

부동산신탁

Mar 07, 2017

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
한국자산신탁	Buy	14,000 원
한국토지신탁	Buy	4,400 원

부동산신탁 매력이 돋보이는 시기

부동산 신탁업체 적극적인 매수 대응 필요

부동산신탁 업체에 대한 적극적 관심 필요. 최근 주가 상승 불구, 1) 실적대비 여전히 싼 밸류에이션('17년 실적대비 7.2배, '18년 실적대비 5.5배), 2) 신규수주 지속 증가(차입형 YoY +33%)에 따른 높은 성장성 및 3) 시장 환경(정책·분양시장·금리환경) 변화에 따른 기회 요인 증대를 근거로 적극적인 매수 대응 필요. 한국자산신탁, 한국토지신탁을 동시 매수 추천.

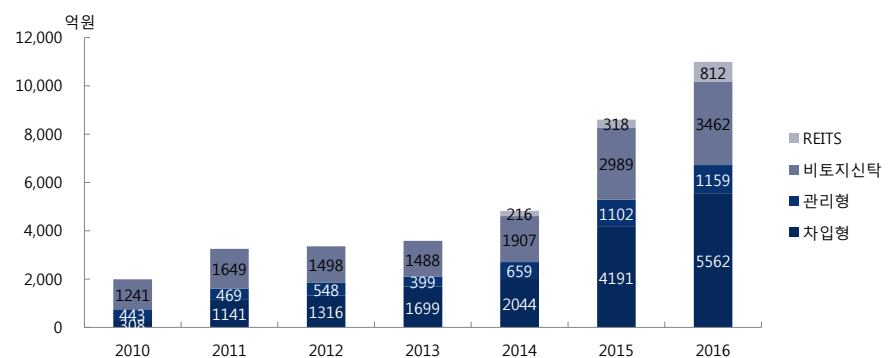
분양물량 감소 불구, 신탁수주 급증

전통적 개발사업 문제점 해결을 위한 신탁사 연계 토지개발 사업 급증. 전체 신탁 신규수주는 2016년 1.1조원으로 2012년 3,362억원 대비 227% 성장. 특히 차입형 토지신탁 신규수주는 2015년 연간 100%이상의 성장 포함, 2012년 대비 총 323% 가량 급증. 분양 공급물량 감소한 전년도에도 차입형 토지신탁 신규수주는 5,562억원으로 전년대비 33% 성장 기록, 신탁 방식 개발의 성장성을 입증.

절대적인 밸류에이션 매력 구간, 추가 이익 가능성 증대

'16년 하반기 이후 지속적인 가격 조정으로 매력적인 밸류에이션 구간 진입. 신탁사 합산 '16년 P/E 배수는 11배 수준이나, '17년 실적 기준 7.2배, '18년 실적기준 5.5배 수준. 1) 이익 성장 및 실적 가시성이 높고, 2) 시장 상황에 따른 신탁계정대이자 증가 가능성 등 추가 이익 가능성 충분. 보수적 기준을 적용해도 현재 주가는 절대적으로 싼 수준. 적극적인 매수 대응 추천.

국내 유형별 신탁 수주 추이



자료: 한국자산신탁, 교보증권 리서치센터



건설/지주 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com



KYOBO 교보증권

CON- TENTS

3	1. Summary
4	2. 부동산신탁 매력 부각
5	3. 부동산신탁
	3-1. 부동산신탁이란?
	3-2. 토지신탁 성장 배경
9	4. 토지 신탁 현황
11	5. Valuation
12	기업분석
	한국자산신탁 123890 / Buy / TP 14,000 원
	한국토지신탁 034830 / Buy / TP 4,400 원

1. Summary

부동산신탁 업체에 대한 적극적 관심이 필요한 시기이다. 신탁사 주가는 4Q16 잠정실적 발표 이후 지속 상승하고 있다. 최근 신탁사 주가의 시장대비 높은 상승으로 가격 부담을 느낄 수 있지만, 1) 실적대비 여전히 싼 밸류에이션('17년 실적대비 7.2배, '18년 실적대비 5.5배), 2) 신규수주 지속 증가(차입형 YoY +33%)에 따른 높은 성장성 및 3) 시장 환경(정책·분양시장·금리환경) 변화에 따른 기회 요인 증대를 근거로 적극적인 매수 대응이 필요하다. 업체별 차등없이 한국자산신탁, 한국토지신탁을 매수 추천한다.

토지신탁 성장 배경

부동산신탁이란 부동산 소유자(위탁자)가 부동산에 대한 소유권을 신탁회사(수탁자)에 이전하고, 신탁회사는 그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 되는 방식을 의미 한다. 전통적 PF모델하 기존 PF부실 확대로 시행사 및 시공사 부도가 속출하게 된 반면 신탁재산은 독립 재산으로 별도 관리되어 시행사 부도여부와 관계없이 안정적인 사업 추진이 가능하므로 사업 안정성 확대를 위해 신탁사 중심의 사업 계약이 확대되었다.

분양물량 감소 불구, 신탁수주 급증

전국 분양물량은 '15년 52만세대에서 '16년 45만세대로 약 12% 감소하였다. '17년 연간 분양계획은 약 37만세대로 평년 대비 여전히 높은 수준이고, 연초 계획 대비 실제 분양물량이 늘어날 수 있다는 점을 감안 하더라도, 시장 상황상 전년 이상의 분양실적을 기록하기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 반면 부동산신탁은 2013년 주택시장 바닥 확인 이후 눈부신 성장을 지속했다. 전체 신탁수주는 2016년 1.1조원으로 2012년 3,362억원 대비 227% 성장했다. 특히 차입형 토지신탁 신규수주는 2015년 연간 100%가 넘는 성장을 포함해 2012년 대비 총 323% 가량 증가했다. 분양 공급 물량이 10% 이상 감소한 전년도에 차입형 토지신탁 신규수주는 5,562억원으로 전년대비 33%의 성장을 기록하여 신탁 방식 개발의 성장성을 입증했다..

절대적인 밸류에이션 매력 구간 진입, 적극적인 매수 대응 추천

'16년 하반기 이후 지속적인 가격 조정에 따라 매력적인 수준의 밸류에이션 구간에 진입했다. 상장 신탁사 합산 '16년 P/E 배수는 현재 11배 수준이나, '17년 실적 기준 7.8배, '18년 실적 기준 5.7배 수준이다. 1) 수수료 기반의 이익 구성으로 이익 성장 및 실적 가시성이 높고, 2) 시장 상황에 따른 신탁계정대이자 증가 가능성을 감안한다면 장기 실적 기준 밸류에이션은 급격히 떨어지므로 보수적 기준을 적용해도 현재 주가는 절대적으로 싼 수준이다. PBR, ROE 등의 기준으로도 상대적인 경쟁력이 있는 수준이다. 적극적인 매수 대응을 추천한다.

2. 부동산신탁 매력 부각

신탁사 매력이 부각되는 시기

부동산신탁 업체에 대한 적극적 관심이 필요한 시기이다. '16년 11·3 부동산 대책 이후 주택 분양시장 고점 논란에도 불구하고, 부동산신탁사 주가는 4Q16 실적발표 이후 지속 상승하고 있다. 최근의 신탁사 주가의 시장대비 높은 상승으로 가격 부담을 느낄 수 있지만, 1) 실적대비 여전히 쉼 밸류에이션('17년 실적(P/E) 대비 7.2배, '18년 실적대비 5.5배), 2) 신규수주 지속 증가에 따른 높은 성장성 및 3) 시장 환경(정책·분양시장·금리환경) 변화에 따른 기회 요인 증대를 근거로 적극적인 매수 대응이 필요하다. 업체별 차등없이 한국자산신탁, 한국토지신탁을 매수 추천한다.

대형건설사 대비 뒤지지 않는 밸류에이션, 실적 가시성은 더 높아

'16년 신탁사 주가 부진은 대형 건설사 대비 높은 밸류에이션이 주요 원인이었다. 하지만 현재는 주택을 영위하는 주요 건설사 밸류에이션과 동일한 수준('17년 예상 P/E 대비 평균 7.2배)으로 절대적 저평가 매력이 부각되는 시기이고, 대형 건설사 대비 양호한 신규 수주 증가(업계 전체 YoY +27.8%, 차입형 YoY + 32.7%)로 양적 성장은 최소 '19년 까지 지속 가능하고, 이익 가시성은 상대적으로 더 높다 할 수 있다. 또한 최근 시장 환경 변화(중도금 대출 규제·분양시장 둔화 등)는 오히려 신탁형 부동산 개발의 필요성을 높이는 요인이며, 분양시장에 독일수 있는 금리인상 조차도 신탁계정대이자 등 주요 수익원 이익 증가에 도움이 된다. 명확한 방향성이 없는 부동산 시장 환경에서 부동산신탁사의 매력은 더욱 커진다.

[도표 1] 한국토지신탁 주가 추이(최근 1년)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한국자산신탁 주가 추이(상장 이후~)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

3. 부동산신탁

3-1. 부동산신탁이란?

신탁의 정의

부동산신탁이란 부동산 소유자(위탁자)가 부동산에 대한 소유권을 신탁회사(수탁자)에 이전하고, 신탁회사는 그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 되는 방식을 의미 한다.

[도표 3] 신탁의 정의

신탁법 제2조

- 신탁이란 신탁을 설정하는 자(위탁자)와 신탁을 인수하는 자(수탁자)간의 신임관계에 의하여
- 위탁자가 수탁자에게 특정의 재산(영업이나 지적재산권의 일부도 포함한다)을 이전하거나
- 담보권의 설정 또는 그밖의 처분을 하고
- 수탁자로 하여금 일정한 자(수익자)의 이익 또는 특정의 목적을 위해
- 그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 되는 법률관계

자료: 교보증권 리서치센터

신탁업체 현황

신탁업은 크게 토지신탁과 비토지신탁으로 나눌수 있으며 토지신탁은 사업형태에 따라 관리형 토지신탁, 차입형 토지신탁으로, 비토지신탁은 담보/처분/관리신탁 등으로 구분된다.

국내 신탁업체는 총 11개로 이중 토지신탁을 주요 수입원으로 하는 한국토지신탁 · 한국자산신탁이 거래소에 상장되어 있다.

[도표 4] 신탁회사 현황

(단위: 억원)

구분	설립인가	납입자본	자기자본
한국토지신탁	1996-03-05	2,525	4,893
KB 부동산신탁	1996-07-12	800	2,033
한국자산신탁	2001-03-20	355	2,159
대한토지신탁	1997-12-01	750	1,655
코람코자산신탁	2001-10-24	100	1,389
하나자산신탁	2004-02-27	100	1,051
생보부동산신탁	1998-11-04	100	761
아시아신탁	2007-08-24	100	380
국제신탁	2007-11-09	153	369
코리아신탁	2009-04-27	110	239
무궁화신탁	2009-08-26	106	182

자료: 교보증권 리서치센터

3-2. 토지신탁 성장 배경

3-2-1. 전통적 PF 모델

전통적 PF 분양사업 모델

전통적 토지개발 사업은 신탁사의 활용없이 시행사-시공사-금융기관-수분양자의 관계로 진행되었다. 시행사가 저축은행 등을 통해 브릿지론을 일으켜 토지를 일부 매입한 이후 시공사의 PF 지급보증을 바탕으로 금융기관에 PF대출을 일으켜 사업용지를 확보하고, 분양을 통한 순차적 자금 마련으로 건설사에 도급금액 지급 및 금융기관에 대출 상환을 하는 방식이다.

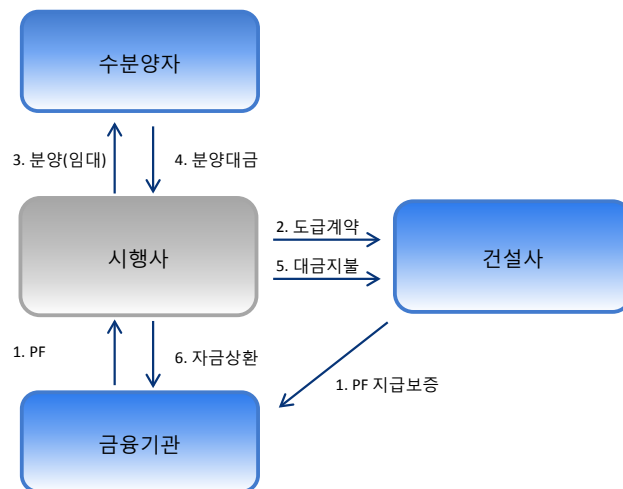
전통적 PF 모델의 장점

전통적 PF 사업모델의 장점은 시행사의 시행이익 및 시공사의 도급 마진이 높다는 점이다. 지리·교통 등 사업성이 높은 용지에서는 현재에도 많이 쓰이고 있는 방법이며, 건설사가 좋은 사업용지를 확보하고 있는 경우 자체사업으로 개발해 시행이익/시공이익을 함께 누릴 수 있는 고마진 사업 모델이다.

전통적 PF 모델의 단점

일반적으로 전통적 PF 모델의 최대 리스크는 시행사의 재무가 열악한 경우이다. 사업장 하나에서의 최대 리스크는 미분양인데, 시행사가 여러 지역에 개발사업을 진행하는 경우 본 사업지와 상관없는 미분양으로도 시행사는 도산할 수 있다. 시행사 채권단의 토지압류로 사업진행이 불가능한 경우가 발생되면 미착공PF 즉 부실PF가 발생되고 PF 지급보증에 따른 건설사 무한 책임으로 사업진행 불가의 경우에도 금융비용을 지급해야 하므로 건설사 부실이 확대된다.

[도표 5] 전통적 PF 사업 모델



자료: 교보증권 리서치센터

3-2-2. 관리형 토지신탁

관리형 토지신탁 대두

전통적 PF모델하 기존 PF부실 확대로 시행사 및 시공사 부도가 속출하게 되고, 건설사들도 기존 PF 사업을 기피하게 된다. 이후 토지 개발 사업의 안정성 확대를 위해 중소·지방 건설사를 중심으로 신탁사 연계형 토지 개발이 확대되었다.

관리형 토지신탁

관리형 토지신탁은 시행사의 자금모집은 동일하나 신탁회사가 분양대금 수취 등 분양 제반 업무 관리를 맡게된다. 위탁자(시행사) 부도시 신탁사가 시행사 역할을 하게 되며, 신탁재산은 독립 재산으로 별도 관리되므로 시행사 부도여부와 관계없이 안정적인 사업 추진이 가능하다. 신탁 수수료는 총 사업비의 약 0.4% 수준이며, 건설사 입장에서 신탁수수료에 따른 도급 마진 축소 불구, 기존 PF 사업대비 안정적 사업 진행으로 기존 PF 사업대비 선호된다.

[도표 6] 신탁 재산의 보호

신탁법 제 22조(강제집행등의 금지)

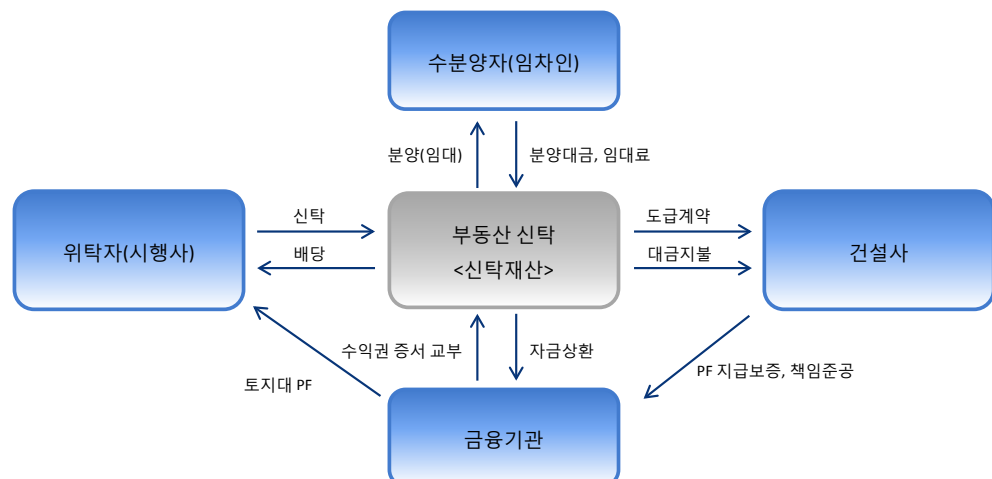
- 신탁재산에 대하여는 강제집행, 담보권 실행 등을 위한 경매, 보전처분 또는 국세 등 체납처분을 할 수 없다. 다만 신탁 전의 원인으로 발생한 권리 또는 신탁사무 처리상 발생한 권리에 기인한 경우에는 그러하지 아니하다

신탁법 제 46~48조(비용상환 청구권 등)

- 신탁회사의 신탁사무처리비용과 신탁보수는 신탁재산에서 최우선 변제받을 권리 규정

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 관리형 토지신탁 구조



자료: 교보증권 리서치센터

3-2-3. 차입형 토지신탁

차입형 토지신탁

차입형 토지신탁이란, 부동산 개발 노하우나 자금이 부족한 토지소유자가 공신력있는 신탁사에 토지를 위탁하면 신탁사는 자금 및 개발경험을 바탕으로 토지를 효율적으로 이용할 수 있는 방안을 마련하여 개발에 필요한 자금, 공사발주, 관리 및 운영 등을 대신하고 발생한 수익을 토지소유자에 돌려 주는 제도이다.

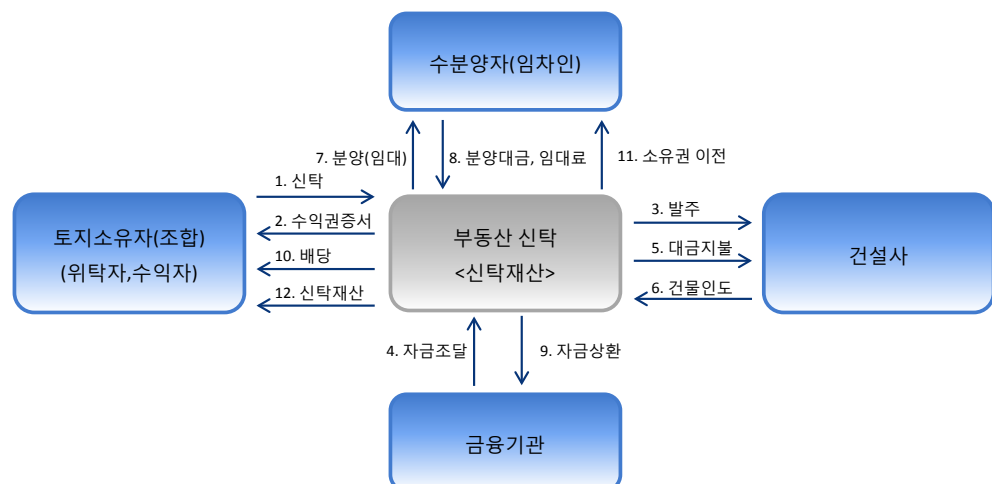
신탁사 => 시행사 역할, 기존보다 높아진 신탁 수수료

아래 표(도표8)에서 보는 것처럼 차입형 토지신탁 구조는 토지소유자 부분을 제외 시 시행사가 신탁사로 변경된 모습으로 전통적 PF 사업모델과 거의 흡사하다. 하지만 일반적인 시행사와 달리 신탁사의 경우 높은 신용도로 자금 조달시 건설사 PF 지급 보증이 불필요하며, 신탁사의 입장에서도 시행사 역할을 대체하므로 기존 관리형 토지신탁 대비 10배 가량 높은 총 분양외형의 4.0~4.5% 수준의 높은 수수료율을 확보할 수 있다. 뿐만 아니라 분양 결과 등 사업장 현금흐름 불일치시 고유계정에서 사업현장 신탁계정으로 대출을 통한 이자 수익이 발생하여 신탁사 이익 극대화가 가능하다. 건설사의 경우는 PF 지급보증 리스크를 회피하고, 단순도급 마진만을 취해 사업 안정성을 높일 수 있다.

차입형 토지신탁 -> 2013년 주택시장 턴어라운드 이후 고속 성장

차입형 토지신탁은 수익성이 높은 반면 자금 조달 능력 등의 진입장벽이 있어 한국토지신탁, 한국자산신탁 등 자금여력이 있는 일부 신탁사들 위주로 발전했고, 2013년 주택시장 턴어라운드 이후 고속 성장하였다.

[도표 8] 차입형 토지신탁 구조



자료: 교보증권 리서치센터

4. 부동산신탁 현황

신탁 방식 개발사업 수요 급증

앞서 살펴본 바와 같이 토지신탁 부각의 주요 원인은 전통적 개발 사업의 리스크 회피이다. 현재와 같이 분양시장에 대한 불확실성이 커진 시기에는 반대로 신탁방식 개발 사업에 대한 수요가 커질 수 있다. 실제 전년 분양물량 감소에도 불구하고, 신탁 방식 수주의 주택 시장 관여는 크게 높아져 차입형·관리형 토지신탁 관여 프로젝트는 '16년 기준 25조원(총 사업규모 기준)을 넘어선 것으로 추정된다.

분양물량 감소 불구, 신탁수주 급증

전국 분양물량은 '15년 52만세대에서 '16년 45만세대로 약 12% 감소하였다. '17년 연간 분양계획은 약 37만세대로 평년 대비 여전히 높은 수준이고, 연초 계획 대비 실제 분양물량이 늘어날 수 있다는 점을 감안 하더라도, 시장 상황상 전년 이상의 분양실적을 기록하기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 반면 부동산신탁은 2013년 주택시장 바닥 확인 이후 눈부신 성장을 지속했다. 전체 신탁수주는 2016년 1.1조원으로 2012년 3,362억원 대비 227% 성장했다. 특히 차입형 토지신탁 신규수주는 2015년 연간 100%가 넘는 성장을 포함해 2012년 대비 총 323% 가량 증가했다. 분양 공급 물량이 10% 이상 감소한 전년도에도 차입형 토지신탁 신규수주는 5,562억원으로 전년대비 33%의 성장을 기록하여 신탁 방식 개발의 성장성을 입증했다.

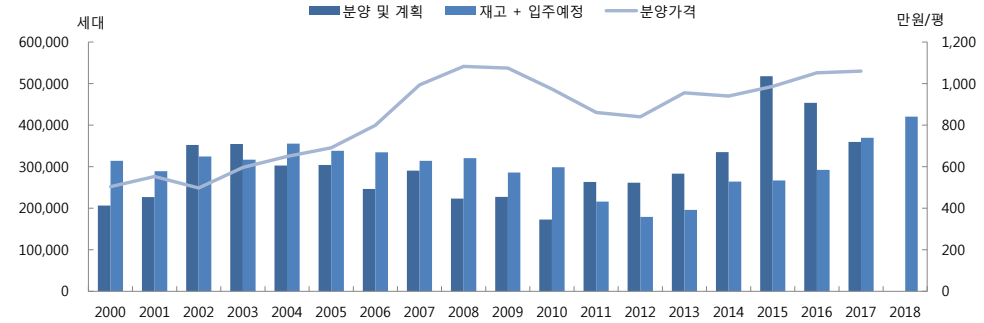
미입주 사태 발생 등 분양시장 경착륙 가능성은 높지 않아

신탁 방식 개발이 전통적 PF 모델 대비 상대적으로 안전하지만, 미입주 사태 재발 등으로 부동산 시장이 붕괴한다면 신탁사도 위험에서 자유로울 수는 없다. 하지만 '17년(38만세대)~'18년(42만세대) 2000년 이후 최대 입주물량 예정에도 불구하고 미입주 사태는 벌어지지 않을 것이라 판단한다. 그 이유는 1) 2010년 이후 지속적인 과소공급<연평균 8.4만세대, 누적 37만세대 공급부족>, 2) 서울 등 주요 지역 재건축 위주 공급에 따른 멸실수요 발생에 따른 공급부족 가속화 및 3) 2014년 이후 지속적인 주택 가격 상승이다.

애매한 시장 상황이 신탁사 투자에 호기

부동산 시장 경착륙이 없다면 현재의 시장 상황(청약경쟁률이 낮아지고, 중도금 대출이 힘들어지는 등)은 사업 진행의 안정성을 위해 신탁 방식 개발 수요가 더 각광받을 수 있는 여건을 만들어 준다. 또한 미 금리인상에 따른 대출금리 상승 역시 신탁계정대이자 수익이 커질 수 있는 개연성이 높아진다(분양시장 활황기, 사업현장 현금 흐름이 좋은 시기에 계정대이자 감소). 현재 시점은 1) 기존 다량의 수주잔고에 따른 성장성이 보장되고, 2) 시장 불확실성으로 신탁 수요가 확대 되며, 3) 정책, 매크로 등의 상황에 따른 추가 수익 확보가 기대되는 신탁사에 투자하기에 가장 적절한 시기이다.

[도표 9] 주택 분양 + 계획 물량 Vs 입주 + 입주 예정 물량



자료: REPS, 교보증권 리서치센터

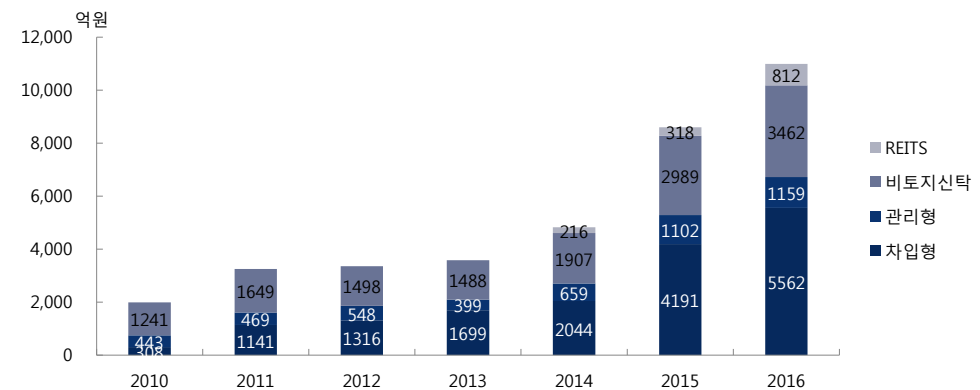
[도표 10] 유형별 신탁 수주 추이

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
차입형	308	1,141	1,316	1,699	2,044	4,191	5,562
YoY(%)		270.5	15.3	29.1	20.3	105.0	32.7
관리형	443	469	548	399	659	1,102	1,159
YoY(%)		5.9	16.8	-27.2	65.2	67.2	5.2
비토지신탁	1,241	1,649	1,498	1,488	1,907	2,989	3,462
YoY(%)		32.9	-9.2	-0.7	28.2	56.7	15.8
REITS					216	318	812
YoY(%)						47.2	155.3
합계	1,992	3,259	3,362	3,586	4,826	8,600	10,995
YoY(%)		63.6	3.2	6.7	34.6	78.2	27.8

자료: 금융투자협회, 한국자신탁, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 유형별 신탁 수주 추이



자료: 한국자신탁, 교보증권 리서치센터

5. Valuation

밸류에이션

신탁사는 현재 수주잔고를 바탕으로 한 장기 실적 성장성/가시성이 매우 높고, 재정비사업·리츠사업·뉴스테이 진출/확대로 향후 주가 모멘텀 역시 충분하다. 또한 '16년 하반기 이후 지속적인 가격 조정에 따라 매력적인 수준의 밸류에이션 구간에 진입했다.

현재 블룸버그 추정 '17년 이익기준 대형건설사와 주요 신탁사는 P/E 기준 유사하거나 오히려 더 낮은 수준을 보이고 있고, 당사는 신탁사에 대해 대형 건설사와 동일 잣대로 평가하는 것이 적절하다고 판단한다. 물론 신탁사가 1) 수수료 수취의 안정성, 2) 분양률 하락시 신탁계정대 이자 수익을 통한 이익 극대화 및 3) 사업 위기 시 이익 회수 가능성(사업 손실 위탁자 선부담) 등에서 장기적으로 건설사 대비 강점이 있는 것도 사실이지만, 현재 시점에서 추가 배수를 생각하지 않아도 될 만큼 충분한 가격 매력이 있다.

현재 주가는 대형 건설사와 동일 잣대로 비교해도 매력이 있는 수준이다. 상장 신탁사 합산 '16년 P/E 배수는 현재 11배 수준이나, '17년 실적 기준 7.8배, '18년 실적기준 5.7배 수준이다. 1) 수수료 기반의 이익 구성으로 이익 성장 및 실적 가시성이 높고, 2) 시장 상황에 따른 신탁계정대이자 증가 가능성을 감안한다면 장기 실적 기준 밸류에이션은 급격히 떨어지므로 보수적 기준을 적용해도 현재 주가는 절대적으로 싼 수준이다. PBR, ROE 등의 기준으로도 상대적으로 경쟁력이 있는 수준이다.

[도표 12] Valuation

(단위: 배, %)

	PER			PBR			ROE			EV/EBITDA		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
현대건설	8.65	12.03	9.63	0.55	0.88	0.80	6.53	7.56	8.74	3.30	4.81	4.51
대우건설	16.05	21.73	7.85	0.83	0.89	1.03	5.31	4.24	14.38	7.48	9.44	6.23
대림산업	12.54	8.70	7.42	0.54	0.67	0.61	4.37	7.70	8.34	9.02	7.30	6.84
현대산업개발	13.17	9.18	7.64	1.21	1.19	1.05	9.55	13.89	14.83	7.17	4.65	4.26
GS 건설	54.41	65.47	9.90	0.42	0.64	0.60	0.77	1.25	6.54	24.42	14.37	7.21
한국토지신탁	10.18	9.58	7.94	1.43	1.43	1.22	14.92	15.49	16.23	8.46	8.18	7.12
한국자산신탁	-	11.99	7.64	-	2.52	1.70	20.56	18.60	19.28	8.80	9.10	7.10

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

한국자산신탁 123890

Mar 07, 2017

감당할 수 없는 성장성

Buy 유지
TP 14,000 원 유지

Company Data

현재가(03/06)	9,060 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	10,500 원
52 주 최저가(보통주)	7,240 원
KOSPI (03/06)	2,081.4p
KOSDAQ (03/06)	604.1p
자본금	367 억원
시가총액	7,701 억원
외국인지분(보통주)	3.2%
주요주주	
(주)MDM(외 1인)	53.23%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.7	15.1	
상대주가	13.4	14.2	

투자의견 '매수', 목표주가 14,000원 유지. 적극적인 매수 대응 필요

한국자산신탁에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 14,000원 유지. 당사는 '13년 이후 차입형 토지신탁 중심으로 가장 두드러진 성장을 보이고 있음. 최근 주가 상승으로 상장 당 시 주가 수준 회복, 1) 국내 유일 수직 계열화가 완성된 신탁업체, 2) 급격한 수주 증가에 따른 업계 최고 수준의 매출액/이익 성장 예상 및 3) 차입형 토지신탁 사업지 이익 증가에 우호적인 시장 상황이 지속되고 있다는 점에서 성장성 및 이익 가시성이 매우 높은 수준. 현재 주가는 '17년 P/E 기준 7.1배 수준으로 절대적 저평가 구간 적극적인 매수 대응 필요.

2016년 영업이익 962억원(YoY +64.7%), 폭발적인 성장 지속

2016년 영업수익 1,365억원(YoY +43.1%), 영업이익 962억원(YoY +64.7%), 2013년 이후 급증한 신규수주('14년 884억원, '15년 1,726억원<YoY +95.2%>) 매출 가속화에 따른 영업이익 급증으로 시장 예상치 및 당사추정치 850억원 초과 달성. '16년 신탁 신규수주 2,270억원(YoY +31.5%), 차입형 1,792억원(YoY +41.3%) 달성으로 현재 수준의 수주잔고로만 2018년 까지 매년 30%대의 높은 영업이익 증가가 예상됨.

2017년 영업이익 1,410억원(YoY +46.4%), 신규수주 급증에 따른 추정치 상향

2017년 영업수익 1,845억원(YoY +35.2%), 영업이익 1,410억원(YoY +46.4%), 영업이익 기준 추정치 대비 15% 상향. 신탁업에 우호적인 시장 환경속 지속적인 차입형 토지 신탁 신규 수주 증가에 따라 기존 추정치를 상향함. 2017년은 2015년~2016년 급증한 신규수주의 매출이 본격화 되는 시기, 수수료의 진행을 기준 인식으로 이익 성장성 및 가시성이 매우 높음. 현재 주가는 '17년 P/E 기준 7.1배, '18년 P/E 기준 5.3배 수준으로 절대적인 밸류에이션 매력 구간. 적극적인 매수 대응 추천.



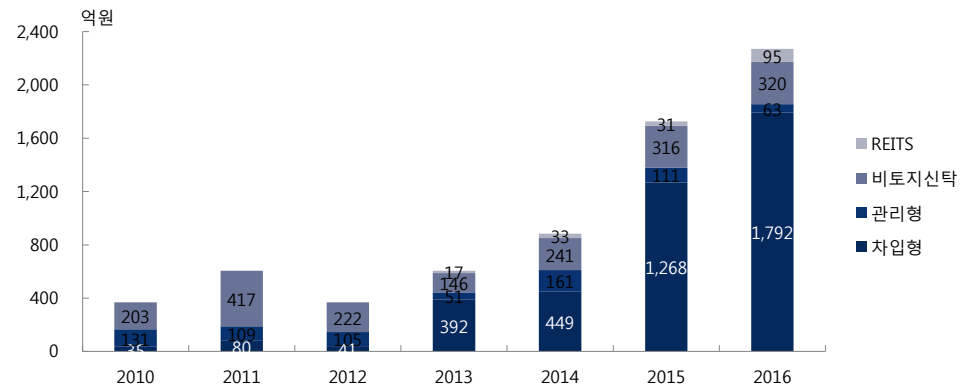
건설/지주 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업수익	68	95	136	185	234
YoY	68.4%	40.4%	43.0%	35.2%	27.0%
영업이익	34	58	96	141	188
순이익	24	42	73	106	142
EPS(원)	441	592	857	1,248	1,669
YoY	0.0%	34.2%	44.8%	45.6%	33.7%
BPS(원)	2,543	3,141	3,358	4,126	5,116
YoY	0.0%	23.5%	6.9%	22.9%	24.0%
PER(배)	0.0	0.0	10.4	7.1	5.3
PBR(배)	0.0	0.0	2.5	1.8	1.4
ROE(%)	14.8	20.4	27.1	29.7	29.5

[도표 13] 한국자산신탁 신규수주 추이



자료: 한국자산신탁, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 추정치 변경

(단위: 십억원)

12 월결산(십억원)	변경전		변경후	
	2017F	2018F	2017F	2018F
영업수익	163	219	185	234
YoY	34.0%	34.2%	35.2%	27.0%
영업이익	122	176	141	188
순이익	92	132	106	142
EPS(원)	1,078	1,556	1,248	1,669

자료: 교보증권 리서치센터

[한국자산신탁 123890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업수익	68.0	95.4	136.5	184.5	234.4
이자수익	12.7	18.1	27.9	32.1	38.5
수수료수익	50.9	65.6	104.5	146.5	189.3
기타	4.2	9.8	4.1	6.0	6.6
영업비용	34.4	37.0	40.2	43.7	46.6
이자비용	1.5	2.0	1.4	1.4	1.4
판매비와 관리비	20.5	30.2	27.4	29.4	32.1
증권평가 및 처분손실	6.3	4.0	2.5	3.4	2.6
기타 영업외비용	0.0	0.8	8.9	9.4	10.6
영업이익	33.5	58.4	96.2	140.9	187.7
영업외 수익	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
영업외 비용	2.3	1.6	0.4	1.4	1.2
세전이익	31.4	56.9	96.0	139.6	186.7
법인세 비용	7.6	14.7	23.2	33.5	44.8
당기순이익	23.8	42.2	72.8	106.1	141.9
지배주주순이익	23.8	42.3	72.8	106.1	141.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산총계	285.4	350.7	434.9	554.9	713.6
유동자산	44.4	63.4	104.1	191.0	320.7
현금및현금성자산	18.4	35.6	74.9	160.3	288.4
기타유동자산	25.9	27.9	29.3	30.7	32.3
기타금융유동자산	147.1	214.6	257.5	278.1	292.1
비유동자산	93.9	72.7	73.2	85.8	100.9
유형자산	0.9	1.4	1.7	2.0	2.4
투자자산	81.5	50.2	60.3	72.3	86.8
기타비유동자산	11.5	11.0	11.3	11.5	11.7
부채총계	104.8	117.0	130.7	146.1	164.5
유동부채	52.8	76.8	90.4	106.5	125.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
선수금	25.3	42.1	50.5	60.6	72.7
기타유동부채	27.5	34.7	39.9	45.9	52.8
비유동부채	52.0	40.2	40.3	39.7	39.0
사채	58	101	176	179	182
장기차입금	50.9	38.8	38.8	38.0	37.3
기타비유동부채	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7
자본총계	180.6	233.7	304.1	410.2	552.1
자배주주지분	180.6	230.8	304.1	410.2	552.1
자본금	35.5	36.7	36.7	36.7	36.7
자본잉여금	10.8	19.9	19.9	19.9	19.9
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금(결손금)	134.3	174.6	247.5	353.6	495.5
비자배주주지분	0.0	2.9	2.9	2.9	2.9

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	441	592	857	1,248	1,669
BPS	2,543	3,141	3,358	4,126	5,116
DPS	0	0	200	200	200
주가지표(배)					
PER	0.0	0.0	10.6	7.3	5.4
PBR	0.0	0.0	2.5	1.9	1.4
EV/EBITDA	0.0	0.0	7.6	4.6	2.8
재무비율(%)					
ROE	14.8	20.4	27.1	29.7	29.5
ROA	9.4	13.3	18.5	21.4	22.4
부채비율	58.0	50.1	43.0	35.6	29.8

자료: 한국자산신탁, 교보증권 리서치센터

Growth Rate

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산증가율	0.0	14.7	28.5	22.9	21.3
자기자본증가율	0.0	11.5	28.9	29.4	26.0
영업수익증가율	0.0	-1.1	68.4	40.4	27.6
판매비증가율	16.9	47.6	8.0	7.0	9.0
영업이익증가율	2.5	78.2	74.2	45.2	43.2
세전이익증가율	75.9	81.4	46.4	43.8	20.9
순이익증가율	73.1	77.8	49.5	43.8	20.9
EPS 증가율	0.0	5.0	-91.4	34.2	25.7
BPS 증가율	0.0	11.5	-2.2	23.5	6.9
DPS 증가율	0.0	0.0	0.0		0.0

한국토지신탁 034830

Mar 07, 2017

안정적 성장 지속

Buy 유지
TP 4,400 원 상향

Company Data

현재가(03/06)	3,175 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	4,115 원
52 주 최저가(보통주)	2,610 원
KOSPI (03/06)	2081.4p
KOSDAQ (03/06)	604.1p
자본금	2524.9
시가총액	8016.5
외국인지분(보통주)	4.7%
주요주주	
리딩밸류 2 호사모투자신탁	37.56%
KB자산운용	13.83%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.4	6.2	-12.7
상대주가	12.2	5.2	-19.0

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 4,400원으로 상향

한국토지신탁에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 4,400원으로 상향. 목표주가 상향은 실적 추정치 변경에 따른. 목표주가는 2017년말 EPS 대비 목표배수 10배를 적용. 현재주가는 대형건설사와 비교시에도 높지 않은 수준. 1) 주택 경기 호조하 신탁 수주 지속 증가, 2) 기존 수주잔고 매출 인식 증대에 따른 이익 성장 지속 및 3) 재건축, 뉴스테이 등 장기 성장 모멘텀 확보로 동사의 실적개선은 장기 지속 가능성이 높음. 매수 추천.

2016년 영업이익 1,140억원(YoY +28.1%), 이익성장 지속

2016년 영업수익 1,780억원(YoY +28.6%), 영업이익 1,140억원(YoY +28.1%), 2014~2015년 급증한 신규수주('14년 1,057억원, '15년 1,704억원) 매출 가속화로 영업이익 급증. 시장 예상치 및 당사 추정치 대비(8.5%) 추가 이익 발생. '16년 신탁 신규수주 1,760억원(YoY +3.4%)로 분양시장 외형적 축소 불구, 수주 성장 달성으로 꾸준한 이익 성장 기대됨.

2017년 영업이익 1,430억원(YoY +25.2%), 추정치 상향

2017년 영업수익 2,107억원(YoY +18.4%), 영업이익 1,430억원(YoY +25.1%), 영업이익 기존 추정치 대비 13% 상향. 신탁업에 우호적인 시장 환경속 지속적인 차입형 토지 신탁 신규 수주 증가에 따라 기존 추정치를 상향함. 2017년은 2015년~2016년 급증한 신규수주의 매출이 본격화 되는 시기, 수수료의 진행을 기준 인식으로 이익 성장성 및 가시성이 매우 높음. 현재 주가는 '17년 P/E 기준 7.3배, '18년 P/E 기준 6.2배 수준으로 절대적인 밸류에이션 매력 구간. 적극적인 매수 대응 추천. 분양시장 일부 위축 발생시 신탁계정대 이자로 추가 수익 발생 기대. 분양시장 급랭으로 미분양이 속출하는 경우를 제외하면, 수주잔고의 진행률기준 매출인식과 평균 인식기간 4년 감안시 2017~2018년 영업이익의 증가 폭은 더욱 확대될 예상. 매수 추천.



건설/지주 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업수익	143	138	178	211	242
YoY	-13.6%	-3.4%	28.6%	18.4%	14.9%
영업이익	81	89	114	143	168
순이익	60	68	86	108	127
EPS(원)	244	278	350	441	518
YoY	15.7%	13.9%	25.9%	25.9%	17.6%
BPS(원)	1,745	1,982	2,110	2,664	3,287
YoY	14.6%	13.6%	6.4%	26.3%	23.4%
PER(배)	16.2	16.6	9.2	7.3	6.2
PBR(배)	2.1	1.4	1.4	1.2	1.0
ROE(%)	14.7	14.9	16.2	17.2	17.1

[한국토지신탁 034830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업수익	143.3	138.5	178.0	210.7	242.0
이자수익	52.6	31.9	32.0	38.4	46.1
수수료수익	80.2	97.4	131.0	160.7	184.0
기타	10.5	9.2	15.0	11.6	11.9
영업비용	62.5	49.5	64.0	68.0	74.4
이자비용	2.7	1.3	5.9	6.1	6.6
판매비와 관리비	32.0	34.3	37.0	39.6	43.2
증권평가 및 처분손실	2.1	0.3	0.7	0.8	0.5
기타 영업외비용	25.7	13.6	20.3	21.5	24.1
영업이익	80.8	89.0	114.0	142.7	167.6
영업외 수익	0.8	1.8	3.3	2.0	2.3
영업외 비용	1.4	1.2	4.2	2.2	2.5
세전이익	80.3	89.6	113.1	142.4	167.5
법인세 비용	20.3	21.5	27.3	34.3	40.4
당기순이익	59.9	68.2	85.8	108.1	127.1
지배주주순이익	59.8	68.2	85.8	108.1	127.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산총계	517.5	653.4	806.2	929.7	1085.5
유동자산	77.6	78.5	124.2	192.0	306.8
현금및현금성자산	32.1	23.0	66.0	130.9	242.6
기타유동자산	45.5	55.4	58.2	61.1	64.2
기타금융유동자산	382.7	505.4	606.5	655.0	687.7
비유동자산	57.2	69.6	75.6	82.7	91.0
유형자산	0.5	0.8	0.9	1.1	1.4
투자자산	12.9	25.0	30.0	36.0	43.2
기타비유동자산	43.8	43.8	44.7	45.6	46.5
부채총계	86.8	167.2	233.0	248.3	277.1
유동부채	41.6	54.5	63.9	75.1	88.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
선수금	21.1	26.5	31.8	38.1	45.8
기타유동부채	20.5	28.0	32.2	37.0	42.5
비유동부채	45.2	112.8	169.0	173.1	188.8
사채	58	101	176	179	182
장기차입금	2.4	75.5	60.0	54.0	48.6
기타비유동부채	12.8	17.3	19.0	20.1	21.4
자본총계	430.7	486.2	573.3	681.4	808.5
지배주주지분	428.0	486.2	573.3	681.4	808.5
자본금	252.5	252.5	252.5	252.5	252.5
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
기타자본	-12.1	-12.1	-12.1	-12.1	-12.1
이익잉여금(결손금)	182.4	240.7	326.6	434.7	561.8
비지배주주지분	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	244	278	350	441	518
BPS	1745	1982	2110	2664	3287
DPS	40	60	75	80	90
주가지표(배)					
PER	16.2	16.6	9.3	7.4	6.3
PBR	2.1	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.6	8.8	7.9	5.9	4.5
재무비율(%)					
ROE	14.7	14.9	16.2	17.2	17.1
ROA	11.2	11.7	11.8	12.5	12.6
부채비율	20.1	34.4	40.6	36.4	34.3

자료: 한국토지신탁, 교보증권 리서치센터

Growth Rate

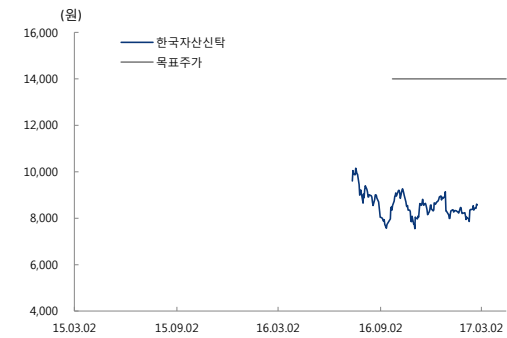
단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산증가율	-7.0	26.3	23.4	15.3	16.8
자기자본증가율	12.4	12.9	17.9	18.9	18.7
영업수익증가율	18.1	11.7	28.6	18.4	14.9
판매비증가율	14.4	7.2	8.0	7.0	9.0
영업이익증가율	14.0	19.4	10.2	28.1	25.1
세전이익증가율	18.1	11.7	26.2	25.9	17.6
순이익증가율	15.8	14.0	25.9	25.9	17.6
EPS 증가율	15.7	13.9	25.9	25.9	17.6
BPS 증가율	14.6	13.6	6.4	26.3	23.4

부동산신탁

부동산신탁 매력이 돋보이는 시기

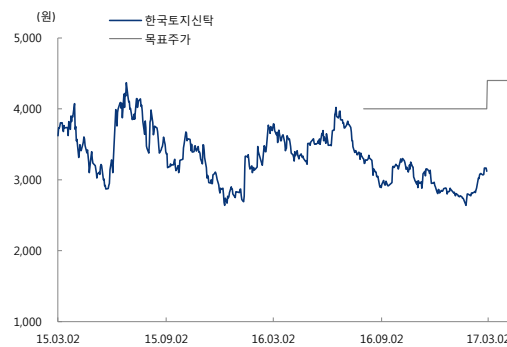
한국자산신탁 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2016.09.27	매수	14,000			
2017.03.07	매수	14,000			

한국토지신탁 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2016.08.02	매수	4,000			
2017.03.07	매수	4,400			

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2016.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	92.9	5.5	1.6	0.0

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하