



한국토지신탁 (034830)

수익 다변화의 지속

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152

Buy (유지)

목표주가(유지): 3,200원

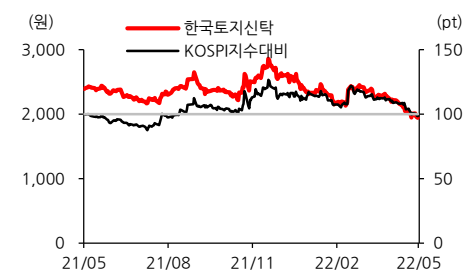
현재 주가(5/27)	1,950원
상승여력	▲64.1%
시가총액	4,924억원
발행주식수	252,489천주
52 주 최고가 / 최저가	2,855 / 1,940원
90 일 일평균 거래대금	21.42억원
외국인 지분율	16.1%
주주 구성	
임케이인베스트먼트 (외 2 인)	35.5%
자사주신탁 (외 1 인)	9.7%
한국토지신탁우리사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.0	-10.1	-22.2	-18.4
상대수익률(KOSPI)	-10.9	-8.7	-12.0	-1.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	237	226	211	248
영업이익	94	90	83	119
지배주주순이익	85	139	101	127
EPS	372	611	445	559
BPS	3,641	4,042	4,347	4,761
PER	5.4	4.3	4.4	3.5
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4
ROE	9.4	14.4	9.6	11.1
ROA	5.7	8.5	5.6	6.6
배당수익률	4.5	3.8	5.1	5.6
배당성향	24.2	16.4	22.5	19.7

주가 추이



1 분기 영업이익은 전년동기 대비 8% 감소했습니다. 기 수주 성과를 바탕으로 수수료 수익의 증가가 이어지는 가운데 이자수익의 반등과 충당금 규모 감소 등으로 이익 성장 기조가 이어질 전망입니다. 동시에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 3,200 원을 유지합니다.

1분기 영업이익 YoY 8% 감소

한국토지신탁의 1분기 영업수익은 441억 원, 영업이익은 136억 원으로 전년동기 대비 각각 +3.5%, -7.7%의 성장률을 기록했다. 기 수주 증가를 바탕으로 한 수수료 수익의 증가는 지속됐으나 신탁계정대 감소(4Q 5443억 원 → 1Q 5160억 원)가 1분기까지 이어지면서 이자수익은 감소했다. 다만, 2분기 중 신탁계정대가 증가 전환한 것으로 파악됨에 따라 2분기 이후로는 이자수익도 증가가 예상된다. 영업비용이 전년동기 대비 9.5% 늘어난 이유로는 신규 채용 등에 따른 판관비 증가가 주요했으며, 별다른 충당금 이슈는 부재했다.

재개발재건축 활성화의 수혜

1분기 신규수주는 790억 원으로 양호한 성과를 기록했다. 이 중 리츠 수주가 677억 원으로 대부분을 차지해 기존 차입형 토지신탁 외에도 수익 다변화가 꾸준히 이어지고 있는 모습이다. 1분기 중 도시정비 수주는 부재했으나 현재 서울 신반포, 방배, 강북 등 5개 사업지에서 동의서 징구를 추진 중에 있어 연말까지 전년 수준(800억 원) 이상의 신규수주는 기대 가능한 상황이다. 6월로 예고된 분양가 상한제 개편안 발표 등을 계기로 재개발재건축 사업의 착공 및 분양이 보다 원활해질 것으로 예상되는데 기 확보된 도시정비 수주분의 본격적인 매출화에 강한 기대가 실리는 부분이다.

투자의견 BUY, 목표주가 3,200원 유지

한국토지신탁에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 3,200원을 유지한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.7배(예상 ROE 10.2%)를 적용했다. 작년 대규모 일회성 이익의 영향을 제외하면 올해와 내년 영업이익의 증가 기조가 뚜렷하며, 재개발재건축 사업의 활성화 시 그 이후의 성장에 대한 전망도 밝다. 최근 주가의 하락으로 밸류에이션이 12M Fwd. P/E 4.0배, P/B 0.43배 수준까지 떨어졌으며, 작년 DPS 기준 배당수익률은 5.1%까지 올라온 상태다.

[표1] 한국토지신탁의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	4,520	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.7	12개월 예상 ROE 10.2%
적정 주가(원)	3,164	
목표 주가(원)	3,200	
현재 주가(원)	1,950	
상승 여력	64%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

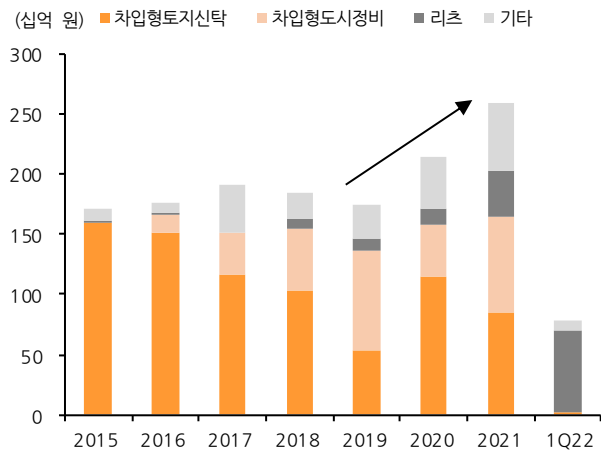
[표2] 한국토지신탁의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	43	72	63	48	44	53	55	59	237	226	211	248
YoY(%)	-34.5	44.2	17.9	-30.3	3.5	-26.1	-12.7	21.4	-7.1	-5.0	-6.6	17.7
수수료수익	27	56	28	33	30	38	39	40	142	145	147	177
증권평가 및 처분이익	1	1	1	8	2	3	3	3	24	11	10	10
이자수익	13	10	12	9	12	10	12	12	72	44	46	54
기타 영업수익	1	5	22	-3	0	2	2	3	1	25	7	7
영업비용	28	38	25	46	30	33	29	34	144	136	127	129
YoY(%)	9.4	-1.4	-23.3	-3.9	9.5	-12.2	17.7	-24.8	5.3	-5.3	-6.5	1.4
증권평가 및 처분손실	0	0	0	4	0	0	0	2	1	4	3	3
이자비용	4	3	5	4	4	6	6	6	15	16	22	24
대출평가 및 처분손실	3	12	-3	14	3	5	2	9	44	26	18	15
판매관리비	18	19	21	24	21	21	20	23	77	82	84	88
기타 영업비용	3	2	2	0	2	2	2	2	7	7	7	7
영업이익	15	34	38	3	14	20	26	24	94	90	83	119
YoY(%)	-62.8	193.6	82.9	-87.5	-7.7	-41.5	-32.7	792.6	-21.4	-4.6	-6.8	42.4
영업이익률(%)	34.6	47.6	60.3	5.6	30.9	37.7	46.4	41.5	39.5	39.7	39.6	48.0
영업외손익	14	26	19	58	14	13	13	12	23	116	53	53
세전이익	28	60	57	43	28	33	39	37	117	188	136	172
순이익	22	43	42	32	21	25	29	27	85	140	102	128
YoY(%)	-38.5	970.2	57.5	76.8	-4.9	-42.7	-32.1	-15.3	-21.4	64.4	-27.2	25.7
순이익률(%)	51.8	60.2	67.5	66.8	47.6	46.7	52.5	46.6	35.9	62.1	48.4	51.7
지배주주순이익	22	43	42	32	21	25	29	27	85	139	101	127

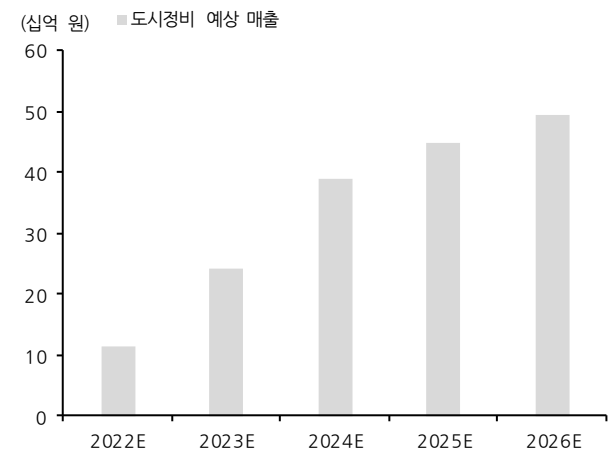
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한국토지신탁 신규수주 추이



자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

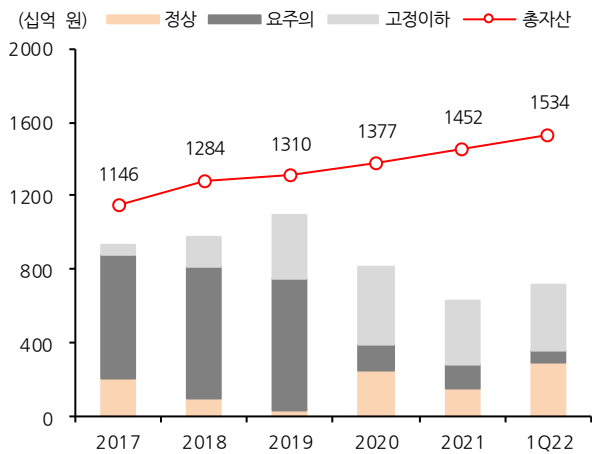
[그림2] 한국토지신탁 도시경비 예상 매출



주: 사업 추진 일정에 따라 변동 가능, 신규수주 미반영

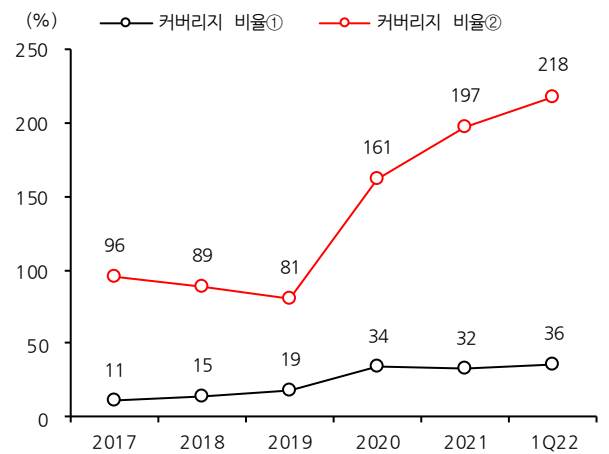
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국토지신탁 연도별 자산 건전성 현황



자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

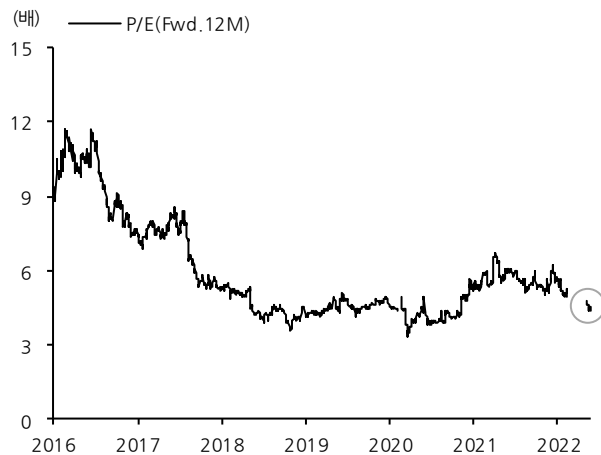
[그림4] 한국토지신탁 요주의 이하 자산 커버리지 비율



주: ①총당금 설정액/요주의 이하 자산 ②(총당금 설정액+자기자본)/요주의 이하 자산

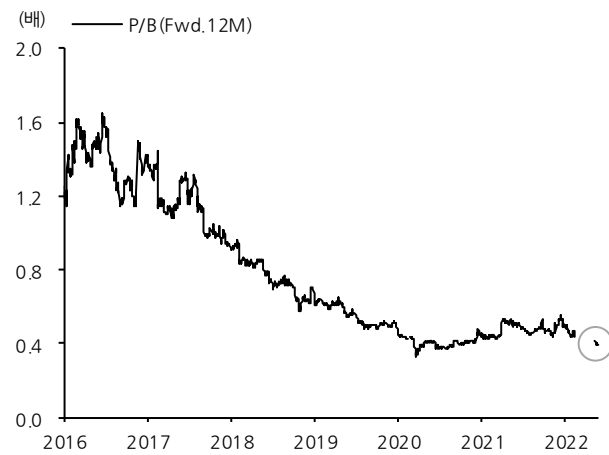
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한국토지신탁 12M Fwd. P/E 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한국토지신탁 12M Fwd. P/B 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	256	237	226	211	248
수수료수익	159	142	145	147	177
증권평가및처분이익	9	24	11	10	10
이자수익	80	72	44	46	54
기타영업수익	8	1	25	7	7
영업비용	136	144	136	127	129
증권평가및처분손실	1	1	4	3	3
이자비용	16	15	16	22	24
대출평가및처분손실	40	44	26	18	15
판매관리비	71	77	82	84	88
기타영업비용	9	7	7	7	7
영업이익	119	94	90	83	119
영업외손익	30	23	116	53	53
법인세차감전순이익	150	117	188	136	172
법인세비용	41	32	48	34	44
당기순이익	108	85	140	102	128
지배주주순이익	108	85	139	101	127

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
현금및예치금	94	360	360	347	379
유가증권	233	320	608	628	628
대출채권	1,086	814	647	815	848
(대손충당금)	-69	-101	-81	-77	-71
유형자산	5	50	47	47	52
투자부동산	28	29	76	79	79
기타자산	70	71	65	63	66
자산총계	1,447	1,544	1,721	1,901	1,979
차입부채	438	454	488	595	560
차입금	128	94	128	135	130
사채	310	360	360	460	430
기타부채	128	167	208	204	213
부채총계	566	622	697	799	773
지배주주지분	878	919	1,021	1,098	1,202
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5	5
자본조정	-28	-46	-46	-46	-46
기타포괄손익누계액	-44	-52	-63	-64	-64
이익잉여금	692	760	872	950	1,055
비지배주주지분	4	4	4	4	4
자본총계	881	923	1,025	1,102	1,207
부채및자본총계	1,447	1,544	1,721	1,901	1,979

성장률

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
성장성(%)					
자산	5.2	6.7	11.5	10.4	4.1
자본	6.9	4.7	11.0	7.5	9.5
매출액	-5.1	-7.1	-5.0	-6.6	17.7
영업이익	-35.4	-21.4	-4.6	-6.8	42.4
세전이익	-32.9	-21.6	60.3	-27.5	26.1
순이익	-35.4	-21.5	64.3	-27.2	25.7
신규수주	-5.6	23.1	20.3	0.6	1.9
수익성(%)					
영업이익률	46.7	39.5	39.7	39.6	48.0
순이익률	42.3	35.7	61.8	48.1	51.4
ROE	12.7	9.4	14.4	9.6	11.1
ROA	7.7	5.7	8.5	5.6	6.6
안전성(%)					
부채비율	64.2	67.3	68.0	72.5	64.1
순부채비율	39.0	10.2	12.5	22.5	15.0

주: IFRS 별도 기준

주요 투자지표

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당 지표 (원)					
EPS	453	372	611	445	559
BPS	3,476	3,641	4,042	4,347	4,761
DPS	80	90	100	100	110
Multiples (x)					
PER	4.6	5.4	4.3	4.4	3.5
PBR	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4
기타 지표 (% , 십억원)					
배당수익률	3.8	4.5	3.8	5.1	5.6
배당성향	17.7	24.2	16.4	22.5	19.7
배당금	19	21	23	23	25

[Compliance Notice]

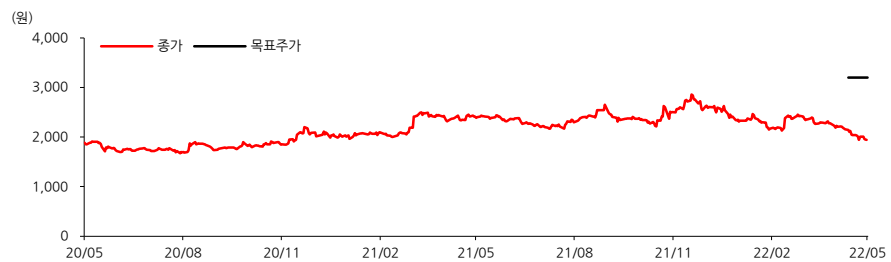
(공표일: 2022년 5월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국토지신탁 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.05.09	2022.05.09	2022.05.30			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	송유림	3,200	3,200			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.09	Buy	3,200		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%