

2017/05/12

건설 장문준

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

# 한국토지신탁(034830)

## 서프라이즈로 답하는 자 누구입니까

### ■ 1Q17 Review: 깔끔한 어닝 서프라이즈

2017년 1분기 한국토지신탁은 연결기준 영업수익 544억원(+14.6%YoY, +6.1%QoQ), 영업이익 371억원(+38.6%YoY, +14.1%QoQ), 순이익 286억원(+33.6%YoY, +27.4%QoQ)의 잠정실적을 발표하였다.

전년 동기의 경우 127억원의 대손충당금 환입으로 영업수익이 큰 폭으로 증가한 바 있다. 이에 따라 기저효과 존재함에도 불구하고 금년 1분기 본격적인 공정진행으로 수수료수익(+50.0%YoY)과 이자수익(+45.1%YoY)이 빠르게 증가하며 영업수익이 시장기대치를 상회하였다.

비용측면에서는 전년도 연 2회(2분기, 4분기) 반영되던 인센티브가 금년에는 연 4회(각 20억원) 반영되는 것으로 변경되며 1분기 판관비 증가가 있었으나 대손상각비 등 특이 비용이 발생되지 않으며 영업이익과 순이익 모두 시장기대치를 크게 상회하였다.

### ■ 포트폴리오 다변화로 신규수주 순항

2017년 1분기 동사의 신규수주는 490억원, 4월까지의 신규수주는 680억원으로 파악된다. 청천 2구역 기업형임대주택 수주금액 290억원을 제외한 차입형 토지신탁 수주금액은 1분기 200억원, 4월 기준 390억원이다. 전년도 수주한 대전 용운동 재건축에 이어 금년 하반기부터는 부산동삼 1구역, 부산범일 3구역, 인천학익 1구역 등 추가적 도시정비사업 수주가 가능할 것으로 기대되는데 이에 올해 신규수주는 2,000억원에 이를 전망이다.

### ■ 검증된 어닝파워, 자본을 겸비한 1등 신탁사

한국토지신탁에 대해 투자자의견 Buy, 목표주가 4,500원을 유지한다. ①주력인 지방을 중심으로 업황 둔화에 대한 우려 존재하나 재개발·재건축 등에서 성장동력을 확보하고 있다. ②특히 신탁사 입장에서 자본투입이 거의 이루어질 필요가 없는 사업대행자 방식의 재개발·재건축 사업추진에 집중함으로써 한정된 자본을 효과적으로 활용 할 수 있을 전망이다. ③분기를 거듭하며 기본적인 어닝파워가 확인되는 가운데 ④2017년 기준 PER 8.3배, PBR 1.3배로 밸류에이션 부담도 적은 만큼 동사를 매수 추천한다.

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	4,500원
종가(2017/05/11)	3,320원

#### Stock Indicator

자본금	252십억원
발행주식수	25,249만주
시가총액	838십억원
외국인지분율	3.5%
배당금(2016)	75원
EPS(2017E)	399원
BPS(2017E)	2,631원
ROE(2017E)	16.7%
52주 주가	2,640~4,020원
60일평균거래량	1,293,059주
60일평균거래대금	4.0십억원

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; 한국토지신탁 1Q17 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q17(F)	1Q16	4Q16	%YoY	%QoQ	기준추정	%Diff	컨센서스(1M)	%Diff
영업수익	54	47	51	14.6	6.1	45	20.1	45	21.2
영업이익	37	27	33	38.6	14.1	29	29.7	30	25.3
순이익	29	21	22	33.6	27.4	22	28.6	24	18.0
영업이익률	68.2	56.4	63.4			63.1			
순이익률	52.5	45.1	43.7			49.0			

자료: 한국토지신탁, FnGuide, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 한국토지신탁 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(A)	2Q17(F)	3Q17(F)	4Q17(F)	2016	2017(F)	2018(F)
영업수익	47	38	41	51	54.4	50	50	54	178	208	212
수수료수익	26	30	33	46	38.5	36	35	36	135	146	141
이자수익	8	8	8	9	11.8	12	13	14	33	51	56
기타	14	0	1	-4	4.1	2	2	3	10	11	15
영업이익	27	25	30	33	37.1	31	32	30	114	129	131
세전이익	28	25	31	29	37.6	32	32	31	113	132	133
순이익	21	19	23	22	28.6	24	25	24	86	101	102
영업이익률	56.4	64.8	72.9	63.4	68.2	62.9	63.0	55.4	64.0	62.2	61.8
세전이익률	58.9	65.3	74.9	57.4	69.0	64.1	64.2	56.9	63.6	63.4	63.0
순이익률	45.1	49.3	56.6	43.7	52.5	49.2	49.3	43.7	48.3	48.5	48.2

자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

&lt;표 3&gt; 한국토지신탁 2017년 1분기 실적 상세

구분	금액(억원)	비고
영업수익 (544억원)	1) 수수료수익	385
	- 토지신탁수수료	303 당분기 입주현장 8개
	- 기타수수료	82 리츠운용보수 23억, 부동산펀드 운용수익 21억 등
	2) 이자수익	118 1Q말 기준 신탁계정대 5,400억원
	3) 기타수익	41 대손충당금 환입액 27억
영업비용 (173억원)	1) 판관비	138 인센티브 분기별 안분 20억원 반영
	2) 이자비용	35

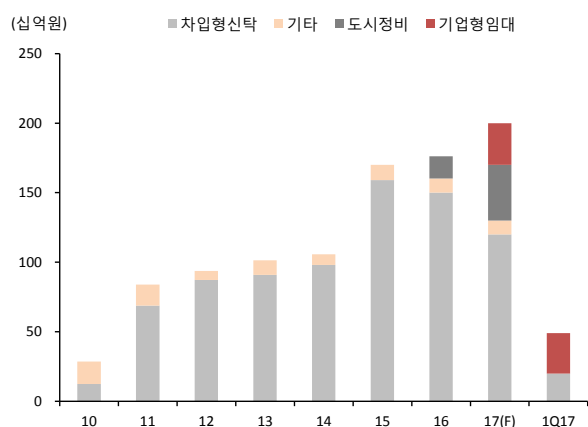
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

&lt;표 4&gt; 한국토지신탁 수익예상 변경

	변경후		변경전		차이	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
영업수익	208	212	199	202	4.7	4.5
영업이익	129	131	122	123	6.1	6.2
세전이익	132	133	125	126	6.0	6.1
순이익	101	102	95	96	6.0	6.1

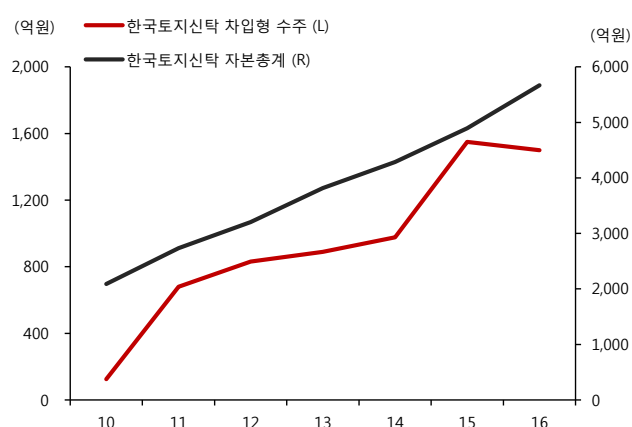
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 한국토지신탁 신규수주 추이 및 전망



자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 한국토지신탁 차입형 수주와 자본총계 추이



자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

&lt;표 5&gt; 한국토지신탁은 ①사업화 가능성이 높고 ②초기비용투입이 적은 사업대행자 방식의 재개발·재건축 수주에 집중

구분	사업시행자방식	사업대행자 방식
구조도		
근거	도시및주거환경정비법 8조	도시및주거환경정비법 9조
사업주체(차주)	신탁사	조합
참여조건	토지등소유자의 3/4 동의 및 1/3 신탁	조합원의 과반수 동의 및 1/3 신탁
조합설립	불필요	필요
참여시기	정비계획수립(구역 지정 후 사업초기 단계)	조합설립 이후
장점	① 신탁사 주도의 사업추진 가능 ② 사업일정 단축가능(조합설립 불필요) ③ 신탁사 참여로 자금조달 문제 해결	① 신탁사 참여로 자금조달 문제 해결 ② 시행자방식 대비 참여조건 유리 ③ 조합총회 결의만의 사업대행자 지정 가능 ④ 관리처분인가 후 사업참여 시 조기분양 및 착공가능
리스크	① 대표기구인 조합부재로 개별소유자와 직접소통 ② 인허가 리스크 존재 ③ 사업초기 자금부담 ④ 주택도시보증공사 보증 시 신탁사가 차주 부담 ⑤ 신탁사 부채비율 증가	① 조합이 존재하므로 신탁사 주도 사업에 어려움 ② 사업수지 등이 시행자방식에 비해 낮을 가능성 ③ 관리처분인가가 아닌 조합설립 후 참여시 인허가리스크

자료: 한국토지신탁, 대한토지신탁, 하이투자증권

&lt;표 6&gt; 한국토지신탁이 2017 년 수주 추진 중인 도시정비사업 리스트: 사업대행자 방식 위주로 접근

사업명	규모(세대수)	진행상황	예상 신탁보수(억원)	예상 수주시기	수주 가능성
부산 동삼 1구역 재개발 사업	1,999	- 사업대행자 지정총회(상반기)	150~200	17년 하반기	수주유력
부산 범일 3구역 도시환경정비사업	1,158	- 사업대행자 지정총회(상반기)	100~130	17년 하반기	수주유력
인천 학익 1구역 재개발 사업	1,532	- 사업대행자 지정총회(상반기)	100~130	17년 하반기	수주유력
서울 흑석 11구역 재개발 사업	1,300	- 사업대행자 지정총회(하반기)	-	17년 하반기	수주추진

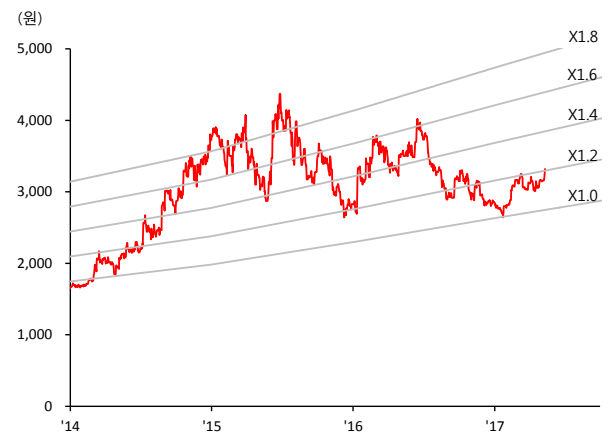
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<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	136	306	309
현금및현금성자산	21	103	273	286
기타금융용자산	737	863	746	721
신탁계정대	580	704	602	580
(대손충당금)	19	21	29	39
기타대출채권	181	186	190	198
(대손충당금)	6	7	7	8
비유동자산	139	167	188	188
매도가능금융자산	14	42	63	63
자산총계	930	1,166	1,240	1,219
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	645	725	805
자본금	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5
이익잉여금	312	394	474	554
자본총계	566	649	729	809

현금흐름표	(단위: 십억원)			
	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-125	-25	219	138
당기순이익	86	101	102	104
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	1	0	0	0
기타금융용자산변동	-303	-127	117	35
투자활동현금흐름	-50	-28	-21	0
유형자산변동	0	0	0	0
매도금융자산변동	-4	-28	-21	0
재무활동현금흐름	173	135	-28	-125
사채변동	130	150	-5	-100
장기차입금변동	55	4	-5	-5
배당금지급	-15	-19	-22	-23
현금및현금성자산변동	-2	82	170	13
기초현금및현금성자산	23	21	103	273
기말현금및현금성자산	21	103	273	286

자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

손익계산서	(단위: 십억원, %)			
	2016	2017F	2018F	2019F
영업수익	178	208	212	210
증감률(%)	28.7	16.8	1.7	-0.8
수수료수익	135	146	141	138
이자수익	33	51	56	54
기타수익	10	11	15	17
영업비용	64	79	81	77
판관비	43	51	45	44
이자비용	6	15	16	11
신탁계정대손상각비	0	8	18	20
기타대손상각비	2	1	1	1
기타영업비용	13	4	1	1
영업이익	114	129	131	133
증감률(%)	28.7	13.5	1.1	1.6
영업이익률(%)	64.0	62.2	61.8	63.3
영업외수익	4	4	4	4
영업외비용	4	1	1	1
세전계속사업이익	113	132	133	135
세전이익률(%)	63.6	63.4	63.0	64.5
법인세비용	27	31	31	32
당기순이익	86	101	102	104
순이익률(%)	48.3	48.5	48.2	49.3
지배주주귀속순이익	86	101	102	103

주요투자지표	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)				
EPS	340	399	403	409
BPS	2,296	2,631	2,955	3,283
DPS	75	80	85	86
Valuation(배)				
PER	8.4	8.3	8.2	8.1
PBR	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.4	8.8	7.4	6.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.4	16.7	14.9	13.5
ROA	10.8	9.6	8.5	8.4
EBITDA이익률	64.4	62.3	61.9	63.4
배당수익률	2.6	2.4	2.6	2.6
부채비율	64.2	79.8	70.2	50.6
순부채비율	45.8	51.1	21.4	4.6

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

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 %	-