

# 부동산 신탁업

## 별들의 전쟁

### 금융시장 개방의 첫 대상, 부동산 신탁업

금융위원회가 보험과 부동산 신탁업을 금융업 시장개방의 첫 대상으로 정하며 10년간 11개사 체제로 유지돼 온 부동산 신탁업의 진입장벽이 허물어지고 있다. 향후 은행/증권/건설사 등 다양한 주체의 신규 진출이 예상된다.

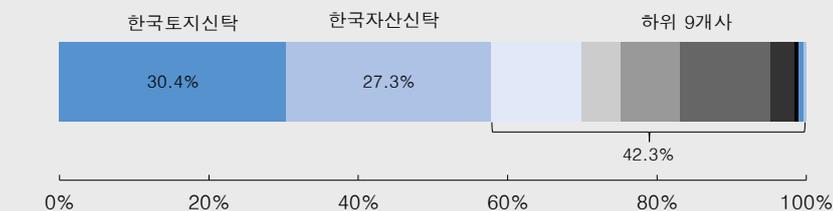
### 신탁업 개방 시 총량적 시장 확대의 순기능 예상

우려와 달리 신탁시장 개방 시 총량적 시장 확대와 경쟁력 제고의 순기능을 예상한다. 실제 5개사가 신규 진출한 2010년 이후 3년간 차입형신탁은 2배 남짓 성장했고 여전히 분양시장에서 차입형신탁 비중은 7%에 그친다. 만약 금융사가 신탁업에 진출한다면 여신과 신탁기능이 모두 가능해 신탁방식을 확산시키는 계기를 만들 수 있다. 그간 부동산 시장은 분양불 계약은 물론, PF지급보증으로 시공사가 리스크와 수익을 모두 지는 불균형적 자본구조에 관대했다. 이제 리스크 분산 욕구가 커지며 재보험 기능을 강화하는 금융구조가 선호되는 추세다. 이 역시 신탁시장 확대에 우호적인 시장 변화다.

### 차입형신탁/정비사업은 전통 신탁사 고유의 역량

시장 개방에 따른 시장 확대의 이면에는 관리형신탁이나 대리사무에 의존해 온 하위 신탁사의 어려움이 예상된다. 잠재적 진출자로 자본력이 강한 금융사가 거론된다. 그 중 보수적 성향으로 여신에 치중해 온 은행/보험사의 영향력은 크지 않을 전망이다. 증권사는 기존 부동산 업무와의 시너지와 정보력으로 경쟁자로 부상할 수 있다. 그러나 차입형신탁의 핵심은 여신보다 개발 전문성, 분쟁 조정기능이라는 점에서 상위 2개 신탁사는 시장 확대의 장점을 누리며 고유의 성장을 지킬 것이다. 한국토지신탁은 올해도 최대 수주를 경신할 전망이다. 2018F PER은 4배 미만이다. ROE 둔화로 목표주가를 19% 하향하나 밸류에이션 매력이 높다. 막연한 공포를 거두자.

### 부동산신탁사 차입형신탁 원본 기준 2017년 점유율

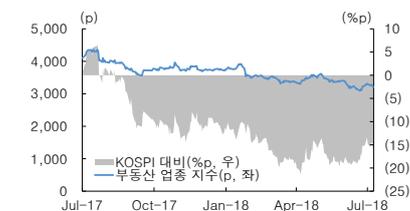


자료: 금융감독원, 한국투자증권

## 비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
한국토지신탁	매수	4,200원(하향)
한국자산신탁	NR	-

### 12개월 업종 수익률



자료: 한국투자증권

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

# Contents

<b>I. Executive summary</b>	<b>2</b>
<hr/>	
1. 부동산 신탁업 개방	
2. Valuation	
<b>II. 한국만의 부동산 신탁업</b>	<b>6</b>
<hr/>	
1. 시대변화와 함께 성장한 신탁업	
2. 차입형토지신탁 개념	
3. 신탁업계 리뷰	
4. 재건축에서 활로를 찾다	
5. 진화하는 PF구조화 금융과 신탁사의 역할	
<b>III. 부동산신탁 개방 시나리오</b>	<b>19</b>
<hr/>	
1. 신규 인가 허용될까	
2. 은행: 거대 자본을 등에 업고	
3. 증권: 다크호스의 잠재력	
4. 건설사: 리츠 등 구조화 상품에 관심	
5. 전통 부동산신탁사의 고유한 강점	
<b>용어해설</b>	<b>26</b>
<hr/>	
<b>기업분석</b>	<b>27</b>
<hr/>	
한국토지신탁(034830)	
한국자산신탁(123890)	

## 리포트 작성 목적

- 보험/부동산 신탁업이 금융업 시장개방의 첫 대상으로 지정되며 시장 개방 예상
- 금융사와 건설사가 잠재적 진출자로 거론되는 상황에서 주체별 경쟁력 분석
- 핵심역량은 자본력 외에도 전문성과 분쟁 조정기능이라는 점에서 상위 2개 신탁사는 시장 확대의 순기능을 흡수하며 고유의 성장 예상, 이에 대한 근거 제시

# I. Executive summary

## 1. 부동산 신탁업 개방

금융위, 부동산 신탁업  
시장 개방 방침 정해

금융위원회가 보험과 부동산 신탁업을 금융업 시장 개방의 첫 대상으로 정하며 2010년부터 큰 변화 없이 11개사 체제로 유지돼 온 신탁업의 진입장벽이 허물어지고 있다. 금융위는 8월 말까지 관련 시장의 경쟁도 평가를 마무리하고 추가 인가 신청이 들어오면 절차에 착수할 방침이며 연내 신규 인가가 예상된다.

[그림 1] 11개 부동산신탁사(2018년 현재 기준)



자료: 각사, 한국투자증권

부동산 신탁업의 주가 하락  
그러나 적절한 진입정책이  
운영된다면 신탁사의 저변이  
확대되는 순기능 가능

금융위가 보험과 부동산 신탁업을 시장개방의 첫 대상으로 정한 이유는 시장 수요가 가장 큰 업종으로 판단했기 때문이다. 시장 개방의 가능성이 높아지며 부동산 신탁업의 주가는 크게 하락했다. 그러나 우리는 적절한 진입정책이 운영된다면 그간 법적 한계와 인지도 부족으로 신탁사의 진출이 어려웠던 수도권 등 핵심 시장의 진출이 활발해지는 순기능이 가능할 것으로 판단한다. 실제 2006년부터 2010년까지 5개의 신탁사가 신규 진출하며 차입형신탁 시장은 2010~2013년 무려 93% 성장한 바 있다.

현재 신탁업에 관심을 보이는 주체는 증권사와 은행 등 자본력을 등에 업은 금융사와 건설사다. 주체별로 예상되는 영향은 다음과 같다.

건설사가 신탁업에 진출할  
가능성이나 시너지 낮아

1) 건설사가 신탁업에 진출할 가능성이나 시너지는 낮다. 건설사의 주요 수익은 시공수익이므로 고객의 수익을 극대화하는 신탁업과 이해관계가 상충된다. 건설사가 신탁업에 진출한다면 주택/상업용 건물 등 임대사업을 위한 구조화 금융의 vehicle을 확보한다는 차원에서 접근할 가능성이 크다.

은행이나 보험사의 신탁업  
진출 시 영향력은 크지 않을  
전망

2) 금융권은 수익 다변화의 차원에서 신탁업 진출 허가를 요청한 것으로 알려진다. 이 중 은행이나 보험사의 신탁업 진출 시 영향력은 크지 않을 전망이다. 은행 계열로 이미 KB, 하나 등이 신탁업에 진출한 상황인데, 지난 20년간 상위 2개사(한국토지신탁, 한국자산신탁)와의 격차는 더욱 벌어졌다. 은행 특유의 보수적 성향, 상위 신탁사 대비 약한 부동산 전문성이 제약요인이다.

증권사는 유력한 경쟁자가  
될 수 있어

3) 증권사는 다크호스가 될 수 있다. 이미 부동산 금융수익에서 상당한 수익을 거두고 있다. 금융위기 이후 시장 침체기에도 ‘미분양 담보확약 PF’ 등 새로운 유형의 PF구조화 금융으로 수익을 올렸다. 증권사가 신탁업에 진출할 경우 전문 신탁사보다 개발역량은 다소 떨어지더라도 여신과 신탁기능을 활용해 토지비와 건축비 조달이 모두 가능하다는 점에서 진출할 수 있는 시장 저변이 넓어진다.

증권사가 신탁업 진출 시  
여신과 신탁기능 모두 가능,  
총량적인 시장 확대 예상

유력한 경쟁사가 출현한다고 해서 반드시 기존 신탁사의 수익을 훼손하는 것은 아니다. 신탁사는 신탁법상 신탁원본인 토지에 자금대여가 금지돼 있어, 시행사의 토지비 확보가 용이한(토지비 부담이 적은) 지방 시장 위주로 활동해 왔다. 최근 신탁사가 정비사업에 집중하는 것도 토지가 이미 확보돼 있기 때문이다. 만약 증권사가 신탁업에 진출해 토지 확보(기존의 여신기능 활용)와 건축비 조달(신탁기능 활용)을 모두 소화하는 방식으로 토지비 부담이 큰 핵심 수도권 지역에도 신탁방식 진출의 물꼬를 터준다면 기존 신탁사들은 자연스럽게 시장 확대의 긍정적 효과를 누릴 수 있다.

리스크 관리 강화 트렌드는  
신탁방식 확산에 우호적

신탁방식이 확산될 수 있는 또 다른 환경 변화는 리스크 관리 강화 트렌드다. 부동산 개발이 활발하던 금융위기 이전 주요 금융방식은 시공사의 신용에 전적으로 의지하는 불균형적인 것이었다. 시공사는 분양불(분양률에 따라 기성대금을 수령하며 분양률이 저조할 경우 자체자금으로 해결) 계약이 당연했고 심지어 PF지급 보증 구조도 만연했다. 시공사가 리스크와 수익을 지는 구조였다. 그러나 금융위기 이후 리스크를 분산하는 구조로 변화하고 있다. ‘미분양 담보 확약’, ‘책임준공 확약’ PF 등이 2012~2014년, 부동산 금융의 과도기적 시기에 탄생한 변형된 PF구조다.

2017년 말부터 부동산 금융  
구조에서 ‘재보험 수단’ 요구

2015~2016년, 분양시장 호황기에는 이 같은 ‘재보험 수단’을 요구하는 금융방식이 한동안 사라졌다가, 2017년 말부터 다시 부상하고 있다. 다소 차분해지는 분양시장을 반영해 리스크 회피 심리가 강해지며 대주는 다수의 참여자에게 신용보강을 요구하고 있다. 신탁사는 시공사의 신용보강이나 신탁대지급금 투입을 통해 프로젝트의 원활한 진행을 돕는다. 시장 환경과 제도적 변화 모두 부동산 개발에서 신탁방식의 확산을 촉진하고 있다.

## 2. Valuation

신탁업의 de-rating 이유는 지방 분양시장 침체와 신탁시장 개방 우려

부동산 신탁업은 빠르게 de-rating 중이다. 부동산 경기 둔화는 모든 관련 업종이 직면한 문제지만 특히 신탁업종이 극단적 저평가에 머무르는 이유는 1) 주요 시장이던 지방의 분양시장 침체, 2) 신탁시장 개방에 따른 경쟁심화 우려다.

신탁사는 건설사나 시행사 대비 BEP 분양률이 낮아

지방 주택시장의 침체는 피할 수 없지만 신탁사는 건설사나 시행사 대비 BEP 분양률이 낮다는 안정성이 있다. 시행사/ 건설사의 BEP 분양률이 90%인 사업장의 경우, 신탁사의 BEP는 70%대로 분석된다. 신탁사업에서 신탁사는 신탁보수나 신탁대지급금 회수에 있어 대주나 위탁자보다 선순위이기 때문이다. 신탁사는 지방시장 침체를 극복하기 위해 새로운 금융구조 상품인 ‘책임준공 협약 관리형 신탁’이나 재건축/도시재생사업 등 정비사업에서 활로를 찾고 있다. 정비사업은 사업 추진 기한을 단축하고자 하는 조합의 니즈와 토지 확보 부담이 없다는 점에서 신탁사의 니즈가 부합한다.

상위사의 주력 사업인 차입형신탁은 금융 형태지만 결과론적으로는 개발사업

상위 신탁사들의 주력 사업인 차입형신탁은 금융의 형태를 띠고 있지만 결과론적으로는 개발사업이다. 유력한 잠재적 경쟁자는 금융사지만 이들의 전문성은 여신에 있다. 신탁사는 사업성 분석 능력뿐 아니라 분양률이 저조할 때 위기관리 능력, 개발 과정에서 위탁자/시공사/협력업체/관공서 등 다양한 이해관계자의 이해 조정능력을 발휘한다.

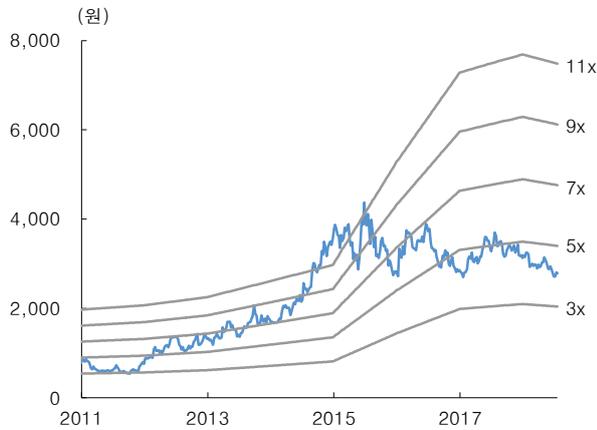
시장 개방 초기에는 관리형 신탁 위주로 경쟁 심화 예상

따라서 시장 개방 초반에는 관리형신탁 위주로 경쟁 심화가 예상된다. 2000년대 초반 1%였던 관리형신탁 수수료는 현재 0.1~0.2%까지 하락했음에도 추가 출혈이 있을 수 있다. 이에 피해 주체는 관리형신탁에 치중한 하위 신탁사들로 판단한다. Top 2인 한국토지신탁과 한국자산신탁의 주요 수익원은 차입형신탁이라는 점에서 영향권 밖이다.

한국토지신탁, 2018년에도 사상 최대치 수주와 실적 이어감에도 PER 4배 미만

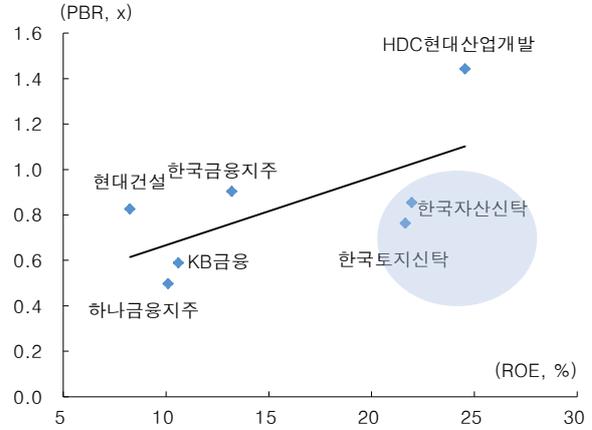
어수선한 분위기 속에서도 1위인 한국토지신탁의 실적 성장은 놀랍다. 2017년 1,915억원의 사상 최대 수주를 기록한 데 이어, 2018년에도 2,200억원의 수주가 예상된다. 2015년부터 수주가 급성장했기에 2017년부터 매분기 실적 서프라이즈를 이어가고 있다. 올해의 수주 추이로 볼 때 2020년까지도 변함 없는 실적 성장이 예상된다. 2018F PER은 4배 미만이다. 막연한 우려가 지배하고 있지만 새로운 제도 변화가 나타나더라도 전문성과 자본력을 모두 갖춘 top 2는 고유의 성장을 지속할 전망이며 여기에 투자 기회가 있다.

[그림 2] 한국토지신탁 PER 밴드



자료: 한국토지신탁, 한국투자증권

[그림 3] PBR-ROE matrix(2018F 기준)



자료: 각사, FnGuide, 한국투자증권

<표 1> 한국토지신탁 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017	2018F	2019F
신규수주	27.0	74.3	27.0	28.6	36.7	50.4	52.0	80.9	170.4	176.2	191.5	220.0	200.0
차입형	25.0	72.3	25.0	(5.8)	13.5	44.3	20.0	42.2	159	151	117	120	100
도시정비	-	-	-	-	18.9	-	30.0	21.1	-	16	35	70	70
관리형	2.0	2.0	2.0	34.4	4.3	6.1	2.0	17.6	11	9	40	30	30
영업수익	54.4	67.1	63.0	65.5	72.8	71.1	61.5	76.8	138.5	178.0	250.0	282.1	289.7
YoY	14.6%	76.6%	52.6%	27.7%	33.8%	5.9%	(2.3%)	17.2%	(3.4%)	28.6%	40.4%	12.9%	2.7%
신탁보수	30.7	55.6	35.0	32.1	37.2	50.5	40.5	40.4	78.2	109.8	153.4	168.6	173.1
차입형	30.2	55.4	34.8	31.0	36.7	50.0	40.0	38.9	76.5	108.3	151.4	165.6	168.1
비차입형	0.5	0.2	0.2	1.1	0.5	0.5	0.5	1.5	1.6	1.5	2.0	3.0	5.0
대리업무보수	9.1	(5.9)	15.6	18.5	6.3	3.0	7.0	13.8	21.4	26.1	37.3	30.0	30.0
이자수익	11.8	12.7	12.7	16.3	18.5	17.6	14.0	21.5	31.9	33.0	53.5	71.5	71.5
기타	2.8	4.7	(0.3)	(1.3)	10.9	-	-	1.1	7.0	9.1	5.8	12.0	15.0
영업이익	37.2	46.2	42.6	45.2	54.1	51.6	40.8	57.2	89.0	114.0	171.1	203.6	211.2
YoY	38.7%	87.6%	41.5%	39.0%	45.5%	11.6%	(4.1%)	26.5%	10.2%	28.1%	50.1%	19.0%	3.7%
영업이익률	68.3%	68.8%	67.6%	69.1%	74.3%	72.6%	66.4%	74.5%	64.3%	64.0%	68.5%	72.2%	72.9%
세전이익	37.6	94.2	45.4	43.8	69.7	54.5	43.7	60.8	89.6	113.1	221.0	228.6	236.2
지배주주순이익	28.6	72.3	34.4	32.6	53.1	41.4	33.2	46.0	68.2	85.9	167.8	173.8	179.5
YoY	33.5%	286.1%	47.2%	45.2%	86.0%	(42.7%)	(3.4%)	41.3%	13.8%	26.0%	95.3%	3.5%	3.3%
순이익률	52.5%	107.7%	54.6%	49.7%	73.0%	58.2%	54.0%	59.9%	49.2%	48.3%	67.1%	61.6%	62.0%

자료: 한국투자증권

<표 2> 한국자산신탁 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업수익	48.6	51.1	58.2	64.6	51.3	57.7	58.0	70.8	95.4	136.5	222.5	237.8	270.7
YoY	82.2%	58.8%	64.2%	54.5%	5.6%	12.9%	(0.4%)	9.6%	40.4%	43.1%	63.0%	6.9%	13.8%
1. 신탁보수	37.7	38.9	38.8	44.5	33.7	40.0	40.0	53.1	65.6	104.5	159.9	166.8	198.6
2. 이자수익	9.6	10.2	12.4	13.6	15.9	17.0	17.0	16.1	18.1	27.9	45.8	66.0	67.1
3. 유가증권 이익	0.3	1.3	5.9	6.2	0.8	-	-	1.2	9.9	2.5	13.8	2.0	2.0
4. 기타	1.1	0.7	1.0	0.2	0.9	0.7	1.0	0.4	1.8	1.6	3.0	3.0	3.0
영업이익	36.9	40.9	39.6	49.4	32.4	46.2	46.5	56.1	58.4	96.2	166.8	181.2	213.7
YoY	99.5%	90.8%	51.7%	63.9%	(12.3%)	13.0%	17.5%	13.5%	74.2%	64.7%	73.4%	8.6%	17.9%
영업이익률	76.0%	80.0%	68.0%	76.5%	63.1%	80.1%	80.2%	79.3%	61.2%	70.5%	75.0%	76.2%	78.9%
세전이익	35.8	40.9	40.6	49.3	32.5	46.1	46.4	55.1	56.9	96.0	166.7	180.1	212.7
지배주주순이익	27.3	31.1	30.5	36.7	24.8	35.0	35.3	40.0	42.3	72.8	125.5	135.1	159.5
YoY	93.9%	90.2%	55.9%	63.2%	(8.1%)	12.5%	14.1%	6.2%	78.5%	72.1%	72.4%	7.6%	18.1%
순이익률	56.3%	61.0%	53.1%	57.7%	49.0%	60.7%	60.8%	56.0%	44.4%	53.3%	56.4%	56.8%	58.9%

자료: 한국투자증권

## II. 한국만의 부동산 신탁업

### 1. 시대변화와 함께 성장한 신탁업

#### 1991년 부동산 신탁업 탄생

부동산신탁은 한국만의 독특한 산업으로 1991년 ‘부동산신탁전업’ 제도가 도입되며 탄생했다. 당시는 ‘토지공개념’ 도입으로 소유보다 이용을 중시하는 부동산 시장을 만들어야 한다는 사회적 공감대가 강했던 시기다. 부동산 개발금융과 거래 안정성을 지원하는 것이 신탁사의 주요 역할이었기에 당초 목표는 관리형신탁 위주로 부동산 신탁업을 육성하는 것이었다.

#### 부동산업의 여신 금지 시절, 차입형신탁의 성장 계기

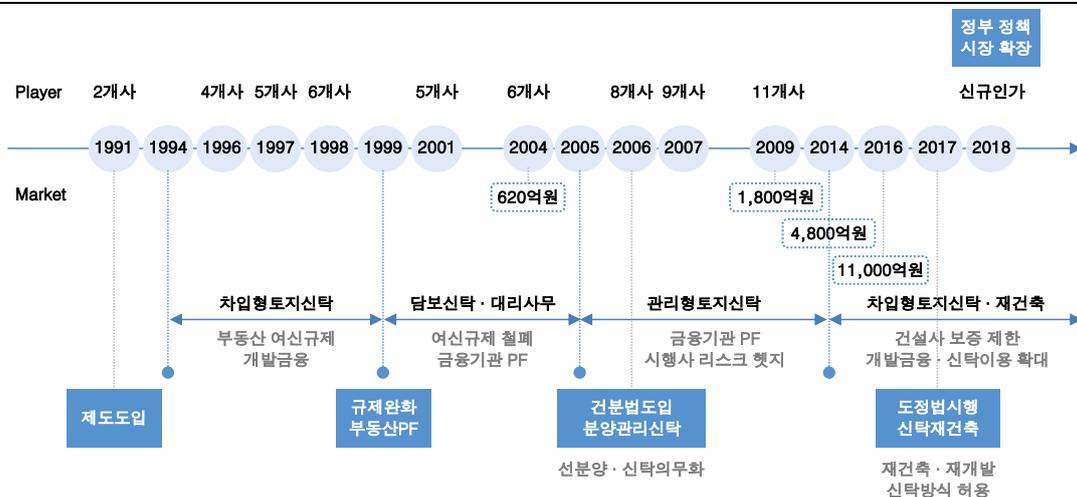
1990년대는 부동산 업종에 여신이 금지되던 시절이라 부동산 디벨로퍼가 발달할 수 없었다. 주로 건설사가 은행에서 차입해 건설 자금을 마련했다. 부동산 개발시장에 자금은 늘 모자랐다. 이는 여신 규제 대상에서 제외된 차입형 신탁이 본격 성장하는 계기가 되었다.

#### 외환위기 이후 부동산 여신 규제가 풀리며 PF 전성시대

그러나 1997년 아시아 외환위기 이후 부동산의 여신규제가 풀렸고 은행들은 시행사에게 대출을 시작했다. 2000년대 PF대출 시대가 열린 배경이다. 당시 저축 은행도 PF대출을 크게 늘렸기에 이후 금융위기에 최대 피해자가 되었다. 신탁업은 PF대출에 밀려 담보신탁과 대리사무 등 협소한 업무만 진행했다.

2001년부터 2008년까지 부동산 개발 붐이었다. 시행사 리스크도 나타나기 시작했다. 당시 아파트는 주택도시보증공사(HUG)가 분양보증을 했지만 오피스텔/상가 등 비주택은 안전장치가 없었다. 2003년 시행사가 분양대금을 횡령한 ‘굿모닝 시티’ 사건이 터지며 정부는 비주택 상품도 선분양을 하려면 수분양자 보호를 위해 반드시 보증회사의 보증을 받거나 신탁회사에 분양관리를 맡기도록 의무화했다. 이와 함께 관리형신탁이 활성화되기 시작했다. 5개의 신탁사가 신규 진출하는 계기였다.

[그림 4] 부동산 신탁업 history



자료: 한국자산신탁, 한국투자증권

금융위기 이후 다시  
차입형신탁 수요 증대

2008년 금융위기 이후 부동산 시장의 판도는 다시 바뀌었다. 건설사들은 책임준공은 물론, PF지급보증까지 무분별하게 하던 행태에서 벗어나기 시작했다. PF지급보증은 사라졌고 차입형신탁의 수요가 증대되는 요인이 되었다. 사실상 부동산 신탁사의 성장은 금융위기 이후부터 시작했다.

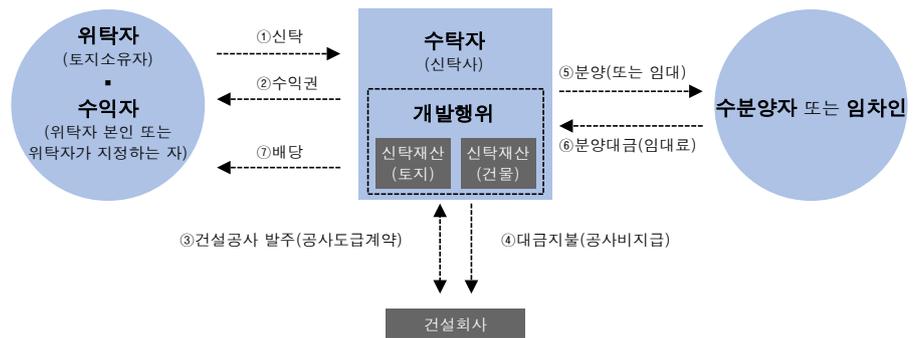
신탁업의 근본적 특성은  
리스크 분산

부동산 신탁업이 부상한 이유와 향후에도 구조적인 수요 증대가 예상되는 이유는 무엇인가. 신탁업의 근본적 특성이 ‘리스크 분산’이라는 점에 있다.

부동산신탁의 실질은  
부동산 개발이지만 형태는  
금융, 모든 채권에 선순위

부동산신탁의 비즈니스 구조는 부동산 소유자인 위탁자가 신탁한 부동산을 신탁사가 수탁받아 신탁을 통해 관리, 처분, 개발하며 수익을 수익자에게 반환하고 그 대가로 신탁보수를 수취하는 것이다<sup>1</sup>. 신탁사는 금융위원회 인가를 받아 금융투자업을 영위하는 금융기관이다. 따라서 자본시장법, 금융투자업 규정 등에 종속된다. 실질은 부동산 개발이지만 형태는 금융이다. 모든 채권 회수 순서에서 선순위고 일련의 개발 과정에서 최종까지 남아 사업을 마무리한다.

[그림 5] 토지신탁 개념



자료: 한국투자증권

부동산 개발에 안정성과  
투명성 강화에 대한 요구

부동산 개발에서 사업의 안정성과 투명성 강화에 대한 요구가 지속적으로 확대돼 왔다. 부동산 개발과 관련된 자금조달, 신용관리, 사업관리를 모두 수행하는 신탁사의 역할이 커지고 있는데 이는 다음의 신탁사 고유의 기능 때문이다.

재산관리 기능으로 분양사업  
전문성 확보

1) 재산관리: 위탁자의 재산(부동산)이 수탁자에게 이전된 이후에는 수탁자가 직접 신탁재산을 관리, 처분하는 권한을 보유하므로 분양대금 유용 등 사고를 예방하고 분양사업의 전문성을 확보할 수 있다.

위탁자와 수탁자 도산에서  
신탁재산 분리 보호

2) 도산 격리: 신탁법은 위탁자 및 수탁자의 도산으로부터 신탁재산을 분리하도록 한다. 신탁을 통해 자산이 안전하게 보호되고, 안정적인 사업 추진이 가능하다. 사업 참여자인 금융기관(대주)이나 수분양자의 손실을 제한한다.

1 신탁법 제2조에 따르면, 신탁은 신탁을 설정하는 위탁자와 신탁을 인수하는 수탁자 간 신임관계에 의해, 위탁자가 수탁자에게 자산을 이전하거나 담보권 설정, 처분을 하고 수탁자는 수익자의 이익을 위해 재산의 관리, 처분, 운용, 개발을 하는 법률관계를 의미한다. 대리인과 유사하나 차이점은 재산권 명의 자체를 수탁자에게 이전해 수탁자가 재산권을 관리, 처분하므로 수탁자는 선관주의 의무(신탁의 본질에 따라 선량한 관리자로서 신탁재산을 보호)를 지게 된다.

신탁사는 분쟁 조정자

3) 분쟁 조정: 신탁사는 이해관계자간 분쟁 조정자로서 역할을 수행한다. 분쟁의 조정을 통해 준공 또는 입주 지연을 예방하고 사업기간 단축을 통해 금융비용을 절감한다.

신탁을 통해 수익권을 분할하거나 선/후순위 구조화 가능

4) 재산 전환: 위탁자 입장에서 신탁재산이 수익권으로 전환된다. 위탁자는 신탁을 통해 수익권을 양적 분할 혹은 선/후순위로 구조화해 질적 분할이 가능하다. 다양한 형태로 수익권의 내용을 설정함으로써 토지 활용을 극대화한다.

자금투입 여부에 따라 차입형과 관리형신탁으로 분류

토지신탁의 종류는 신탁사의 자금 투입 여부에 따라 차입형과 관리형으로 분류된다. 차입형신탁은 공사비를 지원하기 위해 신탁사가 신탁대지급금 계정을 투입, 자금 투입 리스크가 있기에 신탁보수율이 3~4%로 높다. 관리형신탁은 사업비를 위탁자 또는 시공사가 조달해 신탁사의 자금 투입 리스크가 없는 대신 신탁보수율은 매우 낮다. 2000년대 초반 사업비의 1%에 달하던 신탁보수율은 현재 0.1~0.2%로 급감한 상태다. 그럼에도 신탁사는 사업시행자로서 원 시행자인 위탁자를 대신해 사업수행을 진행하기에 여전히 신탁의 효과는 존재한다. 따라서 신탁원본(토지)는 위탁자나 수탁자 파산 시에도 격리된다.

<표 3> 토지신탁의 종류

구분	차입형	관리형
사업비	1) 신탁회사가 사업비 자금조달 - 건축주로서 사업수행 의무 부담	1) 사업비 조달책임을 사업주가 직접 부담 - 시공사는 책임준공과 지급보증을 통해 사업비 조달 협조 - 부족시 시공사 또는 금융기관이 사업비 부담 - 신탁사는 자금 입출금 등 관리업무만 수행
리스크	2) 신탁회사의 Risk가 큼	2) 신탁회사의 Risk가 상대적으로 적음
신탁보수	3) 신탁보수율이 높음 (2~4%)	3) 신탁보수율이 비교적 낮음 (0.1~0.2%)

자료: 한국투자증권

## 2. 차입형토지신탁 개념

차입형신탁은 호황기보다  
다소 차분한 시장에서 선호

근본적으로 차입형신탁 수요가 커지는 이유는 리스크 분산 욕구가 커지고 있기 때문이다. 위탁자는 자금 부담 없이 토지 개발이 가능하고, 신탁사가 모든 프로세스를 총괄하며 개발 업무를 처리한다. 사업부지(신탁 부동산)가 신탁법에 의해 위탁자의 채권으로부터 보호받기 때문에 사업 안정성이 증대된다. 따라서 차입형 신탁은 분양경기가 활황일 때보다, 다소 가라앉은 쇠퇴기에 차별적 강점을 드러낸다. 사업 의구심에 대출이 어려운 사업장일수록 자금 수요가 많기 때문이다.

프로젝트 자금 부족 시  
신탁계정대여금 투입

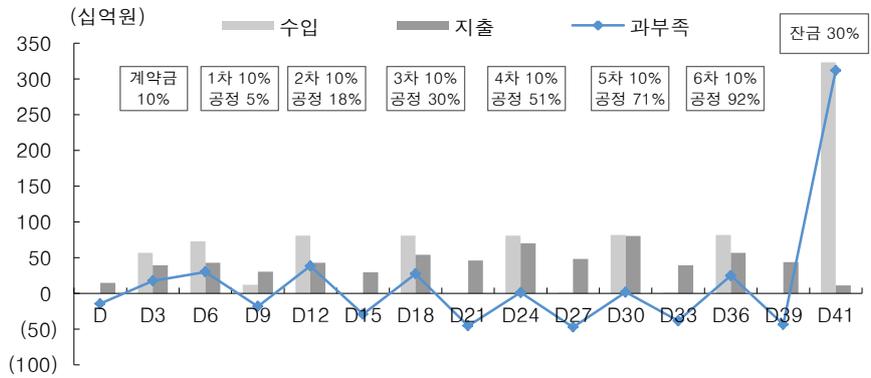
차입형신탁의 핵심은 프로젝트의 자금부족이 발생할 때 신탁사가 신탁계정대여금을 투입해 사업비를 지급하는 것이다. [그림 6]과 같이 분양 초기에는 계약금을 초과하는 건축비 지출이 나타난다. 이때 신탁사가 신탁계정대여금을 투입해 원활한 시공을 돕는다. 초기 분양률이 낮을 경우 자금소요는 더욱 크고 장기화된다. 신탁사의 자금회수 리스크가 발생할 수 있기에 차입형신탁 수주 시에는 엄격한 수주 심사기준이 필요하고 분양률이 미진할 때 분양률을 끌어올리기 위한 대응 역량도 중요하다. 여기에 신탁사의 전문성이 있다. 차입형신탁의 수탁 프로세스는 다음과 같다.

- 1) 토지 수탁: 토지를 보유한 시행사(위탁자)가 토지를 신탁사에 위탁한다. 신탁사는 내부 신탁 심의위원회를 거쳐 사업성을 검토한 뒤, 토지 수탁을 진행한다.
- 2) 신탁 계약: 신탁계약과 신탁등기 이후, 신탁사는 공사를 할 시공사를 선정한다. 위탁자의 수익 극대화를 위해 가장 낮은 공사비를 제시하는 시공사를 선정한다.
- 3) 분양 개시: 분양을 시작하고 계약금만으로 운전자금(건축비) 충당이 되지 않을 경우 신탁사는 신탁계정대여금을 투입하고 이자수익을 수취한다. 이자율은 7~9%다. 건설사의 신용이 반영된 PF 대출금리(통상 4~5%)보다 높지만, 자금대여기간이 정해지지 않아 대출기간은 PF보다 짧다. 신탁사는 이자수익이 늘어나는 것도 중요하지만 신탁대지급금 회수 안정성을 훼손할 정도로 사업성이 낮으면 안된다. 시공사는 제한된 수익을 가져가지만 신탁대지급금을 통해 정기적으로 건축비가 지급되므로 분양 성과에 관계 없이 현금흐름과 손익이 매우 안정적이다.

사업 초기와 잔금 유입  
6개월 전 자금 소요가 많음

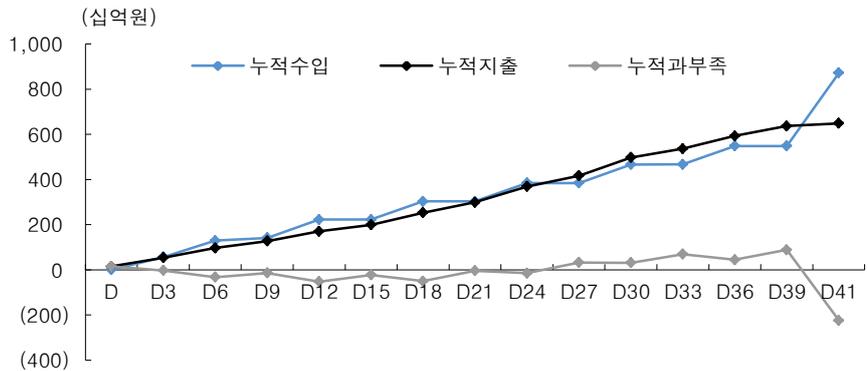
차입형신탁의 cash flow는 다음과 같다. 총 8,700억원의 사업비를 가정한 분양 사업으로, 공기 41개월, 계약금은 사업 개시 3개월 후 유입, 이후 3개월마다 6차례의 중도금이 유입됨을 가정했다. 계약금 유입 전 소폭의 운전자금 부족이 발생한다. 이때 신탁계정대여금이 투입된다. 이후에도 간헐적으로 운전자금 부족이 발생한다. 대체로 중도금이 유입되기 전인 사업 초기와 30%의 잔금이 유입되기 전인 완공 6개월 전 자금소요가 많다. 초기 분양률이 낮을수록 신탁사의 이자수익이 늘어나는 이유다.

[그림 6] 차입형토지신탁의 분기별 현금 수입과 지출



자료: 한국자산신탁, 한국투자증권

[그림 7] 차입형토지신탁의 분기별 누적 현금흐름

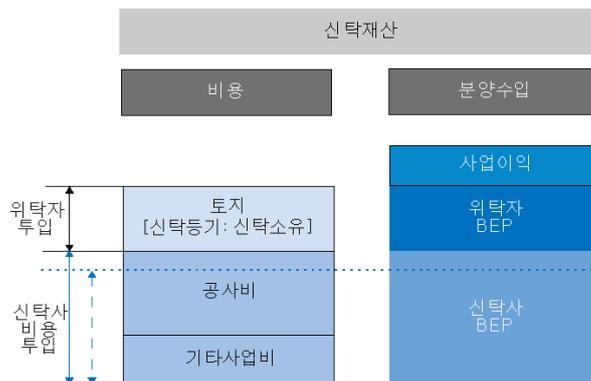


자료: 한국자산신탁, 한국투자증권

차입형신탁에서 선순위는 사업비에 포함된 신탁보수, 신탁사의 이자수익, 건설비의 공사비

차입형신탁에서 분양률이 저조할 경우, 가장 먼저 훼손되는 것은 1) 시행사의 사업이익(사업비의 약 15%), 2) 시행사의 토지(12%)다. 신탁사 입장에서는 사업비의 27%까지 안전마진이 있음을 의미한다. 채권 우선순위는 1) 사업비에 포함되는 신탁사의 신탁보수, 2) 신탁사의 이자수익, 3) 건설사의 공사비 순이다.

[그림 8] 차입형신탁의 리스크 헤지 범위



자료: 한국토지신탁, 한국투자증권

분양률이 92% 도달 시  
위탁자 BEP,  
분양률 73% 도달 시  
신탁사 BEP

<표 4>와 같이 사업주체별 BEP 분양률을 계산해 보았다. 분양사업에서 위탁자 입장에서는 분양률이 91.7%에 도달해야 이익이 나는 반면, 신탁사는 73%만 되어도 이익을 내는 구조다. 분양률 73% 이하로 갈 경우 신탁사는 준공된 건축물의 할인 매각을 통해 손익을 보전한다. 위탁자와 수탁자의 BEP 분양률 차이가 큰 이유는 수탁자인 신탁사는 토지비에 대한 부담이 없기 때문이다.

<표 4> 차입형신탁 사업수지 사례

(단위: 십억원)

구분	항목	위탁자	신탁사	비고
분양매출(a)		871	871	중도금이자 환급포함
사업비(b)	토지비	90	-	
	공사비	491	491	공기 39개월
	기타	131	131	중도금이자 포함(후불)
	신탁보수	23	23	매출의 2.8%
	신탁계정대 이자	4	4	연 8.5%
	계	803	648	
사업손익(a-b)		69	223	
BEP 분양률		91.7%	73.1%	

자료: 한국자산신탁, 한국투자증권

대체로 분양률 50% 도달 시  
미분양 할인 처분으로  
신탁사의 손익 훼손 없어

다음은 최악의 경우를 가정해 신탁사의 손익 영향을 살펴 보았다. 분양률 50% 가정 시, 미분양 물건을 42% 가격에 할인 처분하면 사업장에 투입된 신탁계정대를 회수할 수 있음을 의미한다. 사업장 규모와 사업성에 따라 다르지만 대체로 분양률 50%만 이르면 신탁사의 손익에 훼손이 가해지지 않는다.

<표 5> 차입형신탁 운영구조 사례

(단위: 십억원)

구분	Best scenario	Worst scenario
분양률	100%	50%
분양수입금	827.5	413.7
미분양물건	-	413.7
준공시 계정대 잔액	-	172.7
신탁계정대 peak 잔액	88.1	439
담보율(LTV)	-	41.7%

자료: 한국자산신탁, 한국투자증권

### 3. 신탁업계 리뷰

#### 상위 2개사가 차입형신탁에 강점

현재 부동산신탁사는 11개사로, 상위 2개사인 한국토지신탁과 한국자산신탁이 차입형신탁에 강점을 보이고 있다. 신탁사의 영업수익은 신탁보수가 76%로 대부분이며 이자수익이 13%다. 그 외 대리사무, 리츠 등 기타 수익이 차지한다. 은행 계열 신탁사는 KB부동산신탁과 하나자산신탁이며 생보부동산신탁은 삼성생명과 교보생명이 1:1 지분을 출자해 설립했다.

〈표 6〉 부동산신탁사 개요(2017년 말 기준)

(단위: 십억원)

구분	한국 토지신탁	KB 자산신탁	대한 토지신탁	생보 부동산신탁	한국 자산신탁	하나 자산신탁	코람코 자산신탁	아시아 신탁	국제 자산신탁	무궁화 신탁	코리아 신탁
인가 연도	1996	1996	1997	1998	201	2004	2006	2007	2007	2009	2009
자산	1,145.5	246.7	497.8	140.6	718.2	351.0	409.1	130.1	124.9	66.4	110.2
자본금	252.5	80.0	110.0	10.0	46.8	10.0	11.0	11.7	15.3	10.6	11.0
영업수익	229.4	76.7	85.7	56.6	201.6	68.4	107.4	64.0	53.8	38.6	48.0
순이익	126.7	36.4	42.0	23.4	114.4	31.9	42.8	28.2	27.0	12.9	19.0
차입형수탁고	2,186.6	380.1	886.9	0	2,013.2	863.3	626.6	245.9	31.7	30.9	74.3
최대 주주	리딩밸류일호	KB금융지주	군인공제회	삼성생명, 교보생명	MDM	하나금융지주	우리은행 산업은행	개인	개인	개인	개인

자료: 각사, 한국투자증권

#### 상위 2사의 영업수익 점유율 42%

영업수익 점유율은 한국토지신탁과 한국자산신탁이 42%에 달하며 이하 업체들의 영향력은 크지 않다. 상위 2개사는 차입형신탁 시장에서 점유율 58%로 압도적 우위를 보이고 있다.

〈표 7〉 영업수익 점유율 비교

(단위: 십억원)

회사명	2013		2014		2015		2016		2017	
	영업수익	점유율	영업수익	점유율	영업수익	점유율	영업수익	점유율	영업수익	점유율
한국토지신탁	163	36.3%	139	31.2%	131	23.4%	165	21.0%	229	22.2%
한국자산신탁	36	8.0%	57	12.7%	83	14.9%	118	15.0%	202	19.5%
KB부동산신탁	47	10.4%	51	11.4%	56	10.0%	65	8.3%	77	7.4%
대한토지신탁	48	10.8%	36	8.0%	52	9.4%	60	7.7%	86	8.3%
생보부동산신탁	13	2.9%	19	4.2%	33	5.9%	47	5.9%	57	5.5%
하나자산신탁	26	5.7%	27	6.0%	35	6.2%	50	6.3%	68	6.6%
코람코자산신탁	55	12.3%	47	10.6%	69	12.3%	118	15.0%	107	10.4%
아시아신탁	23	5.1%	27	6.0%	32	5.7%	53	6.7%	66	6.4%
국제자산신탁	18	3.9%	22	4.8%	29	5.2%	46	5.8%	54	5.2%
무궁화신탁	9	2.0%	11	2.5%	19	3.4%	27	3.5%	39	3.7%
코리아신탁	12	2.7%	11	2.4%	20	3.6%	38	4.8%	48	4.6%
합계	449	100.0%	446	100.0%	559	100.0%	786	100.0%	1,033	100.0%

자료: 각사, 한국투자증권

#### 2013~2017년 영업수익 CAGR 23%

차입형신탁의 성장으로 11개 신탁사는 고성장을 해 왔다. 2013~2017년 영업수익 CAGR은 23.1%에 달했는데 토지신탁 CAGR이 35.1%로 외형을 견인했다. 2017년 11개 신탁사의 합산 순이익은 5,046억원으로 전년 대비 29% 증가한 사상 최대치이며 2013년 대비 4배 이상 늘어난 것이다. 금융지주 계열인 KB부동산신탁과 하나자산신탁은 각각 364억원, 319억원의 순이익을 올렸다.

〈표 8〉 차입형신탁 점유율

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
한국토지신탁	53.0%	51.9%	52.1%	44.9%	32.4%	30.4%
한국자산신탁	6.6%	10.5%	15.5%	21.2%	23.5%	27.3%
대한토지신탁	18.5%	16.7%	13.1%	13.7%	12.6%	12.1%
KB부동산신탁	12.6%	9.4%	8.2%	7.0%	5.8%	5.3%
코람코자산신탁	5.9%	7.1%	7.2%	8.0%	9.5%	7.9%
하나자산신탁	3.0%	2.7%	1.8%	4.2%	11.5%	12.1%
아시아신탁	0.5%	1.7%	1.7%	0.4%	2.9%	3.2%
국제신탁	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	0.5%
코리아신탁	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%	0.8%
무궁화신탁	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%	0.3%
생보부동산신탁	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: 각사, 한국투자증권

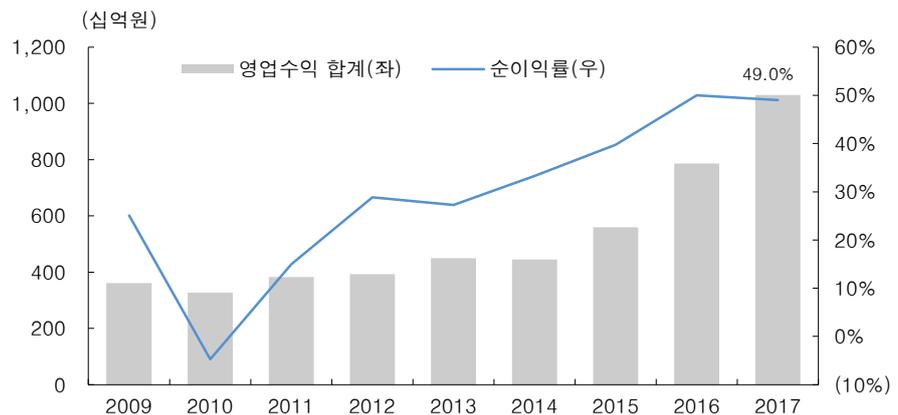
〈표 9〉 부동산신탁사 합산 영업수익 breakdown

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
영업수익	449	446	559	786	1,032	23.1%
1. 신탁보수	239	263	342	474	689	30.2%
토지신탁	166	173	229	354	554	35.1%
관리신탁	2	2	2	2	2	(4.0%)
처분신탁	7	5	4	4	4	(11.3%)
담보신탁	45	61	76	82	91	19.6%
분양관리신탁	18	19	27	32	37	20.2%
기타보수	2	4	4	0	0	(37.0%)
2. 부수업무 수익	64	70	111	85	92	9.4%
3. 신탁계정대이자	76	69	56	68	130	14.1%
4. 기타	69	44	51	159	123	15.3%

자료: 각사, 한국투자증권

〈그림 9〉 부동산신탁사 합산 영업수익과 순이익률 추이



자료: 각사, 한국투자증권

## 4. 재건축에서 활로를 찾다

시장 축소에 대비해  
정비사업과 변형된 금융구조  
방식에서 활로 찾아

현재 신탁업의 리스크는 주력 시장이던 지방 분양시장이 침체에 진입했다는 점이다. 신탁사가 분양 경기에 비탄력적인 것은 맞지만, 절대적인 시장 규모가 축소되고 있음은 분명하다. 이에 대비해 신탁사들은 정비사업과 같은 신시장이나 책임준공 확약형 관리형신탁 등 변형된 금융구조 방식에서 활로를 찾고 있다.

신탁사의 정비사업 진출,  
조합의 전문성/자금력 부족,  
사업지연의 문제 해소

2016년 3월 도정법 개정으로 신탁사의 정비사업 진출이 가능해져, 신탁사도 정비사업의 단독 시행자로 역할이 가능하다. 현재 국내 주택시장에서 준공 30년 이상 아파트가 전체의 12%인 109만호에 달한다. 중장기적으로 정비사업은 부침이 있을지언정, 진행될 수밖에 없다. 기존 도시정비사업의 가장 큰 문제점은 조합의 전문성과 자금력 부족, 의사결정의 복잡성 등으로 사업 지연이 장기화된다는 점이었다.

조합을 대신해 신탁사가  
시행사 역할

조합방식에서 부작용은 건설사가 조합에 자금을 대여하는 대신 설계변경 등으로 공사비를 인상하는 방식이 횡행하기도 했고 이는 조합의 분담금 증대를 가져왔다. 개정안의 취지는 부작용을 없애기 위해 조합 대신 신탁사가 재건축을 주도하는 시행사 역할을 허가한 것이다. 신탁사는 사업에 필요한 초기 자금을 대여해 사업이 원활히 추진되도록 지원한다.

정비사업은 토지 문제가  
없어 신탁사에게 유리

전문성과 자금력을 가진 신탁사가 정비사업에 참여할 경우, 사업진행에 어려움을 겪던 사업장, 특히 소규모 사업장들이 사업 재개의 활로를 찾게 된다. 신탁사에게도 정비사업은 좋은 신시장이다. 신탁사업에 최대 난점은 토지 확보인데, 신탁사는 신탁원본인 토지비에 대출이 불가능하다는 법적 제약으로 토지 매입이 완료된 사업장에만 참여가 가능하다. 정비사업은 이미 토지가 해결돼 있다는 점이 가장 큰 메리트다.

신탁방식 재건축의 장점은  
신탁수수료가 개발비용에  
포함돼 초과이익환수제 부담  
완화, 절차 간소화

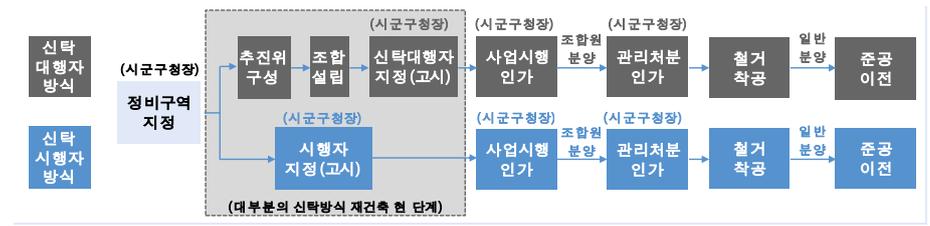
모든 개발사업 중 재건축은 가장 복잡한 사업이다. 일반 분양은 토지를 보유한 시행사만 상대하면 되지만 재건축은 다수의 조합원 모두를 상대해야 하므로 이해관계가 매우 복잡하고 비리가 발생할 소지가 높다. 최근 강화되는 재건축 규제 하에서 신탁방식의 장점은 두 가지다. 1) 신탁방식 재건축에서는 신탁사 수수료가 개발비용이 포함돼 재건축 초과이익환수제 부담금이 줄어든다. 2) 조합 설립 등 길고 복잡한 단계를 최소화할 수 있다. 이는 사업기간이 축소돼 관련 금융비용의 절감이 가능함을 의미한다.

신탁사가 정비사업에 참여하는 방식은 두 가지다. 1) 신탁 대행자 방식: 기존 조합이 있는 경우, 신탁사는 신탁대행자 지정 고시 이후 사업시행인가를 받고 사업을 추진한다. 2) 신탁 시행자 방식: 조합이 설립되지 않은 사업장으로 신탁사가 초기 단계부터 개입해 시행자지정 고시를 받고 사업시행인가를 받는다.

신택 재건축 사업장 대부분  
시행자/대행자 지정 이전  
단계로 시간 소요

현재 다수의 신탁사들이 재건축 사업을 추진 중인데 대부분 예비 신탁사로 선정  
돼 시행자/대행자 지정 단계다. 통상 대행자 지정 고시 이후, 사업시행인가와 관  
리처분인가 단계에 각각 6~12개월이 소요된다. 잠재 시장은 크지만 아직 신탁방  
식 재건축 사업은 초기단계라고 할 수 있다. 인식과 제도의 변화로 신탁사들은 정  
비사업을 제2의 성장 드라이버로 삼고자 하나 정비사업은 일반 분양사업 대비 사  
업기간이 매우 길다. 정비사업 진출은 긴 호흡으로 바라봐야 한다.

[그림 10] 재건축 사업의 절차



자료: 한국투자증권

대체로 신탁사들은 재건축 사업비의 2~4%를 수수료로 책정하고 있다. 사업규모  
가 클 경우에는 2%대 수수료를 책정한다. 수주로 잡는 시점은 관리처분인가를  
받았을 때다. 혹은 사업시행인가를 받을 때 30%, 관리처분인가를 받을 때 70%  
로 분할해 잡기도 한다. 일반 분양사업 대비 재건축 사업은 규모가 매우 크다는  
점에서 힘들지만 가야 할 시장이다.

<표 10> 정비사업과 차입형신탁 비교

구분	도시정비사업	차입형토지신탁
상품종류	재건축, 재개발, 도시환경정비, 가로주택정비 등	차입형
지역분포	대부분 광역시 이상	광역시 이하 대부분
인허가	수주 후 신탁사 수행	인허가 완료 후 수주
신탁기간	평균 70개월	평균 40개월
신탁보수	평균 115억원	평균 30억원
보수율	평균 2~4%	평균 4%
수익인식	인허가(5%), 공정(58%), 분양(37%)	공정(60%), 분양(40%)
매출인식(착공)시점	수주 후 1~3년 후	수주 후 6개월 내
PF방식	정비사업대출 + 신탁계정대	신탁계정대
이자수익	낮음	높음
리스크	인허가 리스크, 조합원 리스크, 신탁계정대 회수 리스크	신탁계정대 회수 리스크

자료: 한국투자증권

한국토지신탁이 재건축에서  
가장 빠른 성과

현재 한국토지신탁이 정비사업에서 가장 빠르고 가시적인 성과를 내고 있다.  
2016년, 신탁업계 최초로 ‘대전 용운 주공아파트’ 재건축의 사업대행자로 지정돼  
2017년 하반기 착공, 2020년까지 160억원의 신탁보수(신탁보수율 4%)를 인식  
하게 된다. 이 외 도시재생 사업도 신탁사가 강점을 발휘할 수 있는 상품이다. 현  
정부가 추진하는 도시재생사업은 소규모 개량 중심이라는 점에서 건설사가 하기  
에는 현실적 어려움이 있다. 신탁사는 투명성과 전문성을 기반으로 가로주택정비  
사업 등 틈새시장 발굴이 가능하다.

〈표 11〉 한국토지신탁과 한국자산신탁의 정비사업 추진 현황

(단위: 세대, 십억원)

사업명	방식	규모	예상보수
<b>한국토지신탁</b>			
대전 용운 주공 재건축	대행자	2,244	16.0
인천 청천 2구역 공공지원 민간임대주택	정비사업연계형 민간임대주택	5,190	29.2
부산 범일 3구역 도시환경정비사업	대행자	1,158	11.0
인천 학익 1구역 재개발	대행자	1,532	12.0
서울 흑석 11구역 재개발	대행자	1,300	11.6
서울 신길 10구역 재건축	시행자	900	8.4
서울 영등포동2가 가로주택정비사업	대행자	267	3.0
대전 문화 2구역 재개발	대행자	764	7.5
부산 동삼 1구역 재개발	대행자	1,999	19.0
서울 방배삼호아파트 재건축	시행자	1,100	15.0
신길음1 재개발	대행자	270	6.0
부산 대평 1구역 도시환경정비사업	대행자	1,000	12.3
대구 태평78아파트 가로주택정비사업	대행자	400	6.7
인천여상 주변구역 도시환경정비사업	대행자	600	7.0
<b>한국자산신탁</b>			
인천 작전 태림연림	대행자	291	4.0
인천 삼산동 부영아파트	대행자	339	3.0
경남 창원 자산구역	대행자	1,239	13.0
경기 남양주 덕소5A 구역	대행자	1,050	13.2
대구 팔달동 주택재건축	대행자	730	8.0
여의도 시범 아파트	시행자	2,300	44.0
여의도 수정 아파트	시행자	549	16.0
여의도 광장 아파트	시행자	996	22.8
신길 우성2차/우창아파트	시행자	1,287	17.4

주: 2018년 현재 기준  
 자료: 각사, 한국투자증권

## 5. 진화하는 PF구조화 금융과 신탁사의 역할

금융위기 이후 시공사에  
과도한 의존도를 줄이는  
‘PF 구조화 금융’으로 전환

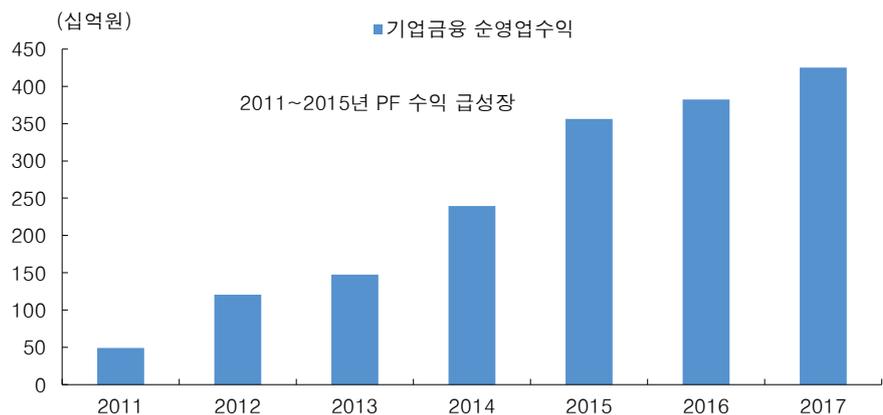
금융위기 이전, 국내 부동산 PF시장은 오직 시공사의 신용을 기반으로 급속도로 팽창했다. 시공사가 책임준공은 물론 시행사의 부채까지 부담하며 시공사 부도 시 경기 전반에 충격이 컸다. 금융위기 당시 우량 건설사도 재무적 위험에 빠지며 PF지급보증 방식이 자취를 감추기 시작했다. 최근에는 시공사의 부담을 줄이는 변형된 형태의 ‘PF구조화 금융’으로 전환하는 추세다. 시공사가 부담하던 위험 일부를 제3의 참여자가 공유하는 형태로, 근본 목적은 리스크 분산이다.

PF사업에서 건축물 준공이  
가장 중요

PF사업에서 핵심 요건은 책임준공 확약이다. 담보대출 확약기관의 담보물이 완성된 건축물이기 때문이다. 시공사는 도급계약에 의해 공사를 진행하다가 미분양으로 자금이 원활하게 수금되지 않을 경우 자금난으로 공사 중단 위험이 발생한다. 그럼에도 시공사는 자체 자금을 사용해서라도 계약기간 내 준공해야 한다. 이 같은 책임준공 방식은 ‘분양불’ 계약으로 불리며 건설업계에서 당연히 여겨온 계약방식이었다. 그러나 금융위기 이후 기성대금에 따라서만 공사를 하는 ‘기성불’ 계약사례가 늘고 있어, 시행사나 대주는 분양률과 관계 없이 건축비의 최소 70%를 확보해야 한다.

이 같은 과도기, 부동산금융에서 발군의 실적을 보인 주체는 메리츠증권 등 부동산 수익 비중이 큰 증권사들이었다. 시공사의 우발채무를 감소시키는 방안으로 책임준공에 기반한 PF나 미분양 담보대출 확약을 통한 PF를 시도하기 시작했고 큰 성과를 냈다. 이는 일종의 ‘채보험 수단’을 사용한 PF방식이다.

[그림 11] 메리츠증권의 부동산 수익(기업금융) 변화



자료: 메리츠증권증권, 한국투자증권

책임준공 PF, 제3의 주체가  
시공사의 신용보강 구조로  
참여

1) 책임준공 PF: PF는 책임준공을 기반으로 하고 분양 리스크를 다수의 참여자들이 공유하는 구조다. 기존에 채무인수 방식으로 모든 리스크를 부담하던 시공사는 일부 리스크만 부담하는 대신 제3의 주체가 시공사의 신용보강 구조로 참여하고 리스크를 공유하며 수익을 추구한다.

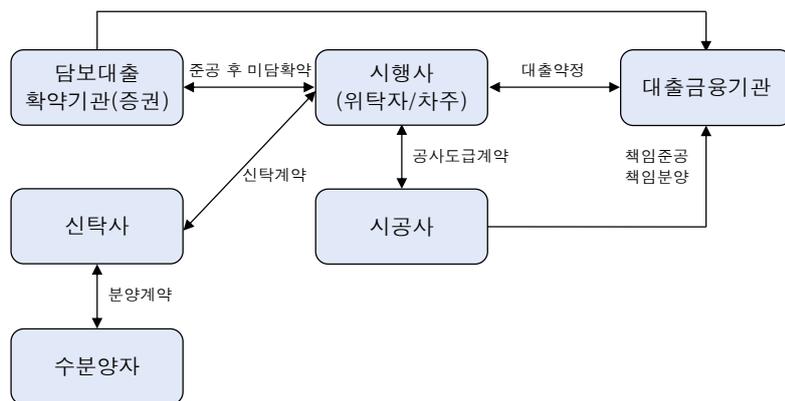
**미분양 담보대출 확약,  
완공 후 LTV 기준 하에  
담보대출**

2) ‘미분양 담보대출 확약: 부동산 보장가액 보상보험(Assured value insurance)의 변형된 형태다. AVI는 부동산의 사전 확정가액을 정해 보장가액을 보상하는 상품으로 미래 특정시점의 시장가격과 보장가액 차액을 담보한다. 미담확약은 사업지 완공 후 일정 LTV의 기준을 제시해 담보대출을 해주는 계약이다. 이 역시 시공사가 전적으로 부담하던 리스크를 줄이고 이 리스크를 담당할 새로운 주체인 담보대출 확약기관을 PF 설계단계부터 참여시키는 구조다.

**변형된 형태의 PF는  
새로운 참여자를 만들고  
역할에 맞는 수익구조 제시,  
일종의 재보험 수단 요구**

이처럼 변형된 형태의 PF는 시공사 대신 기존 PF구조에 없었던 새로운 참여자를 만들어내고 이 역할에 맞는 수익구조를 제시하며 인기를 끌었다. 따라서 시공사의 기성불 계약사례가 늘어나고 신탁사가 신용보장을 하는 대가로 수익을 창출하고 있다. 이 같은 ‘책임준공 확약형 관리형 신탁’은 대주는 증권사, 차주는 시행사, 연대보증인은 시공사 구조에서 신탁사가 연대보증인으로 추가되는 형태다. 2015~2016년 분양시장 호황으로 한동안 재보험 수단이 쓰이지 않다가, 최근 지방 위주로 분양경기가 침체되며 다시 쓰이고 있다.

**[그림 12] 미분양 담보대출 확약 구조도**



자료: 한국투자증권

**책임준공 확약 관리형  
신탁에서 신탁사는 시공사의  
신용보장 형태로 참여**

신탁사는 시공사의 신용 보장 형식으로 책임준공 확약을 한다. 시공사가 파산 등으로 책임준공이 불가능해지는 이벤트 발생 시, 신탁사의 신탁계정대여금이 투입돼 차입형신탁으로 전환된다. 리스크를 고려해 신탁 수수료는 사업비의 2%에 달한다. 차입형 신탁의 수수료가 3~4%이고, 관리형 신탁 수수료가 0.2% 미만임을 감안하면 높은 수치다. 차입형신탁 점유율은 낮지만 모그룹의 신용도가 매우 높은 하나/KB자산신탁 등이 책임준공 확약 관리형신탁에서 성과를 내고 있다.

**분양경기가 좋거나 나쁘거나  
신탁사의 수요는 창출**

지방 사업장이 침체에 접어들며 책임준공 확약 관리형신탁이 늘고 있다. 분양경기가 좋을 때는 별도의 신용보장이 필요 없지만 사업성이 모호해질 경우 이 같은 사업유형이 늘게 되며 자금조달이 가능한 금융/신탁사의 또 다른 수익원이 되고 있다. 리스크 관리 성향이 강해질수록 부동산 금융구조는 진화를 거듭할 것이고 이 과정에서 신탁사의 수요는 증대될 것이다.

### III. 부동산신탁 개방 시나리오

#### 1. 신규 인가 허용될까

은행과 증권사, 건설사 등 다양한 주체가 부동산신탁에 뛰어들 채비

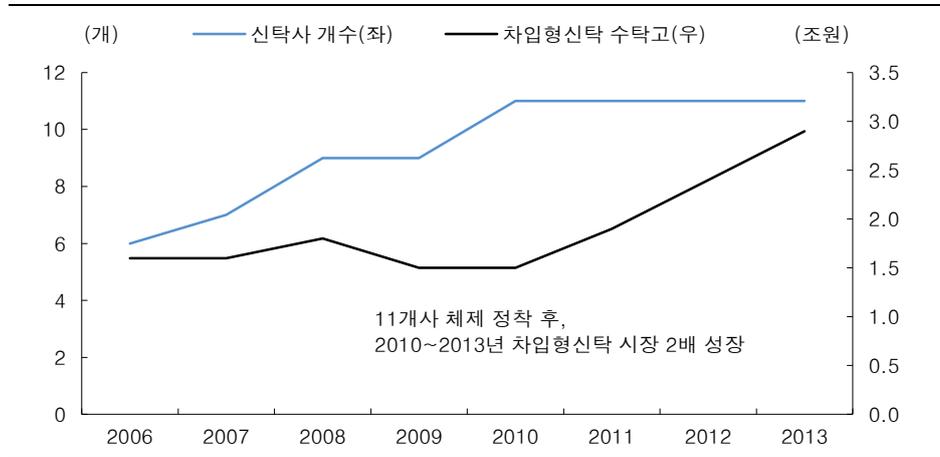
금융위가 부동산신탁사의 신규 인가 허용 방침을 밝힌 뒤, 2010년부터 제한적 경쟁 체제를 유지했던 부동산 신탁업에 변화가 예고된다. 다양한 주체가 부동산신탁 시장에 뛰어들 채비를 하고 있다. 이번 신탁업 제도 개편의 배경은 수익 다변화를 모색하고자 하는 은행/증권사의 요청에서 시작된 것으로 보인다.

은행, 증권사, 건설사 등이 신탁사 설립 혹은 인수에 관심 표명

현재 부동산신탁사 설립을 추진하거나 부동산신탁사 인수전 참여 등으로 신탁업에 관심을 보인 주체는 은행, 증권사, 건설사 등이다. 최근 HDC현대산업개발은 비록 불발됐지만 생보부동산신탁 인수전에 참여하기도 했다.

2005~2010년 5개의 신규 player가 신탁시장에 진출하며 당시 차입형신탁 시장 규모는 2010년 1.5조원에서 2013년 2.9조원으로 93% 증가했음을 복기해 볼 필요가 있다. 적절한 진입정책 완화는 시장 확대와 경쟁력 제고로 이어진다. 각 주체별로 신탁사를 설립하거나 인수할 경우 예상되는 영향을 살펴 보았다.

[그림 13] 부동산신탁사 개수와 차입형신탁 수탁고



자료: 국토교통부, 금융감독원, 한국투자증권

## 2. 은행: 거대 자본을 등에 업고

이미 은행계열 부동산  
신탁업 진출, 신한금융과  
우리은행도 진출 검토

은행의 부동산 신탁업 진출이 새로운 것은 아니다. 현재 은행계열 부동산신탁사로 KB자산신탁과 하나부동산신탁이 있다. 최근 신한금융과 우리은행도 진출을 검토하고 있다. 언론에 따르면 우리은행 관계자는 '부동산신탁 자회사가 필요하다는 판단을 내렸으며 관련 작업을 준비하고 있다'고 밝혔다. 신한금융도 생보부동산신탁 인수전에 뛰어들었다. 신한금융 관계자는 생보부동산신탁 인수가 어려워지면 설립하는 방안도 모색 중이라고 밝혔다.

수익 다변화의 목적

은행이 신탁업 진출을 모색하는 이유는 수익 다변화의 목적이 크다. ROE를 제고하기 위해 비은행 자회사, 비이자이익을 확대하는 트렌드다. 한국의 은행들은 해외 은행 대비 비은행 및 비이자이익 비중이 낮다는 점이 문제점으로 지적돼 왔다.

충분한 자본조달 여력은  
강점이나 보수적 성향과  
여신에 치중하는 특성상  
개발 전문성은 떨어져

은행의 신탁업 진출 시, 최대 강점은 충분한 자본조달 여력이다. 그러나 은행권 특유의 보수적 성향 감안 시 부동산 개발 역량에서는 뒤처질 수밖에 없다. KB자산신탁과 하나부동산신탁은 2002년 설립됐지만 업종 내 의미있는 점유율은 차지하지 못하고 있다. 아무래도 은행은 여신 기능에 치중해 왔다 보니, 부동산 개발 전문성은 다소 뒤떨어진다.

## 3. 증권: 다크호스의 잠재력

증권사는 전통 신탁사의  
최대 경쟁자로 부상할 수  
있어

증권사는 신탁업에 진출하고자 하는 잠재 player중, 전통 신탁사의 최대 경쟁자가 될 수 있다. 증권사들은 PF 대출을 하는 대주로서 국내 부동산 시장에 활발히 참여하고 있어, 신탁업 진출 시 정보 공유 등 기존 비즈니스와도 시너지가 가능하다.

금융 포트폴리오의 다각화  
차원에서 신탁업 진출 고려

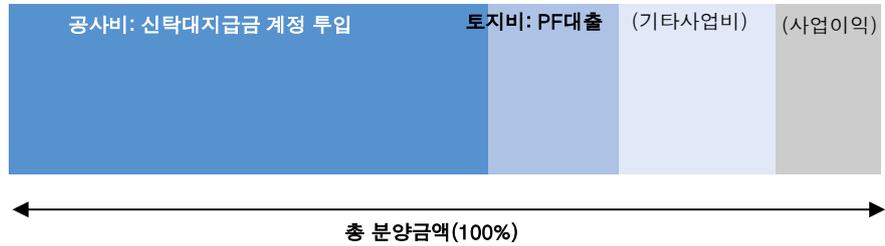
증권사는 금융 포트폴리오의 다각화 차원에서 신탁업 진출을 고려하고 있다. 증권사가 만약 신탁업에 진출한다면 자본 조달 역량을 기반으로 기존 신탁사의 기반이 미약한 핵심 수도권 차입형신탁에 진출할 가능성이 높다. 증권사는 기존 업무인 PF 대출을 이용해 토지비 문제를 해결할 수 있기 때문이다.

증권사의 신탁업 진출 시  
토지비 PF와 신탁을 이용한  
건축비 조달이 모두 가능

신탁사의 주요 시장이 지방에 머물렀던 가장 큰 이유는 지방 사업장의 경우 사업비에서 토지비 부담이 낮기 때문이다. 신탁법에 의해 신탁사는 토지비 자금 투입이 불가능하다. 토지비 부담이 큰 사업장의 경우 금융권 PF 대출을 통해 토지비를 확보하고 건설사의 분양불 도급계약 구조로 사업이 진행되는 것이 일반적이었다. 증권사는 토지비 PF 대출이 가능하므로, 사업규모가 큰 수도권 사업장에서 활동할 여력이 충분하다.

즉 증권사는 토지비와 건축비를 PF 대출과 자회사 신탁사의 신탁대지금금 투입을 통해 분양사업에 필요한 모든 금융조달을 할 수 있다. 부동산 PF 업무로 부동산 개발에 낯설지 않다는 점, 각 비즈니스별 정보 공유가 가능하다는 점도 시너지가 될 것이다. 증권사와 신탁사가 연계해 매각자문, 금융주선 등 컨설팅 시장에 진출하는 것도 고려해볼 만하다.

[그림 14] 증권사가 신탁업 진출 시 예상 업무



자료: 한국투자증권

#### 4. 건설사: 리츠 등 구조화 상품에 관심

건설사는 개발역량이 강점,  
그러나 이해상충 문제로  
신탁업 진출의 필요성 낮아

건설사는 여타 잠재적 player보다 프로젝트 분석 능력과 개발역량이 뛰어나다는 점이 강점으로 작용할 것이다. 그러나 건설사가 신탁업 진출의 필요성은 낮다. 1) 자본력에 있어서는 금융권 대비 열위일 수밖에 없고, 2) 프로젝트 내 이해 상충이 발생한다는 점이 신탁사 설립 혹은 인수에 최대 걸림돌이다. 신탁사는 공사비를 최대한 절감함으로써 위탁자에 최대한의 수익을 가져다 주어야 한다. 그러나 건설사는 본업인 시공에서 공사 마진을 최대한 확보하고자 한다.

건설사가 신탁업에  
진출하더라도 관리형신탁에  
치중할 가능성 높아

따라서 건설사가 신탁업에 진출하더라도 차입형신탁에 진출할 가능성은 낮다고 판단한다. 건설사가 신탁업 진출을 모색하는 이유는 임대사업에 필요한 다양한 구조화 상품을 만들 수 있기 때문이다. 최근 건설사들은 중장기적으로 임대주택이나 상업용 부동산의 임대사업을 확대하려 하는데, 이는 리츠와 같은 vehicle을 이용해야 하며 신탁사는 이를 수행할 수 있는 가장 유용한 기구다.

## 5. 전통 부동산신탁사의 고유한 강점

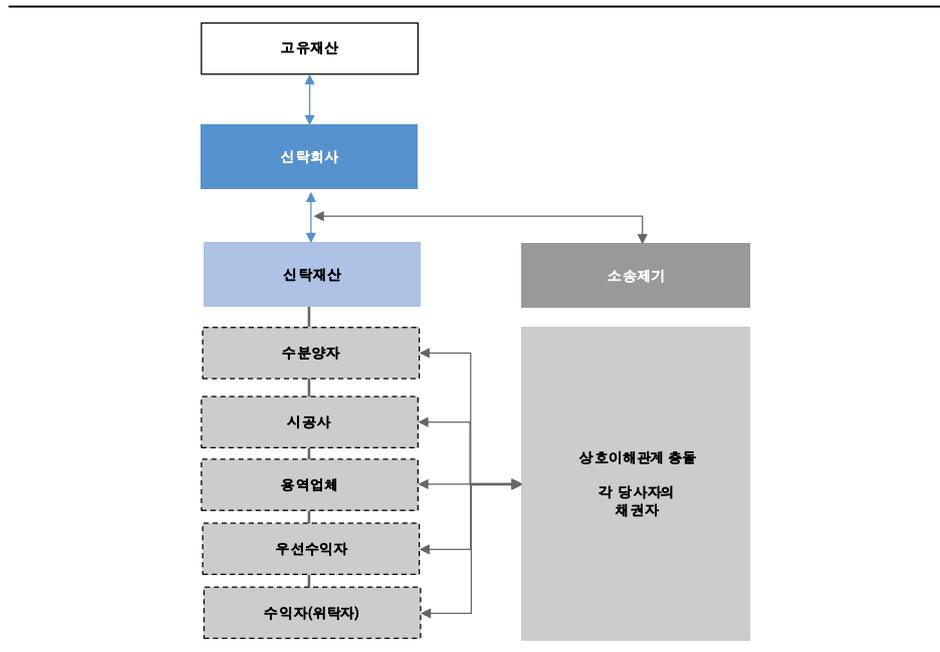
### 전통 신탁사의 차별점

오랜 기간 부동산신탁시장의 top 2는 한국토지신탁과 한국자산신탁이었다. 전문성과 자금 조달역량을 모두 내재한 독특한 형태로 성장해 왔다. 이들은 1990년대부터 부동산 개발경험을 축적해 순수 금융업종은 물론, 건설사에서도 찾기 힘든 고유의 경쟁력을 보유하고 있다. 이 외 전통 신탁사의 차별점은 다음과 같다.

### 다수의 이해관계를 관리하는 이해조정 능력이 최대 강점

1) 금융사나 건설사가 갖추지 못한 이해조정 능력이 최대 강점이다. 부동산 사업은 다수의 이해관계가 첨예하게 얽혀 있어, 섬세한 관리가 필요하다. 신탁사는 고객의 부동산을 수탁 받아 고객을 대신해 개발하고 수익금을 돌려주기 때문에 많은 이해관계 상충을 조정하는 과정에서 소송에 연루될 수 있다. 신탁사마다 최소 100건 이상 소송에 연루돼 있을 정도다. 일례로 한국자산신탁의 경우, 최근 3년간 종결 소송건수 192건 중 승소율은 92%에 달한다.

[그림 15] 신탁사가 조정해야 할 이해관계자



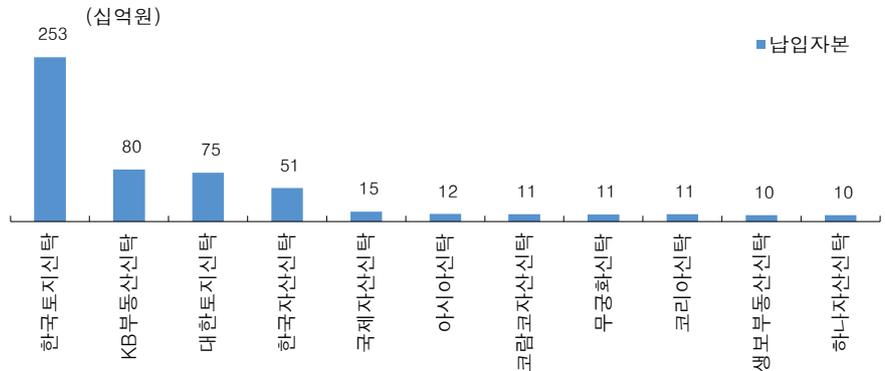
자료: 한국투자증권

2) 분양률이 낮을 때 발휘되는 위기대응 능력도 금융권은 가질 수 없는 능력이다. 예상보다 분양이 되지 않을 때 신탁사는 신속히 분양률을 끌어올리기 위한 마케팅은 물론 이후 할인분양에 대해서도 전적으로 책임지고 수익을 분배한다.

### 차입형신탁을 발굴하는 인적자원과 시스템

3) 신탁사의 자산은 자본력뿐 아니라 전문성을 가진 인적자원으로, 상위사는 최대의 인력풀을 보유하고 있다. 한국토지신탁과 한국자산신탁은 인당 수수료수익이 8억원대로, 나머지 9개사의 2배에 육박한다. 이들은 개발역량이 필요한 차입형신탁에 집중하기 때문이다. 은행 계열사로 잠재적인 자본조달 여력이 큰 KB나 하나자산신탁 등이 뚜렷한 성과를 보이지 못한다는 점에서 자본여력이 차입형신탁에 있어 큰 변수는 아님을 방증한다.

[그림 16] 신탁사 납입자본 비교(2017년 말 기준)



자료: 각사, 한국투자증권

<표 12> 부동산신탁회사 부채비율과 NCR 추이

(단위: %)

	부채비율			NCR		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
한국토지신탁	31.7	62.9	70.6	847.0	512.0	703.0
한국자산신탁	48.0	34.0	50.8	804.0	1097.0	1280.0
대한토지신탁	29.1	22.6	93.6	3769.0	1806.0	1129.0
코람코자산신탁	58.8	76.8	89.2	584.0	458.0	546.0
하나자산신탁	19.7	19.6	98.1	1028.0	1783.0	548.0
케이비부동산신탁	10.1	18.4	23.8	2434.0	1794.0	1632.0
생보부동산신탁	24.0	26.8	36.1	2328.0	2043.0	1701.0
아시아신탁	56.6	54.3	45.4	707.0	828.0	517.0
국제자산신탁	66.4	74.9	116.5	817.0	1001.0	699.0
코리아신탁	48.9	49.4	95.0	1234.0	1551.0	1459.0
무궁화신탁	39.5	36.8	73.0	739.0	874.0	382.0
신탁회사 합계	34.0	44.1	65.8	1075.0	870.0	924.0

자료: 금융감독원, 금융투자협회

<표 13> 인당 영업수익 비교(2017년 기준)

(단위: 십억원)

	수수료수익	임직원 합계	인당 수익
한국토지신탁	165	195	0.8
한국자산신탁	152	185	0.8
대한토지신탁	65	132	0.5
코람코자산신탁	85	182	0.5
KB 부동산신탁	72	166	0.4
하나자산신탁	59	135	0.4
국제자산신탁	51	121	0.4
생보부동산신탁	55	135	0.4
아시아신탁	59	146	0.4
코리아신탁	47	139	0.3
무궁화신탁	37	178	0.2
합계	845	1,714	0.5

자료: 금융감독원, 한국투자증권

신규 진출 업체들은 단기적으로 관리형신탁에서 경쟁할 가능성 높음, 하위 신탁사의 리스크

신탁사 인가가 늘어한다면 신규 진출 업체들은 단기적으로는 관리형신탁에 집중할 것이다. 아예 초기 신탁사 인가가 관리형 신탁에 제한돼 이뤄질 가능성도 높다. 관리형신탁 수수료는 1990년대 사업비의 1%에 육박했으나 경쟁 심화로 지금은 0.1%까지 하락했다. 관리형신탁의 경쟁은 더욱 가열될 수 있다. 이때 피해는 관리형 혹은 위험이 거의 없는 대리사무에 집중하는 하위사들이 입을 가능성이 높다.

증권사의 신탁업 진출 시  
신탁시장의 총량적 확대,  
진입이 어려웠던 핵심  
수도권 시장 진출의 물꼬

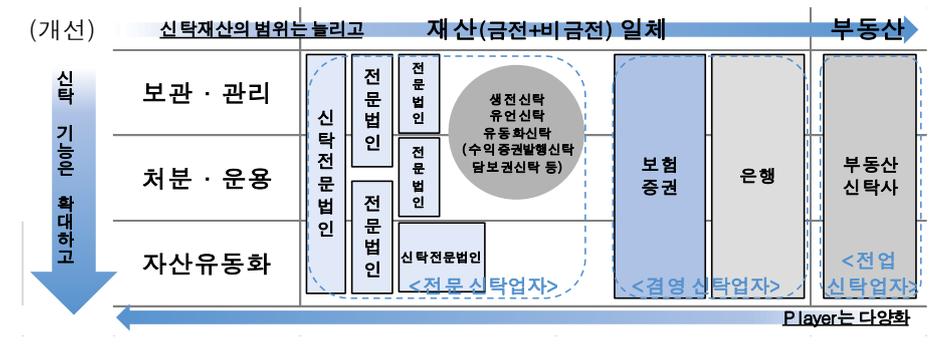
전통 신탁사들은 신탁원본인  
토지비 대출 금지 등  
제약요인 완화 요청

증권사가 신탁업에 진출한다면 궁극적으로는 신탁시장의 총량적 확대로 기존 player 역시 순기능을 누릴 수 있다. 증권사가 PF와 신탁을 이용해 토지비와 건축비 조달을 모두 할 수도 있으나, 증권사와 신탁사가 협력 형태로 토지비와 건축비를 나눠 조달함으로써 리스크를 분산하고 부동산 시장에 신탁방식을 정착시키는 계기가 될 수 있다. 초대형 건설사나 우량한 시행사가 주도하던 핵심 수도권 시장의 진입 물꼬를 터주는 계기가 될 수 있다.

한편, 장기적으로 신탁업 제도 개편은 단지 인허가 허용에만 제한되지는 않을 것이다. 한국의 신탁업은 금융투자업을 다루는 ‘자본시장법’으로 규제돼, 신탁업 고유의 효용이 발휘되지 못하고 있다. 현 신탁업 규제 하에서는 고령화와 같은 사회경제변화에 따라 늘어나는 신탁수요에 대응하기 어렵다. 따라서 정부는 향후 신탁업이 유연성, 자율성을 회복해 종합 재산관리 서비스로 기능할 수 있도록 ‘신탁업법’ 제정 등 규율체계 전반을 개편한다는 장기 계획을 갖고 있다. 이에 따라 전통 신탁사들은 기존에 진출하지 못했던 금전신탁(펀드)의 시장 진입을 요구하고 있다. 신탁사가 토지 확보에 자금 투입을 할 수 없어, 사업에 제약을 받고 있는데 이에 대한 완화를 요청하고 있다.

[그림 17] 현재 부동산신탁사의 제한된 영역

(현행)	금전	금전 외 일부 재산	부동산
보관 · 관리	은행		부동산 신탁사
처분 · 운용			



자료: 금융위원회, 한국투자증권

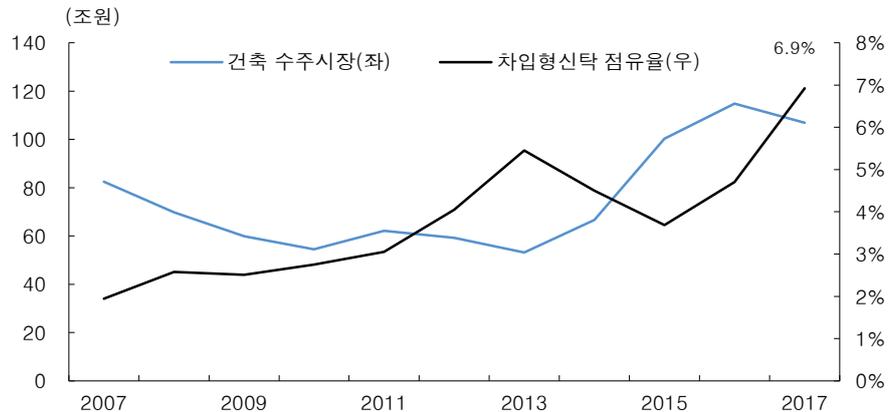
신택시장 개방 시 수익이  
줄어들 주체는 하위 신택사,  
무리하게 금융 리스크를  
지던 건설사

신규 진출자로 인해 기대수익이 줄어들 주체도 분명 있다. 특별한 경쟁력이 없는 하위 신택사뿐 아니라 무리하게 금융 리스크를 지던 건설사들이다. PF지급보증이나 책임준공은 일종의 금융기능을 건설사가 해야 함을 의미한다. 리스크를 분산하는 금융구조가 확산되며 건설사의 역할은 좋은 가격과 품질의 시공능력으로 축소될 전망이다. 시공사의 리스크가 현저히 낮아지는 반면, 기대수익이 낮아질 수 있다.

기존 신택사의 인력 유출은  
리스크로 지적돼

신택업 개방으로 기존 신택사의 인력 유출 가능성은 리스크로 지적된다. 신택업은 프로젝트 심의와 리스크 관리에 필요한 시스템과 track record의 축적이 가장 중요하다. 통상 하나의 프로젝트를 발굴하고 마무리 하기까지 5년의 시간이 필요하다. 신택시장이 개방되더라도 하나의 사이클을 모두 겪은 5년 이후, 진검승부 여부를 알 수 있을 것이다. 신택시장에서 누가 도태되고 누가 헤게모니를 쥘지는 불분명하다. 그러나 다양한 신규 player, 특히 금융권의 신택업 진출 가능성이 높아지며 현재 분양시장의 7%에 불과한 신택업 자체는 양과 질 모두 발전 가능성이 높다는 점은 분명하다.

[그림 18] 분양 시장에서 차입형신택 방식 비중 추정



주: 건설 수주액은 상업용 빌딩/오피스텔/주택 모두 포함  
자료: 국토교통부, 금융감독원, 한국투자증권

## ■ 용어해설

- 부동산신탁회사: 부동산 소유자의 소유권을 이전 받아 자금과 전문지식을 결합해 신탁재산을 개발, 관리하는 회사
- NCR(영업용순자본비율): 영업용순자본(자기자본에 비유동성 자산 등을 차감)을 총 위험액(보유자산의 손실예상액)으로 나눈 값을 백분율로 표시한 것으로 금융투자회사의 재무건전성을 나타내는 지표

# 기업분석

---

한국토지신탁(034830)

한국자산신탁(123890)

---



# 한국토지신탁(034830)

매수(유지) / TP: 4,200원(하향)

주가(8/22, 원)	2,700
시가총액(십억원)	682
발행주식수(백만)	252
52주 최고/최저가(원)	3,710/2,595
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,543
유동주식비율(%)	63.0
외국인지분율(%)	11.3
주요주주(%) 엠케이인베스트먼트 외 1인	34.1
KB자산운용	15.4

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	178	114	121	481	78.0	114	5.9	8.6	1.2	22.6	2.6
2017A	250	171	167	662	37.8	172	4.7	6.6	1.1	25.7	3.2
2018F	282	204	174	688	3.9	205	3.9	5.0	0.8	21.6	3.0
2019F	293	214	182	720	4.6	215	3.8	4.7	0.6	18.8	3.0
2020F	298	219	185	735	2.0	220	3.7	4.6	0.6	16.4	3.0

주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 모호한 시장일수록 빛나는 경쟁력

**2018년 수주, 또 다시 사상 최고치 예상:** 한국토지신탁의 상반기 수주는 871억 원으로 시장 상황과 무관한 호조세다. 최근 ‘다인건설’로부터 350억원의 차입형 신탁 수주에 성공한 것이 크게 기여했다. 다인건설은 수도권 택지를 확보했으나 중도금 대출에 어려움을 겪다가, 한국토지신탁이 차입형 신탁 구조로 참여함으로써 신용이 보강되며 중도금 대출과 공사비를 확보했다. 부동산 시장은 늘 돈이 필요해, 신탁업은 시장이 좋거나 나쁘거나 늘 수요가 있다. 한국토지신탁의 2018년 수주는 2,200억원으로 역사적 최대치던 2017년의 1,915억원을 넘어설 전망이다.

차입형 신탁 수주는 2014년까지 1천억원대였다가, 2015~2016년 연이어 1,700억원대를 기록하며 2020년까지 이익 성장을 담보한 상태다. 그럼에도 지방 주택 시장 침체와 신탁시장 개방 우려로 한국토지신탁의 주가는 크게 하락, 2018F PER은 4배 미만이다. 지금도 불리한 환경 속에서도 최대 수주를 기록할 만큼 고유의 경쟁력을 입증하고 있지만, 중장기적으로는 재건축과 도시재생사업, ‘책임준공 확약형 관리형 신탁’ 등 재보험 수단 상품으로 위기를 극복한다는 전략이다.

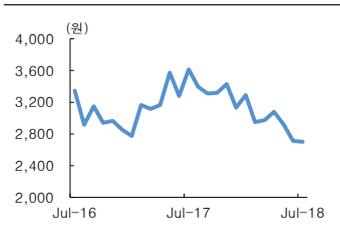
**리스크 분산욕구가 커질수록 신탁 수요 늘어:** 분양시장의 의구심이 커질수록 대주는 책임준공이나 미분양 담보확약과 같이 재보험 수단을 활용한 PF 금융구조로 리스크를 분산하려 한다. 금융위기 이전에는 건설사만 책임준공의 리스크를 졌으나 우량 시공사도 재무 리스크가 발생함을 목격한 뒤, 신용도 높은 제3의 참여자에게 신용보강을 요구하는 추세다. 여기에 ‘책임준공 확약형 관리형 신탁’과 같은 신탁사의 수요가 창출되고 있다.

만약 시공사가 파산 등으로 준공이 어려워질 경우 책임준공 확약을 한 신탁사가 신탁대지급 계정을 투입해 준공하는 구조다. 이벤트가 발생할 경우 관리형 신탁에서 차입형 신탁으로 전환하는 대신 신탁보수율은 2%대로 0.1%에 불과한 관리형 신탁 대비 매우 높다. 2017년 말부터 불확실한 분양시장을 반영해 책임준공 관리형 신탁 수요가 늘고 있다. 물론 신탁사의 엄격한 프로젝트 심의가 필요하지만 경험이 많은 한국토지신탁 입장에서는 오히려 수익을 낼 수 있는 환경이다.

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.7)	(16.9)	(27.2)
상대주가(%p)	(0.6)	(7.8)	(21.0)

### 주가추이



이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

첫 발을 디딘 재건축, 성공적으로 마무리: 한국토지신탁은 2016년 업계 최초로 ‘대전 용운’ 재건축을 대행자 방식으로 수주해 재건축 시장에 진출했다. 신탁보수율은 4%, 신탁보수 160억원으로 의미 있는 금액이다. 최근 분양이 완료되며 첫 재건축 사업을 성공적으로 마무리했다. 올 하반기는 ‘인천 청천2’ 임대주택(신탁보수 292억원) 착공이 예정돼 있다. 최근에는 방배삼호아파트 재건축의 시행자로 선정(150억원)되며 서울 재건축 시장에도 진출했다. 신탁방식 재건축은 조합설립이 필요 없어 사업기간이 단축되고 신탁수수료가 사업비에 포함돼 초과이익환수제의 부담을 낮춰준다는 점이 수요자의 관심을 끌고 있다. 신탁사 입장에서도 사업에 최대 난관인 토지가 이미 확보된 사업유형이라는 점에서 상호 이해관계가 부합한다.

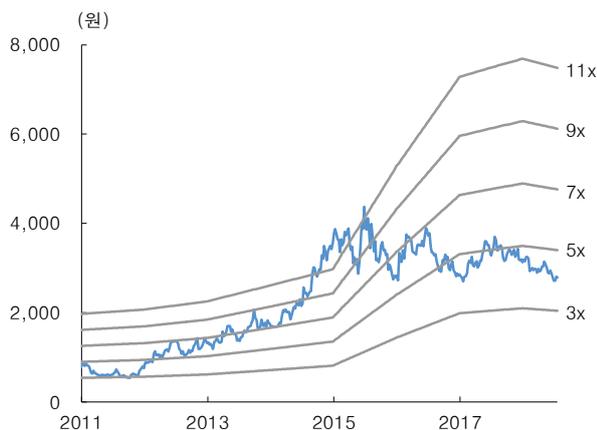
<표 14> 한국토지신탁의 정비사업 추진 현황(2018년 현재 기준)

(단위: 세대, 십억원)

사업명	방식	규모	예상보수
대전 용운 주공 재건축	대행자	2,244	16.0
인천 청천 2구역 공공지원 민간임대주택	정비사업연계형 민간임대주택	5,190	29.2
부산 범일 3구역 도시환경정비사업	대행자	1,158	11.0
인천 학익 1구역 재개발	대행자	1,532	12.0
서울 흑석 11구역 재개발	대행자	1,300	11.6
서울 신길 10구역 재건축	시행자	900	8.4
서울 영등포동2가 가로주택정비사업	대행자	267	3.0
대전 문화 2구역 재개발	대행자	764	7.5
부산 동삼 1구역 재개발	대행자	1,999	19.0
서울 방배삼호아파트 재건축	시행자	1,100	15.0
신길음1 재개발	대행자	270	6.0
부산 대평 1구역 도시환경정비사업	대행자	1,000	12.3
대구 태평78아파트 가로주택정비사업	대행자	400	6.7
인천여상 주변구역 도시환경정비사업	대행자	600	7.0

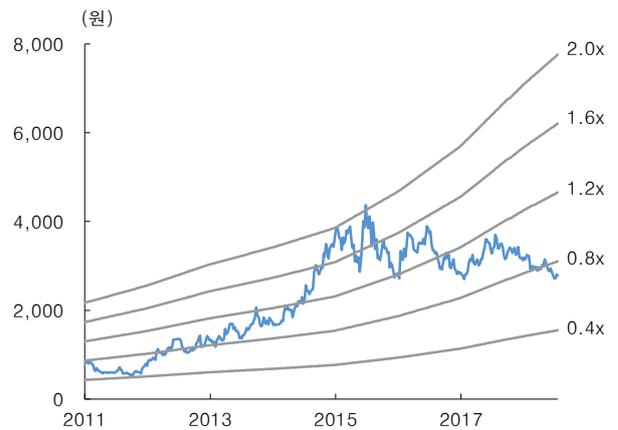
자료: 한국토지신탁, 한국투자증권

[그림 19] 한국토지신탁 PER 밴드



자료: 한국토지신탁, 한국투자증권

[그림 20] 한국토지신탁 PBR 밴드



자료: 한국토지신탁, 한국투자증권

**시장개방과 메기효과:** 2018년 영업수익은 전년대비 13%, 영업이익은 19%, 순이익은 4% 늘어날 전망이다. 전년 2분기, 자회사 동부건설의 동부익스프레스 매각차익 475억원이 반영됐다. 이 베이스 부담으로 2018년 순이익 증가폭은 작지만 영업실적은 놀라운 성장을 이어갈 것이다.

목표주가는 4,200원으로 19% 하향한다. 2018년 ROE는 21.6%, 2019년 18.5%로 금융업종 내 최상위 ROE 능력을 보여주고 있다. 그러나 이익과 자본 급증으로 ROE의 하락이 예상된다. 이에 사측이 충분한 배당으로 화답할 경우, 높은 ROE 유지가 가능하겠으나 정부의 NCR 규제 강화, 재건축 등 자본이 필요한 신시장 확대에 당분간 배당성향이 과격적으로 늘어나기는 어려워 보인다. 따라서 목표 PBR을 기존 1.2배에서 1.0배로 하향했다. 어떤 상황에서도 BPS의 하락 리스크가 없다는 점을 감안한 보수적 밸류에이션을 적용했다.

부동산신탁 시장 개방은 전통 신탁사들이 진출하지 못했던 핵심 수도권 시장을 뚫어주는 계기가 될 수 있다는 점, 상위사의 차입형신탁 경쟁력은 단기에 따라잡기 어렵다는 점에서 한국토지신탁에게 불리한 뉴스만은 아니다. 시장 개방 시, PF금융에 강점을 지닌 증권사와 다양한 협력을 통한 신탁시장 확대와 경쟁력 제고의 메기효과를 기대한다.

〈표 15〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017	2018F	2019F
신규수주	27.0	74.3	27.0	28.6	36.7	50.4	52.0	80.9	170.4	176.2	191.5	220.0	200.0
차입형	25.0	72.3	25.0	(5.8)	13.5	44.3	20.0	42.2	159	151	117	120	100
도시정비	-	-	-	-	18.9	-	30.0	21.1	-	16	35	70	70
관리형	2.0	2.0	2.0	34.4	4.3	6.1	2.0	17.6	11	9	40	30	30
영업수익	54.4	67.1	63.0	65.5	72.8	71.1	61.5	76.8	138.5	178.0	250.0	282.1	289.7
YoY	14.6%	76.6%	52.6%	27.7%	33.8%	5.9%	(2.3%)	17.2%	(3.4%)	28.6%	40.4%	12.9%	2.7%
신탁보수	30.7	55.6	35.0	32.1	37.2	50.5	40.5	40.4	78.2	109.8	153.4	168.6	173.1
차입형	30.2	55.4	34.8	31.0	36.7	50.0	40.0	38.9	76.5	108.3	151.4	165.6	168.1
비차입형	0.5	0.2	0.2	1.1	0.5	0.5	0.5	1.5	1.6	1.5	2.0	3.0	5.0
대리업무보수	9.1	(5.9)	15.6	18.5	6.3	3.0	7.0	13.8	21.4	26.1	37.3	30.0	30.0
이자수익	11.8	12.7	12.7	16.3	18.5	17.6	14.0	21.5	31.9	33.0	53.5	71.5	71.5
기타	2.8	4.7	(0.3)	(1.3)	10.9	-	-	1.1	7.0	9.1	5.8	12.0	15.0
영업비용	3.4	7.2	4.8	5.1	5.5	5.5	5.0	5.5	15.2	20.6	20.4	21.5	21.5
판관비	13.8	13.7	15.7	15.2	13.2	14.0	15.7	14.1	34.3	43.4	58.4	57.0	57.0
판관비율	25.4%	20.5%	24.9%	23.2%	18.2%	19.7%	25.5%	18.3%	24.8%	24.4%	23.4%	20.2%	19.7%
영업이익	37.2	46.2	42.6	45.2	54.1	51.6	40.8	57.2	89.0	114.0	171.1	203.6	211.2
YoY	38.7%	87.6%	41.5%	39.0%	45.5%	11.6%	-4.1%	26.5%	10.2%	28.1%	50.1%	19.0%	3.7%
영업이익률	68.3%	68.8%	67.6%	69.1%	74.3%	72.6%	66.4%	74.5%	64.3%	64.0%	68.5%	72.2%	72.9%
세전이익	37.6	94.2	45.4	43.8	69.7	54.5	43.7	60.8	89.6	113.1	221.0	228.6	236.2
순이익	28.6	72.3	34.4	32.6	53.1	41.4	33.2	46.0	68.2	85.9	167.8	173.8	179.5
YoY	33.5%	286.1%	47.2%	45.2%	86.0%	(42.7%)	(3.4%)	41.3%	13.8%	26.0%	95.3%	3.5%	3.3%
순이익률	52.5%	107.7%	54.6%	49.7%	73.0%	58.2%	54.0%	59.9%	49.2%	48.3%	67.1%	61.6%	62.0%

자료: 한국토지신탁, 한국투자증권

### 기업개요

부동산 개발·관리·투자업체. 1996년 4월에 설립하여 2001년 5월 코스닥에 상장. 주요 사업은 아파트 개발을 중심으로 하는 토지신탁사업인데, 부동산신탁사업뿐 아니라 컨설팅, PI(자기자본 투자) 등으로의 사업확장을 통해 영업수익 기준 업계 1위의 시장점유율을 점하고 있음.

### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
금융업자산	737	919	910	900	900
유동자산	54	107	109	114	119
현금성자산	30	42	49	54	59
기타 유동자산	24	65	60	60	60
비유동자산	163	185	324	487	642
투자자산	117	140	145	145	145
유형자산	1	1	0	0	0
기타 비유동자산	44	43	179	342	497
자산총계	954	1,211	1,343	1,501	1,661
유동부채	63	85	50	50	50
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	63	85	50	52	45
비유동부채	301	406	400	400	400
사채	149	299	300	300	300
장기차입금및금융부채	151	107	100	105	95
부채총계	364	491	450	450	450
지배주주지분	587	716	890	1,048	1,208
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
이익잉여금	347	496	645	803	963
비지배주주지분	3	4	3	3	3
자본총계	590	719	893	1,051	1,211

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(125)	(97)	50	46	54
당기순이익	121	168	174	182	185
유형자산감가상각비	0	1	0	0	0
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(219)	(235)	(148)	(162)	(156)
기타	(28)	(30)	23	25	23
투자활동현금흐름	(50)	37	(27)	(16)	(24)
유형자산투자	(1)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(195)	(4)	5	10	0
무형자산순증	0	(0)	0	0	0
기타	146	42	(32)	(26)	(24)
재무활동현금흐름	173	79	(24)	(25)	(25)
자본의증가	7	0	0	0	0
차입금의순증	185	100	1	5	(5)
배당금지급	(15)	(18)	(25)	(25)	(25)
기타	(4)	(2)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(2)	20	(1)	5	5

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업수익	178	250	282	293	298
이자수익	33	53	72	72	67
수수료수익	135	188	169	176	185
기타영업수익	10	9	12	15	15
영업비용	64	79	79	79	79
이자비용	6	14	18	18	18
판매비와관리비	43	58	57	57	57
기타영업비용	15	7	4	4	4
영업이익	114	171	204	214	219
영업외수익	46	54	26	26	26
영업외비용	1	4	1	1	1
세전계속사업이익	159	221	229	239	244
법인세비용	38	53	55	57	59
당기순이익	121	168	174	182	185
지배주주지분순이익	121	167	174	182	185
EBITDA	114	172	205	215	220

### 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	481	662	688	720	735
BPS	2,338	2,849	3,538	4,161	4,798
DPS	75	100	80	80	80
성장성(% YoY)					
매출증가율	28.6	40.4	12.9	3.7	1.7
영업이익증가율	28.1	50.1	19.0	5.2	2.3
순이익증가율	78.1	38.2	3.5	4.6	2.0
EPS증가율	78.0	37.8	3.9	4.6	2.0
EBITDA증가율	28.2	50.2	19.0	NM	NM
수익성(%)					
영업이익률	64.0	68.5	72.2	73.2	73.6
순이익률	68.2	67.1	61.6	62.1	62.3
EBITDA Margin	64.3	68.8	72.5	0.0	0.0
ROA	15.1	15.5	13.6	12.8	11.7
ROE	22.6	25.7	21.6	18.8	16.4
배당수익률	2.6	3.2	3.0	3.0	3.0
배당성향	15.2	14.7	14.1	13.5	13.2
안정성					
순차입금(십억원)	259	338	331	326	321
차입금/자본총계비율(%)	47.4	52.7	42.5	36.2	31.4
Valuation(X)					
PER	5.9	4.7	3.9	3.8	3.7
PBR	1.2	1.1	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.6	6.6	5.0	4.7	4.6

# 한국자산신탁(123890)

Not Rated

주가(7/20, 원)	5,220
시가총액(십억원)	536.3
발행주식수(백만)	103
52주 최고/최저가(원)	9,476/4,895
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	236
유동주식비율(%)	38.4
외국인지분율(%)	6.9
주요주주(%)	엠디엠 외 5인 53.3
	한화자산운용 외 2인 7.7

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2013A	40	19	14	5,101	4.9	19	NM	NM	NM	10.3	NM
2014A	68	34	24	6,700	31.3	34	NM	NM	NM	14.8	NM
2015A	95	58	42	11,516	71.9	59	NM	NM	NM	20.6	NM
2016A	136	96	73	857	(92.6)	97	8.8	7.7	1.5	22.6	2.6
2017A	222	167	127	1,343	56.7	167	5.5	4.8	1.3	27.1	2.7

주: 순이익은 자본법적용 순이익, 2017년 신규 상장

## 잠시 쉬어가나 높은 잠재력

**종합부동산 금융그룹:** 한국자산신탁은 2010년 MDM 그룹에 편입돼, 부동산 신탁업에서는 한국토지신탁에 이어 2위 신탁사다. MDM은 분양매출 11조원의 실적으로 최상위 track record와 자금력, 신뢰도를 구축한 디벨로퍼다. MDM이 개발사업을 위한 토지 매입시 제 1금융권에서 PF대출이 가능하다. 한국자산신탁의 장점은 자체적인 영업력 외에도 MDM이 디벨로퍼로 토지를 매입한 개발사업에도 신탁사로 참여함으로써 시너지를 낸다는 점이다.

**2015~2017년 가파른 성장:** 한국자산신탁은 2013년 차입형신탁에 본격 뛰어들어 2014~2017년 영업수익 CAGR은 48%에 육박하는 가파른 성장을 구가했다. 2013년 400억원에 불과했던 차입형신탁 수주는 2016년 1,790억원, 2017년 2천억원을 돌파함에 따라 2020년까지 견조한 외형 성장이 예상된다.

2018년은 잠시 쉬어가는 시기다. 2017년 하반기 일부 현장의 영업수익이 조기 인식된 영향과 IFRS 9 도입에 따른 충당금 반영효과다. IFRS 9 도입으로 전 현장에 대손충당금을 반영하게 됐는데 사업장이 크게 늘며 관련 비용도 늘어났다. 갑자기 충당금 효과가 큰 이유는 2015년부터 차입형신탁 손익 인식이 본격화됐기에 그간 경험손실률이 0에 가까워 충당금 영향이 거의 없었기 때문이다. 또한 올 1분기, 충남 서산 분양 사업지에 대손충당금을 60억원 반영함에 따라 영업이익은 12% 감소했다. 서산 사업지의 충당금은 올해까지 지속되겠지만 그 규모는 현저히 줄어든다.

**재건축 시장 진출을 위한 투자의 시기:** 한국자산신탁은 신탁업계에서 가장 적극적으로 서울지역 재건축사업을 추진하고 있다. 시장의 관심은 시범아파트 등, 현재 단독시행자 지정을 받은 여의도 3개 사업지에 쏠리고 있다. 이 3개 사업지의 신탁보수만 830억원에 육박할 뿐 아니라 핵심지역의 재건축 사업 진출의 물꼬를 텃다는 점에서 의미가 있다. 아직 시행자 지정고시 단계라 사업시행인가와 관리처분인가까지는 약 2년의 시간이 소요될 전망이다. 오랜 기다림이 필요하다보니 한국자산신탁의 주가도 부진하지만 잠재력은 크다.

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.8	(26.7)	(43.8)
상대주가(%p)	8.0	(17.5)	(37.6)

### 주가추이



이경자

kyungja.lee@truefriend.com

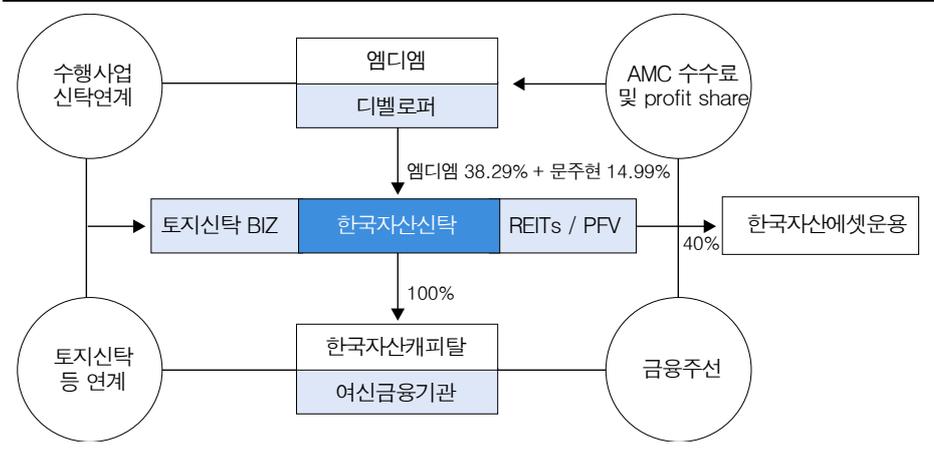
김치호

chiho.kim@truefriend.com

그 외 사업지에서는 조금씩 성과가 나타나고 있다. 올해 사업대행자 방식으로 인천 태림연립과 경남 자산구역에서 각각 40억원, 39억원의 수주를 인식했다. 인천 사업은 2분기 일반분양을 완료하고 수익 인식이 시작됐다.

2018F PER 5배: 신탁업 개방은 서울/수도권 핵심지역에 저변을 넓히고자 하는 상위 신탁사에 긍정적 제도변화가 될 수 있다. 아직 신탁방식에 대한 이해도 부족과 토지비 부담으로 신탁사의 핵심지역 진출은 제한적인 것이 사실이다. 만약 증권사가 신탁업에 진출해 토지비 대출 등 다양한 금융조달로 시장 진출의 물꼬를 터준다면 다수의 차입형신탁을 수행한 한국자산신탁의 시장 저변이 확대될 것이다. 경쟁심화로 볼 것이 아니라, 상호간의 협력에 따른 시장 확대의 순기능에 주목한다.

[그림 21] MDM그룹 지배구조(2018년 1분기 말 기준)



자료: 각사, 한국투자증권

<표 16> 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업수익	48.6	51.1	58.2	64.6	51.3	57.7	58.0	70.8	95.4	136.5	222.5	237.8	270.7
YoY	82.2%	58.8%	62.4%	54.5%	5.6%	12.9%	(0.4%)	9.6%	40.4%	43.1%	63.0%	6.9%	13.8%
1. 신탁보수	37.7	38.9	38.8	44.5	33.7	40.0	40.0	53.1	65.6	104.5	159.9	166.8	198.6
2. 이자수익	9.6	10.2	12.4	13.6	15.9	17.0	17.0	16.1	18.1	27.9	45.8	66.0	67.1
3. 유가증권 이익	0.3	1.3	5.9	6.2	0.8	-	-	1.2	9.9	2.5	13.8	2.0	2.0
4. 기타	1.1	0.7	1.0	0.2	0.9	0.7	1.0	0.4	1.8	1.6	3.0	3.0	3.0
영업이익	36.9	40.9	39.6	49.4	32.4	46.2	46.5	56.1	58.4	96.2	166.8	181.2	213.7
YoY	99.5%	90.8%	51.7%	63.9%	(12.3%)	13.0%	17.5%	13.5%	74.2%	64.7%	73.4%	8.6%	17.9%
영업이익률	76.0%	80.0%	68.0%	76.5%	63.1%	80.1%	80.2%	79.3%	61.2%	70.5%	75.0%	76.2%	78.9%
세전이익	35.8	40.9	40.6	49.3	32.5	46.1	46.4	55.1	56.9	96.0	166.7	180.1	212.7
지배주주순이익	27.3	31.1	30.5	36.7	24.8	35.0	35.3	40.0	42.3	72.8	125.5	135.1	159.5
YoY	93.9%	90.2%	55.9%	63.2%	(8.1%)	12.5%	14.1%	6.2%	78.5%	72.1%	72.4%	7.6%	18.1%
순이익률	56.3%	61.0%	53.1%	57.7%	49.0%	60.7%	60.8%	56.0%	44.4%	53.3%	56.4%	56.8%	58.9%

자료: 한국투자증권

### 기업개요

2001년 3월 설립되어 2016년 7월 유가증권시장에 상장된 부동산신탁사. 2017년 영업수익 2,016억원으로 부동산신탁사 11개 업체 가운데 점유율 22%로 한국토지신탁에 이어 2위 업체. 부동산 개발 및 부동산 금융업으로 수직 계열화를 달성한 엠디엠그룹의 계열사로 주요 자회사는 한국자산캐피탈이 있음.

### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
금융업자산	94	147	215	413	654
유동자산	58	44	63	39	78
현금성자산	11	18	36	11	34
기타 유동자산	46	26	28	28	43
비유동자산	71	94	73	116	48
투자자산	65	82	60	106	37
유형자산	1	1	1	1	1
기타 비유동자산	6	12	11	9	10
자산총계	222	285	351	568	780
유동부채	36	53	77	98	111
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	36	53	77	98	111
비유동부채	46	52	40	53	152
사채	0	0	0	0	60
장기차입금및금융부채	46	52	40	53	92
부채총계	82	105	117	151	263
지배주주지분	140	181	231	414	512
자본금	27	36	37	43	47
자본잉여금	5	11	20	131	131
기타자본	0	0	0	0	(10)
이익잉여금	111	134	175	240	344
비지배주주지분	0	0	3	3	4
자본총계	140	181	234	417	516

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동현금흐름	18	3	(0)	(104)	(118)
당기순이익	14	24	42	73	127
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3	(32)	(49)	(195)	(259)
기타	1	11	7	17	14
투자활동현금흐름	(16)	(17)	24	(42)	71
유형자산투자	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(69)	(128)	(128)	(343)	36
무형자산순증	(1)	0	(0)	(0)	(0)
기타	55	111	152	301	35
재무활동현금흐름	7	22	(6)	122	71
자본의증가	0	15	8	117	0
차입금의순증	7	7	(12)	12	98
배당금지급	0	0	(2)	(7)	(17)
기타	0	(0)	0	0	(10)
기타현금흐름	(0)	(0)	(0)	0	0
현금의증가	8	7	17	(25)	24

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업수익	40	68	95	136	222
이자수익	10	13	18	28	46
수수료수익	28	51	66	104	160
기타영업수익	2	4	12	4	17
영업비용	22	34	37	40	56
이자비용	2	2	2	2	4
판매비와관리비	18	20	30	27	37
기타영업비용	2	12	5	11	15
영업이익	19	34	58	96	167
영업외수익	0	0	0	0	1
영업외비용	1	2	2	0	1
세전계속사업이익	18	31	57	96	167
법인세비용	4	8	15	23	40
당기순이익	14	24	42	73	127
지배주주지분순이익	14	24	42	73	126
EBITDA	19	34	59	97	167

### 주요투자지표

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
주당지표(원)					
EPS	5,101	6,700	11,516	857	1,343
BPS	52,005	50,869	63,605	4,906	5,524
DPS	0	0	2,000	200	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	(1.1)	68.4	40.4	43.1	63.0
영업이익증가율	2.4	78.3	74.2	64.7	73.4
순이익증가율	4.9	73.1	77.4	73.4	73.2
EPS증가율	4.9	31.3	71.9	(92.6)	56.7
EBITDA증가율	1.9	77.4	73.8	64.4	73.0
수익성(%)					
영업이익률	46.6	49.3	61.2	70.5	75.0
순이익률	34.1	35.0	44.2	53.6	57.0
EBITDA Margin	47.3	49.8	61.6	70.9	75.2
ROA	6.6	9.4	13.3	15.9	18.8
ROE	10.3	14.8	20.6	22.6	27.1
배당수익률	NM	NM	NM	2.6	2.7
배당성향	0.0	0.0	22.1	23.3	14.7
안정성					
순차입금(십억원)	32	32	3	41	115
차입금/자본총계비율(%)	31.0	28.2	16.6	12.3	29.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	8.8	5.5
PBR	NM	NM	NM	1.5	1.3
EV/EBITDA	NM	NM	NM	7.7	4.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한국토지신탁 (034830)	2016.07.03	매수	5,600원	-38.0	-31.7	한국자산신탁 (123890)	2018.07.23	매수	4,200원	-	-
	2016.08.09	매수	5,000원	-37.3	-25.8		2018.07.23	NR	-	-	-
	2017.08.09	1년경과		-37.8	-28.5						

한국토지신탁(034830)

한국자산신탁(123890)



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 23일 현재 한국토지신탁, 한국자산신탁 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.