

SK리츠 (395400.KS)

저가 매수 기회

1)수처리센터 편입 효과, 2)주유소 매각 관련 특별 배당, 3)유상증자 후 이자비용 절감 효과가 기대되는 구간. 4분기 이후 DPS 증가가 예상되는 구간으로 유상증자 기간에 저가 매수 추천

Jr. Analyst 이은상
02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com

유상증자 기간 저가 매수 추천

투자 의견 Buy, 목표주가 6,000원 유지. 하반기에 일시적으로 수처리센터 관련 부채 증가로 금융비용 증가하겠으나 1)수처리센터 편입 효과(1Q24 이후), 2)주유소 매각 관련 특별 배당(4Q23), 3)유상증자 후 이자비용 절감 효과(4Q23)가 있을 것. 유상증자 기간 가격 하락 위험, 내년 하반기 1조원의 차환 예정 금액은 리스크 요인이지만, 향후 1년간 DPS 증가가 예상됨에 따라 유상증자 기간에 저가 매수할 것을 추천. 현 주가 기준 12M Fwd 배당 수익률은 7%

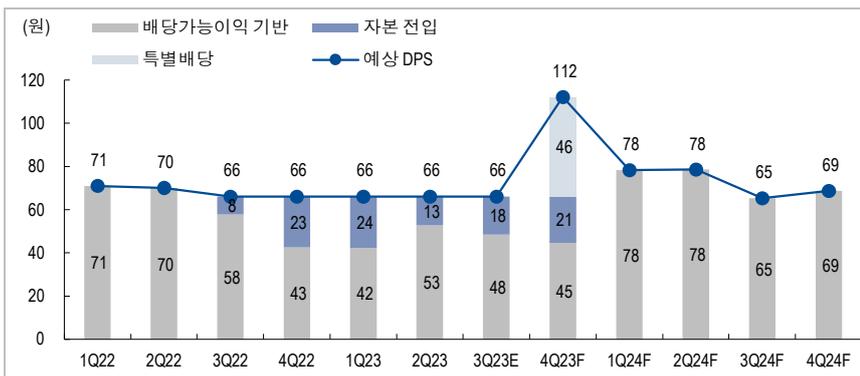
4분기 이후 예상되는 DPS 증가 효과

7월 26일, 신설 자리츠를 통해 SK하이닉스 수처리센터 편입을 결정. 임대료율은 6.4% 수준으로 자산 경쟁력은 충분. 분기 임대료(176억원)와 이자비용(94억원) 고려 시 내년 상반기 이후 DPS 18원 증가 효과 있음

7월 17일, 주유소 2개소 매각을 발표. 예상 매각 차익은 157억원. 매각 보수, 성과 보수 등을 고려 시 4분기에 주당 46원의 특별배당 가능

또한 7월 27일, 종로타워 편입 관련 전단채와 회사채 상환 목적의 유상증자를 발표(3,300억원 규모). 주가 하락으로 인한 모집 미달금액을 감안해도 4분기 이후 DPS 증가 효과는 6~7원

2023~2024년 예상 DPS



자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	6,000원 (유지)		
현재가 (23/07/31)	4,560원		
업종	리츠		
KOSPI / KOSDAQ	2,632.58/935.97		
시가총액(보통주)	896.3십억원		
발행주식수(보통주)	196.6백만주		
52주 최고가('22/08/23)	5,870원		
최저가('22/10/21)	4,390원		
평균거래대금(60일)	703.65백만원		
배당수익률(2023E)	7.6%		
외국인지분율	6.31%		
주요주주			
SK(주)	42.99%		
새마을금고중앙회	8.50%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.7	-15.0	-11.8
상대수익률 (%p)	-10.9	-23.6	-19.2

	22/12	23/6E	23/12F	24/6F
영업수익	53.2	62.0	77.3	100.0
증감률	42.8	16.6	24.7	29.3
영업이익	39.7	46.7	62.8	70.7
증감률	30.2	17.5	34.6	12.5
영업이익률	74.7	75.3	81.3	70.7
(지배지분)순이익	11.0	9.4	24.7	19.7
증감률	-38.7	-14.8	163.4	-20.1
P/FFO	54.9	53.7	26.4	21.2
P/NAV	1.1	1.1	0.7	0.7
기어링	69.0	69.3	60.6	49.8
순차입금	1,870	1,845	1,567	1,587

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

SK리츠는 2021년 9월 14일 국내 증시에 15번째로 상장한 리츠. 오피스 3개동(SK서린빌딩, SK U타워, 종로타워)과 주유소 116개에 투자하는 AUM 3조원 규모의 복합형 리츠. AMC는 SK리츠운용, SK(주), SK에너지가 장기 책임 임차하고 있어 공실 리스크가 낮고 Triple Net 임대차 구조로 이익 변동이 제한적. 국내 리츠 최초로 분기 배당을 실시. 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 통한 안정적 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
SK리츠	41.8	24.0	1.0	0.9	2.7	3.9
롯데리츠	35.5	29.9	0.8	0.8	2.2	2.7
Mapletree Pan Asia Commercial	18.0	17.8	0.9	0.9	5.2	5.3
Boston Properties	29.8	31.7	2.0	2.1	6.6	6.6
Nippon Building	28.4	27.8	1.5	1.5	5.2	5.4

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	53.7	26.4	21.2
P/NAV	1.2	1.1	1.1	0.7	0.7
ROE	2.3	1.1	1.0	2.1	1.5
ROIC	0.8	0.4	0.3	0.7	0.5

자료: NH투자증권 리서치본부

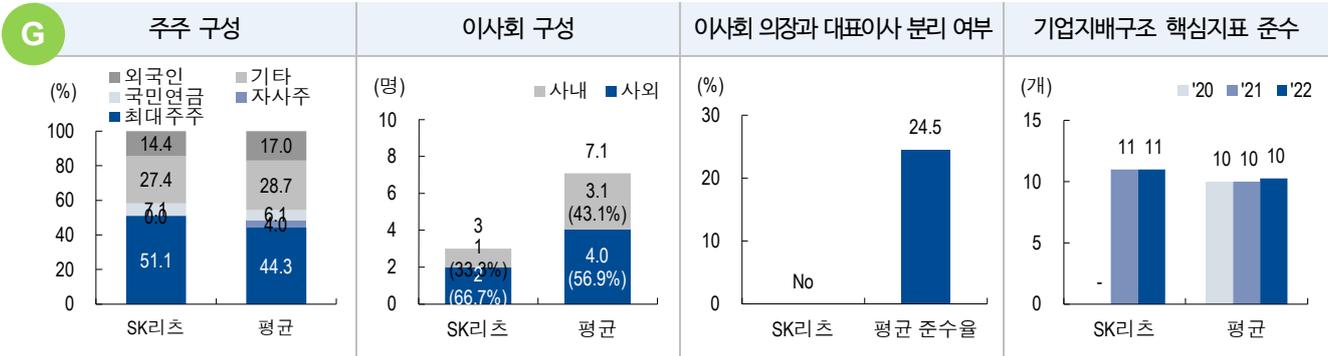
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

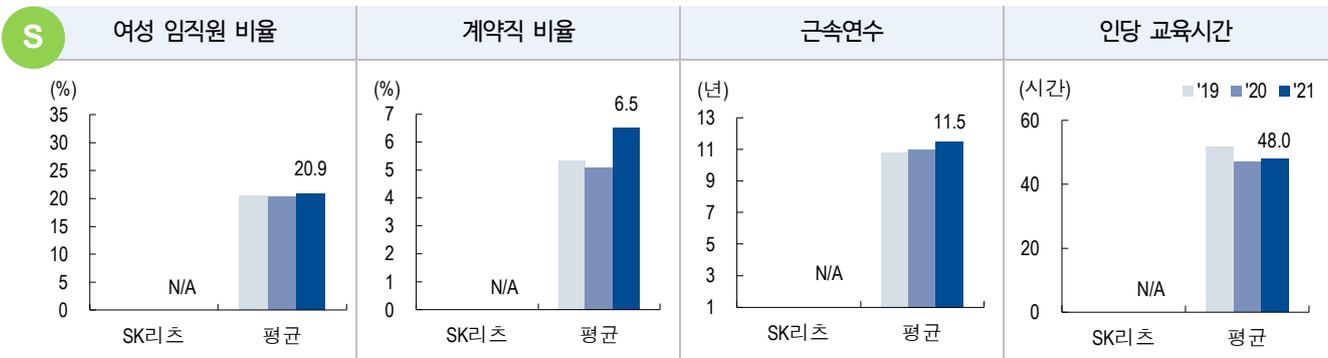
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	-	-	-	-	-	35.7	90.4
영업이익	-	-	-	-	-	-	-	28.7	70.2
영업이익률(%)	-	-	-	-	-	-	-	80.4	77.7
세전이익	-	-	-	-	-	-	-	15.1	28.9
순이익	-	-	-	-	-	-	-	15.1	28.9
EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	32.8	83.1
CAPEX	-	-	-	-	-	-	-	1,545	311.4
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	1,627	359.4
EPS(원)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

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

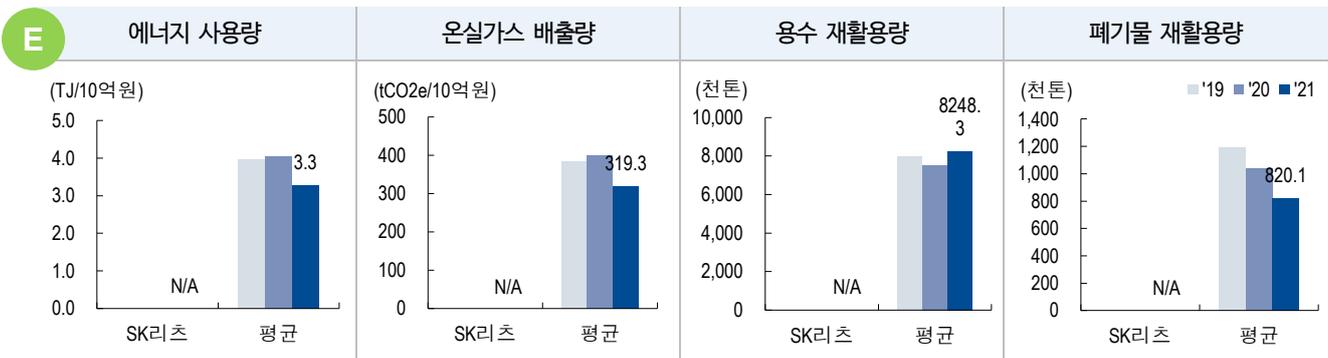
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: SK리츠, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	-	- N/A
S	-	- N/A
G	2021.9	- 코스피 상장
	2022.12	- FTSE EPRA Nareit Global Developed Index 편입

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

1. DPS 증가 구간에 진입, 매수 의견 유지

목표주가 6,000원 유지

SK리츠에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 6,000원을 유지한다. 하반기에 일시적으로 수처리센터 관련 부채 증가로 금융비용 증가하겠으나 1)수처리센터 편입 효과(1Q24 이후), 2)주유소 매각 관련 특별 배당(4Q24), 3)유상증자 후 이자비용 절감 효과(4Q24)가 예상된다.

DDM 할인 모형에 따른 주당배당금 현가와 영구 가치 현가의 합계는 8,253원 수준이나 3분기에 진행되는 유상증자 기간 동안 주가 불확실성이 높은 점을 반영해 할인율은 25%를 적용했다. DDM 할인모형에 적용되는 무위험이자율, 베타, 영구성장률 가정을 직전 보고서와 동일하게 유지했다.

유상증자 기간에 가격 하락 위험, 내년 하반기 1조원의 차환 예정 금액은 리스크 요인이지만, **향후 1년간 DPS 증가가 예상됨에 따라 유상증자 기간에 저가 매수할 것을 추천**한다. 현 주가 기준 주가 상승률은 32%, 향후 12개월 동안 예상되는 주당 배당금을 고려한 총 수익률은 39% 수준이다. 목표주가 기준 12개월 Fwd Cap Rate과 매입 Cap Rate은 각각 4.4%, 4.2% 수준이다.

표1. SK리츠 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023/12F	2024/6F	2024/12F	2025/6F	2025/12F	2026/6F	2026/12F	2027/6F	2027/12F
1) 영업수익	77,324	99,991	101,317	102,480	103,843	105,023	106,423	106,423	106,423
2) 영업비용	14,488	29,315	29,315	29,315	29,315	29,315	29,315	29,315	29,315
3) 영업이익= 1)-2)	62,836	70,676	72,002	73,165	74,528	75,708	77,108	77,108	77,108
4) EBITDA	72,151	93,290	94,617	95,780	97,142	98,323	99,723	99,723	99,723
5) 영업외손익	-38,146	-50,958	-59,252	-57,027	-48,652	-43,526	-42,533	-42,533	-42,533
(금융비용)	-39,294	-52,116	-60,406	-58,181	-49,806	-44,680	-43,687	-43,687	-43,687
그 외	1,148	1,157	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154
6) 배당가능이익= 4)+5)	34,004	42,332	35,365	38,753	48,491	54,797	57,189	57,189	57,189
7) 자본 전입	9,223	-	-	-	-	-	-	-	-
8) 배당금 총액=6)+7)	52,451	42,332	35,365	38,753	48,491	54,797	57,189	57,189	57,189
9) 주식수	270	270	270	270	270	297	297	297	297
10) 주당배당금	178	157	131	143	180	186	192	192	192
11) 주당배당금 현가 합계	1,299								
12) 영구 가치 현가	6,954								
적용 할인율	25%								
목표주가	6,000								
상승여력	32%								
예상 총 수익률	39%								
현재주가	4,560								

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 만기에 주식으로 전환된다고 가정

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

**2023년 하반기
예상 DPS**

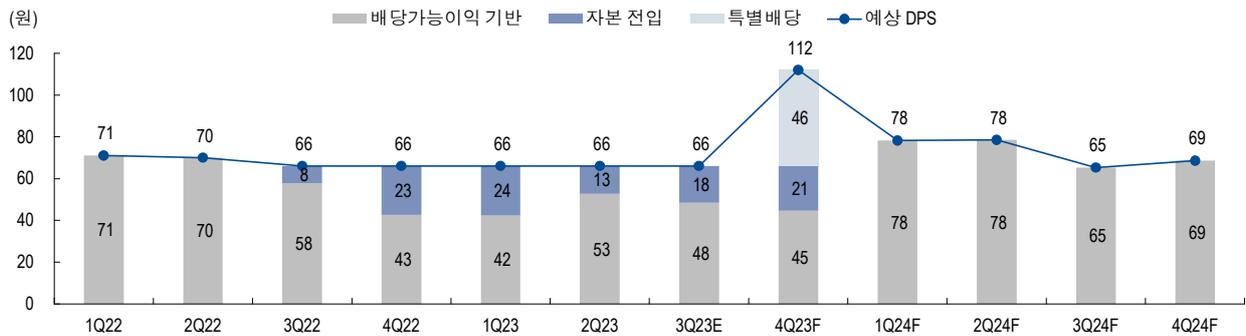
4분기에 1)수처리센터 편입 관련 전단채 증가, 2)주유소 매각 관련 특별배당 지급, 3)10월 유상증자의 마무리로 부채 상환효과가 동시에 발생할 것으로 전망된다. 배당가능이익 기반 DPS는 45원, 주유소 매각 관련해 주당 46원 수준의 특별배당이 예상된다.

다만 특별배당과 별도로 분기별 DPS 66원 유지를 위해 집행하기로 한 자본전입은 예정대로 지급 예정이다. 58억원(유상증자 후 늘어난 주식 수 고려, 주당 21원 수준)이 4분기에 추가로 집행되며 **하반기에 총 178원의 DPS 지급이 예상된다**.

**2024년 이후
예상 DPS**

2024년 상반기에는 수처리센터 임대 수익이 온기로 반영되며 **주당 78원** 수준의 배당 지급이 가능할 것으로 전망된다. 다만, 2024년 하반기 이후 서린빌딩, 113개 주유소 관련 선순위 차입금 1조386억원의 만기 도래로 DPS가 감소할 가능성이 있다. 기존 조달 금리는 2.08%이며 2024년 하반기 재조달 금리는 3.70%로 가정했다. 이는 3Q24 국고채 3년물 금리 전망 2.7%에 100bp 가산한 수준이다.

그림1. 2023~2024년 예상 DPS



자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. SK리츠 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		22/12	23/6E	23/12F	24/6F
영업수익	- 수정 후	53.2	62.0	77.3	100.0
	- 수정 전		62.0	64.5	65.0
	- 변동률		-0.0	19.9	53.8
영업이익	- 수정 후	39.7	46.7	62.8	70.7
	- 수정 전		46.7	50.0	50.5
	- 변동률		-0.0	25.7	40.0
영업이익률(수정 후)		74.7	75.3	81.3	70.7
EBITDA		48.5	56.0	72.2	93.3
(지배지분)순이익		11.0	9.4	24.7	19.7
P/FFO		54.9	53.7	26.4	21.2
P/NAV		1.1	1.1	0.7	0.7
기어링		69.0	69.3	60.6	49.8
ROE		1.1	1.0	1.9	1.5

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

2. SK하이닉스 수처리센터 편입 통해 포트폴리오 경쟁력 강화

경쟁력 있는 매입 Cap Rate

동사는 7월 26일 신설 자리츠 이사회를 통해 국내 리츠 최초로 산업 시설 투자를 결정했다. SK리츠는 자리츠3호(클린인더스트리얼리츠) 신설을 통해 SK하이닉스 이천 캠퍼스 수처리센터를 편입하게 되었다. 매입 대상은 수처리센터 4개동과 온도 저감동, 총 5개동으로 자산 규모는 1.12조원이다. 금번 편입하는 이천 캠퍼스 수처리센터의 물 처리 용량은 약 25만톤/일로 SK하이닉스 국내 취수량과 방류량 중 이천이 차지하는 비중은 2022년 기준 각각 40%, 46%에 이른다.

임대료율은 6.4% 수준이다. 수급이 타이트한 국내 오피스는 매매 가격 상승, 과공급 상태에 이른 물류센터는 매매 가격의 하락으로 최근 Cap Rate가 각각 3.4%, 4.7%에 형성되어 있다. 타 자산의 Cap Rate를 감안 시 충분히 경쟁력 있는 Cap Rate로 판단된다. 금번 자산 편입을 통해 동사 포트폴리오 Cap Rate는 기존 3.92%에서 4.61%까지 상승할 것으로 전망된다.

표3. 신규 매입 자산

매입 대상	SK하이닉스 이천 캠퍼스 수처리센터 (수처리센터 4개동+온도 저감동)
책임임차인	SK하이닉스(국내 신용등급 AA0)
임대기간	10년+10년
매입금액	1.12조원
임대료율	6.4%
임대료 인상률	직전년도 경기지역 CPI 인상률 적용 (min 2.0% ~ max 5.0%)
임대차보증금	24개월분 임대료
비용부담	관리비, 제세공과, 보험료 및 Capex 임차인 부담
경쟁방지조항	최초 10년내 이천시 내 수처리센터 신축 금지
기타	임차인 우선매수협상권 보유 (제3자 매각도 가능)

주: 보증금을 제외하고 계산한 Cap Rate는 7.3%

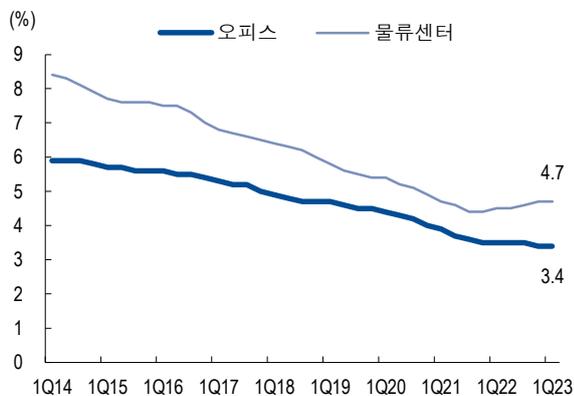
자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 정리

그림2. SK하이닉스 수자원 관리 현황



자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부 정리

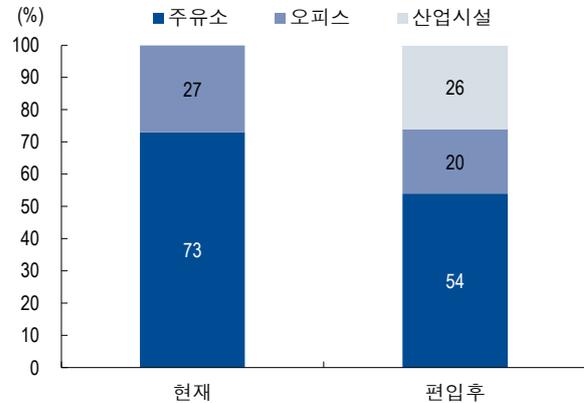
그림3. 국내 오피스, 물류센터 Cap Rate 추이



주: 250만달러 이상의 규모의 거래만 집계

자료: RCA, NH투자증권 리서치본부 정리

그림4. 포트폴리오 자산 비중(최근 평가액 기준)



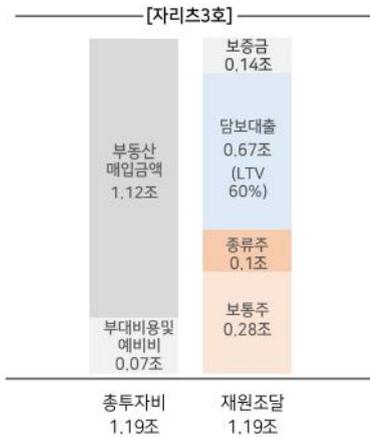
자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 정리

**수처리센터 편입 목적
담보대출 실행 및
전단채 발행**

이천캠퍼스 수처리센터는 자리츠(클린인더스트리얼리츠)를 신설해 편입할 예정이다. 부동산 매입 금액 1.12조원, 부대비용 및 예비비 700억원으로 총 투자비는 1.19조원이다. 이 중 1,400억원은 보증금, 6,700억원은 담보대출, 1,000억원은 상환우선주(무의결권 주식), 나머지 2,800억원은 전단채(모리츠 출자)로 조달할 예정이다. 향후 모리츠가 발행한 전단채 2,800억원은 시차를 두고 내년 상반기 중에 전환사채, 상환우선주를 통해 상환할 예정이다.

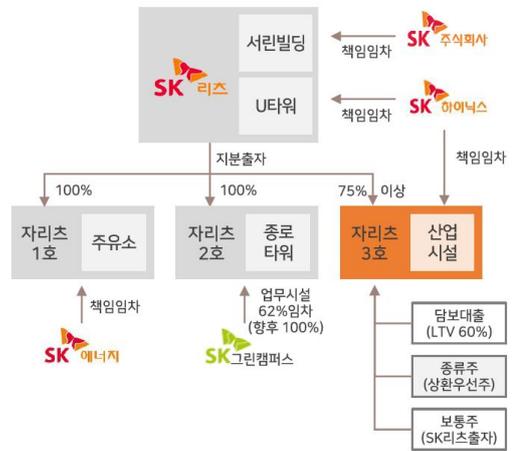
매입은 3분기 내로 자금을 모집해 9월 말에 마무리할 계획이다. 담보대출와 전단채 금리는 각각 4.1%, 4.3%로 가정했다. 이는 3분기 국고채 3년물 예상 금리 3.4%에 각각 70bp, 90bp 가산한 수준이다. **관련 분기 이자비용은 94억원** 수준이다.

그림5. 수처리센터 매입 관련 자금 조달 계획



자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

그림6. 수처리센터 투자 구조



자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 정리

**분기 임대료와
영업비용은 각각
175억원, 76억원
수준**

수처리센터 월 임대료는 58억원 수준으로 **분기 임대료는 176억원** 수준이다. 금번 편입하는 자산은 SK하이닉스가 책임 임차하는 계약구조를 갖고 있어 관리비, 제세공과, 보험료 및 Capex 일체를 임차인이 부담하게 된다. 이와 같은 계약 구조하 영업비용에서 감가상각비와 자산관리수수료, 자산보관수수료, 사무수탁수수료, 부동산관리용역위탁수수료와 같은 수수료 합계가 영업비용에서 차지하는 비중은 절대적이다. 클린에너지리츠의 경우, 1Q23 기준 감가상각비와 수수료 합계가 영업비용에서 차지하는 비중은 93%이다. 클린인더스트리얼리츠에서 발생하는 수수료는 클린에너지리츠에서 발생하는 수수료에 각 보유자산 AUM에 비례해 가정했고 93% 비중을 동일하게 적용해 **분기 영업비용은 76억원**으로 추정했다.

**18원 DPS
증가 효과 수반**

이에 따라 영업수익 176억원에서 영업비용 76억원과 금융비용 94억원을 차감하면 분기 순이익은 6억원 수준으로 배당가능이익(당기순이익+감가상각비)은 71억원 수준이다. 이 중 90%를 배당한다고 했을 때 **모리츠의 지분(74% 추정)에 해당하는 금액은 47억원**이다. 유상증자 후 늘어나는 주식 수를 감안하면 내년 상반기 이후 **DPS 18원 증가 효과**가 있을 것으로 추정된다.

표4. 클린인더스트리얼리츠 영업비용 추정 내역

(단위: 십억원, 백만원)

	클린에너지리츠	토털밸류제1호리츠	클린인더스트리얼리츠
보유자산	주유소	종로타워	수처리센터
주요 임차인 및 비중	SK에너지, 100%	SK그린캠퍼스, 62%	SK하이닉스, 100%
AUM	808	658	1,100
1) 건물 취득원가	40	74	1,045
2) 내용연수	28	28	40
3) 감가상각비 = [1)/2)]/4	358	654	6,531
4) 자산관리수수료	416	306	566
5) 자산보관수수료	3	6	4
6) 사무수탁수수료	15	14	20
7) 부동산관리용역위탁수수료	45	512	61
비중 = 8)/[(3)+4)+5)+6)+7)]	93%	62%	93% (가정)
8) 영업비용	896	2,414	7,693

주1: AUM은 토지, 건물 취득원가 합계; 주2: 감가상각비, 수수료는 분기 비용으로 1Q23 기준으로 작성

주3: 책임 임대차 계약 구조 하 관리비, 제세공과, 보험료 및 Capex는 임차인이 부담. 이에 따라 감가상각비와 각종 수수료가 영업비용의 대부분을 차지

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

표5. 수처리센터 편입 통한 DPS 증가 효과

(단위: 억원, 만주, 원)

1) 부동산 매입 금액	11,200
2) 매입 Cap Rate	6.30%
3) 영업수익 = 1)*2)/4	176
4) 영업비용	76
5) 금융비용	94
6) 당기순이익 = 3)-4)-5)	6
7) 감가상각비	65
8) 배당가능이익	71
9) 배당가능이익*90%*74%(모리츠 지분율)	47
10) 주식수	27,013
11) DPS = 9)/10)	18

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

3. 주유소 매각 통해 특별배당 지급

예상 매각차익은
연간 필요했던
자본 전입 규모를
상회하는 수준

지난 7월 17일, 동사는 클린에너지리츠를 통해 소유하고 있던 지방소재 주유소 2곳 매각을 발표했다. 매각 대상 자산은 각각 부산 해운대, 경남 창원에 소재하고 있는 SK에너지 주유소이다. 2021년 7월 매입 당시 편입 가격은 각각 190억원, 30억원이었으며 우선협상대상자(해당 지역 석유판매사업자를 우선협상대상자로 선정)가 제시한 가격은 각각 345억원, 32억원이다.

주유소 2개소 매각을 통해 동사가 수취할 수 있는 매각 차익은 157억원 수준이다. 직전 보고서(6/22)에서 올해 분기별 DPS 66원 유지를 위해 필요한 자본 전입 규모는 104억원이라 언급한 바 있는데, 금번 자산 매각 차익 157억원은 이를 충분히 상회하는 수준이다.

주당 46원 수준의
특별배당 가능

본 건은 7월 17일 우선협상대상자와 MOU를 체결했고 8월 중 매매계약 체결, 9월 말에 잔금 납입이 예정되어있다. 매각 차익은 4분기에 배당으로 지급될 예정이며 현재 추진 중인 유상증자 후 늘어난 주식 수를 감안하면 **주당 46원 수준의 특별배당** 지급이 가능할 것으로 추정된다.

표6. 주유소 매각 추진에 따른 예상 특별배당

주유소명	돌고래	자은
소재	부산 해운대구	경남 창원시
1) 취득원가	190억원	30억원
2) 관련 부채		139억원
3) 매입 LTV		63%
4) 투자 원본 = 1)-2)		81억원
5) 예상 매각가	345억원	32억원
6) 예상 매각 차익 = 5)-1)	155억원	2억원
7) 주식 수		27,013만주
8) 특별 배당 = 6)/7)*80%		46원

주1: 4분기 유상증자로 늘어난 주식 수를 고려

주2: 매각 보수, 성과 보수, 실사비 등을 포함한 비용을 고려해 매각 차익의 80%를 특별배당한다고 가정

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

4. 유상증자에 따른 이자비용 절감 효과

2022년 유상증자 사례로 예상해보는 금번 유상증자 효과

지난 7월 27일 동사는 3,300억원 규모의 유상증자를 발표했다. 금번 유증을 통해 모집하는 주식 수는 7,358만주로 기존 주식 수 19,655만주의 37%에 해당한다. 예정 발행가액은 [기준주가 × (1-할인율)] / [1+(증자비율 × 할인율)]과 같은 계산식을 통해 산정된다. 할인율 5%, 증자비율 37%를 대입하면 예정 발행가액은 기준 주가 대비 7% 할인된 수준에서 결정된다.

2022년 6~8월에 진행했던 동사 유상증자 사례를 떠올려보면 당시 모집 주식 수는 4,153만주로 증자비율은 27%였다. 유상증자 공시가 있었던 6월 16일부터 최종 발행가액이 결정된 8월 2일까지 1달 반의 기간 동안 동사 주가는 20% 하락한 바 있다. 최종 발행가액 역시 예정 발행가액 6,260원 대비 19% 감소한 5,060원으로 결정되었다. 최종 발행가액이 결정된 이후 구주주 청약, 신주 상장일까지 주가는 건조한 흐름을 보였다.

그림7. SK리츠 주가 추이



자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부

표7. 2022년 SK리츠 유상증자 타임라인

(단위: 원)

	일정	예정발행가	전일 종가	당일 종가	전일 대비 수익률	최초 공시일 대비 수익률	전일 종가 대비 발행가액 할인율
'6.16	최초 공시	6,260	6,630	6,670	1%		-6%
'6.30	1차 발행가액 결정	5,720	6,060	5,750	-5%	-14%	-6%
'7.4	신주배정기준일	5,720	5,730	5,490	-4%	-18%	0%
'8.2	확정 발행가액 결정	5,060	5,420	5,350	-1%	-20%	-7%
'8.4	구주주 청약 시작	5,060	5,300	5,460	3%	-18%	-5%
'8.5	구주주 청약 종료	5,060	5,460	5,500	1%	-18%	-7%
'8.12	납입일	5,060	5,480	5,480	0%	-18%	-8%
'8.26	신주 상장	5,060	5,750	5,770	0%	-13%	-12%

자료: SK리츠, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 정리

**작년 하반기보다
나아진 조달 환경과
편입 예정 자산의
Cap Rate 경쟁력**

금번 유상증자 기간 주가 하락 위험도 배제할 수 없으며 이로 인해 모집 금액 규모가 감소할 수 있다. 금번 유상증자 규모가 전년도에 진행한 유상증자 대비 크긴 하지만, 작년 하반기보다 올해 하반기에 차입금 및 사채 조달 환경이 우호적이고 편입 예정 자산의 Cap Rate 경쟁력도 있음을 감안하면 **유상증자 기간 동안 주가 하락률은 작년보다 개선될 것으로 전망한다.**

**6~7원의 DPS
증가 효과**

이에 따라 최초 예정 발행가액 대비 5%, 10%, 15% 할인된 가격에 최종 발행가액이 결정된다는 시나리오로 분석을 진행했다.

금번 유상증자의 목적은 작년 12월에 종료타워 편입 당시 조달했던 전자단기사채(이하 전단채) 2,240억원, 공모 회사채 960억원의 상황이다. 전단채 2,240억원은 현재 4.43%(1,000억원 4.39%, 1,240억원 4.46%에 조달 중)에 조달하고 있으며 공모 회사채 960억원은 5.06%에 조달하고 있다. 전체 금액은 3,200억원, 가중평균 조달금리는 4.62%이다. 3분기 기준 전단채와 회사채에서 발생하는 이자비용은 37억원이다. 이는 주당 19원 수준이다(기준 주식 수 19,655만주).

7월 27일 공시 기준 예정 발행가액 4,485원 대비 5%, 10%, 15% 할인된 가격에서 최종 발행가액이 결정되는 경우 예상 모집 금액 규모는 각각 3,135억원, 2,970억원, 2,805억원이다. 이에 따른 모집 미달금액은 적게는 165억원, 많게는 495억원에 이를 것으로 추정된다. 결론적으로 유상증자 이후 절감되는 분기 이자비용은 Bull/Base/Bear Case의 경우 각각 35억원, 33억원, 31억원에 이를 것으로 추정된다. 이는 주당 13.0원, 12.3원, 11.6원 수준이다(유상증자 후 주식 수 27,013만주). 결론적으로 **유상증자 후 부채 상환을 통해 DPS 6~7원 증가 효과가 있을 것으로 추정된다.**

표8. SK리츠의 2022년, 2023년 유상증자 비교

(단위: 만주, 억원)

최초 공시일	2022-06-16	2023-07-27
기준 주식수	15,502	19,655
모집 주식수	4,153	7,358
최초 모집 금액	3,000	3,300
증자비율	27%	37%
예정발행가액	6,260	4,485
전일 증가	6,630	4,790
예정 이벤트	종로타워 편입	수처리센터 편입

자료: SK리츠, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 정리

표9. 종로타워 편입 목적 전단채, 공모 회사채 발행 내역

	금액	발행금리	분기 이자비용
전자단기사채	1,000억원	4.39%	11억원
전자단기사채	1,240억원	4.46%	14억원
공모회사채	960억원	5.06%	12억원
전체	3,200억원	4.62%	37억원

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 정리

표10. 최종 발행가액 별 시나리오

예정발행가액 대비 최종발행가액 할인율	최종 발행가액	모집금액	모집 미달금액
5% (Bull Case)	4,261원	3,135억원	165억원
10% (Base Case)	4,037원	2,970억원	330억원
15% (Bear Case)	3,812원	2,805억원	495억원

주: 7월 27일 공시에 따르면 예정 발행가액은 4,485원

자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 정리

Appendix

리츠	- 다수의 투자자에게 자금을 모집한 뒤 부동산에 투자/운용해 발생하는 임대수익, 매각 차익, 개발 수익 등을 투자자에게 배당하는 부동산 간접투자 상품 - 상장 리츠는 주식시장에서 거래되기 때문에 부동산에 직접 투자하는 것보다 현금화가 쉬운 것이 장점
AUM	- Asset Under Management, 운용 자산
AMC	- Asset Management Company, 자산 관리 및 업무위탁사
리파이낸싱	- Refinancing, 조달한 자금을 상환하기 위해 다시 자금을 조달하는 일 - 재조달금리가 기존 조달금리보다 낮아지면 리파이낸싱을 통해 대출이자 부담을 줄일 수 있음
전자단기사채	- Short-Term Bond, 만기 1년 미만의 단기 자금을 종이(아닌 '전자' 방식으로 발행 및 유통되는 금융상품으로 줄여서 '전단채'라고도 함. 단기 자금 조달 위해 발행했던 기업어음(CP)을 대체해 기존 기업어음 거래의 부작용을 해소하고 단기 금융시장을 활성화시키기 위해 2013년 1월 도입
WALE	- Weighted Average Least to Expiry, 가중평균 잔여임대기간
연면적	- GFA(Gross Floor Area), 바닥면적의 합 - 용적률을 산정할 때는 지하층 면적, 지상층의 주차장, 피난안전구역면적, 대피공간의 면적은 제외
순흡수면적	- 일정 기간 동안 시장에 새로 들어온 면적에서 퇴거한 면적을 뺀 것 - 순흡수면적이 양(+)이면, 시장에 들어온 면적이 나간 면적보다 큼
실질임대료	- 지불 임대료에 임대보증금 등 기회 비용 및 일시금 미상각에 대한 운용이익을 합한 금액으로 건물이나 토지에 임차인이 임대인에게 실제로 지불해야 하는 금액
Cap Rate	- Capitalization Rate, 자본환원율. NOI(순영업이익)/Value(부동산 매입가)*100(%) - 특정 연도의 순영업이익을 매수한 부동산 가격으로 나누어 산정하기 때문에 화폐의 시간가치를 고려하지 않음. 이를 보완하기 위해 도입된 개념이 NPV, IRR
NOI	- Net Operating Income, 순영업이익 (영업수익-영업비용) - 공실 면적을 제외한 임대 면적으로부터 나오는 유효 총수입에서 관리비용 등을 공제한 후의 순영업이익
FFO	- Funds From Operation, 당기순이익+감가상각비-일회성요인(부동산 매각)
NAV	- Net Asset Value, 자산가치-부채가치+감정평가액 증감분
기어링	- Gearing, 총자산 대비 총부채의 비율 - 리츠는 자기자본의 2배 이내로 자금 차입이 가능. 단, 주총 특별 결의 시 10배 이내까지 자금 차입 가능
CBD, GBD, YBD	- Central/ Gangnam/Yeouido Business District. 서울 도심/강남/여의도 업무 지구

자료: NH투자증권 리서치본부 정리

Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
영업수익	53.2	62.0	77.3	100.0
증감률(%)	42.8	16.6	24.7	29.3
영업비용	13.4	15.3	14.5	29.3
영업이익	39.7	46.7	62.8	70.7
증감률(%)	30.2	17.5	34.6	12.5
OP마진(%)	74.7	75.3	81.3	70.7
EBITDA	48.5	56.0	72.2	93.3
영업외손익	-28.7	-37.3	-38.1	-51.0
금융수익(비용)	-28.7	-37.4	-38.2	-51.0
기타영업외손익	-0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	11.0	9.4	24.7	19.7
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.0	9.4	24.7	19.7
증감률(%)	-38.7	-14.8	163.4	-20.1
Net마진(%)	20.7	15.1	31.9	19.7

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
P/FFO(배)	54.9	53.7	26.4	21.2
P/NAV(배)	1.1	1.1	0.7	0.7
자기자본이익률(ROE,%)	1.1	1.0	1.9	1.5
총자산이익률(ROA,%)	0.4	0.3	0.7	0.4
투자자본이익률(ROIC,%)	0.4	0.3	0.8	0.5
배당수익률(%)	2.4	2.6	3.5	3.4
배당성장률(%)	0.2	0.3	0.2	0.2
총현금배당금(십억원)	25.9	25.9	43.2	42.3
보통주주당배당금(원)	132.0	132.0	160.0	156.7
순부채(현금)/자기자본(%)	193.1	193.7	118.8	123.2
기여링(%)	69.0	69.3	60.6	49.8
이자발생부채	1,945	1,921	1,901	2,258
유동비율(%)	11.1	10.7	24.1	53.4
총발행주식수(백만)	197	197	270	270
액면가(원)	500	500	500	500
추가(원)	5,510	5,110	4,560	4,560
시가총액(십억원)	1,083	1,004	896	896

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
현금및현금성자산	37.2	31.3	278.1	599.6
단기금융상품	38.1	44.4	55.4	71.6
유동자산	80.7	74.8	328.9	662.9
투자부동산	3,039	3,030	3,021	4,096
기타비유동자산	7.5	7.5	8.8	10.9
비유동자산	3,047	3,037	3,029	4,107
자산총계	3,127	3,112	3,358	4,770
단기차입금 및 사채	714.2	684.8	1,352	1,223
기타유동부채	12.9	12.9	15.0	18.7
유동부채	727.1	697.7	1,367	1,242
장기차입금 및 사채	1,231	1,236	549	1,035
기타비유동부채	9.9	11.5	14.4	18.6
비유동부채	1,432	1,460	667	1,132
부채총계	2,159	2,158	2,034	2,374
자본금	98.3	98.3	135.1	135.1
자본잉여금	870.1	865	1,187	1,187
이익잉여금	0.3	-10.1	-2.1	-33.8
자본총계	969	953	1,320	1,288

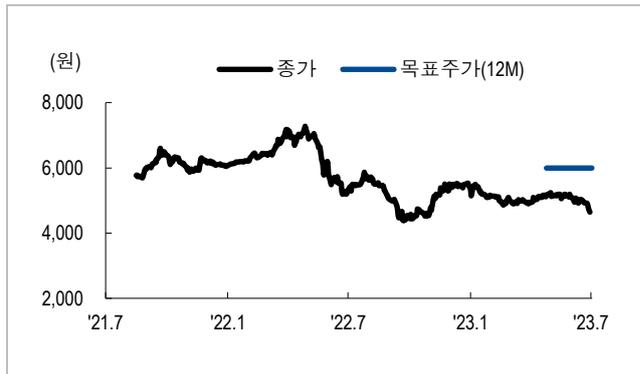
Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/6E	2023/12F	2024/6F
영업활동현금흐름	48.7	22.3	40.2	52.3
당기순이익	11.0	9.4	24.7	19.7
+유/무형자산상각비	8.7	9.3	9.3	22.6
+이자비용(수익)	28.7	37.4	38.2	51.0
+유형자산관련손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
GrossCashFlow	47.4	54.8	70.9	92.1
-운전자본의증가(감소)	24.3	-0.1	2.9	5.0
투자활동현금흐름	-687.3	0.0	-7.6	-13.1
+투자자산의매각(취득)	-23.0	0.0	-6.3	-11.0
FreeCashFlow	122.9	22.3	40.2	1,116.3
NetCashFlow	-638.6	22.3	32.6	39.1
재무활동현금흐름	648.8	-28.2	214.2	282.3
자기자본증가	196.1	-15.8	366.6	-31.7
부채증감	452.7	-12.4	-152.4	313.9
현금의증가	10.2	-5.9	246.8	321.4
기말현금및현금성자산	37.2	31.3	278.1	599.6
기말순부채(순현금)	1,870	1,845	1,567	1,587

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.04.12	Buy	6,000원(12개월)	-	-

SK리츠(395400.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 7월 28일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'SK리츠'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.