

2021. 8. 9

금융/리츠팀

이경자
Analyst
kyungja.lee@samsung.com

백민경
Research Associate
min.baik@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	7,500원	23.6%
현재주가	6,070원	
시가총액	4,225.9억원	
Shares (float)	69,620,000주 (72.9%)	
52주 최저/최고	4,640원/6,290원	
60일-평균거래대금	8.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코람코에너지리츠 (%)	-1.6	27.4	n/a
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.6	22.6	n/a

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a
Recommendation	n/a

BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

코람코에너지리츠 (357120)

Old Economy를 New Economy로 전환

- 170여 개의 주유소 부지를 가진 리츠, 전기차 충전소 등 자산 컨버전 활발
- 배당 증가를 위해 ① 재임대, ②토지 임대차, ③ 직접개발 등 활용방안 모색
- 영속 기업인 상장 리츠로서 파편화된 국내 도시 재생을 선도할 주체

WHAT'S THE STORY?

주유소를 담은 리츠, 목표주가 7,500원: 자산규모 1.1조원, 주유소 187개를 담은 리츠로 출발해 27개의 저수익 자산의 매각을 진행 중이며 3개의 주유소를 LG베스트샵으로 전환하고 전기차 충전소로 전환 하는 등 자산 컨버전 전략이 돋보이는 리츠이다. 최근 '시흥 목감' 주유소를 전기차 충전소와 도심형 물류 등이 혼합된 '모빌리티 리테일 센터'로 개발하기로 공시하는 등 적극적인 직접 개발에 나서기 시작해 변화 잠재력이 풍부하다. 임대료 수입을 현가화하여 산출한 목표주가를 7,500원으로 제시한다.

'New Economy'에 적합한 개발: 1기(20년 11월) DPS는 계획을 2.1% 상회한 131원을 지급했고 2기(21년 5월)에도 계획을 4.4% 상회한 166원의 배당을 결의했다. 장기 마스터리스 계약을 체결한 현대오일뱅크의 임대료 외에 DT(드라이브스루) 등 리테일 임대료는 매출 연동제 기준인데 팬데믹과 재임대 방식 등으로 DT 매출이 상승한 영향이다. 3기까지 1,227억원의 주유소 매각(매각 계획 자산 27개 중 17개)이 완료될 전망이며 매각차익을 모두 분배하는 특별배당 영향으로 3기 DPS는 300원으로 추정한다. 이후 매각차익은 장기적으로 분산될 전망이다. 'Old economy'의 상징인 주유소를 'New Economy'에 맞게 전환 개발함으로써 주주 배당의 upside를 높일 것이다.

파편화된 협소한 부지를 통합 개발할 수 있는 player: 국내 부동산 시장의 문제는 개발 가능한 대규모 부지는 사라지고 협소한 수많은 부지가 파편화되어 있다는 점이다. 건설사가 개발하기에는 채산성이 낮고 난개발이 우려되나 코람코에너지리츠는 양질의 부지를 통합 개발할 수 있는 유일한 player다. 상장리츠로서 영속기업이므로 장기간이 소요되는 개발의 전 과정을 책임지고 성과를 배당으로 공유할 수 있고, 수많은 부지를 하나의 포트폴리오에 묶어 관리함으로써 개발에 따른 배당 차질도 상쇄하며 갈 수 있기 때문이다. 모빌리티/리테일/물류 등 다양한 산업 주체들이 전국 거점의 play를 하고자 할 때 최적의 협력 플랫폼이라는 점에서 코람코에너지리츠의 역할이 부각될 것이다. 리츠가 단순히 부동산을 나열한 집합체가 아닌, 자산의 활용가치 증대로 성장하는 기업임을 보여준 대표적 사례다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
영업수익 (십억원)	22.6	62.8	47.6	45.3
영업이익 (십억원)	18.1	49.1	36.9	35.5
순이익 (십억원)	7.5	29.9	19.9	18.5
EPS (adj) (원)	107	430	285	265
EPS (adj) growth (%)	n/a	300.3	-33.6	-7.1
EBITDA margin (%)	80.1	78.1	77.5	78.5
ROE (%)	2.2	8.5	5.6	5.2
P/E (adj) (배)	56.6	14.1	21.3	22.9
P/B (배)	1.2	1.2	1.3	1.3
P/FFO (배)	47.1	12.8	18.3	19.4
배당수익률 (%)	4.3	2.8	1.9	1.8

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권 추정

도시재생의 요구

우리가 해외에서 흔히 볼 수 있는 일관된 계획 하의 도시개발 모습은 한국에서 찾기 힘들다. 건설사와 시행사 중심으로 시세차익을 극대화하기 위한 난개발이 성행했다. 그러나 이마저도 힘들어진 것은 대부분 개발 가능한 부지는 동났고 개발이 어려운 협소한 부지가 파편화되어 제 가치를 찾지 못하고 있기 때문이다. 최근 ‘도시재생’, ‘협소주택’ 등의 용어가 부동산 시장에서 가장 많이 거론되는 이유다.

이제 도심 내 버려지는 용도의 부동산에 주목해야 한다. 과거 각광받던 자산이었지만 시대 변화로 용도가 저하되는 자산군으로 호텔, 주유소, 대형 리테일 등이 꼽힌다. 대부분 수요가 높은 임대주택 등으로 전환개발되고 있으며 대형 자산은 주로 건설사나 시행사가 매수, 자산 컨버전을 시도하나 대지면적 400-900평의 주유소와 같은 협소한 부지는 활용할 주체가 부재하다.

이를 통합, 개발할 수 있는 역할을 코람코에너지리츠와 같은 리츠가 할 수 있다고 판단한다. 영속기업으로서 장기간이 요구되는 개발의 전 과정을 책임질 수 있고, 수많은 자산을 포트폴리오에 편입시킴으로써 일부 자산의 개발로 인한 배당차질도 충분히 상쇄할 수 있을 것이다.

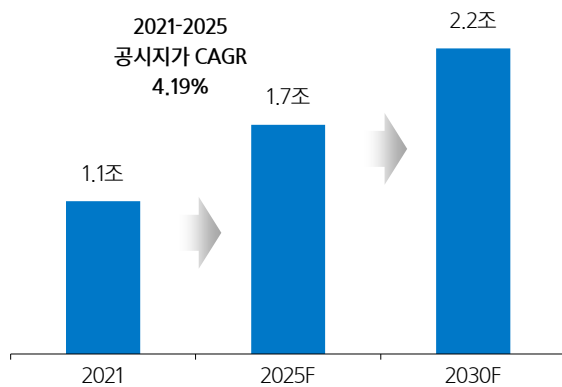
코람코에너지의 보유 자산 vaule-add 방식은 크게 세가지다. ① 재임대 방식: 단기적으로 DT와 QSR(Quick service restaurant) 등 주유소와 리테일의 복합개발을 통한 수익성 확대에 집중할 계획이다. 2021년 초, SPC계열 BR코리아와 흑석동 셀프주유소 내 국내 최초의 Drive Thru & Delivery Retail 비즈니스 모델을 구현한 것이 대표 사례다. ② 토지임대차 방식: 기존 주유소를 멸실한 뒤 트렌드에 맞는 새로운 용도로 전환하는 것이다. 최근 주유소 멸실 후 LG베스트샵 전환이 그 사례다. 이는 원 임차인인 현대오일뱅크와의 임대차 계약을 유지하는 가운데, 서비스 임차인을 따로 두는 방식이다. 현대오일뱅크의 임차인 신용도는 유지되는 가운데 임대료는 더욱 높일 수 있다. ③ 직접 개발방식: 전기차 충전소 등으로 더욱 적극적인 자산 컨버전을 추구한다. 시흥목감 주유소처럼 마스터리스 계약을 해지하고 완전히 새로운 유형의 자산 개발과 임차 계약을 맺는다.

표 1. 코람코에너지리츠의 자산 컨버전 유형

자산 컨버전 방식	재임대 방식	토지임대차 방식	리노베이션	직접 개발 방식
사례	흑석주유소 BR코리아 유치	LG베스트샵 전환	모빌리티 플랫폼(전기차 충전소 등)	
시기	Jan-21	May-21		추진 중

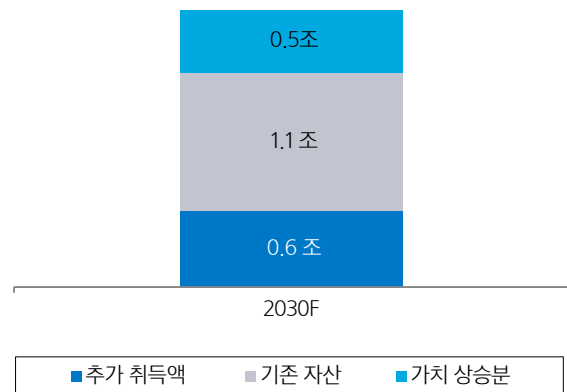
자료: 코람코에너지리츠 ‘비전 2025’

그림 1. ‘비전 2025’에서 발표한 AUM 목표



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

그림 2. 2030년 AUM 증대 방식



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

Old Economy에서 New Economy로

향후 코람코에너지리츠의 역량은 직접 개발방식, 즉 자산의 활용가치를 극대화하는 전략에서 부각될 전망이다. 현재 전기차 충전소를 담은 ‘모빌리티 리테일센터’, 도심물류인 ‘다크스토어’ 등으로 전환 개발을 추진하는 등 전형적인 ‘Old Economy’ 자산인 주유소를 ‘New Economy’ 자산으로 전환 중이다.

코람코에너지리츠는 SK네트웍스의 주유소 170여 개를 일괄 매입, 보유하고 있는 만큼 전국 대상의 전기차 충전소 플랫폼 사업자와 협력을 통해 주유소 전환개발을 할 계획이다. 최근 ‘비전 2025’에서 공개한 주유소의 미래 모습은 전기차 충전소, 도심물류, 드라이브쓰루 리테일 등이 혼재된 리테일 모빌리티이다. 최근 공시를 통해 ‘시흥 목감’ 주유소는 전기차 충전소와 리테일 복합 공간으로 개발할 계획을 밝혔다. 또한 도심물류로 전환도 검토 중이다. 주유소 특유의 작은 대지면적을 충분히 활용할 수 있다는 점에서 리테일과 연계한 다크스토어를 중점 추진하고 있다.

그림 5. 다크스토어 사례



자료: 언론기사, 삼성증권

그림 6. 코람코에너지리츠가 제시한 모빌리티 리테일센터



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

NPV 방식으로 목표주가 7,500원 제시

코람코에너지리츠의 목표주가를 7,500원으로 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 다음 방법으로 산출하였다. ① 현대오일뱅크와 장기 마스터리스를 맺은 주유소 임대료는 10년 뒤 5%씩 인상(2020년 기준 영업수익의 82.6% 차지), ② 스피드메이트와 장기 마스터리스를 맺은 임대료는 10년 뒤 5% 인상(6.5%), ③ 매출 연동인 리테일 임대료는 매년 15%씩 상승(10.8%)을 가정, ④ 리츠 비용은 연 1%씩 상승 등이다. 이를 Cost of equity 5.5%로 할인해 구한 NPV는 1.1조원이며 차입금 5,900억원 감안 시 목표주가는 7,500원으로 산출된다.

단기적으로 upside는 ③에서 발생할 것이다. LG베스트샵과 같은 토지 임대차 변경이나 전기차 충전소 개발과 같은 직접개발에 따른 임대료 상승이 포함돼 있다는 점에서 추정이 쉽지 않지만 단순한 임대수입 증가 영향보다 개발이 완료될 경우 코람코에너지리츠의 개발 역량이 입증된다는 점에서 멀티플 상향이 이뤄질 것으로 예상된다.

표 2. 목표주가 산출 (십억원)

임대료 추정	2020	2021	2022	2023	2024	...	2049	2050
현대오일뱅크	37.4	37.4	37.4	37.4	37.4	...	41.2	41.2
스피드메이트	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	...	3.3	3.3
리테일	4.9	5.6	6.5	7.5	8.6	...	282.5	324.9
비용	22.0	22.2	22.4	22.7	22.9	...	29.4	29.7
현재화	2020	2021	2022	2023	2024	...	2049	2050
현대오일뱅크	602.8	37.4	35.5	33.6	31.9	...	9.2	8.7
스피드메이트	47.8	3.0	2.8	2.7	2.5	...	0.7	0.7
리테일	844.8	5.6	6.2	6.7	7.3	...	63.1	68.8
비용	386.1	22.2	21.3	20.4	19.5	...	6.6	6.3
NPV	1,109					...		
순차입금	590					...		
기업가치	519					...		
목표주가(원)	7,500					...		

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

표 3. 코람코에너지리츠 배당수익률 추정

(십억원)	1기	2기	3기	4기	5기	6기	...	16기	17기	18기	19기
	2020-11-30	2021-05-31	2021-11-30	2022-05-31	2022-11-30	2023-05-31	...	2028-05-31	2028-11-30	2029-05-31	2029-11-30
배당 총액	9.0	11.6	22.3	12.5	11.0	11.0	...	11.0	11.0	11.0	11.0
DPS	129	166	321	180	158	158	...	158	158	158	158
연환산 배당수익률			8.0%	8.3%	5.6%	5.2%	...	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%

참고: 5기부터 매각차익은 미반영

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

포괄손익계산서

11월 30일 기준(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	n/a	23	63	48	45
매출원가	n/a	-	-	-	1
매출총이익	n/a	23	63	48	44
(매출총이익률, %)	n/a	100	100	100	98
판매 및 일반관리비	n/a	5	14	11	10
영업이익	n/a	18	49	37	36
(영업이익률, %)	n/a	80.0	78.1	77.5	78.5
영업외손익	n/a	-11	-19	-17	-17
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	11	19	17	17
지분법손익	0	-	-	-	-
기타	n/a	-	-	-	-
세전이익	n/a	7	30	20	18
법인세	n/a	-	-	-	-
(법인세율, %)	n/a	-	-	-	-
계속사업이익	0	7	30	20	18
중단사업이익	0	-	-	-	1
순이익	n/a	7	30	20	17
(순이익률, %)	n/a	33.0	47.6	41.8	38.6
지배주주순이익	n/a	7	30	20	17
비지배주주순이익	n/a	-	-	-	1
EBITDA	n/a	20	52	40	39
(EBITDA 이익률, %)	n/a	86.6	83.1	84.3	86.0
EPS (지배주주)	n/a	107	430	285	265
EPS (연결기준)	n/a	107	430	285	265
수정 EPS (원)*	n/a	107	430	285	265

현금흐름표

11월 30일 기준(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	4	23	23
당기순이익	n/a	n/a	7	19	19
현금유출이없는 비용 및 수익	n/a	n/a	-3	4	4
유형자산 감가상각비	n/a	n/a	2	3	3
무형자산 상각비	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	-5	1	1
영업활동 자산부채 변동	n/a	n/a	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	-1,018	-3	-3
유형자산 증감	n/a	n/a	0	0	0
장단기금융자산의 증감	n/a	n/a	0	0	0
기타	n/a	n/a	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	n/a	n/a	1,019	-19	-19
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	679	4	4
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	0	0	0
배당금	n/a	n/a	9	22	22
기타	n/a	n/a	331	-45	-45
현금증감	n/a	n/a	5	1	1
기초현금	n/a	n/a	0	5	6
기말현금	n/a	n/a	5	6	7
Gross cash flow	n/a	n/a	4	23	23
Free cash flow	n/a	n/a	4	23	23

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

자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권 추정

재무상태표

11월 30일 기준(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	n/a	25	7	8	9
현금 및 현금등가물	n/a	23	6	7	8
매출채권	n/a	1	-	-	-
재고자산	n/a	-	-	-	-
기타	n/a	1	1	1	1
비유동자산	n/a	1,016	1,016	1,016	1,016
투자자산	n/a	-	-	-	-
유형자산	n/a	1,016	1,016	1,016	1,016
무형자산	n/a	-	-	-	-
기타	n/a	-	-	-	-
자산총계	n/a	1,023	1,024	1,024	1,025
유동부채	n/a	12	0	0	0
매입채무	n/a	-	-	-	-
단기차입금	n/a	-	-	-	-
기타 유동부채	n/a	6	0	0	0
비유동부채	n/a	676	683	687	691
사채 및 장기차입금	0	586	590	593	598
기타 비유동부채	n/a	67	93	93	93
부채총계	n/a	688	683	687	691
지배주주지분	n/a	353	340	337	334
자본금	n/a	35	35	35	35
자본잉여금	n/a	311	313	313	313
이익잉여금	n/a	7	(5)	(8)	(11)
기타	n/a	(0)	(3)	(3)	(3)
비지배주주지분	n/a	-	-	-	-
자본총계	n/a	353	340	337	334
순부채	n/a	665	677	680	683

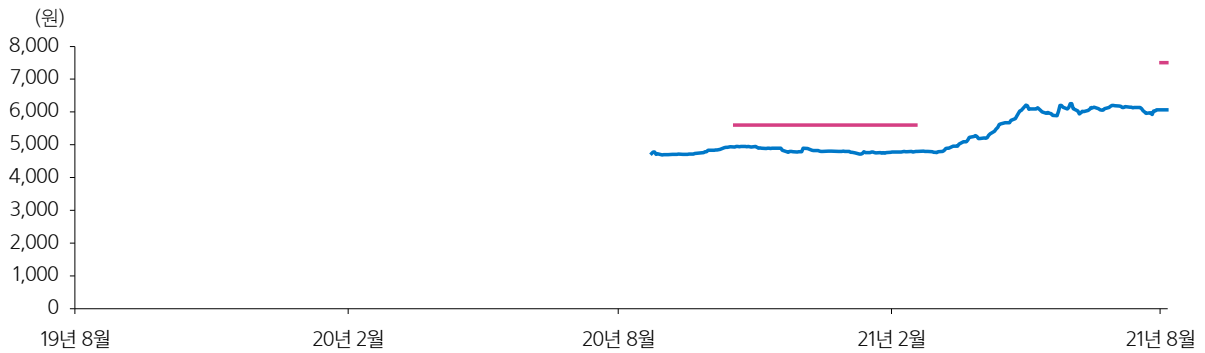
재무비율 및 주당지표

11월 30일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	177.3	-24.2	-4.9
영업이익	n/a	n/a	171.0	-24.9	-3.6
순이익	n/a	n/a	300.3	-33.6	-12.2
수정 EPS**	n/a	n/a	300.3	-33.6	-7.1
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	107	430	285	265
EPS (연결기준)	n/a	107	430	285	265
수정 EPS**	n/a	107	430	285	265
BPS	n/a	5,066	4,888	4,841	4,792
DPS (보통주)	n/a	129	487	336	311
Valuations (배)					
P/E***	n/a	56.6	14.1	21.3	22.9
P/B***	n/a	1.2	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	n/a	55.4	21.1	27.5	28.4
비율					
ROE (%)	n/a	2.2	8.5	5.6	5.2
ROA (%)	n/a	0.7	2.8	1.9	1.8
ROIC (%)	n/a	1.8	4.8	3.6	3.6
배당성향 (%)	n/a	120.2	73.6	110.1	125.3
배당수익률 (보통주, %)	n/a	4.3	8.0	5.5	5.1
순부채비율 (%)	n/a	188.5	199.0	201.8	204.8
이자보상배율 (배)	n/a	1.7	2.5	2.2	2.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/10/26	2021/8/9
투자의견	BUY	BUY
TP (₩)	5,600	7,500
과리율 (평균)	-13.84	
과리율 (최대or최소)	-11.61	

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 2021년 6월 30일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

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

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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