 개정 후 SK리츠 재무비율

구분	현재	2024.06 기준
자산가치	4.2조원	4.7조원
LTV	65.0%	57.9%
부채비율	243%	180%

참고: 매입가 대비 서린빌딩 30%, U타워 22%, 종로타워 10%, 주유소 20%, 수처리 센터 4% 상승

자료: SK리츠, 삼성증권

그림 1. 가중 평균 금리 전망



자료: SK리츠, 삼성증권

표 3 차입 관련 지표 변화

	2024.03	2024.06	2024.08
총 차입금 (십억원)	2,726	2,886	2,726
LTV(취득가)	65.0%	68.8%	65.0%
LTV(공정가)	58.5%	61.3%	57.9%
DSCR	-	1.58	1.56
가중평균 금리	3.57%	3.62%	4.57%
변동금리 비중	26%	24%	58%
회사채 비중	4%	12%	13%

참고: DSCR=(영업이익+감가상각비+금융수익+기타손익)/이자비용

자료: SK리츠, 삼성증권

표 4. 대출 구조

구분	내용	규모(십억원)	만기	금리(%)
담보대출	서린빌딩	442	2027/07	CD91+75bp
	주유소	437	2027/07	CD+75bp
	U타워	120	2025/06	CD91+115bp
	U타워	184	2025/06	4.44
	종로타워	245	2025/10	CD91+105bp
	수처리	330	2026/09	금융채AAA+115bp
	수처리	340	2026/09	CD91+140bp
회사채	2-1 공모	49	2025/02	4.129
	2-2 공모	50	2025/08	4.172
	3 사모	10	2027/02	4.329
	4-1 공모	145	2025/05	3.939
	4-2 공모	95	2026/05	3.999
전환사채	2차	109	2025/12	4.00
	3차	23	2026/03	3.50
전단채	13회차	147	2024/09	3.84
합계		2,726		

자료: SK리츠, 삼성증권

표 5. SK리츠 자산 현황

	SK 서린빌딩	주유소 114 개소	SK U타워	종로 타워	SK 하이닉스 수처리센터
위치	서울시 종로구 서린동 99	전국 각지 (수도권 50%)	성남시 분당구 정자동 25-1	서울시 종로구 종로 51	경기도 이천시 부발읍
대지면적(평)	1,748	51,710	3,015	1,515	13,959
연면적(평)	25,358	25,822	26,258	18,332	44,381
매입일	2021/07	2021/07	2022/06	2022/10	2023/09
매입가(십억원)	1,003	766	507	621	1,120
평가액(십억원) ¹⁾	1,292	909	611	670	1,183
지분율(%)	100	100		100	
책임 임차인	SK㈜	SK 에너지	SK 하이닉스	SK 그린캠퍼스 등	SK 하이닉스
기타	- 100% 마스터리스, 트리플넷	- 100% 마스터리스, 트리플넷	- 100% 마스터리스, 트리플넷	- 비용 등: Market 준용 - 외부임차사 만기 or 조기명도시 SK100% 증평 목표	- 100% 마스터리스, 트리플넷
	- 임차인 Capex 부담 및 우선매수협상권 보유	- 임차인 Capex 부담 및 우선매수협상권 보유	- 임차인 Capex 부담 및 우선매수협상권 보유		- 임차인 Capex 부담 및 우선매수협상권 보유
임대차 기간	-5년 (21.06.30~26.06.29) -임차인 요구 시 +5년 연장 가능	-10년 (21.06.30~31.06.29) -임차인 요구 시 +5년 연장 가능	-5년 (22.06.30~27.06.29) -임차인 요구 시 +5년 연장 가능	오피스 WALE 3.1년	-10년 (23.09.25~33.09.24) -임차인 요구 시 +10년 연장 가능
임대료율 ¹⁾	4.17% (연 418 억원)	4.2% (연 322 억원)	4.31% (연 218 억원)	임대료: 연 220 억(명목) 관리비: 연 85 억	6.4% (연 717 억원)
임대료 인상률	-서울 CPI 연동 *23년 7월, 4.5% 인상	-1~5년: 임대료 고정 -6년~: 전국 CPI 연동	-경기 CPI 연동 (max 5.0%) *23년 7월, 5.0% 인상	평균 연 3% 상승 (오피스 기준)	-경기 CPI 연동 (max 5.0%)

참고: 1) 2023년말 기준

자료: SK리츠

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

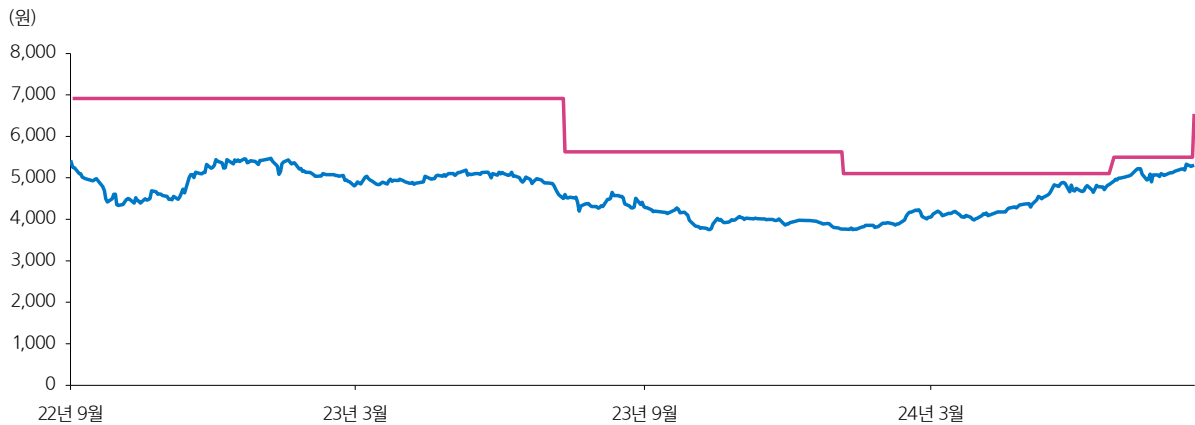
재무비율 및 주당지표

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)	0.7	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	5,218	5,111	5,014
DPS (보통주)	268	314	264	264	280
Valuations (배)					
P/E***	33.2	34.9	61.0	60.5	51.0
P/B***	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
P/FFO (배)	23.0	16.8	28.6	28.5	26.2
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	302.0	270.1
배당수익률 (보통주, %)	4.9	7.9	5.0	5.0	5.3
순부채비율 (%)	204.2	198.0	103.0	105.1	107.1
이자보상배율 (배)	1.7	1.1	1.2	1.2	1.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 9월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 9월 3일 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	2024/1/25	7/15	9/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	6914	6914	5630	5630	5100	5500	6500
과리율 (평균)	-15.14	-26.95	-21.24	-28.81	-16.44	-7.19	
과리율 (최대/최소)	4.00	-20.86	-17.41	-19.98	-4.12	-3.09	

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 2024.06.30 기준

매수(80%) 중립(20%) 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