

# 한국자산신탁

## BUY(유지)

123890 기업분석 | 부동산

목표주가(하향)	5,800원	현재주가(02/13)	4,395원	Up/Downside	+32.0%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 02. 14

## 싸지만 주가 상승 모멘텀은 부족 2

### 4Q18 Earnings Review

**시장기대치를 상회했지만, 수수료수의 감소세로 전환:** 한국자산신탁(이하 한자산)의 18년 4분기 실적은 영업수의 561억원(-13.2% YoY), 영업이익 357억원(-27.7% YoY), 세전이익 378억원(-23.4% YoY)으로 집계되었다. 낮아진 시장기대치를 상회했지만 차입형신탁사업을 통한 수수료수익이 4분기를 기점으로 감소세로 전환했다. 반면 공사비 대출액이 증가함에 따라 이자수익은 전분기 대비 15.0% 증가한 196억원을 기록했다.

### Comment

**문제는 신규수주:** 한자산의 18년 신규수주는 1,097억원으로 전년대비 50.7% 감소했다. 지방 분양 시장의 리스크가 커지면서 차입형 신탁시장이 축소된 것과 리스크 관리를 위해 수주심이가 강화된 것이 수주 감소의 주요 원인이다. 15~17년에 비해 수주실적이 절반 수준에 그치면서 지난 3년간 이어져온 급성장세에는 제동이 걸렸다. 대주주인 MDM과의 협업, 진행 중인 정비사업에서의 수주 인식 등으로 19년 신규수주는 늘어날 가능성이 높아 보이지만 15~17년 수준의 신규수주(2,000억원)를 확보하기에는 시장 상황이 녹록지 않아 보인다.

### Action

**신탁사 공통의 문제, 싸지만 주가상승 모멘텀 부족:** 한자산 또한 밸류에이션 매력은 충분하다. ROE 15% 이상 기업의 P/B가 0.6배에 불과하다. 하지만 지방 분양시장의 회복 시그널을 기대하기 어렵고, 19년 상반기에 부동산신탁 라이선스를 취득하는 기업이 늘어난다는 점이 저평가 매력을 가리고 있다고 판단된다. 일단 부동산신탁 예비인가가 발표될 것으로 보이는 3~4월은 지나가야 할 것으로

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018P	2019E	2020E	52주 최저/최고	3,811/6,319원
영업수익	1,365	2,225	2,211	2,150	2,263	KOSDAQ /KOSPI	740/2,201pt
(증가율)	43.1	63.0	-0.6	-2.7	5.3	시가총액	4,515억원
영업이익	962	1,668	1,357	1,267	1,364	60일-평균거래량	83,616
(증가율)	64.7	73.4	-18.7	-6.6	7.6	외국인지분율	7.4%
순이익	732	1,267	1,033	991	1,064	60일-외국인지분율변동추이	+0.1%p
EPS	535	1,586	1,110	972	1,044	주요주주	엔디엠 외 5인 53.5%
PER (H/L)	15.3/11.2	6.1/4.4	6.2/3.2	4.5	4.2	(천원)	
PBR (H/L)	3.0/2.2	1.7/1.3	1.1/0.6	0.7	0.6	주가상승률	1M 3M 12M
영업이익률	75.0	61.4	58.9	60.3	68.8	절대기준	2.0 12.1 -29.2
ROE	17.7	24.5	17.1	15.0	14.4	상대기준	-3.9 5.5 -23.0
ROA	13.3	22.4	11.6	9.8	10.1		

보인다. 밸류에이션 매력으로 추가 하방 경직성은 확보되었다는 관점에서 매수 의견을 유지한다. 괴리율을 감안하여 목표주가를 5,800원으로 하향 조정(직전대비 24.7% 하향 조정)하는데 Target P/B 1.0배를 적용했다.

도표 1. 한국자산신탁 18년 4분기 실적 Summary

(단위: 억원, %)

	4Q18P	4Q17	%YoY	3Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
영업수익	561	646	-13.2	576	-2.7	587	-4.5	598	-6.3
영업이익	357	494	-27.7	286	25.0	321	11.3	305	17.2
세전이익	378	493	-23.4	288	31.1	321	17.7	302	25.1

자료: 한국자산신탁, DB금융투자

**대차대조표**

12월결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금 및 현금성자산	106	345	378	938	1,733
매도가능증권	959	393	507	507	507
대출채권	4,145	6,549	9,042	8,537	8,537
유형자산	11	14	14	14	14
무형자산	24	8	5	2	-1
기타자산	330	486	134	131	138
<b>자산총계</b>	<b>5,676</b>	<b>7,796</b>	<b>10,081</b>	<b>10,128</b>	<b>10,928</b>
차입부채	511	1,495	3,460	2,784	2,784
사채	0	0	0	0	0
기타부채	995	1,136	690	671	706
<b>부채총계</b>	<b>1,506</b>	<b>2,631</b>	<b>4,150</b>	<b>3,455</b>	<b>3,490</b>
자본금	425	468	514	514	514
자본잉여금	1,310	1,310	1,310	1,310	1,310
이익잉여금	2	3,444	4,265	5,007	5,771
자본조정	0	-100	-126	-126	-126
<b>비지배주주지분</b>	<b>32</b>	<b>44</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,170</b>	<b>5,165</b>	<b>5,931</b>	<b>6,674</b>	<b>7,438</b>

**성장성 지표**

12월결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산증가율	61.9	37.4	29.3	0.5	7.9
자기자본증가율	78.4	23.9	14.8	12.5	11.4
영업수익증가율	43.1	63.0	-0.6	-2.7	5.3
영업이익증가율	64.7	73.4	-18.7	-6.6	7.6
세전이익증가율	68.8	73.6	-17.3	-5.2	7.4
순이익증가율	73.4	73.2	-18.5	-4.1	7.4
EPS 증가율	196.7	-30.0	-12.4	7.3	43.5
BPS 증가율	-94.4	102.0	4.0	12.5	11.4
신규주주 증가율	31.6	-1.9	-50.7	83.9	5.0

**손익계산서**

12월결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>1,365</b>	<b>2,225</b>	<b>2,211</b>	<b>2,150</b>	<b>2,263</b>
수수료수익	470	621	962	1,450	1,469
이자수익	101	212	160	500	610
기타수익	110	120	243	275	132
<b>영업비용</b>	<b>403</b>	<b>557</b>	<b>854</b>	<b>883</b>	<b>899</b>
이자비용	15	20	20	38	88
판매관리비	204	302	274	369	411
기타비용	183	235	560	476	400
<b>영업이익</b>	<b>962</b>	<b>1,668</b>	<b>1,357</b>	<b>1,267</b>	<b>1,364</b>
영업외손익	-2	-2	22	40	40
세전이익	960	1,667	1,379	1,307	1,404
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세비용	228	399	346	316	340
<b>당기순이익</b>	<b>732</b>	<b>1,267</b>	<b>1,033</b>	<b>991</b>	<b>1,064</b>
차이배추준이익	728	1,255	1,032	999	1,072
<b>총포괄이익</b>	<b>738</b>	<b>1,265</b>	<b>1,017</b>	<b>999</b>	<b>1,072</b>

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

**주요 투자지표**

12월결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	535	1,586	1,110	972	1,044
BPS	2,750	5,553	5,773	6,496	7,240
DPS	250	250	300	350	400
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	15.3/11.1	6.1/4.4	6.2/3.2	4.5	4.2
P/B	3.0/2.2	1.7/1.3	1.1/0.6	0.7	0.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	75.0	61.4	58.9	60.3	68.8
순이익률	57.0	46.7	46.1	47.0	53.2
ROE	17.7	24.5	17.1	15.0	14.4
ROA	13.3	22.4	11.6	9.8	10.1
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	50.1	51.0	70.0	51.8	46.9
배당성향(배)	40.3	14.8	19.9	25.9	29.0

자료: 한국자산신탁, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)**

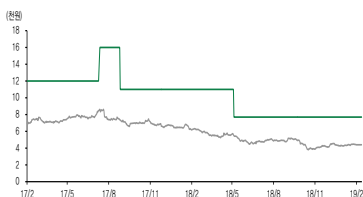
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**한국자산신탁 한주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/09/08	Buy	12,000	-22.4	-6.5					
17/07/24	Buy	16,000	-41.8	-35.0					
17/09/07	Buy	11,000	-29.9	-18.2					
18/05/17	Buy	7,700	-34.5	-22.5					
19/02/14	Buy	5,800	-	-					

주: \*표는 담당자 변경