

2024. 1. 25

대체투자팀

이경자

팀장

kyungja.lee@samsung.com

홍진현

Research Associate

jinhyun.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	5,100원	35.5%
현재주가	3,765원	
시가총액	1.0조원	
Shares (float)	265,106,592주 (67.6%)	
52주 최저/최고	3,750원/5,472원	
60일 평균거래대금	13.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK리츠 (%)	-4.0	-22.6	-30.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	1.1	-17.6	-32.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	5,100	5,630	-9.4%
2023E EPS	119	119	0.0%
2024E EPS	87	87	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	5,630
Recommendation	4.0

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

SK리츠 (395400)

장기 배당 안정성 확보, 2024년은 내적 성장에 집중

- 차입 만기 분산과 장기화를 위해 2월 회사채 발행 추진, 7월에는 1조원의 리파이낸싱
- 수처리시설 편입으로 2024년부터 배당 안정성 확보, 2025년부터 점진적 상승 기대
- 낙폭 과대 요인 중 하나는 유상증자 당시의 미매각 물량, 해소 시 빠른 반등 예상

WHAT'S THE STORY?

2024년 차입 구조 안정화에 역점: 2023년 수처리시설 편입을 완료한 뒤 SK리츠의 올해 최대의 미션은 차입 만기 장기화와 차입 구조 안정화이다. SK리츠의 차입금은 담보대출 2.3조 원, 전환사채 1,320억원, 전단채 3,360억원 등 총 2.7조원이다. 전단채는 3개월마다 롤오버하고 있으며 금리는 4.5%로 양호하지만 차입 안정성을 위해 회사채 등으로 만기를 장기화하고 분산시킬 계획이다. 현재 2월 발행을 목표로 회사채 발행 준비에 돌입했다. 이 외에 수처리시설의 우선주 발행 등도 옵션 중 하나지만 어떤 방식이든 모리츠(SK리츠)의 주주가 치나 배당에 영향이 없는 방안이 될 것이다. 회사채 발행으로 7월 예정된 담보대출 리파이낸싱에서 금리 경쟁력을 확보할 계획이다.

수처리시설 편입으로 yield 방어: 편입 시기와 과정에서 논란은 있었지만 수처리시설 편입이 완료되며 2024년 고금리 리파이낸싱 환경에서도 포트폴리오 전체의 yield를 방어하는 소기의 성과가 있었다. 7월 예정된 서린빌딩과 주유소의 리파이낸싱에서 담보대출금리가 4%대 후반에 결정(기준 금리 2.08%)된다면 충분히 현재 수준인 분기당 66원의 DPS 지급이 가능할 것이다. 최근 금리인하 기대가 커지며 우량 회사채나 담보대출 시장은 이를 선반영, 금리가 점차 하락세다. 게다가 대주들은 PF 대출 공백을 실질 담보대출로 만회한다는 전략이라 우량 오피스에 적극적 대출 태도를 보이기 시작했다. 최근 대출이 실행된 강남권 오피스의 담보대출 금리가 5% 초반(쿠폰 4%대 중후반)에 결정되었음이 의미가 있다.

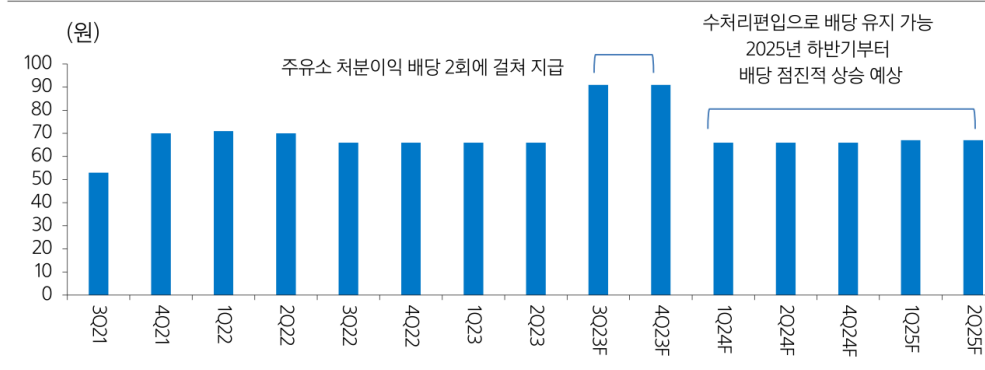
마지막 약재는 미매각 물량: 국내 오피스 임대시장은 펀더멘털이 우수하나, 금리를 후행해 올해 cap rate 상승과 소폭 가격 조정이 예상된다. 따라서 SK리츠 내 오피스 자산의 목표 cap rate를 기존 대비 50bp 상향한 3.8%(4분기 서울 오피스 평균)로 적용했다. 이에 따라 목표주가가 9% 하향한 5,100원으로 제시한다. 그럼에도 수처리시설 편입에 따른 유상증자의 후유증으로 P/NAV는 0.6배까지 하락해 할인율이 과도하다. 유상증자 당시 미매각된 약 200억원의 주식 물량 영향도 크다. 올해는 SK리츠가 내실을 다지는 시기로 시장은 이를 확인하며 점차 주가도 안정될 것이다. 우여곡절은 있었지만 장기 배당 안정성을 확보했고 금리도 우호적으로 전환하고 있어, 수급 이슈만 해소된다면 빠른 주가 회복이 예상된다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익 (십억원)	90	146	210	218
영업이익 (십억원)	70	100	160	167
순이익 (십억원)	29	26	23	24
EPS (adj) (원)	164	119	87	87
EPS (adj) growth (%)	-5.1	-27.1	-27.4	0.8
EBITDA margin (%)	92.0	77.7	82.4	82.3
ROE (%)	3.3	2.1	1.6	1.7
P/E (adj) (배)	33.2	33.3	43.4	43.1
P/B (배)	1.1	0.7	0.7	0.7
P/FFO (배)	23.0	22.3	28.0	27.9
배당수익률 (%)	4.9	7.9	7.0	7.1

자료: SK리츠, 삼성증권 추정

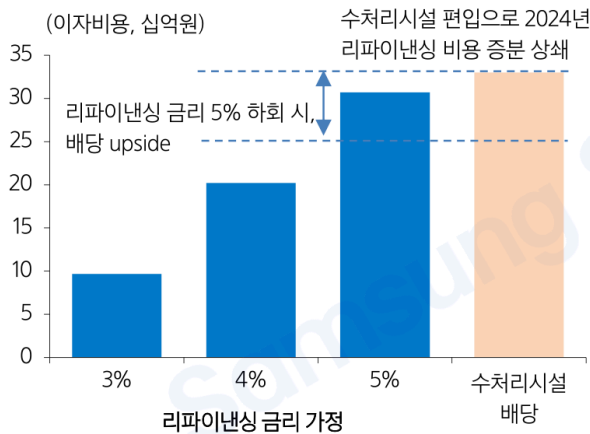
그림 1. SK리츠 분기 배당 전망



자료: SK리츠, 삼성증권

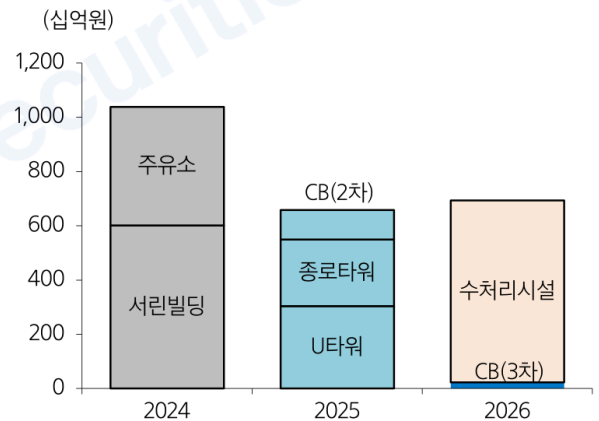
배당 추정에 있어, 2027년 서린빌딩과 주유소의 담보대출 리파이낸싱 금리를 4.8%로 가정했다. 이 경우 분기 배당은 주당 66원 유지가 가능하고 이를 하회할 경우 DPS 상승 여력이 있다.

그림 2. 2024년 담보대출 금리 가정-4.8%



자료: 삼성증권

그림 3. 만기별 차입금 현황



참고: 3,360억원의 전단계 제외
자료: SK리츠, 삼성증권

표 1. SK리츠 밸류에이션

구분	항목	서린빌딩	주유소	U타워	종로타워	수처리시설	합계
연면적(평)		25,358	25,822	26,258	18,332	44,610	51,616
Cap rate	매입가	4.2%	4.3%	4.3%	2.9%	7.3%	4.8%
	감평가	3.8%	3.8%	4.0%	3.1%	7.3%	4.5%
	전망치	3.8%	3.8%	4.0%	3.8%	6.5%	4.5%
자산가치 (십억원)	매입가	1,003	766	507	677	1,120	4,073
	감평가	1,119	869	549	666	1,123	4,326
	전망치	1,117	869	549	543	1,249	4,326
평당가 (만원)	매입가	3,955	1,932	1,932	3,692	2,524	5,260
	전망치	4,411	2,089	2,089	3,633	2,531	5,586
(십억원)	대출	592	450	304	296	1,090	2,733
	보증금	33	27	17	15	140	232
	NAV	492	392	227	232	19	1,362
	주당 NAV (원)	1,822	1,453	840	857	71	5,100

자료: SK리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익	36	90	146	210	218
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	36	90	146	210	218
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	7	20	45	50	52
영업이익	29	70	100	160	167
(영업이익률, %)	80.4	77.7	68.9	76.2	76.4
영업외손익	-14	-41	-75	-137	-143
금융수익	0	1	17	0	0
금융비용	14	42	91	137	143
자본법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-0	0	0	0
세전이익	15	29	26	23	24
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	15	29	26	23	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	15	29	26	23	24
(순이익률, %)	42.2	32.0	17.8	11.1	10.8
지배주주순이익	15	29	26	23	24
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	33	83	113	173	179
(EBITDA 이익률, %)	91.8	92.0	77.7	82.4	82.3
EPS (지배주주)	173	164	119	87	87
EPS (연결기준)	173	164	119	87	87
수정 EPS (원)*	173	164	119	87	87

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	82	48	66	65	39
당기순이익	15	29	26	23	24
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	-1,022	-18	8
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	-35	0	0	0
기타	-1,875	-1,192	-1,022	-18	8
재무활동에서의 현금흐름	1,805	1,203	643	6	-88
차입금의 증가(감소)	0	1,008	401	0	0
자본금의 증가(감소)	0	204	330	104	9
배당금	-8	-46	-62	-85	-72
기타	1,814	38	-25	-13	-25
현금증감	12	25	56	0	0
기초현금	0	12	37	93	93
기말현금	12	37	93	93	93
Gross cash flow	33	86	39	36	36
Free cash flow	82	48	66	65	39

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	24	81	132	132	132
현금 및 현금등가물	12	37	93	93	93
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타	12	44	39	39	39
비유동자산	1,860	3,047	4,069	4,087	4,079
투자자산	0	8	8	8	8
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
기타	1,860	3,039	4,061	4,079	4,071
자산총계	1,884	3,127	4,200	4,218	4,210
유동부채	4	727	1,537	1,562	1,581
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	394	1,035	1,035	1,035
기타 유동부채	4	333	502	527	546
비유동부채	1,104	1,432	1,219	1,248	1,251
사채 및 장기차입금	1,045	1,339	1,099	1,099	1,099
기타 비유동부채	58	92	120	149	152
부채총계	1,108	2,159	2,756	2,810	2,832
지배주주지분	777	969	1,445	1,408	1,378
자본금	78	98	135	135	135
자본잉여금	687	870	1,163	1,267	1,276
이익잉여금	12	0	-36	-97	-146
기타	0	0	182	104	113
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	777	969	1,445	1,408	1,378
순부채	1,022	1,978	2,330	2,330	2,330

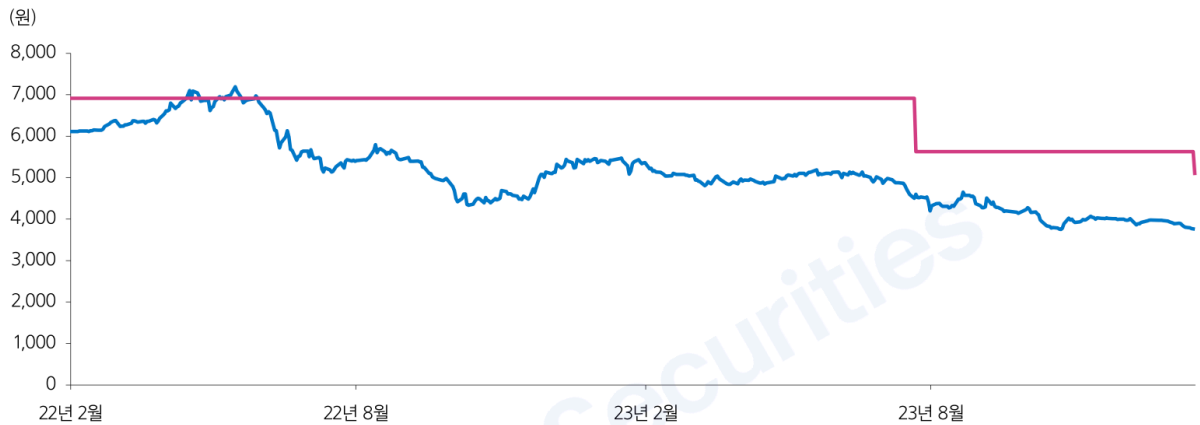
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
영업수익	n/a	153.4	61.4	44.3	3.7
영업이익	n/a	144.8	43.0	59.7	3.9
순이익	n/a	92.2	-10.5	-9.5	0.8
수정 EPS**	n/a	-5.1	-27.1	-27.4	0.8
주당지표					
EPS (지배주주)	173	164	119	87	87
EPS (연결기준)	173	164	119	87	87
수정 EPS**	173	164	119	87	87
BPS	4,916	4,837	5,347	5,213	5,103
DPS (보통주)	118	268	314	264	268
Valuations (배)					
P/E***	35.2	33.2	33.3	43.4	43.1
P/B***	1.2	1.1	0.7	0.7	0.7
P/FFO (배)	27.7	23.0	22.3	28.0	27.9
비율					
ROE (%)	1.9	3.3	2.1	1.6	1.7
ROA (%)	0.8	1.2	0.7	0.6	0.6
ROIC (%)	-937.6	-1,343.0	-110.6	-85.9	-79.9
배당성향 (%)	127.0	165.8	327.4	304.2	306.5
배당수익률 (보통주, %)	1.9	4.9	7.9	7.0	7.1
순부채비율 (%)	131.6	204.2	161.3	165.5	169.0
이자보상배율 (배)	2.1	1.7	1.1	1.2	1.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 24일 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
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	6914	6914	5630	5630	5100
과리율 (평균)	-15.14	-26.95	-21.24	-28.81	
과리율 (최대or최소)	4.00	-20.86	-17.41	-19.98	

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 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

Samsung Securities

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