

2019. 8. 9

Company Update

한국토지신탁 (034830)

규제보다 경쟁 구도 변화가 우려 요인

- 2분기 영업이익은 전년대비 8% 감소, 대손상각비 40억원을 기록하며 비용 증가
- 차입형신탁 수주 부진 지속, 예고된 분양가 상한제보다 지방시장 공급과잉이 문제
- 증권사와 금융지주 계열 신탁사 진출이 위협 요인으로 신규 비즈니스 발굴이 절실

WHAT'S THE STORY

예상을 하회: 2분기 영업수익은 전년대비 0.4% 증가했으나 영업이익이 7.5% 감소하며 우리의 추정 영업이익을 13% 하회했다. 주요인은 매출평가 및 처분손실이 40억원을 기록하며 비용이 증가했기 때문이다. 이 같은 대손상각비는 2018년까지는 미미했으나 2019년 1분기 28억원이 발생했고, 2분기에는 '서충주' 사업장 등에서 신탁 대지급금 회수가 늦어짐에 따라 비용이 점차 늘어나는 추세다.

차입형신탁 수주 부진 지속될 것, 규제보다 지방 상황이 문제: 2분기 비차입형 수주는 111억 원으로 양호했으나 주력이던 차입형신탁은 99억원으로 전년 4분기부터 부진이 지속되고 있다. 현 상태 고려 시, 올해 차입형신탁 수주는 2018년 1,030억원을 크게 하회한 500억원대를 기록할 전망이다. 12일 발표할 것으로 알려진 분양가 상한제가 주택 관련 밸류체인 전반의 센터멘트를 누르고 있다. 그러나 분양가 상한제는 서울 등 핵심지역 민간아파트에 제한, 적용될 가능성이 높다고 판단돼 지방과 오피스텔 시장을 중심으로 활동하는 신탁사에 미치는 영향은 제한적이다. 즉, 신탁업계의 부진은 분양가 상한제 등 규제 요인보다 장기간 누적된 지방 공급과잉의 요인이 더 클 것이다.

신탁업계에 증권사와 금융지주 계열 신규 player가 위협 요인: 지난 3월, 한투/신영/대신증권이 부동산 신탁사 인가를 받은 데 이어, 최근 우리금융지주가 국제자산신탁 인수 계약을 체결하며 4대 금융지주와 주요 증권사가 부동산 신탁사를 계열사로 편입하게 되었다. 금융사들이 신탁사 중심의 부동산 금융업 강화에 나서며 기존 신탁사에 위협이 커지는 상황이다. 특히 시황에 부침이 큰 차입형신탁의 대안으로 떠오른 책임준공 관리형신탁은 수주에 있어 신탁사의 개발 역량보다 신탁사의 신용도가 중시된다. 따라서 기존의 big 2인 한국토지신탁이나 한국자산신탁보다 KB/하나자산신탁 등 대형 금융지주를 모회사로 둔 신탁사들의 책임준공 신탁 수주가 늘고 있다. 기존 신탁사의 신규 비즈니스 발굴이 절실한 상황이다. 현 주가가 역사적 최저 valuation 이라는 점에서 BUY 의견을 유지하나, PBR 0.5~0.6배의 박스권을 뚫기 위해서는 뚜렷한 사업 대안을 보여줘야 할 것이다. (다음 페이지 계속)

분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 컨센서스 추정	컨센서스
매출액	67.0	0.5	6.6	(8.0)	11.0
영업이익	40.9	(7.5)	6.0	(13.6)	4.5
세전이익	46.9	(0.8)	12.3	(10.4)	8.5
순이익	35.3	(0.4)	17.5	(10.2)	(3.6)
이익률 (%)					
영업이익	61.0				
세전이익	70.0				
순이익	52.7				

자료: 한국토지신탁, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	4.1	4.1	4.6
P/B	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.2	5.5	6.0
Div yield (%)	4.1	3.5	3.3
EPS 증가율 (%)	0.0	(22.4)	(10.2)
ROE (%)			
주당지표 (원)			
EPS	662	513	461
BVPS	3,379	4,013	4,387
DPS	110	75	70

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 **2,900원** (37.4%)

현재주가 **2,115 원**

시가총액	5,327.5억원
Shares (float)	252,489,230주 (60.3%)
52 주 최저/최고	2,035원/2,975원
60 일-평균거래대금	12.0억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국토지신탁 (%)	-6.2	-18.8	-27.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.8	-8.0	-13.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	2,900	2,900	0.0%
2019E EPS	513	513	0.0%
200E EPS	461	461	0.0%

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

금융사 계열 신탁사의 향후 예상되는 행보: 책임준공 관리형신탁은 분양 사업장에 시공사가 부담하던 위험 일부를 제3의 참여자인 신탁사가 공유함으로써 일종의 재보험 수단을 제공하는 방식이다. 대주-증권사, 차주-시행사, 연대보증인-시공사의 기존 구조에 신탁사가 연대보증인으로 추가되는 구조다. 신탁사의 업무 부담과 신탁 대지급금 투입액은 낮은 반면 보수율은 2%대로 높아 최근 차입형신탁의 대안으로 선호되고 있다. 신규 인가를 받거나 인수된 증권사 계열, 혹은 금융지주 계열 신탁사들은 모회사의 강한 크레딧을 기반으로 책임준공 관리형신탁 위주로 신탁 시장에 뛰어들 것으로 판단된다.

표 1. 토지신탁사업 종류

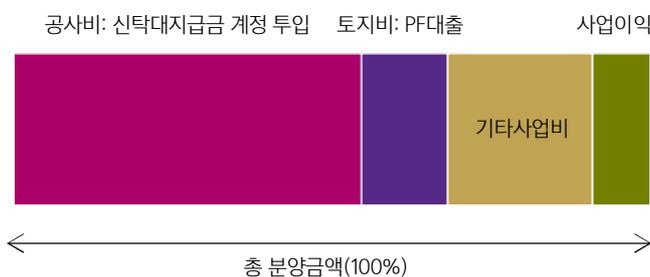
구분	차입형신탁	책임준공 관리형신탁	처분신탁	담보신탁	대리사무	관리형신탁
	차입형	비차입형			비차입형	
사업비	· 신탁사가 조달 · 건축주로서 사업수행 의무	· 사업주 부담 · 신탁사는 신용보강 역할만 함	· 해당 없음	· 해당 없음	· 해당 없음	· 사업주 부담
신탁사 리스크	· 높음	· 낮음	· 낮음	· 낮음	· 낮음	· 낮음
신탁보수	· 높음 (사업비의 3~4%)	· 높음 (사업비의 2%)	· 낮음 (사업비의 0.1~0.2%)	· 낮음 (사업비의 0.1~0.2%)	· 낮음 (사업비의 0.1~0.2%)	· 낮음 (사업비의 0.1~0.2%)

자료: 삼성증권

그간 증권사는 PF대출의 대주로 부동산 시장에 참여해 왔다. 이들은 자본조달 역량을 기반으로 기존 신탁사의 기반이 미약한 핵심 수도권 차입형 신탁에 진출할 여력이 충분하다. 증권사는 PF대출을 이용해 토지비를 확보하고 건설사의 분양불 계약으로 건축비를 마련하는 구조가 일반적이었다. 반면 신탁사는 신탁법에 의해 토지비 투입이 불가능하다. 이는 신탁사가 토지비 부담이 낮은 지방사업장에 머무르는 근본 원인이 되었다.

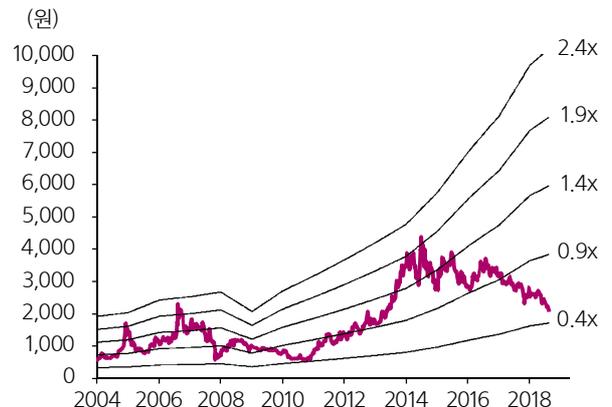
향후 증권사 계열 신탁사가 본격적으로 시장에 진출한다면, PF대출과 계열 신탁사의 신탁 대지급금 투입으로 분양에 필요한 모든 금융조달이 가능해진다. 증권사는 개발사업이 낯설지 않고 부서별 정보 공유가 가능해 시너지가 예상되며, 이는 기존 신탁사에게 위협요인이다.

그림 1. 증권사가 신탁업 진출 시 업무 범위 공사비로도 확장 가능



자료: 삼성증권

그림 2. 한국토지신탁 PBR밴드



자료: FnGuide, 삼성증권

표 2. 분기실적 추정(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업수익	72.8	66.7	64.9	65.0	62.8	67.0	59.9	55.3	250.0	269.3	245.0	234.3	207.9
YoY	33.8%	-0.6%	3.0%	-0.7%	-3.7%	0.5%	-7.7%	-14.9%	40.5%	7.7%	-9.0%	-4.4%	-11.3%
수수료수익	43.1	49.5	45.2	49.7	40.7	43.4	38.1	30.3	187.7	187.5	152.5	138.2	111.8
이자수익	18.5	16.6	20.2	20.9	19.4	18.7	20.2	22.7	53.5	76.2	81.0	84.6	84.6
증권평가/처분이익	0.3	0.0	0.1	1.2	0.3	3.6	0.5	0.6	3.0	1.6	5.0	5.0	5.0
기타	10.9	0.6	(0.6)	(6.8)	2.4	1.3	1.0	1.8	5.9	4.1	6.5	6.5	6.5
영업비용	18.7	22.5	19.8	23.8	24.3	26.1	22.0	24.7	78.8	84.8	97.1	99.1	89.4
이자비용	4.7	3.6	3.0	4.4	4.0	4.0	4.0	4.2	139	15.7	16.1	18.1	17.4
판관비	13.2	16.9	14.3	15.8	16.7	16.2	15.0	17.1	58.4	60.3	65.0	67.0	60.0
대손상각비	0.7	(0.1)	1.8	0.3	2.8	4.4	3.0	1.9	0.4	2.7	12.0	10.0	8.0
기타	(2.4)	(0.4)	(1.8)	(0.0)	0.9	1.6	0.0	0.5	(3.8)	(4.6)	3.0	3.0	.0
영업이익	54.0	44.2	45.1	41.3	38.6	40.9	37.9	30.6	171.2	184.5	147.9	135.2	118.4
YoY	45.5%	-4.4%	5.9%	-8.8%	-28.7%	-7.5%	-16.1%	-25.8%	50.1%	7.8%	-19.9%	-8.6%	-12.4%
세전이익	69.7	47.3	58.0	48.0	41.8	46.9	45.9	38.4	221.0	222.9	172.9	155.2	138.4
법인세비용	16.5	12.0	13.8	13.6	11.7	11.7	11.5	8.3	53.1	55.9	43.2	38.8	34.6
지배주주순이익	53.1	35.3	44.1	34.6	30.1	35.2	34.4	30.0	167.2	167.1	129.7	116.4	103.8
YoY	86.3%	-50.9%	28.5%	6.7%	-43.4%	-0.4%	-22.1%	-13.2%	37.8%	0.0%	-22.4%	-10.2%	-10.8%

자료: 한국토지신탁, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	250	269	245	234	208
이자수익	53	76	81	85	85
수수료수익	188	187	152	138	112
기타영업수익	9	6	12	12	12
영업비용	79	85	97	99	89
이자비용	14	16	16	18	17
판매비와 관리비	58	60	65	67	60
기타영업비용	7	9	16	14	12
영업이익	171	185	148	135	118
영업외수익	54	46	25	20	20
영업외비용	4	8	0	0	0
세전계속사업이익	221	223	173	155	138
법인세비용	53	56	43	39	35
당기순이익	168	167	130	116	104
지배주주지분 당기순이익	167	167	130	116	104
EBITDA	172	185	149	136	119

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	(97)	66	37	209	105
당기순이익	168	167	130	116	104
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(235)	(67)	(120)	71	(16)
기타	(30)	(35)	26	21	16
투자활동현금흐름	37	31	(12)	(192)	(65)
유형자산취득	(0)	(1)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(4)	(8)	(136)	(82)	(55)
무형자산순증	(0)	(0)	0	0	0
기타	42	40	127	(111)	(11)
재무활동현금흐름	79	33	84	(102)	(36)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의 순증	100	70	111	(83)	(18)
배당금지급	(18)	(25)	(27)	(19)	(18)
기타	(2)	(12)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가	20	130	109	(85)	4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한국토지신탁, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
금융업자산	919	915	1,049	1,129	1,182
유동자산	107	251	368	292	306
현금성자산	41	171	280	195	199
기타 유동자산	66	80	88	97	107
비유동자산	185	210	216	224	230
투자자산	140	158	159	161	162
유형자산	1	1	1	1	1
기타 비유동자산	43	51	53	56	57
자산총계	1,211	1,376	1,630	1,639	1,708
유동부채	85	76	78	80	83
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	76	75	74	73
비유동부채	406	476	587	504	486
사채	299	359	410	330	315
기타 비유동부채	107	116	177	174	171
부채총계	491	551	664	584	569
지배주주지분	716	821	962	1,052	1,137
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본	(12)	(18)	(18)	(18)	(18)
이익잉여금	496	618	723	813	898
비지배주주지분	4	4	3	3	3
자본총계	719	825	965	1,055	1,140

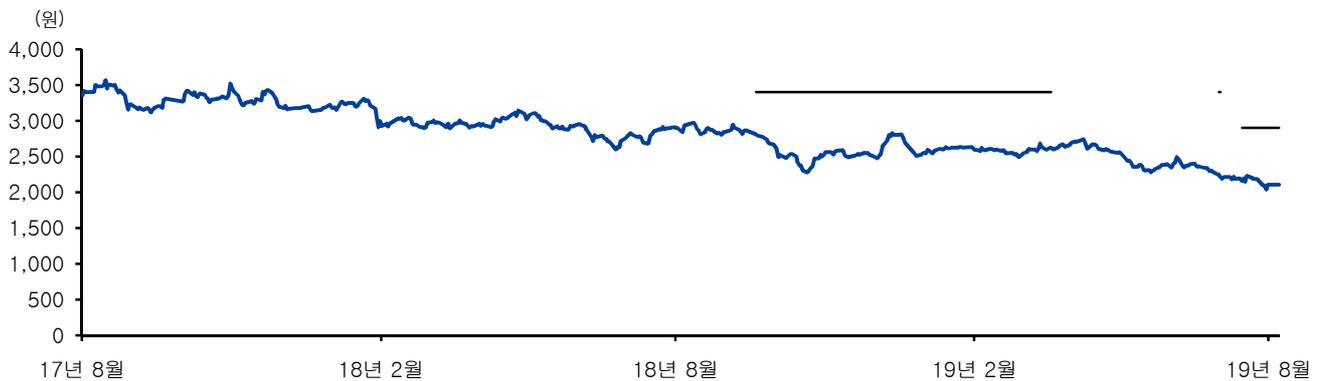
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	662	662	513	461	411
BPS	2,834	3,379	4,013	4,387	4,741
DPS	0	110	75	70	70
성장성(% YoY)					
매출증가율	40.4	7.7	(9.0)	(4.4)	(11.3)
영업이익증가율	50.1	7.8	(19.9)	(8.6)	(12.4)
순이익증가율	38.2	(0.5)	(22.4)	(10.2)	(10.8)
EPS증가율	37.8	0.0	(22.4)	(10.2)	(10.8)
EBITDA증가율	50.2	7.8	(19.7)	(8.5)	(12.3)
수익성(%)					
영업이익률	68.5	68.5	60.4	57.7	57.0
순이익률	67.1	62.0	52.9	49.7	49.9
EBITDA Margin	68.8	68.8	60.8	58.1	57.5
ROA	15.5	12.9	8.6	7.1	6.2
ROE	25.7	21.8	14.5	11.6	9.5
배당수익률	0.0	4.1	3.5	3.3	3.3
배당성향	14.6	16.0	14.6	15.2	17.0
안정성					
순차입금(십억원)	338	278	280	282	260
차입금/자본총계비율(%)	52.7	54.5	58.0	45.2	40.3
Valuation(X)					
PER	4.7	4.1	4.1	4.6	5.1
PBR	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	5.2	5.5	6.0	6.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 8일 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 당사에게 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.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/9/27	2019/7/12
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	3,400	2,900
과리율 (평균)	(24.32)	
과리율 (최대or최소)	(16.76)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)