

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

매수

목표주가 \$22

안정적 현금흐름과 배당 매력 갖춘 순수 연료 유통 기업, 매수 제시

Stock Data

현재가(03/06/26)	\$18.72
52주 범위	\$19.80 - \$17.00
시가총액(백만)	\$894.1
발행주식수(백만)	47.8
평균 일일 거래량(3개월)	NA
결산월	12월

주가추이



기업개요

아르코 페트롤리엄(ARKO Petroleum Corp., APC)은 북미 주요 연료 유통 기업으로, 미국 중부대서양·중서부·동북부·동남부·남서부 지역의 30개 이상 주에서 연간 20억 갤런 이상의 연료를 공급한다. APC는 미국 최대 편의점 운영사 중 하나인 ARKO Corp. (ARKO)에서 분사한 회사로, 제3자 딜러와 ARKO의 소매 주유소에 연료를 공급하며 상업용 차량을 위한 카드락(cardlock) 주유소(무인 연료 공급 시설)도 운영한다. 판매 물량 기준으로 APC의 연료 판매는 대부분 장기 계약 기반의 원가 연동(cost-plus) 구조로 이루어져 있어 비교적 안정적인 현금흐름을 창출한다.

Summary

투자의견 매수, 목표주가 22달러로 커버리지를 개시한다. APC는 미국 동부 지역을 중심으로 소매 주유소에 연료를 공급하는 자산 경량화(asset-light) 연료 유통 서비스 기업이다. 또한 상업용 차량을 대상으로 한 선단 연료 공급(fleet fueling) 사업도 영위하고 있으며, 당사는 이 부문을 특히 매력적으로 평가한다.

최대 고객은 모회사인 아르코(ARKO Corp., ARKO)로, APC가 연료를 공급한다. 향후 APC의 성장은 소매 주유소 대상 공급 계약의 지속적인 통합(consolidation)과 선단 연료 공급 사업 확대를 통해 이루어질 것으로 예상된다. 해당 시장은 여전히 높은 파편화(fragmentation)가 특징이다.

APC의 대부분 계약은 원가 연동(cost-plus) 구조로 체결되어 있어 원자재 가격 변동에 대한 노출이 제한적이다. 최근 몇 년간 EV 보급 확대에도 불구하고 정제 제품 수요는 비교적 안정적으로 유지되어 왔으며, 이러한 흐름은 앞으로도 이어질 것으로 본다.

안정적인 성장, 낮은 레버리지, 배당 매력, 제한적인 원자재 가격 노출을 APC 투자 매력의 핵심 요인으로 판단하며, 이를 근거로 매수 의견을 제시한다.

Key points

안정적인 사업 구조와 낮은 레버리지

연료 유통 사업은 비교적 안정적인 현금흐름을 창출하는 산업이다. 미국의 휘발유와 디젤 수요는 2025년 기준 10년 평균 대비 약 1% 감소에 그쳐 전반적으로 안정적인 흐름을 보이고 있다. 또한 APC 판매 물량의 약 85%(현금흐름 기준 약 50%)가 원가 연동(cost-plus) 계약 구조로 이루어져 있어 마진 변동성을 상당 부분 제한한다. IPO 이후 APC의 순부채/EBITDA는 약 2.4배 수준으로 추정되며, 이는 상장 동종업체 대비 낮은 수준이다. (다음 페이지에 계속)



본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매입자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제 기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본 보고서에서 언급된 어떠한 증권 매수 또는 매도에 대한 청약을 하는 것으로 볼 수 없습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

ARKO와의 전략적 관계

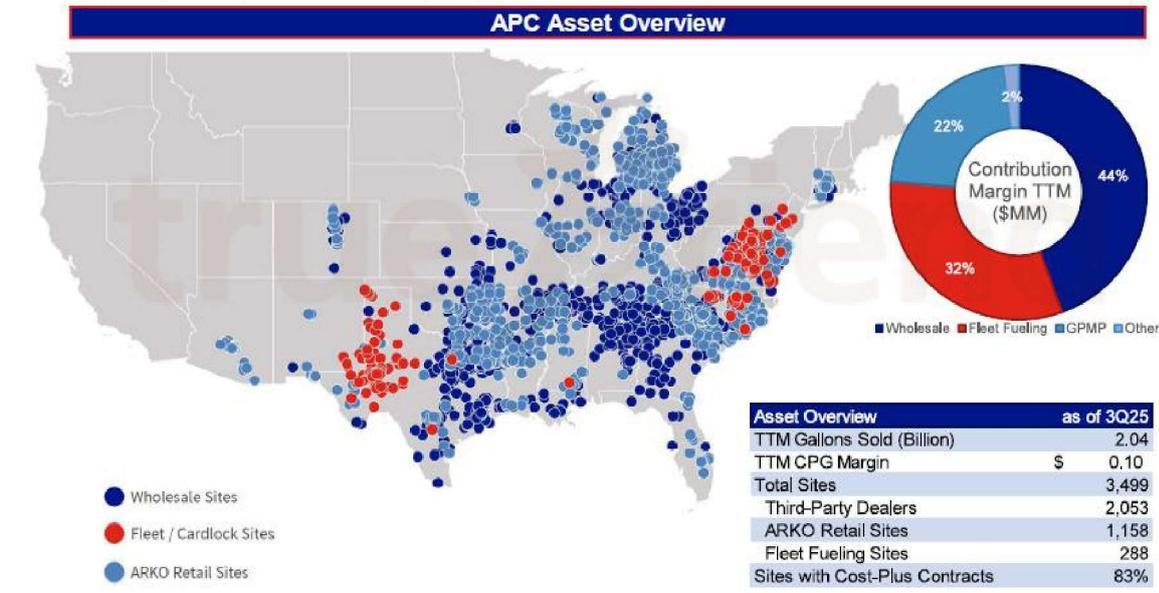
APC는 ARKO Corp.(ARKO)에서 분사해 설립된 회사로, 현재 ARKO의 대부분 소매 주유소에 원가 연동(cost-plus) 계약 방식으로 연료를 공급하고 있다. 당사는 APC 계약 주유소 중 30% 이상이 ARKO 소매 사이트일 것으로 추정한다. ARKO는 현재 일부 직영 주유소를 제 3자 운영으로 전환하는 전략(dealerization)을 추진하고 있지만, 전환된 주유소 역시 APC가 계속 연료를 공급할 예정이다. 또한 ARKO는 과거 적극적인 인수 전략을 펼쳐왔으며, 향후 추가 인수가 이루어질 경우 APC에는 추가 연료 공급 물량이 발생하는 구조다.

자본 환원 중심의 재무 전략

APC는 자산 경량 구조를 기반으로 EBITDA 대비 FCF 전환율이 높고 레버리지도 낮다. 이에 따라 당사는 APC가 매력적인 초기 배당을 지급할 것으로 예상된다. 2026년 기준 연간 약 주당 2달러 수준의 배당이 예상되며, 이후 점진적인 증가도 가능할 것으로 본다. 또한 배당 지급 이후에도 일정 수준의 FCF를 유지해 추가 성장 투자나 변동성이 높은 환경에 대응할 재무적 유연성을 확보할 것으로 예상된다.

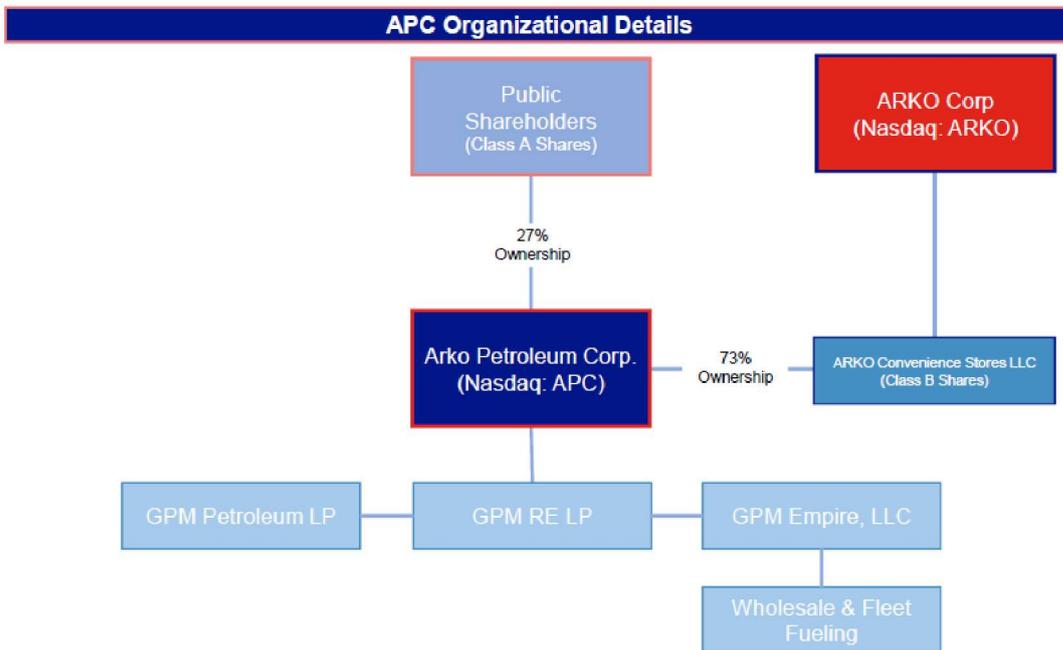
산업 구조 재편과 Fleet Fueling을 통한 성장

지난 10년 동안 APC와 ARKO는 약 25건의 거래를 통해 총 18억 달러를 투자했다. NACS 자료에 따르면 미국 약 15만 2천 개 편의점 중 약 70%가 50개 미만 점포를 보유한 소규모 사업자가 운영하고 있다. 이러한 높은 파편화 구조는 APC와 ARKO 모두에게 인수합병 기반 성장 기회를 제공한다. 또한 경영진은 신규 산업 진입 형태의 선택적 사이트 확장을 통해 fleet fueling 사업을 유기적으로 확대할 수 있을 것으로 보고 있다.



Source: Company filings, Stifel estimates

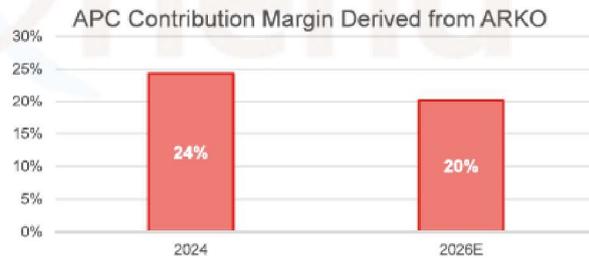
APC Ownership and Organization



Note: Ownership assumes shoe is fully exercised

Source: Company filings, Stifel estimates

Largest US C-Store Operators (most recent data)	Site Count
7 Eleven Inc.	12,500
Alimentation Couche-Tard	7,115
Casey's General Stores	2,921
Murphy USA	1,772
EG America LLC	1,500
ARKO Corp / GPM	1,118
QuikTrip Corp.	1,118
Wawa Inc.	1,096
Kwik Trip Inc.	900



Source: Company filings, National Association of Convenience Stores and Stifel estimates

Valuation – Arko Petroleum EV/EBITDA

2027 EV/EBITDA Calculation (\$MM)	
Debt	478.5
Shares Outstanding	47.8
Minority Interest	
Preferred Units	
Cash	17
Adjusted EBITDA	176

Share Price	EV/EBITDA Multiple	Implied Equity Value (\$MM)
14.00	6.4x	669
15.00	6.7x	716
16.00	6.9x	764
17.00	7.2x	812
18.00	7.5x	860
19.00	7.8x	907
20.00	8.0x	955
21.00	8.3x	1,003
22.00	8.6x	1,051
23.00	8.8x	1,099
24.00	9.1x	1,146
25.00	9.4x	1,194
26.00	9.7x	1,242
27.00	9.9x	1,290
28.00	10.2x	1,337
29.00	10.5x	1,385
30.00	10.7x	1,433

What We Like About APC:

- Stable & Fee-based Business
- ARKO Relationship
- Consolidation & Organic Growth
- Low Leverage
- Attractive Yield
- Management

We believe an 8.5x EV/EBITDA Multiple is Appropriate

Current Share Price Implies:

- A 2027 EV/EBITDA Multiple of 7.7x

Source: Company filings, FactSet, Stifel estimates



투자 의견 제시 근거

APC는 순수 연료 유통 기업에 투자하는 기회를 제공한다. 낮은 레버리지, 높은 비중의 원가 연동(cost-plus) 계약 구조, 그리고 정제 제품 수요의 안정성이 사업 기반을 뒷받침한다. 또한 ARKO Corp.와의 관계는 전략적 성격을 지니며 장기적으로 추가 성장 기회를 제공할 가능성이 있다. 더불어 APC는 투자자에게 매력적이고 점진적으로 증가하는 배당을 제공하는 동시에 일정 수준의 FCF를 유지해 다양한 시장 환경에서도 재무적 유연성을 확보할 것으로 예상된다.

목표주가 산출 방법 및 위험 요인

목표주가 22달러는 FY27년 EBITDA 추정치에 8.5배를 적용해 산출했다.

주요 위험 요인으로는 미국의 원유 및 정제 제품 수요가 장기간 감소하는 경우, 정제 제품 가격 급등에 따른 마진 압박, 경쟁 심화, 인수합병의 실행 또는 통합 실패, 계약 만료 시 재계약 실패 또는 조건 악화, 그리고 ARKO Corp.에 대한 고객 집중도 등이 있다.

true friend

■ Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 세번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 자료 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성사의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.