한국자산신탁

BUY(유지)

123890 기업분석 | 부동산

목표주가(유지)	5,800원	현재주가(06/12)	4,275원	Up/Downside	+35.7%

2019. 06. 13

밸류에이션 매력을 높여줄 신규수주 증가

탐방 Note

성장성 둔화는 불가피: 18년 신규수주 급감(YoY -50.7%)으로 인해 한국자산신탁(이하 한자신)의 영업수익 성장성 둔화는 불가피하다. 정비사업에서의 수주 인식 등의 변수가 있기는 하겠지만 20년까지 영업수익이 역성장할 것으로 전망된다. 하지만 전체 영업수익 감소 폭은 크지 않을 것으로 전망되는데 분기 당 200억원 내외의 이자수익이 유지될 것이기 때문이다. 2분기 한자신의 실적은 영업수익 536억원(-7.1% YoY), 영업이익 293억원(-24.6% YoY), 세전이익 304억원(-21.8% YoY)으로 전망된다. 영업수익에 비해 영업이익 감소 폭이 클 것으로 전망하는 이유는 회계기준 강화와 지방 분양시장 침체로 인해 분기 당 약 100억원의 대출채권 손실이 발생할 것으로 추정했기 때문이다. 보수적인 추정치라고 판단되며, 신규사업장에서 미분양률이 높게 나오지 않을 경우 영업이익 감소율은 영업수익 감소율과 크게 다르지 않을 것이다.

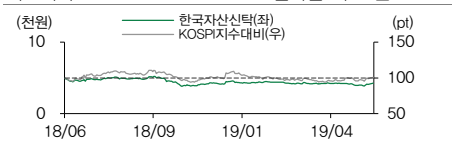
현 시점에서 대손충당금이 급증할 이유는 없다: 한자신 실적 추정에 있어 가장 큰 변수는 대출채권에 대한 손실액, 즉 대손충당금의 규모다. 18년 3분기와 19년 1분기 실적이 시장 기대치를 하회했던 가장 큰 이유도 대손충당금 때문이었다. 연간 기준으로 18년 한자신의 대손충당금이 증가한 이유는 ① 회계 기준 변경에 따른 충당금 적립률 상승과 ② 소송 관련 충당금 반영, ③ 저조한 분양률을 기록한 지방사업지에서의 충당금 반영 때문이었다. 사실 현실화된 손실은 없지만 충당금 규모는 늘어나는 결과가 나타났다. DB금융투자 리서치센터는 분기 당 약 100억원 규모의 충당금이 발생할 수 있는 것으로 가정했다. 하지만 향후 분양물건에서 대규모 미분양 사태가 벌어지지 않는 한 충당금 규모가 급증할 가능성은 낮은 것으로 판단하고 있다. 물건(아파트 등) 판매 결과에 따라서는 환입 가능성도 있는 것으로 전망한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 억원 원 배, %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업수익	2,225	2,266	2,154	2,142	2,153
(증가율)	63.0	1.8	-4.9	-0.6	0.5
영업이익	1,668	1,379	1,149	1,150	1,165
(증가율)	73.4	-17.3	-16.6	0.0	1.4
순이익	1,267	1,034	907	905	917
EPS	779	1,222	809	809	819
PER (H/L)	11.2/8.2	5.4/3.0	5.3	5.3	5.2
PBR (H/L)	2.0/1.3	1.3/0.7	0.7	0.6	0.6
영업이익률	75.0	53.3	53.7	54.1	54.6
ROE	24.0	16.7	13.5	12.3	11.5
ROA	18.5	18.8	9.0	7.1	6.8

Stock Data

52주 최저/최고	3,811/5,190원
KOSDAQ /KOSPI	724/2,109pt
시가총액	4,824억원
60日-평균거래량	67,840
외국인지분율	7.3%
60日-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	엠디엠 외 3 인 53.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.3	1.3	-12.9
상대기준	1.1	2.6	1.9

Analyst 조윤호 02 369 3367 uhno@db-fi.com

Comment

키드라이버는 신규수주: 단기적으로 한자신의 투자 포인트는 밸류에이션 매력(P/E 5배 내외)이다. 하지만 중장기적으로 주가가 상승하기 위해서는 신규수주의 증가, 즉 향후 영업수익이 증가할 것이라는 기대감이 반영되어야 한다. 지방 분양시장 침체로 인해 수주 심의가 강화되기 시작하면서 18년 신규수주가 급감했기 때문에 19년의 경우 기저효과를 기대해볼 수 있다. 기대에 비해 속도가 빠른 것은 아니지만 재건축 시장에서의 수주 가능성은 여전히 높은 상황이고, 대주주인 MDM과의 협업을 통한 신규수주 확보도 기대된다. 16~17년의 신규수주(약 2,200억원)로 회복되지는 않겠지만 15년 수준(1,500억원)의 신규수주는 가능할 것으로 전망한다.

Action

견고해진 하방경직성, 수주 증가 기대: 신탁업, 특히 차입형 신탁 시장에서의 리스크는 19년 1분기 정점을 찍고 축소되고 있는 것으로 판단된다. 신규 3개사의 부동산신탁 예비인가가 확정되면서 오히려 불확실성은 감소했고, 차입형 신탁사업에서의 대손충당금 증가도 제한적일 것으로 추정된다. 밸류에이션 매력은 여전히 높은 상황에서 수주증가(기저효과라고 하더라도)의 시그널이 보이기 시작하면 신탁업을 사야할 때라고 판단된다. 한자신에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 5,800원을 유지한다.

대차대조표

12월결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금 및 현금성자산	345	378	2,428	3,111	3,756
매도가능증권	393	445	1,294	1,294	1,294
대출채권	6,549	9,042	8,515	8,515	8,515
유형자산	14	9	9	9	9
무형자산	8	48	48	48	48
기타자산	486	122	116	115	116
자산총계	**7,796**	**10,081**	**12,447**	**13,131**	**13,779**
차입부채	1,495	3,460	5,047	5,047	5,047
사채	0	0	0	0	0
기타부채	1,136	690	656	652	656
부채총계	**2,631**	**4,150**	**5,703**	**5,699**	**5,703**
자본금	468	514	514	514	514
자본잉여금	1,310	1,309	1,309	1,309	1,309
이익잉여금	3,444	4,265	4,952	5,639	6,282
자본조정	0	0	0	0	0
비지배주주지분	**44**	**0**	**0**	**1**	**2**
자본총계	**5,264**	**6,057**	**6,744**	**7,432**	**8,076**

손익계산서

12월결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	**2,225**	**2,266**	**2,154**	**2,142**	**2,153**
수수료수익	470	621	962	1,450	1,469
이자수익	500	610	791	738	738
기타수익	275	132	55	42	0
영업비용	**557**	**887**	**1,005**	**993**	**988**
이자비용	38	88	141	141	141
판매관리비	369	442	436	447	460
기타비용	150	357	427	404	387
영업이익	**1,668**	**1,379**	**1,149**	**1,150**	**1,165**
영업외손익	-2	6	44	44	44
세전이익	1,667	1,385	1,193	1,194	1,209
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세비용	399	351	287	289	293
당기순이익	**1,267**	**1,034**	**907**	**905**	**917**
지배주주순이익	1,255	1,024	913	913	925
총포괄이익	**1,265**	**1,013**	**911**	**913**	**925**

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

성장성 지표

12월결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산증가율	37.4	29.3	23.5	5.5	4.9
자기자본증가율	26.2	15.1	11.3	10.2	8.7
영업수익증가율	63.0	1.8	-4.9	-0.6	0.5
영업이익증가율	73.4	-17.3	-16.6	0.0	1.4
세전이익증가율	73.6	-16.9	-13.8	0.0	1.3
순이익증가율	73.2	-18.4	-12.3	-0.2	1.3
EPS 증가율	348.4	-33.8	0.0	1.3	1.3
BPS 증가율	170.5	14.9	16.6	10.2	8.7
신규수주 증가율	-1.9	-50.7	42.8	6.4	-6.0

주요 투자지표

12월결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	779	1,222	809	809	819
BPS	4,460	5,124	5,976	6,586	7,156
DPS	250	250	250	300	350
Multiple(배)					
P/E	11.2/8.2	5.4/3.0	5.3	5.3	5.2
P/B	2.0/1.3	1.3/0.7	0.7	0.6	0.6
수익성(%)					
영업이익률	75.0	53.3	53.7	54.1	54.6
순이익률	57.0	42.1	42.2	42.6	42.9
ROE	24.0	16.7	13.5	12.3	11.5
ROA	18.5	18.8	9.0	7.1	6.8
안정성및기타					
부채비율(%)	36.1	50.0	84.6	76.7	70.6
배당성향(배)	25.3	16.0	24.9	24.9	30.8

자료: 한국자산신탁, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

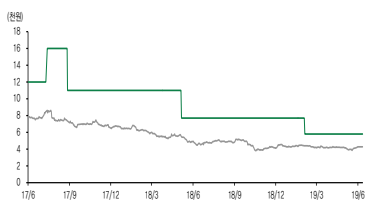
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 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 투자의견 비율 (2019-05-15 기준) - **매수**(80%) **중립**(20%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 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 투자의견은 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 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 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