



한국자산신탁 (123890)

과거와 다르다

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 조정현 controlh@hanwha.com 3772-7509

Buy (유지)

목표주가(하향): 4,500원

현재 주가(2/17)	3,010원
상승여력	▲49.5%
시가총액	3,732억원
발행주식수	123,978천주
52 주 최고가 / 최저가	4,245 / 2,850원
90 일 일평균 거래대금	3.08억원
외국인 지분율	6.1%

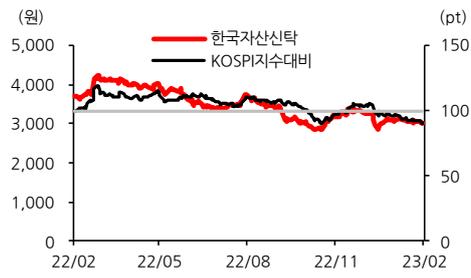
주주 구성	
엔디엠 (외 6 인)	53.6%
한국자산관리공사 (외 1 인)	5.7%
자사주 (외 1 인)	1.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	-6.2	-19.2	-18.5
상대수익률(KOSPI)	-5.3	-6.6	-16.6	-7.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
영업수익	213	233	234	238
영업이익	148	147	143	147
지배주주순이익	107	108	108	110
EPS	1,062	878	885	879
BPS	6,202	6,850	7,521	8,164
PER	3.7	4.7	3.4	3.4
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4
ROE	13.3	12.2	11.1	10.4
ROA	8.7	8.2	7.7	7.6
배당수익률	5.6	5.4	7.4	7.3
배당성향	20.7	25.1	24.9	25.0

주가 추이



부동산 관련 우려가 지속되는 만큼 단기 투자매력이 크진 않으나 **총당금 이슈가 불거졌던 '18~19 년과는 다르다는 점에서 지나친 우려는 경계할 필요가 있다고 판단합니다.** 동사에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며, **목표주가는 기존 5,700 원에서 4,500 원으로 하향합니다.**

4분기 영업이익 YoY -20.4% 감소

한국자산신탁의 4분기 영업수익은 620억 원, 영업이익은 346억 원으로 전년동기 대비 각각 +0.9%, -20.4%의 증감률을 기록했다. 영업이익은 수수료 수익의 베이스 부담에도 불구하고 금리 상승 및 한국자산 캐피탈의 대출채권 증가에 따른 이자수익 증가로 소폭 성장을 유지했다. 반면, 영업비용은 판관비 증가, 총당금 반영 등으로 전년 동기대비 50% 이상 늘어났다. 총당금의 대부분은 캐피탈에서 발생했는데, 이는 총당금 설정방식 강화에 따른 것이었으며, 미분양으로 인한 신탁계정대 총당금 설정은 부재했다.

과거와는 다른 위험의 정도

부동산 경기 위축으로 분양 시장에 익스포저가 큰 신탁사의 경우 관련 리스크에 촉각을 세울 필요가 있다. 다만, 위험의 정도에 있어서는 과거와 차이가 분명하다. 신탁사 자금 수요 확대에도 불구하고 리스크 관리 측면에서 선별 수주를 진행하고 있고, 신탁계정대 금액 자체도 줄어 있지만('19년 1조 원 → '22년 2240억 원) 자산 건정성 및 재무 현황(현금성 자산 '19년 1440억 원 → '22년 5500억 원)도 크게 개선된 만큼 과거 수준의 대규모 총당금 이슈는 제한적이라는 판단이다. 이를 방증하듯 '22년 주당 배당금은 220원으로 전년 수준이 유지됐으며, 현재 주가 기준 7.3%에 달하는 배당수익률이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 4,500원으로 하향

한국자산신탁에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 하향을 반영해 기존 5,700원에서 4,500원으로 내렸다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.55배(기존 0.7배, 예상 ROE 13.5% → 11.1%)를 적용했다. 부동산 관련 지표 악화가 지속되는 만큼 단기 투자매력은 크지 않으나 관련 우려가 진정되는 때에는 도시정비 시장 확대와 맞물려 신탁사 매력에 부각될 것으로 예상된다. 현재 동사 주가는 당사 추정치 기준 12M Fwd. P/E 3.4배, P/B 0.37배다.

[표1] 한국자산신탁의 P/B 밸류에이션

구분	비고
예상 BPS(원)	8,164 2023년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.55 2023년 예상 ROE 11.1%,
적정 주가(원)	4,490
목표 주가(원)	4,500
현재 주가(원)	3,010
상승 여력	50%

자료: 한화투자증권 리서치센터

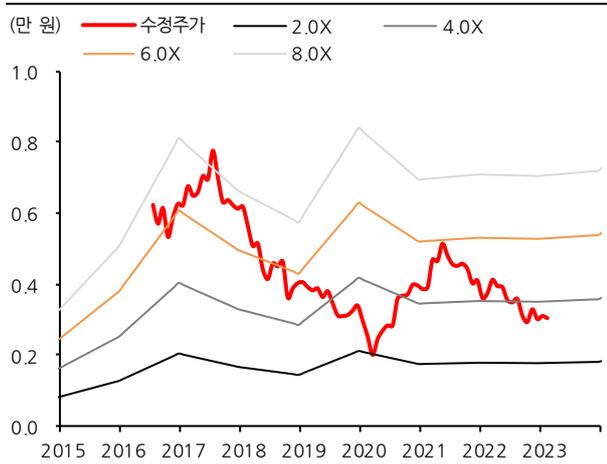
[표2] 한국자산신탁의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
영업수익	59	55	57	62	59	58	59	59	213	233	234	238
YoY(%)	11.1	9.7	19.1	0.9	0.7	4.9	3.1	-5.6	-11.5	9.6	0.6	1.5
수수료수익	31	34	31	31	32	32	32	32	119	128	126	131
대출채권관련이익	1	-1	0	4	0	0	0	0	11	4	1	1
이자수익	18	20	21	24	24	22	23	23	62	83	92	90
기타 영업수익	9	1	5	4	4	4	4	4	19	19	16	16
영업비용	20	20	19	27	22	22	22	26	65	86	91	91
YoY(%)	1.8	76.6	19.7	53.0	9.2	12.4	11.5	-5.2	5.2	33.3	5.9	0.0
이자비용	3	4	4	4	4	4	4	4	12	15	15	13
대출채권관련손실	0	0	0	4	1	2	1	4	0	5	9	10
판매관리비	12	13	14	14	13	14	14	15	44	54	56	57
기타 영업비용	5	3	1	4	3	2	2	3	9	12	11	11
영업이익	39	36	38	35	38	36	37	33	148	147	143	147
YoY(%)	16.5	-9.1	18.7	-20.4	-3.6	0.8	-1.2	-5.9	-17.2	-0.7	-2.4	2.4
영업이익률(%)	66.2	64.6	66.1	55.9	63.3	62.1	63.3	55.7	69.6	63.0	61.1	61.7
영업외손익	0	0	1	0	0	0	0	0	-2	1	0	-0.5
세전이익	39	36	38	32	38	36	37	33	146	145	143	146
순이익	30	27	29	22	29	27	28	23	107	108	108	110
YoY(%)	18.9	-8.3	21.4	-23.2	-5.3	0.4	-2.5	7.1	-17.3	0.7	-0.6	2.1
순이익률(%)	51.2	49.3	50.9	35.4	48.1	47.2	48.1	40.1	50.6	46.5	45.9	46.2
지배주주순이익	30	27	29	22	29	27	28	23	107	108	108	110

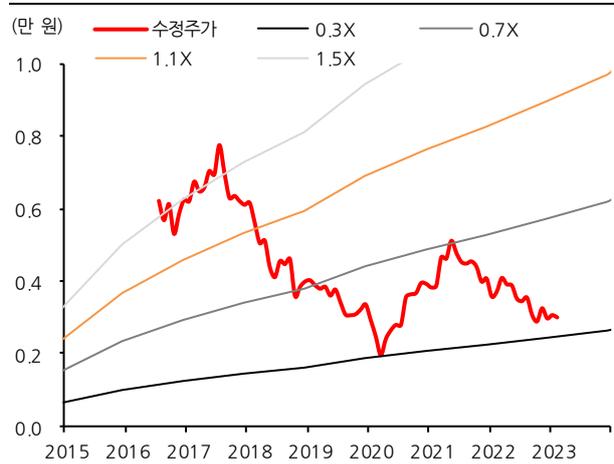
자료: 한국자산신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



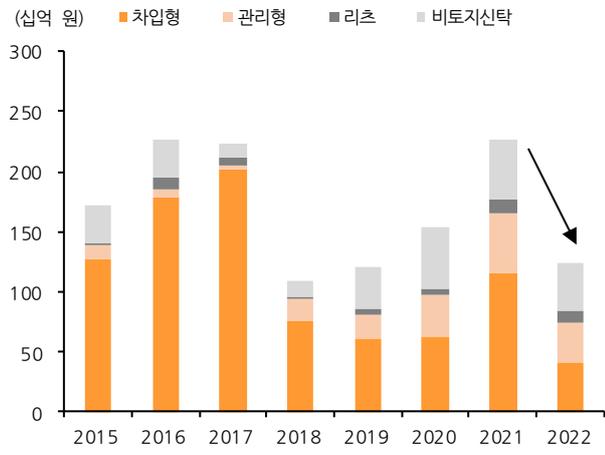
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



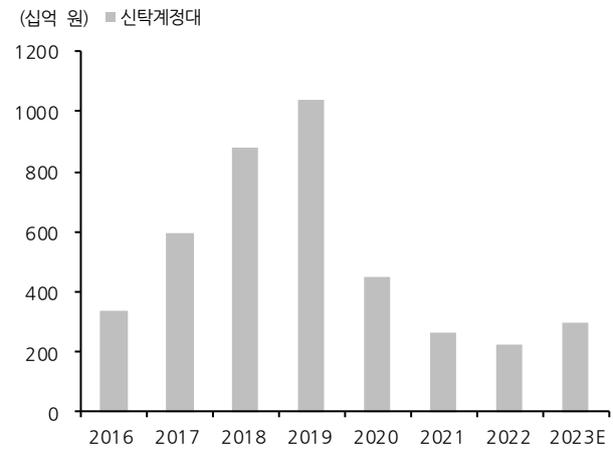
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국자산신탁 신규수주 추이



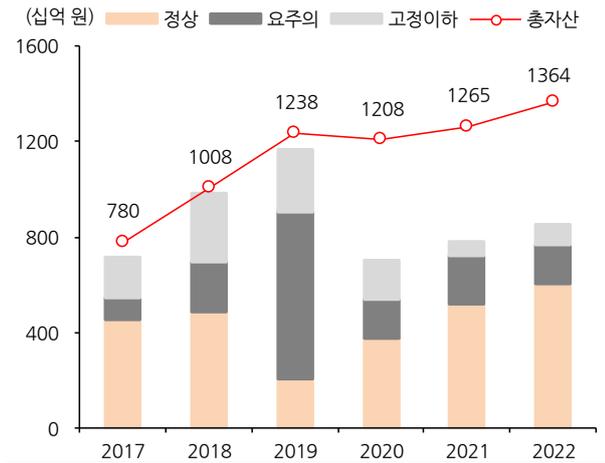
자료: 한국자산신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한국자산신탁 신탁계정대 추이 및 예상



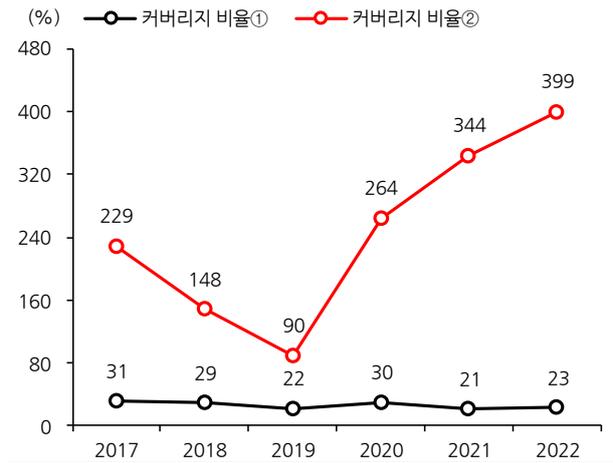
자료: 한국자산신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한국자산신탁 자산건전성 현황



자료: 한국자산신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한국자산신탁 커버리지 비율



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

[재무제표]

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업수익	240	213	233	234	238
수수료수익	114	119	128	126	131
대출채권관련이익	10	11	4	1	1
이자수익	80	62	83	92	90
기타영업수익	36	19	19	16	16
영업비용	61	65	86	91	91
이자비용	1	0	5	9	10
대출채권관련손실손실	16	12	15	15	13
판매관리비	43	44	54	56	57
기타영업비용	1	9	12	11	11
영업이익	179	148	147	143	147
영업외손익	-6	-2	1	0	-1
법인세차감전순이익	173	146	145	143	146
법인세비용	43	39	37	36	36
당기순이익	130	107	108	108	110
지배주주순이익	130	107	108	108	110

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
현금및예치금	311	241	158	121	185
유가증권	263	277	392	351	384
대출채권	684	755	816	901	865
(대손충당금)	-75	-42	-45	-49	-53
유형자산	5	4	4	4	4
기타자산	19	30	38	40	41
자산총계	1,208	1,265	1,364	1,417	1,481
차입부채	365	306	336	301	266
차입금	135	182	173	153	138
사채	230	124	163	148	128
기타부채	74	109	96	100	104
부채총계	439	415	431	400	369
지배주주지분	769	849	932	1,012	1,095
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	131	131	131	131	131
자본조정	-13	-13	-13	-13	-13
기타포괄손익누계액	-4	-4	-2	-2	-2
이익잉여금	592	673	754	834	917
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	769	849	932	1,012	1,095
부채및자본총계	1,208	1,265	1,364	1,412	1,465

성장률

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
성장성(%)					
자산	-2.4	4.7	7.8	3.9	4.5
자본	16.3	10.5	9.8	8.6	8.2
매출액	7.5	-11.5	9.6	0.6	1.5
영업이익	56.6	-17.2	-0.7	-2.4	2.4
세전이익	45.9	-15.4	-0.6	-1.5	2.1
순이익	46.5	-17.3	0.7	-0.6	2.1
신규수주	28.2	46.8	-45.0	-3.7	12.5
수익성(%)					
영업이익률	74.4	69.6	63.0	61.1	61.7
순이익률	54.2	50.6	46.5	45.9	46.2
ROE	18.2	13.3	12.2	11.1	10.4
ROA	10.6	8.7	8.2	7.7	7.6
안전성(%)					
부채비율	57.1	48.9	46.3	39.5	33.7
순부채비율	7.1	7.7	19.0	17.8	7.3

주: IFRS 별도 기준

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당 지표 (원)					
EPS	1,062	878	885	879	897
BPS	6,202	6,850	7,521	8,164	8,834
DPS	220	220	220	220	220
Multiples (x)					
PER	3.7	4.7	3.4	3.4	3.4
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3
기타 지표 (% , 십억원)					
배당수익률	5.6	5.4	7.4	7.3	7.3
배당성향	20.7	25.1	24.9	25.0	24.5
배당금	27	27	27	27	27

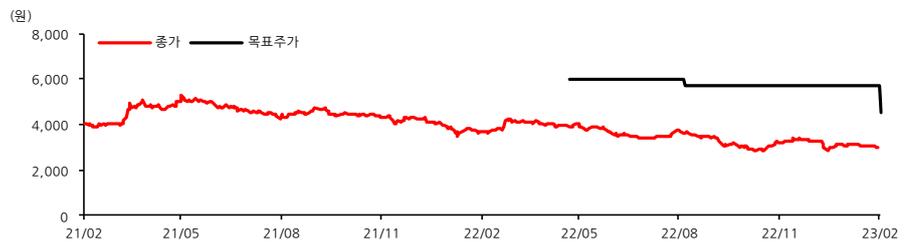
[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 2월 20일)

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, 조정현)
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.

[한국자산신탁 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	6,000	6,000	6,000	5,700	4,500

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.09	Buy	6,000	-39.50	-32.75
2022.08.24	Buy	5,700	-44.32	-35.70
2023.02.20	Buy	4,500		

[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: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%