



한국토지신탁 (034830)

올해를 잘 넘기자

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 1,600원

현재 주가(8/21)	1,231원
상승여력	▲30.0%
시가총액	3,108억원
발행주식수	252,489천주
52 주 최고가 / 최저가	1,705 / 1,231원
90 일 일평균 거래대금	9.73억원
외국인 지분율	7.8%

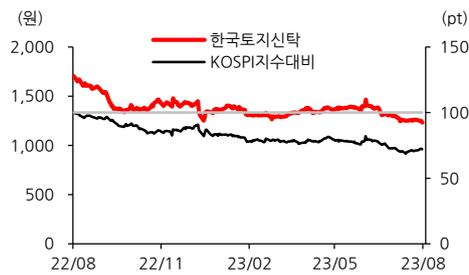
주주 구성	
엔케이인베스트먼트 (외 2인)	35.5%
자사주신탁 (외 1인)	13.3%
최윤성 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.3	-9.8	-5.9	-27.8
상대수익률(KOSPI)	-1.4	-8.7	-7.9	-28.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	226	213	198	202
영업이익	90	53	40	48
EBITDA	0	0	0	0
지배주주순이익	139	24	-17	-1
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a
순차입금	0	0	0	0
PER	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	3.8	6.9	7.3	7.3
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a

주가 추이



동사의 실적은 영업단과 영업외단이 동시에 둔화되고 있는 모습입니다. 대손충당금 축소, 지분법 회사 실적 안정 등 실적 회복의 실마리가 필요해 보입니다. 동시에 대해 투자의견 Buy 를 유지하나, 목표주가는 1,600 원으로 하향합니다.

2분기 영업이익, 작년 베이스 부담으로 YoY -48.4% 기록

한국토지신탁의 2분기 영업수익은 470억 원, 영업이익은 117억 원으로 전년동기 대비 각각 -22.4%, -48.4%를 기록했다. 영업수익은 신탁보수의 소폭 증가에도 불구하고 작년 2분기 리츠매입보수가 반영된 베이스 부담으로 두 자릿 수 감소를 나타냈다. 여기에 대손충당금 증가가 더해지며 영업이익 감소가 더욱 두드러졌다. 영업외로는 HJ중공업의 대규모 손실 발생에 따라 지분법 손실이 300억 원 가량 반영되면서 순이익은 적자로 전환했다. 한편, 상반기 주수익은 181억 원으로 전년 대비 88.7% 감소했고, 신탁계정대는 전년 말 5510억 원에서 올해 상반기 말 7150억 원으로 늘어난 상태다.

올해를 잘 넘기자

작년부터 동사의 실적은 영업단과 영업외단이 동시에 둔화되고 있는 모습이다. 기존 현장에서의 충당금 빈영이 지속되는 가운데 신탁계정대가 증가 및 자산 건전성 분류 강화 등으로 충당금 이슈가 단기간 내 해소되기는 어려워 보인다. 다만, 신규 현장에서의 대손충당금 발생은 현재까지 부재한 것으로 파악된다. 더불어 지분법 대상 회사의 실적 부진도 아쉬운 요인이다. 이번 분기에는 주요 투자 회사가 약 800억 원의 순손실을 기록한 것이 악영향을 줬다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,600원으로 하향

한국토지신탁에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 실적 추정치 하향을 반영해 2,000원에서 1,600원으로 내렸다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.4배(기존 0.5배, 예상 ROE 5.3% → -0.6%)를 적용해 산출했다. 실적 악화가 지속되고 있는 만큼 대손충당금 축소(영업 부문), 지분법 회사 실적 안정(영업외 부문) 등 실적 회복의 실마리가 필요해보인다. 현재 동사 주가는 당사 추정치 기준 12M Fwd. P/B 0.32배다.

[표1] 한국토지신탁의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	3,877	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.4	12개월 예상 ROE -0.6%,
적정 주가(원)	1,551	
목표 주가(원)	1,600	
현재 주가(원)	1,231	
상승 여력	30%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

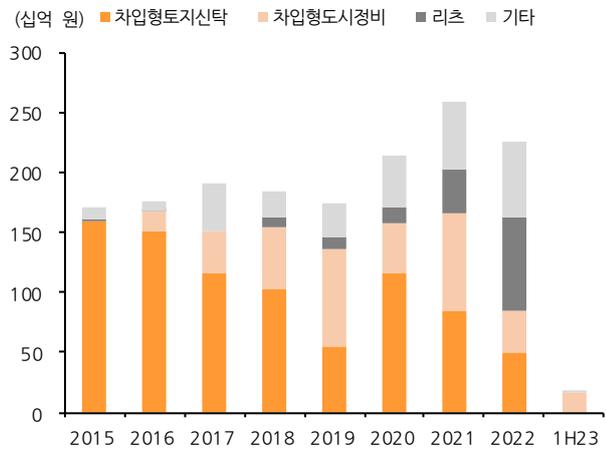
[표2] 한국토지신탁의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	44	61	49	59	41	47	49	60	226	213	198	202
YoY(%)	3.5	-15.5	-22.4	22.8	-6.3	-22.4	0.0	1.6	-5.0	-5.6	-7.2	2.1
수수료수익	30	43	33	36	25	29	31	37	145	142	123	120
증권평가 및 처분이익	2	2	1	9	1	2	2	6	11	13	10	10
이자수익	12	15	15	15	15	15	16	17	44	56	63	70
기타 영업수익	0	1	0	0	0	1	0	0	25	2	2	2
영업비용	30	38	31	60	37	35	33	53	136	160	158	154
YoY(%)	9.5	0.7	23.3	32.4	21.0	-6.7	6.8	-12.5	-5.3	17.4	-1.0	-2.5
증권평가 및 처분손실	0	0	-0	14	0	0	1	6	4	15	7	5
이자비용	4	5	5	5	5	7	7	7	16	19	26	28
대출평가 및 처분손실	3	10	3	10	3	14	4	12	26	30	32	28
판매관리비	21	21	21	22	19	19	20	22	82	85	81	82
기타 영업비용	2	2	2	9	9	-5	2	6	7	11	12	11
영업이익	14	23	18	-1	4	12	16	7	90	53	40	48
YoY(%)	-7.7	-33.3	-52.5	적전	-67.4	-48.4	-11.6	흑전	-4.6	-40.5	-25.7	20.4
영업이익률(%)	30.8	37.6	36.8	-1.7	10.7	25.0	32.5	12.4	39.7	25.0	20.0	23.6
영업외손익	14	-5	-17	-15	-5	-33	-8	-18	98	-20	-64	-49
세전이익	28	18	1	-16	-1	-21	8	-10	188	34	-24	-1
순이익	21	13	0	-10	1	-17	6	-7	140	23	-17	-1
YoY(%)	-4.9	-68.9	-99.2	적전	-93.7	적전	1545.2	적지	64.4	-83.9	적전	적지
순이익률(%)	47.6	22.2	0.7	-17.6	3.2	-36.3	12.1	-12.4	62.1	10.6	-8.7	-0.4
지배주주순이익	21	13	1	-10	2	-17	6	-7	139	24	-17	-1

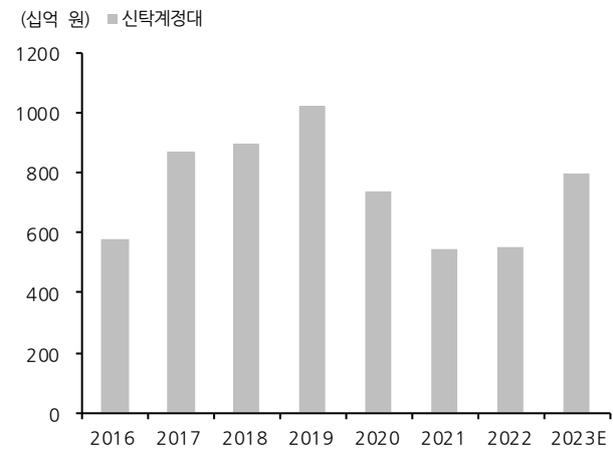
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한국토지신탁 신규수주 추이



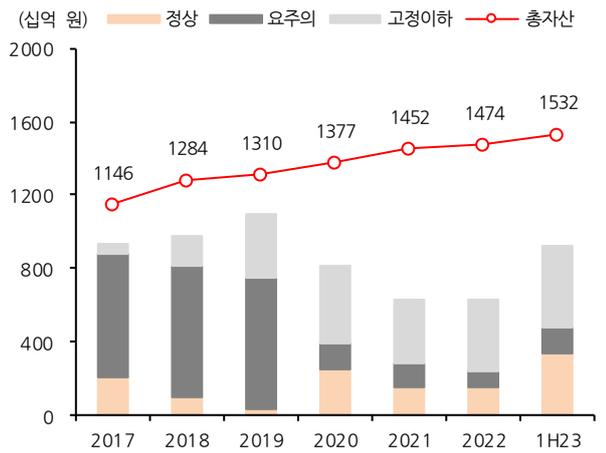
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한국토지신탁 신탁계정대 추이 및 예상



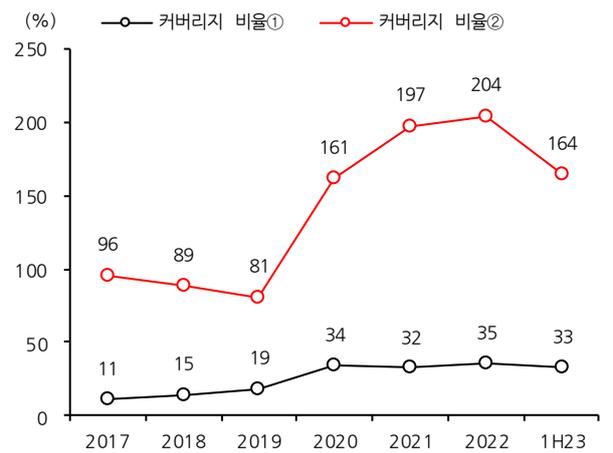
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국토지신탁 자산건전성 현황



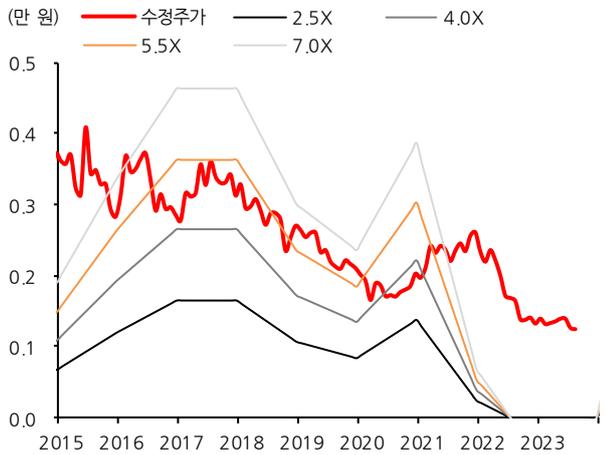
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한국토지신탁 커버리지 비율



주: ①총당금 설정액/요주의 이하 자산 ②(총당금 설정액+자기자본)/요주의 이하 자산
 자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	237	226	213	198	202
수수료수익	142	145	142	123	120
대출채권관련이익	24	11	13	10	10
이자수익	72	44	56	63	70
기타영업수익	1	25	2	2	2
영업비용	144	136	160	158	154
증권평가및처분손실	1	4	15	7	5
이자비용	15	16	19	26	28
대출평가및처분손실	44	26	30	32	28
판매관리비	77	82	85	81	82
기타영업비용	7	7	11	12	11
영업이익	94	90	53	40	48
영업외손익	23	98	-20	-64	-49
법인세차감전순이익	117	188	34	-24	-1
법인세비용	32	48	11	-7	0
당기순이익	85	140	23	-17	-1
지배주주순이익	85	139	24	-17	-1

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금및예치금	360	360	275	148	149
유가증권	320	608	709	576	522
대출채권 (대손충당금)	814	647	654	949	988
	-101	-81	-99	-107	-110
유형자산	50	47	41	50	52
투자부동산	29	76	76	71	71
기타자산	71	65	62	79	82
자산총계	1,544	1,721	1,718	1,765	1,753
차입부채	454	488	499	590	590
차입금	94	128	139	250	250
사채	360	360	360	340	340
기타부채	167	208	194	194	203
부채총계	622	697	693	784	793
지배주주지분	919	1,021	1,023	979	958
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	7	7	7
자본조정	-46	-46	-48	-53	-53
기타포괄손익누계액	-52	-63	-61	-63	-63
이익잉여금	760	872	873	835	815
비지배주주지분	4	4	2	2	2
자본총계	923	1,025	1,025	981	960
부채및자본총계	1,544	1,721	1,718	1,765	1,753

성장률

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성(%)					
자산	6.7	11.5	-0.2	2.7	-0.7
자본	4.7	11.0	0.0	-4.3	-2.1
매출액	-7.1	-5.0	-5.6	-7.2	2.1
영업이익	-21.4	-4.6	-40.5	-25.7	20.4
세전이익	-21.6	60.3	-82.1	-171.3	-95.9
순이익	-21.5	64.3	-82.7	-170.1	-95.8
신규수주	23.1	20.3	-12.7	-60.1	33.3
수익성(%)					
영업이익률	39.5	39.7	25.0	20.0	23.6
순이익률	35.7	61.8	11.3	-8.6	-0.4
ROE	9.4	14.4	2.4	-1.7	-0.1
ROA	5.7	8.5	1.4	-1.0	0.0
안전성(%)					
부채비율	67.3	68.0	67.6	79.9	82.5
순부채비율	10.2	12.5	21.8	45.1	45.9

주: IFRS 별도 기준

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당 지표 (원)					
EPS	372	611	106	-77	-3
BPS	3,641	4,042	4,050	3,877	3,796
DPS	90	100	90	90	90
Multiples (x)					
PER	5.4	4.3	12.3	-16.1	-397.0
PBR	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
기타 지표 (% , 십억원)					
배당수익률	4.5	3.8	6.9	7.3	7.3
배당성향	24.2	16.4	84.8	-117.4	-2,902.2
배당금	21	23	20	20	21

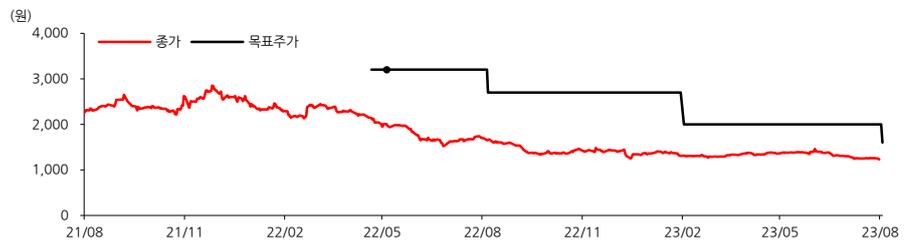
[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 8월 22 일)

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 제 3 자에게 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	2022.06.08	2022.08.24	2023.02.20
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	송유림	3,200	3,200	3,200	2,700	2,000
일 시	2023.08.22					
투자의견	Buy					
목표가격	1,600					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.09	Buy	3,200	-44.41	-33.13
2022.08.24	Buy	2,700	-47.37	-38.15
2023.02.20	Buy	2,000	-33.55	-26.80
2023.08.22	Buy	1,600		

[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 추정에 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: 2023년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%