

한국자산신탁

BUY(유지)

123890 기업분석 | 부동산

목표주가(유지)	5,000원	현재주가(11/14)	3,510원	Up/Downside	+42.5%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 11. 15

대손충당금 규모가 실적을 좌우

3Q19 Earnings Review

우리의 예상보다는 양호한 실적 시현: 한국자산신탁의 19년 3분기 실적은 영업수익 537억원(-7.0% YoY), 영업이익 301억원(+5.2% YoY), 세전이익 310억원(+7.5% YoY)으로 집계되었다. DB 추정치 대비 영업수익은 큰 차이가 없었지만 영업이익은 우리의 기대치를 상회했다. 예상보다 충당금 적립 규모가 크지 않았던 것이 그 원인이다. 누적 신규수주는 1,110억원으로 전년동기대비 29.0% 증가했는데 차입형 신탁수주가 4.8% 감소한 대신 관리형 및 기타 신탁 신규수주가 증가했다. 지방 분양시장의 리스크로 인해 18년 신규수주를 보수적으로 추진했던 반면 19년에는 차입형 신탁 외에 도시정비 및 책임준공형 및 관리형 신탁 신규수주가 증가하고 있다.

Comment

한자신 실적의 키드라이버는 대손충당금: 18년 이후 신탁계정대여금의 충당금 규모가 커지고 있는 점이 한국자산신탁의 실적 변동성을 높이고 있다. 19년 3분기 대출채권 관련 손실(대손충당금) 규모가 77억원으로 전분기 대비 122억원 감소하면서 실적이 개선된 모습을 보이고 있다. 해당 현장의 분양률 등을 고려할 때 향후에도 충당금이 꾸준히 쌓일 가능성은 높아 보이며 분기 당 100억원 수준의 대출채권 관련 손실이 발생할 것으로 전망한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
영업수익	2,225	2,266	2,203	2,254	2,358
(증가율)	63.0	1.8	-2.8	2.3	4.6
영업이익	1,668	1,379	1,074	1,186	1,285
(증가율)	73.4	-17.3	-22.1	10.5	8.4
순이익	1,267	1,034	865	920	996
EPS	1,343	996	767	816	883
PER (H/L)	11.2/8.2	5.4/3.0	4.6	4.3	4.0
PBR (H/L)	2.0/1.3	1.3/0.7	0.6	0.5	0.5
영업이익률	75.0	48.7	52.6	54.5	53.9
ROE	24.7	15.5	9.7	9.1	9.6
ROA	18.8	11.6	7.4	6.9	7.3

Stock Data

52주 최저/최고	3,325/4,562원
KOSDAQ /KOSPI	662/2,132pt
시가총액	3,967억원
60일-평균거래량	105,037
외국인지분율	7.2%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	엔디엠 외 3인 53.5%



주식상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.3	-3.2	-11.1
상대기준	-1.4	-12.2	-13.2

Action

시가배당을 포함 밸류에이션 매력은 여전히 높음: 지방 분양시장 침체 국면이 지속되면서 ① 차입형 신탁 시장 규모가 축소되고, ② 미분양리스크가 장기화되는 것은 우려할만한 상황이다. 또한 단기적으로 지방 분양시장이 전체적으로 회복되기를 기대하기도 어렵다. 단기적으로 주가 상승 트리거는 없다. 하지만 시가배당률(주식배당 포함 250원 기준 7.1%) 등을 고려할 때 밸류에이션 매력은 여전히 높다. 중장기적인 관점에서 투자의견 Buy와 목표주가 5,000원을 유지한다.

도표 1. 19년 3분기 한국자산신탁 실적 Summary

(단위: 억원 %)

	3Q19P	3Q18	%YoY	2Q19	%QoQ	DB추경치	%차이	컨센서스	%차이
영업수익	537	577	-7.0	570	-5.8	542	-1.0	602	-10.8
영업이익	301	286	5.2	222	35.6	275	9.5	332	-9.3
세전이익	310	288	7.5	259	19.5	295	4.9	332	-6.8

자료: 한국자산신탁, DB 금융투자

대차대조표

12월결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금 및 현금성자산	345	378	1,742	1,728	2,525
매도가능증권	393	445	1,294	1,294	1,294
대출채권	6,549	9,042	10,053	10,053	10,053
유형자산	14	9	9	9	10
무형자산	8	48	48	48	48
기타자산	486	122	118	121	127
자산총계	7,796	10,081	13,301	13,291	14,094
차입부채	1,495	3,460	5,934	5,212	5,212
사채	0	0	0	0	0
기타부채	1,136	690	671	686	718
부채총계	2,631	4,150	6,605	5,898	5,930
자본금	468	514	514	514	514
자본잉여금	1,310	1,309	1,309	1,309	1,309
이익잉여금	3,444	4,265	4,905	5,599	6,370
자본조정	0	0	0	0	0
비배주주지분	44	0	0	1	2
자본총계	5,264	6,057	6,697	7,392	8,164

성장성 지표

12월결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산증가율	37.4	29.3	31.9	-0.1	6.0
자기자본증가율	26.2	15.1	10.6	10.4	10.4
영업수익증가율	63.0	1.8	-2.8	2.3	4.6
영업이익증가율	73.4	-17.3	-22.1	10.5	8.4
세전이익증가율	73.6	-16.9	-17.9	6.8	8.2
순이익증가율	73.2	-18.4	-16.3	6.4	8.2
EPS 증가율	45.9	-23.0	6.4	8.2	0.5
BPS 증가율	14.8	4.7	0.7	10.4	10.4
신규주주 증가율	-1.9	-50.7	42.8	6.4	-6.0

손익계산서

12월결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	2,225	2,266	2,203	2,254	2,358
수수료수익	1,450	1,469	1,309	1,409	1,513
이자수익	500	610	849	823	823
기타수익	275	132	46	22	0
영업비용	557	887	1,130	1,068	1,072
이자비용	38	88	175	186	186
판매관리비	369	442	522	453	468
기타비용	150	357	432	429	419
영업이익	1,668	1,379	1,074	1,186	1,285
영업외수익	-2	6	62	29	29
세전이익	1,667	1,385	1,137	1,214	1,314
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세비용	399	351	271	294	318
당기순이익	1,267	1,034	865	920	996
지배주주순이익	1,255	1,024	865	920	996
총포괄이익	1,265	1,013	865	920	996

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,343	996	767	816	883
BPS	5,630	5,896	5,934	6,550	7,234
DPS	250	250	250	250	250
Multiple(배)					
P/E	11.2/8.2	5.4/3.0	4.6	4.3	4.0
P/B	2.0/1.3	1.3/0.7	0.6	0.5	0.5
수익성(%)					
영업이익률	75.0	48.7	52.6	54.5	53.9
순이익률	57.0	39.3	40.8	42.2	41.8
ROE	24.7	15.5	9.7	9.1	9.6
ROA	18.8	11.6	7.4	6.9	7.3
안정성및기타					
부채비율(%)	36.1	50.0	98.6	79.8	72.6
배당성향(배)	14.6	19.6	26.1	24.5	22.7

자료: 한국자산신탁, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한국자산신탁 현황 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/09/07	Buy	11,000	-29.9 -18.2				
18/05/17	Buy	7,700	-34.5 -22.5				
19/02/14	Buy	5,800	-29.1 -23.9				
19/08/16	Buy	5,000	-				