



기업분석 | 건설/건자재

Analyst

김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (upgrade)

목표주가	9,000 원
현재주가	6,210 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/15)	1,927.28 pt
시가총액	3,227 억원
발행주식수	51,966 천주
52주 최고가 / 최저가	9,196 / 5,885 원
90일 일평균거래대금	10.66 억원
외국인 지분율	2.0%
배당수익률(20.09E)	4.9%
BPS(20.09E)	5,971 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -9.5%
	6개월 -14.9%
	12개월 6.6%
주주구성	유진자산운용 33.9%
	메리츠증권 5.3%
	미래에셋자산운용 5.0%

Stock Price



신한알파리츠 (293940)

오피스 리츠의 매력에 부각되는 시점

상장 유일의 오피스 리츠, 추가 자산 매입으로 성장성 도모

코로나19의 영향에도 불구하고 오피스 리츠인 신한알파리츠의 시장 대비 상대수익률 아웃퍼폼이 두드러졌다. 오피스 자산의 특성 상 리테일 리츠와 같이 오프라인 트래픽 감소에 따른 이익 감소 리스크를 비켜있었고, 추가 오피스 빌딩 매입에 따른 성장성이 기대되었기 때문에 보인다. 최근에는 유상증자로 인한 산술적인 희석으로 시장 대비해서는 주가가 다소 언더퍼폼하는 실정이나, 자산 편입 후 발생할 추가 이익 및 NAV 확대를 감안하면 밸류에이션 메리트가 확대된 시점으로 보인다. 신한알파리츠는 297억원의 유상증자를 진행중이며, 증자 대금은 자리츠인 광고 리츠가 인수하는 680억원 가격의 대일빌딩의 후순위 대출 230억원 상환에 사용될 것으로 보인다. 현재 신한알파리츠의 NAV는 2,909억원이며, 인수 후 후순위 대출을 갚는다는 가정하에 대일빌딩은 450억원의 NAV 플러스 효과가 있다. 470만주의 추가되는 주식수를 함께 고려할 때, 매입 전 주당 NAV는 6.200원, 매입 후는 6,500원이 된다. 금번 투자 규모상 산술적으로 목표주가 9,000원이 추가 상회되지는 않겠으나, 대일빌딩의 입지적 조건을 고려할 때 장기적으로 자본수익률(Capital Gain)의 증가가 기대된다는 점은 상당히 긍정적이다.

엇지가 부각되는 시점, 리츠 종목 내 Top-pick 추천

신한알파리츠의 금번 자산 편입에 따른 장기적인 NAV의 성장 기대감 및 Peer 대비 안정적인 이익 기초 확대를 감안할 때, 리츠 종목 중 Top-pick으로 추천한다. 코로나19로 실물 경제가 어려운 가운데, 1분기 서울시 오피스 빌딩의 공실률은 4.4%까지 하락하면서 공급부족까지 나타나는 실정이다. 특히 신한알파리츠 자산의 임차율은 99.8%로 유지되고 있다는 점을 감안할 때, Peer 대비 실적 엇지를 보여주고 있다는 측면에서 주가 상승 모멘텀이 더욱 강하게 남아있다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	7	44	47	48	74
영업비용	8	21	21	21	33
세전계속사업손익	-1	23	26	27	41
순이익	1	29	32	33	51
EPS (원)	0	0	0	0	0
증감률 (%)	8	16	16	16	24
PER (x)	-2	1	0	0	0
PBR (x)	-7	8	10	11	18
배당수익률 (%)	0	0	0	0	0
ROE (%)	-7	8	10	11	18
P/NAV (x)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
P/FFO (x)	15.7	66.7	68.5	68.5	68.5
부채비율 (%)	-110.7	18.6	21.7	23.0	24.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 신한알파리츠 DCF 밸류에이션에 따른 적정주가 산출

항목	비고
2020~2021E배당 (원)	320
자기자본비용 (%)	5.8
무위험이자율 (%)	1.49 국고채 10년물 금리
시장리스크프리미엄 (%)	5.4 3년 평균 KOSPI 수익률-국고채10년물 금리
Beta	0.8
영구성장률 (%)	2.25 리츠별 임차료 증가율 감안 차등 적용
목표주가 (원)	9,000
현재주가 (5/15, 원)	6,210
Upside (%)	44.9
배당수익률 (5/15, %)	5.1
주가 상승 가정 배당수익률 (%)	3.6
Total Return (%)	48.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 신한알파리츠 NAV 밸류에이션에 따른 적정주가 산출

항목	금액 (십억원)
자산	701
크래프톤타워	536
용산더프라임빌딩	165
Net Debt	410
Net Asset Value	291
# of shares (천주)	47,630
주당 NAV (원)	6,200
현재주가 (5/15, 원)	6,210
Upside (%)	-0.2
P/NAV (X)	1.00
목표 P/NAV (X)	1.40
목표주가 (원)	9,000
Upside (%)	44.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

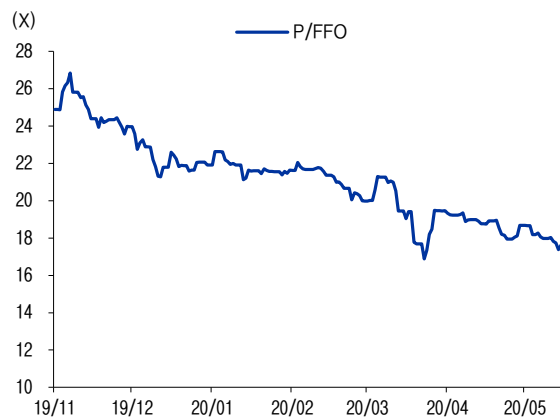
주: 대일빌딩 편입 및 유상증자 고려시 주당 NAV 6,500원

표3 신한알파리츠 실적 추이 및 전망

	2019	2020E	2021E	1H19	2H19	1H20E	2H20E	1H21E	2H21E
임대료수익	43.6	46.9	48.2	21.3	22.3	23.5	23.4	24.0	24.2
영업비용	20.7	21.0	21.4	9.3	11.4	10.5	10.6	10.7	10.8
감가상각비	6.2	6.2	6.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
비중 (%)	14.3	13.3	12.9	14.6	14.0	13.3	13.3	13.0	12.8
영업이익	22.9	25.9	26.8	12.0	10.9	13.0	12.9	13.3	13.5
OPM (%)	52.5	55.2	55.6	56.4	48.8	55.5	54.9	55.5	55.6
당기순이익	8.1	10.2	11.1	5.1	3.0	5.2	5.0	5.5	5.6
NI Margin (%)	18.6	21.7	23.0	23.9	13.5	22.0	21.3	22.8	23.2
# of shares (천 주)	47,603	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303
EPS (원)	170.0	194.4	211.8	106.6	63.4	98.9	95.5	104.5	107.4
DPS (원)	277.0	306.8	332.3	137.0	140.0	150.0	156.8	164.8	167.4
배당성향 (%)	163.0	157.8	156.9	128.5	220.9	151.7	164.1	157.8	156.0

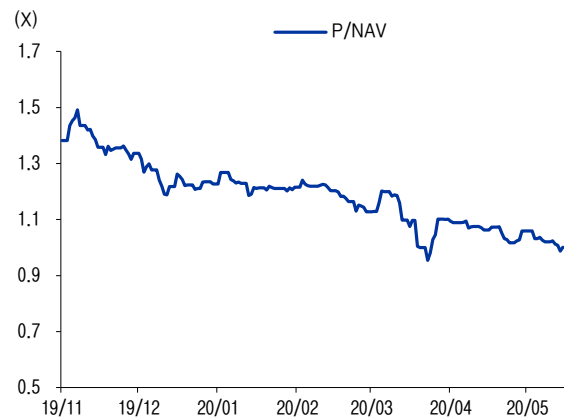
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 신한알파리츠 P/FFO 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 신한알파리츠 P/NAV 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

신한알파리츠(293940)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	18	23	24	24	25
현금 및 현금성자산	18	2	2	2	2
기타비금융자산	0	21	22	22	23
비유동자산	572	720	720	720	720
관계기업투자등	27	2	2	2	2
유형자산 및 투자부동	545	718	718	718	718
자산총계	590	743	744	744	745
유동부채	5	8	8	8	8
매입채무 및 기타채무	4	6	6	6	6
단기임대보증금 등	1	2	2	2	2
비유동부채	348	451	451	451	451
담보차입금	336	432	432	432	432
기타비유동부채	13	19	19	19	19
부채총계	353	459	459	459	459
자본금	42	52	52	52	52
자본잉여금	202	226	232	233	233
이익잉여금	-7	6	0	0	0
자본총계	237	284	284	285	285

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	12	23	25	26	15
당기순이익(손실)	-7	8	10	11	0
비현금수익비용가감	9	9	9	9	9
감가상각비	2	3	3	3	3
기타수익비용가감	6	5	5	5	5
영업활동 자산부채변동	16	6	6	6	7
미수금감소(증가)	0	0	0	0	0
임대보증금의증가(감)	11	7	7	8	8
미지급금의증가(감소)	2	1	1	1	1
기타자산, 부채변동	2	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금	-573	-168	0	0	0
투자부동산처분(취득)	-583	-250	0	0	0
관계기업투자의처분(취득)	1	27	0	0	0
기타투자활동	9	55	0	0	0
재무활동 현금	579	138	4	4	4
차입금의 증가(감소)	472	156	10	10	10
배당금의 지급	0	-6	-6	-6	-6
기타재무활동	107	-12	0	0	0
현금의 증가	18	-7	29	30	19
기초현금	0	18	11	40	69
기말현금	18	11	40	69	88

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	7	44	47	48	74
영업비용	8	21	21	21	33
영업이익	-1	23	26	27	41
EBITDA	1	29	32	33	51
영업외수익	0	0	0	0	0
영업외비용	8	16	16	16	24
세전계속사업손익	-2	1	0	0	0
법인세비용	-7	8	10	11	18
당기순이익	0	0	0	0	0
영업이익률 (%)	-7	8	10	11	18
EBITDA마진률 (%)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
당기순이익률 (%)	15.7	66.7	68.5	68.5	68.5
ROA (%)	-110.7	18.6	21.7	23.0	24.0
ROE (%)	-1.3	1.1	1.4	1.5	2.4
ROIC (%)	-3.1	2.9	3.6	3.9	6.2

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-39.7	36.5	29.1	26.7	16.7
P/B	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	619.0	25.8	23.4	22.7	14.8
P/NAV	n/a	1.0	1.0	1.0	1.0
P/FFO	n/a	20.7	18.0	17.1	10.9
배당수익률 (%)	1.9	4.5	4.9	5.4	8.3
성장성 (%)					
영업수익	n/a	547.4	7.6	2.8	53.3
순이익	n/a	흑전	25.7	9.0	59.9
안정성 (%)					
부채비율	149.3	161.9	161.6	161.4	161.1
유동비율	348.1	277.9	283.4	289.1	294.9
순차입금/자기자본(x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
총차입금 (십억원)	348	451	451	451	451
순차입금 (십억원)	330	428	427	427	426
주당지표(원)					
EPS	-157	170	214	233	372
BPS	4,973	5,961	5,971	5,981	5,991
DPS	116	277	307	332	517

신한알파리츠 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2019.11.19	신규	김세련									
			2019.11.19	Hold	9,000									
			2020.05.18	Buy	9,000									

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)

