

Company Brief

2022-08-04

SK 리츠(395400)

지금 담아야 할 리츠

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	6,800 원(하향)
증가(2022/08/03)	5,300 원
상승여력	28.3 %

Stock Indicator	
자본금	76십억원
발행주식수	15,502만주
시가총액	822십억원
외국인지분율	1.3%
52주 주가	5,200~7,280 원
60일평균거래량	311,319주
60일평균거래대금	1.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.5	-24.8	-13.5	-8.3
상대수익률	-14.3	-16.7	-4.4	15.7



FY	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익(십억원)	36	85	98	100
순이익(십억원)	15	35	38	37
FFO(십억원)	19	47	54	54
EPS(원)	97	179	194	190
BPS(원)	5,010	4,792	4,710	4,628
DPS(원)	123	270	276	272
P/FFO(배)	49.9	22.0	19.2	19.5
PER(배)	63.4	29.7	27.3	27.8
PBR(배)	1.2	1.1	1.1	1.1
배당수익률(%)	2.0	5.1	5.2	5.1

유상증자 발행가액 확정, 8월 26일 신주 상장

SK-U타워(분당구 정자동, 매입가액 5,072억원)의 매입을 위한 유상증자(2,102억원) 신주 발행가액이 5,060원으로 확정됐다. 신주 상장일은 8월 26일로 신주 물량은 현재 유통 물량의 27%다. 이로써 SK리츠의 운용 자산은 SK서린빌딩(연면적 25,358평), SK-U타워(연면적 26,258평), 주유소 116개(수도권 56개)로 장부가액 기준 2.3조원 규모가 될 예정이다.

SK리츠의 YTD 주가 수익률은 -14.0%로 주요 리츠 YTD 수익률 -10.1% 대비 소폭 언더퍼폼했지만, 유상증자를 결정한 6월 16일 이후 SK리츠 수익률은 -20.1%로 동일기간 주요 리츠 수익률 -10.5% 대비 -9.6%p 크게 언더퍼폼했다. 주가 부진의 주요 요인은 1) 유상증자에 따른 희석 물량 우려, 2) 금리 상승에 따른 배당수익률 하락 우려라고 판단한다. 이러한 요인들이 실제 SK리츠 펀더멘탈에 미치는 영향은 제한적으로 현재 주가는 SK리츠의 자산 가치 대비 상당히 저평가 되어있다고 판단한다.

우량 자산 편입에 주목, 금리 상승 영향은 제한적

- ① 매입을 완료한 SK-U타워는 BBD 권역의 랜드마크급 빌딩으로 향후 자산 가치의 가파른 상승이 기대되는 곳이다. 정자역 앞에 위치해 분당선, 수인분당선을 지나 광고, 동탄, 용인 등 주요 경기도 도시 및 강남과의 접근성이 우수하다. 바로 인근에는 네이버 신사옥(1784)이 들어서 있다. BBD 권역의 공실률도 2Q22 기준 2.35%로 매우 낮은 수준이다.
- ② SK-U타워 매입을 위해 차입금 선순위 Tr. A 3.5%(추정, 1,200억원), Tr. B 4.4%(추정, 1,900억원) 사용했음에도 가중평균 대출금리는 2.5%에 불과하다. Tr. A는 차입 기간이 1년으로 2023년 6월 30일 상환이 예정되어 있으나, 이미 높아진 금리로 차입하여 오히려 차환 시 금리 하락도 기대할 수 있다. 전체 차입금 1.36조원 중 1.05조원(금리 2.08%)의 만기가 2024년 하반기에 집중되어있으나 50bp 상승을 반영해도, 이자비용 상승은 임대료 상승분(CPI 연동)으로 충분히 만회가 가능하다.
- ③ 이번 편입으로 인해 2022년 연환산 배당수익률은 기존 추정 5.6% → 5.1%(8월 3일 증가 기준)으로 소폭 하락한다. 하지만 배당수익률 하락은 6기(3Q22) 단기사채 1.5개월분 사용에 따른 일시적인 현상으로, 7기(4Q22)부터는 67원의 경상적인 DPS로 회복할 예정이다. 2023년 연환산 DPS는 276원으로 배당수익률 5.2%에 해당한다.

투자의견 Buy로 상향, 목표주가 6,800 원으로 하향

SK 리츠에 대해 투자의견을 기존 Hold 에서 Buy 로 상향하고, 목표주가는 기존 7,200 원에서 6,800 원으로 하향한다. 주가는 보유 자산 가치를 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단하여 투자의견을 상향 조정했다. 목표주가는 NAV 1.3조원에 Target P/NAV 1 배를 적용했다. 주가는 유상증자에 따른 일시적인 조정으로 자산 가치를 반영하며 빠르게 회복할 것으로 기대한다.

리츠 소개

SK리츠는 주유소 116개, 오피스 2개(SK서린빌딩, SK-U타워)를 자산으로 담고 있는 복합형 리츠다. SK서린빌딩은 CBD(종로구 서린동)에 위치한 연면적 25,358평(83,827m²)의 오피스로 SK(주)가 임차인으로 5년간 책임 임차를 하고 있다. 주유소 자산은 총 116개(수도권 56개, 지방 60개)로 SK에너지가 10년간 책임 임차하고 있다. 2022년 6월 30일부로 신규 편입한 SK-U타워는 분당구 정자동에 위치한 연면적 26,258평(86,804m²) 오피스로 주요 임차인으로는 SK하이닉스가 있다. 결산월은 3, 6, 9, 12월로 연간 4회 배당을 실시하고 있다.

표1. SK 리츠 자산 포트폴리오

	SK서린빌딩	SK-U타워(신규편입)	주유소(116개)
사진			
매입가액	10,030 억원	5,072 억원	7,664 억원
매입 Caprate	3.9%	4.0%	4.2%
준공연도	1999년	2005년	-
임차인	SK(주)	SK하이닉스	SK에너지
임대료 인상률	직전연도 CPI 인상률	직전연도 경기도 CPI 인상률	1~5년 임대료 고정, 6년~ 직전연도 CPI 인상률
운영비 부담	Triple Net	Triple Net	Triple Net

자료: SK리츠, 하이투자증권

주: Triple Net은 임차인이 관리비, 보험료 및 제세공과금을 모두 부담

그림1. SK-U 타워 위치



자료: 네이버 지도, 하이투자증권

그림2. SK-U 타워 층별 입주자

층	입주자	
28층	SK주식회사	SK하이닉스
27층~19층	SK주식회사	
18층~10층	SK하이닉스	
7~9층	SK주식회사	
6층	SK주식회사	헬스장 SK하이닉스
5층	SK주식회사	전산실 SK하이닉스
4층	공용구역(접견실, 카페) SK하이닉스	
3층	어린이집	
1층	로비	
지하1층	직원식당	방재실/관리실 SK하이닉스 주차장
지하2층	킨스타워 주차장	
지하3층	킨스타워 주차장	SK주식회사 주차장
지하4층	SK하이닉스 주차장	
지하5층	전기실	기계실 SK하이닉스주차장
지하6층	전기실/기계실	

자료: SK리츠, 하이투자증권

그림3.SK 리츠 추가 수익률 비교



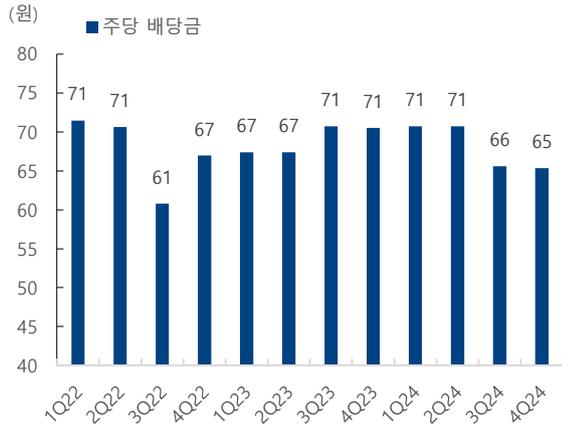
자료: Quantiwise, 하이투자증권
 주: 주요리츠는 ESR켄달스퀘어리츠, 신한알파리츠, 롯데리츠, NH올원리츠, 코람코에너지리츠, 디앤디플랫폼리츠, 제이알글로벌리츠

그림4. BBD 임대료 및 공실률 추이



자료: 교보리얼코, 하이투자증권

그림5.SK 리츠 DPS 추이 및 전망



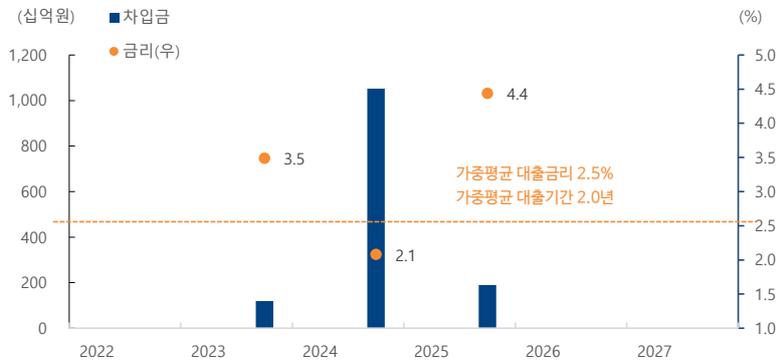
자료: SK리츠, 하이투자증권 추정

그림6.SK 리츠 FFO(배당가능이익) 추이 및 전망



자료: SK리츠, 하이투자증권 추정

그림1.SK 리츠 장기차입금 구조



자료: SK리츠, 하이투자증권 추정
 주: SK-U타워 매입을 위한 차입금리는 아직 공시전으로, Tr. A 3.5%, Tr. B 4.4%는 추정치

Valuation

SK리츠의 투자의견을 기존 Hold에서 Buy로 상향하고, 목표주가는 기존 7,200원에서 6,800원으로 하향한다. 목표주가는 NAV 1.1조원에 Target P/NAV 1배를 적용해 산출했다. NAV는 SK서린빌딩, SK-U타워, 주유소 자산 Target value에 순차입금을 차감한 것이다. 목표주가는 Implied P/FFO 24.6배에 해당한다.

2Q22 기준 서울 주요 권역 공실률은 2021년 이후 지속적으로 하향하고 있고, 특히 1만평 이상 프라임급 오피스의 임대 가능 면적은 희소한 상황이다. 부동산 조사기관 Savills에 따르면 2Q22 서울 주요 권역 오피스의 Cap rate는 3% 초반까지 떨어져 있는 것으로 파악된다. SK서린빌딩이 CBD 권역 프라임급 오피스 중에서도 2만평 이상의 희소한 자산이고, 트리플 역세권(1, 2, 5호선)이라는 점에서 Target cap rate를 3.3%로 설정하여 Target value를 1.3조원으로 산정했다. 2022년 6월 30일에 등기를 완료한 SK-U타워는 매입가액 5,072억원을 그대로 Target value로 설정했다.

주유소 자산 116개의 경우, 지난 5년(2017~2021년) 평균 공시지가 상승률 5.7%를 적용했으며, 오피스, 리테일 등으로 용도 전환의 개발 가능성도 고려해 10% 할증을 부여했다.

표1. 목표주가 산정(NAV)

(십억원, %, 원, 배)	Valuation
오피스 자산	
① SK서린빌딩	
- 2023E SK서린빌딩 NOI (a)	42.2
- Target cap rate (b)	3.30%
- SK서린빌딩 Target value (c) = (a/b)	1,280
② SK-U타워	
- 매입가액(d)	507
주유소 자산	
- 매입금액 (e)	765
- 예상 지가상승률(2021~2023) (f)	11.7
- Fair Value (g)	855
- 할증률 (h)	10%
- Target Value (i) = (g)*(h)	941
2022년말 순차입금 (j)	1,401
NAV (k) = (c)+(d)+(i)-(j)	1,327
주식수(백만주) (l)	197
주당 NAV (m) = (k) / (l)	6,750
목표 주가	6,800
현재 주가	5,300
상승 여력	28.3

자료: 하이투자증권

주: 유상증자 4,153만주 고려, 순차입금은 차입금+임대보증금-현금및현금성자산-단기금융자산

표2. SK 리츠 영업실적 추이 및 전망(3월, 6월, 9월, 12월 결산)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
영업수익	19	19	24	24	24	24	25	25	85	98	100
SK서린빌딩	10	10	11	11	11	11	11	11	42	43	44
YoY			11.7	2.1	2.5	2.5	4.5	4.5	111.0	3.5	3.2
주유소	8	8	8	8	8	8	8	8	33	33	33
YoY			8.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	108.3	0.0	0.0
SK-UE타워			5	5	5	5	5	5	10	21	22
YoY							4.5	4.5		104.5	3.2
영업비용	3	3	6	6	6	6	6	6	18	23	24
YoY			63.3	72.5	79.5	67.0	0.0	0.9	164.3	26.9	0.7
감가상각비	2	2	4	4	4	4	4	4	12	16	16
YoY			104.4	92.3	96.0	96.0	-0.2	0.0	199.1	32.4	0.0
NOI	18	18	23	23	23	23	24	24	83	95	97
YoY	8.8	0.1	29.4	29.1	0.0	0.2	2.9	2.8	138.9	14.5	2.1
영업이익	15.3	15.1	18.2	18.2	18.2	18.2	18.9	18.8	67	74	76
YoY	13.8	-0.7	18.4	20.4	0.3	0.2	3.6	3.4	132.8	11.0	2.6
영업이익률	83	81	76	76	76	76	76	76	78.4	76.0	76.3
영업외손익	-6	-6	-10	-9	-9	-9	-9	-9	-32	-36	-39
금융비용	6	6	10	9	9	9	9	9	32	37	39
세전이익	9	9	8	9	9	9	10	10	35	38	37
순이익	9	9	8	9	9	9	10	10	35	38	37
FFO(배당가능이익)	11	11	12	13	13	13	14	14	47	54	54
배당액	11	11	12	13	13	13	14	14	47	54	54
주식 총수(백만주)	155	155	197	197	197	197	197	197	197	197	197
주당 배당금(원)	71	70	61	67	67	67	71	71	270	276	272

자료: Dart, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표(3월, 6월, 9월, 12월 결산)

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	24	17	19	22
현금 및 현금성자산	12	8	9	9
기타유동자산	12	9	10	13
비유동자산	1,860	2,355	2,339	2,323
투자부동산	1,860	2,355	2,339	2,323
관계기업자산	0	0	0	0
자산총계	1,884	2,372	2,358	2,344
유동부채	4	4	4	7
단기차입금	0	0	0	0
비유동부채	1,104	1,426	1,428	1,428
장기차입금	1,045	1,350	1,350	1,350
임대보증금	52	69	69	69
부채총계	1,108	1,430	1,432	1,435
지배주주지분	777	942	926	910
자본금	78	98	98	98
자본잉여금	687	844	844	844
이익잉여금	12	0	-16	-32
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	777	942	926	910

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	36	85	98	100
증가율(%)		138.9	14.5	2.1
영업비용	7	18	23	24
감가상각비	4	12	16	16
NOI	35	83	95	97
영업이익	29	67	74	76
증가율(%)		132.8	11.0	2.6
영업이익률(%)	36	85	98	100
이자수익	0	0	0	0
이자비용	14	32	37	39
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	35	38	37
법인세비용	0	0	0	0
세전계속이익률(%)	36	85	98	100
당기순이익	15	35	38	37
순이익률(%)	42	41	39	38
지배주주귀속 순이익	15	35	38	37
FFO(배당가능이익)	19	47	54	54
증가율(%)		147.1	14.8	-1.3

현금흐름표

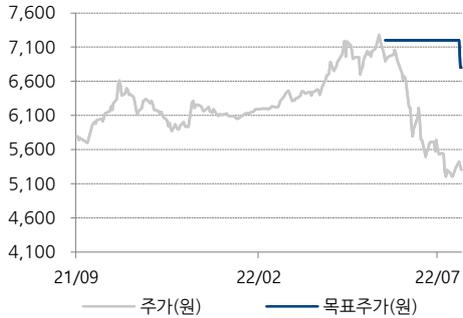
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	82	65	55	54
당기순이익	15	35	38	37
유형자산감가상각비	4	12	16	16
투자활동 현금흐름	-1,875	-507	0	0
투자부동산의 취득	-1,864	507	0	0
투자부동산의 처분	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	1,806	437	-54	-55
단기차입금의 증감	0	0	0	0
장기차입금의 증감	1,044	304	0	0
보통주 발행	770	177	0	0
배당금지급	-8	-45	-54	-55
현금및현금성자산의증감	12	-5	2	0
기초현금및현금성자산	0	12	7	9
기말현금및현금성자산	12	7	9	8

주요투자지표

	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	97	179	194	190
BPS	5,010	4,792	4,710	4,628
DPS	123	270	276	272
Valuation(배)				
PER	63.4	29.7	27.3	27.8
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1
P/FFO	49.9	22.0	19.2	19.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.9	3.7	4.1	4.1
배당수익률	2.0	5.1	5.2	5.1
부채비율(부채/자산)	58.8	60.3	60.7	61.2
순차입금비율	57.0	59.1	59.4	59.7
이자보상비율(x)	2.1	2.1	2.0	1.9

자료 : SK 리츠, 하이투자증권

SK 리츠
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-05-31	Hold	7,200	1년	-17.5%	-1.9%
2022-08-03	Buy	6,800	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 배세호)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.9%	2.1%	-