

2020. 5. 18

금융/리츠팀

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

한국토지신탁 (034830)

비용은 안정되고 있으나 매출 하락 리스크 확대

- 대손 감소, 코레이트운용의 남산스퀘어 매각에 따른 수수료수익 인식으로 예상 상회
- 비용과 신탁대지급금은 안정되었으나 수주는 전년 대비 31% 감소 전망, 성장성 둔화

WHAT'S THE STORY

부진을 예상했으나 자회사 기여로 양호한 실적: 1분기 영업수익은 전년 대비 3.4%, 영업이익은 2.5% 증가하며 예상보다 top line 둔화세는 적었음. 2019년 하반기 326억원에 달했던 대손상각비도 이번 분기 16억원으로 축소되며 bottom line 역시 안정. 자회사 코레이트투자운용(AMC)가 남산스퀘어 매각을 완료하며 매각보수 약 100억원이 지분법이익으로 반영되며 순이익은 전년 대비 19.2% 증가. 2019년 총 397억원의 대손상각비가 반영됐는데 주요인 이던 서충주 사업장이 정리가 되며 대손 리스크는 정점을 지난 것으로 판단

주택시장 침체 사이클 타격: 1분기 수주는 180억원으로 차입형 신탁에서 120억원, 비차입형에서 63억원을 기록했고 정비사업수주는 없었음. 정비사업 규제와 기존 정비사업의 더딘 진행 속도가 반영된 것으로 2020년 수주는 전년 대비 31.2% 감소한 1,200억원으로 추정. 고성장을 뒤로 하고 이제 2014년 수준으로 회귀하는 것

신탁대지급금 안정화 예상: 1분기 신탁대지급금 규모는 9,532억원으로 2019년 4분기 말 1.0조원에서 소폭 감소. 2015년 1분기 3,261억원에서 쉬지 않고 상승했기 때문에 이 같은 B/S 부담 완화 조짐은 긍정적이나 현안 사업장 정리에 따른 신탁대지급금 회수 영향이라기보다 단순히 신규 수주 축소 영향이 더 큰 것으로 판단. 비용 불확실성은 낮아지는 추세이나 성장성의 의문이 올해 최대 리스크

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	2,400원	(29.7%)
현재주가	1,850원	
시가총액	4,671.1억원	
Shares (float)	252,489,230주 (57.4%)	
52주 최저/최고	1,460원/2,495원	
60일-평균거래대금	13.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국토지신탁 (%)	5.7	-14.9	-24.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	1.9	-4.6	-17.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	2,400	2,400	0.0%
2020E EPS	399	399	n/a
2021E EPS	360	360	n/a

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	2,800
Recommendation	4.0

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

한국토지신탁 1Q20 review

(십억원)	1Q20	4Q19	전분기 대비 (%)	1Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
영업수익	64.9	57.6	12.8	62.8	3.4	53.1	22.4	53.1	22.4
영업이익	39.5	7.2	450.0	38.6	2.5	29.4	34.7	29.4	34.7
세전이익	49.1	22.6	117.3	41.8	17.5	34.4	42.7	34.4	42.7
지배주주순이익	35.8	9.9	238.4	30.1	19.2	26.4	26.9	26.4	26.9
이익률 (%)									
영업이익	60.9	12.5	387.4	61.3	-0.6	55.4	10.0	55.4	10.0
세전이익	75.5	39.2	92.5	66.6	13.5	64.8	16.6	64.8	16.6
지배주주순이익	55.1	17.2	220.4	47.5	16.1	49.7	10.8	49.7	3.7

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 (%)
2017	250.0	171.1	221.0	167.8	662	37.8	4.7	275	5.0	1.1	25.7
2018	269.3	184.6	222.9	167.0	662	0.0	4.1	278	5.2	0.8	21.8
2019	255.7	119.3	149.6	108.3	428	(35.4)	4.9	344	7.0	0.6	12.7
2020E	234.0	124.0	144.0	101.0	399	(19.8)	4.6	305	6.2	0.4	10.5
2021E	207.0	110.0	130.0	91.0	360	(9.8)	5.0	293	6.8	0.4	8.5

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

표 1. 분기실적 추정(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	62.8	67.0	68.3	60.0	64.9	70.2	46.8	52.1	269.3	255.7	234.1	207.4	210.6
YoY	-13.7%	0.5%	5.2%	-7.8%	3.4%	4.8%	-31.4%	-13.1%	7.7%	-5.1%	-8.5%	-11.4%	1.5%
수수료수익	40.7	43.4	43.1	31.9	45.0	41.4	27.6	24.0	187.5	159.1	138.0	111.3	114.5
이자수익	19.4	18.7	21.2	20.6	19.9	25.4	16.9	22.4	76.2	79.9	84.6	84.6	84.6
증권평가 및 처분이익	0.3	3.6	0.2	5.0	0.0	1.5	1.0	2.5	1.6	9.1	5.0	5.0	5.0
기타	2.4	1.3	3.7	2.6	0.0	2.0	1.3	3.2	4.1	10.0	6.5	6.5	6.5
영업비용	24.3	26.1	35.6	50.4	25.4	33.1	22.1	29.7	84.8	136.4	110.3	97.6	92.5
이자비용	4.0	4.0	4.3	3.6	3.7	5.2	3.5	4.9	15.7	15.9	17.3	16.6	16.5
증권평가 및 처분손실	0.0	0.0	0.4	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
판관비	16.7	16.2	16.7	21.4	17.9	20.1	13.4	15.6	60.3	70.9	67.0	60.0	60.0
영업이익	38.6	40.9	32.7	9.5	39.5	37.1	24.7	22.4	184.6	119.3	123.7	109.7	118.0
YoY	-28.7%	-7.5%	-27.5%	-76.9%	2.5%	-9.1%	-24.3%	134.8%	7.8%	-35.4%	3.7%	-11.3%	7.6%
세전이익	41.8	46.9	38.4	19.6	49.1	39.1	27.7	27.8	222.9	149.6	143.7	129.7	138.0
법인세비용	11.7	11.6	12.7	5.4	13.3	11.7	8.3	9.8	55.9	41.3	43.1	38.9	41.4
지배주주순이익	30.1	35.3	25.7	14.2	35.8	27.4	19.4	18.0	167.1	108.3	100.6	90.8	96.6
YoY	-43.4%	0.0%	-41.7%	-59.0%	19.2%	-22.4%	-24.5%	26.7%	0.0%	-35.2%	-7.1%	-9.8%	6.4%

자료: 한국토지신탁, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
금융자산	915	1,017	990	990	990
유동자산	251	142	245	300	373
현금및현금성자산	171	94	95	96	97
기타 유동자산	80	48	150	204	276
비유동자산	210	288	291	298	306
투자자산	158	206	212	219	225
유형자산	1	5	1	1	1
기타 비유동자산	51	77	78	79	79
자산총계	1,376	1,447	1,526	1,588	1,668
유동부채	76	79	80	81	82
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	76	79	80	81	82
비유동부채	476	487	411	400	399
사채	359	310	290	280	280
기타 비유동부채	116	177	121	120	119
부채총계	551	566	491	481	480
지배주주지분	821	878	1,031	1,103	1,183
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본	(18)	(28)	(28)	(28)	(28)
이익잉여금	618	692	774	846	926
비지배주주지분	4	4	4	4	4
자본총계	825	881	1,035	1,107	1,187

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	66	3	154	100	105
당기순이익	167	108	101	91	97
유형자산감가상각비	1	5	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(67)	(106)	(3)	(7)	(7)
기타	(35)	(4)	55	15	15
투자활동현금흐름	31	(42)	(296)	(250)	(259)
유형자산취득	(1)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(8)	(190)	21	(6)	(7)
무형자산순증	(0)	(2)	0	0	0
기타	40	151	(317)	(244)	(252)
재무활동현금흐름	33	(39)	143	151	155
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	70	(12)	162	170	171
배당금지급	(25)	(34)	(19)	(19)	(16)
기타	(12)	5	0	0	(0)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금순증	130	(78)	1	1	1

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 한국토지신탁, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	269	256	234	207	211
이자수익	76	80	85	85	85
수수료수익	187	159	138	111	115
기타영업수익	6	17	12	12	12
영업비용	85	136	110	98	93
이자비용	16	16	17	17	17
판매비와관리비	60	71	67	60	60
기타영업비용	9	50	26	21	16
영업이익	185	119	124	110	118
영업외수익	46	34	20	20	20
영업외비용	8	3	0	0	0
세전계속사업이익	223	150	144	130	138
법인세비용	56	41	43	39	41
당기순이익	167	108	101	91	97
지배주주지분 당기순이익	167	108	101	91	97
EBITDA	185	125	125	111	119

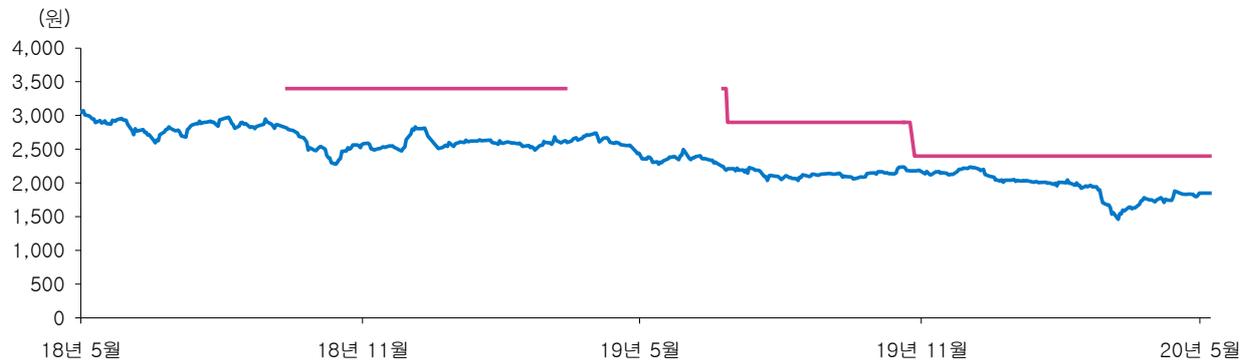
배당 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	662	497	399	360	383
BPS	3,379	3,677	4,395	4,702	5,044
DPS	110	80	80	70	75
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.7	(5.1)	(8.5)	(11.4)	1.5
영업이익증가율	7.8	(35.4)	3.7	(11.3)	7.6
순이익증가율	(0.5)	(35.2)	(7.1)	(9.8)	6.4
EPS증가율	(0.0)	(25.0)	(19.8)	(9.8)	6.4
EBITDA증가율	7.8	(32.7)	(0.0)	(11.3)	7.5
수익성(%)					
영업이익률	68.5	46.7	52.9	52.9	56.0
순이익률	62.0	42.3	43.0	43.8	45.9
EBITDA Margin	68.8	48.8	53.3	53.4	56.5
ROA	12.9	7.7	6.8	5.8	5.9
ROE	21.8	12.7	10.5	8.5	8.4
배당수익률	4.1	3.8	4.3	3.8	4.1
배당성장률	16.0	17.6	18.7	18.1	18.2
안정성					
순차입금(십억원)	278	344	305	293	291
차입금/자본총계비율(%)	54.5	49.6	38.6	35.1	32.7
Valuation(X)					
PER	4.1	4.2	4.6	5.1	4.8
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.2	7.0	6.2	6.9	6.4

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	11/9
투자의견	BUY	BUY	HOLD
TP (₩)	3,400	2,900	2,400
과리율 (평균)	-24.32	-26.40	
과리율 (최대or최소)	-16.76	-22.76	

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

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM