

2022. 11. 21

금융/리츠팀

이경자

Senior Analyst

kyunjia.lee@samsung.com

SK리츠 (395400)

사이즈업 이후 주주가치 제고 전략은 자산의 밸류애드

- 최대 AUM으로 주주가치 제고의 기회 확대, 향후 기존 자산의 밸류업에 집중할 계획
- 종로타워 편입으로 2023년 일시적 DPS 하락이 예상되나 유보현금으로 차질 최소화
- 116개 주유소의 밸류애드 활동이 본격화될 것, 자산의 리밸런싱으로 주주환원 추구

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	7,000원	51.2%
현재주가	4,630원	
시가총액	9,100.0억원	
Shares (float)	196,554,079주 (57.0%)	
52주 최저/최고	4,390원/7,280원	
60일-평균거래대금	16.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK리츠 (%)	-0.6	-34.0	-25.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.6	-29.1	-9.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	7,000	7,000	0.0%
2022E EPS	164	164	0.0%
2023E EPS	143	143	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	7,150
Recommendation	4.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

대형화로 주주가치 제고 방식의 기회 확대: 3개 오피스와 116개 주유소로 총 자산규모 3.1조 원, 국내 리츠시장 내 최대 규모. 2021년 자산규모 1.8조원에서 1년 만에 72%의 성장으로 대형화. AUM 증가로 ① 리스크 분산, ② 자금 조달 경쟁력 상승, ③ AUM 확대로 신규 자산 편입 기회 확대 등의 장점 확보. 주주가치 제고를 위해 고려할 수 있는 옵션이 다양해진 만큼 SK리츠는 향후 사이즈보다 개발 가능성이 있고 가치 상승이 가능한 자산 편입 기회를 모색하고 기존 자산의 밸류업에 집중하겠다는 계획. SK리츠의 설립 배경은 무수의 자산이던 그룹의 부동산을 유동화해 신성장 동력에 투자하는 효율적 자본 재배치를 추구함과 동시에 부동산 가치를 투자자와 공유하겠다는 ESG 원칙에서 출발

배당 안정성: 서린빌딩, U타워 등 오피스 자산의 임대료 계약 구조는 각 지역의 CPI 연동이며 트리플넷 구조라 비용 변동성이 낮고 배당 안정성이 높음. 이번 종로타워 편입으로 2023년 일시적인 배당 하락이 예상되나 현재 유보 현금이 400억원에 달해 2023년 DPS의 전년 대비 하락률은 3.3%에 그칠 전망. 종로타워 매입을 결정할 시점은 4월이었고 이후 전환사채와 회사채 등 처리에 자금 조달을 강구했으나 6월부터 대출시장이 경색되며 가중평균 금리 4.8%에 조달을 완료. 단기적으로 역마진이 불가피하나 SK리츠는 향후 임대료 현실화(현재 임차인들은 렌트프리 4개월 등 시세대비 20% 낮은 수준에 임차 중), 미디어파사드나 옥외광고판 설치, 2025년에는 리테일 리노베이션 등으로 cap rate를 높일 계획

주유소 포트폴리오 개편 예상: IPO 이후 대형화 전략을 구사한 뒤, 116개 주유소 포트폴리오의 밸류애드 활동이 본격화될 것으로 예상. 그간 주유소에 태양광 패널 설치 등 소극적 밸류애드에 그쳤으나 저효율 주유소를 매각하고 처분이익을 특별배당하는 동시에, 고효율 주유소 매입 등 타 주유소 리츠가 했던 방식의 적극적인 주주환원에 나설 계획을 밝힘. 한편 단기적인 이벤트는 12월 예정된 FTSE EPRA Nareit 정기변경으로, 현재 유동주식수와 시가총액을 고려 시 편입 유력. 조건은 11월 21일 주가 4,320원 이상 유지임

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익 (십억원)	36	86	100	104
영업이익 (십억원)	29	67	76	80
순이익 (십억원)	15	32	28	40
EPS (adj) (원)	97	164	143	201
EPS (adj) growth (%)	n/a	69.1	(13.1)	41.0
EBITDA margin (%)	91.8	82.6	80.1	80.7
ROE (%)	1.9	3.7	2.9	4.2
P/E (adj) (배)	63.4	28.2	32.5	23.0
P/B (배)	1.2	0.9	1.0	1.0
P/FFO (배)	49.9	24.6	27.9	20.5
배당수익률 (%)	7.6	5.9	5.7	5.7

참고: 배당수익률은 연환산 기준

자료: SK리츠, 삼성증권 추정

표 1. SK리츠 밸류에이션

항목	서린빌딩	주유소	U타워	종로타워	합계
NOI (십억원)	41	32	21	19	113
연면적 (평)	25,358	-	26,258	18,332	51,616
Cap rate (전망치, %)	3.2	3.9	3.4	3.0	3.4
매입가 (십억원)	1,003	766	507	677	2,953
자산가치 (십억원)	1,305	836	637	645	3,423
대출 (십억원)	592	450	304	626	1,963
보증금 (십억원)	33	27	17	15	92
NAV (십억원)	681	359	315	4	1,358
주당 NAV (원)	3,462	1,825	1,604	19	7,000

자료: 삼성증권

표 2. FTSE EPRA Nareit 지수 편입 요건

요건	SK리츠
영문 사업보고서 연 1회	충족
유동성 제약	전체 주식수의 5% 이상 거래
시가총액	유동성 제외 적용 후 Developed Asian Stock의 0.1% 이상 → 3.38억달러 (9/30 기준)
EBITDA	EBITDA의 75% 이상 부동산 관련 수익

자료: FTSE, SK리츠

표 3. SK리츠 실적 추정

(십억원)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F	2024F	2025F
영업수익	-	17.1	18.6	18.7	18.7	24.2	25.0	35.7	86.5	100.0	103.5	106.1	108.7
영업비용	0.3	2.1	3.4	3.7	3.7	5.8	6.0	7.0	19.1	24.0	24.0	22.9	22.9
영업이익	-0.3	15.0	15.2	15.0	15.0	18.4	19.0	28.7	67.4	76.0	79.5	83.2	85.8
영업외수익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0	0.0	9.0	9.1
영업외비용	-	9.1	6.4	6.0	6.0	11.1	12.0	18.1	35.2	48.0	40.0	56.0	56.0
당기순이익	-0.3	6.0	8.8	9.0	9.0	7.3	7.0	15.1	32.3	28.0	39.5	36.2	38.9
배당 총액	-	8.2	10.9	11.0	10.9	13.0	13.0	19.1	53.7	51.9	51.5	54.5	57.2
DPS	-	53	70	71	70	66	66	120	273	264	262	277	291

자료: SK리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	n/a	36	86	100	104
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	36	86	100	104
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	7	19	24	24
영업이익	n/a	29	67	76	80
(영업이익률, %)	n/a	80.4	77.9	76.0	76.8
영업외손익	n/a	(14)	(35)	(48)	(40)
금융수익	n/a	0	0	0	0
금융비용	n/a	14	35	48	40
지분법손익	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
세전이익	n/a	15	32	28	40
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	n/a	15	32	28	40
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
순이익	n/a	15	32	28	40
(순이익률, %)	n/a	42.2	37.3	28.0	38.2
지배주주순이익	n/a	15	32	28	40
비지배주주순이익	n/a	0	0	0	0
EBITDA	n/a	33	71	80	84
(EBITDA 이익률, %)	n/a	91.8	82.6	80.1	80.7
EPS (지배주주)	n/a	97	164	143	201
EPS (연결기준)	n/a	97	164	143	201
수정 EPS (원)*	n/a	97	164	143	201

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	82	(22)	32	44
당기순이익	n/a	15	32	28	40
현금유출입이없는 비용 및 수익	n/a	18	4	4	4
유형자산 감가상각비	n/a	4	4	4	4
무형자산 상각비	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	14	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	n/a	61	(58)	0	0
투자활동에서의 현금흐름	n/a	(1,875)	(2,535)	25	25
유형자산 증감	n/a	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	(2,535)	25	25
재무활동에서의 현금흐름	n/a	1,805	656	(100)	(105)
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	519	1	(13)
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	210	0	0
배당금	n/a	(8)	(38)	(53)	(52)
기타	n/a	n/a	(35)	(48)	(40)
현금증감	n/a	12	(2)	1	0
기초현금	n/a	0	12	10	11
기말현금	n/a	12	10	11	12
Gross cash flow	n/a	33	36	32	44
Free cash flow	n/a	82	(22)	32	44

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	n/a	24	10	11	12
현금 및 현금등가물	n/a	12	10	11	12
매출채권	n/a	0	0	0	0
재고자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	12	0	0	0
비유동자산	n/a	1,860	2,535	2,510	2,485
투자자산	n/a	0	2,535	2,510	2,485
유형자산	n/a	0	0	0	0
무형자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	1,860	0	0	0
자산총계	n/a	1,884	2,545	2,521	2,497
유동부채	n/a	4	623	636	637
매입채무	n/a	0	0	0	0
단기차입금	n/a	0	623	636	637
기타 유동부채	n/a	4	0	0	0
비유동부채	n/a	1,104	941	929	915
사채 및 장기차입금	n/a	1,045	941	929	915
기타 비유동부채	n/a	58	0	0	0
부채총계	n/a	1,108	1,564	1,565	1,552
지배주주지분	n/a	777	981	957	944
자본금	n/a	78	99	99	99
자본잉여금	n/a	687	876	876	876
이익잉여금	n/a	12	6	(18)	(31)
기타	n/a	0	0	(0)	(0)
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	777	981	957	944
순부채	n/a	1,022	1,554	1,554	1,540

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
영업수익	n/a	n/a	142.5	15.6	3.5
영업이익	n/a	n/a	134.9	12.8	4.6
순이익	n/a	n/a	114.4	(13.1)	41.0
수정 EPS**	n/a	n/a	69.1	(13.1)	41.0
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	97	164	143	201
EPS (연결기준)	n/a	97	164	143	201
수정 EPS**	n/a	97	164	143	201
BPS	n/a	5,010	4,993	4,867	4,805
DPS (보통주)	0	120	273	264	262
Valuations (배)					
P/E***	n/a	63.4	28.2	32.5	23.0
P/B***	n/a	1.2	0.9	1.0	1.0
P/FFO (배)	n/a	49.9	24.6	27.9	20.5
비율					
ROE (%)	n/a	1.9	3.7	2.9	4.2
ROA (%)	n/a	0.8	1.5	1.1	1.6
ROIC (%)	n/a	(937.6)	(4,405.3)	n/a	n/a
배당성향 (%)	n/a	127.0	166.3	185.1	130.3
배당수익률 (보통주, %)	n/a	1.9	5.9	5.7	5.7
순부채비율 (%)	n/a	131.6	158.4	162.4	163.1
이자보상배율 (배)	n/a	2.1	1.9	1.6	2.0