

2020. 11. 19

금융/리츠팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

신한알파리츠 (293940)

판교 오피스 가치 상승 반영해 목표주가 상향

- 판교 크래프톤 타워의 가치 상승 반영, 목표주가 15% 상향
- 인근 카카오빌딩의 평당 매각가 2,600만원, 크래프톤 타워는 2,343만원으로 적용
- 크래프톤 타워의 평당가를 2,600만원 가정 시 주당 가치는 10,700원까지 상승할 것

WHAT'S THE STORY

카카오빌딩 매각가 평당 2,600만원: 신한알파리츠의 목표주가를 15.0% 상향한 9,200원으로 제시한다. 매입가 기준 자산의 44%를 차지하는 판교 크래프톤 타워의 가치 상승을 반영했다. 2018년 매입한 크래프톤 타워의 매입가 기준 cap rate는 5.2%로 추정되나, 이후 판교 프라임 오피스 시장은 가파른 가치 상승을 보이고 있다. 최근 인근 '알파돔 6-1블록(카카오 빌딩, 가칭)'의 매각가는 평당가 2,600만원에 형성된 것으로 보도되었다. 2021년 완공 예정의 신축 오피스, 카카오가 장기 임차할 계획이라는 점이 높은 밸류에이션의 요인이었다.

판교 오피스 상승 가치는 주당 1,200원: 시장 가치를 반영해 크래프톤 타워의 가치는 cap rate는 4.0%를 적용해 산출했으며, 환산된 평당가는 2,343만원으로 카카오빌딩 대비 9.9% 할인된 수준이다. 크래프톤이 절반을 장기 임차하고, 현대백화점 인근에 위치해 입지가 양호하지만 2027년어야 전매제한이 해제된다는 점, 2018년 준공 빌딩이라는 점을 고려한 할인율이다. 크래프톤 타워의 가치 상승분은 640억원, 상향된 주당 가치는 1,200원이다.

NAV는 4,810억원으로 추정: 5개 자산의 매입액은 총 1.18조원(L타워 지분 70% 감안)이며 밸류에이션에 추정 자산가치 1.4조원, 대출과 보증금, 우선주 9,580억원 등을 감안한 NAV는 4,810억원이다. P/NAV 1배를 적용해 산출한 목표주가 도달 시 추정 cap rate는 4.0%이다. 서울 프라임 오피스의 cap rate는 이미 4%를 갠 상황이라는 점에서 추가 상승 여력이 존재한다. 만약 크래프톤 타워의 평당 가치를 카카오빌딩 수준으로 가정한다면 NAV는 5,580억원, 주당 가치는 10,700원까지 상승한다.

10월 공실률 하락: 5개 자산의 공실 관리도 우수하다. 평균 공실률은 9월 3.1%에서 10월 2.4%로 하락했는데 더프라임의 임차율이 100%를 기록했기 때문이다. 코로나19로 8~9월 일부 임차인 재조정 이후 안정세다. 평균 임대만기는 4.6년으로 오피스 리츠로는 장기에 속하며 대부분의 자산에 임대료 인상률 2~3%가 적용되고 있다. IT기업 중심으로 판교 오피스 시장의 강세가 예상된다는 점에서 이를 담은 신한알파리츠의 투자매력이 높다.

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	9,200원	(28.3%)
현재주가	7,170원	
시가총액	3,752.1억원	
Shares (float)	51,686,382주 (66.1%)	
52주 최저/최고	5,885원/8,400원	
60일-평균거래대금	5.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
신한알파리츠 (%)	5.1	13.8	-12.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.3	-13.4	-25.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	9,200	8,000	15.0%
2020E EPS	220	220	0.0%
2021E EPS	222	222	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	8,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익 (십억원)	44	49	50	51
영업이익 (십억원)	23	28	28	29
순이익 (십억원)	8	12	13	13
EPS (adj) (원)	155	220	222	235
EPS (adj) growth (%)	n/a	41.9	1.0	5.7
EBITDA margin (%)	59.6	69.3	68.9	68.8
ROE (%)	2.9	4.2	4.2	4.5
P/E (adj) (배)	46.3	32.6	32.3	30.6
P/B (배)	1.3	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	30.4	23.8	23.5	23.1
배당수익률 (%)	3.9	4.2	4.3	4.5

자료: 삼성증권 추정

우리는 신한알파리츠 밸류에이션을 위해 각 자산의 NOI를 추정하고 예상 cap rate를 적용해 자산가치를 산정했다. 매입가 기준 신한알파리츠의 평균 cap rate는 4.9%였던 것으로 추정된다. 서울 오피스의 cap rate가 4% 초반에 형성되고 있음을 감안하면 매우 높은 수치다. 이는 주된 자산인 크래프톤 타워의 매입가 기준 추정 cap rate가 5.2%로, 매우 경쟁력 있는 가격에 매입했기 때문이다. 당시 입찰에서 제이알자산운용이 신한리츠운용보다 더 높은 가격을 제시했으나 상장 리츠인 신한알파리츠의 설립 계획을 밝힌 신한리츠운용이 결국 매입에 성공했다.

최근 3년간 판교 오피스 시장은 상당히 빠르게 재평가가 이뤄져 왔고 IT기업 위주로 임차인이 구성되며 관련 산업 임차인들이 가장 선호하는 권역이 되었다. 그러나 신규 공급이 거의 없고 거래도 되지 않다 보니, 크래프톤 타워의 가치 산정에 어려움이 있었다. 이번 카카오빌딩 거래 사례로 향후 신한알파리츠의 밸류에이션도 좀더 용이해질 것이다.

올 들어 더프라이름은 재감정을 통해 약 500억원의 가치 상승이 있었고 신한알파리츠는 그만큼 차입 한도를 늘릴 수 있었다. 이는 유상증자 없이 L타워와 트윈시티를 매입하는 기회를 제공했다. 신한알파리츠의 밸류에이션에 용산 더프라이름 가치는 감평가를 기준으로 반영했다. 올 들어 매입한 대일빌딩, L타워, 트윈시티 등은 모두 매입가 기준으로 밸류에이션에 반영했다. 결론적으로 5개 자산(L타워는 지분율 70% 반영)의 매입가 기준 자산가치는 1.19조원, 우리가 추정한 자산가치는 1.4조원이다. 대출 8,630억원(L타워 지분율 70% 반영), 보증금 360억원, 우선주 600억원을 감안한 NAV는 4,810억원이며 P/NAV 1배를 적용한 목표주가는 9,200원이다.

표 1. 신한알파리츠 자산별 밸류에이션과 목표주가 산출

구분	항목	판교 크래프톤	용산 더프라이름	판교 대일빌딩	신한 L타워	남산 트윈시티	합계	비고
손익	NOI	28	8	3	9.7	8.9	58	
자산가치	매입가	518	165	68	279	239	1,185	L타워 70% 가정
	추정가치	706	229	71	279	239	1,439	
Cap rate	매입가	5.2%	5.2%	4.5%	3.6%	3.9%		
	추정가치	4.0%	3.6%	4.5%	3.6%	3.9%	4.0%	50
평당가	매입가	1,720	1,399	2,537	3,000	2,100		
	추정가치	2,343	1,939	2,634	3,000	2,100		
	대출	311	139	57	195	219	863	L타워 70% 가정
	보증금	14.5	6.5	1.9	7.2	7.8	36	L타워 70% 가정
	우선주						60	
	NAV	381	83	12	77	12	481	L타워 70% 가정
	주당 NAV (원)	7,273	1,591	220	1,462	231	9,192	
	목표주가 (원)						9,200	

자료: 삼성증권

향후에도 신한알파리츠 가치 변경 요인은 크래프톤 타워에서 발생할 가능성이 높다. 크래프톤 타워의 평당가가 100만원씩 상승할 때마다 신한알파리츠의 NAV는 300억원씩 상승한다. 매입가 기준으로 크래프톤 타워 가치를 반영한다면 신한알파리츠의 주당 가치는 5,600원이며 카카오빌딩의 평당가를 가정한다면 주당 가치는 10,700원에 육박하게 된다.

표 2. 크래프톤타워 가치 산정에 따른 신한알파리츠 주당 가치 민감도 분석

(십억원)	매입가		추정치						카카오 빌딩 수준	
평당가	1,720	1,850	1,950	2,050	2,150	2,250	2,343	2,400	2,500	2,600
NAV	293	332	362	393	423	453	481	498	528	558
주당 가치(원)	5,600	6,400	6,900	7,500	8,100	8,700	9,200	9,500	10,100	10,700

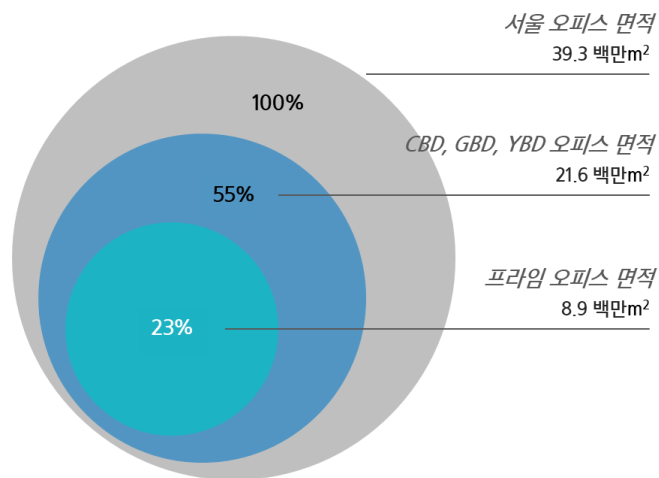
자료: 삼성증권

그림 1. 판교 오피스 권역



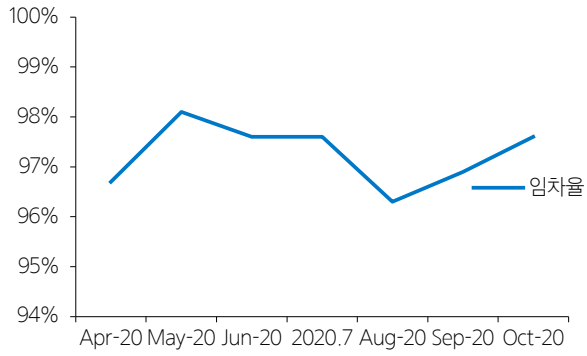
자료: 삼성증권

그림 2. 국내 주요 오피스 권역과 면적



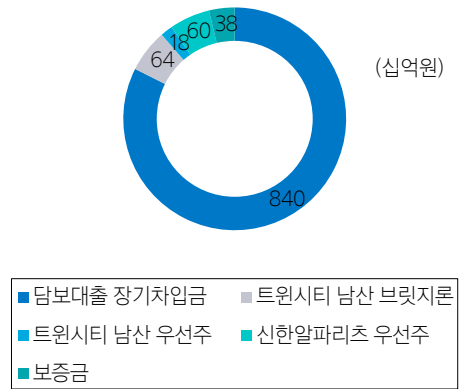
자료: JLL, 삼성증권

그림 3. 5개 자산의 평균 임차율



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

그림 4. 신한알파리츠 차입금과 우선주



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	n/a	44	49	50	51
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	44	49	50	51
(매출총이익률, %)	n/a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	n/a	21	21	21	22
영업이익	n/a	23	28	28	29
(영업이익률, %)	n/a	52.5	57.0	56.8	57.0
영업외손익	n/a	-15	-16	-16	-16
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	16	16	16	16
지분법손익	0	1	0	0	0
기타	n/a	0	0	0	0
세전이익	n/a	8	12	13	13
법인세	n/a	0	0	0	0
(법인세율, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	0	8	12	13	13
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	n/a	8	12	13	13
(순이익률, %)	n/a	18.6	24.8	25.2	26.0
지배주주순이익	n/a	8	12	13	13
비지배주주순이익	n/a	0	0	0	0
EBITDA	n/a	26	34	34	35
(EBITDA 이익률, %)	n/a	59.6	69.3	68.9	68.8
EPS (지배주주)	n/a	155	220	222	235
EPS (연결기준)	n/a	155	220	222	235
수정 EPS (원)*	n/a	155	220	222	235

현금흐름표

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	0	7	24	25	25
당기순이익	0	8	12	13	13
현금유출입이없는 비용 및 수익	0	12	11	11	11
유형자산 감가상각비	0	3	6	6	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	0	9	5	5	5
영업활동 자산부채 변동	0	1	1	1	1
투자활동에서의 현금흐름	0	4	0	0	0
유형자산 증감	0	0	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	0	4	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	0	-8	-25	-24	-25
차입금의 증가(감소)	0	0	1	2	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	n/a	-8	-13	-16	-16
기타	n/a	-0	-12	-10	-9
현금증감	0	3	-1	1	-0
기초현금	0	2	5	4	5
기말현금	0	5	4	5	5
Gross cash flow	0	20	23	24	24
Free cash flow	0	7	24	25	25

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 신한알파리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	n/a	21	4	5	5
현금 및 현금등가물	n/a	5	4	5	5
매출채권	n/a	0	n/a	n/a	n/a
재고자산	n/a	0	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	16	n/a	n/a	n/a
비유동자산	n/a	719	782	776	770
투자자산	n/a	1	1	1	1
유형자산	n/a	0	n/a	n/a	n/a
무형자산	n/a	0	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	717	n/a	n/a	n/a
자산총계	n/a	740	786	781	775
유동부채	n/a	9	9	9	9
매입채무	n/a	0	n/a	n/a	n/a
단기차입금	n/a	0	n/a	n/a	n/a
기타 유동부채	n/a	9	n/a	n/a	n/a
비유동부채	n/a	452	475	474	473
사채 및 장기차입금	0	433	433	435	435
기타 비유동부채	n/a	19	42	39	38
부채총계	n/a	461	484	483	482
지배주주지분	n/a	279	302	299	295
자본금	n/a	52	57	57	57
자본잉여금	n/a	226	249	249	249
이익잉여금	n/a	1	-3	-7	-11
기타	n/a	-0	0	0	-0
비지배주주지분	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	279	302	299	295
순부채	n/a	414	429	430	430

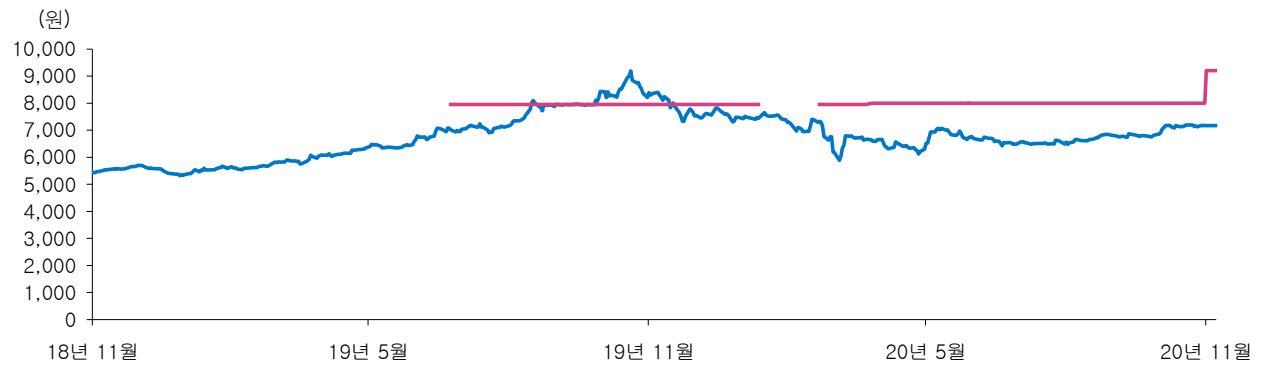
재무비율 및 주당지표

09월 30일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	12.0	1.7	2.3
영업이익	n/a	n/a	21.6	1.5	2.5
순이익	n/a	n/a	49.5	3.3	5.7
수정 EPS**	n/a	n/a	41.9	1.0	5.7
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	155	220	222	235
EPS (연결기준)	n/a	155	220	222	235
수정 EPS**	n/a	155	220	222	235
BPS	n/a	5,334	5,370	5,303	5,235
DPS (보통주)	1,121	277	304	312	325
Valuations (배)					
P/E***	n/a	46.3	32.6	32.3	30.6
P/B***	n/a	1.3	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA	n/a	30.4	23.8	23.5	23.1
비율					
ROE (%)	n/a	2.9	4.2	4.2	4.5
ROA (%)	n/a	1.1	1.6	1.6	1.7
ROIC (%)	n/a	-415.7	-444.8	-402.9	-413.1
배당성향 (%)	n/a	164.8	131.4	130.4	128.7
배당수익률 (보통주, %)	15.6	3.9	4.2	4.3	4.5
순부채비율 (%)	n/a	148.4	141.8	144.0	145.8
이자보상배율 (배)	n/a	1.4	1.7	1.8	1.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2019/7/12	2020/11/19
투자의견	BUY	BUY
TP (₩)	7,953	9,200
과리율 (평균)	-2.36	
과리율 (최대/최소)	15.62	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2020년 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM