



한국토지신탁 (034830)

자라보고 놀란 가슴

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 2,000원

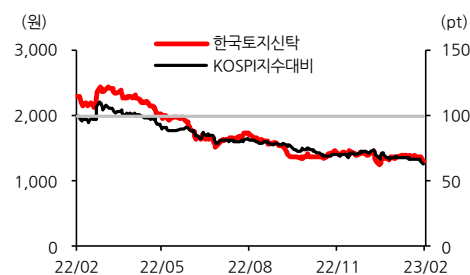
현재 주가(2/17)	1,305원
상승여력	▲53.3%
시가총액	3,295억원
발행주식수	252,489천주
52 주 최고가 / 최저가	2,450 / 1,250원
90 일 일평균 거래대금	12.72억원
외국인 지분율	10.2%
주주 구성	
임케이인베스트먼트 (외 2 인)	35.5%
자사주신탁 (외 1 인)	10.5%
최윤성 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.6	-9.4	-24.3	-43.0
상대수익률(KOSPI)	-5.6	-9.7	-21.8	-32.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
영업수익	226	213	213	221
영업이익	90	53	79	91
지배주주순이익	139	22	55	69
EPS	372	611	98	242
BPS	3,641	4,042	4,029	4,157
PER	5.4	4.3	13.3	5.4
PBR	0.6	0.6	0.3	0.3
ROE	14.4	2.2	5.3	6.4
ROA	8.5	1.3	3.3	4.2
배당수익률	4.5	3.8	7.6	7.7
배당성향	24.2	16.4	101.9	41.3

주가 추이



일회성 비용 반영으로 4 분기 영업적자를 기록했으나 새로운 약재의 출현은 없었습니다. 이번 영업적자를 미분양 리스크의 가시화로 확대 해석할 필요는 없다고 생각합니다. 동사에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가는 2,000 원으로 하향합니다.

4분기 영업적자 기록

한국토지신탁의 4분기 영업수익은 642억 원, 영업이익은 -11억 원으로 전년동기 대비 각각 +32.8%, 적자전환을 기록했다. 영업수익은 이 자수익을 포함 전 부문이 전년비 개선을 나타내며 두 자릿 수 성장을 나타냈다. 반면, 영업비용도 큰 폭으로 늘어났는데 보유 리츠 자산에 대한 평가 손실 120억 원이 반영된 영향이 크며, 거제 등 부진 사업장에서 대손충당금 발생도 지속됐다. 다만, 리츠 평가손실은 금리 급등에 따른 것으로 추가 발생의 여지는 적다고 판단하며, 수 년간 충당금 반영이 이루어진 몇몇 사업장 또한 분양 마무리 단계에 들어서있는 만큼 비용이 축소될 것으로 예상한다.

우려가 없는건 아니지만

부동산 경기 위축으로 분양 시장에 익스포저가 큰 신탁사의 경우 관련 리스크에 촉각을 세울 필요가 있다. 다만, 이번 4분기의 영업적자를 미분양 리스크의 가시화로 확대 해석할 필요는 없겠다. 리스크 관리 측면에서의 선별 수주와 신탁계정대 감소('19년 1조 원 → '22년 5514억 원), 자산 건전성 및 재무 현황(현금성 자산 '19년 3266억 원 → '22년 9813억 원) 등을 감안하면 과거 수준의 대규모 충당금 이슈는 제한적이라고 판단하기 때문이다. '22년 주당 배당금은 100원으로 전년 수준이 유지됐으며, 현재 주가 기준 배당수익률은 7.7%로 높다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 2,000원으로 하향

한국토지신탁에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 실적 추정치 하향을 반영해 2,700원에서 2,000원으로 내렸다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 약 0.5배(기존 0.6배, 예상 ROE 9.8% → 5.3%)를 적용했다. 동사의 강점인 사업 포트폴리오 다문화 측면에서 꾸준한 도시정비 수주 및 리츠 수주 성장과 함께 최근 미래에셋증권과의 STO 관련 MOU 체결 등은 눈여겨볼 만한 행보다. 현재 동사 주가는 당사 추정치 기준 12M Fwd. P/E 5.4배, P/B 0.31배다.

[표1] 한국토지신탁의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	4,283	2023 년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.5	2023 년 예상 ROE 8.3%,
적정 주가(원)	2,120	
목표 주가(원)	2,000	
현재 주가(원)	1,305	
상승 여력	53%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

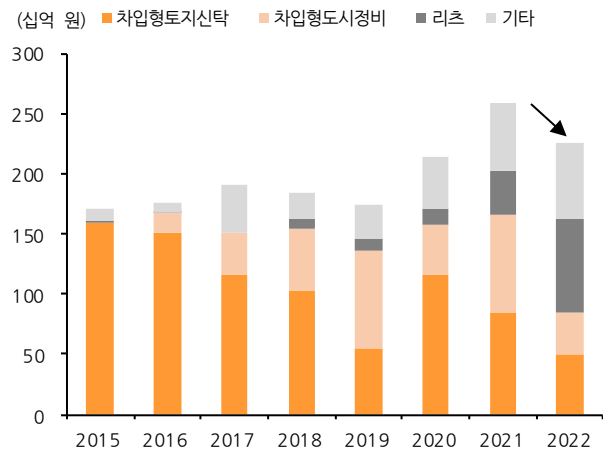
[표2] 한국토지신탁의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
영업수익	44	61	44	64	48	53	55	56	226	213	213	221
YoY(%)	3.5	-15.5	-30.0	32.8	9.5	-11.9	25.9	-12.2	-5.0	-5.6	0.3	3.7
수수료수익	30	43	33	36	31	36	38	39	145	142	143	149
증권평가 및 처분이익	2	2	1	9	3	3	3	3	11	13	10	10
이자수익	12	15	15	15	15	15	15	15	44	56	59	61
기타 영업수익	0	1	-4	5	0	0	0	0	25	2	1	1
영업비용	30	38	31	60	30	37	33	35	136	160	134	131
YoY(%)	9.5	0.7	23.3	32.6	-1.1	-3.4	5.4	-42.4	-5.3	17.4	-16.0	-2.5
증권평가 및 처분손실	0	0	-0	14	1	1	1	3	4	15	5	5
이자비용	4	5	5	5	4	4	4	4	16	19	16	15
대출평가 및 처분손실	3	10	3	14	3	8	3	10	26	30	25	20
판매관리비	21	21	21	22	20	21	22	26	82	85	88	91
기타 영업비용	2	2	2	5	3	3	3	3	7	11	10	10
영업이익	14	23	18	-1	18	17	23	22	90	53	79	91
YoY(%)	-7.7	-33.3	-52.5	적자전환	33.4	-26.1	27.4	흑자전환	-4.6	-40.5	49.0	14.1
영업이익률(%)	30.8	37.6	40.9	-1.7	37.6	31.5	41.3	38.2	39.7	25.0	37.2	40.9
영업외손익	14	-5	-17	-12	4	4	-1	-11	98	-20	-5	2.0
세전이익	28	18	1	-13	22	21	22	10	188	34	74	93
순이익	21	13	0	-12	16	15	16	8	140	23	56	69
YoY(%)	-4.9	-68.9	-99.2	적자전환	-21.8	14.8	4416.3	흑자전환	64.4	-83.9	147.4	24.4
순이익률(%)	47.6	22.2	0.8	-19.0	34.0	28.9	29.3	13.6	62.1	10.6	26.1	31.4
지배주주순이익	21	13	1	-12	16	15	16	8	139	22	55	69

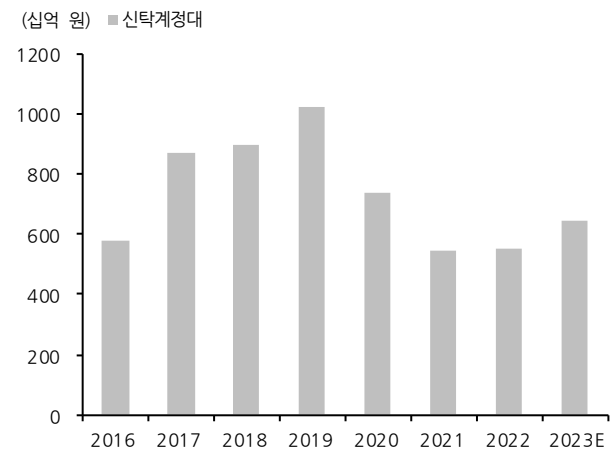
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한국토지신탁 신규수주 추이



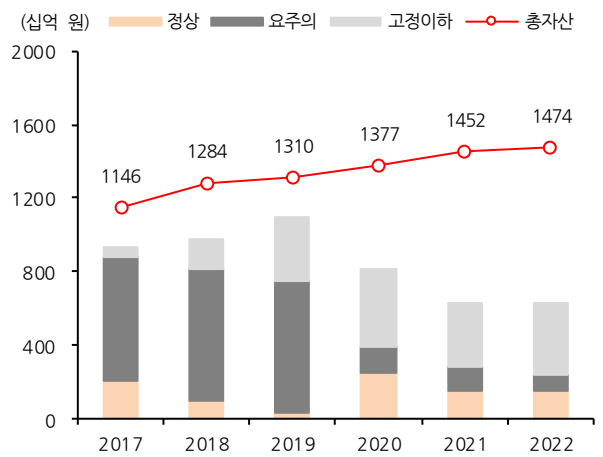
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한국토지신탁 신탁계정대 추이 및 예상



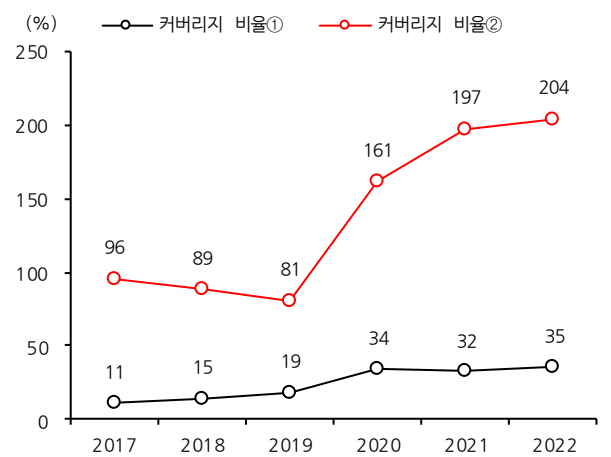
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국토지신탁 자산건전성 현황



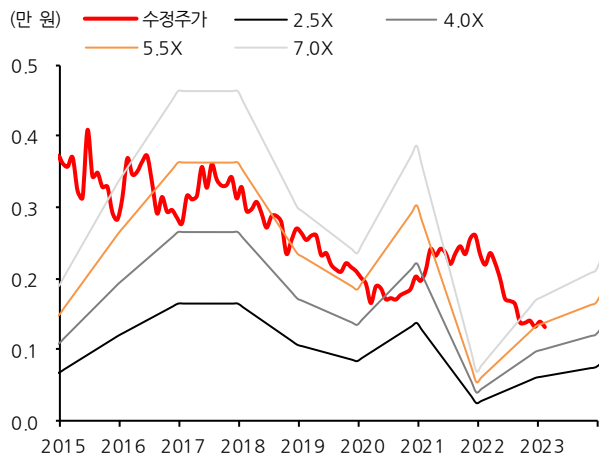
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한국토지신탁 커버리지 비율



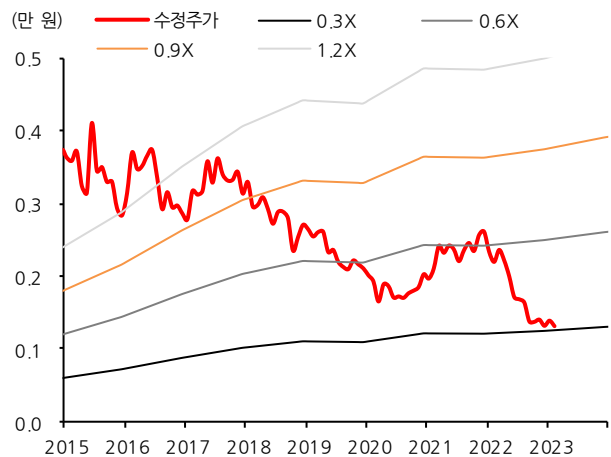
주: ①총당금 설정액/요주의 이하 자산 ②(총당금 설정액+자기자본)/요주의 이하 자산
자료: 한국토지신탁, 한화투자증권 리서치센터

[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)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업수익	237	226	213	213	221
수수료수익	142	145	142	143	149
대출채권관련이익	24	11	13	10	10
이자수익	72	44	56	59	61
기타영업수익	1	25	2	1	1
영업비용	144	136	160	134	131
이자비용	1	4	15	5	5
대출채권관련손실손실	15	16	19	16	15
판매관리비	44	26	30	25	20
기타영업비용	77	82	85	88	91
영업이익	7	7	11	10	10
영업외손익	94	90	53	79	91
법인세차감전순이익	23	98	-20	-5	2
법인세비용	117	188	34	74	93
당기순이익	32	48	11	19	23
지배주주순이익	85	140	23	56	69

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
현금및예치금	360	360	275	207	207
유가증권	320	608	706	636	650
대출채권	814	647	680	707	736
(대손충당금)	-101	-81	-125	-115	-106
유형자산	50	47	41	52	52
기타자산	29	76	72	72	72
자산총계	71	65	60	62	65
차입부채	1,544	1,721	1,708	1,621	1,676
차입금	454	488	498	370	370
사채	94	128	138	130	130
기타부채	360	360	360	240	240
부채총계	167	208	190	199	208
지배주주지분	622	697	689	569	578
자본금	919	1,021	1,017	1,050	1,095
자본잉여금	252	252	252	252	252
자본조정	5	5	7	7	7
기타포괄손익누계액	-46	-46	-46	-46	-46
이익잉여금	-52	-63	-67	-67	-67
비지배주주지분	760	872	871	904	949
자본총계	4	4	2	2	2
부채및자본총계	923	1,025	1,020	1,052	1,098

성장률

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
성장성(%)					
자산	6.7	11.5	-0.8	-5.1	3.4
자본	4.7	11.0	-0.5	3.2	4.4
매출액	-7.1	-5.0	-5.6	0.3	3.7
영업이익	-21.4	-4.6	-40.5	49.0	14.1
세전이익	-21.6	60.3	-82.1	120.5	24.4
순이익	-21.5	64.3	-83.9	146.8	24.4
신규수주	23.1	20.3	-12.7	-40.2	7.4
수익성(%)					
영업이익률	39.5	39.7	25.0	37.2	40.9
순이익률	35.7	61.8	10.5	25.9	31.1
ROE	9.4	14.4	2.2	5.3	6.4
ROA	5.7	8.5	1.3	3.3	4.2
안전성(%)					
부채비율	67.3	68.0	67.5	54.1	52.6
순부채비율	10.2	12.5	21.9	15.5	14.8

주: IFRS 별도 기준

주요 투자지표

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당 지표 (원)					
EPS	372	611	98	242	301
BPS	3,641	4,042	4,029	4,157	4,339
DPS	90	100	100	100	100
Multiples (x)					
PER	5.4	4.3	13.3	5.4	4.3
PBR	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
기타 지표 (% , 십억원)					
배당수익률	4.5	3.8	7.6	7.7	7.7
배당성향	24.2	16.4	101.9	41.3	33.2
배당금	21	23	23	23	23

[Compliance Notice]

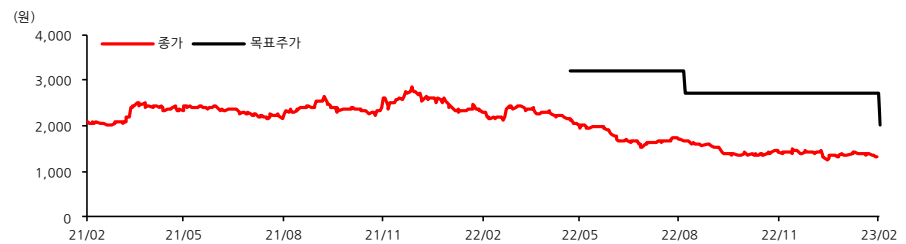
(공표일: 2023년 2월 20일)

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 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 조정현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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

[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		

[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 12월 31일)

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