

# 신한알파리츠

(293940)

## Not Rated

### Company visit note

06 Sep. 2019

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

## 안정적인 배당수익에 자산가격 상승까지

### ▶ Issue

기업 탐방을 통해 현황 및 투자매력 점검

### ▶ Pitch

YTD 주가 44% 급등. 현 주가 기준 배당수익률은 3.5%로 낮아졌으나, 불확실성 큰 금융시장 내 안정적 배당수익 제공하는 리츠의 valuation 프리미엄이 높아지는 구간. 신한알파리츠의 P/FFO는 13.0배로 여전히 글로벌 상장 리츠대비 30~45% 할인 거래 중. 아직 자산규모나 운영기간 등에서 격차가 크지만, 신한알파리츠가 보유한 자산의 안정성, 신한그룹 자산 추가 매입 가능성, 정부의 리츠 활성화 노력 등을 고려했을 때 멀티플 추가 상승 여력 존재 판단

### ▶ Rationale

- 금융시장 불확실성이 지속되며 높은 배당수익을 강점으로 하는 상장 리츠들의 주가는 연초이래 28%~44% 상승하며 강세. 이 중 신한알파리츠가 44%로 가장 아웃퍼폼  
- 높아진 주가로 인해 신한알파리츠 예상 배당수익률은 3.5%로 축소. 이에 현 주가에서 투자매력이 있기 위해서는 i) 배당수익 증가, ii) 자산가격 상승이 필요

- i) 배당수익 - 배당수익은 연 2~3% 상승 전망

: 신한알파리츠가 보유하고 있는 자산은 2건, 판교 크래프트타워, 용산 더프라임

: 두 자산 각각 임대율 99.7%, 99.2%로 높음. 현재 임차인들의 경우 임대 잔여기간이 4~9년으로 길어 단기에 임차인 변경에 따른 임대료 인상 가능성은 미미

: 그러나 판교, 용산 모두 임대료가 연간 2.3~2.5% 인상되는 조건인 반면 영업비용은 변동이 크지 않아(영업비용 40%인 금융비, 4~6년 고정금리) 임대료 수익은 연간 2~3% 상승 가능할 전망

: 판교의 경우 향후 수익화할 수 있는 추가 임대면적이 일부 존재하지만, 시청과의 협의가 필요한 상황이라 단기 실적에 기여하기는 어려움

- ii) 자산가격 - 판교/용산 자산가격 상승은 주가에 기 반영. 향후 자산가격 및 주가 상승 여부는 P/FFO multiple 확대가 결정할 것 [뒷장 계속]

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 백만원, %)

|       | 제1기           | 제2기           | 제3기(E)        | 제4기(E)        | 제5기(E)        | 제6기(E)        |
|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 기간    | '17.12~'18.09 | '18.10~'19.03 | '19.04~'19.09 | '19.10~'20.03 | '20.04~'20.09 | '20.10~'21.03 |
| 영업수익  | 6,730         | 16,875        | 18,047        | 18,477        | 18,571        | 19,004        |
| 임대수익  | 3,081         | 11,914        | 12,450        | 12,758        | 12,827        | 13,172        |
| 관리수익  | 3,467         | 4,447         | 4,514         | 4,635         | 4,660         | 4,748         |
| 기타수익  | 182           | 514           | 366           | 366           | 366           | 366           |
| 배당금수익 | -             | -             | 718           | 718           | 718           | 718           |
| 영업비용  | 8,085         | 7,090         | 7,997         | 8,015         | 8,087         | 8,109         |
| 영업이익  | (1,355)       | 9,785         | 10,051        | 10,461        | 10,484        | 10,894        |
| 영업이익률 | (20.1)        | 58.0          | 55.7          | 56.6          | 56.5          | 57.3          |
| 영업외이익 | 808           | 2,209         | 76            | 76            | 76            | 76            |
| 영업외비용 | 7,731         | 6,207         | 5,610         | 5,610         | 5,610         | 5,610         |
| 당기순이익 | (8,279)       | 5,075         | 4,516         | 4,927         | 4,950         | 5,360         |

Note: K-IFRS 별도 / 예상실적; 신한알파리츠 투자설명서

Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

|          | 현재        | 직전 | 변동 |
|----------|-----------|----|----|
| 투자 의견    | Not Rated |    |    |
| 목표주가     |           |    |    |
| Earnings |           |    |    |

### Stock Information

|               |                |
|---------------|----------------|
| 현재가 (9/5)     | 8,070원         |
| 예상 주가상승률      | n/a            |
| 시가총액          | 3,844억원        |
| 비중(KOSPI내)    | 0.03%          |
| 발행주식수         | 47,630천주       |
| 52주 최저가 / 최고가 | 5,314 - 8,140원 |
| 3개월 일평균거래대금   | 7억원            |
| 외국인 지분율       | 1.6%           |
| 주요주주지분율(%)    |                |
| 유진자산운용 (외 7인) | 36.5           |

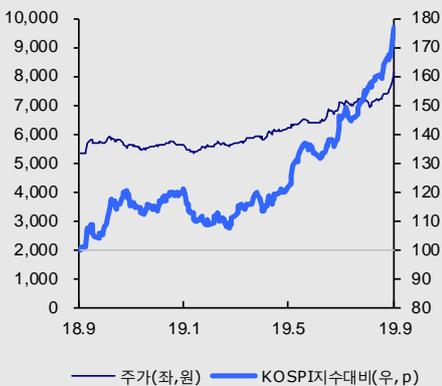
### Valuation wide

|              | - | 제1기 | 제2기 |
|--------------|---|-----|-----|
| PER(배)       | - | n/a | n/a |
| PBR(배)       | - | n/a | n/a |
| EV/EBITDA(배) | - | n/a | n/a |
| 배당수익률(%)     | - | 4.8 | 3.1 |

### Performance

|                  | 1M   | 6M   | 12M  | YTD  |
|------------------|------|------|------|------|
| 주가상승률(%)         | 14.3 | 42.8 | 51.9 | 43.6 |
| KOSPI대비 상대수익률(%) | 11.3 | 50.8 | 64.4 | 45.4 |

### Price Trend



ktb 투자증권

: 판교, 연면적 기준 평당 매입단가 1,720만원 수준. 현재 평당 임대료는 기존대비 10%내외 상승한 1,900만원대 추정. Leverage효과까지 감안하면 투자수익률 29% 수준. 판교의 높은 임대수요, 당사의 입지 경쟁력 등을 고려 시 자산가치 추가 상승 가능성 존재

: 용산, 평당 자산매입 단가 1,399만원. 2019년 초 100% 지분 인수할 때 자산재평가 했기 때문에 당분간 추가 상승 여력은 제한적

: 단기간에 동사 자산가치를 올려줄 요인은 P/FFO(Funds From Operation) multiple 확대

: 현 주가 기준 신한알파리츠의 P/FFO는 약 13배. 글로벌(미국/일본/싱가폴) 상장 리츠가 15배~25배를 기록하는 것 대비 약 30~45% 할인거래 중

: 아직 자산규모/운영기간 등에서 글로벌 상장리츠와 격차가 큰 것은 사실이나, 신한알파리츠는 i) 보유 자산에서 오는 배당수익 안정성이 높고, ii) 신한그룹 보유 부동산을 추가로 매입할 가능성이 있으며, iii) 9월 발표 예정인 정부의 리츠 활성화대책을 통해 리츠 투자 규모가 확대될 것으로 기대되고 있는 점을 감안하면, valuation 할인률은 점차 축소 전망

Fig. 01: 신한알파리츠 투자 자산 내역

| 구분       | 판교 알파돔시티 6-4블록 오피스빌딩<br>(실물 부동산)  | 용산 더프라이م 리츠(100% 자리츠)<br>(부동산 관련 증권)   |
|----------|---|--|
| 위치       | 경기도 성남시 분당구 백현동 535   | 서울 용산구 원효로 90길 11  |
| 대지면적     | 7,337.50 m <sup>2</sup>   | 3,575.96 m <sup>2</sup>  |
| 연면적      | 99,596.04 m <sup>2</sup>  | 39,009.80 m <sup>2</sup>   |
| 건물규모     | 지하 7층 ~ 지상 15층  | 지하 6층 ~ 지상 30층   |
| 준공일      | 2018년 3월  | 2014년 3월   |
| 용도       | 업무시설, 판매시설  | 업무시설, 판매시설   |
| 입지       | 판교 중심지로 판교역 지하연결<br>판교 현대백화점 상권내 위치   | 용산지역에 위치<br>지하철 1호선 남영역 도보 3분 거리   |
| 임차인 구성   | (오피스) 블루홀, 네이버, 스노우 등<br>(리테일) MUJI, 병원, 은행 및 증권사 지점                                | (오피스) 신한생명, 유베이스, KT 등<br>(리테일) 포베이, 채선당, 편의점, 할리스커피                                 |
| 업무시설 임대료 | 68,637원/3.3m <sup>2</sup><br>분당권역 평균 임대료대비 약 30% 높은 수준                              | 55,579원/3.3m <sup>2</sup>  |
| 위치       |  |  |

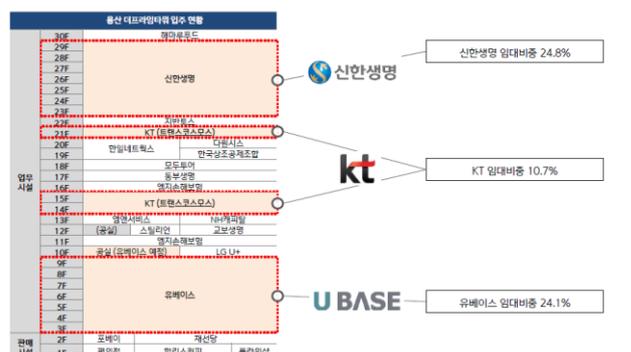
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 02: 판교 알파돔 타워 IV 임차인 구성 현황



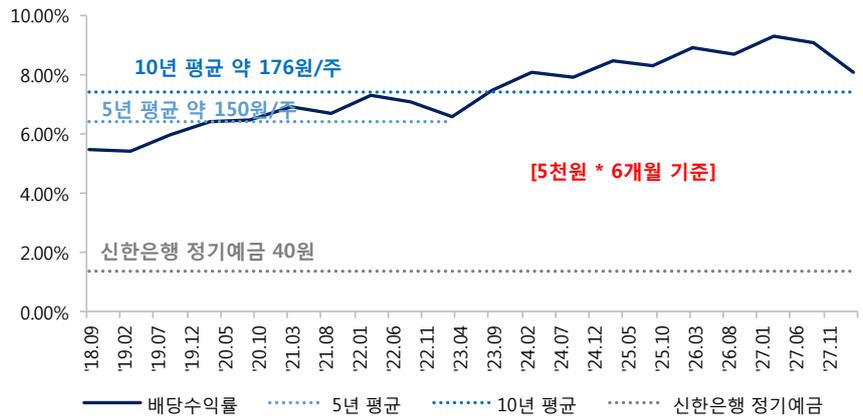
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 03: 용산 더프라이م타워 임차인 구성 현황



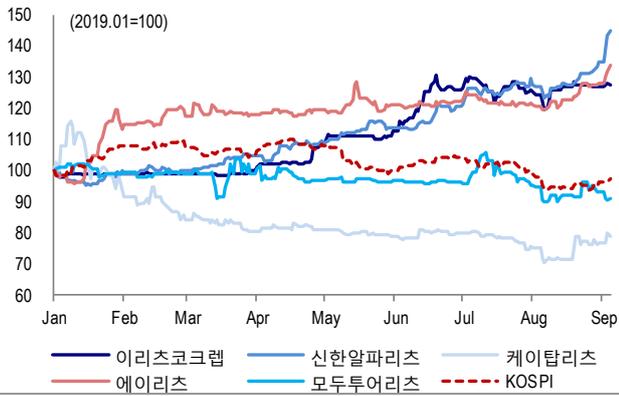
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 04: 신한알파리츠 예상 주당 배당금 추이



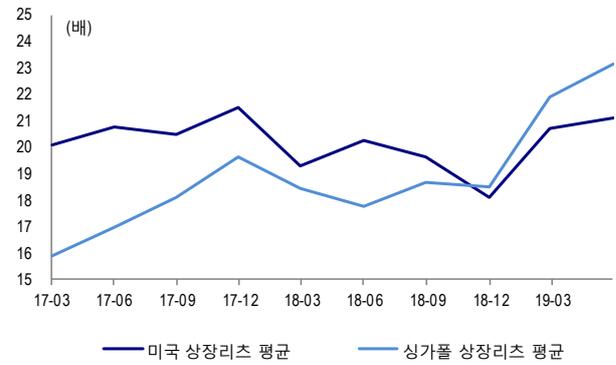
Source: 신한알파리츠, KTB투자증권

Fig. 05: 국내 상장 리츠 및 KOSPI 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 06: 미국 및 싱가포르 상장리츠 P/FFO multiple 추이



Note: 미국, 섹터별 상위 4개 상장리츠 총 27개사 평균. 싱가포르, 상장리츠 상위 10개사 평균 기준

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 07: 글로벌 상장리츠 자산 보유 내역 등 현황

|     |                              |                   | [mn, %, 개] |       |          |          |        |
|-----|------------------------------|-------------------|------------|-------|----------|----------|--------|
|     |                              | 섹터                | 시가총액       | 배당수익률 | 소유부동산 개수 | 투자부동산 규모 | 총자본    |
| 미국  | AMERICAN TOWER CORP          | Diversified       | 105,288    | 1.45  | 170,686  | 11,247   | 6,904  |
|     | CROWN CASTLE INTL CORP       | Diversified       | 61,357     | 3.00  | n.a      | 13,676   | 12,034 |
|     | PROLOGIS INC                 | Warehouse/Industr | 53,338     | 2.39  | 3,396    | 35,676   | 25,801 |
|     | EQUINIX INC                  | Diversified       | 48,000     | 1.68  | 201      | 287,500  | 7,219  |
|     | PUBLIC STORAGE               | Storage           | 45,771     | 3.05  | 2,661    | 10,226   | 9,145  |
|     | SIMON PROPERTY GROUP INC     | Regional Malls    | 46,052     | 5.42  | 234      | 28,198   | 4,027  |
|     | WELLTOWER INC                | Health Care       | 37,031     | 3.81  | 1,621    | 26,840   | 16,011 |
|     | EQUITY RESIDENTIAL           | Apartments        | 31,815     | 2.58  | 307      | 19,873   | 10,779 |
|     | AVALONBAY COMMUNITIES INC    | Apartments        | 29,899     | 2.79  | 291      | 17,948   | 10,636 |
|     | VENTAS INC                   | Health Care       | 27,799     | 4.25  | 1,183    | 20,638   | 10,460 |
| 일본  | NIPPON BUILDING FUND INC     | Office Property   | 10,376     | 2.68  | 72       | 8,755    | 4,929  |
|     | JAPAN REAL ESTATE INVESTMENT | Office Property   | 9,343      | 2.68  | 73       | 8,379    | 4,615  |
|     | ORIX JREIT INC               | Office Property   | 5,902      | 3.08  | 111      | 5,545    | 3,137  |
|     | JAPAN PRIME REALTY INVESTMEN | Office Property   | 4,197      | 3.05  | 63       | 3,736    | 2,217  |
|     | DAIWA OFFICE INVESTMENT CORP | Office Property   | 3,879      | 2.94  | 59       | 4,158    | 2,345  |
|     | NOMURA REAL ESTATE MASTER FU | Diversified       | 8,030      | 3.32  | 278      | 8,452    | 5,119  |
|     | UNITED URBAN INVESTMENT CORP | Diversified       | 5,871      | 3.57  | 120      | 5,525    | 3,297  |
|     | JAPAN RETAIL FUND INVESTMENT | Shopping Centers  | 5,231      | 4.18  | 98       | 7,479    | 3,900  |
|     | AEON REIT INVESTMENT CORP    | Shopping Centers  | 2,412      | 4.40  | 40       | 2,534    | 1,771  |
|     | FRONTIER REAL ESTATE INVEST  | Shopping Centers  | 2,119      | 4.59  | 35       | 2,453    | 1,385  |
| 싱가폴 | ASCENDAS REAL ESTATE INV TRT | Diversified       | 7,078      | 5.08  | 171      | 8,291    | 5,125  |
|     | CAPITALAND COMMERCIAL TRUST  | Diversified       | 6,020      | 4.06  | 9        | 6,879    | 5,069  |
|     | SUNTEC REIT                  | Diversified       | 3,906      | 5.09  | 7        | 6,859    | 4,232  |
|     | MAPLETREE LOGISTICS TRUST    | Diversified       | 4,086      | 5.13  | 141      | 5,696    | 3,444  |
|     | STARHILL GLOBAL REIT         | Shopping Centers  | 1,177      | 5.97  | 10       | 2,264    | 1,426  |
|     | ESR-REIT                     | Warehouse/Industr | 1,242      | 7.88  | 47       | 2,217    | 1,196  |
|     | KEPPEL REIT                  | Office Property   | 3,006      | 4.47  | 9        | 5,055    | 3,915  |
|     | ASCOTT RESIDENCE TRUST       | Hotels            | 2,021      | 5.74  | 73       | 3,593    | 2,297  |
|     | FRASERS COMMERCIAL TRUST     | Diversified       | 1,099      | 5.71  | 6        | 1,562    | 1,047  |
|     | FRASERS CENTREPOINT TRUST    | Regional Malls    | 2,208      | 4.37  | n.a      | 2,060    | 1,415  |

Source: Bloomberg, KTB투자증권

## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

| (단위: 백만원)   | 제 1기             | 제 2기             |
|-------------|------------------|------------------|
| 유동자산        | 18,198.6         | 23,250.0         |
| 현금성자산       | 18,027.4         | 1,823.6          |
| 기타유동자산      | 171.2            | 21,426.5         |
| 비유동자산       | 571,289.7        | 719,828.9        |
| 투자자산        | 570,257.5        | 717,640.2        |
| 기타비유동자산     | 1,032.2          | 2,188.7          |
| <b>자산총계</b> | <b>589,488.3</b> | <b>743,079.0</b> |
| 유동부채        | 5,228.2          | 8,378.0          |
| 단기임대보증금     | 500.0            | 999.5            |
| 기타유동부채      | 4,728.2          | 7,378.4          |
| 비유동부채       | 348,265.9        | 450,978.9        |
| 장기차입금       | 335,535.4        | 432,067.5        |
| 임대보증금       | 10,350.2         | 16,183.8         |
| 장기선수수익      | 2,380.3          | 2,727.6          |
| <b>부채총계</b> | <b>353,494.2</b> | <b>459,356.8</b> |
| 자본금         | 42,106.1         | 51,630.1         |
| 자본잉여금       | 202,167.0        | 226,189.0        |
| 이익잉여금       | (8,279.0)        | 5,903.0          |
| 자본조정        | 0.0              | 0.0              |
| 자기주식        | 0.0              | 0.0              |
| <b>자본총계</b> | <b>236,822.2</b> | <b>283,722.1</b> |

### 현금흐름표

| (단위: 백만원)   | 제 1기               | 제 2기               |
|-------------|--------------------|--------------------|
| 영업현금        | 12,303.7           | 14,005.4           |
| 당기순이익       | (8,279.0)          | 5,074.9            |
| 자산상각비       | 2,409.8            | 3,101.8            |
| 운전자본증감      | 15,793.7           | 6,177.7            |
| 기타          | 2,379.2            | (349.1)            |
| <b>투자현금</b> | <b>(573,699.5)</b> | <b>(167,955.3)</b> |
| 단기금융상품      | (5,523.2)          | (19,050.8)         |
| 장기금융상품      | 4,491.0            | 0.0                |
| 투자부동산       | (547,904.9)        | (175,246.9)        |
| 관계기업투자      | (24,762.3)         | 27,158.9           |
| <b>재무현금</b> | <b>579,423.1</b>   | <b>137,746.0</b>   |
| 차입금증가       | 471,950.0          | 156,121.0          |
| 자본증가        | 244,273.1          | 47,936.5           |
| 배당금지급       | 0.0                | (5,904.3)          |
| 현금 증감       | 189,027.4          | (16,203.8)         |

Note : 제1기 (17.12-18.09) ; K-IFRS별도, 제2기 (18.10-19.03)  
 자료: KTB투자증권

### 손익계산서

| (단위: 백만원)              | 제 1기             | 제 2기             |
|------------------------|------------------|------------------|
| <b>영업수익</b>            | <b>6,730.1</b>   | <b>21,275.4</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)            | n/a              | 216.1            |
| 임대수익                   | 3,081.0          | 14,490.6         |
| 관리수익                   | 3,467.0          | 6,265.5          |
| 기타수익                   | 182.0            | 519.4            |
| <b>영업이익</b>            | <b>(1,355.3)</b> | <b>11,990.4</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)            | n/a              | 흑전               |
| <b>영업외손익</b>           | <b>(6,923.7)</b> | <b>(6,087.5)</b> |
| 순이자수익                  | (7,671.3)        | (8,207.6)        |
| 유가증권관련이익               | 668.8            | 2,119.7          |
| 기타영업외손익                | 72.8             | 0.4              |
| <b>세전계속사업손익</b>        | <b>(8,279.0)</b> | <b>5,074.9</b>   |
| <b>당기순이익</b>           | <b>(8,279.0)</b> | <b>5,074.9</b>   |
| 지배기업당기순이익              | (8,279.0)        | 5,074.9          |
| 증가율 (Y-Y,%)            | n/a              | 흑전               |
| <b>3 Yr CAGR &amp;</b> |                  |                  |
| 매출액증가율(3Yr)            | n/a              | n/a              |
| 영업이익증가율(3Yr)           | n/a              | n/a              |
| 순이익증가율(3Yr)            | n/a              | n/a              |
| 영업이익률(%)               | n/a              | 56.4             |
| 순이익률(%)                | n/a              | 23.9             |

### 주요투자지표

| (단위: 원, 배)             | 제 1기  | 제 2기  |
|------------------------|-------|-------|
| <b>Per share Data</b>  |       |       |
| EPS                    | n/a   | n/a   |
| BPS                    | n/a   | n/a   |
| DPS                    | n/a   | n/a   |
| <b>Multiples(x, %)</b> |       |       |
| PER                    | n/a   | n/a   |
| PBR                    | n/a   | n/a   |
| 배당수익률                  | 4.8   | 3.1   |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |       |       |
| 부채비율                   | 149.8 | 161.9 |
| Net debt/Equity        | n/a   | n/a   |
| Net debt/EBITDA        | n/a   | n/a   |
| 유동비율                   | 348.1 | 277.5 |
| 이자보상배율                 | n/a   | n/a   |
| 이자비용/매출액               | n/a   | n/a   |

### ▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

### ▶ 투자등급 비율

**BUY :** 88.1%    **HOLD :** 11.3%    **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

### ▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

# ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 [www.ktb.co.kr](http://www.ktb.co.kr)

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.