

한국토지신탁 (034830)

눈높이 낮춰도 너무 싼 주가

8.27 주택공급 정책 수혜 기대감 높아져

정부의 8.27정책으로 이르면 9월 중 추가 그린벨트 해제와 신도시 지정 구역 및 규모가 발표될 것으로 기대된다. 특히 약 30만호 수준의 주택공급을 위한 택지소요량은 약 35~40km²에 육박하고, 이는 과거 4년의 연평균 택지공급량의 4~5배 수준인만큼, 간만에 택지공급-주택개발 등 시행업 비즈니스에 수혜다. 이런 맥락에 차입형 토지신탁사들에게도 수혜가 기대된다.

2Q18 실적과 시사점, 하반기 실적전망

한국토지신탁의 2Q18 확정실적은 영업수익 667억원으로 전년비 0.6% 감소하였고, 영업이익은 442억원으로 전년비 4.4% 감소하였다. 3Q18실적은 영업수익 689억원(YoY +9.4%), 영업이익 471억원(YoY +10.6%)으로 전망한다. 상반기는 전년비 증가하는 실적흐름이고 하반기는 다소 상승세가 둔화될 것으로 전망한다. 연간으로는 약 1,700억원 수준의 당기순익을 예상한다.

추가신탁사 인가우려 등으로 하락, 바닥 시그널

토지신탁사의 주가 흐름은 연초 이후 14% 하락으로 시장을 언더퍼폼하였다. 주된 원인은 1) 차입형 토지신탁의 수주규모 감소로 인한 업황 피크아웃우려, 2) 추가 신탁사 인가가능성에 따른 경쟁심화로 인한 우려가 동시에 작용한 것이다. 그러나, 8.27 대책과 차후의 공급확대책, 그리고 견조한 실적에서 나오는 현금흐름과 배당 등을 고려하면 현 수준 주가는 위 리스크를 대부분 반영하고 소화한 상태다. 아울러, 추가신탁사 인가에도 불구하고 이미 토지신탁 업체들이 정비사업 중심으로 미매출 사업장이긴 하더라도 수주잔고를 차곡차곡 쌓아가고 있다는 점에서 장기적으로는 상당한 투자매력을 갖게 되었다. TP는 종전 5,200원에서 신규 4,600원으로 2019~2020년의 실적둔화를 고려하여 하향하나, 현 수준 주가는 과도한 할인이라는 판단에 BUY의견 지속하겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 4,600원(하향) | CP(9월 4일): 2,830원

Key Data

| | |
|------------------|--------------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,315.72 |
| 52주 최고/최저(원) | 3,530/2,595 |
| 시가총액(십억원) | 714.5 |
| 시가총액비중(%) | 0.06 |
| 발행주식수(천주) | 252,489.2 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 386.4 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 1.1 |
| 18년 배당금(예상, 원) | 0 |
| 18년 배당수익률(예상, %) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 12.57 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 인 | |
| 엠케이인베스트먼트 외 1 | 34.08 |
| KB자산운용 | 15.38 |
| 추가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | (2.2) (4.1) (15.6) |
| 상대 | (3.4) (0.5) (15.1) |

Consensus Data

| | 2018 | 2019 |
|-----------|-------|-------|
| 매출액(십억원) | 282.6 | 275.5 |
| 영업이익(십억원) | 198.0 | 188.8 |
| 순이익(십억원) | 167.3 | 162.8 |
| EPS(원) | 663 | 632 |
| BPS(원) | 3,494 | 4,029 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 178.0 | 250.0 | 276.3 | 261.6 | 259.8 |
| 영업이익 | 십억원 | 114.0 | 171.1 | 192.5 | 173.7 | 170.6 |
| 세전이익 | 십억원 | 159.1 | 221.0 | 223.2 | 204.4 | 201.3 |
| 순이익 | 십억원 | 121.3 | 167.2 | 169.2 | 154.9 | 152.6 |
| EPS | 원 | 349.8 | 664.6 | 670.2 | 613.6 | 604.4 |
| 증감률 | % | 90.0 | 0.8 | (8.4) | (8.4) | (1.5) |
| PER | 배 | 9.1 | 4.3 | 4.2 | 4.6 | 4.7 |
| PBR | 배 | 1.4 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 6.0 | 6.3 | 5.4 | 5.8 | 5.9 |
| ROE | % | 16.2 | 23.4 | 19.8 | 15.9 | 14.0 |
| BPS | 원 | 2,332.5 | 2,846.1 | 3,392.7 | 3,857.7 | 4,313.7 |
| DPS | 원 | 75.0 | 100.0 | 125.0 | 150.0 | 150.0 |



Analyst **채상욱**

02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA **윤승현**

02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

한국토지신탁 2018년 3분기 실적 전망

한국토지신탁의 2Q18 확정실적은 영업수익 667억원으로 전년비 0.6% 감소하였고, 영업 이익은 442억원으로 전년비 4.4% 감소하였다. 3Q18실적은 영업수익 689억원, 영업이익 471억원으로 전망한다. 상반기는 전년비 증가하는 실적흐름이고 하반기는 다소 상승세가 둔화될 것으로 전망한다. 연간으로는 약 1,700억원 수준의 당기순이익을 예상한다.

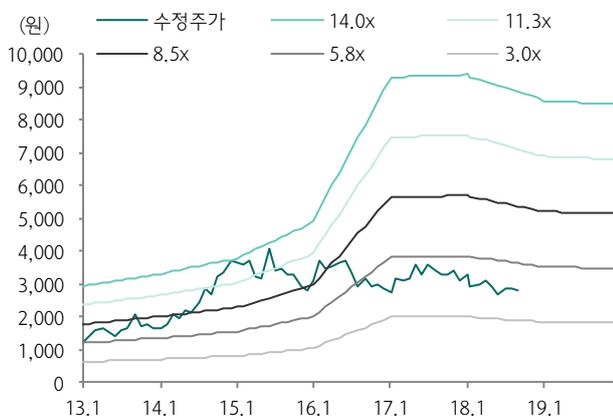
표 1. 분기실적 상세표

(십억원, %, 원, 배)

| 구분 | 2016 | 2017 | 2018F | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1. 영업수익 | 178.0 | 250.0 | 276.3 | 54.4 | 67.1 | 63.0 | 65.5 | 72.8 | 66.7 | 68.9 | 68.0 |
| YoY growth | 28.6% | 40.4% | 10.5% | 14.6% | 76.6% | 52.6% | 27.7% | 33.8% | -0.6% | 9.4% | 3.8% |
| 1) 수수료수익 | 134.8 | 187.7 | 193.3 | 38.6 | 49.6 | 49.9 | 49.7 | 43.1 | 49.5 | 49.0 | 51.7 |
| YoY growth | 38.4% | 39.3% | 3.0% | 50.2% | 63.4% | 52.2% | 8.1% | 11.9% | -0.2% | -1.7% | 4.0% |
| 2) 이자수익 | 33.0 | 53.5 | 67.0 | 11.8 | 12.7 | 12.7 | 16.3 | 18.5 | 16.6 | 16.1 | 15.8 |
| YoY growth | 3.5% | 62.1% | 14.0% | 45.3% | 66.3% | 61.9% | 73.5% | 56.6% | 30.7% | 26.5% | -2.6% |
| 3) 기타수익 | 10.3 | 8.8 | 16.0 | 4.1 | 4.8 | 0.5 | (0.5) | 11.2 | 0.6 | 3.8 | 0.4 |
| 2. 영업비용 | 64.0 | 78.8 | 83.8 | 17.3 | 20.9 | 20.4 | 20.3 | 18.7 | 22.5 | 21.8 | 19.9 |
| YoY growth | 29.4% | 23.2% | 6.3% | -16.5% | 56.2% | 82.4% | 8.1% | 8.5% | 7.7% | 6.8% | -2.0% |
| 1) 대출평가 및 처분손실 | 0.2 | 0.4 | 2.5 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | (0.0) | 0.7 | (0.1) | 0.6 | 1.4 |
| YoY growth | -98.7% | 162.5% | 495.2% | 0.0% | 0.0% | -37.8% | -81.8% | 0.0% | -154.2% | 160.9% | -3475.0% |
| 2) 이자비용 | 5.9 | 13.9 | 15.0 | 3.3 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 4.7 | 3.6 | 3.6 | 3.1 |
| YoY growth | 357.0% | 137.6% | 7.9% | 126.4% | 271.6% | 114.1% | 98.4% | 45.1% | 1.4% | 3.2% | -14.9% |
| 2) 판관비 | 43.4 | 58.4 | 59.6 | 13.8 | 13.7 | 15.7 | 15.2 | 13.2 | 16.9 | 16.0 | 13.5 |
| YoY growth | 78.0% | 37.8% | 1.2% | 55.6% | 26.8% | 86.3% | -0.4% | -4.3% | 22.9% | 2.1% | -11.3% |
| 3) 기타비용 | 20.5 | 20.0 | 21.7 | 3.4 | 6.9 | 4.5 | 5.1 | 4.8 | 5.8 | 5.2 | 5.1 |
| 3. 영업이익 | 114.0 | 171.1 | 192.5 | 37.2 | 46.2 | 42.6 | 45.2 | 54.1 | 44.2 | 47.1 | 48.1 |
| YoY growth | 28.1% | 50.1% | 12.5% | 38.7% | 87.6% | 41.5% | 39.1% | 45.5% | -4.4% | 10.6% | 6.4% |
| OPM | 64.0% | 68.5% | 69.7% | 68.3% | 68.8% | 67.6% | 69.1% | 74.3% | 66.2% | 68.4% | 70.8% |
| 4. 세전이익 | 159.1 | 221.0 | 223.2 | 37.6 | 94.2 | 45.4 | 43.8 | 69.7 | 47.3 | 54.5 | 52.7 |
| YoY growth | 77.5% | 38.9% | 1.0% | 34.3% | 279.9% | 46.7% | -41.9% | 85.4% | -49.8% | 20.1% | 20.3% |
| 5. 지배지분순익 | 121.3 | 167.2 | 169.2 | 28.5 | 71.9 | 34.3 | 32.4 | 53.1 | 35.3 | 41.5 | 40.2 |
| YoY growth | 78.0% | 37.8% | 1.2% | 33.3% | 284.2% | 46.6% | 45.5% | 86.3% | -50.9% | 20.9% | 24.0% |
| EPS(KRW) | 481 | 662 | 670 | 113 | 285 | 136 | 128 | 210 | 140 | 164 | 159 |
| DPS(KRW) | 75 | 100 | 125 | | | | | | | | |
| 자기자본(십억원) | 575 | 690 | 690 | | | | | | | | |
| Normalized EPS | | | 670 | | | | | | | | |
| Target Multiple | | | 7.0 | | | | | | | | |
| 목표주가(KRW) | | | 4,600 | | | | | | | | |

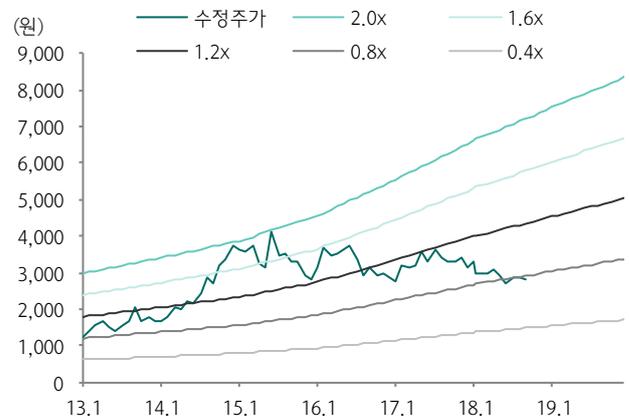
자료: 하나금융투자

그림 1. 한국토지신탁 12M Fwd PER



자료: 하나금융투자

그림 2. 한국토지신탁 12M Fwd PBR



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업수익 | 178.0 | 250.0 | 276.3 | 261.6 | 259.8 |
| 수수료수익 | 134.8 | 187.7 | 193.3 | 174.0 | 167.0 |
| 이자수익 | 33.0 | 53.5 | 67.0 | 72.4 | 78.1 |
| 증권평가및 처분이익 | 10.3 | 8.8 | 16.0 | 15.3 | 14.6 |
| 영업비용 | 64.0 | 78.8 | 83.8 | 88.0 | 89.2 |
| 이자비용 | 5.9 | 13.9 | 15.0 | 18.0 | 18.0 |
| 판매비와 관리비 | 43.4 | 58.4 | 59.6 | 60.8 | 62.0 |
| 증권평가및 처분손실 | 0.7 | 0.4 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 기타의 영업비용 | 14.1 | 6.1 | 6.7 | 6.7 | 6.7 |
| 영업이익 | 114.0 | 171.1 | 192.5 | 173.7 | 170.6 |
| 영업외 수익 | 46.1 | 53.8 | 31.2 | 31.2 | 31.2 |
| 영업외 비용 | 1.1 | 3.9 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 세전계속사업이익 | 159.1 | 221.0 | 223.2 | 204.4 | 201.3 |
| 법인세비용 | 37.7 | 53.1 | 54.0 | 49.5 | 48.7 |
| 당기순이익 | 121.4 | 167.8 | 169.2 | 154.9 | 152.6 |
| 지배주주지분순이익 | 121.3 | 167.2 | 169.2 | 154.9 | 152.6 |

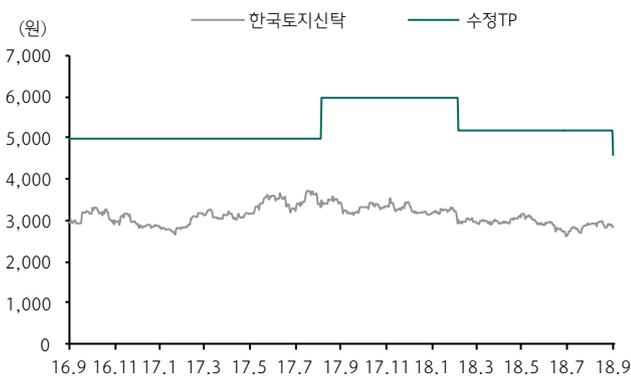
| 대차대조표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 금융업자산 | 737.2 | 850.0 | 940.0 | 1,030.0 | 1,030.0 |
| 유동자산 | 53.7 | 100.0 | 130.0 | 169.0 | 219.7 |
| 현금성자산 | 21.2 | 35.0 | 65.0 | 95.0 | 95.0 |
| 기타의 유동자산 | 32.6 | 65.0 | 65.0 | 74.0 | 124.7 |
| 비유동자산 | 163.4 | 253.3 | 278.2 | 274.3 | 347.2 |
| 투자자산 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.6 | 3.1 |
| 유형자산 | 103.6 | 134.7 | 148.2 | 177.8 | 213.4 |
| 기타비유동자산 | 58.3 | 116.8 | 127.9 | 93.9 | 130.7 |
| 자산총계 | 954.4 | 1,203.3 | 1,348.2 | 1,473.3 | 1,596.9 |
| 유동부채 | 63.2 | 69.5 | 76.4 | 84.1 | 92.5 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성이자부채 | 31.5 | 33.1 | 34.7 | 36.5 | 38.3 |
| 기타의 유동부채 | 31.7 | 36.4 | 41.7 | 47.6 | 54.2 |
| 비유동부채 | 300.9 | 415.2 | 415.2 | 415.2 | 415.2 |
| 사채 | 150.0 | 265.0 | 265.0 | 265.0 | 265.0 |
| 장기차입금 | 130.2 | 130.2 | 130.2 | 130.2 | 130.2 |
| 부채총계 | 364.1 | 484.7 | 491.6 | 499.3 | 507.7 |
| 지배주주지분 | 587.2 | 715.3 | 852.9 | 970.0 | 1,084.7 |
| 자본금 | 252.5 | 252.5 | 252.5 | 252.5 | 252.5 |
| 자본잉여금 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 기타자본 | (12.1) | (12.1) | (12.1) | (12.1) | (12.1) |
| 이익잉여금 | 347.3 | 470.0 | 607.7 | 724.7 | 839.4 |
| 비지배주주지분 | 3.1 | 3.4 | 3.7 | 4.1 | 4.5 |
| 자본총계 | 590.3 | 718.6 | 856.6 | 974.0 | 1,089.2 |

| 투자지표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 349.8 | 664.6 | 670.2 | 613.6 | 604.4 |
| BPS | 2,332.5 | 2,846.1 | 3,392.7 | 3,857.7 | 4,313.7 |
| DPS | 75.0 | 100.0 | 125.0 | 150.0 | 150.0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 9.1 | 4.3 | 4.2 | 4.6 | 4.7 |
| PBR | 1.4 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 6.0 | 6.3 | 5.4 | 5.8 | 5.9 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 16.2 | 23.4 | 19.8 | 15.9 | 14.0 |
| ROA | 12.3 | 17.6 | 14.1 | 11.5 | 10.4 |
| 부채비율 | 28.8 | 40.3 | 36.5 | 33.9 | 31.8 |
| Dividend yield | 2.2 | 3.0 | 3.6 | 4.2 | 4.2 |
| Payout Ratio | 21.4 | 15.0 | 18.7 | 24.4 | 24.8 |

| 성장성 및 재무비율 | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 자산증가율 | 46.1 | 26.1 | 12.0 | 9.3 | 8.4 |
| 자기자본증가율 | 21.4 | 21.7 | 19.2 | 13.7 | 11.8 |
| 영업이익증가율 | 50.1 | 12.5 | (9.8) | (9.8) | (1.8) |
| 세전이익증가율 | 38.9 | 1.0 | (8.4) | (8.4) | (1.5) |
| 순이익증가율 | 38.2 | 0.8 | (8.4) | (8.4) | (1.5) |
| EPS증가율 | 90.0 | 0.8 | (8.4) | (8.4) | (1.5) |
| BPS증가율 | 22.0 | 19.2 | 13.7 | 13.7 | 11.8 |
| 수탁고 성장율 | 1.1 | 2.1 | 3.0 | 3.9 | 3.9 |
| Credit Cost | 22.0 | 20.4 | 18.9 | 18.9 | 18.9 |
| 영업수익 증가율 | 28.6 | 40.4 | 10.5 | (5.3) | (0.7) |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국토지신탁



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|--------|------|-------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18.9.5 | BUY | 4,600 | | |
| 18.2.9 | BUY | 5,200 | -44.04% | -39.52% |
| 17.8.9 | BUY | 6,000 | -45.30% | -40.42% |
| 16.9.4 | BUY | 5,000 | -37.23% | -25.80% |

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 | 94.0% | 5.1% | 0.9% | 100.0% |

* 기준일: 2018년 9월 4일

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 09월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 09월 05일 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.