

신한알파리츠 (293940)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	9,700원(신규)
증가(2022/05/30)	7,950원
상승여력	22.0 %

Stock Indicator	
자본금	56십억원
발행주식수	7,383만주
시가총액	587십억원
외국인지분율	3.2%
52주 주가	7,560~8,651원
60일평균거래량	197,305주
60일평균거래대금	1.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	0.9	1.3	-4.0
상대수익률	0.7	2.0	7.2	12.2



FY	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익(십억원)	90	98	100	102
순이익(십억원)	8	18	18	18
FFO(십억원)	16	28	29	29
EPS(원)	151	239	248	249
BPS(원)	5,327	5,703	5,515	5,327
DPS(원)	369	383	392	393
P/FFO(배)	25.7	20.8	20.3	20.2
PER(배)	52.8	33.2	32.1	31.9
PBR(배)	1.5	1.4	1.4	1.5
배당수익률(%)	4.6	4.8	4.9	4.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

Alpha REITs

리츠 소개

신한알파리츠는 주요 권역 CBD, GBD, BBD에 오피스 자산을 담고 있는 리츠다. 2018년 7월 상장 당시 판교 크래프트타워(前 판교 알파돔 타워)를 기초자산으로 하는 1물 1리츠였으나, 자리츠를 통해 2018년 용산 더 프라임, 2020년 대일빌딩, 트윈시티남산, 신한타워, 2021년 역삼타워, 와이즈타워를 차례로 매입하면서 매입가액 기준 자산 규모는 2018년 5천억원 → 2022년 1.8조원(감정평가 기준 2.2조원)으로 늘어났다. 3, 9월 결산으로 연간 2회 배당을 실시한다.

1) DPS의 안정적인 증가, 2) 오피스 자산 가치 증대

주당 배당금(DPS)의 꾸준한 증가가 기대된다. 자산 매입에 있어 경쟁력 있는 금리(가중평균 금리 2.77%)와 높은 부채비율 82.1%(22.3말 기준)로 레버리지 효과를 높이고 있다. 이에 3차례의 유상증자에도 불구하고 주당 배당금은 2기(19.4~19.9) 137원 → 7기(21.10~22.3) 192원으로 꾸준히 증가해왔다. 연간 2~3% 수준의 임대료 상승 조건이 있어 추가 자산 편입이 없다고 가정해도 2022년(22.4~23.3) DPS는 383원으로 2021년(21.4~22.3) 대비 3.8% 증가할 것으로 기대된다.

보유 오피스 자산 가치 증대가 기대된다. 서울 주요 권역의 오피스는 1) 공실률 하락 및 임대료 상승이 계속되고 있고, 2) 공급이 제한되어 있어 매도자 우위가 최소 2023년까지 지속될 것으로 보인다. 1Q22 서울 주요 권역의 오피스 공실률은 5개 분기 하락하고 있다. 추가적으로 신한알파리츠는 GTX-A 노선, 서울역 북부 역세권 개발 등 개발 호재가 많은 서울역 인근에 자산(트윈시티 남산, 와이즈타워)을 보유하고 있다는 점에서도 높은 자산 가치 상승을 기대할 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 9,700 원

신한알파리츠에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 9,700원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년(23.4~24.3) 예상 NOI(순영업소득)에 Target cap rate 3.80%를 적용했다. 목표주가는 Implied P/FFO 24.8배에 해당한다. 신한알파리츠는 현재 용산 더 프라임 매각을 추진하고 있다. 감정평가 기준 매각 차익은 637억원이 예상되고, 관련 비용(매각기본수수료, 매각차익수수료)을 제해도 배당가능이익은 550억원에 해당한다. 이는 DPS 745원, 시가 배당률 9.4%에 해당한다.

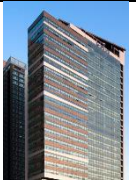
리츠 소개

신한알파리츠는 주요 권역 CBD, GBD, BBD에 오피스 자산을 담고 있는 리츠다. 2018년 7월 상장 당시 판교 크래프톤 타워(前 판교 알파돔 타워)를 기초자산으로 하는 1물 1리츠였으나, 자리츠를 통해 2018년 용산 더 프라임, 2020년 대일빌딩, 트윈시티 남산, 신한L타워, 2021년 역삼타워, 와이즈타워를 차례로 매입하면서 매입가액 기준 자산 규모는 2018년 5천억원 → 2022년 1.8조원(감정평가 기준 2.2조원)으로 늘어났다.

자산 매입에 있어 경쟁력 있는 금리(가중평균 대출 금리 2.77%)와 높은 부채비율 82.1%(22.03말 기준)로 레버리지 효과를 높이고 있다. 이에 3차례의 유상증자에도 불구하고 주당 배당금은 2기(19.4~19.9) 137원 → 7기(21.10~22.03) 192원으로 꾸준히 증가해왔다.

신한알파리츠의 유효 연면적 기준 임대율은 97%로 100%에 가까운 수준이고, 만약 공실률이 상승할 때 신한생명, 신한은행 등 신한금융그룹의 리테일 점포가 임차인으로 역할을 할 수 있어 공실률 측면에서 경쟁력이 있다.

표1. 신한알파리츠 자산 포트폴리오

	크래프톤 타워	용산 더 프라임	대일빌딩	트윈시티 남산	신한L타워	삼성화재 역삼빌딩	와이즈타워
사진							
연면적(평)	30,146	11,800	2,688	11,360	9,327	5,279	12,802
위치	분당구 분당 내곡로 117	용산구 원효로 90길 11	중구 남대문로 120	용산구 한강대로 366	중구 삼일대로 358	강남구 테헤란로 114	중구 세종대로 17
준공년월	2018-03	2014-03	2018-11	2015-03	2016-03	1996-03	2003-12
취득일자	2018-04	2018-10	2020-03	2020-08	2020-09	2021-03	2021-09
매입금액(억원)	5,182	1,651	680	2,386	2,798	1,584	3,330
평당 매입가(만원/평)	1,719	1,399	2,530	2,100	3,000	3,001	2,601
매입 Cap rate(%)	5.2	5.3	4.4	3.9	3.4	4.0	3.6
감정평가금액(억원)	7,731	2,288	713	2,684	2,885	1,956	3,595
감정평가일자	2021-02	2020-06	2020-03	2020-05	2020-06	2022-02	2022-02
임대율(%)	98	98	100	93	100	100	91

자료: 신한알파리츠, 하이투자증권

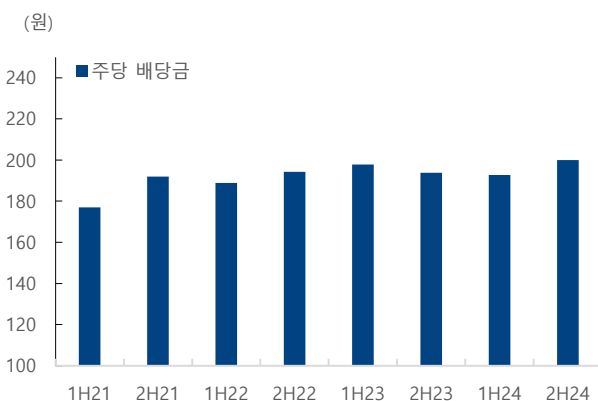
꾸준한 자산 편입을 통한 주당 배당금 증가

신한알파리츠는 2018년 용산 더 프라임, 2020년 대일빌딩, 트윈시티남산, 신한L타워, 2021년 삼성화재 역삼타워, 와이즈타워를 차례로 매입하는 등 적극적인 자산 매입을 진행했다. 이에 DPS는 2기(19.4~19.9) 137원 → 7기(21.10~22.3) 192원으로 꾸준히 증가해왔다. 연간 2~3% 수준의 임대료 상승이 기대되어 추가 자산 편입이 없다고 가정해도 2022년(22.4~23.3) DPS는 383원으로 2021년(21.4~22.3) 대비 3.8% 증가할 것으로 기대된다.

7기(21.10~22.03)말 기준 신한알파리츠의 부채비율은 82.1%(부채/자산)로 국내 상장 리츠 평균인 50~60% 대비 높은데, 이는 레버리지를 이용해 적극적으로 자산을 매입했기 때문이다. 신한알파리츠는 2021년 삼성화재 역삼빌딩(매입가액 1,584억원, 매입 Cap rate 4.0%), 와이즈타워(매입가액 3,330억원, 매입 Cap rate 3.6%)를 매입했다. 매입을 위해 삼성화재 역삼빌딩은 1,025억원(고정금리 2.6%), 와이즈타워는 선순위 2,190억원(고정금리 2.8%), 중순위 350억원(고정금리 4.3%)의 대출을 사용했다. 본격적인 금리 상승 이전에 상대적으로 낮은 금리로 선제적인 자산 매입이었다는 점에서 긍정적이다.

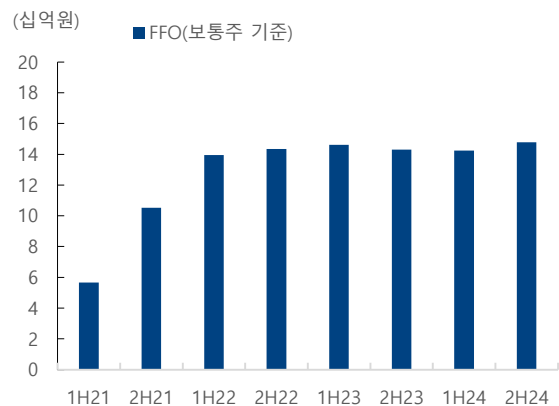
신한알파리츠의 가중 평균 금리는 2.77%, 가중 평균 대출 만기는 3.1년으로 2023년 하반기 중 3,555억원(전체 대출의 26%)의 대출 만기가 도래하지만 이외에 대출 만기는 2026년 중에 집중되어 있어 금리 상승에 따른 주당 배당금 감소 효과는 매우 제한적일 것으로 예상된다.

그림1. 신한알파리츠 주당 배당금 추이 및 전망



자료: Dart, 하이투자증권

그림2. 신한알파리츠 FFO 추이 및 전망(보통주 기준)



자료: Dart, 하이투자증권

주요 오피스 권역 자산 가치 증가

신한알파리츠가 보유한 오피스 자산 가치가 빠르게 상승할 것으로 기대된다. 주요 권역의 오피스는 1) 공실률 하락 및 임대료 상승이 계속되고 있고, 2) 공급 공백 시기로 매도자 우위가 최소 2023년까지 지속될 것으로 보이기 때문이다.

부동산 시장 조사 기관 Savills에 따르면 1Q22 서울 대표 오피스 권역 CBD(도심), GBD(강남), YBD(여의도)의 프라임 오피스(1만평 이상 대형 오피스) 공실률은 각각 9.7%, 2.8%, 8.1%를 기록해 전분기대비 각각 1.0%p, 1.9%p, 1.5%p 하락했다. 주요 권역의 오피스 공실률은 5개 분기 하락하고 있고, 2017-2021년 평균 대비해서도 각각 3.5%p, 2.7%p, 6.7%p 낮은 수준이다.

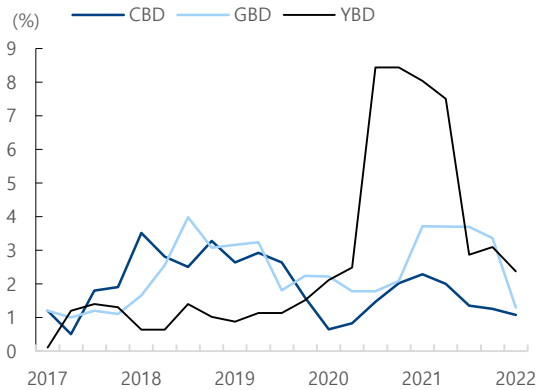
2022년에는 예정되어 있는 주요 권역 내 프라임급 오피스 공급 계획이 없기 때문에 공실률은 꾸준히 하락할 것으로 보인다. 2023년은 여의도 TP타워(舊 사학연금빌딩, 42,900평), 브라이튼타워(17,800평) 등 총 87,900평 공급 계획이 있지만, 2017-2021년 평균 공급 면적 94,200평 대비 소폭 적은 수준이다. 2023년까지 주요 권역의 프라임부터 우수한 미드사이즈 오피스까지 매도자 우위가 예상된다.

현재 Cap rate 하락과 더불어 국고채 시장 금리 상승에 따라 Cap rate - 10년물 시장 금리가 1%p 수준까지 하락하는 등 오피스 투자에서 우호적인 시장 상황은 아니지만, 그럼에도 불구하고 1) 오피스를 찾는 실수요자(End user)가 꾸준하다는 것과, 2) AUM을 유지하고 싶은 펀드, 리츠 수요로 오피스 가치 증가를 이끌 수 있는 투자는 지속될 것으로 보인다.

추가적으로 신한알파리츠는 주요 오피스 권역 내 자산 가치 상승이 상대적으로 높은 서울역 인근에 자산(트윈시티남산, 와이즈타워)을 보유하고 있다는 점에서 높은 자산 가치 상승을 기대할 수 있다. 서울역 인근은 GTX-A 노선, 서울역 북부 역세권 개발(연면적은 35만㎡ 복합시설) 등 개발 호재가 산적하다.

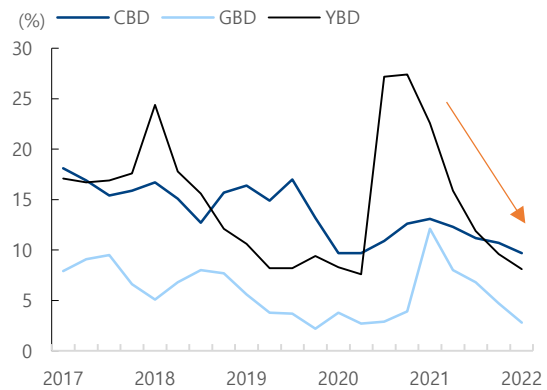
교통, 개발 호재와 맞물려 대표적으로 이미 메리츠화재, 이지스자산운용은 투자를 진행하고 있다. 메리츠화재는 서울역 바로 인근(봉래동 1 가 57-2 일대) 7 개의 소규모 빌딩을 허물고, 지하 6 층~ 지하 20 층 오피스 빌딩 건축 사업을 진행 중에 있다. 이지스자산운용은 2021 년 서울시 중구 밀레니엄 힐튼(CDL 호텔코리아)을 1.1 조원에 인수했다. 이지스자산운용은 밀레니엄 힐튼을 허물고, 오피스, 호텔 등 복합시설을 지을 예정이다.

그림3. 서울 주요 오피스 권역 임대료 상승률(YoY)



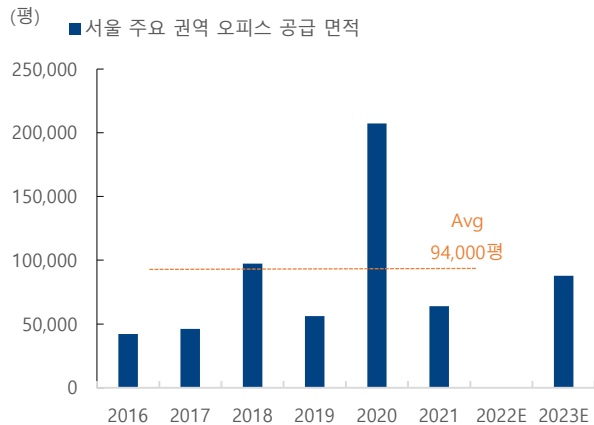
자료: Savills, 하이투자증권

그림4. 서울 주요 오피스 권역 임대료 공실률



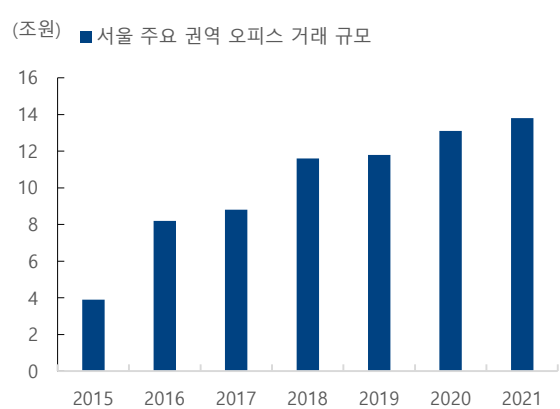
자료: Savills, 하이투자증권

그림5. 서울 주요 권역 프라임급 오피스 공급 추이 및 전망



자료: Savills, 하이투자증권

그림6. 서울 주요 권역 오피스 거래 규모



자료: Savills, 하이투자증권

그림7. 서울 북부 역세권 개발

서울역 북부역세권 개발사업 개요

□ 대상지 현황

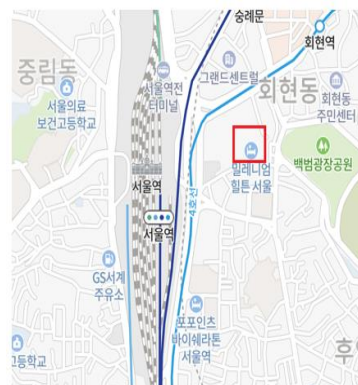
- 위치 : 중구 봉래동2가 122번지 일원 (서울역 북부역세권)
- 면적 : 29,298㎡
- 도시계획 : 제3종일반주거지역·일반상업지역, 철도

□ 개발계획 주요내용 ※ 현재 설계중

- 도시계획 변경
 - 용도지역 변경 : 제3종일반주거지역·일반상업지역 → 일반상업지역
 - 도시계획시설 폐지 : 철도 폐지
- 건축계획(안) : 지하5층 ~ 지상40층, 5개동
 - 건폐율 59.99%, 용적률 793.7%, 연면적 약35만㎡
 - 도입용도 : 업무시설, 숙박시설, 판매시설, 문화집회시설(컨벤션), 오피스텔
- 공공기여 : 서울로7017 등 연결보행로, 청파공원, 청파로89길, 광역교통인프라 조성 비용(철도지하화 등) 등

자료: 서울시, 하이투자증권

그림8. 힐튼호텔 개발 계획



위치: 서울 중구 남대문로5가
 매각자: CDL호텔코리아
 매각대상: 밀레니엄 힐튼 호텔
 인수자: 이시스자산운용
 매각대금: 1.1조원
 계획: 오피스, 호텔 등 복합시설 개발

자료: 언론 보도, 하이투자증권

Valuation 및 목표주가

신한알파리츠의 투자 의견 Buy, 목표주가 9,700원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년(23.04~24.03) 예상 조정 NOI(순영업소득) 798억원에 Target cap rate 3.80%를 적용한 뒤, 차입금, 종류주 가치 등을 차감하여 보통주 기준 주당 NAV를 산출했다. 목표주가는 Implied P/FFO 24.0배에 해당한다.

현재 주요 권역의 오피스 Cap rate는 3% 초중반에 형성되어 있다. Cap rate - 10년물 국고채 금리가 1%p 수준까지 하락한 것을 고려했을 때, Cap rate는 일정 부분 상승 압력이 있을 것으로 예상되어 Target cap rate를 설정했다.

신한알파리츠는 용산 더 프라임 매각을 추진하고 있다. 부동산투자회사법에 따르면 리츠는 매매 차익에 따른 수익을 배당해야 한다. 용산 더 프라임의 매입금액은 1,651억원, 감정평가금액은 2,288억원(감평일자 20년 6월)으로, 감정평가금액으로 매각 시 차익은 637억원이고, 매각기본수수료(매각금액 1%), 매각성과수수료(매각 차익 10%)를 감안해도 배당가능이익은 550억원에 달한다. 이는 주당배당금 745원, 시가 배당률 9.4%에 해당한다.

표2. 목표주가 산정

(십억원, %, 원, 배)	Valuation
2023E NOI (a)	79.8
Target cap rate (b)	3.80%
Target value (c) = (a/b)	2,100
2022년말 순차입금 (d)	1,326
총 NAV (f) = (c) - (d)	774
종류주 가치 (g)	60
보통주 기준 NAV (h) = (f) - (g)	714
보통주 주식수(천 주) (i)	73,830
주당 NAV (j) = (h) / (i)	9,669
목표 주가	9,700
현재 주가	7,950
상승 여력	22.0

자료: 하이투자증권

표3. NOI, Cap rate Sensitivity Analysis

(십억원, %)		NOI				
		71.8	75.8	79.8	83.8	87.8
Cap Rate	3.70	7,516	8,977	10,438	11,898	13,359
	3.75	7,165	8,607	10,048	11,489	12,931
	3.80	6,824	8,246	9,700	11,091	12,513
	3.85	6,492	7,895	9,299	10,703	12,107
	3.90	6,168	7,553	8,939	10,325	11,711

자료: 하이투자증권

표4. 신한알파리츠 영업실적 추이 및 전망(3월, 9월 결산)

(십억원, %)	20.04 ~20.09	20.10 ~21.03	21.04 ~21.09	21.10 ~22.03	22.04 ~22.09	22.10 ~23.03	23.04 ~23.09	23.10 ~24.03	21.04 ~22.03	22.04 ~23.03	23.04 ~24.03
	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	2021	2022E	2023E
영업수익	26	38	42	48	49	50	50	51	90	98	100
YoY			58.8	26.7	16.9	3.4	2.0	2.0	39.9	9.7	11.9
영업비용	13	15	20	19	21	21	21	21	39	41	42
YoY			52.0	25.1	4.2	10.8	0.9	0.6	37.6	7.4	8.2
감가상각비	4	5	6	6	7	7	7	7	12	14	14
YoY			43.7	12.9	24.0	15.9	0.0	0.0	25.9	19.8	19.8
NOI	19	31	31	39	39	39	40	40	70	78	80
YoY			62.3	26.7	26.0	0.9	2.0	2.1	40.3	12.0	14.3
영업이익	13	23	22	29	28	29	29	30	51	57	59
YoY			65.3	27.8	28.4	-1.4	2.8	3.0	41.7	11.5	14.7
영업이익률			52.7	60.9	57.9	58.1	58.4	58.6	57.1	58.0	58.5
영업외손익	-11	-16	-19	-22	-18	-18	-19	-19	-41	-37	-38
금융비용	11	16	20	22	19	19	19	20	42	37	38
세전이익	3	7	3	7	10	10	11	10	10	20	21
순이익	3	7	3	7	10	10	11	10	10	20	21
FFO(배당가능이익)	5	9	6	11	14	14	15	14	16	28	29
배당액	10	10	11	12	16	16	16	16	23	32	32
우선주 배당액	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3
보통주 배당액	5	9	6	11	14	14	15	14	16	28	29
보통주 주식 총수(백만주)	52	52	52	52	74	74	74	74	52	74	74
보통주 주당 배당금(원)	153	164	177	192	189	194	198	194	369	383	392

자료: Dart, 하이투자증권

주: FFO(배당가능이익)은 보통주 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표(3월, 9월 결산)

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	58	80	86	88
현금 및 현금성자산	43	53	75	62
기타유동자산	14	27	11	27
비유동자산	1,847	1,833	1,819	1,805
투자부동산	1,834	1,820	1,806	1,792
관계기업자산	0	0	0	0
자산총계	1,894	1,913	1,905	1,894
유동부채	51	51	51	51
단기차입금	0	0	0	0
비유동부채	1,379	1,379	1,381	1,383
장기차입금	1,341	1,341	1,341	1,341
임대보증금	39	39	39	39
부채총계	1,555	1,430	1,432	1,434
지배주주지분	279	421	407	393
자본금	56	56	56	56
자본잉여금	249	405	405	405
이익잉여금	-26	-40	-54	-67
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	60	62	65	68
자본총계	339	484	472	461

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	90	98	100	102
증가율(%)	39.9	9.7	2.0	2.0
영업비용	39	41	42	42
감가상각비	12	14	14	14
NOI	70	78	80	81
영업이익	51	57	59	60
증가율(%)	41.7	11.5	2.9	2.4
영업이익률(%)	90	98	100	102
이자수익	0	0	0	0
이자비용	42	37	38	40
자본비용(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	20	21	21
법인세비용	0	0	0	0
세전계속이익률(%)	90	98	100	102
당기순이익	10	20	21	21
순이익률(%)	90	98	100	102
지배주주귀속 순이익	8	18	18	18
FFO(배당가능이익)	16	28	29	29
증가율(%)	12.2	74.7	2.2	0.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45	55	54	52
당기순이익	10	20	21	21
유형자산감가상각비	12	14	14	14
투자활동 현금흐름	-361	-158	0	-33
투자부동산의 취득	-355	-158	0	-33
투자부동산의 처분	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	333	113	-32	-32
단기차입금의 증감	-34	-12	0	0
장기차입금의 증감	396	0	0	0
보통주 발행	0	157	0	0
배당금지급	-22	-32	-32	-32
현금및현금성자산의증감	17	10	22	-13
기초현금및현금성자산	26	28	38	60
기말현금및현금성자산	28	38	60	47

주요투자지표

	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	151	239	248	249
BPS	5,327	5,703	5,515	5,327
DPS	369	383	392	393
Valuation(배)				
PER	52.8	33.2	32.1	31.9
PBR	1.5	1.4	1.4	1.5
P/FFO	25.7	20.8	20.3	20.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.8	4.2	4.5	4.7
배당수익률	4.6	4.8	4.9	4.9
부채비율(부채/자산)	82.1	74.7	75.2	75.7
순차입금비율	70.6	69.3	68.5	69.6
이자보상비율(x)	1.2	1.5	1.5	1.5

자료 : 신한알파리츠, 하이투자증권

신한알파리츠

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-05-31	Buy	9,700	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 기관투자가 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) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 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
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-