

2020. 5. 18

## 금융/리츠팀

**이경자**  
Analyst  
kyungja.lee@samsung.com  
02 2020 7857

### ▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>HOLD</b>	
목표주가	3,800원	(63.4%)
현재주가	2,325원	
시가총액	2,882.5억원	
Shares (float)	123,977,752주 (44.0%)	
52주 최저/최고	1,400원/3,909원	
60일-평균거래대금	13.3억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국자산신탁 (%)	1.3	-27.4	-38.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.3	-19.3	-33.2

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	3,800	3,800	-
2020E EPS	772	772	-
2021E EPS	780	780	-

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	4,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 한국자산신탁 (123890)

### 1Q Review: 대손충당금 감소, 실적 개선 시작

- 대손충당금 감소로 예상을 상회, 실적 개선 시작
- 신탁계정대는 전년 말 대비 1,140억원 감소, 기존 사업장에서 4,060억원 회수
- 주주는 전년과 유사하겠으나 현안사업장 정리가 먼저라는 점에서 긍정적 실적

### WHAT'S THE STORY

**예상을 상회, 이번 분기 대손충당금 없어:** 1분기 영업수익은 전년대비 1.5%, 영업이익은 26.8% 증가하며 예상을 27% 상회. Top line 정체가 지속되는 반면 영업이익 상승폭이 컸던 이유는 전년동기 109억원에 달했던 대손충당금이 이번 분기에는 거의 반영되지 않았고 대손충당금 환입이 약 5억원 반영된 데 기인. 2018년 295억원, 2019년 491억원에 달했던 대손충당금 리스크는 이제 해소 국면에 접어든 것으로 판단. 4월 1일 개정된 자산건전성 분류 기준 하에[표 3] 2분기 일시적으로 대손충당금이 추가 반영될 수는 있겠으나 펀더멘탈의 큰 변화를 의미하는 것은 아닐 것

**신탁계정대 하락:** 1분기 신탁계정대 잔액은 전년대비 1,140억원 감소한 0.9조원으로 3년만에 하락. 구체적으로 계정대 상환(회수)가 4,060억원, 신규 현장 투입이 2,920억원

**수주는 정체지만 건전성 강화:** 1분기 수주 총액은 351억원, 그 중 차입형신탁 수주는 80억원에 불과했으나 주택경기 침체를 반영해 2019년부터 비차입형 신탁 위주로 수주 선별 지속 중. 2020년 총 수주는 1,050억원으로 전년과 유사한 수준으로 추정. 정상등급 자산은 2,900억원, 총 자산 대비 비중은 23%로 전년 말 2,070억원, 17% 대비 개선. 신탁업계의 외형 축소는 불가피한 가운데 올해 리스크 관리가 최대 관건. 한국자산신탁은 신탁업계 내에서 비교적 빠르게 현안 사업장 정리와 유동성 확보가 진행 중인 것으로 판단됨

### 한국자산신탁 1Q20 review

(십억원)	1Q20	4Q19	전분기 대비 (%)	1Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
영업수익	56.8	56.6	(10.0)	56.0	1.5	56.0	1.5	56.0	1.5
영업이익	39.1	30.9	(10.2)	30.9	26.8	30.9	26.6	30.9	26.6
세전이익	39.2	31.0	(10.2)	32.0	22.5	32.5	20.5	32.5	20.5
지배주주순이익	29.9	21.9	(10.3)	24.4	22.5	24.4	22.7	24.4	22.7
<b>이익률 (%)</b>									
영업이익	68.9	54.7	14.2	55.1	13.7	55.2	13.7	55.2	13.7
세전이익	69.0	54.8	14.2	57.2	11.8	58.1	10.9	58.1	10.9
지배주주순이익	52.7	38.8	13.9	43.7	9.0	43.6	9.1	43.6	9.1

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

### Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	EPS성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	227	138	138	102	826	(18.5)	4.8	308	5.5	0.8	11.6
2019	223	114	120	90	1,177	42.5	2.9	425	7.0	0.6	8.0
2020E	215	131	129	96	772	(34.4)	3.0	309	4.5	0.4	8.2
2021E	203	133	131	97	780	1.0	3.0	273	4.2	0.3	8.6
2022E	206	140	138	102	824	5.7	2.8	217	3.6	0.3	8.8

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준  
자료: 삼성증권

표 1. 대손충당금 현황

		2017		2018		2019		1Q20				비고	
신용손실 측정방법 사업명		계정대	총당금	계정대	총당금	YoY	계정대	총당금	YoY	계정대	총당금	YoY (분양률)	
개별평가	충북 공동주택	49.9	3.7	61.4	5.6	1.9	19.1	19.1	13.5	19.1	19.1	0.0 100.0%	매각완료 (2010/1)
	충남 공동주택	22.0	0.0	8,065.0	4.2	4.2	59.3	9.6	5.4	59.3	9.6	0.0 58.6%	
	전북 도생주택	22.8	0.0	26.3	3.3	3.3	8.2	8.7	5.5	8.2	7.5	(1.2) 33.3%	일부 상환 중
	강원 공동주택								0.0			0.0	
	의정부 장암동	10.5	2.0	10.5	9.6	7.6	10.4	9.6	0.1	10.4	9.6	0.0	
	기타 5개 사업지	24.8	16.4	31.4	19.0	2.6	73.1	17.0	(2.0)	73.1	22.8	5.8	3개 사업 매각완료
	소계	129.9	22.1	8,194.5	41.6	19.6	170.2	64.0	22.4	170.2	68.6	4.6	
집합평가	강원 공동주택	3.7	0.0	38.4	1.1	1.1	126.2	4.2	3.1	110.8	0.3	(3.9) 91.9%	
	기타 50개	583.6	0.0	715.6	10.3	10.3	886.1	26.5	16.2	781.3	23.5	(3.0)	
	소계	587.3	0.0	754.0	11.4	11.4	1,012.3	30.7	19.3	892.1	23.8	(7.0)	
	총계	717.2	22.1	8,948.5	53.1	31.0	1,182.5	94.8	41.7	1,062.3	92.4	(2.4)	
대손충당금 환입						1.3		0.0		0.5			
대손상각비						29.6		49.1		0.0			

자료: 한국자산신탁, 삼성증권

표 2. 실적주정 요약(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	56.0	57.0	53.7	56.6	56.8	60.0	49.4	49.0	226.5	223.3	215.3	203.4	206.0
YoY	9.1%	1.8%	-7.0%	-8.0%	1.5%	5.3%	-8.0%	-13.4%	1.8%	-1.4%	-3.6%	-5.5%	1.3%
수수료수익	32.7	34.8	30.8	29.5	29.4	37.6	31.3	27.0	151.6	127.8	125.3	97.6	89.7
이자수익	20.9	21.3	22.1	23.7	25.1	21.3	17.0	21.7	68.6	88.0	85.0	100.8	111.2
증권평가 및 처분이익	1.3	0.0	0.0	4.2	0.5	0.6	0.5	0.4	3.3	5.5	2.0	2.0	2.0
기타	1.1	0.9	0.8	(0.8)	1.8	0.6	0.6	0.0	3.0	2.0	3.0	3.0	3.0
영업비용	25.1	34.9	23.6	25.7	17.7	25.2	21.0	20.1	88.7	109.2	84.1	70.9	66.1
이자비용	3.5	4.6	4.7	4.7	4.4	5.1	4.3	3.3	8.8	17.4	17.1	15.9	16.1
판관비	10.2	9.5	10.3	9.0	10.0	13.2	11.0	9.8	44.0	39.0	44.0	40.0	40.0
대손상각비	10.9	19.9	7.7	10.5	0.0	4.5	3.8	6.8	24.5	49.1	15.0	10.0	5.0
기타	0.4	0.8	0.9	1.5	3.3	2.4	2.0	0.3	11.4	3.6	8.0	5.0	5.0
영업이익	30.9	22.2	30.1	30.9	39.1	34.8	28.4	28.9	137.8	114.1	131.2	132.5	139.9
YoY	-4.7%	-43.0%	5.1%	-18.5%	26.8%	57.1%	-5.6%	-6.6%	-17.4%	-17.2%	15.0%	1.0%	5.5%
세전이익	32.0	25.9	30.9	31.0	39.2	33.8	28.4	28.8	138.5	119.7	130.2	131.5	138.9
법인세비용	7.5	6.2	7.4	9.0	9.3	9.1	7.1	7.0	35.1	30.1	32.6	32.9	34.7
지배주주순이익	24.4	19.7	23.5	22.0	29.9	24.7	21.3	21.8	102.4	89.6	97.7	98.7	104.2
YoY	-1.4%	-34.3%	8.3%	-15.2%	22.5%	25.5%	-9.5%	-0.9%	-18.5%	-12.5%	9.0%	1.0%	5.6%

자료: 한국자산신탁, 삼성증권

표 3. 분양률 수준에 따른 건전성 분류기준안 (4/1 개정)

	3월~6월	6월~12월	12월~18월	18월~24월	24월 이상
요주의	40% 미만	50% 미만	60% 미만	470% 미만	80% 미만
고정	20% 미만	30% 미만	40% 미만	50% 미만	60% 미만

자료: 금융위원회, 삼성증권

**재무상태표**

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
금융자산	904	1,059	945	895	919
유동자산	45	103	110	202	206
현금및현금성자산	38	87	25	25	25
기타 유동자산	7	16	85	177	181
비유동자산	59	76	65	65	65
투자자산	4	7	4	4	4
유형자산	1	8	1	1	1
기타 비유동자산	54	61	60	60	60
<b>자산총계</b>	<b>1,008</b>	<b>1,238</b>	<b>1,120</b>	<b>1,162</b>	<b>1,190</b>
유동부채	64	52	30	33	30
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	64	52	30	33	30
비유동부채	351	525	339	303	247
사채	130	325	292	259	226
기타 비유동부채	221	200	47	44	21
<b>부채총계</b>	<b>415</b>	<b>576</b>	<b>369</b>	<b>338</b>	<b>277</b>
지배주주지분	593	662	752	830	914
자본금	51	56	56	56	56
자본잉여금	131	131	131	131	131
기타자본	(13)	(13)	0	0	0
이익잉여금	427	491	564	643	726
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>593</b>	<b>662</b>	<b>752</b>	<b>830</b>	<b>914</b>

**현금흐름표**

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	(169)	(90)	216	91	96
당기순이익	103	90	97	98	103
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	1	0	0	0
자산부채변동	(292)	(213)	11	0	0
기타	19	32	108	(7)	(7)
투자활동현금흐름	(10)	(4)	(361)	(291)	(267)
유형자산취득	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(30)	(59)	118	50	(24)
무형자산순증	(1)	0	1	2	3
기타	21	55	(479)	(343)	(246)
재무활동현금흐름	182	143	83	200	171
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	203	165	104	216	186
배당금지급	(18)	(20)	(22)	(18)	(18)
기타	(3)	(2)	0	(0)	(0)
기타현금흐름	0	0	1	2	3
현금순증	3	49	(62)	0	0

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: 한국자산신탁, 삼성증권 추정

**손익계산서**

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	227	223	215	203	206
이자수익	69	88	85	101	111
수수료수익	152	128	125	98	90
기타영업수익	6	7	5	5	5
영업비용	89	109	84	71	66
이자비용	9	17	17	16	16
판매비와관리비	44	39	44	40	40
기타영업비용	36	53	23	15	10
영업이익	138	114	131	133	140
영업외수익	1	6	(1)	(1)	(1)
영업외비용	0	0	1	1	1
세전계속사업이익	138	120	129	131	138
법인세비용	35	30	33	33	35
당기순이익	103	90	97	98	103
지배주주지분 당기순이익	102	90	96	97	102
EBITDA	139	115	131	133	140

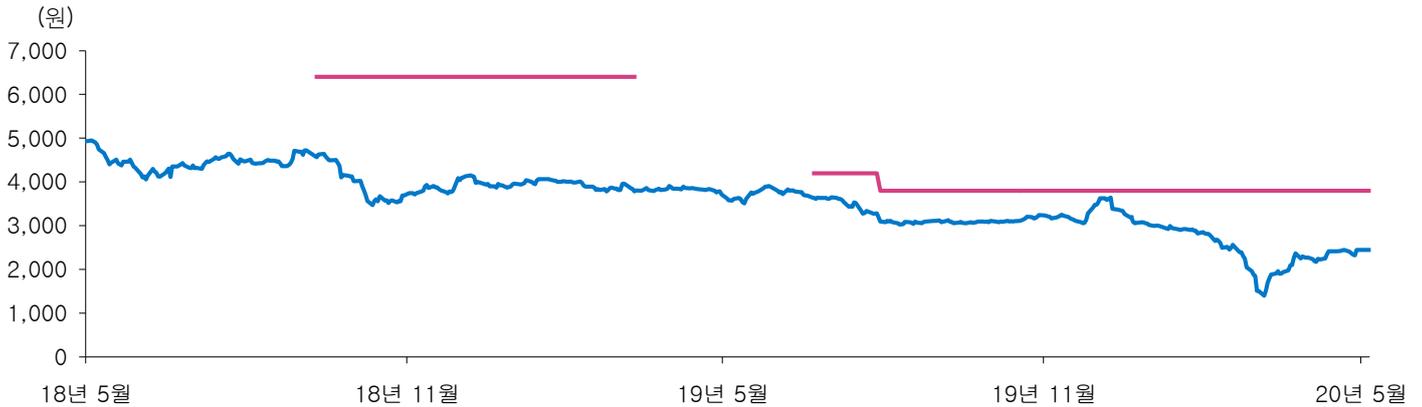
**배당 및 주당지표**

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	826	1,177	772	780	824
BPS	4,847	5,409	6,142	6,781	7,466
DPS	200	200	150	150	150
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.8	(1.5)	(3.6)	(5.5)	1.3
영업이익증가율	(17.3)	(17.3)	15.0	10	5.5
순이익증가율	(18.4)	(13.3)	7.9	1.0	5.6
EPS증가율	(18.5)	42.5	(34.4)	1.0	5.7
EBITDA증가율	(17.0)	(17.1)	14.1	1.0	5.5
수익성(%)					
영업이익률	60.9	51.1	60.9	65.2	67.9
순이익률	45.6	40.1	44.9	48.0	50.1
EBITDA Margin	61.2	51.5	60.9	65.2	67.9
ROA	11.6	8.0	8.2	8.6	8.8
ROE	18.5	14.3	13.5	12.2	11.7
배당수익률	5.0	5.9	6.5	6.5	6.5
배당성장률	19.6	24.8	19.0	18.8	17.8
안정성					
순차입금(십억원)	308	425	309	273	217
차입금/자본총계비율(%)	58.3	77.3	44.4	35.9	26.4
Valuation(X)					
PER	4.8	2.9	3.0	3.0	2.8
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	5.5	7.0	4.5	4.2	3.6

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 15일 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.

**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 (₩)	6,400	4,200	3,800
과리율 (평균)	-26.14	-9.12	
과리율 (최대or최소)	-12.50	-4.39	

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

**기업**

- 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

**산업**

- 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** 2020년 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 매도 (0%)

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