

# 한국자산신탁 (123890)

## 다시 살 때 되었다.

### 신탁사 추가인가 악재로 주가하락 과도한 수준

올 초부터 부동산신탁업에 대한 추가인가 소식이 금융위원회 회를 통해서 발표되면서 경쟁심화 우려로 한국자산신탁, 한국토지신탁 등 신탁사 주가가 연초 대비 각각 31.8%, 11.1%하락하는 등 낙폭이 컸다. 한국자산신탁의 경우 2018년 1분기 실적에서 영업이익 324억원으로 전년비 12.3% 감소하며 실적도 영향을 미쳤지만, 주가는 추가 신탁사 인가에 더 민감하게 반영하여왔다. 그러나, 현 시점에서 한국자산신탁의 주가 수준은 과도하게 하락한 상태라 오히려 신규매수를 할 필요가 있다.

### 신탁실적은 안정적, 정비사업은 점차 구체화될 것

차입형 토지신탁은 개발사업에 적용되고, 신도시 공급감소 우려로 신탁사 업황에 대한 우려는 장기적으로 작용해왔다. 이에, 도시정비를 중심으로 한토신/한자신이 대응해왔으나 정비사업 특성상 절차사업과 정비사업규제강화에 따른 정비사업Outlook 우려로 지속해서 멀티플 하락이 발생했다.

그러나, 신탁사의 정비시장 진출은 지속해서 수주가 증가중인 상황이고, 절차사업 단계를 밟으며 실제로는 성장 중이다. 한자신의 경우 여의도시범아파트 사업에서 여러 우여곡절을 거쳐, 종전의 추진위원회와 신탁사라는 두 개의 주체간 상생구조를 확립했고 타 사업장에도 적용했다. 시간의 문제일 뿐 정비사업에서 신탁사 성장은 필연적이다.

### TP 하향 하나, 지금은 사자

한국자산신탁의 2Q18 실적은 영업수익 534억으로 전년비 4.5% 증가하고, 영업이익은 392억원으로 전년비 4.1% 감소 전망한다. 이익은 현 수준에서 안정화 될 전망이고 현 수준 PER은 3.4배로 더 하락하기도 어려운 수준이 되었다. TP는 종전의 13,200원에서 신규 10,200원(EPS\*7배)으로 하향 조정하지만, 악재와センチ먼트가 바닥인 만큼 이런 시점이 투자수익을 올리기 좋은 시기가 아닐까, 한자신/한토신 신탁회사를 다시 매수할 시점이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 10,200원(하향) | CP(6월 21일): 4,895원

#### Key Data

|                  |                      |
|------------------|----------------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,337.83             |
| 52주 최고/최저(원)     | 9,476/4,895          |
| 시가총액(십억원)        | 502.9                |
| 시가총액비중(%)        | 0.04                 |
| 발행주식수(천주)        | 102,739.9            |
| 60일 평균 거래대금(천주)  | 225.5                |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 1.3                  |
| 18년 배당금(예상, 원)   | 0                    |
| 18년 배당수익률(예상, %) | N/A                  |
| 외국인지분율(%)        | 7.02                 |
| 주요주주 지분율(%)      |                      |
| 엠디엠 외 5인         | 53.31                |
| 한화자산운용 외 2인      | 7.72                 |
| 주요상승률            | 1M 6M 12M            |
| 절대               | (18.0) (33.7) (42.4) |
| 상대               | (13.5) (31.1) (41.9) |

#### Consensus Data

|           | 2018  | 2019  |
|-----------|-------|-------|
| 매출액(십억원)  | 238.3 | 267.8 |
| 영업이익(십억원) | 166.5 | 193.5 |
| 순이익(십억원)  | 126.8 | 147.5 |
| EPS(원)    | 1,236 | 1,436 |
| BPS(원)    | 6,094 | 7,960 |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F | 2020F  |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 136.5 | 222.5 | 222.4 | 230.1 | 239.0  |
| 영업이익      | 십억원 | 96.2  | 166.8 | 163.3 | 168.4 | 174.7  |
| 세전이익      | 십억원 | 96.0  | 166.7 | 162.6 | 167.7 | 174.1  |
| 순이익       | 십억원 | 73.2  | 126.7 | 123.3 | 127.1 | 131.9  |
| EPS       | 원   | 860   | 1,477 | 1,450 | 1,496 | 1,552  |
| 증감률       | %   | 49.4  | 71.6  | (1.8) | 3.2   | 3.8    |
| PER       | 배   | 5.79  | 3.37  | 3.43  | 3.33  | 3.21   |
| PBR       | 배   | 0.88  | 0.71  | 0.60  | 0.51  | 0.45   |
| EV/EBITDA | 배   | 8.67  | 5.69  | 4.47  | 4.47  | 4.47   |
| ROE       | %   | 17.54 | 24.42 | 20.12 | 17.80 | 16.09  |
| BPS       | 원   | 5,674 | 6,994 | 8,336 | 9,720 | 11,157 |
| DPS       | 원   | 200   | 250   | 300   | 300   | 300    |



Analyst **채상욱**  
02-3771-7269  
swchae@hanafn.com

RA **윤승연**  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

한국자산신탁 2분기 영업이익은 392억원으로 전년비 4.1% 감소 전망

한국자산신탁의 2Q18 실적은 영업수익 534억으로 전년비 4.5% 증가하고, 영업이익은 392억원으로 전년비 4.1% 감소 전망이다. 이익은 현 수준에서 안정화 될 전망이고 현 수준 PER은 3.4배로 더 하락하기도 어려운 수준이다. TP는 종전의 13,200원에서 신규 10,200원(EPS\*7배)으로 하향 조정하지만, 악재와センチ먼트가 바닥만큼 이런 시점이 투자수익을 올리기 좋은 시기라 판단한다.

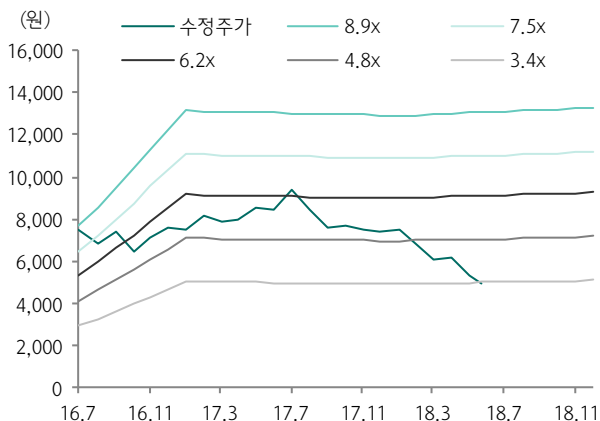
표 1. 분기실적 상세

(단위: 십억원, %, %p)

| 구분                | 2016         | 2017         | 2018F        | 1Q17        | 2Q17        | 3Q17        | 4Q17        | 1Q18        | 2Q18F       | 3Q18F       | 4Q18F       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>1. 영업수익</b>    | <b>136.5</b> | <b>222.5</b> | <b>222.4</b> | <b>48.6</b> | <b>51.1</b> | <b>58.2</b> | <b>64.6</b> | <b>51.3</b> | <b>53.4</b> | <b>57.8</b> | <b>64.5</b> |
| yoy gorwth        | 100.9%       | 63.0%        | 0.0%         | 82.2%       | 58.8%       | 62.4%       | 54.5%       | 5.6%        | 4.5%        | -0.7%       | -0.1%       |
| (1) 수수료 수익        | 104.5        | 159.9        | 170.7        | 37.7        | 38.9        | 38.8        | 44.5        | 33.7        | 41.0        | 44.4        | 49.5        |
| (2) 유가증권 및 처분이익   | 2.2          | 12.4         | 2.0          | 0.3         | 1.3         | 6.0         | 5.0         | 0.8         | 0.5         | 0.5         | 0.6         |
| (3) 이자수익          | 27.9         | 45.8         | 46.8         | 9.6         | 10.2        | 12.4        | 13.7        | 15.9        | 11.2        | 12.2        | 13.6        |
| (4) 기타영업수익        | 1.9          | 4.4          | 3.0          | 1.1         | 0.8         | 1.0         | 1.5         | 0.9         | 0.7         | 0.8         | 0.9         |
| <b>2. 영업비용</b>    | <b>40.3</b>  | <b>55.7</b>  | <b>59.1</b>  | <b>11.7</b> | <b>10.2</b> | <b>18.6</b> | <b>15.2</b> | <b>18.9</b> | <b>14.2</b> | <b>15.4</b> | <b>10.6</b> |
| (1) 증권평가 및 처분손실   | 2.6          | 1.3          | 1.4          | 0.0         | 0.1         | 0.3         | 1.0         | 0.4         | 0.3         | 0.4         | 0.4         |
| (2) 이자비용          | 2.0          | 3.9          | 4.9          | 0.6         | 0.7         | 1.3         | 1.2         | 1.6         | 1.2         | 1.3         | 0.8         |
| (3) 일반관리비         | 27.4         | 36.9         | 38.7         | 9.0         | 9.2         | 9.2         | 9.5         | 8.7         | 9.3         | 10.1        | 10.6        |
| (4) 기타의 영업비용      | 8.3          | 13.6         | 14.1         | 2.1         | 0.2         | 7.9         | 3.5         | 8.2         | 3.4         | 3.7         | -1.2        |
| <b>3. 영업이익</b>    | <b>96.2</b>  | <b>166.8</b> | <b>163.3</b> | <b>36.9</b> | <b>40.9</b> | <b>39.6</b> | <b>49.4</b> | <b>32.4</b> | <b>39.2</b> | <b>42.5</b> | <b>53.9</b> |
| yoy gorwth        | 187.0%       | 73.4%        | -2.1%        | 99.4%       | 90.8%       | 51.7%       | 63.9%       | -12.3%      | -4.1%       | 7.3%        | 8.9%        |
| 4. 영업외손익          | (0.2)        | (0.2)        | (0.7)        | (1.1)       | 0.1         | 1.0         | (0.1)       | 0.1         | (0.2)       | (0.2)       | (0.2)       |
| (1) 영업외 수익        | 0.2          | 1.3          | 1.3          | 0.1         | 0.1         | 1.0         | 0.1         | 0.1         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| (2) 영업외 비용        | 0.4          | 1.5          | 2.0          | 1.2         | 0.0         | 0.0         | 0.2         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>5. 세전이익</b>    | <b>96.0</b>  | <b>166.7</b> | <b>162.6</b> | <b>35.8</b> | <b>40.9</b> | <b>40.6</b> | <b>49.3</b> | <b>32.5</b> | <b>39.0</b> | <b>42.3</b> | <b>53.7</b> |
| yoy gorwth        | 206.2%       | 73.6%        | -2.4%        | 93.4%       | 90.9%       | 55.7%       | 64.6%       | -9.4%       | -4.6%       | 4.2%        | 8.8%        |
| 6. 법인세 비용(수익)     | 22.8         | 39.9         | 39.3         | 8.5         | 9.8         | 9.7         | 12.0        | 7.3         | 9.4         | 10.2        | 12.4        |
| 법인세율              | 23.8%        | 24.2%        | 24.2%        | 23.6%       | 23.9%       | 23.8%       | 24.4%       | 24.2%       | 24.2%       | 24.2%       | 23.0%       |
| 8. 당기순이익          | 73.2         | 126.7        | 123.3        | 27.4        | 31.2        | 30.9        | 37.3        | 25.2        | 29.6        | 32.0        | 41.3        |
| yoy gorwth        | 207.6%       | 73.2%        | -2.7%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        |
| <b>9. 지배주주순이익</b> | <b>73.1</b>  | <b>125.5</b> | <b>123.3</b> | <b>27.3</b> | <b>31.1</b> | <b>30.5</b> | <b>36.7</b> | <b>24.8</b> | <b>29.6</b> | <b>32.0</b> | <b>41.3</b> |
| yoy gorwth        | 207.4%       | 71.6%        | -1.8%        | 90.4%       | 88.9%       | 55.4%       | 63.6%       | -9.1%       | -4.8%       | 5.1%        | 12.5%       |

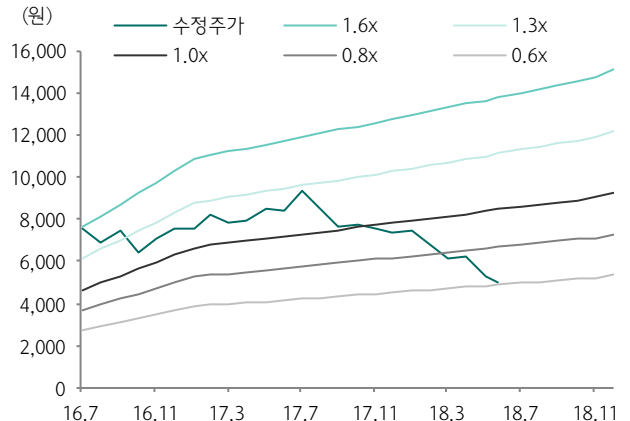
자료: 하나금융투자

그림 1. PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원)    |              |              |              |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|              | 2016         | 2017         | 2018F        | 2019F        | 2020F        |
| <b>영업수익</b>  | <b>136.5</b> | <b>222.5</b> | <b>222.4</b> | <b>230.1</b> | <b>239.0</b> |
| 수수료수익        | 104.5        | 159.9        | 170.7        | 176.0        | 182.5        |
| 이자수익         | 27.9         | 45.8         | 46.8         | 49.1         | 51.5         |
| 증권평가및 처분이익   | 2.2          | 12.4         | 2.0          | 2.0          | 2.0          |
| <b>영업비용</b>  | <b>40.3</b>  | <b>55.7</b>  | <b>59.1</b>  | <b>61.6</b>  | <b>64.3</b>  |
| 이자비용         | 2.0          | 3.9          | 4.9          | 4.9          | 4.9          |
| 판매비와 관리비     | 27.4         | 36.9         | 38.7         | 40.6         | 42.7         |
| 증권평가및 처분손실   | 2.6          | 1.3          | 1.4          | 1.5          | 1.6          |
| 기타의 영업비용     | 8.3          | 13.6         | 14.1         | 14.6         | 15.1         |
| <b>영업이익</b>  | <b>96.2</b>  | <b>166.8</b> | <b>163.3</b> | <b>168.4</b> | <b>174.7</b> |
| 영업외 수익       | 0.2          | 1.3          | 1.3          | 1.3          | 1.3          |
| 영업외 비용       | 0.4          | 1.5          | 2.0          | 2.0          | 2.0          |
| 세전계속사업이익     | 96.0         | 166.7        | 162.6        | 167.7        | 174.1        |
| 법인세비용        | 22.8         | 39.9         | 39.3         | 40.6         | 42.1         |
| <b>당기순이익</b> | <b>73.2</b>  | <b>126.7</b> | <b>123.3</b> | <b>127.1</b> | <b>131.9</b> |
| 지배주주지분순이익    | 73.1         | 125.5        | 123.3        | 127.1        | 131.9        |

| 대차대조표          | (단위: 십억원)    |              |              |              |                |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
|                | 2016         | 2017         | 2018F        | 2019F        | 2020F          |
| <b>금융업자산</b>   | <b>414.5</b> | <b>474.7</b> | <b>542.2</b> | <b>609.6</b> | <b>656.5</b>   |
| <b>유동자산</b>    | <b>116.5</b> | <b>167.8</b> | <b>218.1</b> | <b>270.1</b> | <b>323.9</b>   |
| 현금/예치금         | 10.6         | 60.8         | 110.1        | 161.0        | 213.7          |
| 유가증권 등         | 105.9        | 106.9        | 108.0        | 109.1        | 110.2          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>36.6</b>  | <b>45.4</b>  | <b>56.5</b>  | <b>70.3</b>  | <b>87.6</b>    |
| 리스자산           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| 유형자산           | 1.1          | 1.1          | 1.1          | 1.1          | 1.1            |
| 기타자산           | 35.4         | 44.3         | 55.3         | 69.2         | 86.5           |
| <b>자산총계</b>    | <b>567.6</b> | <b>687.8</b> | <b>816.8</b> | <b>949.9</b> | <b>1,068.0</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>94.4</b>  | <b>103.8</b> | <b>114.2</b> | <b>125.6</b> | <b>138.2</b>   |
| 단기차입금          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| 유동성이자부채        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| 기타의 유동부채       | 94.4         | 103.8        | 114.2        | 125.6        | 138.2          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>51.1</b>  | <b>70.0</b>  | <b>90.0</b>  | <b>110.0</b> | <b>110.0</b>   |
| 사채             | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| 장기차입금          | 51.1         | 70.0         | 90.0         | 110.0        | 110.0          |
| <b>부채총계</b>    | <b>150.6</b> | <b>173.8</b> | <b>204.2</b> | <b>235.6</b> | <b>248.2</b>   |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>410.3</b> | <b>510.4</b> | <b>608.7</b> | <b>710.0</b> | <b>815.1</b>   |
| 자본금            | 42.5         | 42.5         | 42.5         | 42.5         | 42.5           |
| 자본잉여금          | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0          |
| 기타자본           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| 이익잉여금          | 240.1        | 340.5        | 439.1        | 540.8        | 646.4          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>3.2</b>   | <b>3.6</b>   | <b>3.9</b>   | <b>4.3</b>   | <b>4.7</b>     |
| <b>자본총계</b>    | <b>417.0</b> | <b>514.0</b> | <b>612.6</b> | <b>714.3</b> | <b>819.9</b>   |

| 투자지표           | (단위: 십억원) |       |       |       |        |
|----------------|-----------|-------|-------|-------|--------|
|                | 2016      | 2017  | 2018F | 2019F | 2019F  |
| <b>주당지표(원)</b> |           |       |       |       |        |
| EPS            | 860       | 1,477 | 1,450 | 1,496 | 1,552  |
| BPS            | 5,674     | 6,994 | 8,336 | 9,720 | 11,157 |
| DPS            | 200       | 250   | 300   | 300   | 300    |
| <b>주가지표(배)</b> |           |       |       |       |        |
| PER            | 5.79      | 3.37  | 3.43  | 3.33  | 3.21   |
| PBR            | 0.88      | 0.71  | 0.60  | 0.51  | 0.45   |
| EV/EBITDA      | 8.67      | 5.69  | 4.47  | 4.47  | 4.47   |
| <b>재무비율(%)</b> |           |       |       |       |        |
| ROE            | 17.54     | 24.42 | 20.12 | 17.80 | 16.09  |
| ROA            | 12.89     | 18.42 | 15.09 | 13.38 | 12.35  |
| 부채비율           | 36.1      | 33.8  | 33.3  | 33.0  | 30.3   |
| Dividend yield | 1.9       | 2.4   | 2.9   | 2.9   | 2.9    |
| Payout Ratio   | 23.2%     | 16.9% | 20.7% | 20.1% | 19.3%  |

| 성장성 및 재무비율 | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|            | 2016      | 2017    | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
| 자산증가율      | 61.8      | 21.2    | 18.8    | 16.3    | 12.4    |
| 자기자본증가율    | 78.4      | 23.3    | 19.2    | 16.6    | 14.8    |
| 영업수익증가율    | 43.1      | 63.0    | (0.0)   | 3.4     | 3.9     |
| 영업이익증가율    | 64.7      | 73.4    | (2.1)   | 3.1     | 3.8     |
| 세전이익증가율    | 68.8      | 73.6    | (2.4)   | 3.2     | 3.8     |
| 순이익증가율     | 73.4      | 73.2    | (2.7)   | 3.2     | 3.8     |
| EPS증가율     | 49.4      | 71.6    | (1.8)   | 3.2     | 3.8     |
| BPS증가율     | 78.4      | 23.3    | 19.2    | 16.6    | 14.8    |
| 영업용 순자본비율  | 975.5     | 1,116.9 | 1,275.9 | 1,434.4 | 1,544.9 |
| 법인세율       | 23.8      | 24.2    | 24.2    | 24.2    | 0.0     |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국자산신탁



| 날짜      | 투자의견  | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|-------|--------|---------|---------|
|         |       |        | 평균      | 최고/최저   |
| 18.6.22 | BUY   | 10,200 |         |         |
| 17.8.17 | 1년 경과 |        | -47.34% | -35.95% |
| 16.8.16 | BUY   | 13,200 | -41.39% | -28.22% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계     |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 92.7%   | 6.7%        | 0.6%       | 100.0% |

\* 기준일: 2018년 6월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 06월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 06월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.