

2020. 7. 24

## 금융/리츠팀

### 이경자

Analyst  
kyungja.lee@samsung.com  
02 2020 7857

## ▶ AT A GLANCE

공모가(단일)	<b>5,000원</b>
예상 시가총액	3,481억원
공모 예정금액	1,066억원
Shares	69,620,000주

# 코람코에너지플러스리츠 (상장예정)

## 주유소의 고정관념을 버리자

- 187개 전국 주유소에 투자하는 리츠로 주요 임차인은 현대오일뱅크
- 평균 배당수익률 6.2%, 상장 4년 뒤부터 주유소 자산 개발/매각/인수 예정
- 주유소는 전통적으로 핵심 입지의 강점으로 재개발 시 가치 상승 기대

### WHAT'S THE STORY

**187개 주유소에 투자하는 리츠:** 작년, 코람코자산신탁은 SK네트웍스가 매각한 200여개 주유소를 매입해 187개를 리츠에 담고 10개는 외부에 매각했다. 코람코에너지플러스는 이 187개 주유소를 담아 상장하는 리츠로 28~29일 수요예측 예정이다. 코람코에너지플러스의 임대수입은 주유/정비업/기타 임차인으로부터 발생한다. 임대수입의 83%를 차지하는 현대오일뱅크가 10년간 임차함으로써 연 6.2%의 배당수익률을 제공하고, 임대료는 6년차에 1.5% 인상한다. 이 딜로 기존에 정유업계 3위였던 현대오일뱅크는 수도권 주유소를 다수 확보함으로써 단숨에 2위가 되었고 임차료 지불 능력에 의구심은 낮다. 차량정비소인 '스피드메이트'의 임대수입 비중은 6%, QSR(Quick service restaurant) 등 기타 비중이 11%다.

**Value add 전략:** 향후 자산 개발/매각/인수 등 활발한 value-add 전략을 구사할 계획이다. 개발 가치가 높은 주유소는 개발/매각하고 기확보한 주유소 외에도 전국 1.1만개의 주유소 중 수도권 핵심 주유소를 추가 편입할 계획이다. 현재 20여개 주유소에 입점해 있는 QSR과 편의점을 늘리고, 물류센터 등 언택트 시대에 부합하는 자산군을 추가함으로써 현재 11%인 기타수익을 확대, 수익구조 다변화를 꾀할 것이다. 국내 셀프주유 비중은 해외 대비 현저히 낮은 30%지만, 이 비중이 지속 상승하고 있어 주유소 내 다양한 업종의 매출 증가 가능성이 높다. 글로벌 peer인 게티리얼티는 울 들어 주가충격이 적었는데 드라이브스루, 편의점 등 다양한 비대면 시설이 주유소에 입점해 코로나19 영향을 최소화할 수 있었기 때문이다.

**핵심입지의 경쟁력:** 187개 주유소의 대지면적은 9.6만평, 토지 감정가는 1.03조원이다. 약점은 전기차의 부상과 이에 대한 위협, 6년차 1.5%에 불과한 임대료 상승률이지만 지속 상승하는 서울/수도권의 토지가치 잠재력이 더 중요하다고 판단된다. 주유소는 전통적으로 핵심 입지의 강점으로 재개발 시 가치가 크게 상승하는 자산군이다. 일례로 SK네트웍스는 과거 흥대, 동대문, 합정, 여의도에 위치한 주유소들을 호텔, 오피스텔, 오피스 등으로 재개발한 바 있다. 이는 코람코가 인수한 SK네트웍스의 주유소들이 핵심 입지에 다수 분포해 있음을 시사한다. 2020~2021년 연환산 P/FFO 15.7배이며 상장(예정)리츠의 평균 P/FFO는 17.6배다.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
운용수익 (십억원)	-	-	22.6	45.3
영업이익 (십억원)	-	-	18.1	36.0
순이익 (십억원)	-	-	7.5	19.0
EPS (adj) (원)	-	-	107.3	272.5
EPS (adj) growth (%)	-	-	n/a	153.9
영업이익률 (%)	-	-	80.0	79.6
ROE (%)	-	-	2.1	5.4
P/E (adj) (배)	-	-	46.6	18.4
P/B (배)	-	-	1.0	1.0
ROA (%)	-	-	2.1	5.4
Dividend yield (%)	-	-	6.2	6.2

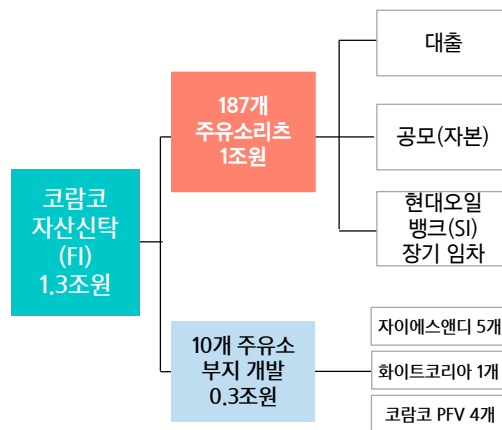
참고: 2020년 배당수익률은 연환산 예상 배당수익률/자료: 코람코에너지플러스

표 1. 주유소 내 임차인과 계약 구조

구분	입점 현황	임차인	내용	입점 수	계약 현황	연 임대료 (백만원)			비고
						금액	상승률	임대료 비중	
주요 임차인	주유소	현대오일뱅크	2020년 6월 NICE신용평가 기준 신용등급 AA- 책임 임차 10년 장기계약 체결 일부 주유소 내 세차 및 편의점 시설 운영 1회에 한하여 임대차 기간 5년 연장 가능	187개	신규 계약 (10년)	37,401	6년차 1.5% 상승 (1회)	약 83%	확정 임대료
	차량 정비소 (스피드메이트)	SK네트웍스	2020년 4월 NICE신용평가 기준 신용등급 AA- 책임 임차 10년 장기계약 체결	78개	신규 계약 (10년)	2,965	6년차 이후 매년 1.5%씩 상승	약 6%	
기타 임차인	QSR (Quick Service Restaurant)	버거킹 Droptop 맥도날드	글로벌 식음료 서비스 기업 입점 중 드라이브 스루 매출 상승 등 언택트 서비스 확대 예정	20개	계약 승계*	4,907	5년차, 10년차 각각 1.5% 상승 (가정)	약 1%	예상 임대료
	기타 임대차	다이소	유희부지의 효율적 사용을 통한 수익성 확보	41개					

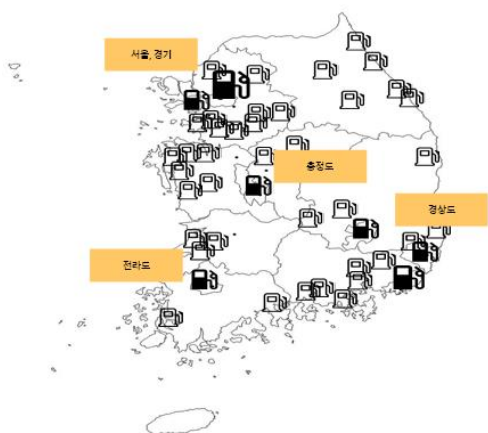
자료: 코람코에너지플러스

그림 1. 코람코에너지플러스 리츠 구조



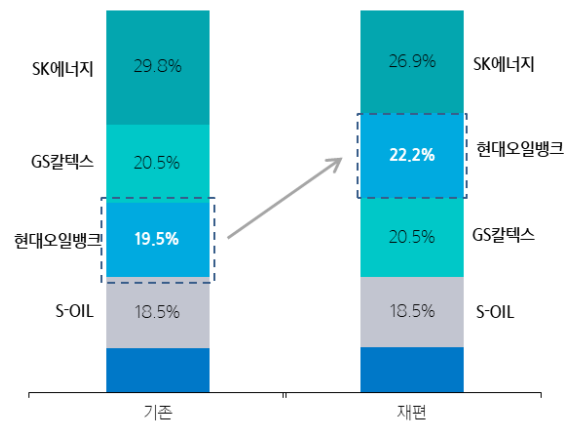
자료: 코람코자산신탁, 삼성증권

그림 2. SK네트웍스 주유소 위치 분포- 수도권 중심



자료: 오피넷, 삼성증권

그림 3. 현대오일뱅크, 주유소 순위 2위



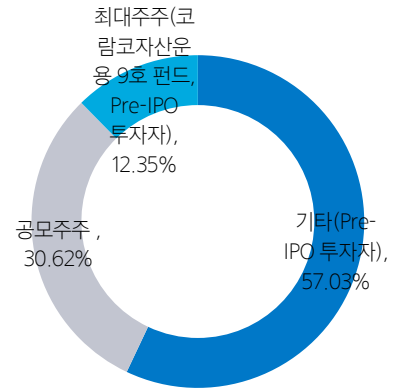
자료: 오피넷, 코람코에너지플러스, 삼성증권

그림 4. 공모개요

항목	내용
공모주식수	21,320,000
배정 비율	기관 48.4%, 일반 51.6%
공모 예정액	1,066억원
예상 시가총액	3,481억원
수요예측	7/28-7/30
청약일	8/5-8/7
납입	08월 11일
상장일	8월 예정

자료: 코람코에너지플러스

그림 5. 공모 후 주주



자료: 코람코에너지플러스

표 2. 코람코에너지플러스 손익 추정 (십억원)

회계연도	FY1	FY2	FY3	FY4	FY5	FY6	FY7	FY8	FY9	FY10
	19/12-20/11	20/12-21/5	21/6-21/11	21/12-22/5	22/6-22/1	22/12-23/5	23/6-23/11	23/12-24/5	24/6-24/11	24/12-25/5
영업수익	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
영업비용	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	4.9	4.9	5.1	5.7
영업이익	18.1	18.1	18.0	18.0	17.8	17.8	17.7	17.7	17.6	17.6
영업외이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	10.7	8.6	8.6	8.6	8.7	8.7	8.7	8.7	8.8	8.8
순이익	7.5	9.6	9.4	9.4	9.2	9.2	9.0	9.0	8.9	8.9

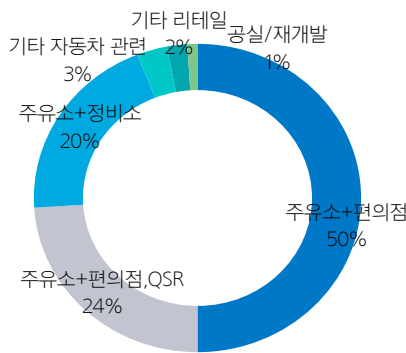
자료: 코람코에너지플러스

**미국의 주유소 리츠, 게티리얼티 사례**

미국의 게티리얼티는 대표적인 주유소 리츠다. 1955년 뉴욕에서 주유소 운영을 시작했으며, 2001년 리츠로 전환해 글로벌 최초의 주유소 리츠가 되었다. 주유소 특성 상 인근에 경쟁사의 신규 출점에 제약이 크고 임대차 기간 또한 길기 때문에 안정적인 운영 및 배당 지급이 가능하다. 실제로 게티리얼티는 주요 임차인이었던 'GPMI'의 파산으로 배당이 일시 중단되었던 2012년을 제외하고는 배당금이 중단 없이 지속 증가해왔다. 최근 3년간 예상 배당수익률 또한 4~5%로 타 미국 리츠와 비교해 높고, 2020년 예상 P/FFO는 16.5배로 미국 리츠의 시장 평균 수준이다.

게티리얼티의 첫번째 특징은 순수 주유소는 거의 없고 대부분 편의점이나 QSR, 정비소 등과 혼합된 자산 유형이라는 점이다. 2분기 말 기준 게티리얼티는 미 전역 35개주에 947개 주유소를 보유하고 있다. 이 주유소의 74%에는 편의점, 10%에는 QSR 등 리테일이 함께 입점해 유류 매출을 보완하는 역할을 한다. 전체 중 71%의 자산은 코너(핵심 입지)에 위치한 것이 강점인데, 이는 향후 재개발 시에도 자산 가치 상승에 긍정적인 요인이다.

**그림 6. 게티리얼티의 임대수익 포트폴리오**



자료: 게티리얼티

두 번째 특징은 활발한 재개발이다. 게티리얼티는 적극적인 자산 개발/매각/인수 전략을 통해 포트폴리오 가치를 지속적으로 상승시켜 왔다. 특히 잠재가치가 높은 도심 내 부지에 대한 재개발 프로젝트로 배당을 증대시키고 있다. 현재까지 총 15개 프로젝트에 1,270만 달러를 투자했으며 IRR은 15%에 육박한다. 2분기 기준 뉴욕과 텍사스 등에서 4개의 프로젝트를 진행 중이며 이 외에도 7개 부지에서 2023년까지 준공될 개발 파이프라인을 보유하고 있다. 코람코에너지플러스 또한 수도권 핵심 입지에서의 value add 전략으로 자산 가치를 증대시킬 수 있을 것으로 기대된다.

**표 3. 게티리얼티의 재개발 파이프라인 (천달러)**

위치	자산군	총 투자예정금액	집행금액(1Q20기준)	준공 시기
<b>진행 중인 프로젝트</b>				
브루클린, 뉴욕	리테일	386	275	2020
레위스빌, 텍사스	주유소+편의점	632	155	2021
브루클린, 뉴욕	리테일	1,045	292	2021
브루클린, 뉴욕	주거용	752	230	2023
	소계	2,815	952	
<b>파이프라인</b>				
7개 부지	다양한 자산군	3,962	291	2020-2023
	<b>총계</b>	<b>6,777</b>	<b>1,243</b>	

자료: 게티리얼티

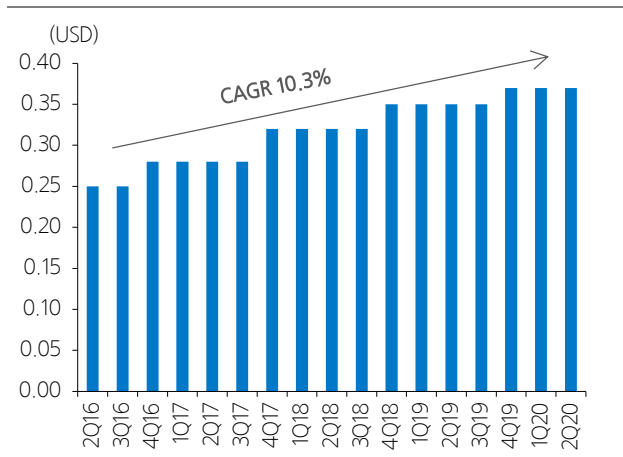
게티리얼티는 적극적인 재개발과 포트폴리오 리밸런싱을 통해 장기간 FFO를 증대시켰고 건전한 재무 제표를 유지하고 있다. 2016년부터 2020년까지 게티리얼티의 연평균 배당증가율은 10.3%에 달한다.

표 4. 게티리얼티 연도별 영업실적 (백만달러)

	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
매출액	110.7	115.3	120.2	136.1	140.7
YoY(%)	10.9	4.1	4.2	13.3	3.3
영업이익	45.9	50.1	60.5	69.5	69.7
YoY(%)	9.9	9.2	20.6	15.0	0.2
세전이익	40.4	39.8	45.0	47.7	49.7
YoY(%)	97.8	-1.4	13.1	5.9	4.2
순이익	37.4	38.4	47.2	47.7	49.7
YoY(%)	59.7	2.7	22.8	1.1	4.2
FFO	69.1	64.2	74.6	73.6	77.8
YoY(%)	52.7	-7.2	16.2	-1.3	5.8

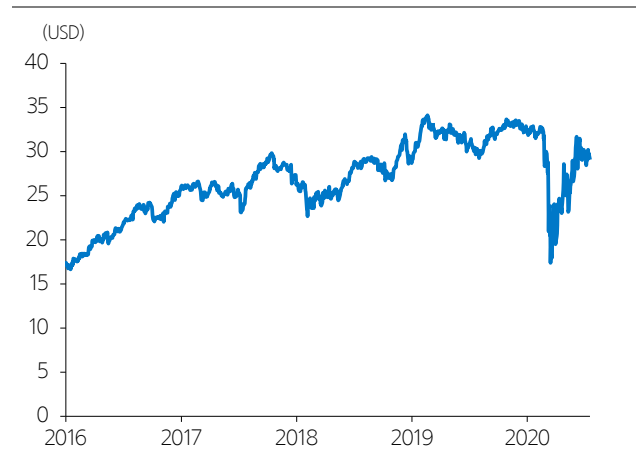
자료: Bloomberg

그림 7. 게티리얼티 주당 배당금 추이



자료: 게티리얼티

그림 8. 게티리얼티 주가



자료: Bloomberg

표 5. 국내 상장(예정) 리츠 밸류에이션 비교

종목	Valuation(2020F)					수익률			
	시가총액 (십억원)	배당률 (%)	P/B (배)	ROE (%)	P/FFO (배)	1W (%)	1M (%)	1Y (%)	YTD (%)
신한알파리츠	342	4.6	1.2	3.5	18.0	0.6	-1.7	-9.2	-14.2
이리츠코크렘	334	6.7	1.2	5.9	17.3	-1.9	-8.5	-15.4	-22.4
롯데리츠	886	6.2	1.1	4.5	16.3	-0.6	-8.0	-16.4	-16.4
이지스밸류플러스	107	6.6	0.9	2.0	14.7	-10.6	-	-	-
이지스레지던스리츠	103	5.2	0.8	1.9	19.2	-	-	-	-
미래맵스제1호리츠	101	6.2	1.1	1.9	18.5	-	-	-	-
코람코에너지플러스	348	6.2	1.0	2.1	18.5	-	-	-	-

참고: 7월 23일 종가 기준, 이지스레지던스, 미래맵스제1호, 코람코에너지플러스리츠는 상장 전으로 액면가 5천원 기준, 코람코에너지플러스의 P/FFO는 연환산 기준

자료: 각사, 삼성증권

### Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 23일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

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