

한국토지신탁

KOREA REAL ESTATE INVESTMENT TRUST

SMIC Research Team #2

강동수, 오대석, 이정옥, 황준호, 황윤희

BUY

- 발목을 잡던 총당금의 부담을 떨쳐냄
- 부동산 금융의 선진화
- 우수한 BM

땅을 가지고 있어도 어떻게 투자할 지 모르십니까?
주식 말고 조금 더 안전한 부동산에 투자하고 싶으십니까?
한국 토지 신탁에 맡겨보세요.

2팀이 소개해드리겠습니다.

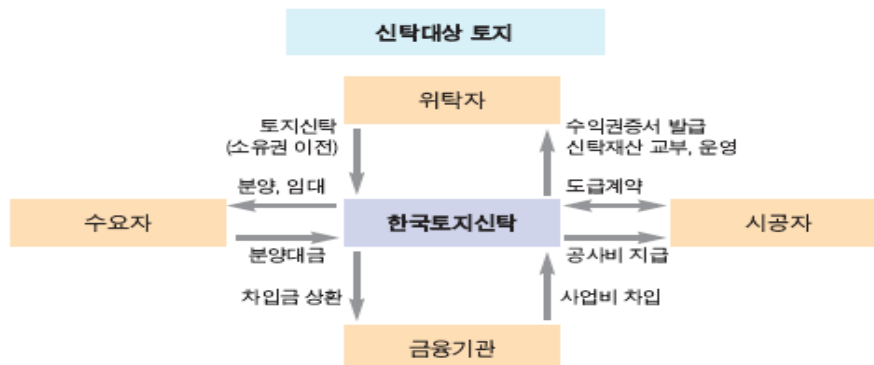
I. 산업 환경

1. 토지 신탁

토지 신탁은 개발신탁이라고도 하며, 고객이 맡긴 부동산을 관리, 개발해 주고 그 대가로 수수료료를 받는 사업이다. 금전신탁과의 차이는 신탁대상이 돈이 아니라 부동산이란 차이가 있을 뿐이다. 토지신탁을 이용하는 고객은 주로 부동산은 있으나 개발 자금이나 개발 경험이 없는 사람, 또는 자체 분양이 어려운 부동산 개발업자 등이다.

일반적으로 토지신탁을 필요로 하는 수요자는 자체 개발 능력이 떨어지는 경우가 많아, 대부분의 영업은 수요자들이 신탁회사를 찾아오는 형식으로 이루어진다. 따라서 토지 신탁업을 영위하는데 있어서 가장 중요한 것은 영업력보다는 부동산 개발의 성공 여부를 판단하는 능력이 더 중요하다. 이러한 특성으로 인해 마켓 리더라고 해서 산업 내에서 독점적인 우위를 확보하고 있는 것은 아니다. 반면 업종 내에서의 경쟁이 심하다고는 볼 수 없으며, 가격(수수료율) 하락 요인도 별로 없다는 장점이 있다.

그림 4) 토지신탁 업무의 흐름도



자료: 한국토지신탁

즉, 부동산 소유자와 신탁회사의 신뢰관계를 바탕으로, 부동산 소유자가 소유권을 신탁회사에 이전하고 신탁회사는 소유자의 의견과 신탁회사의 자금과 전문지식을 결합하여 신탁재산을 효과적으로 개발, 관리하고 그 이익을 돌려 주는 제도이다.



1.1. 대리와의 차이

법률행위의 주체와 법률효과의 객체가 다른 경우가 있는데 이 경우 일반적으로 이용되는 것이 ‘대리’제도이다. 대리는 행위는 대리인이 하고 그 효과는 본인이 받는 제도로서 본인이 미성년자, 한정치산자, 금치산자이거나 혹은 대리인의 전문지식을 활용하고 싶을 때 효율적으로 활용된다.

반면 대리는 대리인의 권한이 엄격히 제한되어 있다. 즉 본인이 수권한 범위 내에서만 대리인이 권한 행사를 할 수 있다. 예컨대 ‘이 땅과 관련하여 전부 당신이 모두 알아서 해라’ 이런 식의 수권은 잘 이루어지지 않는다. 대리인이 월권행위를 할 가능성도 있고 실제로 월권대리, 무권대리로 인한 법적 분쟁이 엄청나게 많다. 그래서 대리인이 개입된 법률행위의 경우에 본인이 직접 하는 것보다 절차상 문제가 많다.

요컨대 본인은 대리인이 월권행위를 못하도록 권한 범위를 구체적으로 설정해야 하고 대리인은 자신의 행위가 대리권 범위 내에 있음을 구체적으로 증명시켜 거래의 안정성을 높여야 하며 거래 상대방 역시 대리인이 권한 범위 내에서 활동하고 있는지 일일이 확인해야 할 불편함이 있다.

이런 불편 해소를 위해 ‘신탁’제도가 나타난다. 신탁은 민법상의 신탁과 신탁법상의 신탁이 있으나 우리가 알아야 할 신탁의 개념은 ‘일정한 경제적 목적을 위하여 법률적 소유권을 넘긴다’ 이 정도이다. 소유권은 권리의 객체에 대한 무제한의 절대적 권리이다. 그러나 신탁행위에 있어서 수탁자(신탁을 받는 자)는 형식적, 외형적으로는 그러한 소유권을 이전 받는 것이지만 절대적 권리를 행사하지는 못한다. 실질적, 내부적으로는 일정한 경제적 목적, 즉 애초에 신탁을 하려고 하는 목적의 범위 내에서만 소유권을 행사하기로 신탁자와 계약을 맺는 것이다. 대리의 불편함을 해소할 수 있는 이점이 있다.

1.1.1. 신탁 거래 실제 사례

동수가 ‘갑’ 토지 소유자이다. 그런데 도대체가 어떻게 개발해야 할지 알 수가 없다. 그래서 한국 토지 신탁한테 토지 신탁을 한다. 그러면 어떻게 될까? 토지 소유권은 등기부에 소유자의 이름을 등기해야 소유권이 인정된다. 등기부는 법원 등기소에 있다. 신탁을 받은 한국 토지 신탁은 법원 등기소에 가서 토지 소유자 이름으로 강동수를 지우고 ‘한국 토지 신탁’을 쓴다. 그러면 한국 토지 신탁은 강동수를 비롯한 모든 사람들에게 있어서 정당한 토지 소유자로서 권리를 행사할 수 있다. 즉 ‘갑’ 토지를 팔아버리든 건물을 짓든 임대를 하든 한국 토지 신탁 마음이다. ‘갑’ 토지를 임차하여 건물을 짓고 싶은 제3자로서는 강동수를 전혀 신경 쓸 필요도 없고 실제 내부 소유자가 강동수임을 알 필요도 없고 대부분 알지도 못한다. 한국 토지 신탁만 상대하면 된다.

1.2. 시장여건

아파트의 매매가격과 전세가격은 안정세를 지속하고 있으며 아파트 거래량은 감소세를 시현중이다. 정부에서는 3.30 및 8.31 부동산 대책을 일관성 있게 추진하겠다고 밝혀 당분간 부동산 가격은 꾸준한 안정세를 보일 것으로 예상되나 경기 실물지표 및 심리지표의 동반 부진으로 부동산 투자심리가 냉각되어 토지신탁시장 위축이 우려된다.

또한, 감독당국의 부동산 담보대출 규제 강화 및 우량사업지 감소 등 신규수탁여건이 악화되어 가고 있으며, 기존 은행 등 금융권의 시장잠식으로 인해 부동산 시장에 대한 금융기관들의 영향력이 갈수록 커져가고 있다.

2005년 12월 금융감독위원회로부터 증권사, 보험사의 신탁업인가로 금전신탁 영업을 착수되었으며 제한적으로 부동산 신탁업 진출이 예상되며, 2006년 4월 코람코자산신탁이 영업 개시함으로써 부동산 신탁업의 시장확대와 경쟁심화가 예상된다. 건축물 분양에 관한 법률 시행('05. 4월)으로 인해 상가, 오피스텔 등 분양건축물의 후분양제도가 의무화됨에 따라 선분양을 위한 선결요건인 사업부지에 대한 신탁 및 자금관리에 대한 수요가 증가할 것으로 예상되고, 제도완화를 골자로 하는 부동산투자회사법 개정이 예상('06년 12월) 되어 부동산투자회사 설립이 한층 활성화되고, 투자회사의 수익도 크게 증가하는 등의 변화가 예상됨에 따라 당사는 이를 새로운 기회요인으로 삼아 당사의 큰 경쟁력인 부동산분야 전문경험을 바탕으로 이에 대한 적극적인 대응을 해나갈 것이다.

1.3 업계 개황 및 영업환경

영업중인 7개의 신탁사 중 KB부동산신탁, 한국자산신탁, 생보부동산신탁, 대한토지신탁, 다음부동산신탁은 관리, 담보신탁 및 대리사무 업무에 주력하고 있고, 한국토지신탁은 축적된 노하우를 바탕으로 개발신탁 위주의 영업활동에 주력하고 있다. 2006년 6월 30일 기준 부동산 신탁사 현황과 경쟁사별 시장점유율은 다음과 같다.

(단위 : 억원)

구분	한국토지신탁	KB부동산신탁	대한토지신탁	생보부동산신탁	한국자산신탁	다음부동산신탁
설립인가	96.3.5	96.7.12	97.12.1	98.11.4	01.4.4	04.2.27
자본금	수권	5,000	3,000	1,500	400	400
	납입	1,942	800	750	100	261
주요주주 현황	한국토지공사 51.5% 소맥주주 48.5%	국민은행 100%	군인공제회 100%	교보생명50%, 삼성생명50%	KAMCO 74.7% 동양증권 외 25.3%	우리은행 15% 하나은행 15% 신한은행 7% 이병철 33.9% 기타개인 29.1%

(단위 : 백만원, %)

구 분	한국토지 신탁	KB부동산 신탁	대한토지 신탁	생보부동산 신탁	한국자산 신탁	다올부동산 신탁
'06 2분기 영업수익	68,461	26,393	30,991	12,642	23,672	20,326
시장점유율(%)	37.5	14.5	17.0	6.9	13.0	11.1
'05 영업수익	127,029	56,443	46,599	21,133	33,541	29,859
시장점유율(%)	30.8	19.0	15.4	9.3	12.3	13.1
'04 영업수익	128,015	51,693	35,760	20,928	22,764	12,076
시장점유율(%)	47.2	19.1	13.2	7.7	8.4	4.5

1.4. 부동산 신탁업의 발전전망

부동산신탁회사의 매출은 개발신탁사업의 과도한 차입의존도, 자금조달·운용의 만기구조불일치, 부동산업이 갖는 본질적인 위험에 대한 안전장치 미비 등의 어려움을 단기적으로 극복하고 중장기적으로는 제도개편을 통한 구조적 문제점을 제거하기 위한 방안의 일환으로 프로젝트 파이낸싱, ABS, REITs 등의 다양한 자금조달 수단을 개발하여 시행하고 있다.

1.5. 토지(개발)신탁사업

건축자금이나 전문지식이 없는 부동산 소유자가 소유권을 부동산신탁회사에 이전하고 부동산신탁회사는 소유자 의견과 회사자금 및 전문지식을 결합하여 신탁재산을 효과적으로 개발·관리하고 그 이익을 돌려주는 업무로서 일반 금융기관이 금전을 신탁 받아 이를 운용한 뒤 수익을 배당하는 금전신탁과 동일한 개념이며 다만 신탁대상이 금전이 아닌 부동산이란 점에서 차이가 있다.

- 분양형토지신탁 : 개발 후 분양·처분하여 수익을 배당하는 방식으로 분양아파트, 상가, 오피스텔, 주상복합 등이 해당됨
- 임대형토지신탁 : 개발하여 처분하지 않고 임대관리에 의해 수익을 배당하는 방식으로 주로 임대아파트사업 등이 해당되며 임대기간 만료 후에 분양전환 업무를 포함할 수 있음.

2. 리츠 (REITs)

부동산투자신탁(Real Estate Investment Trusts : REITs)이라 함은 다수의 대중투자자로부터 모집된 자금을 가지고 부동산 소유지분(Real Estate Equity Ownership)이나 주택저당증권(Mortgage -Backed Security : MBS) 등의 부동산에 투자하여 그 운영으로 인한 이익을 투자자들에게 되돌려 주는 제도를 말한다. 부동산은 통상적으로 그 규모가 크기 때문에 부동산 자체

에 대한 단일 증권화를 통하여 이를 여러 개의 증권으로 나누어 투자함으로써 그 유동성을 높일 수 있는 부동산간접투자제도가 바로 부동산투자신탁이다.

부동산투자신탁은 채권형과 회사형의 2가지 종류로 크게 나누어 볼 수 있다. 전자는 현행 신탁업법상 은행 등 금융기관이 취급하는 금전신탁과 유사한 신탁상품중의 하나라고 할 수 있는데, 이런 의미에서 부동산투자신탁은 투자자로부터 모은 자금을 가지고 부동산을 매입, 개발하거나 부동산관련사업에 투자하는 등의 방법으로 얻은 수익금을 투자자들에게 되돌려 주는 신탁상품이라고 할 수 있다.

II. 기업 분석

2.1. 한국 토지 신탁의 BM

부동산 관련 신탁업무를 종합적으로 수행하지만 크게 4가지 정도가 대종이다.

(단위 : 백만원)

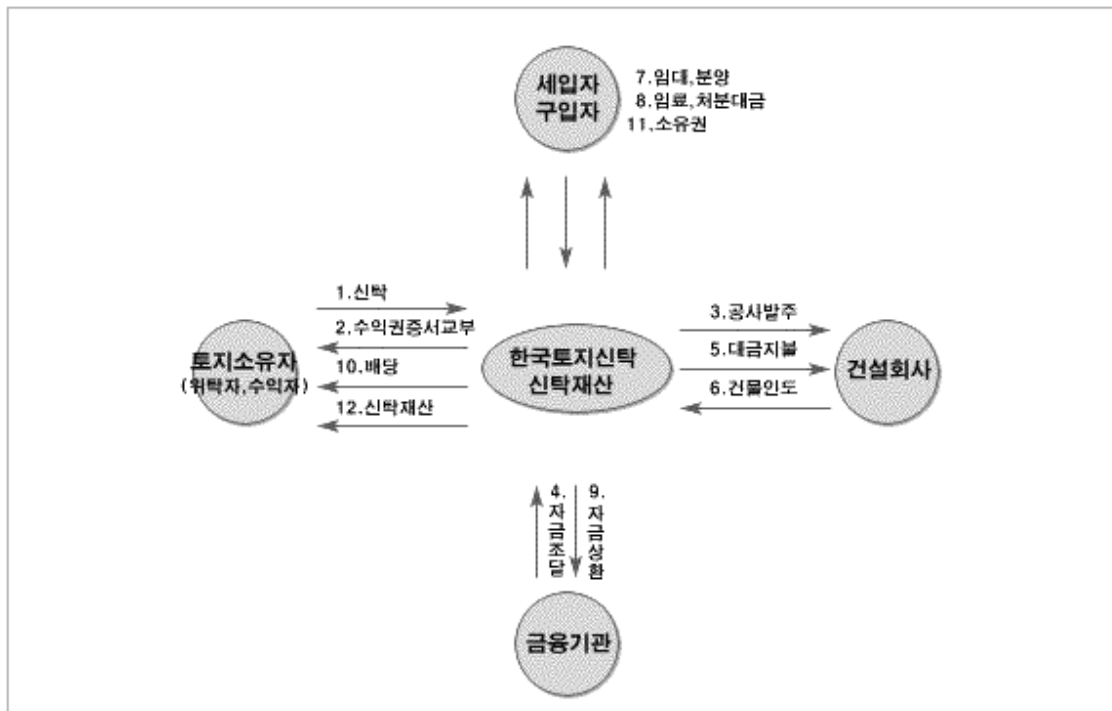
구분	제 11기 3분기		제 10기 연간		제 9기 연간	
	수탁고	신탁보수	수탁고	신탁보수	수탁고	신탁보수
토지신탁	1,139,762	40,590	1,102,648	57,913	1,499,592	53,364
관리신탁	1,271,417	1,287	1,227,035	1,408	1,242,119	1,659
처분신탁	820,624	328	749,619	1,503	753,172	1,093
담보신탁	5,111,377	5,265	4,296,810	5,527	3,712,014	4,562
합계	8,343,180	47,470	7,376,112	66,351	7,206,897	60,678

(단위 : 백만원)

구분	제 11기 3분기	제 10기 연간	제 9기 연간
컨설팅보수	-	-	40
대리업무보수	2,972	1,703	2,156
자산유동화관리보수	-	-	36
리츠자산관리보수	600	807	1,057
브랜드이용수익	8	-	-
기타업무수익	390	1,106	4,013
합계	3,970	3,616	7,302

2.1.1. 토지 신탁

토지는 있지만 개발할 현금이 없거나 개발 노하우가 없거나 개발에 필요한 각종 규제, 절차를 알고 싶지 않은 사람들을 위한 서비스. 소유권만 한국 토지 신탁에 넘겨주고 돈만 받았으면 하는 사람들이 잘 이용할 것이다. 수탁받은 한국 토지 신탁은 개발에 필요한 자금을 융자받고, 개발계획을 알아보고 시공사를 선정하고 분양까지 전과정을 처리하고 수익금은 신탁자에게 분배하는 구조다. 부동산신탁 매출의 80%이상이 여기서 나온다.



2.1.2. 담보신탁

한국 토지 신탁에 부동산을 신탁한 뒤 수익증권을 받아 이 증권을 금융기관에 담보로 제공하여 여신을 받는 제도이다. 이는 양도 담보의 일종으로 보인다.

양도담보란 제한물권 즉 금전이 아닌 재산을 담보로 제공하고 금융을 받는 권리의 하나이다. 원래 저당권이 가장 대표적인 제한물권이다. 양도담보는 저당권의 절차의 복잡성을 해결하려고 등장한 비전형담보인데 여신을 받고 소유권을 넘기고 원금 및 이자 상환을 해제조건부로 하는 담보권이다. 소유권을 넘긴다는 점에서 단순히 제한물권을 설정하는 저당권과 다르다. 본래 채권자는 소유권 자체를 갖는게 훨씬 유리하므로 양도담보를 선호했는데 폐해가 커서 가등기담보 등에 관한 법률에 의해 양도담보도 저당권과 비슷하게 운영되도록 했다. 담보신탁은 양도담보가 본래 가졌던 편의성을 활용하기 위해 고안된 제도인 듯 하다.

부동산 신탁 중 토지신탁 다음으로 매출이 크다.

2.1.3. 대리업무

신탁회사가 고객을 대신하여 부동산의 취득과 처분에 따른 인.허가,조사,분석,자문 등 모든 업무를 대신 처리해 드리는 새로운 부동산 종합서비스이다. 대리사무의 종류로는 취득대리와 처분대리가 있다. 수수료를 수취하는 가장 전형적인 서비스 형태이다.

2.1.4 기타

최근 주목받는 REITs나 자산유동화업무 등이다.

2.2. 주주구성

한국토지공사가 대주주이며 한국토지공사의 자회사이다. 또 골드만 삭스도 5% 보유하고 있다. GMO Emerging Markets Fund가 9,974,497주(5.14%)를 보유하고 있는 것으로 공시하였다.

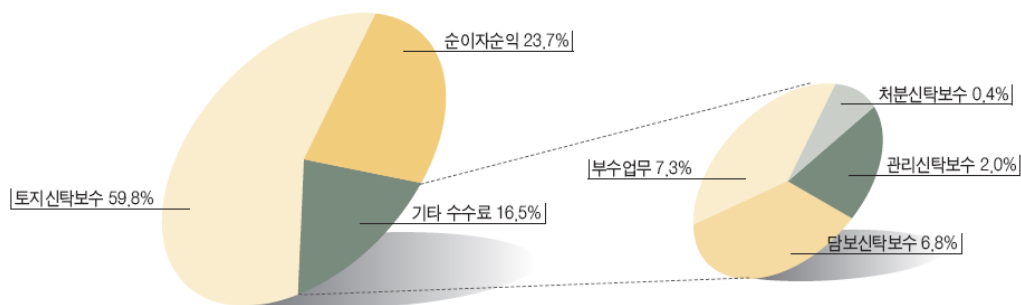
[2005년 12월 30일 현재]

(단위 : 주, %)

순위	성명(명칭)	보통주		우선주		소계	
		주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
1	한국토지공사	100,000,000	51.85	-	-	100,000,000	51.85
2	GOLDMAN SACHS INT'L LTD.	10,989,404	5.70	-	-	10,989,404	5.70
합계		110,989,404	57.55	-	-	110,989,404	57.55

2.3. 이자업무

그림 3) 한국토지신탁의 순영업수의 구성비 (2006년 1분기)



자료: 한국토지신탁

한국토지신탁이 영위하는 이자업무는 채권 발행 및 차입으로 자금을 조달하여, 이를 신탁 부동산의 개발 사업에 대출해주는 구조다. 신탁계정에 대한 대출금은 대차대조표 상에 '신탁계정대'라는 항목으로 분류되어 있다. 이자업무에는 신용 Risk가 동반하는데도 불구하고 토지신탁 회사가 이자업무를 영위하는 이유는 지방 아파트 사업장의 경우 대부분 초기 분양률이 낮기 때문이다. 초기 분양률이 낮은 사업장은 외부 자금을 조달해야 하는데, 일반적으로 은행에서 자금을 차입하는 것이 어렵기 때문에 신탁회사가 자금을 대출하는 것이다.

1. 유동자산	438,836	387,836	259,208
(1) 당좌자산	438,836	387,836	259,208
1. 현금및현금등가물	48,274	90,348	35,756
2. 매출채권	25,549	25,028	20,909
(대손충당금)	(-)6,627	(-)3,728	(-)2,079
3. 단기신탁계정대	442,898	365,345	262,840

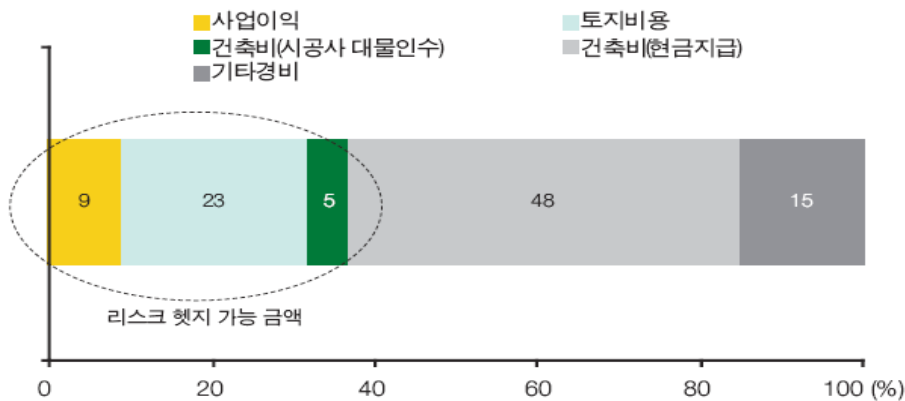
(단위 : 백만원)

구분	제 11기 3분기		제 10기 연간		제 9기 연간	
	수탁고	신탁보수	수탁고	신탁보수	수탁고	신탁보수
토지신탁	1,139,762	40,590	1,102,648	57,913	1,499,592	53,364
관리신탁	1,271,417	1,287	1,227,035	1,408	1,242,119	1,659
처분신탁	820,624	328	749,619	1,503	753,172	1,093
담보신탁	5,111,377	5,265	4,296,810	5,527	3,712,014	4,562
합계	8,343,180	47,470	7,376,112	66,351	7,206,897	60,678

단기신탁계정대는 늘어나고 있으나 토지신탁으로 인한 보수는 일반적인 움직임을 보이지 않는다. 11기 3분기는 10기 연간에 비해서 절대액이 줄었으나 도리어 신탁계정대는 늘어났다.

2.4. 수익 구조의 분석

그림 6) 한국토지신탁이 주관하는 아파트 사업장의 수익 구조 분석



자료: 한국토지신탁

한국 토지 신탁의 영업과정 리스크는 분양이 저조하거나 시공사가 부도 나는 경우이다. 다만

분양률이 65%를 넘어가면 손해를 보지 않는다. 위의 그래프를 보면, 사업이익 9%는 신탁자에게 배분되는 이익이다. 즉 분양률이 저조하여 이익이 나지 않는다면 한국 토지 신탁이 지불할 필요가 없는 금액으로 신탁자의 리스크 영역이다. 토지비용 23%는 토지가격을 말하는 것으로 마찬가지로 신탁자의 리스크 영역이다. 건축비 중 5%는 시공사의 대물인수라고 되어있는데 이는 공사비(53%)중 5%를 현금이 아닌 아파트로 대물 변제하는 것을 말한다. 즉 분양 리스크 일부를 시공사가 떠맡는 부분이다.

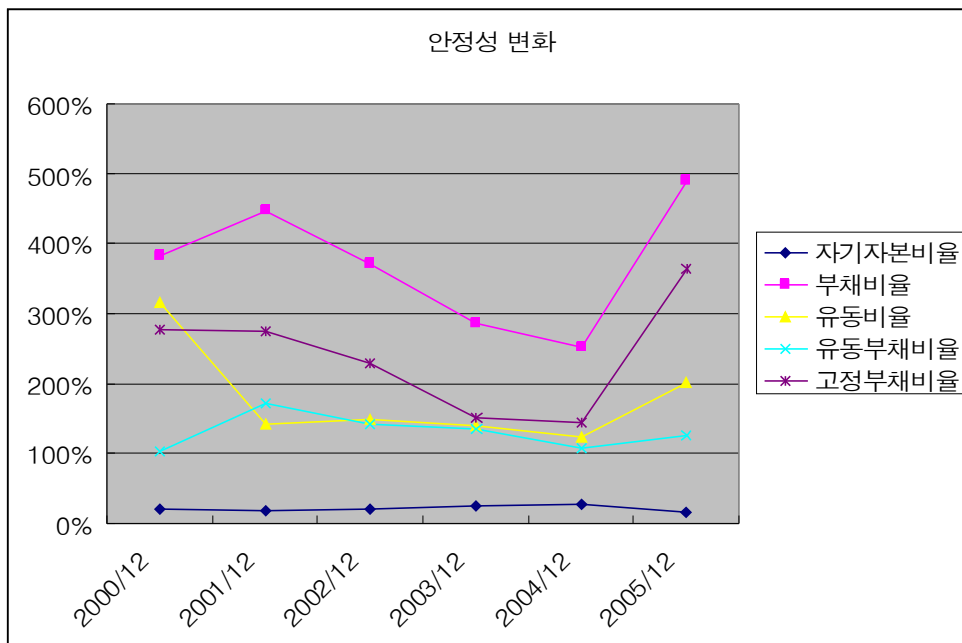
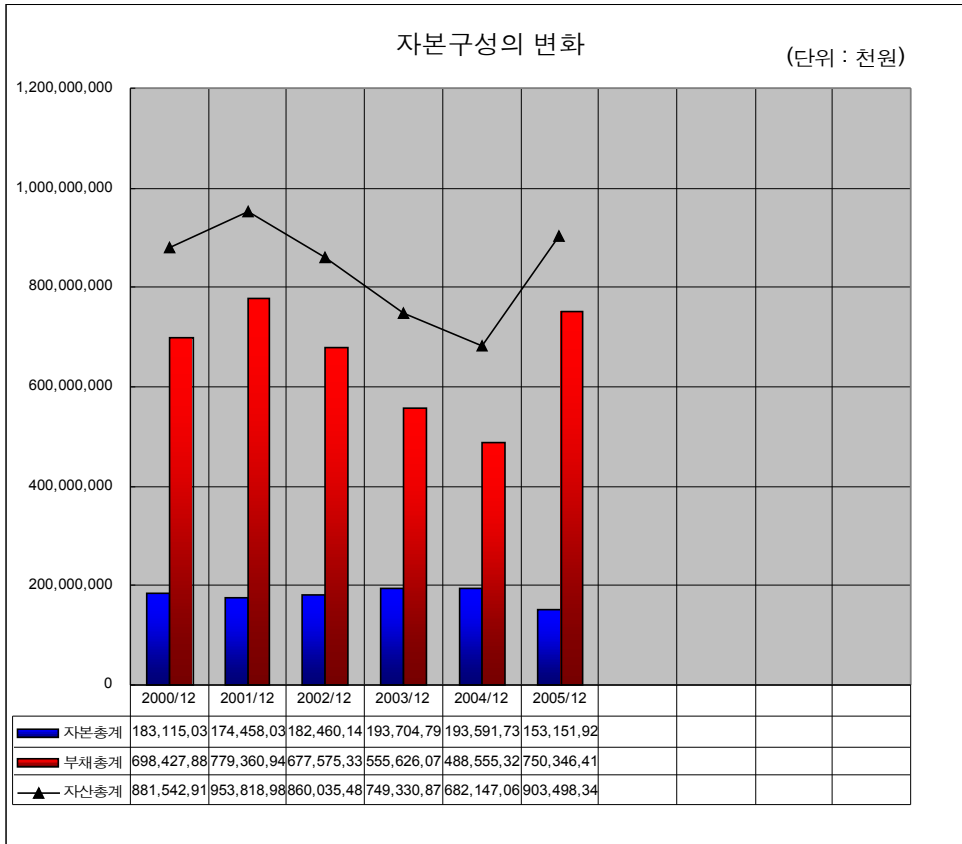
결국 아파트 건설을 위해서 한국 토지 신탁은 ‘신탁계정대’로 계상되는 금액만큼을 신탁자에게 빌려주는 꼴이 된다. 그 돈으로 시공사의 건설비 기타 비용을 지불하는 것이다. 분양이 시작되어 분양금이 들어오게 되면 가장 먼저 시공사의 건설비에 지급하고 한국 토지 신탁 자신이 지출한 ‘신탁계정대’의 대여금의 원금 및 이자의 반환에 쓰인다. 물론 한국 토지 신탁의 보수에도 추가적으로 활용된다. 이 모든 비용이 지불된 뒤에 비로소 신탁자의 토지비용 및 사업이익이 지불되는 것이다. 이를 수치로 환산하게 되면 63%정도가 분양되면 한국 토지 신탁은 손해를 보지 않게 된다. 초기 분양률이 50%를 넘어서게 되면 지속적으로 분양률이 상승하여 손해를 보지 않는다는 것이 업계의 경험이다.

2.5. 재무 분석

2.5.1. 자본 구성의 변화

[고유 계정의 자본 구성]

구분	당반기말(06.6)		전기말(05.12)		전기말(04.12)		전기말(03)		
	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	
자산	유동자산	3,685	40.4	3,878	42.9	2,591	38.0	3,647	49.0
	고정자산	5,426	59.6	5,157	57.1	4,230	62.0	3,791	51.0
	투자자산	5,415	59.4	5,145	56.9	4,227	62.0	3,784	50.9
	유형자산	8	0.1	7	0.1	3	0.1	6	0.1
	무형자산	4	0.0	4	0.0	0	0.0	1	0.0
	자산총계	9,111	100.0	9,035	100.0	6,821	100.0	7,438	100.0
부채	유동부채	1,640	18.0	1,931	21.4	2,087	30.6	2,634	35.4
	고정부채	5,879	64.5	5,572	61.7	2,798	41.0	2,922	39.3
	부채총계	7,519	82.5	7,503	83.0	4,885	71.6	5,556	74.7
자본	자본금	1,942	21.3	1,929	21.3	1,800	26.4	1,800	24.2
	자본잉여금	3	0.0	-1	0.0	-1	0.0	0	0.0
	이익잉여금 또는 (결손금)	-353	-3.9	-396	-4.4	137	2.0	82	1.1
	자본총계	1,592	17.5	1,532	17.0	1,936	28.4	1,882	25.3
부채와 자본총계	9,111	100.0	9,035	100.0	6,821	100.0	7,438	100.0	

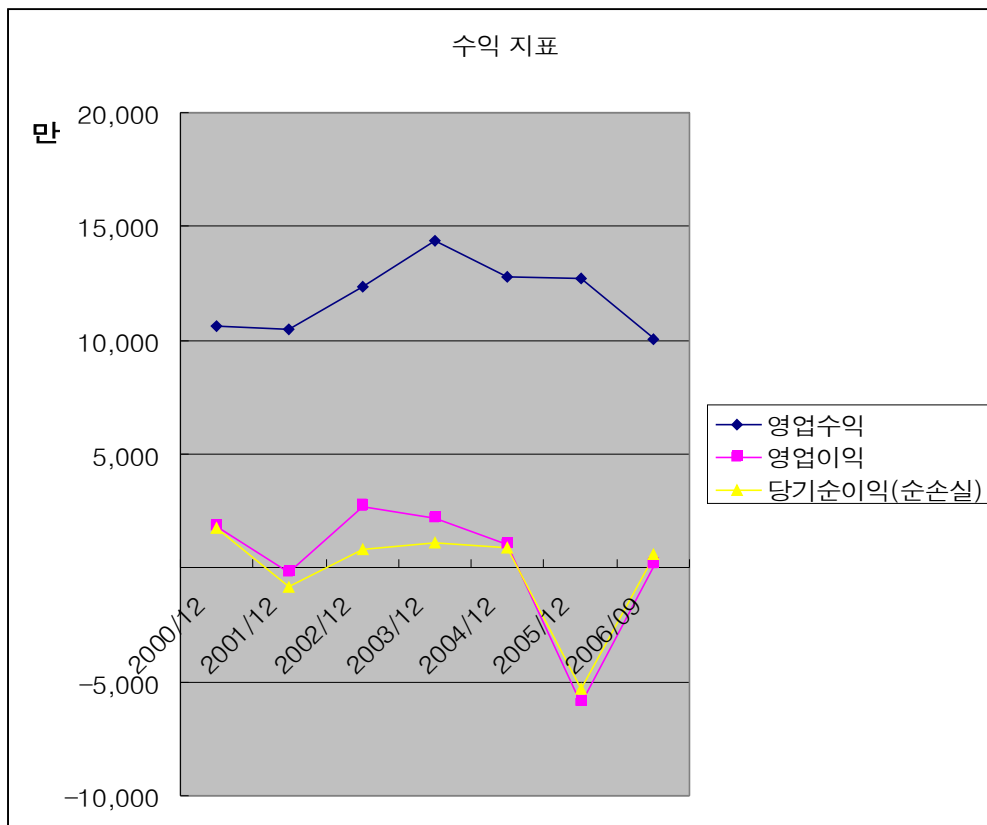


자본구성을 분석해보면 부채비율이 높다는 것을 알 수 있다. 이것은 한국 토지 신탁(이하 한국 토지 신탁)의 BM과 연관이 있는 것으로 분석된다. 한국 토지 신탁의 주요 사업인 토지신탁

에서 토지를 수탁 받은 한국 토지 신탁은 개발에 필요한 자금을 융자받고, 개발계획을 알아보고 시공사를 선정하고 분양까지 전 과정을 처리하고 수익금은 신탁자에게 분배한다. 이 과정에서 개발에 필요한 자금을 융자 받고, 또 신탁 계정에 대여하기 위하여 자기 자본을 사용하거나 외부에서 차입하는데 이 때문에 차입금이 매년 늘어나고 또한 부채비율이 악화되는 것으로 분석된다. 이처럼 고유계정에서 신탁계정에 대여한 금액은 고유계정에서는 신탁계정대로 계상되며 신탁계정에서는 회사계정차로 계상된다. 또한 신탁계정에 대여하고 받은 이자수익은 손익계산서에 신탁계정대수익으로 계상된다. 참고로 2004년부터 2006년 3분기까지의 신탁계정대과목의 금액은 다음과 같다.

과 목	제 11기 3분기	제 10 기	제 9 기
3. 단기신탁계정대	442,898	365,345	262,840
(대손충당금)	(-)124,402	(-)93,793	(-)62,860
5. 장기신탁계정대	594,786	651,411	676,359
(국민주택기금차입금)	(-)69,338	(-)140,565	(-)225,171
(대손충당금)	(-)147,589	(-)131,147	(-)108,144

2.5.2. 영업수익과 당기순이익



영업수익은 꾸준히 비슷한 수준을 보여준다. 한국 토지 신탁의 주요 사업인 토지 신탁이 이미 포화상태에 이르렀기 때문이라는 것이 우리 팀의 분석이다.

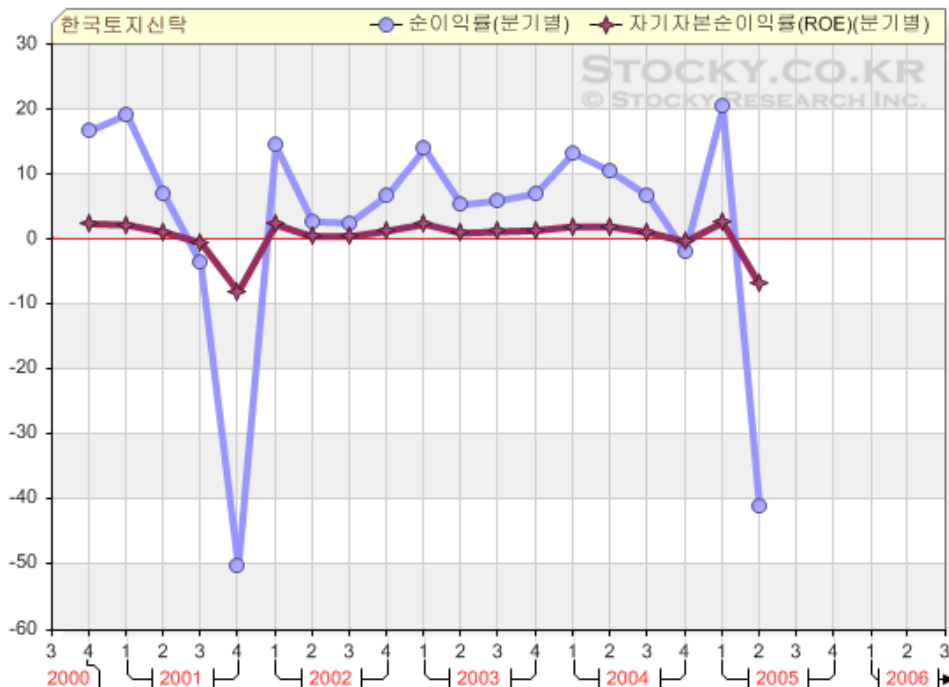
또한 당기 순이익 또한 저조하다. 이것은 IMF 때 경제위기를 맞으면서 대규모부실이 발생했기 때문이다. 특히 “청솔 산업”이라는 임대 아파트 사업의 실패로 인한 손실은 2005년까지 1,495억에 달하고 있으며 아직도 추가로 손실 처리할 것이 남아있다. 1,495억은 회사 설립 이후 부실관련 비용으로 처리한 총 금액 3,470억원의 43%에 해당하는 규모이다.

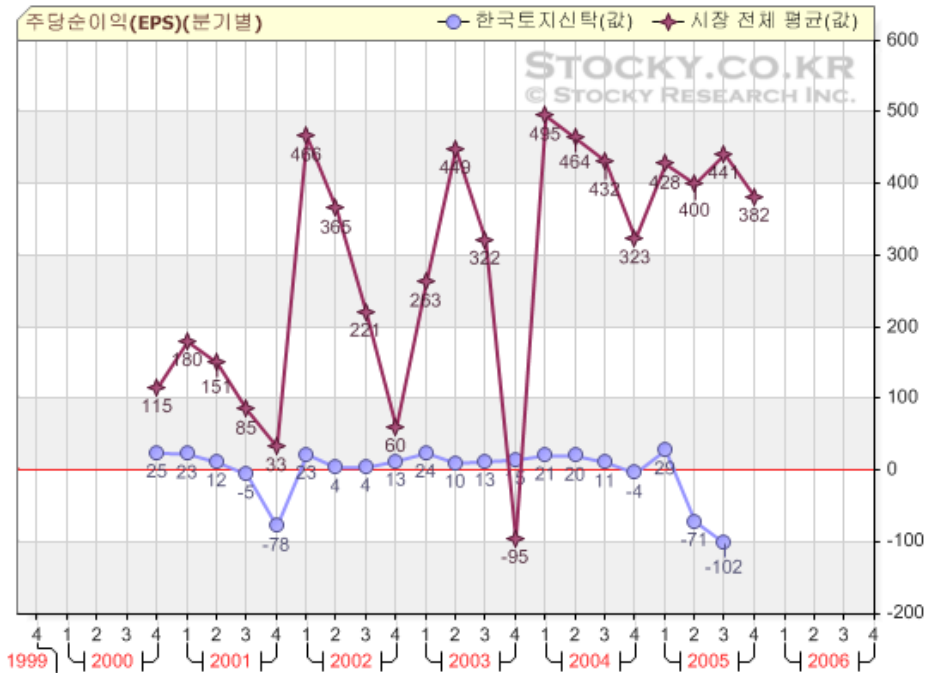
2005년에 당기 순이익이 음의 값을 가진 것은 영업비용, 그 중에서도 잡비인 일반관리비가 700억 정도 급증하였기 때문이다. 내역 분석이 어렵다. 그리고 2006년 3분기까지 실적이 개선된 이유는 이자 수익이 급증하였기 때문이다.

	2006/09	2005/12	2004/12
이자수익	7,237	2,809	3,693

이 이유도 앞서 언급한 한국 토지 신탁의 BM과 관련이 있다.

2.5.3. 이익률의 변화





Ⅲ. 투자포인트

3.1 대손충당금의 감소

3.1.1 지금까지 왜 한국 토지신탁의 실적은 좋지 않았을까?

앞서 재무분석에서 본 영업수익과 당기 순이익의 수익 지표를 보면 영업 이익과 당기 순이익이 들쭉날쭉함을 알 수 있다. 게다가 2001년과 2005년에는 영업이익과 당기 순이익이 모두 적자를 기록할 정도로 기업의 사정이 좋지 않았다. 기업이 안정적으로 돈을 벌지 못한다는 것은 투자자의 입장에서는 매력적일 수 없다. 그렇다면 2팀은 왜 이런 기업을 골랐을까? 그 이유는 향후 실적 상승이 눈에 보이기 때문이다.

3.1.2 한국토지신탁을 발목을 잡고 있는 대손 상각비

한국토지신탁은 96년 회사를 설립한 이후 10년 동안 제대로 된 이익을 낸 적이 없다. 그 이유는 회사를 설립한지 얼마 되지 않아 IMF 경제 위기를 맞으면서 대규모 부실이 발생했기 때문이다. 그 중에서도 가장 큰 부실을 불러온 사업은“청솔사업”이라는 임대 아파트 사업으로, 1건에 불과하지만 워낙 금액이 커 회사에 엄청난 악영향을 주었다. 청솔사업으로 인한 손실은 2005년

말까지 1,495억 원에 달하고 있으며, 아직도 추가로 손실 처리할 것이 남아 있다. 1,495억 원은 회사 설립 이후 부실관련 비용으로 처리한 총 금액 3,470억 원의 43%에 달하는 규모다.

청솔사업은 총 사업규모 1.6조원, 22,000세대, 37개 사업장에 달하는 대형 임대 아파트 사업으로, 당시 건설을 책임진 건설회사의 부도로 인해 한국토지신탁이 그 동안 발생한 비용을 떠안은 사업이라고 볼 수 있다. 지금은 37개 사업장 중 1개 사업장은 매각되었으며, 4개는 공사 중에 분양 사업으로 변경되었다. 임대 아파트 문제를 해결하는 방법은 임대 아파트를 분양으로 전환하는 것이다. 민간 임대 아파트는 준공 후 5년이 지나면 분양 전환할 수 있는데, 청솔사업은 99~2001년에 완공되었기 때문에 최근 들어 분양 전환이 이루어지고 있는 중이다. 32개 사업장 중 9개 사업장은 분양 완료되었으며 나머지 사업장도 4건 정도를 제외하고는 모두 2008년까지 분양으로 전환될 전망이다.

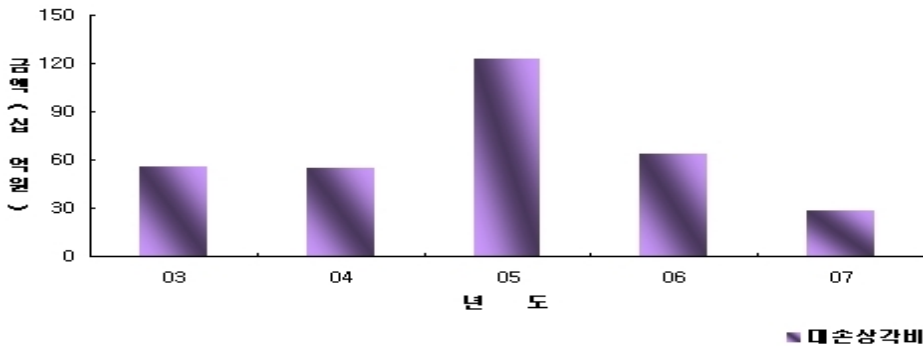
청솔사업 관련 손실을 전부 비용 처리하고 나면 한국토지신탁의 대손상각비는 급격히 감소할 것으로 보인다. 결국 청솔사업 부실의 해소가 2007년 이후 실적 개선에 가장 큰 영향을 주는 요인이다.

3.1.3 대손상각비의 감소는 실적 개선의 핵심 포인트!!

비용의 감소는 한국토지신탁 실적 개선의 핵심 포인트다. 부동산 업황이 불황임에도 불구하고 2007년부터 이익이 늘어나는 이유는 대손상각비의 감소가 주요인이다. 대손상각비가 감소할 것으로 예상되는 이유는 앞서서도 언급했지만 청솔사업 관련 손실 처리가 급격히 줄어들 것이기 때문이다. 실질적으로 2000년 이후에 수주한 사업에서는 손실이 거의 발생하지 않았다.

이는 바꿔 말하면 청솔사업이 아니었다면 그 동안 한국토지신탁은 대규모 이익을 시현할 수 있었으며, 손실처리가 끝나가는 2007년부터는 한국토지신탁의 실적이 크게 개선될 것이라고 볼 수 있다. 향후 대손상각비는 2006년 633억 원에서 2007년 280억 원으로 급격히 감소할 것으로 판단되고 있다.

<표 연도별 대손상각비 추이>



(출처 : 한국토지신탁)

3.2. BM 구조의 참신성

3.2.1. 부동산을 다루는 기업

하방경직성을 띄는 부동산 시세. 우리나라 국민이 가장 선호하는 투자 대상 1순위가 부동산 임은 두말 할 필요가 없다. 부동산이 재산 증식에 가장 확실한 투자 수단이라는 것이 시장의 컨센서스이다.

아직까지는 미비하지만 부동산의 보유로 만족하지 않고 가치의 극대화를 위한 토지 개발에 대한 관심이 점점 커지는 형편이다. 즉 부동산을 매수하여 마냥 가격이 오르길 기다리는 시세차익의 수요보다 부동산 개발의 계획, 시공, 분양 등을 종합적으로 관리하여 수익을 내려는 욕구가 커지고 있다.

투자상품으로서 매력적인 토지 기타 부동산을 다룬다는 점, 부동산에 대한 전문적인 투자개발 수요가 늘고 있다는 점은 한국토지신탁의 BM을 매력적이게 만든다.

3.2.2. 지식 기반형 사업

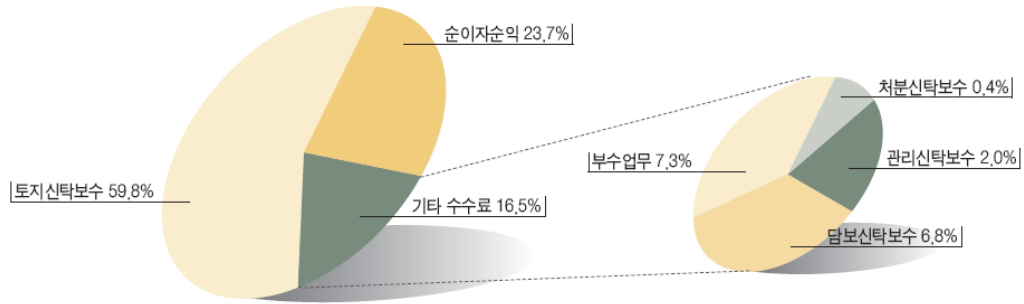


한국토지신탁의 BM은 부동산 소유자와 신탁회사의 신뢰관계를 바탕으로 부동산 소유자가 소유권을 신탁회사에 이전하고 신탁회사는 소유자의 의견과 신탁회사의 자금과 전문지식을 결합하여 신탁재산을 효과적으로 개발, 관리하는 것이다. 공장도 필요 없고, 재고도 필요 없고 원재료도 필요 없다. 한국토지신탁의 대차대조표에는 재고자산란이 없다.

필요한 것은 오직 부동산의 가치를 극대화하기 위하여 용지를 어떤 용도로 개발시킬 것인지의 해안, 적절한 시공사를 선정할 안목, 그리고 부동산을 관리, 수익하는 꼼꼼함과 체계성이다. 전문적인 지식과 경험 및 노하우만 있으면 수익을 창출할 수 있는, 無에서 cash를 창조하는 전형적인 지식기반형 사업인 것이다.

3.2.3. 이중수익구조

그림 3) 한국토지신탁의 순영업수익 구성비 (2006년 1분기)



자료: 한국토지신탁

그림에서 보는 바와 같이 한국토지신탁은 크게 두 가지 분야에서 수익을 창출한다. 본 업무인 토지신탁보수는 수익의 60%를 차지한다. 담보, 관리, 처분신탁 수수료는 16%이다. 기타 수수료보다 높은 수익을 제공하는 것이 순이자수익으로서 이는 한국토지신탁이 영위하는 이자업무를 통해서 벌어들이는 돈이다. 일견 토지신탁회사가 이자업무 즉 대부업무를 영위하는 것이 이상할 듯도 하지만 한국토지신탁의 이자업무는 어디까지나 신탁사무의 연장이자 필수불가결한 부분이다.

신탁자가 한국토지신탁에 토지를 신탁하여 아파트 등을 지으려고 할 경우 대부분 자금의 부족으로 공사비 기타 비용을 감당할 수 없다. 한국토지신탁은 이처럼 자금이 부족한 신탁자를 위하여 개발비용을 대부해주고 그 이자를 상환 받는 식으로 또 다른 BM을 만들어가고 있다. 이자업무는 신탁사무의 연장이면서 동시에 신탁사무의 핵심을 이룬다고 볼 수 있다. 왜냐하면 대부분의 경우에 개발에 필요한 자금을 갖고 있지 않기 때문이다.

이자업무는 결국 한국토지신탁의 수익구조를 이중화, 중첩화한다. 한국토지신탁이 신탁자에게 빌려준 대여금은 실무적으로는 한국토지신탁에서 시공사에게 직접 지불되지만 회계상으론 먼저 신탁자에게 대여된 뒤 신탁자가 시공사가 지불하는 식으로 처리된다.

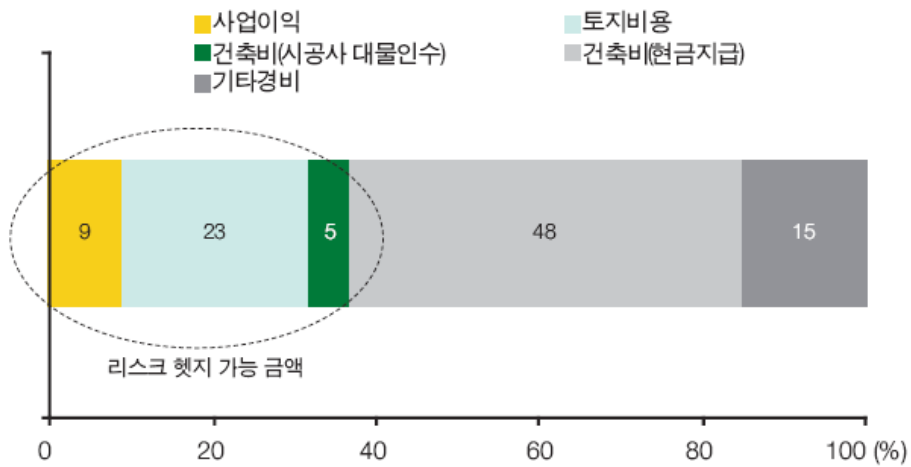
유동자산	438,836	387,836	259,208
당좌자산	438,836	387,836	259,208
현금및등가물	48,274	90,348	35,756
매출채권	25,549	25,028	20,909
단기신탁계정대	442,898	365,345	262,840

위에서 보다시피 신탁자에게 대여된 금액은 대차대조표상 '단기신탁계정대'로 계상되어 처리된다. 한국토지신탁은 아파트 등이 분양되어 토지를 개발한 수익이 나오게 되면 빌려준 돈에 대

한 이자와 원금을 상환받게 되는 것이다. 물론 이와 별도로 신탁에 대한 보수도 받는다. 따라서 한국토지신탁은 신탁에 대한 보수와 단기신탁계정대에 대한 이자를 받는 이중수익구조를 갖게 된다.

3.2.4. 수익의 안정성

그림 6) 한국토지신탁이 주관하는 아파트 사업장의 수익 구조 분석



자료: 한국토지신탁

한국토지신탁의 영업과정 리스크는 분양이 저조하거나 시공사가 망할 경우이다. 다만 분양률이 65%를 넘어가면 손해를 보지 않는다. 위의 그래프를 보면, 사업이익 9%는 신탁자가 최종적으로 먹는 금액이므로 가장 마지막에 지불된다. 즉 분양율이 저조하여 이익이 안 나면 한국토지신탁이 지불할 필요가 없는 금액으로 신탁자의 리스크 영역이다. 토지비용 23%는 토지가격을 말하는 것으로 마찬가지로 신탁자의 리스크 영역이다. 건축비 중 5%는 시공사의 대물인수라고 되어있는데 이는 공사비(53%)중 5%를 현금이 아닌 아파트로 대물변제하는 것을 말한다. 즉 분양 리스크 일부를 시공사가 떠맡는 부분이다.

결국 아파트 건설을 위해서 한국토지신탁은 ‘신탁계정대’로 잡히는 금액만큼을 신탁자에게 빌려주는 꼴이 된다. 그 돈으로 시공사의 건설비 기타 비용을 지불하는 것이다. 분양이 시작되어 분양금이 들어오게 되면 가장 먼저 시공사의 건설비에 지급하고 한국 토지 신탁 자신이 지출한 ‘신탁계정대’의 대여금의 원금 및 이자의 반환에 쓰인다. 물론 한국 토지 신탁의 보수에도 추가적으로 활용된다. 이 모든 비용이 지불된 뒤에 비로소 신탁자의 토지비용 및 사업이익이 지불되는 것이다. 이를 수치로 환산하게 되면 63%정도가 분양되면 한국토지신탁은 손해를 보지 않게 된다. 초기 분양률이 50%를 넘어서게 되면 지속적으로 분양률이 상승하여 손해를 보지 않는다는 것이 업계의 경험치이다. 그만큼 수익이 안정적이라는 얘기다.

3.3. 아파트의 평당 분양가의 상승

3.3.1. 아파트 분양가

한국토지신탁은 수탁 받은 토지 위에 아파트를 건축하여 분양 한 후 그 수익을 토지소유자와 나뉘가진다. 즉, 아파트의 분양가가 높을수록 한국토지신탁은 비슷한 비용대비 더 높은 이익이 발생하므로 더 좋은 현상이다.

3.3.2. 한국토지신탁이 분양하는 고급화 아파트

요즈음 아파트는 브랜드 이미지로 서로의 고급스러움과 안락함을 소비자에게 어필하고 있다. 이에 맞추어, 한국토지신탁도 수탁 받은 토지에 아파트를 건축할 때, 자신들만의 브랜드로 아파트를 지어 소비자에게 더 큰 이미지를 남기고, 더 높은 분양가로 수익을 올리고 있다.

한국토지신탁에서 건축하고 있는 아파트의 브랜드는 “코아루”¹이다. 다른 아파트 브랜드에 비해 브랜드 이미지가 강하지는 않지만, 지속적인 광고와 홍보를 통해 소비자들에게 인식을 남겨주고 있으며 2005년에는 대한민국마케팅대상 신상품부문 명품상 수상을 하는 등 점차 인지도를 넓혀 가고 있는 중이다.

또, ‘코아루’ 이외에는 GS 건설의 “자이” 브랜드의 고급화된 아파트를 분양하여 분양가를 높이고 있다. 이처럼, 한국토지신탁은 자신들의 독자적인 브랜드인 ‘코아루’와 ‘자이’ 아파트를 통해 자신들이 건설한 아파트의 가치를 높이고, 고급화시켜 분양가를 높임으로서 예전보다 더 큰 수익을 얻고 있다. 다음 그림은 한국토지신탁이 분양하는 아파트 내역이다.

사업명	소재지	종류	분양상당	준공시기	비고
양산 덕계 코아루	경남 양산시 웅상읍 주진리 523-5외 28필지	아파트	02-3451-1238	2008년 5월	분양중
마산 풍기동 동일하이빌	충남 마산시 풍기동 199-9 외	아파트	02-3451-1186	2007년 12월	분양중
군산 미장동 “코아루”	전북 군산시 미장동 55-5외 55필지	아파트	02-3451-1280	2007년 6월	분양중
염창동 “강변코아루”	서울 강서구 염창동 89-7번지 외 46필지 일원	아파트	02-3451-1117	2007년 5월	분양중
오산 청호자이 아파트	경기 오산시 청호동 12-1번지 외 38필지	아파트	02-3451-1170	2007년 8월	분양중
목포 남악신도시 옥암 “코아루”	전남 목포시 옥암동 1170번지	아파트	062-362-8244	2007년 3월	분양중
제천 “그린코아루”	충북 제천시 하소동 산23번지 외 30번지	아파트	02-3451-1259	2007년 3월	분양중
칠곡 왜관 다숲 아파트	경북 칠곡군 왜관을 왜관리 662-1외 35필지	아파트	02-3451-1137	2007년 7월	분양중
순천 연향동 “코아루럭스”	전남 순천시 연향동 1241번지 외 61필지	아파트	02-3451-1249	2008년 1월	분양중
김천 교동 “코아루”	경상북도 김천시 삼락동 및 교동택지개발지구	아파트	02-3451-1242	2006년 3월, 2007년 3	분양중

¹ 코아루는 Korea Advanced 집 및 Core + 집의 합성어로서 코리아의 아름다운 집을 의미합니다.

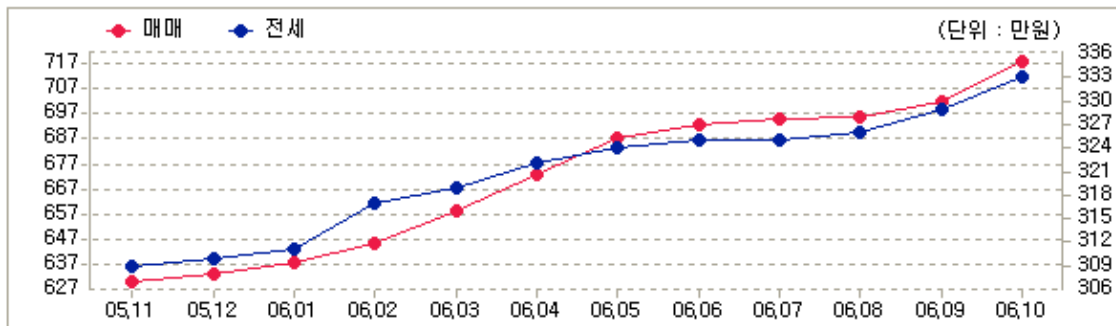
3.3.3. 평당 분양가 상승

현재, 부동산 아파트의 평당 분양가가 상승 중이다. 평당 분양가가 상승한다는 것은 똑 같은 평수의 아파트일지라도, 과거보다 현재의 가격이 더 높게 책정되어 결국 분양하는 한국토지신탁에게는 이점이 된다. 과거부터 현재까지 전국 아파트의 평당 분양가는 상승 중인 것은 아래의 도표를 통해 알 수 있다.

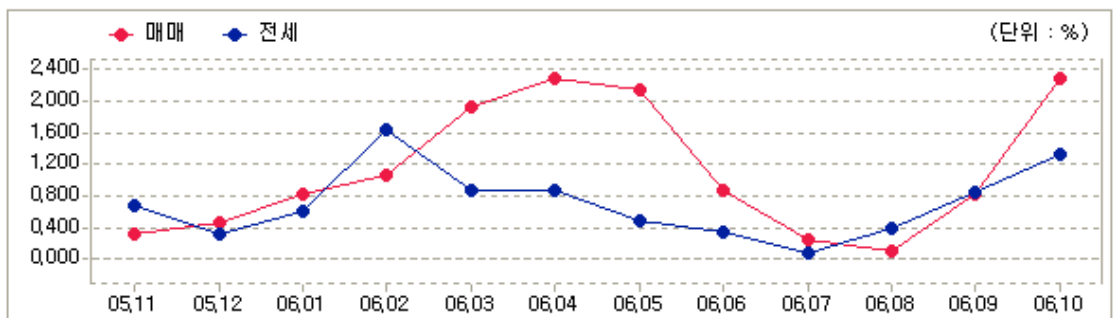
(단위 : 만원, %)

날 짜	평당가		변동액		변동률	
	매매	전세	매매	전세	매매	전세
2005,11	630	309	2.0	2.0	0.326	0.685
2005,12	633	310	3.0	1.0	0.476	0.324
2006,01	638	311	5.0	2.0	0.813	0.614
2006,02	645	317	7.0	5.0	1.073	1.638
2006,03	658	319	13.0	3.0	1.937	0.869
2006,04	673	322	15.0	3.0	2.281	0.861
2006,05	687	324	14.0	2.0	2.148	0.497
2006,06	693	325	6.0	1.0	0.880	0.355
2006,07	695	325	2.0	0.0	0.252	0.077
2006,08	696	326	1.0	1.0	0.108	0.385
2006,09	702	329	6.0	3.0	0.826	0.843
2006,10	718	333	16.0	4.0	2.295	1.337

평당가추이



변동률추이



3.4. REITs

3.4.1. 현재 한국 토지 신탁의 상황

한국 토지 신탁은 개발신탁사업의 과도한 차입의존도, 자금조달·운용의 만기구조불일치, 부동산산업이 갖는 본질적인 위험에 대한 안전장치 미비 등의 어려움을 단기적으로 극복하고 중장기적으로는 제도개편을 통한 구조적 문제점을 제거하기 위한 방안의 일환으로 프로젝트파이낸싱, ABS, REITs 등의 다양한 자금조달 수단을 개발하여 시행하고 있다.

부동산 투자 신탁업은 ABS발행, 부동산간접투자상품 운용, 종합부동산서비스(ESCROW)등 부동산 증권화를 추진하는데 있어 가장 적합한 조직과 운용 노하우를 가진 산업으로 미국 등 선진국의 예에서 볼 수 있듯이 발전가능성이 높고 성장성이 우수한 산업이다.

현재 한국 토지 신탁은 이러한 대·내외적 여건을 인지하고 부동산유동화(ABS), REITs 등 부동산금융상품의 사업화를 지속적으로 추진하고 있다.

3.4.2 자산관리 업무

REITs는 부동산유동화제도 중 하나로서 기업 및 금융권의 구조조정지원을 목적으로 하는 기업구조조정부동산투자회사 제도와 위탁관리부동산투자회사 및 자기관리부동산투자회사 제도로 분류된다. 한국토지공사는 기업구조조정부동산투자회사 및 위탁관리부동산투자회사로부터 부동산의 취득, 관리, 개량, 처분, 개발, 임대차, 유가증권의 매매, 금융기관에의 예치, 지상권/임차권 등 부동산 사용에 관한 권리의 취득/관리/처분 등의 자산관리업무를 위탁 받아 수행하는 자산관리회사이다.

REITs는 주식이나 채권 등을 발행하여 투자자로부터 자금을 조달하고 조달한 자금의 대부분을 부동산에 투자한다. 그리고 투자된 자금의 대부분을 부동산에 투자한다. 그리고 투자된 부동산으로부터 발생하는 수익의 대부분을 다시 투자자에게 되돌려 주는 방식을 취하고 있다. REITs가 자금 조달을 위해 발행한 주식은 대부분 증권거래소에 상장되어 수시로 거래되기 때문에 높은 유동성을 가지고 있다.

3.4.3.부동산투자자문 업무

부동산투자회사 제도하에서 부동산투자자문회사의 업무인 부동산투자회사로부터 위탁 받은 자산의 투자, 운용 및 부동산투자 회사의 개발사업에 대한 평가업무를 수행할 계획이다.

3.4.4. 자산보관 업무

부동산투자회사법에 따르면 부동산투자회사의 모든 자산을 자산보관회사에 의무적으로 위탁하도록 되어 있는데 한국토지신탁은 신탁업법에 의한 신탁회사로서 부동산보관업무를 수행할 수 있는 지위에 있으므로 자산보관업무를 수행할 계획이다.

3.4.5. 기대효과

IMF 체제 이후 부실 금융기관의 정리 및 기업의 구조조정 과정에서 다량의 부동산 매물이 부동산 시장에 쏟아져 나왔으나, 부동산 경기의 침체와 대형 부동산의 주요 수요처인 대기업이 부동산에 투자할 수 있는 여건이 아니므로 이러한 부동산을 주도적으로 소화할 수 있는 수요층이 절대적으로 부족한 상황이다.

또한 부동산 시장의 후진성으로 직접투자만이 존재함에 따라 지가 상승에 따른 자본 이득을 일부 계층이 독점적으로 향유함으로써 사회불안의 요인으로까지 대두되고 있다.

따라서 REITs의 도입을 통해 부동산 거래 규모를 소액화 하여 부동산 가격 상승에 따른 소득의 공평한 분배를 가능토록 하고, 부동산 거래를 표준화함으로써 부동산시장의 효율성을 제고할 수 있을 것으로 예상된다.

또한 REITs를 통하여 부동산 시장을 자본시장과 연결하여 자본시장의 규모와 폭을 확대시키는 효과와 더불어 기업과 금융기관이 보유한 부동산의 거래를 활성화시켜, 현재의 경제상황에서 절실하게 요구되고 있는 기업과 금융기관의 구조조정을 촉진할 수 있을 것으로 기대된다. 다음 그림은 외국의 REITs 현황이다.

(단위 : 10억 US \$, %)

구 분	투자대상급 부동산 규모	상장 부동산 증권 규모	부동산 증권화 비율
홍 공	157.6	68.0	43.2
호 주	65.4	14.5	22.1
스웨덴	37.9	5.7	15.0
미 국	1,450.0	125.0	10.7
영 국	528.0	56.6	8.6

자료 : 한국건설산업연구원, 신탁제도를 활용한 부동산 투자신탁의 활성화 방안, p230, 2000.7

3.4.6. 향후 한국 토지 신탁의 계획

한국 토지 신탁은 2001.9월 부동산투자회사법에 의한 자산관리회사의 겸영을 최초로 인가받아 기업구조조정부동산투자회사의 설립을 추진하였으며, 2002. 9.26 GE캐피탈, (주)신영, (주)우리은행과 함께 K1(케이원)기업구조조정부동산투자(주)를 설립하여 자산관리를 위탁 받았다.

K1 CR-REIT는 2002.10.7일 건설교통부로부터 자본금 500억원으로 REITs 인가를 받았으며 REITs 시장에서 주도적 역할수행을 위해 수익성 높은 부동산을 지속적 발굴, 편입하여 관련 업무를 확대하고 안정적인 수익기반 확보를 위해 '03년에는 K1 CR-REIT의 대주주인 외국계 금융기관 GE캐피탈과 K1 CR-REIT의 증자를 통하여 4차에 걸쳐 약 1,175억원 규모의 신규부동산을 편입하여 국내 최대 부동산투자 펀드로 성장하였다. 또한 2005. 1.17, 2005. 9.23 및 2006. 9.25 K1 CR-REIT의 편입자산인 중립동디오센터빌딩, 여의도신송센터빌딩, 신설동동진타워빌딩, 잠실시그마타워빌딩의 성공적인 매각으로 차익실현을 하였다. 2005년 4월 23일

시행된 개정 부동산투자회사법에 따라 위탁관리형 REITs 추가 도입, 설립최저자본금 250억원, 총자산 30% 이내 부동산개발사업 가능, 자기자본의 2배 이내 차입 및 사채발행 허용 등 REITs의 운영 및 신규상품 출시 여건이 완화되었다. 2006년 7월 입법 예고된 부동산투자회사법 개정안은 설립 인가제를 영업 인가제로 완화하고, 부동산개발사업에 대한 전면적인 허용 및 차입규모 확대 허용 등 대폭적인 규제완화 내용을 담고 있어 REITs 형태의 개발사업수주 등 제도변화에 적극적으로 대응하여 시장을 주도할 계획이다.

3.5. 민영화 추진

감사원은 2006년에 6개 신탁업체 중 지난해 실적이 최하위를 기록한 자회사인 한국토지신탁에 대한 민영화 작업을 제대로 추진하지 않은 것으로 드러남에 따라 조속한 민영화 추진을 권고했다. 민영화가 된다면 좀 더 효율적인 경영이 예상되어 실적이 개선될 것으로 우리 팀은 예상했다.

IV. 리스크

한국토지신탁의 리스크는 크게 두 가지 정도가 될 수 있겠다.

4.1. 지방 아파트 시장의 침체

올해 정부에서 추진하는 신도시와 맞물려 수도권 건설경기 및 아파트 시장은 뜨거워지고 있다. 그러나 지방 아파트 시장은 얼어붙고 있다는 지적이 많다. 지난해부터 올해까지 대전지역은 3%, 부산 1%, 충남 1% 등 지방 아파트가격은 하락 중이다. 하루가 지나면 상승해있는 서울지역의 아파트가격과는 하늘과 땅 차이이다.

가격뿐만이 아니다 실제로 아파트를 건설해도 분양이 되지 않아 절반에도 못 미치는 분양율을 보이는 곳이 많다고 한다. 입주율도 높은 편이 아니다. 2005년의 경우는 부동산 대책으로 건설사들이 분양을 미뤄 가시적으로는 미분양율이 줄어들었으나 2006년 들어서에는 다시 미분양율이 증가하는 추세라고 한다.

<매일경제신문(2006.4.19)에 의하면, 강원도 삼척은 2005년 8월에 입주를 시작한 아파트 입주율이 아직도 40% 미만이고, 2006년 2월에 입주한 충북 오창과학단지 아파트도 30% 미만이라고 한다. 지방만 그런 것이 아니라 용인 동백지구, 파주 교하지구, 남양주 마석지구와 같은 수도권도 마찬가지다.>

그 대표적인 예가 부산과 대구인데 대구는 초기 분양율이 10%에 못 미치는 지역도 있다고 한다.

지방 주택시장의 입주율과 분양율이 저조하게 된 가장 근본적인 이유 중 하나는 과잉공급 때문이다. 주택건설 실적(사업계획 승인 기준) 추이를 보면, 외환위기 이후 40만호 초반으로 축소되었다가 2001년부터 회복되기 시작하여 2002년에 정점에 도달하였다. 수도권은 2001년부터, 지방은 2002년부터 공급물량이 크게 증가했다. 특히 2003년 10.29대책 이후 대형업체들은 수도권 공급을 대폭 줄이는 대신 지방시장을 공략하기 시작했다. 그 결과 수도권과 지방간의 공급물량 역전 현상이 2004년부터 발생했다.

중앙정부는 국토균형발전 차원에서 행정중심 복합도시, 혁신도시, 기업도시 건설을 추진하고 있으며, 건설업체들은 여기에 편승해서 지방 주택사업을 벌려 왔다. 지방정부는 지역경제 활성화와 지방발전을 위해 각종 신도시 개발사업 등을 오래 전부터 벌려 왔다. 이에 따라 지금부터 지방에 과잉 공급된 주택이 미분양 물량 통계에 잡힐 것으로 보인다.

이는 지방의 부동산 경기 침체가 일시적인 현상이 아니라는 것이다. 오히려 앞으로 더욱 심화될 여지가 있는 것으로 보인다.

한국토지신탁은 주로 지방이나 의정부, 조치원같은 수도권 인접 외곽지역에 아파트를 건설하고 있다. 이 지역에 있는 아파트의 미분양이 계속 이어지게 되면 자금만 투입하고 이익을 얻을 수 없는 상황이 벌어질 수 있다. 65%이상의 분양율만 보이면 손해를 보지 않는 좋은 BM을 가지고 있으나 절반에도 못 미치는 분양율을 보이는 지역이 많은 만큼 지방 아파트 경기의 침체는 큰 리스크가 될 수 있다.

시장의 침체는 물론 리스크이다. 하지만 이런 위축된 시장에서 한국 토지 신탁은 앞서 언급한 것처럼 고급아파트를 짓고 있는 등 어느 정도 리스크를 해소하는 방안을 찾고 있다. 또한 시장이 침체되는 상황에서는 규모의 경제가 실현되어 대형업체가 살아남을 수밖에 없는데 토지공사의 자회사로 꾸준한 수주를 받을 수 있다는 것, 전문 부동산 기업이라는 것 또한 강점이다. 즉 시장 침체의 리스크는 한국 토지 신탁 뿐만 아니라 전체 토지 신탁 회사에 공통적으로 영향을 끼치는 요소이고 한국 토지 신탁은 이에 대비하여 어느 정도 준비를 하고 있다고 볼 수 있다.

4.2. 부동산 개발을 통한 수익에 초점

또 하나 리스크가 될 수 있는 것은 한국토지신탁의 수익구조가 개발신탁에 치중했다는 것이다. 아파트 경기가 호황일 경우 이익이 많이 남는 개발신탁을 위주로 하고 있는 것이 매우 큰 장점이 되겠지만 현재와 같이 지방 아파트 시장이 침체인 상황에서는 더욱 다양한 수익모델이 필요한 시점이며 이 회사의 미래 비전이 종합부동산 서비스 회사인 만큼 비개발 신탁부문의 경쟁력을 키워야 할 필요가 있다. 같은 업종에 KB부동산 신탁이 비개발 부문에 있어 앞서나가고 있는 만큼 이 부문을 개선하지 못한다면 앞으로 큰 수익 향상은 어렵다고 본다. 실제로 개발 부문의 실적은 몇 분기째 정체를 보이고 있는 실정이다.

지난 기간 입었던 손실의 충당이 끝나는 내년 이후는 기업 자체의 노력이 따라야만 좋은 성과가 있을 것으로 보인다. 한국 토지 신탁은 이에 대비하여 REITs 부문을 성장시키려고 노력하고 있다.

V 결

그 동안 한국 투자 신탁의 발목을 잡고 있던 증담금의 부담을 떨쳐내는 시기가 왔으며 부동산 금융의 선진화로 인하여 부동산 신탁과 부동산 개발 신탁에 대한 일반인들의 관심이 몰릴 것으로 예상하며 BM의 우수성, 아파트 평당 분양가의 상승 등으로 투자 포인트가 있다고 분석하여 매수를 추천한다.