

Company
Update

2019. 8. 15

한국자산신탁 (123890)

대출채권 손실 지속으로 불확실성 잔존

- 2분기 대출채권 손실은 199억원으로 전년동기 36억원 대비 크게 증가
- 신탁계정대의 자금 회수가 더뎠고 있음이 리스크
- 불안정한 사업자의 빠른 정리와 우량 수주 확보가 필요

WHAT'S THE STORY

대출채권 손실 증가로 예상을 하회: 2분기 영업수익은 전년과 유사했으나 영업비용이 103.8% 증가했다. 영업이익이 전년대비 43.0% 감소하며 우리의 예상치를 6.4% 하회했다. 영업비용 증가의 주된 이유는 대출채권 손실이 전년동기 36억원에서 199억원으로 큰 폭 상승했기 때문이다. 1분기 보은/익산/서산 현장에서 100억원의 충당금 설정이 있었는데 2분기에도 보은과 익산에 130억원의 추가 충당금을 설정했다. 그 외 현장에서 예상보다 분양 속도가 저하된 현장에 대해서도 55억원의 충당금을 반영했다.

신탁계정대 잔액 1조원 돌파: 차입형신탁 사업장에서 자금 소요가 많아지며 이자수익이 전년대비 50억원 증가했지만 전반적인 신탁계정대 자금 회수가 더뎠으며 리스크가 상승하고 있다. 신탁계정대는 하반기에도 추가로 상승할 여지가 있다. 그러나 보은과 익산 사업자의 준공 후 미분양을 연내 어느 정도 해소시킬 것으로 보여, 내년 하반기부터 신탁계정대는 점차 안정화될 전망이다.

자산 건전성 관리 필요: 자산건전성 분류 상, '정상' 자산은 전년 말 대비 6.4% 증가했지만 '회수의문' 자산은 전년대비 290% 늘었다. 통상 충당금이 설정된 현장의 신탁계정대 잔액은 모두 '회수의문'으로 분류된다. 금융지주 계열과 증권사 계열 신탁사의 잠재적 위험도 장기적으로 리스크지만, 단기적으로는 불안정한 사업자를 빠르게 정리하고, 우량 수주를 확보하는 것이 필요하다. 게다가 서울 지역 대형 재건축 위주로 정비사업 진출을 추진해 온 한국자산신탁에게 분양가 상한제 등, 최근 정부의 부동산 정책이 타사 대비 더 불리하게 작용하고 있다.

손익 불확실성으로 아직 밸류에이션 매력을 논하기 어려워: 2분기 대출채권 손실을 반영해 2019~2020년 EPS를 각각 5.3%, 7.0% 하향하고 2020년 예상 ROE도 11.5%에서 10.6%로 조정함에 따라 목표 PBR을 0.7배에서 0.6배로 하향했다. 이에 따라 목표주가를 3,800원으로 9.5% 하향조정한다. 2017년 ROE는 26.9%에 육박했으나 2018년 18.5%, 2019년 2분기는 14.6%으로 하락하며 차입형신탁을 확장하기 전인 2014년 수준으로 되돌아간 상태다. 현안 사업이 정리된 뒤 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 판단한다.

분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 컨센서스 추정	
매출액	57.0	1.8	1.8	0.7	n/a
영업이익	22.1	(43.2)	(28.4)	(6.4)	n/a
세전이익	25.8	(33.7)	(19.3)	11.7	n/a
순이익	19.7	(33.6)	(19.4)	11.9	n/a
이익률 (%)					
영업이익	38.8				
세전이익	45.3				
순이익	34.6				

자료: 한국자산신탁, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	4.9	4.8	5.5
P/B	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.5	8.0	8.2
Div yield (%)	4.5	2.8	2.8
EPS 증가율 (%)	(18.5)	(17.6)	(11.6)
ROE (%)	18.5	13.3	10.6
주당지표 (원)			
EPS	907	748	661
BVPS	5,332	6,110	6,599
DPS	200	100	100

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가	3,800원	(5.4%)
현재주가	3,605 원	
시가총액	4,062.7억원	
Shares (float)	112,853,251주 (44.0%)	
52 주 최저/최고	3,595원/5,190원	
60 일-평균거래대금	2.1억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국자산신탁 (%)	-9.9	-18.1	-25.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.4	-6.4	-13.4

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	3,800	4,200	(9.5%)
2019E EPS	748	788	(5.3%)
2020E EPS	661	707	(7.0%)

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	5,800
Recommendation	4.0

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

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

소지윤

Research Associate

jenna1.soh@samsung.com

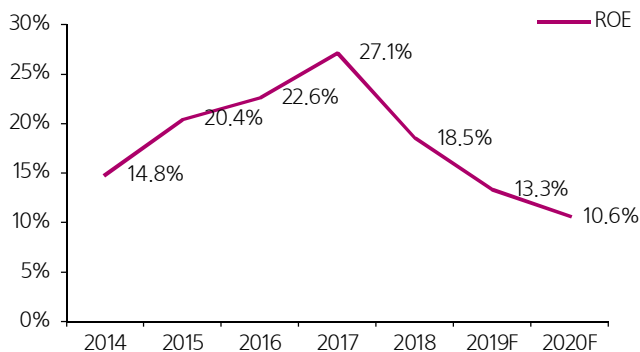
02 2020 7091

표 1. 한국자산신탁 분기실적(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업수익	51.3	56.0	57.7	61.5	56.0	57.0	60.2	54.1	222.5	226.5	227.3	201.9	185.1
YoY	5.6%	9.6%	(0.8%)	(4.7%)	9.1%	1.8%	4.4%	(12.1%)	63.0%	1.8%	0.4%	(11.2%)	(8.3%)
수수료수익	33.7	38.8	39.4	39.7	32.7	34.8	38.8	32.4	159.9	151.6	138.7	111.5	93.9
이자수익	15.9	16.0	17.1	19.7	20.9	21.3	20.9	20.5	45.8	68.6	83.6	85.4	86.2
증권평가처분이익	0.8	0.1	0.4	2.0	1.3	0.0	0.0	0.7	12.4	3.3	2.0	2.0	2.0
기타	0.9	1.2	0.8	0.1	1.1	0.9	0.5	0.5	4.4	3.0	3.0	3.0	3.0
영업비용	18.9	17.1	29.1	23.6	25.1	34.9	27.0	27.0	55.7	88.7	114.0	100.1	85.9
이자비용	1.6	1.9	2.3	3.0	3.5	4.6	5.0	6.9	3.8	8.8	20.0	17.1	15.9
판관비	8.7	10.3	10.2	14.9	10.2	9.5	12.0	12.3	36.9	44.0	44.0	45.0	40.0
대출채권손실	8.2	3.6	2.1	29.1	10.9	19.9	8.0	6.1	12.5	24.5	45.0	30.0	25.0
기타	0.4	1.3	14.5	(23.4)	0.4	0.8	2.0	1.7	2.5	11.4	5.0	8.0	5.0
영업이익	32.4	38.9	28.6	38.0	30.9	22.2	33.2	27.1	166.8	137.8	113.3	101.8	99.2
YoY	(12.3%)	(4.8%)	(27.6%)	(23.2%)	(4.7%)	(43.0%)	16.1%	(28.7%)	73.4%	(17.4%)	(17.8%)	(10.2%)	(2.5%)
세전이익	32.5	38.9	28.8	38.3	32.0	25.9	33.2	22.8	166.7	138.5	113.8	100.8	98.2
법인세비용	7.3	9.3	6.8	11.7	7.5	6.2	8.0	6.8	39.9	35.1	28.5	25.2	24.6
지배주주순이익	24.8	29.9	21.7	25.9	24.4	19.7	25.3	15.0	125.5	102.4	84.4	74.6	72.7
YoY	(9.1%)	(3.6%)	(28.7%)	(29.5%)	(1.4%)	(34.3%)	16.3%	(42.1%)	72.4%	(18.5%)	(17.6%)	(11.6%)	(2.6%)

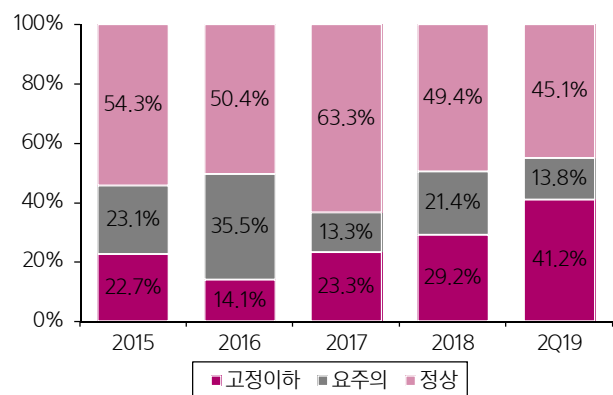
자료: 한국자산신탁, 삼성증권

그림 1. 한국자산신탁 ROE 추이



자료: 한국자산신탁, 삼성증권

그림 2. 한국자산신탁 신탁계정대의 자산건전성 현황



참조: 고정이하에는 고정/회수의문/추정손실 자산 포함

자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	222	227	227	202	185
이자수익	46	69	84	85	86
수수료수익	160	152	139	112	94
기타영업수익	17	6	5	5	5
영업비용	56	89	114	100	86
이자비용	4	9	20	17	16
판매비와 관리비	37	44	44	45	40
기타영업비용	15	36	50	38	30
영업이익	167	138	113	102	99
영업외수익	1	1	1	(1)	(1)
영업외비용	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	167	138	114	101	98
법인세비용	40	35	28	25	25
당기순이익	127	102	85	76	74
지배주주지분 당기순이익	126	102	84	75	73
EBITDA	167	139	114	103	100

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	(118)	(169)	39	32	61
당기순이익	127	103	85	76	74
유형자산감가상각비	0	0	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(259)	(292)	(47)	(44)	(12)
기타	14	19	1	(1)	(1)
투자활동현금흐름	71	(10)	(173)	52	(20)
유형자산취득	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	36	(30)	(186)	34	8
무형자산순증	(0)	(1)	0	0	0
기타	35	21	13	18	(28)
재무활동현금흐름	71	182	134	(84)	(41)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의 순증	98	203	154	(73)	(30)
배당금지급	(17)	(18)	(20)	(11)	(11)
기타	(10)	(3)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가	24	3	1	0	0

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

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한국자산신탁, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
금융자산	655	904	1,089	1,055	1,047
유동자산	78	45	78	79	90
현금성자산	34	38	38	39	39
기타 유동자산	43	7	40	40	51
비유동자산	47	59	73	116	117
투자자산	37	4	5	5	5
유형자산	1	1	1	1	1
기타 비유동자산	8	54	67	110	111
자산총계	780	1,008	1,240	1,250	1,254
유동부채	111	64	55	39	56
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	111	64	55	39	56
비유동부채	152	351	505	477	402
사채	60	130	270	237	222
기타 비유동부채	92	221	235	240	180
부채총계	263	415	560	516	458
지배주주지분	512	593	680	734	796
자본금	47	51	56	56	56
자본잉여금	131	131	131	131	131
기타자본	(10)	(13)	0	0	0
이익잉여금	344	427	492	547	608
비지배주주지분	4	0	0	0	0
자본총계	516	593	680	734	796

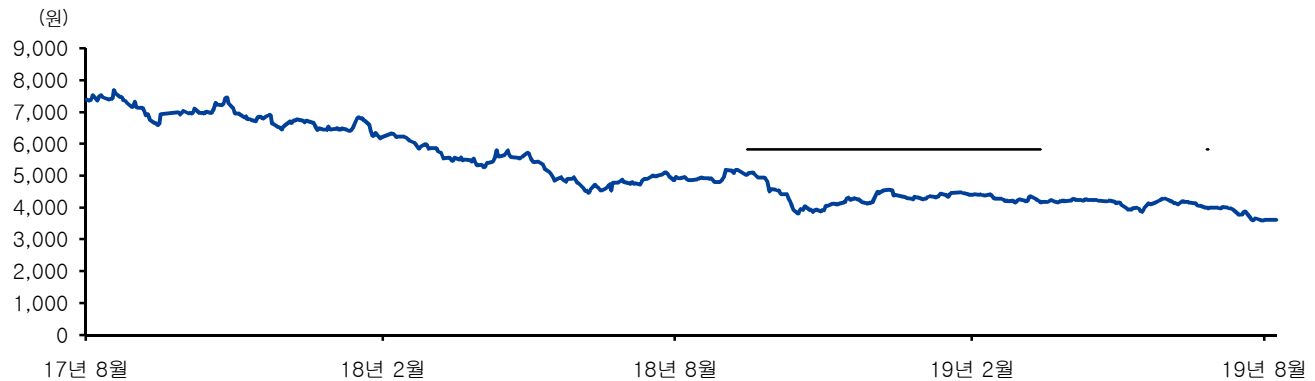
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,112	907	748	661	644
BPS	4,582	5,332	6,110	6,599	7,152
DPS	200	200	100	100	100
성장성(% YoY)					
매출증가율	63.0	1.8	0.3	(11.2)	(8.3)
영업이익증가율	73.4	(17.3)	(17.8)	(10.2)	(2.5)
순이익증가율	73.2	(18.4)	(17.4)	(11.5)	(2.5)
EPS증가율	60.5	(18.5)	(17.6)	(11.6)	(2.6)
EBITDA증가율	73.0	(17.0)	(17.6)	(10.1)	(2.5)
수익성(%)					
영업이익률	75.0	60.9	49.9	50.4	53.6
순이익률	57.0	45.6	37.6	37.4	39.8
EBITDA Margin	75.2	61.2	50.3	50.9	54.1
ROA	18.8	11.6	7.6	6.1	5.9
ROE	27.1	18.5	13.3	10.6	9.5
배당수익률	3.0	4.5	2.8	2.8	2.8
배당성향	14.6	19.6	13.0	14.7	15.1
안정성					
순차입금(십억원)	113	308	462	388	358
차입금/자본총계비율(%)	29.0	58.3	73.6	58.2	49.9
Valuation(X)					
PER	6.0	4.9	4.8	5.5	5.6
PBR	1.5	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.8	5.5	8.0	8.2	8.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 14일 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 기관투자자 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	8/15
투자의견	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	5,828	4,200	3,800
과리율 (평균)	(26.15)	-	-
과리율 (최대or최소)	(12.51)	-	-

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	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	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%)