

2020. 8. 26

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY
목표주가	5,600원
시가총액	n/a
Shares (float)	n/a
52주 최저/최고	n/a
60일-평균거래대금	n/a

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코람코에너지플러스 (%)	n/a	n/a	n/a
Kospi 지수 대비 (%pts)	n/a	n/a	n/a

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	n/a	n/a	n/a
목표주가	n/a	n/a	n/a
2020E EPS	n/a	n/a	n/a
2021E EPS	n/a	n/a	n/a

▶ SAMSUNG vs THE STREET

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

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

코람코에너지플러스 (상장예정)

한국의 좋은 땅만 모았다

- 187개 주유소를 담은 리츠, 장기적으로 주유소 부지가 거래되는 플랫폼이 될 것
- Value-add로 주유소 부지의 가치 극대화, 수도권 비중을 51% 이상 가져갈 것
- NAV의 92%는 토지가치로 하방 지지, 배당할인모형을 사용해 목표주가 5,600원

WHAT'S THE STORY

핵심입지에 위치한 187개 주유소: SK네트웍스가 매각한 187개 주유소를 담은 리츠로 임대 수입의 83%는 10년간 임차계약을 맺은 현대오일뱅크에서 발생. 차량 정비소 '스피드 메이트'가 6%, QSR(quick service restaurant), 다이소 등 기타 임차인이 11% 차지. 현대오일뱅크와 스피드메이트는 6년마다 임대료가 1.5%씩 인상되는 조건이며 기타는 매출연동 구조. 작년 기준 기타 매출은 20% 이상 성장했음. 187개 주유소 면적은 총 9.6만명, 토지 감평가 1.03조원

국내 주유소는 모두 매입 가능 대상: 본 리츠의 전략은 두가지. ① Value add 전략: 기존 주유소에 매출 연동구조인 기타사업(non-fuel) 비중을 증대시킴으로써 배당 여력을 높일 계획. 언택트 시대 수요가 증가하는 QSR과 물류센터 위주로 수익 다변화 전략. 작년 말 현대오일뱅크는 쿠팡과 주유소를 물류 거점으로 활용하는 MOU 체결. ② 비핵심 주유소는 매각하고, 핵심 입지의 주유소를 매입함으로써 수도권 주유소 비중을 51% 이상으로 가져갈 계획. 향후 주유소 임차인은 현대오일뱅크뿐 아니라 그 외 정유사도 가능. 전통적으로 주유소는 교통이 편리하고 유동인구가 많은 곳에 위치하므로 시장성 풍부, 빈번한 거래 예상. 이미 본 리츠의 주유소를 주택이나 리테일로 개발하려는 잠재적 매수자들이 많은 상황. 궁극적으로 본 리츠는 다수의 주유소 사업자들이 부지를 매입/매각하기 위해 찾게 되는 플랫폼 역할을 하게 될 것

핵심은 토지가치: 2013년부터 전국 토지의 공시지가는 연평균 3.4%씩 상승해 옴. 본 리츠 NAV의 92%가 토지가치이며 건물가치는 8%에 불과하다는 점에서 토지가치가 밸류에이션의 하방 지지하며 감가상각 영향도 미미. 배당할인모형을 사용해 산출한 목표주가를 5,600원으로 제시. 2020~2021년 연환산 P/FFO는 15.7배로 상장리츠의 평균 17.6배 대비 저평가. 5월 받은 187개 주유소의 감정평가액은 가치는 매입 당시보다 이미 17.1% 상승

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
운용수익 (십억원)	n.a	n.a	22.6	45.3
영업이익 (십억원)	n.a	n.a	18.1	36.0
순이익 (십억원)	n.a	n.a	7.5	18.9
EPS (adj) (원)	n.a	n.a	107	272
EPS (adj) growth (%)	n.a	n.a	n.a	153.3
영업이익률 (%)	n.a	n.a	80.0	79.5
ROE (%)	n.a	n.a	2.2	5.6
P/E (adj) (배)	n.a	n.a	46.6	18.4
P/B (배)	n.a	n.a	1.0	1.0
ROA (%)	n.a	n.a	0.7	1.8
Dividend yield (%)	n.a	n.a	5.2	6.3

참고: 2020년 배당수익률은 연환산 기준

자료: 삼성증권 추정

주유소 곳당 평균 매입가 51억원으로 높은 분산효과: 187개의 주유소의 평균 매입가는 곳당 51억원, 이중 토지가격이 47억원으로 자산가치의 대부분을 차지한다. 2020년 1월과 5월 받은 감정평가액은 각각 곳당 59억원, 60억원으로 매입가액 대비 각각 14.9%, 17.1% 상승한 상태다. 187개 주유소는 개수 기준 수도권 51%, 지방광역시 21%, 기타 28% 등 주로 대도시에서 분포한다. 향후 기타 지역 주유소를 매각하고 수도권 주유소를 추가 매입함으로써 수도권 비중을 더욱 높일 예정이다. 단, 리츠 설립 후 리츠에 편입된 자산은 설립 1년 이후부터 매각이 가능하므로 신규 주유소 매입 전략을 우선 사용하고 내년부터 비핵심 자산 매각을 진행할 것으로 보인다.

전국 공시지가는 2020년 6월 기준, 2013년 1월 대비 상업지역은 23.3%, 주거지역은 28.4% 상승했으며 서울과 부산, 대구 등 주요 대도시의 공시지가 상승폭이 컸다. 향후에도 주요 대도시 권역의 공시지가는 꾸준히 상승할 것으로 전망, 본 리츠의 하방을 지지하는 요인이다.

표 1. 주유소 가치

구분 (십억원)	주유소 수 (개)	대지면적 (㎡)	공시지가 2020.01	감정가액 2020.05
서울	20	23,555	152	250
경기/인천	75	128,496	273	458
지방광역시	39	69,763	134	243
기타	53	94,806	94.3	177
합계	187	316,621	654	1,127

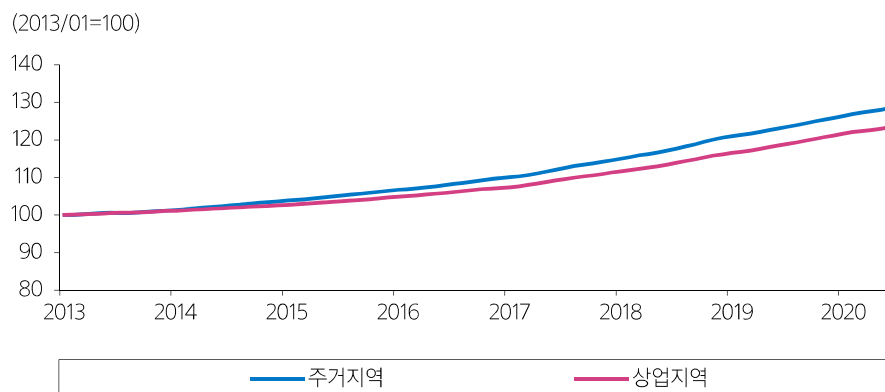
자료: 코람코에너지플러스, 삼성증권

표 2. 감정평가액 대비 매입가액 (십억원)

매입금액 (A)			감정평가액 (B)			감정평가액 (C)			감평가 대비 매입액	
토지	건물	합계	토지	건물	합계	토지	건물	합계	2019 (A/B)	2020 (A/C)
878	85	963	1,010	96	1,107	1,035	93	1,127	87.0%	85.4%

자료: 코람코에너지플러스, 삼성증권

그림 1. 국내 지역별 공시지가 추이 - 연평균 3.4% 상승



자료: 한국감정원, 삼성증권

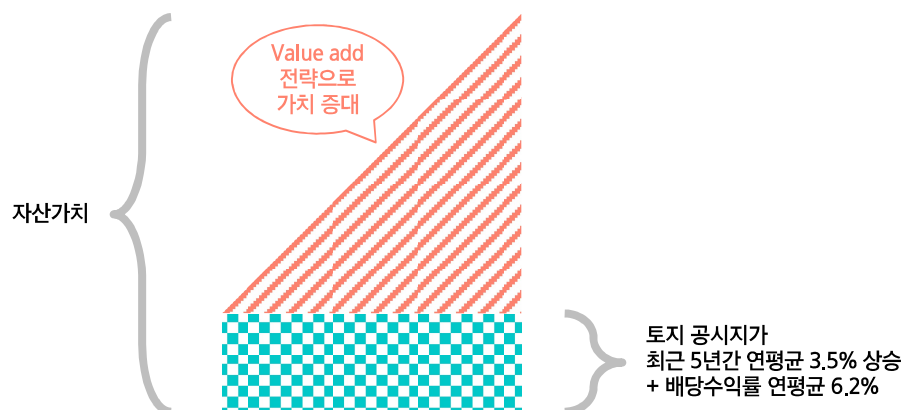
활발한 자산 컨버전 전략 주유소의 활용방안은 무궁무진하다. 곳당 평균 면적이 513평으로 부지 면적이 작고 주로 역세권에 위치한 만큼 QSR, 편의점 등 언택트 관련 리테일, 라스트마일 물류센터 등으로 개발할 예정이다. 기존 주유소 영업을 유지하는 가운데 기타 매출을 증대시킬 수 있는 잠재력이 풍부하다. 특히 물류센터는 택배 차량의 운행 시간대가 주유소 영업을 끝난 자정부터 새벽 시간대라는 점에서 주유소의 활용도를 극대화시킬 수 있는 활용 방안이 될 것이다.

표 3. 목표주가 산출 내역

구분	값	비고
DPS (원)	316	2020~2021년 연환산 배당
Cost of Equity (%)	6.7	
무위험 수익률 (%)	1.5	
리스크 프리미엄 (%)	6.0	
베타	0.9	KOSPI 베타를 대응치로 사용
영구 성장률 (%)	1.1	기타매출이 연평균 10%씩 성장함을 가정
목표주가 (원)	5,600	

자료: 삼성증권

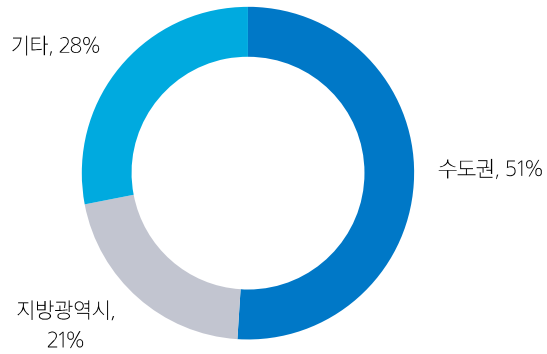
그림 2. 코람코에너지플러스 가치



자료: 삼성증권

완전한 자산 컨버전도 시도될 수 있을 것이다. 단, 본 리츠는 주유소 리츠의 컨셉을 유지하고자 하므로 타 용도로 전환 개발될 경우 개발 이전에 외부에 매각 예정이다. 정부의 정책적 지원이 집중되는 공공 지원 민간임대주택, 온라인으로 주문하고 오프라인 픽업 매장 등(월마트의 click & collect, 아마존고 등) '뉴 리테일'이 주유소 부지의 개발 방안으로 유력하다. 특히 역세권 청년 임대주택은 부담 가능한 주택(Affordable housing)을 공급하고자 하는 정부 의지에 따라 모든 주거 유형 중 가장 사업성이 높은 상품이다. 실제 본 리츠를 설계한 코람코자산신탁은 통매입한 200개의 SK네트웍스 주유소 중 10개 주유소를 자이에스앤디, 화이트코리아, 시티코어 등 디벨로퍼에게 매각했는데, 자이에스앤디는 매입한 5개 주유소 중 4개를 청년 임대주택으로 개발할 예정이다.

그림 3. 1,187개 주유소 권역별 비중



자료: 코람코에너지플러스, 삼성증권

그림 4. 월마트의 “Click & collect”(온라인 주문 픽업센터)
- 주유소 부지의 활용 가능사례가 될 것

자료: 월마트, 삼성증권

포괄손익계산서

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	n.a	n.a	23	45	45
매출원가	n.a	n.a	-	-	-
매출총이익	n.a	n.a	23	45	45
(매출총이익률, %)	n.a	n.a	100	100	100
판매 및 일반관리비	n.a	n.a	5	9	9
영업이익	n.a	n.a	18	36	36
(영업이익률, %)	n.a	n.a	80	79	79
영업외손익	n.a	n.a	-11	-17	-17
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	11	17	17
지분법손익	0	0	-	-	-
기타	n.a	n.a	-	-	-
세전이익	n.a	n.a	7	19	19
법인세	n.a	n.a	-	-	-
(법인세율, %)	n.a	n.a	-	-	-
계속사업이익	0	0	7	19	19
중단사업이익	0	0	-	-	-
순이익	n.a	n.a	7	19	19
(순이익률, %)	n.a	n.a	33	42	41
지배주주순이익	n.a	n.a	7	19	19
비지배주주순이익	n.a	n.a	-	-	-
EBITDA	n.a	n.a	20	39	39
(EBITDA 이익률, %)	n.a	n.a	87	86	86
EPS (지배주주)	n.a	n.a	107	272	268
EPS (연결기준)	n.a	n.a	107	272	268
수정 EPS (원)*	n.a	n.a	107	272	268

현금흐름표

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	n.a	n.a	4	23	23
당기순이익	n.a	n.a	7	19	19
현금유출입이없는 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 회식, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 코람코에너지플러스, 삼성증권 추정

재무상태표

09월 30일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	n.a	n.a	6	7	8
현금 및 현금등가물	n.a	n.a	5	6	7
매출채권	n.a	n.a	-	-	-
재고자산	n.a	n.a	-	-	-
기타	n.a	n.a	1	1	1
비유동자산	n.a	n.a	1,016	1,016	1,016
투자자산	n.a	n.a	-	-	-
유형자산	n.a	n.a	1,016	1,016	1,016
무형자산	n.a	n.a	-	-	-
기타	n.a	n.a	-	-	-
자산총계	n.a	n.a	1,023	1,024	1,024
유동부채	n.a	n.a	0	0	0
매입채무	n.a	n.a	-	-	-
단기차입금	n.a	n.a	-	-	-
기타 유동부채	n.a	n.a	0	0	0
비유동부채	n.a	n.a	679	683	687
사채 및 장기차입금	0	0	586	590	593
기타 비유동부채	n.a	n.a	93	93	93
부채총계	n.a	n.a	679	683	687
지배주주지분	n.a	n.a	241	340	337
자본금	n.a	n.a	24	35	35
자본잉여금	n.a	n.a	217	313	313
이익잉여금	n.a	n.a	-	(5)	(8)
기타	n.a	n.a	(0)	(3)	(3)
비지배주주지분	n.a	n.a	-	-	-
자본총계	n.a	n.a	241	340	337
순부채	n.a	n.a	674	677	680

재무비율 및 주당지표

09월 30일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	n.a	n.a	n.a	100.0	0.0
영업이익	n.a	n.a	n.a	98.8	-0.6
순이익	n.a	n.a	n.a	153.3	-1.6
수정 EPS**	n.a	n.a	n.a	153.3	-1.6
주당지표					
EPS (지배주주)	n.a	n.a	107	272	268
EPS (연결기준)	n.a	n.a	107	272	268
수정 EPS**	n.a	n.a	107	272	268
BPS	n.a	n.a	4,932	4,888	4,841
DPS (보통주)	n.a	n.a	129	316	314
Valuations (배)					
P/E***	n.a	n.a	46.6	18.4	18.7
P/B***	n.a	n.a	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	n.a	n.a	52.1	26.2	26.3
비율					
ROE (%)	n.a	n.a	2.2	5.6	5.5
ROA (%)	n.a	n.a	0.7	1.8	1.8
ROIC (%)	n.a	n.a	1.8	3.5	3.5
배당성향 (%)	n.a	n.a	120.2	116.4	117.4
배당수익률 (보통주, %)	n.a	n.a	5.2	6.3	6.3
순부채비율 (%)	n.a	n.a	196.3	199.0	201.8
이자보상배율 (배)	n.a	n.a	1.7	2.1	2.1