

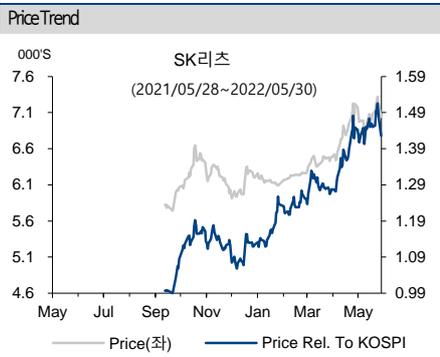
SK 리츠 (395400)

Hold (Initiate)

목표주가(12M)	7,200원(신규)
증가(2022/05/30)	7,000원
상승여력	2.9%

Stock Indicator	
자본금	775십억원
발행주식수	15,502만주
시가총액	1,085십억원
외국인지분율	1.1%
52주 주가	5,700~7,280원
60일평균거래량	312,987주
60일평균거래대금	2.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	12.5	17.8	21.1
상대수익률	-1.6	13.6	23.8	37.4



FY	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익(십억원)	36	73	75	76
순이익(십억원)	15	38	40	41
FFO(십억원)	19	46	49	49
EPS(원)	97	245	260	265
BPS(원)	5,010	4,959	4,905	4,852
DPS(원)	123	296	314	319
P/FFO(배)	49.9	23.4	22.3	21.9
PER(배)	63.4	28.5	26.9	26.4
PBR(배)	1.2	1.4	1.4	1.4
배당수익률(%)	2.0	4.2	4.5	4.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/리츠/운송] 배세호
(2122-9178) seho.bae@hi-ib.com

높은 주가가 유일한 단점

리츠 소개

SK리츠는 주유소 116개, 오피스 1개(SK서린빌딩)을 자산으로 담고 있는 복합형 리츠다. 서린빌딩은 CBD(종로구 서린동)에 위치한 연면적 25,358평(83,827m)의 대형 오피스로 SK㈜가 임차인으로 5년간 책임 임차를 하고 있다. 주유소 자산은 총 116개(수도권 56개, 지방 60개)로 SK에너지가 10년간 책임 임차하고 있다. 결산월은 3, 6, 9, 12월로 연간 4회 배당을 실시하고 있다.

1) 리츠 대형화, 2) 주유소 개발 기대감

SK리츠는 SK그룹의 우량 부동산을 지속적으로 편입하며 포트폴리오 분산 및 주당 배당금 증가를 기대할 수 있다. SK그룹 입장에서는 부동산을 리츠에 매각 혹은 현물 출자를 통해 자산을 효율화 할 수 있고, SK리츠는 스폰서에게 안정적으로 자산을 조달할 수 있어 선순환이 가능하다. SK㈜가 SK리츠 지분 50%를 보유하고 있는 압도적인 최대주주 지위를 유지하고 있다는 점에서 선순환 구조에 대한 신뢰성을 높인다. SK-U타워(분당구), SK-T타워(중구), SK플래닛타워(분당구) 우선매수협상권을 보유하고 있고, SK U 타워 (연면적 26,258평, 책임임차인: SK하이닉스)는 2022년 6월 30일 편입 예정이다.

주유소 자산은 1) 지가 상승과 2) 개발에 따른 임대수익 및 매각 차익을 기대할 수 있다. 주유소 자산은 오피스 등 전통적인 부동산 자산과 달리 개발 방향에 따라 큰 폭의 가치 증가를 기대할 수 있다. 주유소 부지 재개발은 용도 변경을 완료하고, 향후 개발 수익을 반영한 매각 차익을 실현할 수 있고, 혹은 PFV 설립해 개발을 직접 추진할 수도 있다. 이 외에도 활용 가능성이 적은 비효율 자산에 대해서는 바로 매각을 추진해 특별 배당금을 기대할 수도 있다.

투자의견 Hold, 목표주가 7,200 원

SK리츠의 투자의견 Hold, 목표주가 7,200원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 보유 자산(SK서린빌딩, 주유소)에 대한 NAV Valuation 방식을 사용했다. 목표주가 산정에는 2022년 6월 30일 편입 예정인 SK-U타워(분당구 정자동, 매입가액 5,072억원)는 고려하지 않았다. 차입금 발행 조건 등에 따라 목표주가는 재조정될 수 있다. 단기 주가 상승에 따른 Valuation 부담은 존재하지만, 주유소 개발 및 자산 신규 편입 모멘텀에 따라 주가가 추가 상승할 수 있다.

리츠 소개

SK리츠는 주유소 116개, 오피스 1개(SK서린빌딩)을 자산으로 담고 있는 복합형 리츠다. 서린빌딩은 CBD(종로구 서린동)에 위치한 연면적 25,358평(83,827m)의 대형 오피스로 SK(주)가 임차인으로 5년간 책임 임차를 하고 있다. 주유소 자산은 총 116개(수도권 56개, 지방 60개)로 SK에너지가 10년간 책임 임차하고 있다. 결산월은 3, 6, 9, 12월로 연간 4회 배당을 실시하고 있다.

SK서린빌딩은 CBD 지역 내 최고 수준의 빌딩으로 양호한 자산 가치 상승이 기대된다. 2021년 11월 기준 가치 추정 컨설팅 결과 빌딩 가치는 1.06조원으로 매입 5개월 만에 자산가치가 5.3% 증가했다. 임대료는 직전연도 CPI 연동(최소 1.5%)로 꾸준한 증가가 기대된다.

장부가액 95%가 토지로 구성된 주유소 자산은 지가 상승에 따른 가치 증대가 기대된다. 특히 수도권 비중은 48%에 육박하며, 부동산가치추정 컨설팅 결과 매입 5개월만에 약 6.2%의 가치가 증가한 것으로 추정된다. 장기적으로는 주유소 자산 개발에 따른 임대 수익 증가 및 매각 차익도 기대할 수 있다.

SK리츠는 SK그룹의 SK-U타워(분당구), SK-T타워(중구), SK플래닛타워(분당구)에 대한 우선매수협상권을 보유하고 있고, SK U 타워 (연면적 26,258평, 책임임차인: SK하이닉스)는 6월 30일 편입 예정이다.

표1. SK 리츠 자산 포트폴리오

	SK서린빌딩	주유소(116개)
매입가액	10,030억원	7,654억원
매입 Cap rate	3.9%	4.2%
임차인	SK(주)	SK에너지
임대차 기간	5년	10년
임대료 인상률	직전연도 CPI인상률 연동	1~5년 임대료 고정, 6년~ 직전연도 CPI인상률 연동
운영비 부담	Triple Net	Triple Net

자료: SK리츠, 하이투자증권

주: Triple Net은 임차인이 관리비, 보험료 및 제세공과금을 모두 부담

표2. 주유소(클린에너지위탁관리부동산투자회사) 상세 현황

	서울	경기/인천	지방광역시	기타	합계
주유소 수	16	40	28	32	116
대지면적m ²	19,727	63,518	42,603	45,094	170,942
대지면적(평)	5,967	19,214	12,887	13,641	51,710
매입금액	219,652	273,773	186,016	85,961	765,406
대지 매입 금액	211,831	259,098	177,389	77,745	726,063
대지 평균 매입 평당가	35.5	13.5	13.8	5.7	14

자료: SK리츠, 하이투자증권

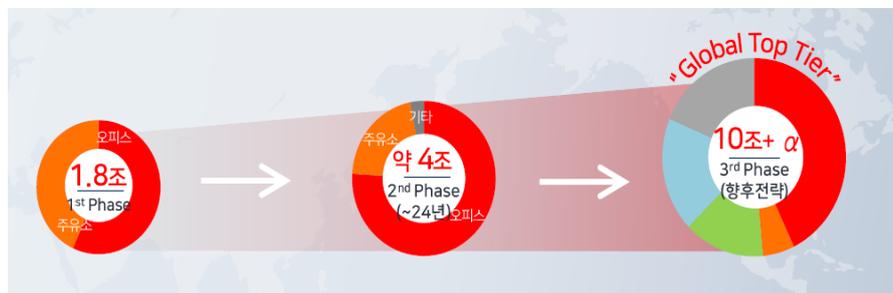
스폰서(SK그룹)를 통한 포트폴리오 대형화 기대

SK리츠는 SK그룹의 우량 부동산을 지속적으로 편입하며 포트폴리오 분산 및 주당 배당금 증가를 기대할 수 있다. SK그룹 입장에서는 부동산을 리츠에 매각 혹은 현물 출자를 통해 자산을 효율화 할 수 있고, SK리츠는 스폰서에게 안정적으로 자산을 조달할 수 있어 선순환이 가능하다. SK(주)가 SK리츠의 지분 50%를 보유하고 있는 압도적인 최대주주 지위를 유지하고 있다는 점에서 선순환 구조에 대한 신뢰성을 높인다.

SK리츠는 SK-U타워(분당구), SK-T타워(중구), SK플래닛타워(성남시 분당구)에 대한 우선매수협상권을 보유하고 있고, SK U 타워(연면적 26,258평, 책임임차인: SK하이닉스)는 2022년 5월 25일 양수 결정에 따라 매입가액 5,072억원에 6월 30일부로 자산으로 편입될 예정이다.

SK리츠에 따르면 SK그룹의 부동산을 지속적으로 편입하며 2024년까지 오피스, 주유소, 기타 등 약 4조원의 AUM(현재 1.8조원)을 달성하는 것을 목표로 하고 있으며, 궁극적으로는 10조원 이상의 AUM을 보유한 리츠를 추구하고 있다.

그림1. SK 리츠 AUM 목표



자료: SK리츠, 하이투자증권

그림2. SK 리츠 DPS 추이 및 전망



자료: SK리츠, 하이투자증권

그림3. SK 리츠 FFO(배당가능이익) 추이 및 전망



자료: SK리츠, 하이투자증권

주유소 자산 가치 상승 기대감

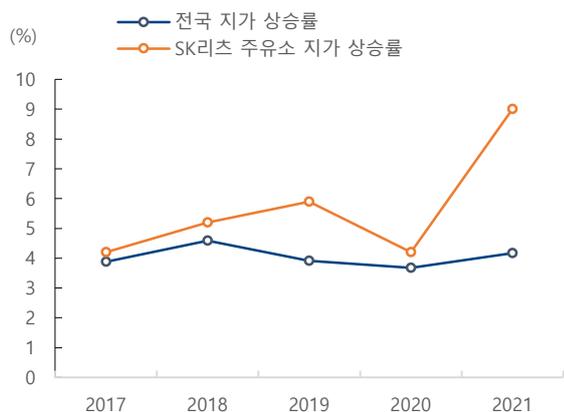
주유소 자산은 1) 지가 상승과 2) 개발에 따른 임대수익 및 매각 차익을 기대할 수 있다. 오피스 등 전통적인 부동산 자산과 달리 주유소 자산은 개발 방향에 따라 큰 폭의 가치 증가를 기대할 수 있다.

주유소 자산은 장부가액 기준으로 95% 이상이 토지로 구성되어 있다. 주유소 자산의 수도권 비중은 개수 기준으로는 48.3%, 연면적 비중으로도 48.7%를 차지한다. 전국 지가는 2017~2021년 연평균 4.1% 상승했고, 유동 인구가 많고, 교통 입지가 좋은 주유소 자산 특성상 SK리츠 보유 주유소 자산의 지가는 2017~2021년 연평균 5.7% 상승했다. 향후에도 SK리츠 주유소 자산은 전국 지가 상승률 보다 빠른 상승률을 기록할 것으로 기대된다.

지가 상승과 더불어 주유소 자산이 큰 폭의 가치 증가를 기대할 수 있는 것은 개발 가능성이다. 주유소는 자체의 효용성은 지속적으로 축소되고 있다. 전국 주유소 자산은 2010년 12,091개에서 2021년 11,186개로 1,715개 감소했다. 이는 EV 침투율 상승에 따른 구조적 감소다. 대신 주유소 자산을 오피스 빌딩, 주거 시설 등으로 재개발을 위한 용도 변경을 추진하거나 혹은 도심 물류센터, 주차장, 리테일 점포 등으로 임대 공간의 추가 창출이 가능하다.

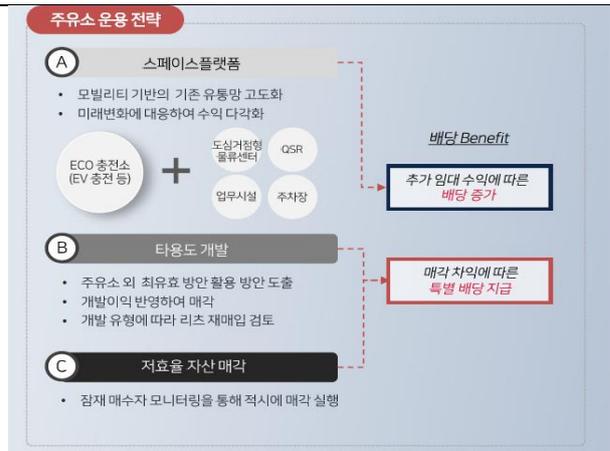
주유소 부지 재개발은 용도 변경을 완료하고, 향후 개발 수익을 반영한 매각 차익을 실현할 수 있고, 혹은 PFV 설립해 개발을 직접 추진할 수도 있다. 이외에도 활용 가능성이 적은 비효율 자산에 대해서는 바로 매각을 추진해 특별 배당금을 기대할 수도 있다.

그림4. SK 리츠 주유소 지가 상승률 vs. 전국 지가 상승률



자료: 한국감정원, SK리츠, 하이투자증권

그림5. SK 리츠의 주유소 운용 전략



자료: SK리츠, 하이투자증권

Valuation 및 목표주가

SK리츠의 투자 의견 Hold, 목표주가 7,100원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV Valuation 방식을 사용했으며, SK서린빌딩과 주유소 자산의 Target value에 순차입금을 차감하여 산출했다. 목표주가는 Implied P/FFO 22.9배에 해당한다.

1Q22 기준 서울 주요 권역 오피스의 Cap rate는 3% 초중반대에 형성되었던 것으로 파악된다. 금리 상승에 따라 Cap rate 상승 압박이 일정 부분 있을 것으로 예상하지만, SK서린빌딩이 CBD 권역 프라임급 오피스 중에서도 2만평 이상의 희소한 자산이고, 트리플 역세권(1, 2, 5호선)이라는 점에서 Target cap rate를 3.4%로 설정했다.

주유소 자산 116개의 경우, 지난 5년(2017~2021년) 평균 공시지가 상승률 5.7%을 적용했으며, 용도 전환 등의 개발 가능성을 고려해 10% 할증을 부여했다.

목표주가 산정에는 2022년 5월 25일 양수 결정을 한 SK-U타워(분당구 정자동, 매입가액 5,072억원)은 고려하지 않았다. 인수에 필요한 차입금 발행 조건 등에 따라 목표주가는 재조정될 수 있다.

표3. 목표주가 산정(NAV)

(십억원, %, 원, 배)	Valuation
오피스 자산	
- 2023E SK서린빌딩 NOI (a)	42.3
- Target cap rate (b)	3.40%
- Target value (c) = (a/b)	1,243
주유소 자산	
- 매입금액 (d)	765
- 예상 지가상승률(2021~2023) (e)	11.7
- Fair Value (f)	855
- 할증률 (g)	10
- Target Value (i) = (f)*(g)	941
2022년말 순차입금 (j)	1,077
NAV (k) = (c)+(i)-(j)	1,094
주식수(백만주) (l)	155
주당 NAV (m) = (k) / (l)	7,200
목표 주가	7,200
현재 주가	7,000
상승 여력	1.4

자료: 하이투자증권

표4. SK 리츠 영업실적 추이 및 전망(3월, 6월, 9월, 12월 결산)

(십억원, %)	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
영업수익	18.1	18.3	18.3	18.3	18.6	18.9	18.9	18.9	73.2	75.2	76.1
SK서린빌딩	10.1	10.3	10.3	10.3	10.6	10.8	10.8	10.8	41.1	43.1	44.0
YoY			9.2	0.3	5.0	5.0	5.0	5.0	108.1	5.0	2.0
주유소	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	32.1	32.1	32.1
YoY			5.0	-3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	101.5	0.0	0.0
영업비용	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	13	13	14
YoY			-7.2	-1.0	1.8	1.1	1.1	1.1	91.1	1.2	0.4
감가상각비	2	2	2	2	2	2	2	2	8.3	8.3	8.3
YoY			5.0	-1.0	1.2	0.0	0.0	0.0	103.2	0.3	0.0
NOI	17.6	17.8	17.8	17.8	18.1	18.3	18.3	18.3	71.0	73.0	73.8
YoY	6.1	-1.3	1.2	0.0	1.6	2.8	1.2	0.0	105.1	2.8	1.1
영업이익	14.8	15.0	15.0	15.0	15.3	15.5	15.5	15.5	60	62	63
YoY	9.9	-1.3	1.2	0.0	1.8	3.2	1.4	0.0	108.6	3.2	1.3
영업이익률	82	82	82	82	82	82	82	82	81.8	82.1	82.2
영업외손익	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-22	-21	-21
금융비용	5	5	5	5	5	5	5	5	22	22	22
세전이익	9	10	10	10	10	10	10	10	38	40	41
순이익	9	10	10	10	10	10	10	10	38	40	41
FFO(배당가능이익)	11	12	12	12	12	12	12	12	46	49	49
배당액	11	12	12	12	12	12	12	12	46	49	49
보통주 주식 총수(백만주)	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
보통주 주당 배당금(원)	71	75	75	75	77	79	79	79	296	314	319

자료: Dart, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표(3월, 6월, 9월, 12월 결산)

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	24	28	27	30	영업수익	36	73	75	76
현금 및 현금성자산	12	20	26	31	증가율(%)		105.1	2.8	1.1
기타유동자산	12	8	0	-2	영업비용	7	13	13	14
비유동자산	1,860	1,852	1,843	1,835	감가상각비	4	8	8	8
투자부동산	1,860	1,852	1,843	1,835	NOI	35	71	73	74
관계기업자산	0	0	0	0	영업이익	29	60	62	63
자산총계	1,884	1,880	1,870	1,865	증가율(%)		108.6	3.2	1.3
유동부채	4	4	4	7	영업이익률(%)	36	73	75	76
단기차입금	0	0	0	0	이자수익	0	0	0	0
비유동부채	1,104	1,104	1,106	1,106	이자비용	14	22	22	22
장기차입금	1,045	1,045	1,045	1,045	지분법이익(손실)	0	0	0	0
임대보증금	52	52	52	52	기타영업외손익	0	0	0	0
부채총계	1,108	1,108	1,110	1,112	세전계속사업이익	15	38	40	41
지배주주지분	777	769	760	752	법인세비용	0	0	0	0
자본금	78	78	78	78	세전계속이익률(%)	36	73	75	76
자본잉여금	687	687	687	687	당기순이익	15	38	40	41
이익잉여금	12	4	-4	-13	순이익률(%)	36	73	75	76
기타자본항목	0	0	0	0	지배주주귀속 순이익	15	38	40	41
비지배주주지분	0	0	0	0	FFO(배당가능이익)	19	46	49	49
자본총계	777	769	760	752	증가율(%)		142.1	5.0	1.7

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	82	53	54	54	주당지표(원)				
당기순이익	15	38	40	41	EPS	97	245	260	265
유형자산감가상각비	4	8	8	8	BPS	5,010	4,959	4,905	4,852
투자활동 현금흐름	-1,875	0	0	0	DPS	123	296	314	319
투자부동산의 취득	-1,864	0	0	0	Valuation(배)				
투자부동산의 처분	0	0	0	0	PER	63.4	28.5	26.9	26.4
재무활동 현금흐름	1,806	-45	-48	-49	PBR	1.2	1.4	1.4	1.4
단기차입금의 증감	0	0	0	0	P/FFO	49.9	23.4	22.3	21.9
장기차입금의 증감	1,044	0	0	0	Key Financial Ratio(%)				
보통주 발행	770	0	0	0	ROE	1.9	4.9	5.3	5.5
배당금지급	-8	-45	-48	-49	배당수익률	2.0	4.2	4.5	4.6
현금및현금성자산의증감	12	8	6	5	부채비율(부채/자산)	58.8	58.9	59.3	59.6
기초현금및현금성자산	0	0	20	26	순차입금비용	57.0	57.3	57.3	57.2
기말현금및현금성자산	12	20	26	31	이자보상비율(x)	2.1	2.7	2.8	2.9

자료 : SK 리츠, 하이투자증권

SK 리츠
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-05-31	Hold	7,200	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 배세호)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	97.3%	2.7%	-