

# 한국토지신탁 (034830)

최정욱, CFA  
chunguk.cho@daishin.com

투자 의견 **BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가 **4,800**

상향

현재주가 **3,420**

(17.10.12)

부동산신탁

# 하반기 사상 최대의 수주 실적 경신 예상

투자 의견 매수 유지, 목표주가는 4,800원으로 12% 상향

- 목표가 상향의 배경은 3~4분기 대폭적인 수주 증가 예상 및 신탁계정대 확대에 따른 이자수의 증가 요인 등을 감안해 2017년 이후의 이익추정치를 상향했기 때문
- 목표주가는 2017년 추정 BPS 대비 목표 PBR 1.7배를 적용해 산출(지속가능 ROE 15% 가정)
- 한국토지신탁 3분기 영업이익과 순이익은 458억원과 350억원으로 전년동기대비 각각 52.1%와 49.7% 증가할 것으로 추정. 전분기대비로는 감소하지만 2분기에는 대규모 일회성 이익인 동부건설 지분법이익이 482억원 가량 발생했다는 점을 감안하면 경상 이익 증가 추세가 지속되는 셈
- 3분기 신규 수주는 약 700억원으로 추정(차입형 590억원, 도시정비 110억원). 분기 수주 규모로는 2015년 4분기 820억원에 이어 두번째로 큰 규모임. 4분기에 도시정비사업 부문에서 580억원 내외의 수주가 예정되어 있고, 차입형토지신탁 수주 추세를 감안시 4분기에도 900억원에 육박하는 수주 실적을 기록할 전망. 2017년 연간 수주 규모는 2,400억원을 상회해 2016년 대비 37% 증가 예상

하반기부터 신탁계정대 확대에 의해 이자수의 증가도 본격화될 전망

- 2016년 4분기부터 5,700억원대를 계속 유지하던 신탁계정대가 3분기에는 6,500억원 이상으로 확대 예상. 차입형토지신탁 수주가 2015년부터 급증했고, 준공 직전부터 6개월~1년 사이에 신탁계정대 자금 투입이 가장 활발할 수 밖에 없는 구조를 감안하면 올해 하반기부터 신탁계정대가 크게 증가할 것으로 추정. 연말에는 7,500억원 수준까지 늘어나면서 이자수의 증가에 기여할 듯
- 신탁계정대 확대는 부동산 경기 둔화에 따른 분양률 저하 시 유동성 리스크 증가 및 대손비용 상승 등을 유발할 수 있지만 차입형토지신탁의 리스크 해지범위가 30~40%대에 달하는데다 동사의 경우 2016~2017년 중 약 3,000억원의 채권 발행을 통해 1,000억원 이상의 현금성 자산을 보유 중이고, 또한 1,000억원 가량의 한도대출도 확보하고 있어 리스크로 크게 번질 가능성은 높지 않다고 판단

계속되는 도시정비사업 수주 소식. 2018년에는 관련 수주 1,000억원 이상으로 확대 예상

- 3분기 중 부산 범일 3구역 도시환경정비사업 대행자로 지정 공사됐으며(예산보수 110억원), 전일에는 흑석 11구역의 사업대행자로 선정(예산보수 120억원). 4분기 중 도시정비사업에서 약 580억원의 수주 공사가 예정되어 있고, 2018년에는 관련 수주 1,000억원 이상으로 확대 예상
- 도시정비사업은 공정을 진행 시점에 다소간의 시간이 소요되기 때문에 매출 인식이 시작되기까지는 대략 2~3년 정도가 필요하지만 어쨌든 수주 확대에 성장 기대감은 이어질 수 있을 듯

(단위: 십억원 %)

구분	3Q16	2Q17	3Q17(F)			4Q17(F)				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	41	67	73	72	75.2	7.9	NA	82	60.2	13.5
영업이익	30	46	44	46	52.1	-0.8	NA	52	59.3	13.0
순이익	23	72	34	35	49.7	-51.6	31	39	73.8	11.2

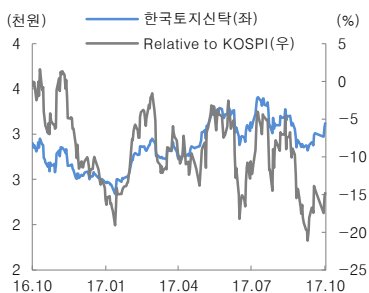
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	138	178	276	307	327
영업이익	89	114	181	193	206
당기순이익	68	86	175	149	159
EPS (원)	270	340	692	589	630
증감율 (%)	13.8	26.0	103.5	-15.0	6.9
Adj. BPS (원)	1,926	2,243	2,838	3,307	3,797
DPS (원)	60	75	120	120	140
PER (배)	10.5	8.4	4.9	5.8	5.4
PBR (배)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
ROE (%)	14.9	16.4	27.4	19.2	17.8
ROA (%)	11.6	10.9	17.4	13.1	13.0

KOSPI	2,474.76
시가총액	864십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	252십억원
52주 최고/최저	3,800원 / 2,610원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	7.29%
주요주주	리딩밸류2호사모투자 외 2 인 37.56% KB자산운용 14.54%

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	8.2	1.5	13.1	6.9
상대이익률	3.4	-1.9	-2.7	-12.2



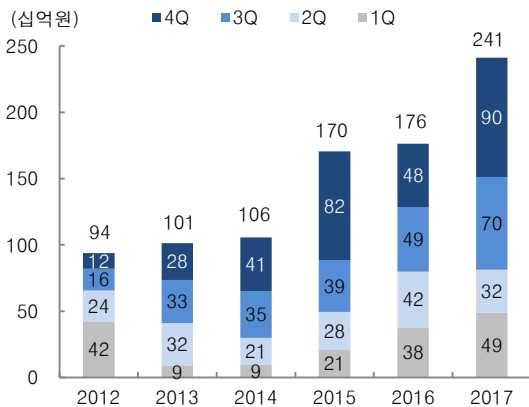
한국토지신탁 2017년 3분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원 %)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	(QoQ,%)	(YoY,%)
영업수익	41.3	51.3	54.4	67.1	72.3	7.9	75.2
수수료수익	32.8	46.0	38.6	49.6	55.4	11.6	68.9
이자수익	7.9	9.4	11.8	12.7	15.9	25.0	101.9
유가증권 평가 및 처분이익	0.3	0.6	1.3	0.1	0.0	-66.7	-84.0
기타수익	0.4	-4.7	2.8	4.7	1.1	-76.7	164.9
영업비용	11.2	18.8	17.3	20.9	26.5	27.1	137.2
이자비용	1.6	1.8	3.3	3.5	4.4	23.7	167.2
유가증권평가 및 처분손실	0.4	0.2	0.0	0.0	0.5	N/A	26.2
판매비와 관리비	8.4	15.2	13.8	13.7	16.5	19.9	95.7
기타비용	0.7	1.5	0.2	3.6	5.2	42.8	612.1
영업이익	30.1	32.5	37.2	46.2	45.8	-0.8	52.1
영업외손익	0.8	-3.1	0.4	48.0	0.0	-100.0	-101.8
세전이익	30.9	29.4	37.6	94.2	45.8	-51.4	48.0
법인세비용	7.5	7.0	9.0	22.0	10.8	-51.0	42.6
재배기업당기순이익	23.4	22.4	28.5	72.3	35.0	-51.6	49.7

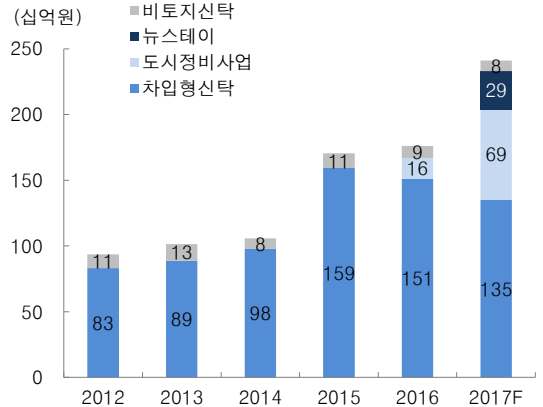
자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 한국토지신탁 분기별 수주 추이 및 전망



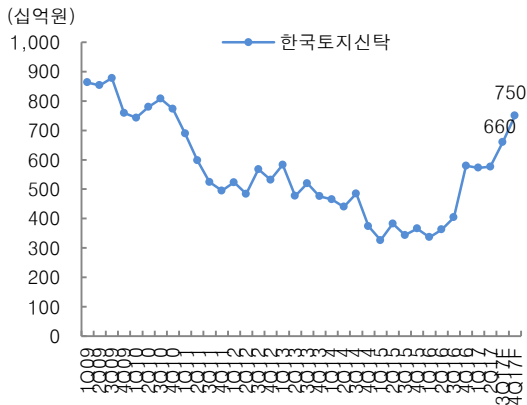
주: 3Q17, 4Q17 수주 규모는 예상치  
 자료: 한국토지신탁, 대신증권 Research&Strategy본부 추정

그림 2. 한국토지신탁 부문별 수주 추이 및 전망



자료: 한국토지신탁, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 한국토지신탁 신탁계정대 추이



자료: 한국토지신탁, 대신증권 Research&Strategy본부 추정

그림 4. 한국토지신탁 재건축/재개발 수주 추진 사업

구분	사업명	예산보수 (십억원)	지정고시 예정일자
대행자 방식	부산 범일 3구역 도시환경정비사업	11.0	'17 3분기
	서울 흑석 11구역	12.0	'17 4분기
시행사 방식	부산 동산 1구역 재개발 사업	19.0	'17 4분기
	인천 학익 1구역	12.0	'17 4분기
합계	서울 방배삼호아파트 재건축	15.0	'17 4분기
합계		69.0	-

자료: 한국토지신탁, 대신증권 Research&Strategy본부

## 한국토지신탁 수익추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
영업수익	263	281	276	307	5.0	9.3
영업비용	93	102	95	114	2.1	12.1
영업이익	170	179	181	193	6.6	7.7
영업외손익	51	2	49	3	-3.0	84.6
세전이익	220	181	230	196	4.4	8.4
당기순이익	167	137	175	149	4.4	8.4

자료: 대신증권 Research&amp;Strategy본부

## 한국토지신탁 Valuation

(단위: 원, 배, %)

<b>목표주가 (a*e)</b>	<b>4,800</b>
목표시기총액 (십억원)	1,212
현 주가 (2017.10.12)	3,420
상승 여력 (%)	40.4
<b>목표 PBR (a = (b-c) / (d-c))</b>	<b>1.7</b>
지속가능 ROE (b)	15.0
성장률 (c)	3.0
자기자본비용 (d)	10.1
현 PBR	1.2
<b>2017F BPS (e)</b>	<b>2,838</b>
<b>목표 PER</b>	<b>6.9</b>
현 PER	4.9
2017F EPS	692

자료: 대신증권 Research&amp;Strategy본부

재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업수익	138.5	178.0	275.9	306.8	326.7
수수료수익	97.4	134.8	205.0	220.0	224.0
이자수익	31.9	33.0	59.4	74.2	89.0
유가증권평가및처분이익	2.2	1.1	1.5	1.5	1.5
기타수익	7.0	9.1	10.1	11.1	12.2
영업비용	49.5	64.0	95.0	113.9	120.5
이자비용	1.3	5.9	15.8	17.4	19.1
유가증권평가및처분손실	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0
판매비와관리비	34.3	43.4	62.9	72.3	75.9
기타비용	13.6	14.1	15.5	23.3	24.5
영업이익	89.0	114.0	180.9	192.9	206.2
영업외수익	1.8	3.5	5.1	4.0	4.0
영업외비용	1.2	4.4	2.2	1.1	1.3
세전이익	89.6	113.1	230.2	195.8	208.9
법인세비용	21.5	27.2	55.4	47.1	49.9
자본기입당기순익	68.2	85.9	174.8	148.7	159.0

**수익성** (단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ROE	14.9	16.4	27.4	19.2	17.8
ROA	11.6	10.9	17.4	13.1	13.0

**Valuation** (단위: 원 배 %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	270.0	340.3	692.4	588.9	629.7
BPS	1,925.6	2,242.6	2,838.4	3,307.3	3,797.0
PER	10.5	8.4	4.9	5.8	5.4
PBR	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
배당상향	22.2	22.0	17.3	20.4	22.2
배당수율	2.1	2.6	3.5	3.5	4.1

자료: 한국토지신탁 대신증권 Research&Strategy 본부

**재무상태표** (단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
현금및예치금	23.0	21.2	23.3	25.6	28.2
유가증권	9.5	13.8	15.2	16.7	18.4
대출채권	505.4	737.2	869.2	962.2	991.0
고정자산	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
기타자산	114.7	156.0	171.6	188.7	207.6
자산총계	653.4	929.6	1,080.7	1,194.7	1,246.7
차입금	95.5	280.2	347.5	364.8	309.0
기타부채	71.7	83.8	16.6	-5.2	-21.0
부채총계	167.2	364.0	364.0	382.2	401.3
자본금	252.5	252.5	252.5	252.5	252.5
자본잉여금	6.3	4.8	4.8	4.8	4.8
기타포괄손익누계액	-1.3	6.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	240.7	311.8	456.3	574.7	698.3
비차배분	0.0	3.1	3.1	3.1	3.1
자본총계	486.2	566.2	716.7	835.1	958.7
자본총계(외부주주분제외)	486.2	563.2	713.6	832.0	955.6

**성장성** (단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산증가율	26.3	42.3	16.2	10.5	4.4
총대출증가율	2,789.5	45.9	17.9	10.7	3.0
매출증가율	-3.4	28.6	55.0	11.2	6.5
판매비증가율					7.2
영업이익증가율	10.1	28.1	58.7	6.6	6.9
당기순이익증가율	13.8	26.0	103.5	-15.0	6.9

**재무적용성** (단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
부채비율	34.4	64.3	50.8	45.8	41.9
레버리지비율	134.4	164.2	150.8	143.1	130.0

[Compliance Notice]

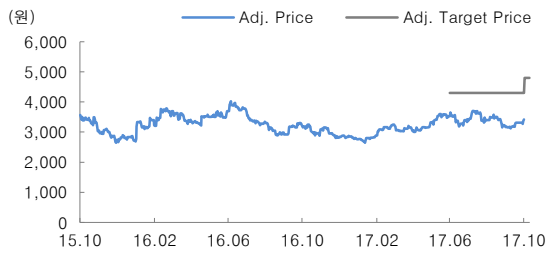
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(담당자: 최정옥)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국토지신탁(034830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	17.10.13	17.08.08	17.07.14	17.06.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	4,800	4,300	4,300	4,300
과다율(평균%)		(20.99)	(19.28)	(21.17)
과다율(최대/최소%)		(13.72)	(13.72)	(15.00)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20171009)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	77.1%	22.0%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상