

2017/05/02

건설 장문준

(2122-9181) moonjoon.chang@hi-ib.com

한국토지신탁(034830)

믿고 기다리는 실적

■ 1Q17 Preview: 영업수익 489억원, 영업이익 293억원

2017년 1분기 한국토지신탁의 연결기준 영업수익은 489억원(+3.1%YoY, -4.6%QoQ), 영업이익은 293억원(-1.3%YoY, +14.3%QoQ), 순이익은 229억원(+6.9%YoY, +2.0%QoQ)을 기록할 것으로 예상된다.

전년 동기 127억원의 대손충당금 환입으로 영업수익이 큰 폭으로 증가하여 기저효과 존재하나 금년 1분기 본격적인 공정진행에 따라 수수료수익과 이자수익이 순조롭게 증가하며 영업수익이 시장기대치를 상회할 것으로 전망된다. 단, 영업수익이 시장기대치를 상회할 것으로 전망함에도 불구하고 영업이익과 순이익은 시장기대치에 머물 것으로 보이는데 이는 전년도 연 2회(2분기, 4분기) 반영되던 인센티브가 금년에는 연 4회(각 20억원) 반영될 것을 고려하였기 때문이다.

■ 포트폴리오 다변화로 신규수주 순항

2017년 1분기 동사의 신규수주는 490억원, 4월까지의 신규수주는 650억원으로 파악된다. 청천 2구역 기업형임대주택 수주금액 290억원을 제외한 차입형 토지신탁 수주금액은 1분기 기준 200억원, 4월 기준 360억원이다. 전년도 대전 용운동 재건축에 이어 금년도 상반기말부터 인천 부개 3구역, 부산 동삼 1구역 등 추가적인 도시정비사업 수주가 가능할 것으로 기대되는데 이에 따라 올해 신규수주는 2,000억원에 이를 전망이다.

■ 실적은 기본, 밸류에이션 매력도 높아

한국토지신탁에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 4,500원을 유지한다. ①주력시장인 지방을 중심으로 업황 둔화에 대한 우려 존재하지만 시대적 흐름에 맞춰 재개발·재건축 등에서 새로운 성장동력을 확보하고 있다. ②특히 신탁사 입장에서 자본투입이 거의 이루어질 필요가 없는 사업대행자방식의 재개발·재건축 사업추진에 집중함으로써 한정된 자본력을 효과적으로 활용 할 수 있을 전망이다. ③신탁계정대가 본격적으로 투입되며 수수료 수익과 이자수익이 동반 성장할 것으로 기대되고 ④2017년 기준 PER 8.4배, PBR 1.2배로 밸류에이션 부담도 적은 만큼 동사를 매수 추천한다.

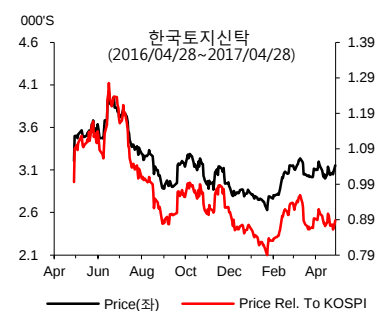
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	4,500원
종가(2017/04/28)	3,165원

Stock Indicator

자본금	252십억원
발행주식수	25,249만주
시가총액	799십억원
외국인지분율	3.6%
배당금(2016)	75원
EPS(2017E)	376원
BPS(2017E)	2,607원
ROE(2017E)	15.8%
52주 주가	2,640~4,020원
60일평균거래량	1,267,760주
60일평균거래대금	3.9십억원

Price Trend



<표 1> 한국토지신탁 1Q17 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q17(F)	1Q16	4Q16	%YoY	%QoQ	기존추정	%Diff	컨센서스(1M)	%Diff
영업수익	49	47	51	3.1	-4.6	45	8.0	45	8.9
영업이익	29	27	33	9.3	-10.0	29	2.3	30	-1.2
순이익	23	21	22	6.9	2.0	22	3.0	24	-5.5
영업이익률	59.8	56.4	63.4			63.1			
순이익률	46.7	45.1	43.7			49.0			

자료: 한국토지신탁, FnGuide, 하이투자증권

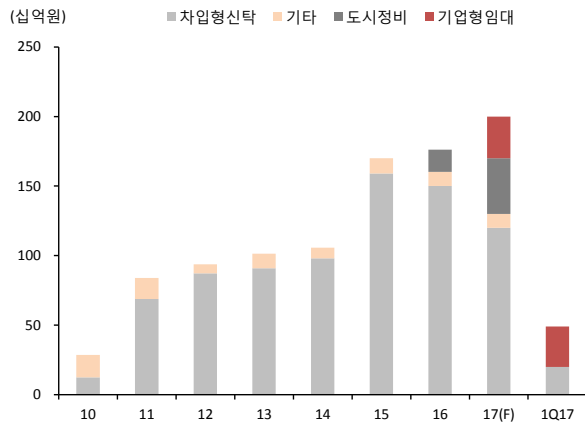
<표 2> 한국토지신탁 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(F)	2Q17(F)	3Q17(F)	4Q17(F)	2016(A)	2017(F)	2018(F)
영업수익	47	38	41	51	48.9	50	49	51	178	199	202
수수료수익	26	30	33	46	33.5	34	34	35	135	136	131
이자수익	8	8	8	9	11.3	13	13	14	33	51	56
기타	14	0	1	-4	4.1	3	3	2	10	11	15
영업이익	27	25	30	33	29.3	31	30	32	114	122	123
세전이익	28	25	31	29	29.9	31	31	32	113	125	126
순이익	21	19	23	22	22.9	24	24	25	86	95	96
영업이익률	56.4	64.8	72.9	63.4	59.8	61.6	61.5	62.7	64.0	61.4	60.8
세전이익률	58.9	65.3	74.9	57.4	61.1	62.9	62.7	63.9	63.6	62.7	62.1
순이익률	45.1	49.3	56.6	43.7	46.7	48.1	48.0	48.9	48.3	47.9	47.5

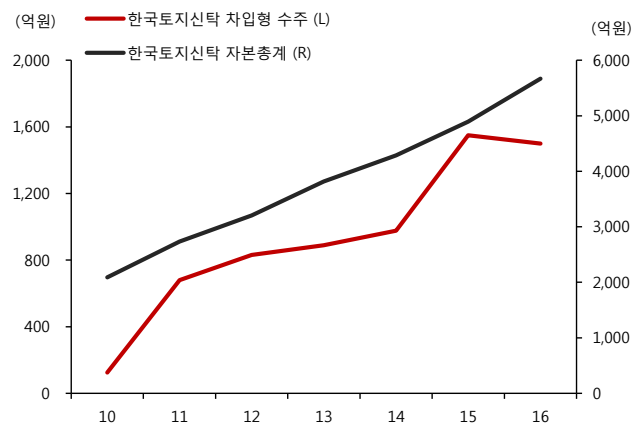
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<그림 1> 한국토지신탁 신규수주 추이 및 전망



자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<그림 2> 한국토지신탁 차입형 수주와 자본총계 추이



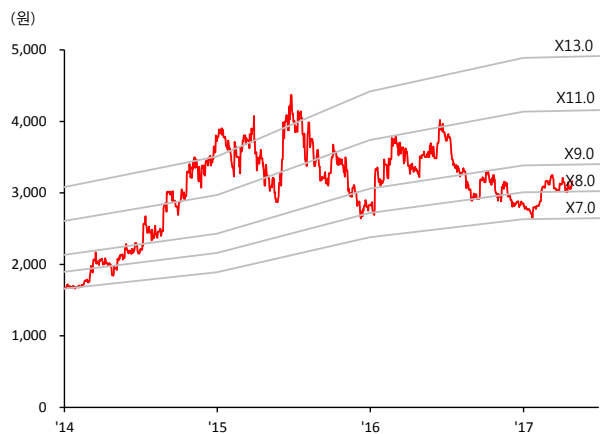
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<표 3> 한국토지신탁이 2017년 수주 추진 중인 도시정비사업 리스트: 사업대행자 방식 위주로 접근

사업명	규모(세대수)	진행상황	예상 신탁보수(억원)	예상 수주시기	수주 가능성
인천 부개3구역 재개발 사업	532	- 관리처분인가신청('17.01.06) - 신탁등기 접수 중 (32.8%)	49	17년 상반기	수주유력
부산 동삼 1구역 재개발 사업	1,999	- 사업대행자 지정총회(상반기)	165	17년 하반기	수주유력
부산 범일 3구역 도시환경정비사업	1,158	- 시공사 참여조건 협의 중	100	17년 하반기	수주유력
서울 신당 제8구역 재개발 사업	1,250	- 사업대행자 지정총회(상반기)	180	17년 하반기	수주추진

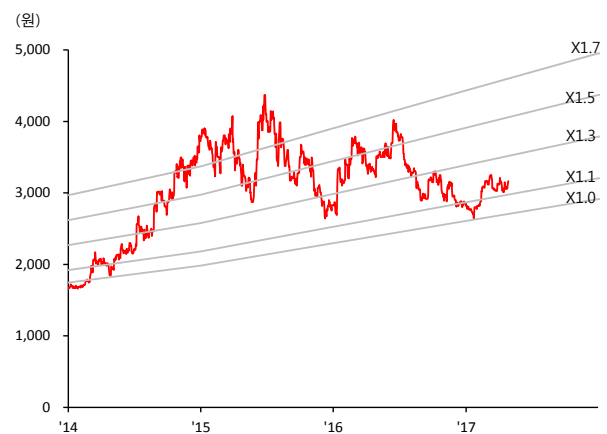
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<그림 3> 한국토지신탁 12개월 Forward PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 4> 한국토지신탁 12개월 Forward PBR Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위: 십억원)			
	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	54	132	290	307
현금및현금성자산	21	99	257	284
기타금융용자산	737	861	751	709
신탁계정대	580	704	611	571
(대손충당금)	19	23	32	42
기타대출채권	181	186	190	198
(대손충당금)	6	7	7	8
비유동자산	139	167	188	188
매도가능금융자산	14	42	63	63
자산총계	930	1,160	1,229	1,204
유동부채	63	63	67	70
단기차입금	0	0	2	2
유동성장기부채	0	0	2	2
비유동부채	300	454	444	339
사채	150	300	295	195
장기차입금	130	134	129	124
부채총계	363	517	511	409
지배주주지분	563	640	715	791
자본금	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5
이익잉여금	312	388	463	540
자본총계	566	643	718	795

현금흐름표	(단위: 십억원)			
	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-125	-29	206	151
당기순이익	86	95	96	99
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	1	0	0	0
기타금융용자산변동	-303	-125	109	52
투자활동현금흐름	-50	-28	-21	0
유형자산변동	0	0	0	0
매도금융자산변동	-4	-28	-21	0
재무활동현금흐름	173	135	-27	-124
사채변동	130	150	-5	-100
장기차입금변동	55	4	-5	-5
배당금지급	-15	-19	-21	-22
현금및현금성자산변동	-2	78	158	27
기초현금및현금성자산	23	21	99	257
기말현금및현금성자산	21	99	257	284

자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

손익계산서	(단위: 십억원, %)			
	2016	2017F	2018F	2019F
영업수익	178	199	202	201
증감률(%)	28.7	11.6	1.9	-0.8
수수료수익	135	136	131	130
이자수익	33	51	56	54
기타수익	10	11	15	17
영업비용	64	77	79	75
판관비	43	47	43	42
이자비용	6	15	15	11
신탁계정대손상각비	0	10	20	20
기타대손상각비	2	1	1	1
기타영업비용	13	4	1	1
영업이익	114	122	123	126
증감률(%)	28.7	7.0	0.9	2.5
영업이익률(%)	64.0	61.4	60.8	62.8
영업외수익	4	4	4	4
영업외비용	4	1	1	1
세전계속사업이익	113	125	126	129
세전이익률(%)	63.6	62.7	62.1	64.1
법인세비용	27	29	30	30
당기순이익	86	95	96	99
순이익률(%)	48.3	47.9	47.5	49.0
지배주주귀속순이익	86	95	96	98

주요투자지표	(단위: 십억원, %)			
	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)				
EPS	340	376	380	389
BPS	2,296	2,607	2,913	3,226
DPS	75	80	85	86
Valuation(배)				
PER	8.4	8.4	8.3	8.1
PBR	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.0	9.1	7.7	6.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.4	15.8	14.2	13.1
ROA	10.8	9.1	8.0	8.1
EBITDA이익률	64.4	61.5	60.9	62.9
배당수익률	2.6	2.5	2.7	2.7
부채비율	64.2	80.5	71.2	51.5
순부채비율	45.8	52.2	23.9	4.9

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-01-09	Buy	4,500
2015-09-01(담당자변경)	Buy	5,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:장문준\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-