2021년 5월 17일

기업분석 | 건설/건자재

신한알파리츠 (293940)

인플레이션에 따른 오피스 임차료 상승에 투자!

Analyst
김세련
02 3779 8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Hold (downgrade)

목표주가	9,000 원
현재주가	8,230 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (5/14)		3,153.32 pt
시가총액		4,307 억원
발행주식수		52,330 천주
52 주 최고가/최저가		8,230 / 6,120 원
90 일 일평균거래대금		10.35 억원
외국인 지분율		1.9%
배당수익률(19.12E)		1.4%
BPS(19.12E)		4,973 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	9.3%
	6 개월	-11.0%
	12 개월	-29.3%
주주구성	유진자산운용 (외 7 인)	33.9%
	미래에셋자산운용 (외 1 인)	6.6%

Stock Price

우량 오피스 자산 매입, 도모되는 성장성

지난해는 코로나19의 영향에도 불구하고 오피스 리츠인 신한알파리츠의 Peer 대비 주가 아웃퍼폼이 두드러졌다. 올해 리츠의 주가 반등세 속에서도 유독 신한알파리츠의 주가 상승이 두드러진 이유는 상장 리츠 중 우량 오피스 자산에 투자하는 리츠인데다, 오피스 자산의 특성 상 리테일 리츠와 같이 오프라인 트래픽 감소에 따른 이익 감소 리스크를 비켜 있었기 때문이다. 더불어 1) 트윈시티 남산 오피스 (자리츠, 2,680억원), 2) 을지로 신한 L타워 (자리츠, 2,890억원), 3) 삼성화재 역삼빌딩 (자리츠, 1,580억원)과 같은 우량 오피스가 추가로 자산에 편입되면서 자산 규모가 1.5조원 이상 확대되었다는 점 역시 긍정적이다. 오피스 빌딩 자산은 리테일 자산과 다르게 향후 Capital Gain까지 확보할 수 있다는 장점이 있고, 실제로 최근 공시를 통해 크래프톤 타워의 감정가액이 7,731억원 (기존 5,570억원)임을 발표한 바 있다. 추가로 리파이낸싱을 통한 조달금리 인하로 배당 여력이 추가로 확보될 수 있다는 점 역시 매력적이다.

목표주가 도달에 따른 투자의견 하향

우리는 지난해 신한알파리츠의 안정적이고 우량한 자산 편입, 리테일 리츠 대비 장기적인 NAV의 성장 기대감 및 Peer 대비 안정적인 이익 기조 확대를 감안하여 신한알파리츠를 리츠 내 Top-pick으로 추천을 유지한 바 있다. 다만 최근 다른 리츠 대비 빨랐던 주가 상승에 따라 목표주가에 도달하여 투자의견을 Hold로 하향 조정한다. 밸류에이션상의 업사이드는 다소 제한적이지만, 신한알파리츠가 핵심 오피스 빌딩을 보유하고 있는만큼 여전히 인플레이션 헷지 수단으로서의 투자 메리트는 유효하다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	44	49	52	54	56
영업이익	23	27	29	30	31
세전계속사업손익	8	8	9	10	11
순이익	8	8	9	10	11
EPS (원)	170	155	167	191	214
EPS증감률 (%)	흑전	-0.1	7.8	14.4	12.1
PER (x)	48.3	53.1	49.3	43.1	38.4
PBR (x)	1.51	1.23	1.23	1.22	1.22
배당수익률 (%)	3.4	3.7	3.9	4.1	4.4
ROE (%)	3.1	2.3	2.5	2.8	3.2
P/NAV (x)	0.91	0.91	0.89	0.87	0.86
P/FFO (x)	29.6	28.3	26.0	24.2	22.6
부채비율 (%)	187	288	288	287	287

주: IFRS 연결 기준
자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

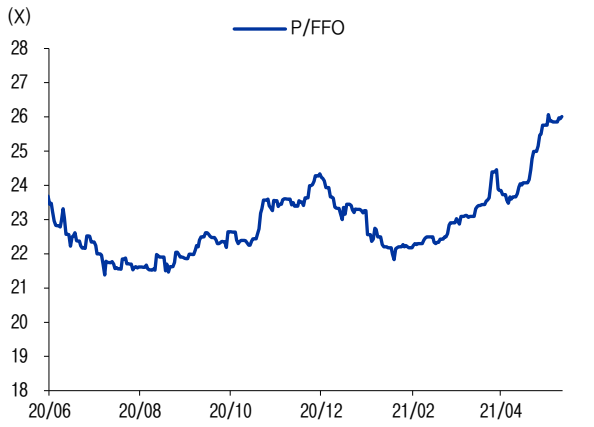
이베스트투자증권

표1 신한알파리츠 실적 추이 및 전망

	2019	2020	2021E	2022E	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22
임대료수익	43.6	49.4	52.4	54.1	23.1	26.4	25.7	26.6	26.8
영업비용	20.7	22.1	23.5	24.0	9.1	13.0	11.7	11.8	11.9
감가상각비	6.2	7.1	7.8	7.8	3.2	3.9	3.9	3.9	3.9
비중 (%)	14.3	14.3	14.9	14.4	13.7	14.8	15.2	14.6	14.6
영업이익	22.9	27.3	28.9	30.1	14.0	13.4	14.0	14.8	14.9
OPM (%)	52.5	55.3	55.1	55.7	60.5	50.7	54.5	55.6	55.4
당기순이익	8.1	8.1	8.7	10.0	5.8	2.5	4.0	4.7	4.8
NI Margin (%)	18.6	16.4	16.6	18.4	25.2	9.6	15.4	17.8	17.8
# of shares (천 주)	47,603	52,330	52,330	52,330	52,330	52,330	52,330	52,330	52,330
EPS (원)	170.0	154.5	166.5	190.5	112.6	48.3	75.8	90.7	91.3
DPS (원)	277.0	303.0	318.5	340.1	150.0	153.0	152.5	166.0	166.5
배당성향 (%)	163.0	196.1	191.3	178.5	133.2	316.9	201.3	182.9	182.4

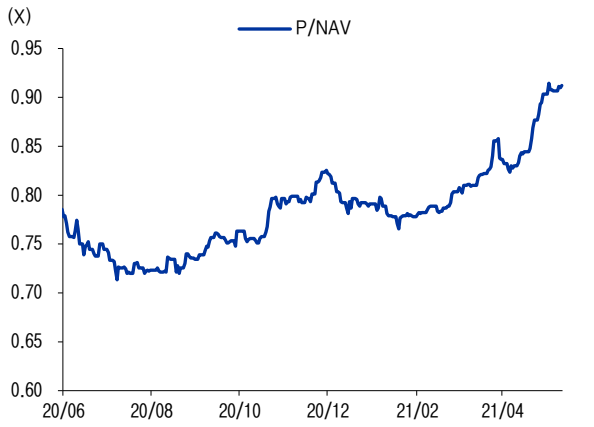
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 신한알파리츠 P/FFO 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 신한알파리츠 P/NAV 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

신한알파리츠 (293940)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	23	23	23	23	24
현금 및 현금성자산	2	14	14	14	14
기타비금융자산	21	9	9	9	9
비유동자산	720	1,336	1,336	1,336	1,336
관계기업투자등	2	9	9	9	9
유형자산 및 투자부동	718	1,326	1,326	1,326	1,326
자산총계	**743**	**1,358**	**1,359**	**1,359**	**1,359**
유동부채	33	141	141	141	141
매입채무 및 기타채무	25	110	110	110	110
단기임대보증금 등	9	31	31	31	31
비유동부채	451	867	867	867	867
담보차입금	432	838	838	838	838
기타비유동부채	19	29	29	29	29
부채총계	**484**	**1,008**	**1,008**	**1,008**	**1,008**
자본금	52	56	56	56	56
자본잉여금	226	207	294	294	295
이익잉여금	-19	87	0	0	0
자본총계	**259**	**350**	**351**	**351**	**351**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익	**44**	**49**	**52**	**54**	**56**
영업비용	**21**	**22**	**24**	**24**	**24**
영업이익	**23**	**27**	**29**	**30**	**31**
EBITDA	29	34	37	38	39
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	16	19	20	20	20
기타손익	1	0	0	0	0
세전계속사업손익	**8**	**8**	**9**	**10**	**11**
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	**8**	**8**	**9**	**10**	**11**
영업이익률 (%)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA마진률 (%)	66.7	69.6	70.0	70.1	70.1
당기순이익률 (%)	18.6	16.4	16.6	18.4	20.0
ROA (%)	1.1	0.6	0.6	0.7	0.8
ROE (%)	3.1	2.3	2.5	2.8	3.2
ROIC (%)	7.8	5.6	5.9	6.1	6.4

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**23**	**22**	**23**	**25**	**26**
당기순이익(손실)	8	8	9	10	11
비현금수익비용가감	9	-2	-2	-2	-2
감가상각비	3	3	3	3	3
기타수익비용가감	5	-4	-4	-4	-4
영업활동 자산부채변동	6	16	16	16	17
미수금감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
임대보증금의증가(감	7	0	0	0	0
미지급금의증가(감소)	1	-1	-1	-1	-1
기타자산, 부채변동	-2	18	18	18	19
투자활동 현금	**-168**	**4**	**0**	**0**	**0**
투자부동산처분(취득)	-250	0	0	0	0
관계기업투자의처분(취득)	27	0	0	0	0
기타투자활동	55	4	0	0	0
재무활동 현금	**138**	**-24**	**-15**	**-15**	**-11**
차입금의 증가(감소)	156	-15	-5	-5	0
배당금의 지급	-6	-10	-10	-10	-11
기타재무활동	-12	0	0	0	0
현금의 증가	**-7**	**2**	**8**	**9**	**16**
기초현금	18	11	12	20	30
기말현금	11	12	20	30	45

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	48.3	53.1	49.3	43.1	38.4
P/B	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	29.5	37.0	34.7	33.6	32.5
P/NAV	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FFO	29.6	28.3	26.0	24.2	22.6
배당수익률 (%)	3.4	3.7	3.9	4.1	4.4
성장성 (%)					
영업수익	547.4	13.5	6.0	3.3	3.1
순이익	흑전	-0.1	7.8	14.4	12.1
안정성 (%)					
부채비율	187.2	287.9	287.6	287.2	286.8
유동비율	69.7	16.0	16.3	16.6	17.0
순차입금/자기자본(x)	1.7	2.5	2.5	2.5	2.5
총차입금 (십억원)	451	867	867	867	867
순차입금 (십억원)	428	845	844	844	843
주당지표(원)					
EPS	170	155	167	191	214
BPS	5,436	6,690	6,699	6,707	6,716
DPS	277	303	318	340	361

신한알파리츠 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.11.19	변경	김세련									
2019.11.19	Hold	9,000	-6.1		-20.1						
2020.06.08	Buy	9,000	-8.5		-21.5						
2021.05.17	Hold	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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
(업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)