

2023. 5. 9



신한알파리츠 (293940)

우량 오피스리츠, 특별배당 기대감까지

Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세련

02 3779 8634_sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	9,000 원
현재주가	5,790 원
상승여력	55.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (5/8)	2,513.21 pt
시가총액	5,059 억원
발행주식수	87,367 천주
52 주 최고가/최저가	7,956 / 5,360 원
90 일 일평균거래대금	9.19 억원
외국인 지분율	5.8%
배당수익률(23.12E)	10.7%
BPS(23.12E)	5,965 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 7.1%
	6개월 -18.4%
	12개월 -19.5%
주주구성	한화손해보험 (외 8인) 24.1%
	미래에셋자산운용 (외 1인) 5.5%
	코람코위탁관리부동산투자회사 (외 1인) 5.1%

Stock Price



용산 더프라임타워 재매각 추진 중

신한알파리츠는 지난 연말 용산더프라임타워 매각 불발 이후 올해 재매각을 추진하고 있다. 용산더프라임타워의 투자비용은 1,802억원 수준이며 2020년 6월 기준 감평평가액은 2,288억원으로 감평가가 당초 매입가 대비 최소 27% 상승했다. 리츠는 배당 재원의 90% 이상을 배당하도록 되어있기 때문에, 향후 매각 완료시 특별배당 역시 기대되는 부분이다. 매각가가 미확정된 상황이다보니 특별 배당에 산정되는 매각가는 보수적으로 감평가의 90% 수준으로 가정했으며, 이에 따라 특별 배당은 주당 240 원 수준으로 추산된다. 보수적 매각가 기준으로 하더라도 최근 유상증자에 따른 주가 하락으로 인해 12M Forward 배당수익률은 9.0%이 되어, 밸류에이션 메리트가 더욱 부각되는 구간이다. 최근 유상증자를 통해 캄브리지 빌딩 후순위 대출 상환, 대일빌딩 선순위 대출 상환이 예정되어 있고, 가중평균 대출금리 2.77%, 평균 대출 만기 3.3년으로 차입 구조와 레벨이 안정적인 수준으로 관리되고 있기 때문에 고금리 속에서도 안정적 배당 구조가 유지될 수 있다는 점 역시 긍정적이다.

국내 오피스 빌딩 낮은 공실률 지속

우리 나라 1분기 전국 오피스 빌딩 공실률은 9.5%, 서울은 6.5%로 여전히 한자릿수대의 낮은 공실률을 유지하고 있다. 연율화한 연간 투자수익률은 4.16%로 2022년 6.55% 대비 낮지만, 자본소득의 감소를 임대료 상승에 따른 소득수익률이 방어하고 있기 때문에 현 시점에서 저점을 다지는 구간으로 판단된다. 신한알파리츠가 투자하고 있는 오피스 빌딩의 평균 임대율은 98.9%로, 오피스 빌딩 자연 공실률 5%를 고려할 때 상당히 양호한 수준의 임대율을 기록하고 있다. 재택근무 종료로 인한 오피스 수요 증가와 더불어, 금리 인상과 PF 리스크로 인한 신규 오피스 빌딩 공급 부족에 따라 미국과는 다르게 오피스 빌딩을 보유하고 있는 국내 오피스 리츠의 투자 매력도는 여전히 유효하다고 판단된다. 여전히 리츠 내 Top pick 추천을 유지하나, 자산 매각 기준 NAV를 재산정하여 목표주가는 10% 하향 조정했다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익	80	99	104	109	113
영업이익	35	44	49	50	51
세전계속사업손익	9	12	14	17	21
순이익	9	12	14	17	21
EPS (원)	170	166	156	195	235
EPS증감률 (%)	9.8	37.7	12.7	24.4	20.6
PER (x)	34.3	35.1	37.2	29.9	24.8
PBR (x)	0.89	0.89	0.98	0.97	0.97
배당수익률 (%)	5.9	6.6	10.7	6.6	6.7
ROE (%)	2.6	2.5	2.6	3.3	3.9
P/NAV (x)	0.49	0.49	0.47	0.56	0.55
P/FFO (x)	21.9	17.0	19.0	16.9	15.1
부채비율 (%)	454	293	263	263	262

주: IFRS 연결 기준

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 신한알파리츠 목표주가 재산정

(단위: 십억원)	구분	값
자산		1,988
그레이트 판교	직접소유	773
그레이트 청계	자리츠로 간접소유	71
트윈시티 남산	자리츠로 간접소유	268
을지로 신한타워	자리츠로 간접소유	289
삼성화재 역삼빌딩	자리츠로 간접소유	196
와이즈타워	자리츠로 간접소유	360
캠브리지 강남빌딩	자리츠로 간접소유	31
Net Debt (담보부대출, 연결기준)		1,157
Net Asset Value		831
# of shares (천 주)		88,100
주당 NAV (원)		9,000
현재주가 (5/8, 원)		5,790
Upside (%)		55.4
기존목표주가 (원)		10,000
변동률 (%)		-10.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 신한알파리츠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2022	2023E	2024E	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24
임대료수익	98.8	104.3	108.6	48.2	50.6	51.6	52.7	53.8	54.9
영업비용	43.5	48.9	49.9	19.4	24.1	24.3	24.6	24.8	25.1
감가상각비	12.9	13.1	13.1	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
수익 대비 비중 (%)	13.1	12.6	12.1	13.2	12.9	12.7	12.4	12.2	11.9
영업이익	55.2	55.3	58.7	28.8	26.5	27.3	28.1	28.9	29.8
OPM (%)	55.9	53.1	54.0	59.7	52.3	52.8	53.3	53.8	54.3
당기순이익	12.2	13.8	17.1	6.1	6.2	6.5	7.3	8.1	9.0
NI Margin (%)	12.4	13.2	15.8	12.6	12.2	12.6	13.9	15.1	16.4
# of shares (천 주)	73,830	88,100	88,100	73,830	73,830	88,100	88,100	88,100	88,100
EPS (원)	165.6	156.4	194.5	82.0	83.6	73.5	82.8	92.4	102.1
DPS (원)	387.0	623.6	386.1	192.0	195.0	189.3	434.3	190.6	195.5
배당성향 (%)	233.7	398.8	198.5	234.1	233.3	257.4	235.4	206.4	191.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결 기준

신한알파리츠 (293940)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	53	46	61	62	63
현금 및 현금성자산	38	41	56	57	59
기타비금융자산	14	4	4	4	5
비유동자산	1,853	1,847	1,847	1,847	1,847
관계기업투자등	13	14	14	14	14
유형자산 및 투자부동산	1,840	1,833	1,833	1,833	1,833
자산총계	1,906	1,893	1,908	1,909	1,911
유동부채	179	64	63	63	63
매입채무 및 기타채무	128	14	14	14	14
단기임대보증금 등	51	50	48	48	48
비유동부채	1,383	1,347	1,320	1,320	1,320
담보차입금	1,341	1,298	1,272	1,272	1,272
기타비유동부채	43	49	48	48	48
부채총계	1,562	1,411	1,383	1,383	1,383
자본금	56	78	92	92	92
자본잉여금	308	441	441	440	440
이익잉여금	-20	-37	-7	-6	-4
자본총계	344	482	525	527	528

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업수익	80	99	104	109	113
영업비용	35	44	49	50	51
영업이익	45	55	55	59	62
EBITDA	56	68	68	72	75
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	36	44	42	42	42
기타손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	9	12	14	17	21
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	9	12	14	17	21
영업이익률 (%)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA 마진률 (%)	69.7	69.0	65.6	66.1	66.6
당기순이익률 (%)	11.1	12.4	13.2	15.8	18.3
ROA (%)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1
ROE (%)	2.6	2.5	2.6	3.3	3.9
ROIC (%)	8.6	10.1	9.4	10.0	10.5

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	20	32	33	20	20
당기순이익(손실)	9	12	14	0	0
비현금수익비용가감	25	13	13	13	13
감가상각비	6	6	6	6	6
기타수익비용가감	19	7	7	7	7
영업활동 자산부채변동	9	6	6	6	7
미수금감소(증가)	0	0	0	0	0
임대보증금의증가(감소)	0	0	0	0	0
미지급금의증가(감소)	-1	-1	-1	-1	-1
기타자산, 부채변동	10	7	8	8	8
투자활동 현금	-360	-1	-1	-1	-1
투자부동산처분(취득)	-362	0	0	0	0
관계기업투자처분(취득)	0	0	0	0	0
기타투자활동	2	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금	351	24	3	-11	-12
차입금의 증가(감소)	369	-121	0	0	0
배당금의 지급	-10	-11	-11	-11	-12
기타재무활동	-28	155	14	0	0
현금의 증가	12	55	36	7	7
기초현금	26	37	92	128	135
기말현금	37	92	128	135	142

주: IFRS 연결 기준

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	34.3	35.1	37.2	29.9	24.8
P/B	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	31.7	25.4	24.7	23.5	22.4
P/NAV	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
P/FFO	21.9	17.0	19.0	16.9	15.1
배당수익률 (%)	5.9	6.6	10.7	6.6	6.7
성장성 (%)					
영업수익	61.1	24.0	5.6	4.2	4.2
순이익	9.8	37.7	12.7	24.4	20.6
안정성 (%)					
부채비율	454.2	292.7	263.1	262.5	261.9
유동비율	29.6	71.2	96.8	98.8	100.7
순차입금/자기자본(x)	4.0	2.8	2.5	2.5	2.5
총차입금 (십억원)	1,383	1,347	1,320	1,320	1,320
순차입금 (십억원)	1,330	1,301	1,259	1,258	1,257
주당지표(원)					
EPS	170	166	156	195	235
BPS	6,570	6,530	5,965	5,979	5,993
DPS	341	387	624	386	389

신한알파리스 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
(원) 		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.11.19	변경	김세련									
2020.11.17	Buy	9,000	-8.6	-18.3							
2021.05.17	Hold	9,000	-2.8	-9.6							
2021.11.09	Buy	10,000	-19.4	-22.2							
2022.11.09	Buy	10,000	-28.1	-34.9							
2023.05.08	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 제 3자에게 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 (향후12개월)	투자이견 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	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)