

2020. 5. 18

금융/리츠팀

이경자

Analyst
Kyungja.lee@samsung.com
02 2020 7857

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	8,000원	(28.8%)
현재주가	6,210원	
시가총액	2,957.8억원	
Shares (float)	52,330,123주 (66.1%)	
52주 최저/최고	5,885원/9,196원	
60일-평균거래대금	10.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
신한알파리츠 (%)	-5.8	-25.8	-1.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.2	-16.8	7.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	8,000	8,000	0.0%
2020E EPS	281	281	0.0%
2021E EPS	254	254	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

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

신한알파리츠 (293940)

유상증자 신주 발행가액 확정

- 남대문로 대일빌딩 편입을 위한 유상증자 신주 발행가액 주당 5,860원
- 국내 상장리츠 중 유일하게 유상증자를 통해 external growth 달성
- 3개 자산의 추정가치를 반영한 수정 P/NAV는 0.78배

WHAT'S THE STORY

확정 발행가액 주당 5,860원: 지난 3월, 신한알파리츠는 남대문로 대일빌딩 편입을 위해 유상증자를 결의했다. 5월 15일 확정된 유상증자 발행가액은 주당 5,860원(기준주가에 할인율 5% 적용)이다. 구주주 청약일은 5월 19~20일이며 24일 신주 상장 예정이다. 총 조달액은 275억원으로 대일빌딩 취득가의 38% 다. 62%는 선/중순위 대출을 통해 조달할 계획이다.

자산편입의 의미: 신한알파리츠는 현재 판교 크래프톤 타워와 용산 더프라이م 타워를 보유하고 있다. 이번 세번째 자산 편입의 의미는 ① CBD 지역으로 포트폴리오 확장, ② 상장 당 시 자산규모 6천억원에서 9천억원으로 증가, ③ 두번째 유상증자로 성장하는 리츠임을 입증했다는 것이다. 이번 자산이 총 NAV에서 차지하는 비중은 9%에 불과하지만 차별적 운용역량을 보여주는 사례다. 대부분의 리츠들이 성장 전략으로 external growth, 즉 유상증자를 통한 외형 성장을 제시하고 있으나 실제 유상증자를 통해 자산 편입에 성공한 사례는 신한알파리츠 외에는 없기 때문이다.

대일빌딩 공실률 0% 달성: 대일빌딩의 배당수익률은 액면가 기준 5% 중반으로 예상된다. Cap rate 역산 시 4%대 초반에 취득한 것으로 추정된다. 1970년대 CBD 지역에 건설된 오피스로 전용면적이 넓다는 점 고려 시, 경쟁력 있는 매입가로 판단된다. 매입 당시 공실률은 22%였으나 최근 2개 층에 루이비통코리아를 유치하며 공실 0%를 달성했다. 우리는 '언택트 시대'가 화두가 되고 있지만 보안/위생안전 강화 등을 감안하면 오피스 증평 수요도 예상돼, 재택근무에 따른 오피스 면적 축소가 급격히 이뤄질 것으로 예상하지 않는다.

P/NAV 0.78배로 추정: 대일빌딩 가치는 2020년 1월 감정평가액 기준 706억원이며, 유상증자 이후 NAV는 325억원으로 추정된다. 목표주가 8,000원을 주당 가치로 분해하면 판교 크래프톤 6,300원, 용산더프라이م 1,141원, 대일빌딩 573원이다. 판교와 CBD 등 핵심 지역에 오피스를 보유하고 있음에도 2020년 예상 배당수익률 5.1%로 밸류에이션 매력이 있다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	39	42	43	44
영업이익 (십억원)	24	27	28	28
순이익 (십억원)	12	15	16	16
EPS (adj) (원)	157	281	254	254
EPS (adj) growth (%)	n/a	79.2	(9.4)	2.4
EBITDA margin (%)	59.6	78.7	78.2	77.8
ROE (%)	2.9	5.2	5.1	5.3
P/E (adj) (배)	39.6	22.1	24.4	23.8
P/B (배)	1.2	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA (배)	27.3	21.9	21.6	21.2
Dividend yield (%)	3.6	5.1	5.3	5.9

자료: 삼성증권 추정

Internal growth: FY4기(2009/10~2020/3)의 배당은 주당 150원으로 FY3 대비 7.1% 증가했고 FY5기 배당은 2.6% 증가한 154원으로 추정된다. 향후 내재적 성장을 견인하는 요인은 다음과 같다. ① 판교 크래프트톤과 용산 더프라임타워의 평균 임대료 인상률은 2.5%다. ② 2021년 판교 크래프트톤과 용산 더프라임타워의 refinancing이 가능하다. 2개 자산의 조달금리는 각각 3.3%, 3.2%였는데 이번 대일빌딩 조달금리 2.9%보다 30~40bp 높은 수준이었다. 만약 2.9%로 refinancing을 한다면 연 14억원의 이자 비용 절감이 가능한데 이는 주당 배당금을 2.9% 상승시키는 효과다[표 1].

리스크 점검: 현재 판교 크래프트톤 타워는 코로나19로 상가 임차인 중 일부 임대료 연체가 발생해 매장을 재배치하고 임차인 교체 등 수익성 제고방안을 추진 중이다. 리테일 공간은 전체 면적의 19%인데, 전체 면적의 1~2% 가량이 임차인 교체가 진행 중인 것으로 추정된다. 현재 판교 크래프트톤 타워의 임차율은 100%지만 배당 가이드نس 산정 시 가정은 99%였다는 점에서 향후 배당이 큰 폭 변화할 가능성은 낮다.

표 1. 자산별 대출금리(십억원)

	차입금액	대출금리	매입 시기
크라프트톤타워	340	3.3%	Apr-2018
더프라임타워	99	3.2%	Oct-2018
대일빌딩	44	2.9%	Mar-2020

자료: 신한알파리츠

그림 1. 대일빌딩 임차인 현황



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

그림 2. 대일빌딩에서 본 뷰



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

표 2. 신한알파리츠 편입 자산

구분	크라프트타워	용산 더 프라이م	대일빌딩
위치	성남시 분당구 백현동 535	서울 용산구 원효로 90길 11	중구 남대문로 120
자산			
대지면적/연면적	7,338㎡, 99,596㎡	3,576㎡, 39,010㎡	563㎡, 8,887㎡
건물규모	지하 7층~지상 15층	지하 6층~지상 30층	지하 1층~지상 19층
준공일	2018년 3월	2014년 3월	1970년 완공, 2018년 11월 리모델링
취득일	2018년 4월	2019년 10월	2020년 3월
매입가	5,180억원 (평당 1,719만원)	1,651억원 (평당 1,399만원)	680억원 (평당 2,530만원)
임차율(3/31)	100%	99.20%	100%
보유 형태	신한알파리츠가 부동산으로 100% 보유	신한알파리츠의 자리츠, 신한알파용산리츠가 보유	신한알파리츠의 자리츠, 신한알파광교리츠가 보유
임차인	블루홀(47%), 네이버(22%), 스노우 등	신한생명(25%), 유베이스(28%) 등	DGB그룹, 신한금융그룹 등

자료: 신한알파리츠, 삼성증권

표 3. 목표주가 산정 내역(십억원)

구분	항목	판교 크래프톤	용산 더프라이م	대일빌딩	합계	비고
자산가치	매입가	518	165	68	683	
	취득가	556	179	71	735	
	장부가	547	179	71	726	
	감평가	536	165	71	701	
	(감평시점)	2018/4	2018/8	2020/1		
Cap rate	매입가	5.6%				
	취득가	5.2%				취득가에 취득세 포함
	장부가	5.3%				
	전망치	4.4%			3.5%	판교는 강남 오피스 평균 가정
목표주가(원)	자산가치 1)	662	165	71	898	더프라이م/대일빌딩 감평가
	보증금/대출 2)	332	105	68	478	보유 현금 차감
	NAV 1)-2)	330	60	3	419	유상증자 이후 가정
	목표주가(원)				8,000	

자료: 신한알파리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	n/a	39	42	43	44
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	39	42	43	44
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	15	15	15	16
영업이익	n/a	25	27	28	28
(영업이익률, %)	n/a	62.3	64.5	64.2	64.2
영업외손익	n/a	(15)	(12)	(12)	(12)
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	16	12	12	12
지분법손익	0	1	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
세전이익	n/a	12	15	16	16
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	0	8	15	16	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	n/a	12	15	16	16
(순이익률, %)	n/a	30.8	35.7	36.2	36.2
지배주주순이익	n/a	12	15	16	16
비지배주주순이익	n/a	0	0	0	0
EBITDA	n/a	26	33	34	34
(EBITDA 이익률, %)	n/a	59.6	78.7	78.2	77.8
EPS (지배주주)	n/a	157	281	254	261
EPS (연결기준)	n/a	157	281	254	261
수정 EPS (원)*	n/a	157	281	254	261

현금흐름표

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	0	7	27	28	28
당기순이익	0	8	15	16	16
현금유출입이없는 비용 및 수익	0	12	11	11	11
유형자산 감가상각비	0	3	6	6	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	0	9	5	5	5
영업활동 자산부채 변동	0	1	1	1	1
투자활동에서의 현금흐름	0	4	0	0	0
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	0	4	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	0	(8)	(28)	(28)	(30)
차입금의 증가(감소)	0	0	1	2	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	n/a	(8)	(13)	(18)	(19)
기타	n/a	(0)	(15)	(12)	(11)
현금증감	0	3	(1)	(0)	(2)
기초현금	0	2	5	4	4
기말현금	0	5	4	4	2
Gross cash flow	0	20	26	27	27
Free cash flow	0	7	27	28	28

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

자료: 신한알파리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	n/a	21	6	7	7
현금 및 현금등가물	n/a	5	4	5	5
매출채권	n/a	0	0	0	0
재고자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	16	2	2	2
비유동자산	n/a	719	782	776	770
투자자산	n/a	1	1	1	1
유형자산	n/a	0	0	0	0
무형자산	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	717	782	776	770
자산총계	n/a	740	788	783	777
유동부채	n/a	9	9	9	9
매입채무	n/a	0	0	0	0
단기차입금	n/a	0	0	0	0
기타 유동부채	n/a	9	9	9	9
비유동부채	n/a	452	475	471	469
사채 및 장기차입금	0	433	433	435	435
기타 비유동부채	n/a	19	42	36	34
부채총계	n/a	461	484	480	478
지배주주지분	n/a	279	303	300	295
자본금	n/a	52	57	57	57
자본잉여금	n/a	226	249	249	249
이익잉여금	n/a	1	(2)	(6)	(11)
기타	n/a	(0)	(0)	0	0
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	279	303	300	295
순부채	n/a	414	429	430	430

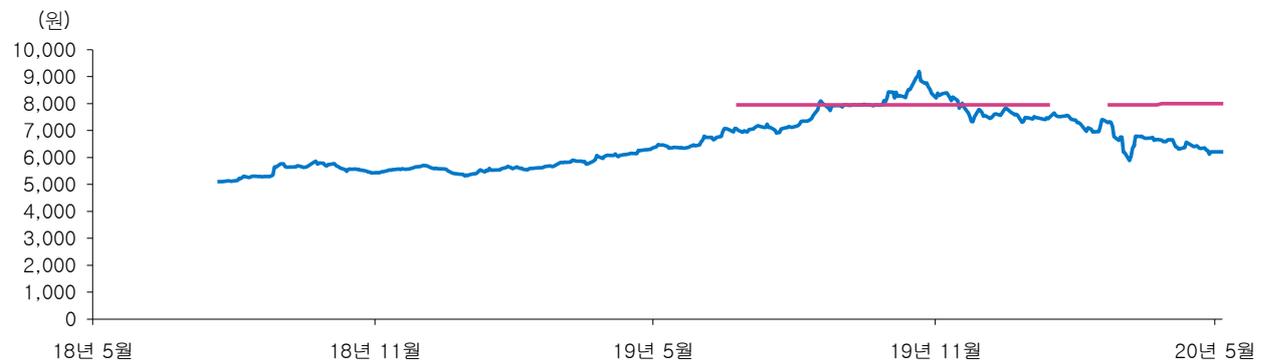
재무비율 및 주당지표

09월 30일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	(3.6)	2.2	2.4
영업이익	n/a	n/a	18.4	1.8	2.3
순이익	n/a	n/a	85.5	3.4	2.4
수정 EPS**	n/a	n/a	79.2	(9.4)	2.4
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	157	281	254	261
EPS (연결기준)	n/a	157	281	254	261
수정 EPS**	n/a	157	281	254	261
BPS	n/a	5,395	4,970	4,914	4,833
DPS (보통주)	225	280	316	331	366
Valuations (배)					
P/E***	n/a	39.6	22.1	24.4	23.8
P/B***	n/a	1.2	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	n/a	27.3	21.9	21.6	21.2
비율					
ROE (%)	n/a	2.9	5.2	5.1	5.3
ROA (%)	n/a	1.1	2.0	2.0	2.0
ROIC (%)	n/a	(415.7)	(515.7)	(551.4)	(564.2)
배당성향 (%)	n/a	164.8	119.9	121.7	131.5
배당수익률 (보통주, %)	3.6	4.5	5.1	5.3	5.9
순부채비율 (%)	n/a	148.4	141.4	143.4	145.8
이자보상배율 (배)	n/a	1.4	2.2	2.3	2.3

Compliance notice

- 당사는 5월 15일 기준으로 지난 6개월간 신한알파리츠의 유상증자에 참여한 적이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2019/7/12
투자 의견	BUY
TP (₩)	7,953
과리율 (평균)	-2.36
과리율 (최대/최소)	15.62

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 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 2020년 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM