코람코에너지리츠

| Bloomberg Code (357120 KS) | Reuters Code (357120.KS)

2021 년 9 월 6 일

주유소는 흐려지고 개발은 진해지고

[리츠]

김현욱 책임연구원
☎ 02-3772-1545
✉ hyunwook.kim@shinhan.com

강윤구 연구원
☎ 02-3772-3608
✉ yoongu@shinhan.com

매수	현재주가 (9 월 3 일)	목표주가	상승여력
(신규)	6,140 원	7,700 원 (신규)	25.4%

- 주유소를 기초자산으로 하는 국내 첫 리츠
- 개발 강화를 위한 기반 준비 완료 1) Vision2025, 2) 2기 주총
- 3기 실적 전망: 매각 효과 반영 시작

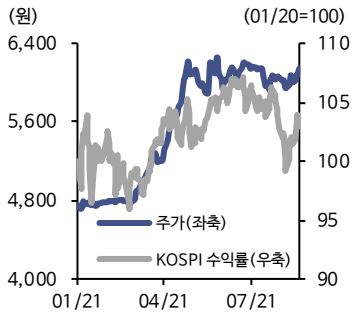
신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	7,700 원 (신규)
상승여력	25.4%

KOSPI	3,128.53p
KOSDAQ	1,020.44p
시가총액	427.5 십억원
액면가	500 원
발행주식수	69.6 백만주
유동주식수	69.6 백만주
52 주 최고가/최저가	6,250 원/4,715 원
일평균 거래량 (60 일)	113,473 주
일평균 거래액 (60 일)	689.7 백만원
외국인 지분율	0.98%
주요주주	
케이비증권주식회사	12.35%
현대오일뱅크주식회사	11.49%
절대수익률	
3 개월	-1.0%
6 개월	+28.1%
12 개월	+30.4%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-1.4%
6 개월	+3.8%
12 개월	+33.6%

주가차트



주유소를 기초자산으로 하는 국내 첫 상장 리츠

주유소를 기초자산으로 하는 국내 첫 상장 리츠다. SK네트웍스로부터 주유소 187개를 인수한 뒤 2020년 8월 KOSPI에 상장했다. 동사의 기본 전략은 1) 현재 주유소 및 차량정비소의 고정 수익(영업수익 비중 90%)과 부속 매장 변동 수익(10%)을 통해 장기적으로 완만하게 성장하는 임대료 수익 구조를 만든 뒤, 2) 주유소 복합 개발(주유소 유지)과 토지 임대차(주유소 멸실), 매각 등을 통해 수익성을 높이고 성장하는 것이다.

개발 강화를 위한 기반 준비 완료 1) Vision2025, 2) 2기 주총

주유소는 1) 개별 자산의 규모가 작아 리스크 분산과 자산 편출입이 용이하고 2) 입지가 좋고 용적률과 건폐율이 낮아 개발 잠재력이 높다. 동사는 지난 5월 이런 주유소 특성을 활용해 직접 개발을 강화하는 KEP Vision 2025를 발표했다. 그리고 후속 조치로 지난 8월 18일 2기 주총에서 개발을 위한 기반(제 6호~8호 의안)을 완료했다. 6호 의안은 자금조달(차입 및 사채 발행) 승인, 7호 의안은 목감 주유소 개발 승인, 8호 의안은 개발 자산 비중을 최대 30%까지 늘리는 안이었다.

개발은 자산 가격 상승시에 배당 희석 우려를 줄이면서 리츠의 외형 가치를 높일 수 있는 방법이다. 주유소는 개발을 통한 가치 상승 여력이 높은 자산이다. 목감 주유소의 개발을 시작으로 보유 자산의 개발이 활발해질수록 코람코에너지리츠의 상대적 매력은 커질 전망이다.

3기 실적 전망: 매각 효과 반영 시작

지난 2기(20.12~21.05) 실적은 영업수익 242억원, DPU 166원(가이던스 158원)이다. 변동 영업수익 중 DT(Drive through) 수익이 오른 영향이었다. 3기(21.06 ~21.11) 실적은 영업수익 388억원으로 2기 대비 60% 늘어날 전망이다. 16개의 주유소(5개 주유소와 기타 부속건물 포함)가 매각되면서 임대료는 242억원에서 223억원으로 줄겠지만 매각 차익 165억원이 반영된 결과다. DPU는 FFO 기준 129원에 매각 차익에서 나오는 특별배당 190원이 더해져 319원이 예상된다. 목표주가 7,700원으로 커버리지를 개시한다 NAV 방식으로 산출했다.

	영업수익 (십억원)	영업비용 (십억원)	NOI (십억원)	당기순이익 (십억원)	FFO (원)	P/FFO (배)
2021F	63.0	14.6	43.6	29.0	20.6	20.8
2022F	55.2	12.8	41.0	26.2	21.6	19.8
2023F	42.1	10.0	39.4	14.7	19.1	22.4
2024F	43.9	10.5	41.0	14.7	19.5	21.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주유소를 기초자산으로 하는 첫 리츠

총 자산 1.1조원의 주유소 리츠

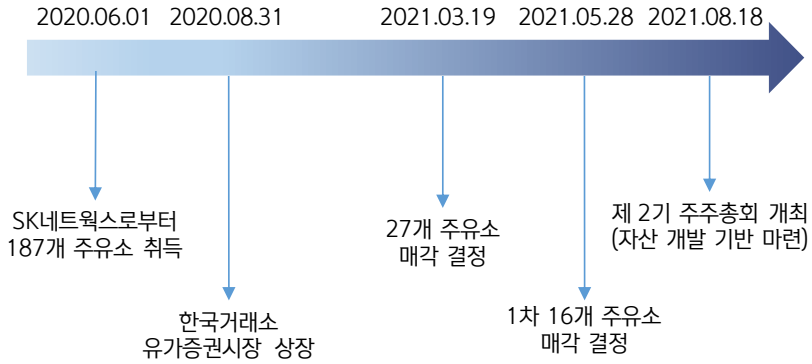
주유소를 기초자산으로 하는 첫 상장 리츠다. 지난 2020년 6월 SK네트웍스로부터 주유소 187개를 인수한 뒤 2020년 8월 KOSPI에 상장했다. 결산월은 5월과 11월이다. 전체 기초자산의 감정평가액은 1.1조원 규모다.

1) 주유소(현대오일뱅크 임차)와 주유소에 있는 차량정비소(스피드메이트, SK네트웍스 임차)에서 지급되는 고정 임대료 수익이 전체 영업수익의 90% 가까이 차지한다. 고정 임대료 수익은 우량 임차인과 맺은 10년 장기 계약을 통해 안정적으로 지급된다. 임대료 인상은 2025년 하반기부터 2년마다 1.5%씩 인상된다. 타 리츠의 기초 자산 대비 임대료 상승이 높은 편은 아니다. 상승 부족분은 2) 편의점, QSR 등 주유소 부속 매장의 매출과 연계된 변동 임대료 수익으로 보충된다. 전체 영업수익의 약 10%를 차지한다.

매각 예정 27개중 현재 17개 자산 매각 완료

지난 3월 자산가액 대비 영업실적이 부진한 주유소 27곳의 매각 계획을 공시했다. 상장시 기준 기초 자산은 수도권 51%, 지방광역시 21%, 기타 지방 28%로 분산되어 있다. 2차 매각이 완료되면 수도권 비중이 55%로 상승하고 비수도권 비중이 45%로 줄어들 계획이다.

코람코에너지리츠 주요 연혁



자료: 회사 자료, 신한금융투자

보유자산 지역 분포 비중

	상장시		1차 매각(현재)		2차 매각 완료	
	자산 수	비중	자산 수	비중	자산 수	비중
합계	187	100%	170	100%	156	100%
수도권	95	51%	89	52%	86	55%
서울	20	11%	19	11%	19	12%
경기	61	33%	57	34%	54	35%
인천	14	7%	13	8%	13	8%
광역시	39	21%	33	19%	29	19%
기타 지방	53	28%	48	28%	41	26%

자료: Dart, 신한금융투자

기본 운용 전략: 안정적 임대 수익 + 소극적 개발과 자산 매각

기본 전략
1) 안정적 기존 수익
2) 개발, 매각 등으로 수익성 및 성장 도모

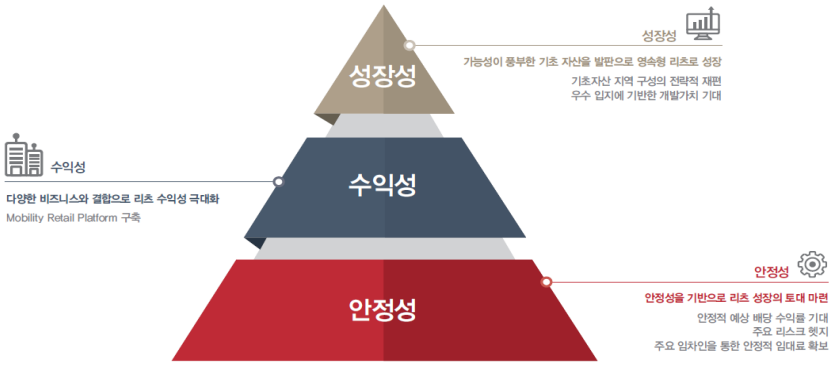
동사의 기본 전략은 1) 현재 고정적인 주유소 수익 + 매출연동형 매장의 매출 성장을 통해 장기적으로 완만하게 성장하는 임대료 수익 구조를 만든 뒤, 2) 주유소 복합 개발(주유소 유지)과 토지 임대차(주유소 멸실), 매각 등을 통해 수익성을 높이고 성장하는 것이다.

주유소 복합 개발 방식에서는 흑석동셀프주유소에 SPC와 협력하여 첫 DT 매장을 운영할 계획이다. DT 매장은 최저 임대료가 책정되어있는 매출 연동형이라 업사이드만 열려있다. 2021년 말 오픈이 예상되고 향후 SPC와 지속적인 협업을 통해 추가적인 매장 오픈이 가능하다.

토지 임대차 방식에서는 아산셀프, 제이셀프, 동래 세 주유소를 멸실한 뒤 LG전자가 건물을 지어 LG전자베스트샵이 입점한다. 용도 변경시 주요 비용인 토양오염 정화 비용을 기존 임차인이 부담하고, LG전자 입점 시점까지 기존 임차인이 임대료를 유지시켜줄 계획이라 실적 공백 우려가 없다. LG전자 입점시 임대료는 주유소 대비 높은 수준으로 책정된다.

동사는 수도권 중심의 주유소 포트폴리오 개편을 계획 중인데 지난 3월 187개의 주유소 중에 27개에 대한 매각 계획을 공시했다. 그 중 17개가 매각 완료됐고 매각 차익에 대한 특별 배당은 3기(2021.06~2021.11)에 16개분, 4기(2021.12~2022.05)에 1개분 지급될 계획이다. 남은 10개의 자산은 향후 1년 안에 매각을 목표로 하고 있다.

코람코에너지리츠 기본 사업 전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자

기초자산 주유소의 특징: 1) 작은 자산 크기, 2) 개발 잠재력

주유소 특징 1)
작은 자산 크기로 리스크 분산과 자산 편출입 용이

주유소는 리츠 타 기초 자산들과 다른 특징이 있다. 1) 개별 자산의 규모가 작다. 많은 자산을 리츠에 담을 수 있어 리스크 분산이 쉽고 목적에 맞는 자산 편출입도 용이하다. 코람코에너지리츠가 보유한 자산의 가치는 토지와 건물 합산 평균 60억원 수준이다. 수도권은 평균 70억원, 기타 지방은 30억원 정도다. 수백억원에서 조단위까지 커지는 리테일, 상업용 빌딩 등에 비하면 규모가 작다. 이미 상장 7개월만에 전체의 12% 규모(27개) 자산 매각 계획이 결정됐고 17개의 자산이 매각 완료됐다. 향후 지방의 수익성 낮은 자산을 매각하고 수도권 위주의 자산 매입을 통해 포트폴리오를 재편하는데도 큰 무리가 없을 전망이다.

주유소 특징 2)
입지가 좋고 용적률 및 건폐율이 낮아 개발 잠재력 높음

2) 개발 잠재 가치 높다. 주유소는 특성상 도로와 인접해 있고 차량 통행이 많아 입지가 뛰어난 경우가 많다. 게다가 용적률과 건폐율이 낮아 리츠 측면에서 보면 자산들을 순차적으로 개발하여 NAV를 높일 여력이 크다. 동사의 전략인 주유소 복합개발과 토지 임대차 방식도 입지적 이점을 이용했다. 대지면적이 큰 보유자산 20개의 용적률은 평균 27%, 건폐율은 20%에 불과했다. 단순 비교는 무리가 있지만 개발가치가 높은 목동 재건축 아파트 단지가 용적률 120~140%, 건폐율 10~20%이고 상업용 건물의 용적률이 400~700%, 건폐율이 30~50% 수준이다.

실제 GS칼텍스는 2020년 10월 서울역 주유소를 상업용 부동산인 '에너지 플러스 서울로'를 개발하기 위해 착공했고 자이에스앤디는 SK네트웍스가 보유했던 주유소 중에 역세권에 위치한 5곳을 매입해 지식산업센터와 역세권 청년주택으로 개발할 계획이다.

보유 자산 용적률 및 건폐율

주유소명	대지면적 (㎡)	용적률 (%)	건폐율 (%)	주유소명	대지면적 (㎡)	용적률 (%)	건폐율 (%)
목감	5,739	21.4	21.4	동백스카이셀프	2,883	39.4	32.7
조양	4,886	26.7	20.0	중앙로셀프	2,835	27.3	17.5
경수대로	4,789	38.7	24.0	인천대교	2,798	21.3	18.7
비산현대셀프	4,766	70.2	38.9	옥암	2,660	28.8	19.2
샘터	4,135	16.0	14.6	대성	2596	17.8	15.9
산북	3,806	10.9	11.1	대양셀프	2,407	47.8	34.2
공단2	3,636	47.3	30.8	가산IC셀프	2,393	31.1	25.0
공단1	3,302	23.4	24.8	새화랑	2,391	29.8	25.7
부경셀프	3224	5.9	5.9	석수현대셀프	2,336	42.8	31.0
교대셀프	3,164	15.9	15.9	남부순환셀프	2,309	42.95	32.24

자료: Dart, 스마트국토정보, 신한금융투자

국내 주요 상장리츠 비교

	코람코에너지리츠	롯데리츠	NH프라임리츠	신한알파리츠	ESR켄달 스퀘어리츠
상장일	2020.08.31	2019.10.30	2019.12.05	2018.08.08	2020.12.23
시총(십억원)	427.5	1,372.8	89.7	429.1	949.8
기초자산 종류	주유소 등	리테일 등	오피스	오피스	물류센터
자산 감정평가 총액 (기준일)	1.1조원 (2020.05)	2.3조원 (2020.12)	0.9조원 (2020.10)	1.8조원 (2021.05)	1.5조원 (2021.05)
보유 기초자산 수	187	14	4	6	10
개별 자산 평균 규모	5.9십억원	164십억원	225십억원	300십억원	150십억원
상장 이후 자산 편출입	2021.05 주유소 16개 매각	2021.03 롯데백화점 안산점, 중동점, 롯데프리미엄 아울렛 이천점, 롯데마트 춘천점, 계양점, 롯데마트몰 김포물류센터 취득	-	2018.10 더프라임타워 취득 2020.03 대일빌딩 취득 2020.08 트윈시티남산 취득 2020.09 신한L타워 취득 2021.03 삼성화재빌딩 취득	2021.06 안성물류센터, 용인 BRIC 편입

자료: 회사 자료, Dart, 신한금융투자

에너지플러스 서울로 예상도

자료: GS칼텍스, 신한금융투자

양평자이비즈타워 예상도

자료: 자이에스앤디, 신한금융투자

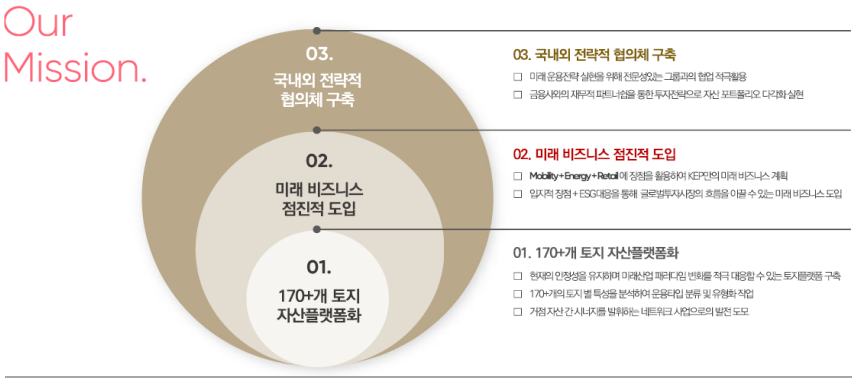
KEP Vision2025: 적극적인 자산 개발

Vision2025: 적극적 자산 개발로 리츠 매력 상승 예상

지난 5월 KEP Vision 2025를 발표했다. 화석 연료 사업인 주유소를 탄소 중립(ESG)과 연계해 개발하는 전략이다. 전국에 위치한 160개(매각 예정 자산 제외)의 주유소 부지를 토지플랫폼화하고 모빌리티나 재생에너지 등 미래 비즈니스를 도입하여 목적에 맞게 개발하는 계획이다. 여기서 주목할 점은 직접 용도 변경 개발을 한다는 점이다. 주유소를 유지하는 기존의 복합 개발과 주유소 멸실 이후 토지만 임대하는 방식에서 더 나아가 주유소 부지를 용도에 맞게 분류하여 개발한다는 것이다.

리츠의 기초 자산 가치가 오르면 리츠에는 좋은 일이지만 전반적으로 모든 자산들이 함께 오르면 신규자산 편입시 배당 희석 우려가 생길 수 있다. 개발은 자산 가격 상승시에 배당 희석 우려를 줄이면서 보유 자산의 가치를 선택적으로 상승시킬수 있는 방법이다. 기보유 자산을 개발하여 가치 상승과 배당 증가로 신규 자산 편입시 생기는 배당 희석을 상쇄하는 것이다. 주유소는 앞서 언급 했듯 입지와 구조적 이점으로 개발을 통한 가치 상승 여력이 높다. 목감 주유소의 모빌리티-리테일 복합 개발을 시작으로 보유 자산의 개발이 활발해질수록 코람코에너지리츠의 상대적 매력은 커질 전망이다.

Vision 2025



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2기 주총을 통해 개발을 위한 기반 마련

주총 개발 관련 내용
6호: 자금 조달
7호: 목감 주유소 개발
8호: 개발 자산 비중 확정

지난 8월 18일 주총에서 8건의 의안 중 제 6호, 7호, 8호 의안이 승인 받으면서 개발을 위한 기반이 준비됐다. 6호 의안은 자금조달(차입 및 사채 발행) 승인 건이다. 보유 및 보유 예정 자산을 통해 최대 1,000억원 규모의 차입 및 사채 조달이 가능해졌다. 자산 매각을 통해 회수한 금액과 함께 자산 개발 및 신규자산 편입에 쓰일 전망이다.

7호 의안은 동사의 첫 개발사업인 목감 주유소 개발 승인 건이고, 8호 의안은 전체 자산 중 개발 자산을 감정가 기준 30% 이내로 가능하게 하는 건이다. 이를 통해 목감 주유소를 시작으로 약 50여개의 자산 개발이 가능한 기반이 마련됐다.

주총 승인 주요 의안

번호	의안	내용
6호	제3기 차입계획 및 사채발행계획 승인의 건	1) 조달방법 - 기존 보유자산의 LTV 범위 내 추가 차입 - 기존 보유 자산 개발을 위한 PF대출 - 추가 편입 자산 LTV 대출 - 회사채 발행 2) 발행 범위: 1,000억원
7호	부동산개발사업계획 승인의 건	사업명: 목감 모빌리티리테일센터 신축 위치: 경기도 시흥시 목감동 202-22일대 (대지면적 4,642㎡) 건설예정규모: 지하1층, 지상4층, 연면적 12,346㎡ 사업예상기간: 13개월 (2022년 3월 ~ 2023년 4월) 사업예상금액: 27,885백만원(토지비 미포함, 30% 이내 변경가능)
8호	부동산개발사업에 대한 투자비율 승인의 건	1) 총자산: 1조 165억원(2Q21기준) 2) 투자비율: 총자산의 30% 이하

자료: DART, 신한금융투자

실적 및 Valuation

지난 2기(20.12~21.05) 실적은 영업수익 242억원, DPU 166원(가이던스 158원)이다. 변동 영업수익 중 DT(Drive through) 수익이 오른 영향이었다. 3기(21.06~21.11) 실적은 영업수익 388억원으로 2기 대비 60% 늘어날 전망이다. 16개의 주유소(6개 차량정비소와 기타 부속건물 포함)가 매각되면서 임대료는 242억원에서 223억원으로 줄겠지만 매각차익 165억원이 반영된 결과다. DPU는 FFO 기준 129원에 매각 차익에서 나오는 특별배당 190원이 더해져 319원이 예상된다. 매각 차익이 제외된 P/FFO는 2021년 기준 20.8배다.

4기(21.12~22.05)는 영업수익 250억원과 DPU 196원이 예상된다. 1) 1개의 자산 매각과 2) LG전자 토지임대차를 위한 자산 3개의 용도전환, 3) 흑석 복합개발 실적을 반영했다. 5기에는 남은 매각 예정 자산 10개의 매각 효과를 반영했다.

코람코에너지리츠 영업실적 추이 및 전망

	2기	3기F	4기F	5기F	6기F	7기F	2021F	2022F	2023F	2024F
	20.12 ~21.05	21.06 ~21.11	21.12 ~22.05	22.06 ~22.11	22.12 ~23.05	23.06 ~23.11				
영업수익	**24.2**	**38.8**	**25.0**	**30.2**	**21.0**	**21.1**	**63.0**	**55.2**	**42.1**	**43.9**
고정 임차	20.6	18.6	18.3	17.5	17.0	17.0	39.2	35.8	34.0	35.1
(주유소 수)	187	171	166	156	156	156	171	156	156	156
변동 임차	3.7	3.6	3.9	4.1	4.0	4.2	7.3	8.0	8.2	8.8
매각차익	0.0	16.5	2.8	8.6	0.0	0.0	16.5	11.4	0.0	0.0
영업비용	5.3	9.3	5.5	7.3	5.0	5.0	14.6	12.8	10.0	10.5
NOI	22.7	20.8	20.8	20.2	19.6	19.7	43.6	41.0	39.4	41.0
영업이익	18.9	29.5	19.5	22.9	16.0	16.1	48.4	42.4	32.1	33.4
당기순이익	9.3	19.7	11.4	14.8	7.3	7.4	29.0	26.2	14.7	14.7
감가상각비	2.3	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	4.8	4.4	4.4	4.8
FFO(배당가능 이익)	11.6	9.0	11.4	10.1	9.5	9.6	20.6	21.6	19.1	19.5
주당 배당 합계	**166**	**319**	**196**	**244**	**136**	**138**	**485**	**440**	**274**	**280**
DPU(원, 임대수익)	166	129	164	146	136	138	295	310	274	280
DPU(원, 매각차익)	-	190	32	98	-	-	190	130	-	-
배당수익률	-	-	-	-	-	-	4.8%	5.0%	4.5%	4.6%
P/FFO	-	-	-	-	-	-	20.8	19.8	22.4	21.9

자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한금융투자 추정

목표주가 7,700원으로 커버리지를 개시한다. 감정가액(20.05 기준) 1.1조원에 전국 지가상승률 6%를 반영하여 NAV 방식으로 산출했다. 2021년 P/FFO 26.1배다. 활발한 자산 편출입과 개발을 통한 가치 상승이 강점인 동사는 NAV 방식이 적절하다고 판단한다.

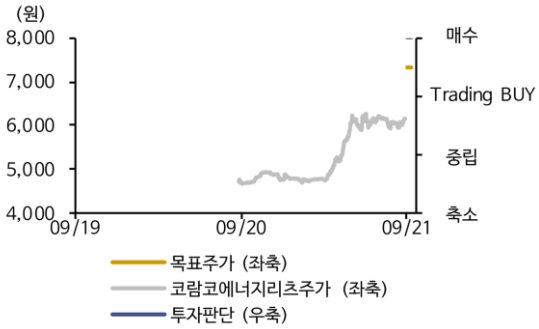
코람코에너지리츠 목표주가 산정

NAV 방식	상장시 감정가액(십억원)	1,127.4
	지가 변동률	6%
	상승분 반영(십억원)	1,195.0
	부채(십억원)	700.4
	기타 자산(십억원)	39.1
	NAV	533.7
	주식수(천주)	69,620
	주당 NAV(원)	7,666
	목표주가	**7,700**
	주가 (21.09.03 기준)	6,140

자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 지가변동률은 연간 4%에 감정평가 시점 이후 경과시간 반영

투자의견 및 목표주가 추이

코람코에너지리츠(357120)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 09월 06일	매수	7,700	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김현욱, 강윤구)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2021년 09월 03일 기준)

매수 (매수)	95.12%	Trading BUY (중립)	1.46%	중립 (중립)	3.41%	축소 (매도)	0.00%