

금융/리츠팀

이경자
Senior Analyst
kyungja.lee@samsung.com

정민기
Analyst
mingi1.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

한국금융지주		
투자의견	BUY	
목표주가:	68,000원	(44.8%)
메리츠증권		
투자의견	BUY	
목표주가:	4,900원	(41.8%)
한국자산신탁		
투자의견	BUY	
목표주가:	4,300원	(42.1%)
SK디앤디		
투자의견	BUY	
목표주가:	30,000원	(31.8%)
홀츠컴퍼니		
투자의견	비상장	
목표주가:	-	

부동산/금융

주택시장 침체기 부동산금융의 영향과 기회 산업

- 이번 주택가격 하락사이클의 시작은 금리인상에 따른 전세 수요 저하와 가격 하락
- 금융위기 후 PF구조는 위험분산으로 변형, 자본 대비 과대하거나 중후순위가 리스크
- 전세 리스크로 1,500조원 전세시장의 월세화 진행, 코리빙/NPL 등 불황형 산업 성장

WHAT'S THE STORY?

주택시장, 위기보다 침체: 주택지표는 8월 들어 모두 하락전환하며 조정기에 진입했다. 이유는 ① 역대 최대 속도의 금리 상승, ② 전세 수요 저하, ③ 구매력 하락 등이다. 수요가 취약해도 2020년부터 공급이 집중된 곳부터 가격 하락이 예상된다. 미분양/입주량/인구 유출입/전세가율 등으로 분석 시 대구/울산/경북/전남 등은 리스크 관리가 필요하다. 상품으로는 이자부담이 커질 15억원 이하 주택, 공급이 급증한 오피스텔/다세대주택/생활형숙박시설 등 소형주거가 외부 변수에 취약할 것이다. 그러나 위기가 아닌 침체로 예상하는 이유는 ① PF시장 위축으로 2023년부터 주택공급은 다시 감소할 전망이고, ② 미분양은 금융위기의 1/5 수준이며, ③ 주요 수요층인 30대는 2028년까지 연 5만 명씩 증가하기 때문이다.

금융위기 이후 PF구조: 주택시장이 침체되며 14년 만에 부동산 PF시장에 위기의식이 고조되고 있다. PF시장은 금융위기 전과 후로 나뉜다. 금융위기 이전에는 시행사의 약한 자본력을 보완하기 위해 연대보증/채무인수 형태로 시공사에만 의존해 연쇄 충격을 일으켰다. 금융위기 이후에는 대출채권을 위험에 따라 구조화시키고 차등적 수익률을 제시함으로써 다수의 주체가 사업에 참여하는 계기를 만들고 동시에, 리스크를 분산했다. 이를 주도한 player는 증권사와 신탁사로 금융의 형태로 PF에 참여하나 결과론적으로는 개발에 참여한 셈이다.

PF시장의 참여자별 영향: 현재 금융사의 PF시장 리스크는 ① 사업단계별(브릿지론→본PF), ② 대출채권 변제순위, ③ 관련수익 집중도에 따라 차별화된다. PF부실화는 단기물, 후순위 성격의 브릿지론에서 표면화되고 있으며 관련 채무보증 및 자산 비중이 높은 증권사/캐피탈/PF대출펀드 중심의 운용사부터 리스크가 확대될 것이다. 신탁사는 차입형신탁의 관리는 양호하나 책임준공형 신탁에서 리스크가 확대될 것이다. 상호금융은 연체율 상승으로 익스포저를 줄이며 PF시장이 축소되고 있다. 건설사는 금융위기 이후 제한적 신용보강과 기성불 계약으로 전환해 이번 위기에 리스크가 낮다. 금융위기 이후 10년의 호황을 누렸던 PF시장 player들은 자본력 위주로 재편되고 그 과정에서 약 2년간 PF시장의 위축이 불가피하다.

전세 리스크에 대비: 이번 주택가격 하락의 트리거는 금리 상승에 따른 전세가격 하락과 전세의 월세화다. ①금리 급등으로 전세대출금리는 5%대 진입, 4%대인 전월세 전환율을 상회하며 수요가 저하되었다. ②2020년 임대차 3법 시행으로 고가에 전세계약을 맺은 임차인들이 이탈하고 있다. ③과도한 레버리지로 주택을 매입했던 임대인이 전세보증금을 반환하기 어려워 전세사고액이 2018년 대비 5배 이상 늘었다. 전세사고의 피해층은 주거 취약 계층인 2030세대다. 이들의 비중은 63%로 2년 만에 두 배 증가했다. 전세는 사금융 역할을 해 왔기에 주택가격 회복의 조건은 금리 안정 외에도 전세리스크 하락이 전제돼야 한다.

침체 속 기회: 부동산 시장이 침체에 접어들며 기존 산업의 수익 저하가 불가피하나 역으로 기회를 맞이할 불황형 산업에 주목해야 한다. 주거비 부담과 임대차 시장의 리스크를 고려해 국내에서도 코리빙(공유주거) 산업이 부상하고 있다. 또한 위기 시마다 활용되는 NPL(부실채권) 투자전략은 금리가 변곡점을 맞이할 2023년 하반기부터 확대될 전망이다.

REPORT

CONTENTS

01 주택시장 리뷰와 전망 4p

주택가격과 전세가격 동반 하락 전망
조정 예상 주택
공급전망: 2023년까지 분양 감소

02 PF시장의 변화와 참여자별 영향 15p

PF시장, 초기 단계부터 침체되기 시작
금융위기 이후 진화된 PF금융 구조
증권사: 건전성 위기보다는, 수익성 둔화가 우려 요인
신탁사: 책임준공 관리신탁의 리스크
보험사: 운용자산 대비 절대적 규모는 제한적
여신전문사 (캐피탈): 최근 가파른 익스포저 확대에 주목
상호금융: PF시장 위축을 야기
부동산 운용사: PF대출펀드 증가

03 전세 리스크 대비해야 42p

1,500조원의 전세시장, 월세화 시작
전세보증금 반환 사고
2030, 주거 취약계층

04 침체 속 기회 산업 47p

기회산업 ① 공유주거 (코리빙)
코리빙, 불황형 산업으로 성장
기회산업 ② 부동산 NPL

REPORT

CONTENTS

기업분석

한국금융지주 (071050) | 53p

리스크 관리 모드로 전환

메리츠증권 (008560) | 56p

급변하는 부동산금융 시장에 대응이 관건

한국자산신탁 (123890) | 59p

자본력 개선으로 위기 대응

SK디앤디 (210980) | 62p

금리 인상에 대비해 선진화된 금융구조 적용

홀즈컴퍼니 (비상장) | 65p

국내 최초의 기업형 공유주거 운영 기업

주택시장 리뷰와 전망

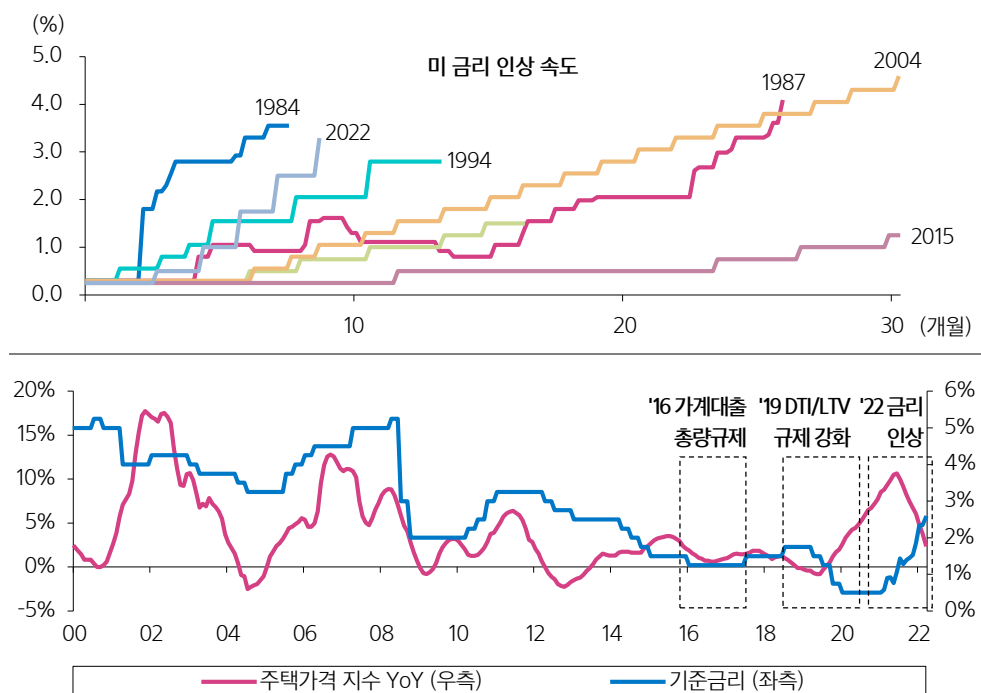
주택가격과 전세가격 동반 하락 전망

2019년부터 가파른 가격 상승을 지속하던 주택시장은 2021년 말부터 시작된 금리 인상으로 급격히 위축되고 있다. 매매가격과 전세가격 등 주택관련 지표는 2022년 8월을 기점으로 모두 하락 반전했다. 우리는 2023년 주택시장은 전세가격과 매매가격 모두 조정기에 진입할 것으로 전망하며 이번 하락사이클의 트리거는 금리 상승에 따른 전세수요 저하로 판단된다. 이는 역으로 2020년 상승기, 주택가격 상승의 요인이 저금리와 임대차 시장 제도 변화에 따른 전세가격 상승과 정확히 반대된다.

① 역대 최대 속도의 금리 상승

1980년대 일본 부동산 버블붕괴, 2008년 서브프라임 모기지 등 역사적으로 대형 경제 위기의 시작은 금리 인상이었다는 점에서 올 들어 시작된 역대 최대 속도의 금리인상은 우려를 자아내기 충분하다. 과거에는 금리 인상이 경기회복을 시사해 국내 주택가격이 금리와 동행하는 모습을 보였다. 그러나 금융위기 이후, 전세계적인 주택가격 바닥이던 2012년 이후부터는 금리와 주택가격이 대체로 역의 관계를 보이며 유동성 영향이 커지는 것으로 분석된다.

그림 1. 미국 기준 금리 인상 속도와 한국금리와 주택가격

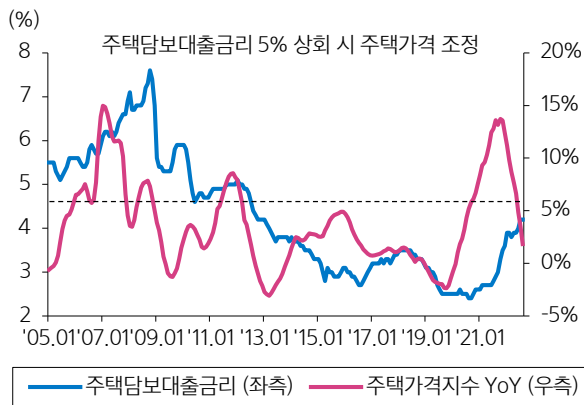


자료: Bloomberg, 한국은행, 국토부, 삼성증권

금리 인상만으로 주택가격이 하락하는 것으로 보기 어렵고 복합적 요인이 작용한다. 2016년은 금리 인하기임에도 가계대출 총량규제와 입주량 증가로 주택가격 상승세가 주춤했다. 2019년 일시적인 주택가격 조정은 2018년 금리인상의 후행적 영향보다, 전면적인 DTI/LTV 영향이 컸다. 당시 금리 인상 기조였지만 그 속도나 레벨은 매우 낮았기 때문이다. 현시점은 미 연준이 3회 연속 0.75%p 이상 금리 인상을 단행했고 한미 간 금리 차 부담이 확대되며 한국 역시 큰 폭의 금리인상이 불가피하다. 지금은 과거와 달리 금리의 인상 속도가 너무나 가파르다는 점이 부동산 시장의 리스크로 작용하고 있다.

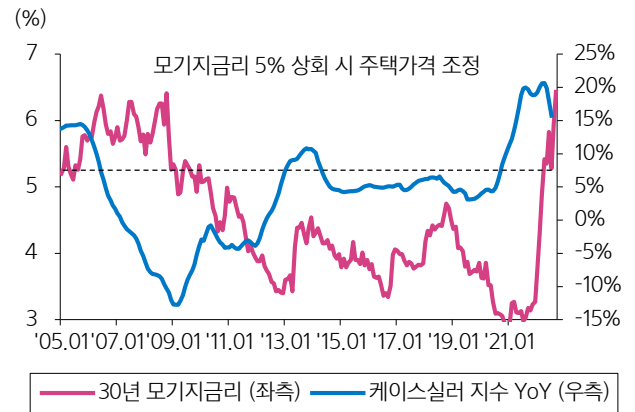
가장 최근의 금리 인상기였던 2008년 금융위기 당시를 보자. 하단 기준, 주택담보대출금리가 5%를 상회하기 시작하며 주택가격은 조정반기 시작한 것으로 나타난다. 미국 역시 30년 모기지금리가 5%를 상회하며 주택가격은 빠르게 하락하기 시작했다. 금리 외에 복합적 요인이 주택가격에 영향을 미치겠지만 일차적으로 5%대의 이자율은 구매력을 약화시키는 임계점으로 작용하는 것으로 보인다.

그림 2. 주택 담보대출금리(하단)과 주택가격



자료: KB부동산, 삼성증권

그림 3. 미국 30년 모기지금리와 주택가격



자료: Bloomberg, 삼성증권

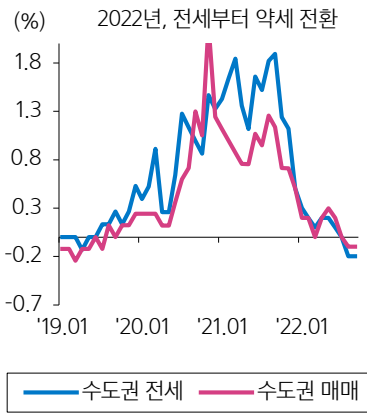
② 임대차 시장

2020년부터 주택가격 상승의 강한 동력 중 하나는 임대차 시장 불안이었다. 전세가격이 가파르게 오르며 매매가격 상승을 견인했고 이는 다시 전세가격 상승을 야기했다. 서울 중위소득과 아파트 매매가격을 살펴보자. 2015년부터 전세가는 이미 중간소득 증가율을 상회하기 시작했고 아파트 매매가격은 2021년 소득 증가율을 상회하기 시작했다. 서울 인구가 유출돼 대안 주거도시 역할을 하는 경기지역은 2021년 들어 전세가격이 소득 증가율을 상회하고 있다. 소득보다 주택가격과 전세가격 상승속도가 더 빨라진 이유는 2019년부터 본격적으로 진행된 저금리와 풍부한 유동성이 구매력을 강화시켰기 때문이다.

더불어 2020년 8월 시행된 임대차 3법(계약갱신청구권제, 전월세상한제, 전월세신고제)은 임대차 시장의 불안을 증폭시키며 전세가격 상승에 기여했다. 이 현상이 지속된다면 2022년 5월, 2+2년 전세계약이 만료되며 신규 계약 혹은 계약 갱신으로 전세가격이 한차례 더 인상될 가능성이 높아지던 상황이었다.

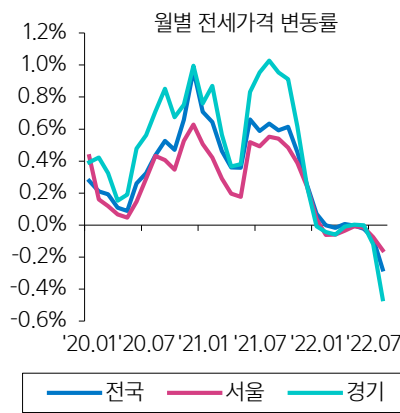
그러나 예상과 달리 전세가격은 7월부터 지방과 수도권 모두 하락하기 시작했고 이는 매매가격 하락의 트리거로 작용하는 모습이다. 금리 인상속도와 레벨이 예상을 크게 상회하기 시작했기 때문이다. 현재 전세대출금리는 5%를 목전에 두고 있다. 반면 전월세 전환율은 4%대이다. 임차인들은 고금리에 전세를 유지할 유인이 사라져 점차 월세로 전환하고 있다. 금리 외에도 전세가격 부담과 주택가격 하락에 따른 전세/매매비율 상승 등 다양한 요인으로 목돈을 전세자금으로 묶어둘 경우 리스크가 커졌다고 판단했기 때문이다.

그림 4 수도권 매매가격과 전세가 변동률



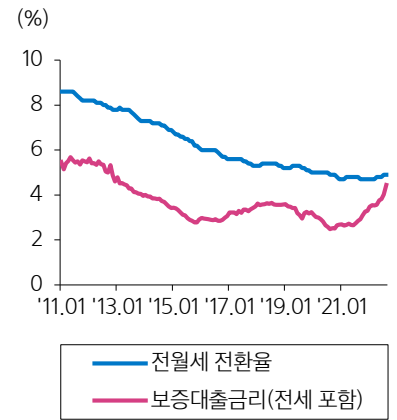
자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

그림 5. 전국 전세가격 월별 변동률



자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

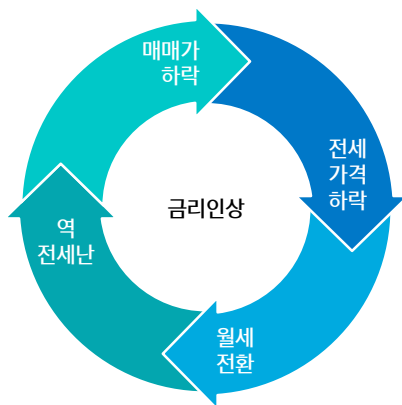
그림 6. 전월세 전환율과 전세대출금리 (추정)



자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

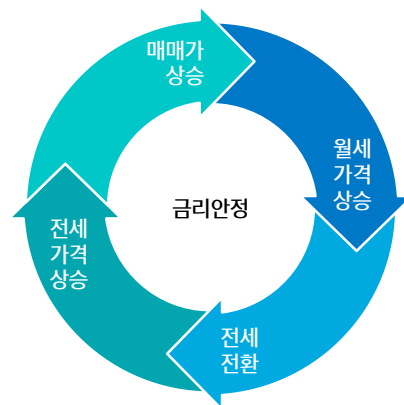
결국 이번 사이클의 매매가격 하락은 전세가격 하락에서 시작되었다고 판단된다. 이는 2020년 매매가 상승이 전세가격 상승에서 시작한 것과 정확히 반대되는 상황이다. 금리 상승에 따른 전세담보대출 상승과 전세가격 하락, 전세 수요 이탈은 역전세난 우려와 함께 주택가격 하락을 견인하기 시작했다. 이 상황을 극복하려면 금리가 하락하고 전월세 전환율 대비 전세대출 금리가 하락해 전세 수요의 동인이 강해져야 한다. 또한 이는 매매가격 상승을 야기할 것이다.

그림 7. 금리인상 시 전세가격 하락 이유



자료: 삼성증권

그림 8. 금리안정 시 매매가격 상승 이유



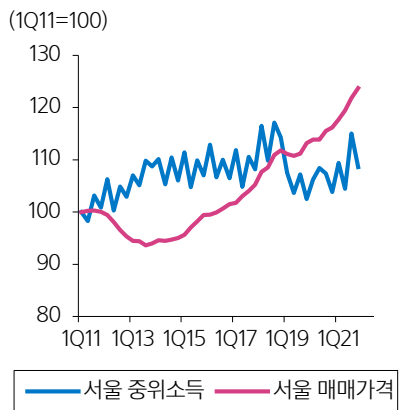
자료: 삼성증권

③ 구매력

소득과 주택 매매/전세가격 상승률을 비교해 보자. 서울 매매가는 금융위기 이후 한동안 정체되었는데, 금융위기에 따른 심리 위축과 더불어 당시 잠실권역 등 주요 지역의 공급량 증가가 큰 영향을 미친 것으로 판단된다. 주택가격이 가장 가파르게 오른 시기는 2020년부터이며 소득 증가율을 크게 상회하기 시작했다. 전세가격은 2014년부터 꾸준히 상승해 소득 증가율을 지속 상회했으며 2020년부터 임대차 3법 영향으로 더욱 가파르게 올랐다. 경기 전세가격 역시 소득 증가율을 크게 상회한다.

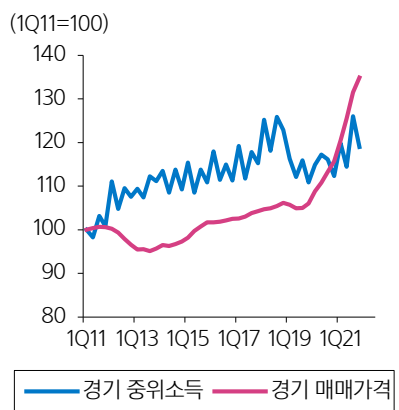
2020년부터 모든 지역의 전세/매매가가 소득 증가율을 크게 상회하기 시작한 이유는 저금리로 이자비용이 줄어, 구매력을 강화시켰기 때문이다. 역으로 대출금리가 상승하며 구매력은 약화되고 소득 증가율을 크게 상회하는 서울 매매/전세시장과 전국 전세시장의 가격 조정 가능성은 높아졌다.

그림 9. 서울 중위소득과 아파트 매매가격



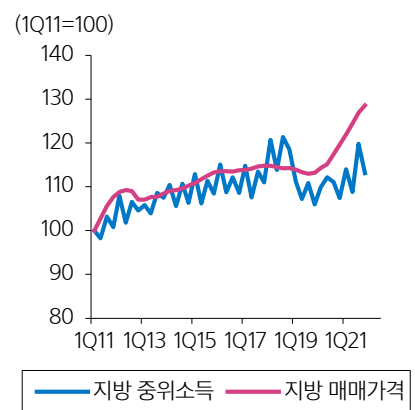
자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

그림 10. 경기 중위소득과 아파트 매매가격



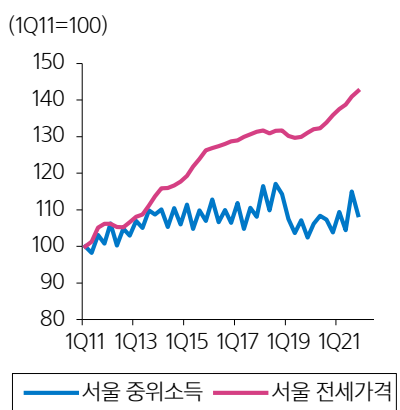
자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

그림 11. 지방 중위소득과 아파트 매매가격



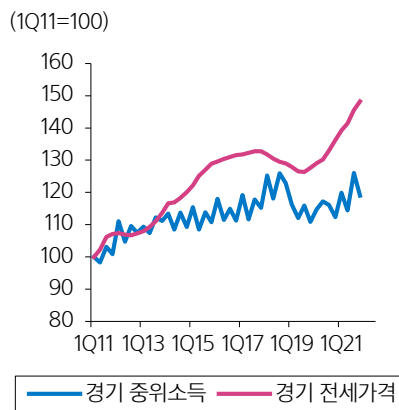
자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

그림 12. 서울 중위소득과 아파트 전세가격



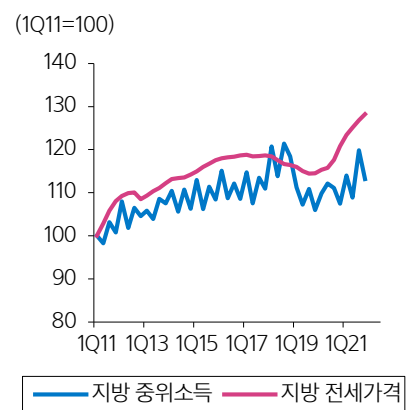
자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

그림 13. 경기 중위소득과 아파트 전세가격



자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

그림 14. 지방 중위소득과 아파트 전세가격

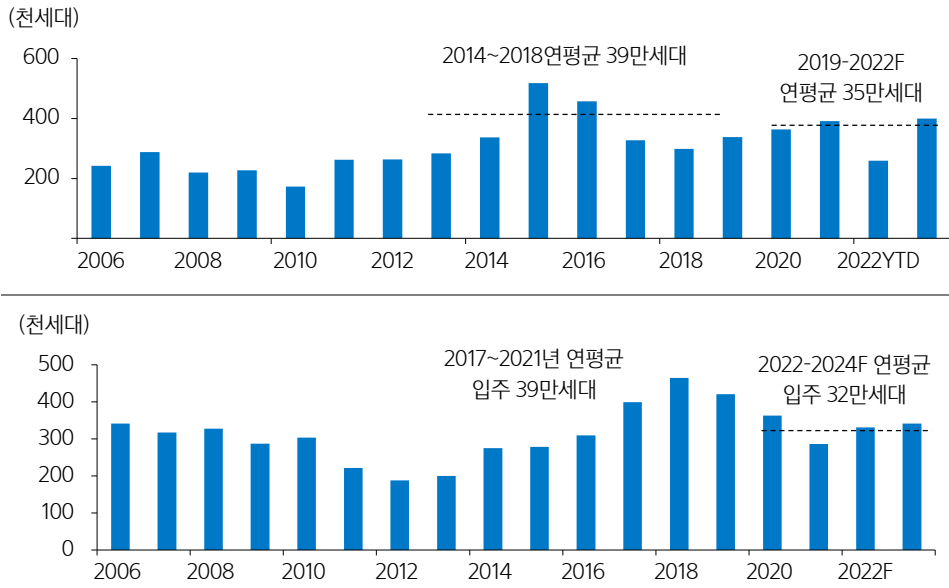


자료: KB부동산, 통계청, 삼성증권

④ 공급

2017년부터 아파트 분양은 위축되었다가 주택시장 호황과 풍부한 유동성을 타고 2020년부터 점차 증가했다. 2020년과 2021년 각각 36, 39만 세대를 기록했다. 2022년은 전년 대비 큰 폭 증가는 아니지만 40만 세대에 근접할 전망이다. 이 같은 2020-2021년 공급 증가를 감안해도 2019년부터 2022년까지 연평균 세대수는 35만 세대로, 2014-2018년 연평균 38만 세대를 하회하므로 공급과잉이라 보기 어렵다.

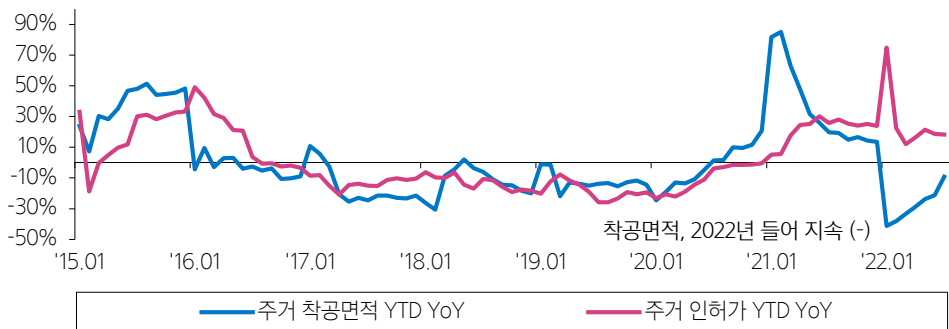
그림 15. 국내 아파트 분양과 입주량 추이



자료: 부동산114, 삼성증권

2022년 9월 들어 공급속도가 크게 둔화되고 있다. 원자재 가격 상승과 금리 급등 여파가 후행적으로 영향을 미치고 있기 때문이다. 2022년 들어 착공실적은 감소세이고, 인허가 실적은 급등 후 증가율이 완화되고 있다. 이는 2023년부터 향후 2~3년간 주택 공급이 둔화될 것임을 시사한다. 불가피한 공급 차질은 관련된 참여자에게 단기적인 손실을 야기하겠지만 중장기적으로는 공급과잉 단계로 가지 않고 억제된다는 점에서 큰 위기로 확산될 가능성이 낮음을 시사한다.

그림 16. 아파트 인허가와 착공 실적



자료: 국토교통부, 삼성증권

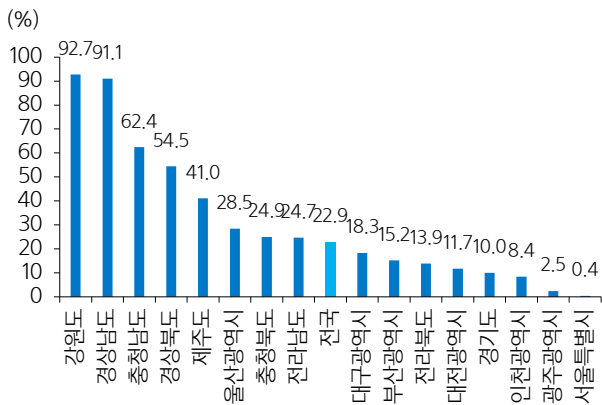
조정 예상 주택

① 수요 대비 공급 과잉 지역

전반적으로 현재 주택시장은 공급 과잉으로 보기 어렵지만 1) 2020-2021년 공급이 증가했고, 2) 지난 3년간 풍부한 유동성으로 수요기반이 취약함에도 투자수요에 의해 주택가격이 급등한 지역에 대한 리스크 관리가 필요하다. 우리는 이러한 조정 예상 지역을 1) 가구 수 대비, 2) 입주량 대비, 3) 인구 유출입 대비 미분양 수준과 4) 전세/매매가격 비율을 통해 예상해 보았다.

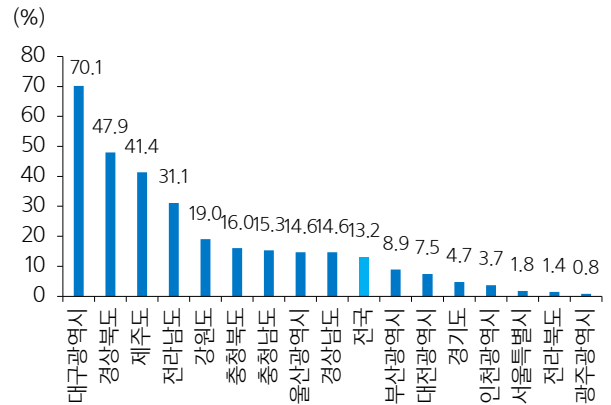
1) 가구 수 대비 미분양: 가구 수 대비 미분양 주택 상위 지역은 대구, 경북, 제주, 전남 등이다. 참고로 지방 미분양이 급증하던 2019년에는 강원, 경남, 충남, 경북의 비율이 높았다. 3년 뒤 대구와 경북지역의 미분양 증가가 두드러진다.

그림 17. 가구 수 대비 미분양 주택 상위 지역 (2019년 말)



자료: 국토부, 통계청, 한기평, 삼성증권

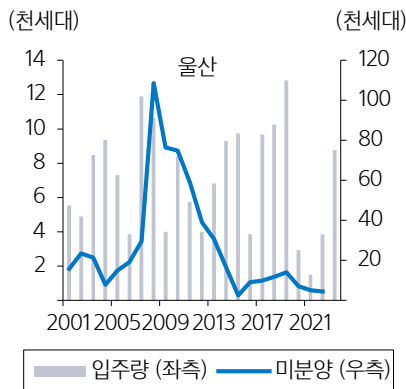
그림 18. 가구 수 대비 미분양 주택 상위 지역 (2022년 5월)



자료: 국토부, 통계청, 한기평, 삼성증권

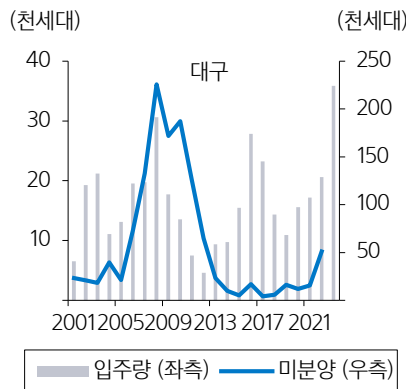
2) 입주량 증가: 분양이 늘고 있거나 미분양 수준이 높음에도 2023년까지 공급량이 크게 늘어날 지역으로 울산, 대구, 인천, 경북 등이 꼽힌다. 인천은 현재 미분양 수준은 낮지만 검단신도시 입주가 시작되며 평년의 2~3배 물량이 공급될 예정이다. 대구는 2021년부터 미분양이 빠르게 늘어 위험지역으로 지목되더라도 2023년 역대 최대의 물량이 공급될 예정이라 리스크가 크다. 충남지역도 현재 미분양 수준이 높지는 않지만 2023년까지 역대 최대 물량이 집중된다는 점이 우려스럽다.

그림 19. 입주량과 미분양 - 울산



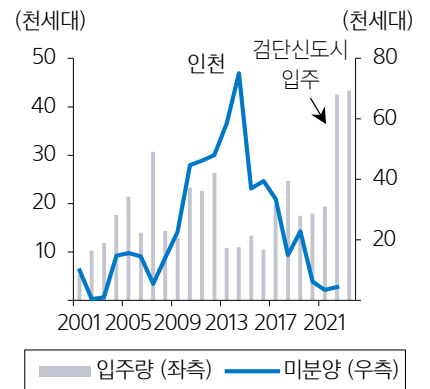
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 20. 입주량과 미분양 - 대구



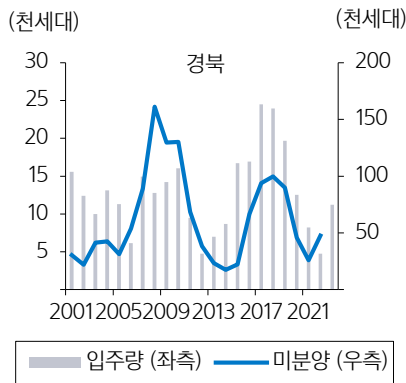
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 21. 입주량과 미분양 - 인천



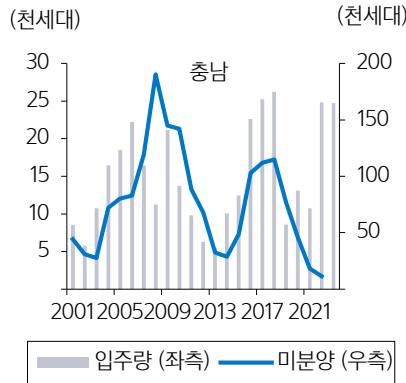
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 22. 입주량과 미분양 - 경북



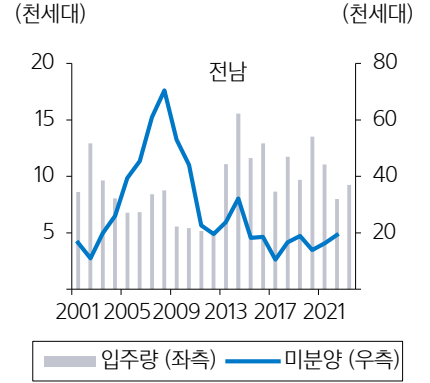
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 23. 입주량과 미분양 - 충남



자료: 국토부, R114, 삼성증권

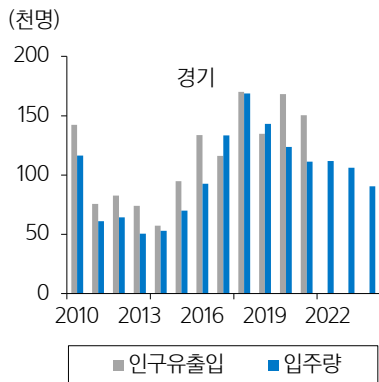
그림 24. 입주량과 미분양 - 전남



자료: 국토부, R114, 삼성증권

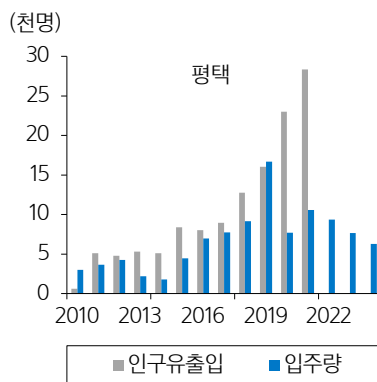
3) 인구 유출: 인구가 꾸준히 유입되는 도시는 비록 입주량이 단기에 증가하더라도 가격 충격이 적다. 지방 대부분의 지역에서 인구가 유출되는 가운데, 부산/대구/울산은 장기간 인구가 유출되고 있음에도 입주량은 늘고 있어 이번 사이클에서 가격 조정기가 장기화될 가능성이 높다.

그림 25. 경기 인구유출입과 입주량



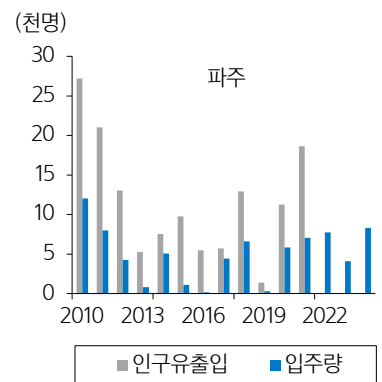
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 26. 평택 인구유출입과 입주량



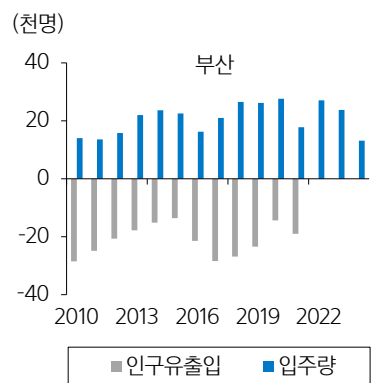
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 27. 파주 인구유출입과 입주량



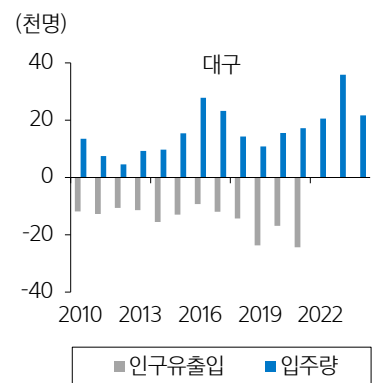
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 28. 부산 인구유출입과 입주량



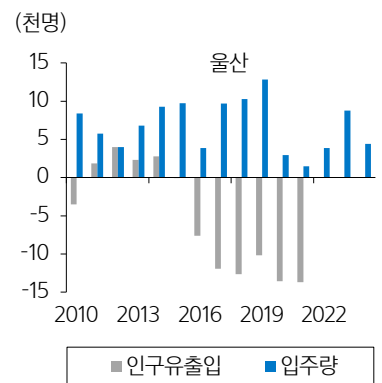
자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 29. 대구 인구유출입과 입주량



자료: 국토부, R114, 삼성증권

그림 30. 울산 인구유출입과 입주량

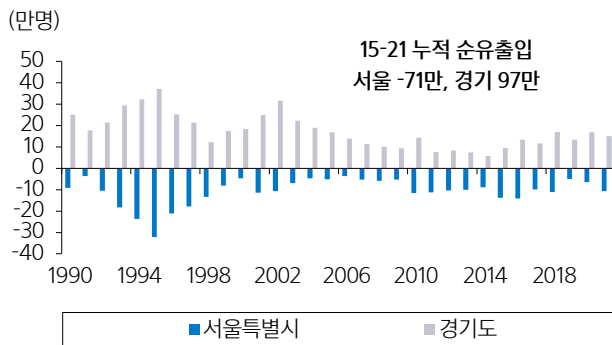


자료: 국토부, R114, 삼성증권

경기 지역은 인구가 유입되는 도시지만 세부 지역별로 편차가 크다. 2015년부터 2020년까지 서울 인구는 60만 명이 유출되었고 경기는 82만 명이 유입되었다. 서울에서만 경기지역으로 매년 20만 세대 이상이 순유입되고, 서울에서 유출되는 인구는 주로 경기와 인천지역으로 이동하는 것으로 나타난다. 서울 거주자들은 치솟는 전세가격 부담으로 인근 지역으로 이동한 영향이다.

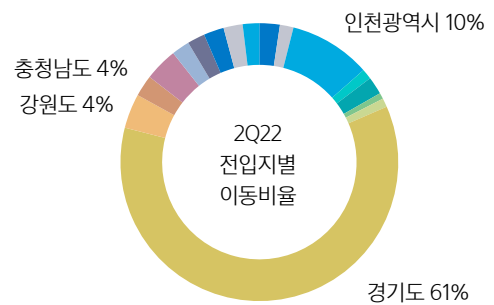
경기 내 세부 지역별로는 평택, 파주 등에서 인구가 의미 있게 유입되는 것으로 파악된다. 평택, 파주 테크노밸리 등 신규 기업 이전 혹은 개발예정 지역 중심이다. 경기지역은 입주량이 증가해도 수요 기반이 어느 정도 갖춰지고 있어, 타 지역 대비 공급 증가의 부정적 영향은 최소화될 가능성이 높다.

그림 31. 지역별 순이동자 수 추이



자료: 통계청, 삼성증권

그림 32. 서울에서 유출된 인구의 이동 지역

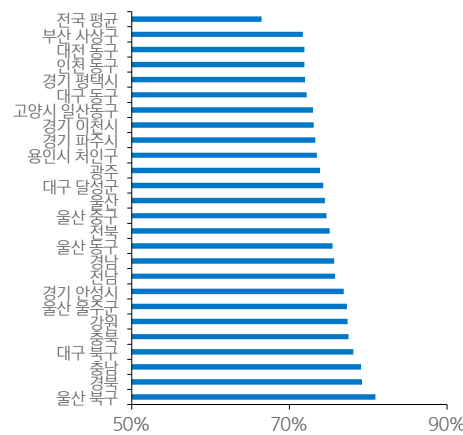


자료: 통계청, 삼성증권

4) 전세/매매비율: 전세비율이 높은 지역은 전세금 반환이 어려워지는 '강통전세'의 리스크를 내재한다. 주택가격 상승기에는 전세비율이 높을수록 주택가격 상승 여력이 풍부하다고 해석되지만 침체기로 접어들면 역전세난 위험에 노출된다. 2022년 8월 기준 울산, 경북, 충남, 대구 등의 전세비율이 높고 그 비율도 상승하고 있다.

전반적으로 수도권과 지방 모두 가격부담과 공급 증가로 주택가격 조정 압력이 커지는 가운데, 4개 기준으로 분석 시 공통적으로 하락 가능성이 높은 지역으로 꼽히는 곳은 대구, 울산, 경북, 전남 등이다.

그림 33. 전세가을 상위 25개 도시(8월)



자료: KB부동산

표 1. 기준별 위험 지역

재고 비중	입주량 증가	인구 유출	고 전세비율
대구	울산	부산	울산
경북	대구	대구	경북
제주	인천	울산	충남
전남	경북	전남	대구
강원	충남	충북	충북
충북	전남	경북	강원
충남			안성
울산			전남
경남			경남

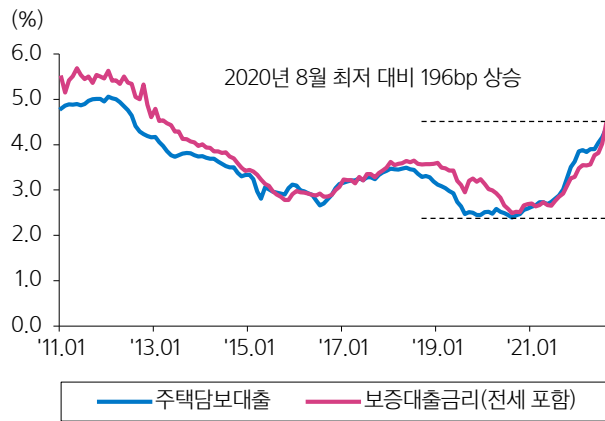
자료: 삼성증권

② 6-15억원 사이의 주택

주택가격 하락기에 이자비용 부담이 가중되는 경우, 급매가 증가하며 가격 하락을 가속화시킬 가능성이 높다. 현재 매입가 기준 15억원 이상 아파트는 대출이 불가하고 6억원 이하 아파트는 주택금융공사의 보증자리론 대출이 가능해 담보대출 금리가 낮다. 따라서 이자비용 부담이 높아질 주택군은 6억원~15억원 사이의 주택, 특히 담보대출 금리가 최저였던 2020년에 매입한 주택이 될 가능성이 높다. 2020년 8월 주택담보대출 금리는 신규 취급액 기준 2.39%로 최저였고 2022년 8월 금리는 4.35%로 196bp 상승한 상황이다. 즉, 주택담보대출 금리가 지금 속도로 상승한다면 6~15억원대의 주택부터 가격 하락이 시작될 가능성이 높다.

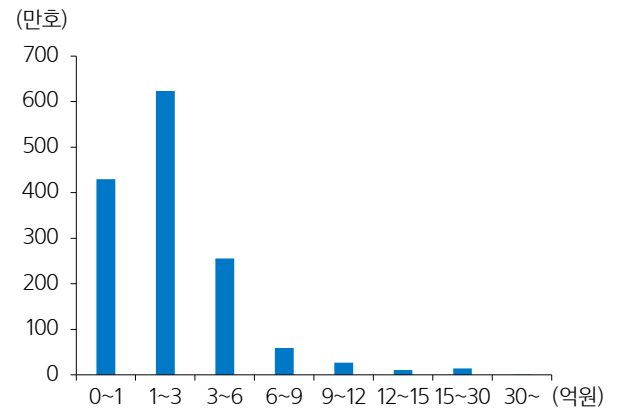
다주택자는 2022년 5월부터 1년간 양도세 증가가 한시 면제되던 시기 중저가 주택 중심으로 매도하며 고가주택 1채로 집중되는 경향을 보였다는 점, 2020년부터 15억원 이상의 고가주택은 담보대출이 금지되었다는 점에서 이번 하락사이클에서 고가 주택이 영향받을 가능성은 낮다.

그림 34. 주택담보대출 금리



자료: 한국은행, 삼성증권

그림 35. 국내 아파트 공시가격별 주택 가구수



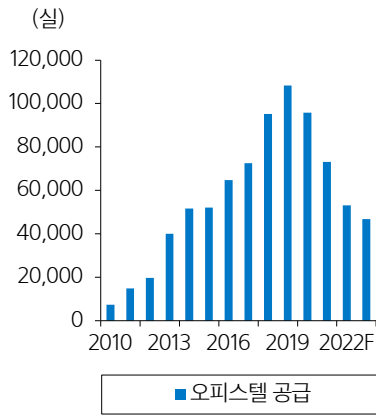
자료: 통계청, 삼성증권

② 소형주거

2015년부터 금융위기의 충격을 딛고 주택시장은 본격적으로 상승사이클에 돌입했다. 누적된 공급 부족과 저금리의 시작, 규제 완화가 시너지를 내며 주택공급이 크게 늘었다. 이 시기 아파트뿐 아니라 소형 대안주거인 오피스텔, 다세대주택, 도시형생활주택 공급이 크게 늘기 시작했다. 시행사와 금융권은 적은 자본과 짧은 사업기간, 아파트와 달리 각종 세금에서 자유롭고 분양권 전매가 가능하다는 장점으로 이 시장을 집중 공략했다. 2018~2019년 규제로 아파트 분양이 감소하던 시기에도 오피스텔 공급량은 연평균 10만 세대에 이를 정도로 크게 늘었다.

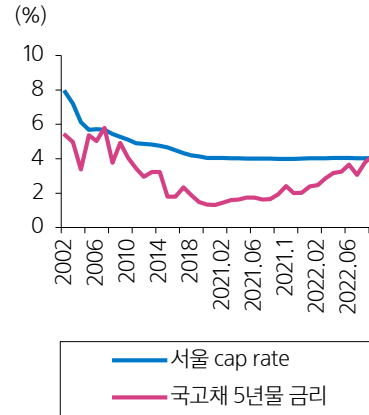
오피스텔의 수익률(cap rate)은 그간 금리 하락과 공급과잉, 임대료 정체로 빠르게 하락했다. 2021년 말부터 금리가 상승하며 대부분의 부동산 상품군에서 cap rate는 상승하고 있으나 오피스텔은 임대료 인상이 어려워 cap rate가 정체된 상황이다. 현재 서울의 오피스텔 cap rate는 4.0%로 국고채 5년물 금리 3.8%과 거의 맞닿았다. 금리가 상승할수록 더욱 취약한 자산군이 될 가능성이 높다.

그림 36. 오피스텔 공급량 (입주량)



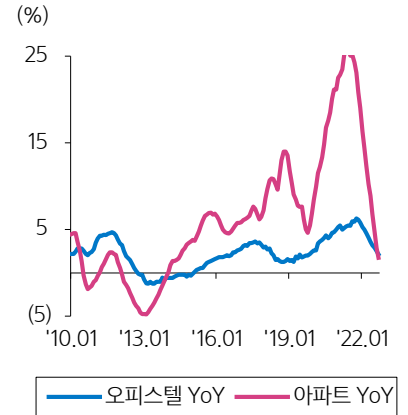
자료: R114, 삼성증권

그림 37. 서울 오피스텔 cap rate- 금리 역전



자료: 한국부동산원, 삼성증권

그림 38. 오피스텔과 아파트 가격 변동률



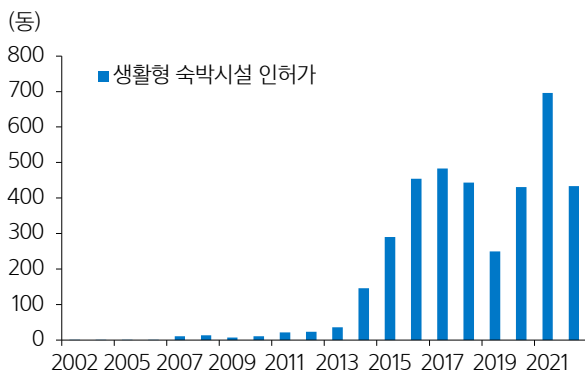
자료: R114, 삼성증권

다세대주택 역시 2015년부터 크게 늘어, 2020년까지 6년간 공급량은 다세대주택 총 재고의 22%를 차지하고 서울은 26%로 그 비중이 훨씬 높다. 다세대주택은 주택가격 부담으로 수요가 증가했고 영세한 시행사 중심으로 다수 공급되었다. 그러나 다세대주택은 규격화된 자산이 아니다 보니 아파트 대비 시세 차악이나 권리 분석이 어려워 후술할 임대차 시장 리스크의 근원지로 거론되고 있다.

오피스텔과 다세대주택에 이어, 최근 공급이 늘어난 대안주거 유형은 생활형 숙박시설이다. 생숙은 취사와 세탁이 가능한 중장기 숙박시설로 호텔과 오피스텔의 장점을 취했다. 청약통장이 필요없고 건축법을 적용받아 주택수에 포함되지 않으므로 세금 중과 대상에서 제외된다는 점이 투자 대상으로 각광받는 요인이 되었다. 2020년 10월 국정감사 이후, 전임신고와 주거용으로 활용이 불가하도록 규제를 예고했으나 코로나19로 주거용으로 사용 시 부과되는 이행강제금은 2년간 유예되고 있다. 이처럼 생숙은 각종 규제에서 제외되며 인허가가 대폭 늘어, 2022년부터 본격적으로 완공되고 있다.

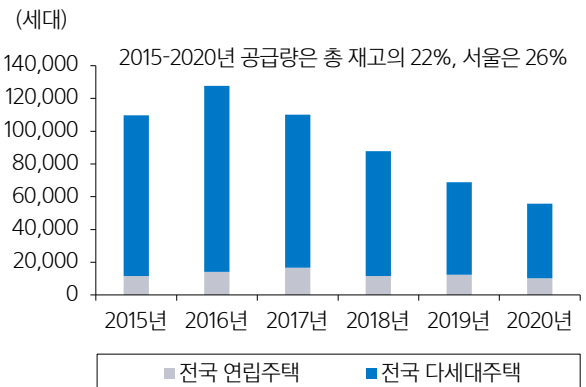
소형주거인 오피스텔, 생활형숙박시설, 다세대주택 모두 아파트의 대안으로 성장했고 세금 부담이 낮다는 점에서 실거주 목적보다 투자대상으로서 공급이 늘었다. 그러나 오피스텔과 다세대주택(빌라) 등 소형주거는 아파트 대비 대지 지분이 적어 건물의 감가상각이 크게 반영되고, 아파트와 달리 비정형적 시장으로 시세 파악이 어렵다는 단점으로 자산가격 조정 시 먼저 영향받는다. [그림 38]처럼 오피스텔은 아파트 대비 가격 상승률이 낮은 특성을 보인 이유다. 이번 위기에도 먼저 영향받을 가능성이 높다.

그림 39. 생활형 숙박시설



자료: R114, 삼성증권

그림 40. 다세대 주택 공급량



자료: R114, 삼성증권

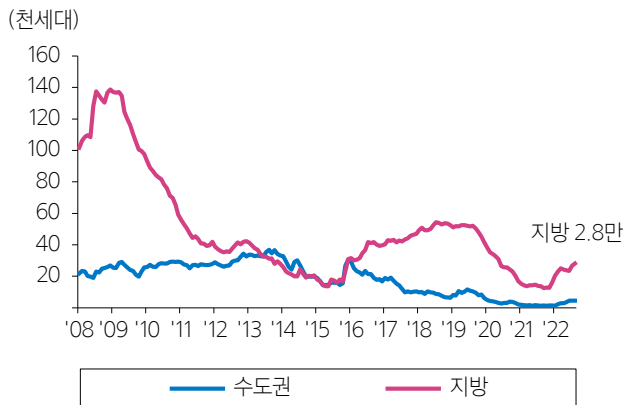
공급 전망: 2023년 분양 감소

현 정부의 기조는 민간 중심의 공급 촉진이다. 2022년 주택 공급은 전년 대비 소폭 증가한 40만 세대 에이를 전망이나, 2023년 주택 공급은 2020-2021년 수준을 하회하는 35만 세대에 그칠 전망이다. 게다가 2022년 6월부터 월별 분양실적은 눈에 띄게 둔화되고 있다. 2022년부터 개발시장을 강타한 원자재 가격 상승, 금리 상승, PF시장 위축 등의 영향이다.

지금과 같은 인플레이션 시기에는 개발원가 부담이 높아져서 분양가를 낮게 유지시키기 어려운 반면, 기존 주택가격은 하락압력을 받고 있어 신축 분양가의 매력이 낮아질 수 있다. 그럼에도 올해 예정된 사업지들은 향후 불확실성을 감안해 어려운 상황 속에서도 최대한 연내 분양, 즉 밀어내기를 할 가능성이 높다. 따라서 미분양은 2023년까지 상승할 전망이다. 이는 2007~2008년 역대 최대의 미분양의 요인이 분양가 상한제 시행을 앞두고 밀어내기를 했던 건설사의 행보와 유사하다.

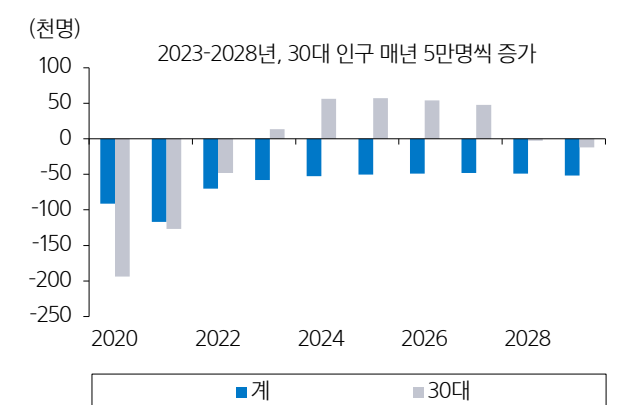
한편 일반적으로 생애 최초 주택 마련에 나서는 30대 인구는 감소세이나 2023년부터 증가 반전해 2028년까지 연평균 5만명씩 증가할 전망이다. 20대까지는 독립하지 않거나 기숙사, 셰어하우스를 활용할 가능성이 높지만 20대 후반에서 30대는 독립 가능성이 높은 세대다. 현재의 금리 상승과 경기침체가 완화된다면 언제든지 이들은 주택 매매수요로 전환할 잠재력이 높은 수요층이라는 점에서 국내 주택시장이 장기 침체로 진입할 가능성은 낮다. 흔히 위기시마다 비교되는 일본의 ‘잃어버린 20년’의 역사가 한국에서 되풀이될 가능성이 낮은 이유는 이 같은 견고한 수요 기반에 있다.

그림 41. 미분양



자료: 국토부, 삼성증권

그림 42. 30대 인구 증분



자료: 통계청, 삼성증권

2020~2021년, 풍부한 유동성과 공급 부족으로 빠르게 감소하던 전국 미분양은 2022년 들어 증가세지만 미분양 수준은 금융위기 당시 16만 세대, 2018년 지방 침체기의 6만 세대 대비 크게 낮은 3.3만 세대 수준이다. 미분양 절대 레벨이 낮다는 점에서 재고 리스크가 크게 부상할 가능성은 낮고, 2023년부터 공급이 억제된다는 점에서 향후 공급과잉으로 갈 가능성도 낮다. 현재 주로 매매수요가 억제되고 있는 계층은 30대로 판단되는데, 이들은 금리 안정과 임대차 시장 정상화 시 다시 매매수요로 전환할 가능성이 높다고 판단된다. 이를 위해서는 금리 안정과 임대차 시장 정상화 등의 조건이 부합해야 하며 향후 2~3년간 주택시장은 조정기를 거칠 것으로 전망한다.

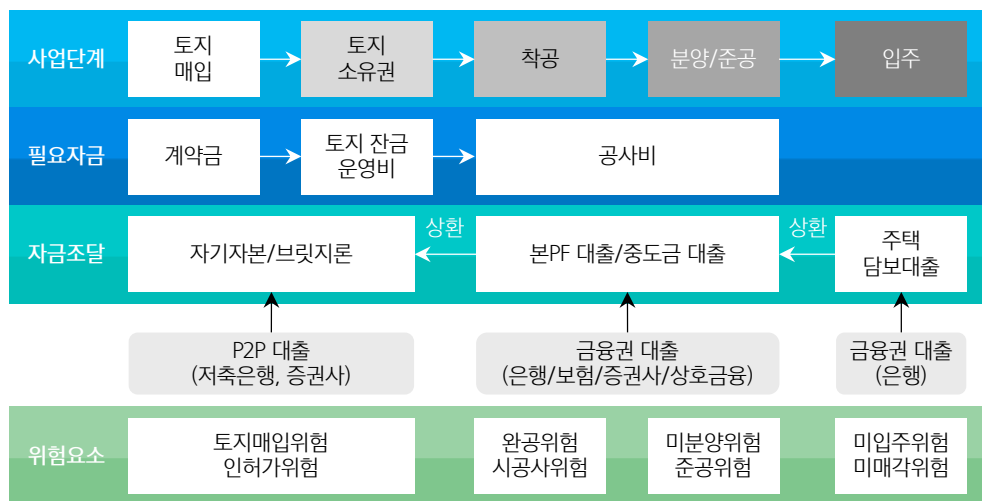
PF시장의 변화와 참여자별 영향

PF시장, 초기 단계부터 침체되기 시작

주택시장이 침체에 접어들며 PF 시장도 변화를 맞이할 전망이다. 금융위기 당시, PF시장 부실화의 충격으로 건설사 도산과 저축은행 사태 이후 근 14년만의 위기의식이 고조되며 PF시장의 현황과 금융구조의 변화, 그리고 참여자별 리스크를 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 2008년이나 지금이나 리스크에 취약한 주체는 과소한 자본 대비 PF익스포저가 큰 경우가 될 것이다.

PF금융은 선분양 구조인 국내 주택시장에서 원활한 공급에 기여해 왔다. 부동산 개발은 토지매입→인허가→착공→분양→준공 및 입주의 긴 단계로 구성된다. 각 단계별로 토지 계약금, 잔금, 공사비가 필요하고 토지 매입과 인허가를 책임지는 시행사는 대체로 자본력이 취약하기 때문에 각 단계마다 필요 자금을 대출로 충당한다. 초기 단계는 리스크가 높기 때문에 토지 매입자금부터 본PF 단계 이전까지 필요한 운영자금 대출을 주로 증권사가 후순위대출 형태로 참여하는 동시에, 대주단 모집을 완료하는 브릿지론 단계를 거치게 된다. 인허가가 완료되면 리스크가 크게 하락하며 본PF로 전환, 금융권으로부터 건축비 대출을 받거나 수분양자로부터 수취한 계약금과 중도금을 재원으로 사업을 완공하게 된다.

그림 43. 부동산 개발사업 구조

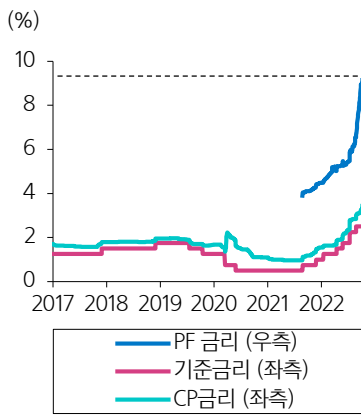


자료: 삼성증권

PF는 차주(시행사)의 신용도나 담보 대신 프로젝트의 예상 분양수익을 기반으로 자금을 제공하는 금융 기법이다. 시행사의 재무여력은 취약하므로 시공사, 증권사 등 타 주체가 저조한 분양성과에 대해 신용보강을 하는 형태가 일반적이다. 신용보강의 형태는 연대보증, 채무인수, 책임분양 등으로 나뉜다. 일련의 PF단계에서 가장 중요한 것은 최종적으로 채무의 상환재원이 될 담보물건을 완성하는 것이므로 책임준공 의무가 반드시 수반된다. 따라서 초기 분양률이 낮아 추가 자금이 투입되더라도 시공사는 책임준공 의무를 다하도록 계약이 이뤄진다.

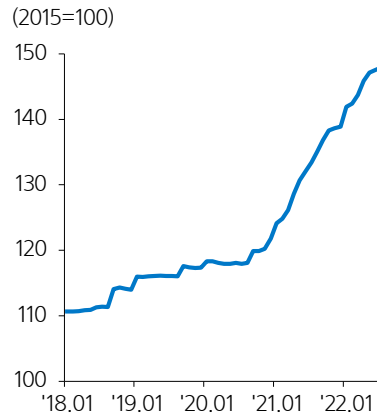
2021년 말부터 건축비와 PF금리가 급등했다. 전년 대비 건축비는 20% 이상, PF 선수위 대출 금리는 2배 이상인 8~9%에 형성되고 있으며 중후순위는 두자리수를 보인다. 사업비 증가는 결국 수익성 저하를 가져오고 시행이익이 줄면 대주단들은 프로젝트의 LTV가 높아지므로 대출을 꺼리게 된다. 이는 결국 2020년부터 급성장한 PF시장 침체를 가져오고 있다. 나이스신평의 조사에 따르면 2022년 상반기 PF 유통화 건수는 2,285건으로 전년 대비 2.8% 상승에 그쳤다. PF 발행잔액도 2021년 하반기 81.5조원이었으나 2022년 상반기말 80.4조원으로 2018년 이래 처음으로 감소했다.

그림 44. PF금리 예상



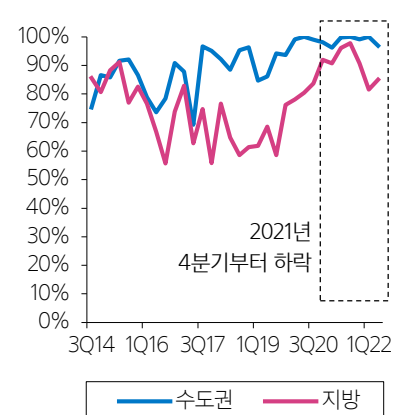
자료: 한국은행, 삼성증권

그림 45. 건축비 지수



자료: 통계청, 삼성증권

그림 46. 민간아파트 초기 분양률

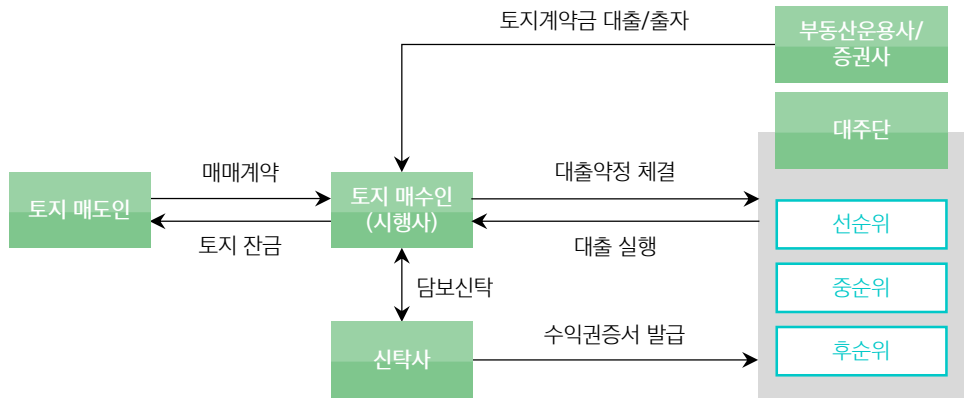


자료: 국토부, 삼성증권

현재 부동산 PF시장의 리스크는 주로 브릿지론 단계부터 표면화되고 있다. 2020년부터 주택시장 호황으로 사업장 수가 증가했고 본PF 사업 기회를 확보하기 위한 증권사의 경쟁이 심화되며 브릿지론이 크게 증가했다. 2022년 들어 브릿지론의 본PF 전환이 지연되는 사례가 늘며 브릿지론의 부실화 가능성이 확대된다. 본PF로 전환이 지연되거나 실패하는 이유는 인허가 지연, 본PF의 대주단 모집 차질, 토지 매입의 실패 등 다양하지만 궁극적으로는 사업성 저하에 기인한다.

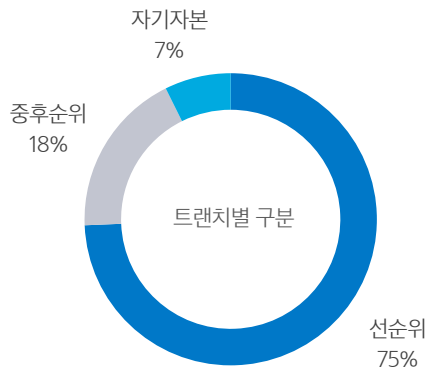
브릿지론은 단기물이고 후순위채권의 성격이다. PF유통화증권 중 착공전 단계, 즉 브릿지론 비중은 2020년 상반기 14.6%에서 하반기 22.7%로 급등했다. 브릿지론은 건당 규모가 소액이지만 과도하게 노출될 경우 초기단계의 특성상 리스크가 급증한다. 브릿지론이 본PF로 전환되지 않고 리파이낸싱이나 대출연장에 실패할 경우 대주는 담보 토지의 경공매 및 재매각으로 대출금 일부를 회수한다. 브릿지론을 구성한 주체인 증권사나 부동산 운용사들은 주로 후순위채권으로 참여하는 데다, 대체로 담보가치가 하락해 있는 경우가 많아 이 경우 손실이 불가피하다. 브릿지론은 대출 만기 시 채권 회수 가능성을 판단하게 되므로 손익에 부실이 뒤늦게 반영되는 특징이 있다.

그림 47. 브릿지론 구조



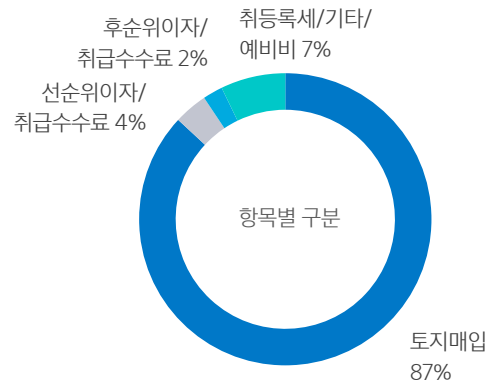
자료: 삼성증권

그림 48. 브릿지론 트랜치별 구분



자료: 한기평

그림 49. 브릿지론 항목별 구분



자료: 한기평

금융당국의 선제적인 규제 강화도 주로 PF 초기단계인 브릿지론에 집중되고 있다. 2022년 초 금융당국은 부동산 PF의 관리감독을 강화하기 시작했다. 금융감독원은 지난 2월 발표한 업무계획에 부동산의 선제적 리스크 관리 방안을 포함시켰다. 주된 내용은 종합금융투자사업자의 BIS 자본규제 도입, 보험사의 IFRS 17 시행 대비 감독제도 개편, 저축은행 건전성 규제 선진화, 상호금융 조합의 자산규모 및 영업 형태를 고려한 감독 차등화 등이다. PF시장의 대주로 활동하는 증권사, 보험사, 저축은행, 상호금융 등 모든 금융사의 리스크 관리를 요구하고 있다. 이는 PF시장을 위축시킬 가능성이 높다.

금융위기 이후 진화된 PF금융 구조

현재 제기되는 PF시장의 리스크는 지난 금융위기의 PF시장 부실화 사례와 자주 비교된다. 국내 PF금융 구조는 금융위기 이전과 이후로 구분된다. 예나 지금이나 시행사의 자본력은 여전히 취약하지만 금융위기 이전에는 건설사와 저축은행이 전적으로 모든 리스크를 지는 단순한 구조였다면, 이후에는 다수의 참여자를 통해 신용보강을 충실히 갖추는 PF구조로 진화했다. 이는 리스크 표면화 시에도 금융시장의 충격을 최소화하고 다수의 주체에 리스크가 분산된다는 차이가 있다.

금융위기 이전 일반적인 PF구조는 건설사가 연대보증과 채무인수 등 무한 책임을 지는 PF지급보증 형태였다. PF채무는 신용보강 형태로 재무제표에는 차입금으로 반영되지 않는 off-the balance 항목이지만 건설사는 사실상 토지매입, 인허가, 책임준공 등 사업 전단계에 걸친 채무 리스크를 져야 했다. 분양률에 따라 기성대금을 수취하고 분양률이 낮아 자금이 수금되지 않을 경우 건설사의 자금으로 기성대금을 충당하는 분양불 계약이 당연했고 시장은 시공사가 리스크와 수익을 모두 지는 불균형적 구조에 관대했다. 그 결과 금융위기를 전후로 시공능력순위 50위권 내 중견 건설사 다수가 도산했다.

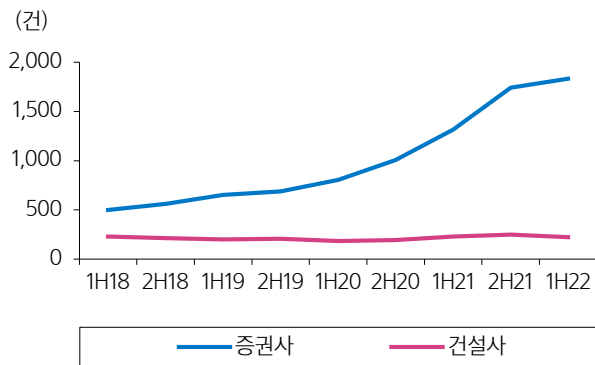
후유증을 겪은 건설사들은 연대보증이나 채무인수 등 직접적 형태의 신용보강을 회피하고 자금보충, 책임준공 등 제한적 형태의 신용보강으로 전환했다. 시공 계약 형태도 분양률과 무관하게 기성대금을 선 확보 후 기성률에 따라 대금을 수취하는 기성불 계약이 늘었다. 시행사나 대주는 분양률과 관계없이 건축비의 최소 70%를 확보하고 있다. 건설사의 수익성은 다소 낮아지더라도 사업 안정성은 향상되었다. 이를 반영해 신용보강에 의한 PF유동화 건수는 지난 5년간 건설사는 늘지 않은 반면, 증권사의 건수는 3배 이상 늘었다. 특히 부동산 시장 호황으로 2020년부터 2021년까지 증권사의 신용보강은 대폭 증가했다. 증권사간 경쟁도 심화되었다. 결론적으로 이번 사이클에서 건설사의 리스크는 상대적으로 적다.

표 2. PF금융에서 신용보강 유형

신용보강 유형	내용
연대보증/채무인수	<ul style="list-style-type: none"> • 시공사가 차주(시행사)의 PF대출채무에 연대해 채무를 부담 • 대출약정상 기한이익 상실 사유가 발생, 차주의 채무 불이행 시 채무인수인인 시공사가 채무 인수
자금보충	<ul style="list-style-type: none"> • 유동화회사(SPC)에 대한 신용보강 • 자금보충 의무자인 시공사, 유동화증권 발행자인 SPV 사이에 약정 체결 • PF대출 기한이익 상실, 채무불이행, SPV의 유동화증권 상환재원 부족 시 시공사가 부족자금을 대어
책임준공	<ul style="list-style-type: none"> • 가장 보편적 형태의 시공사 신용보강 • 계약일정에 따라 공사비가 지급되는 경우 건설사가 건축물을 완공시킬 의무 • 책임준공 미이행시 PF대출에 대한 채무인수 의무 부여

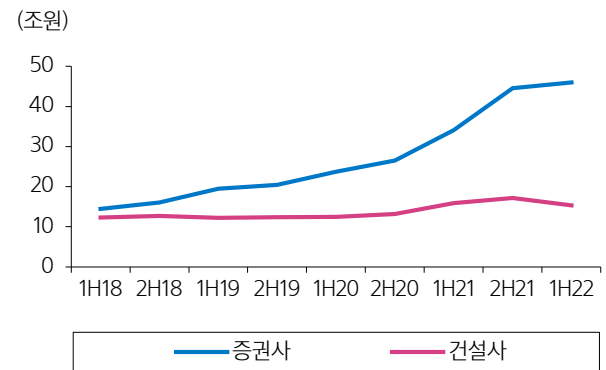
자료: 한기평

그림 50. 증권사 및 건설사 신용보강에 의한 유동화 건수



자료: 나이스인평

그림 51. 증권사 및 건설사 신용보강에 의한 유동화 발행잔액

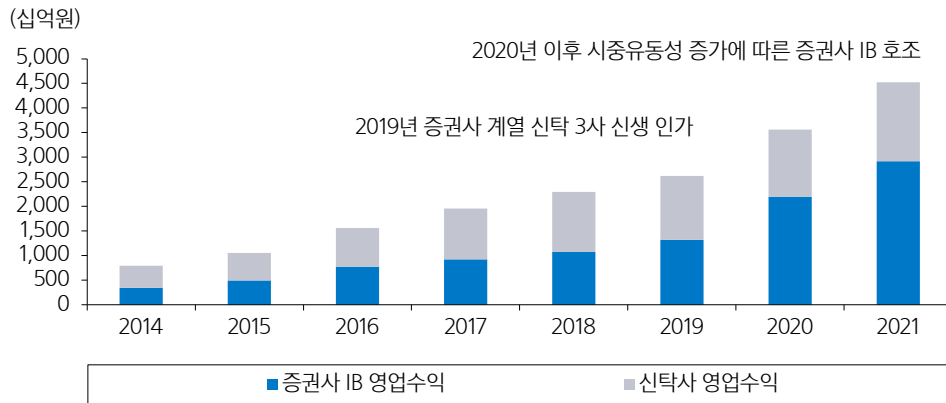


자료: 나이스인평

이처럼 금융위기 이후 시공사에 의존하던 신용공여 리스크가 다양한 사업 참여자들에게 분산되는 형태로 전환된 이유는 크게 세가지다. 1) 금융위기의 경험 이후, 건설사들은 PF 우발채무 리스크를 줄여 왔다. 2) 2011년 자본시장법 제정으로 증권사의 신용보강 역할이 확대되었다. 2013년 정부는 자본력을 토대로 한 종합금융투자사업자 제도를 도입했는데, 기업 신용공여 업무, 신규 자금조달 수단 허용, 신용공여 확대 등이 그 내용이었다. 이는 자금력을 갖춘 금융사들이 자금력을 내세워 PF시장에 참여하는 제도적 기반이 되었다. 3) 금융기관, 특히 증권사들은 전통적 업무의 수익 감소에 대비하기 위해 수수료율이 높은 PF보증 업무를 확대했다.

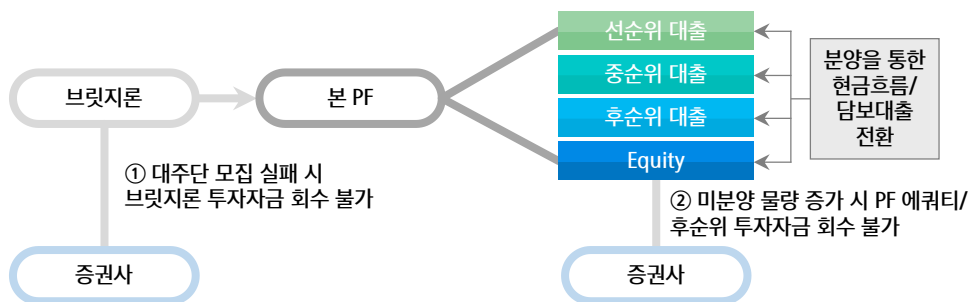
금융위기 이후 PF시장에 주요 player로 급부상한 주체는 증권사와 신탁사였다. 기존에 건설사가 지던 채무 리스크는 금융사들이 자기자본과 중후순위 채권 등으로, 신탁사는 차입형신탁의 대출로 사업비를 조달해주며 분산되었다. 증권사와 신탁사 모두 사업성 분석뿐 아니라 분양률 저하시 위기 관리 능력, 개발과정에서 시행사/시공사/협력업체/관공서 등 다양한 이해관계자의 이해 조정능력을 발휘했다. 이들은 금융의 형태로 개발시장에 뛰어들었지만 결과론적으로는 개발사업을 영위한 셈이다.

그림 52. 신탁사와 증권사 IB 영업수익



자료: 각 사, 삼성증권

그림 53. 증권사 부동산 채무보증 프로세스



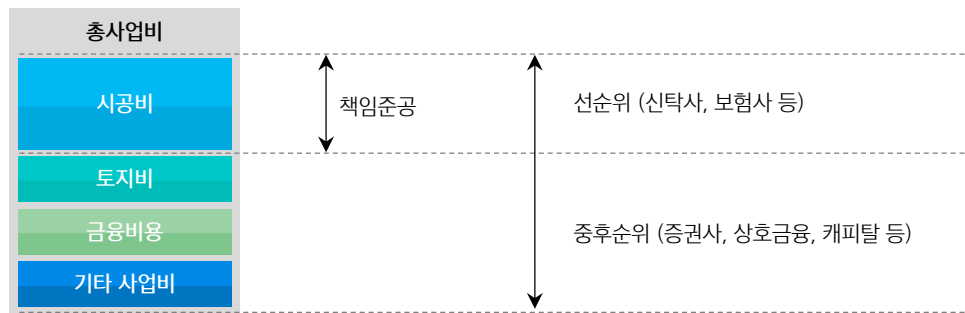
자료: 삼성증권

증권사는 직접 후순위채권과 보통주 투자에 참여해 PF 구조를 완성시키면서도 리스크를 분산하는 금융 구조를 개발, 금융위기 이후의 PF시장을 주도했다. 특히 2013~2014년은 PF시장의 과도기적 시기이자 지방 주택시장의 회복 초입기였다. 이 시기 증권사들은 ‘미분양 담보 확약(완공될 물건에 LTV 기준을 제시하고 담보대출, 시공 리스크를 담당할 추가적인 담보대출 확약기관이 PF 설계단계부터 참여)’, ‘책임준공 확약(제3의 주체가 시공사의 신용보강 구조로 참여)’ 등의 PF방식을 도입했다. 이처럼 변형된 형태의 PF는 우발채무 리스크를 꺼리는 시공사의 공백을 메꾸면서도 기존 PF구조에 없었던 새로운 참여자를 만들어냈다.

변화된 PF금융은 대출채권을 위험에 따라 구조화시키고 차등적 수익률을 제시함으로써 다수의 주체가 사업에 참여하는 계기를 만들었다. 자본력이 약한 시행사라도 사업지가 양호하고 인허가가 마무리된다면 막대한 자금을 조달해 사업을 완공할 수 있었고 빠른 주택공급에 기여했다. 증권사가 주로 토지매입 단계인 브릿지론 단계부터 참여하고, 신탁사는 건축비 대출을 책임지며 사업을 확장했다.

증권사와 신탁사를 비롯, 다양한 금융주체가 금융위기 이후 부동산 익스포저를 크게 늘린 것은 공통적이나 리스크와 수익률 측면에서는 차이가 있다. 이는 금융주체들이 참여하는 개발단계나 집중하는 트랜치별로 차이가 있다. 사업비에서 건축비는 선순위이며 토지비와 금융비용, 기타사업비 등은 후순위로 분류된다. 신탁사는 신탁원본인 토지에 대출이 불가하다는 제약으로 건축비에만 대출이 가능하므로 채권 회수 순위에서는 선순위라 볼 수 있다.

그림 54. 신용공여별 손실 가능성



자료: 삼성증권

증권사: 건전성 위기보다는, 수익성 둔화가 우려 요인

금리인상과 맞물려 미분양이 확산될 경우 증권사의 건전성과 유동성 리스크가 발생 가능하다. 국내 부동산 시장 위축 시 증권사의 1) PF대출채권 등 보유자산 부실화 및 2) 채무보증 등 우발채무 현실화 시 충분한 충당금을 설정하지 않을 경우 건전성이 훼손될 우려가 존재한다.

금융감독원 조사자료에 따르면, 2021년 말 기준 국내 증권사들의 부동산금융 관련 익스포저는 62조원 수준에 달한다. 증권사들의 부동산금융 투자형태는 크게, 1) 채무보증(28.7조원), 2) 대출채권(6.2조), 3) 부동산펀드(10.8조), 4) 유동화증권(7.9조), 5) SOC 투자(5.8조) 등으로 나뉘는데, 이 중 증권사의 부동산 PF 사업과 연관된 부분은 1) 채무보증 및, 2) 대출채권 익스포저이다.

총 62조원의 부동산금융 익스포저 중 부동산PF 관련은 26조원 수준으로 추정된다. 금감원 자료에 따르면, 1) 전체 채무보증 내 PF 관련 보증은 22.2조원으로 나타났으며, 2) 대출채권 중 PF 관련 대출은 약 4조원 수준으로 파악된다.

표 3. 증권사 부동산금융 익스포저

(조원)	'20년말 (A)	'21년말 (B)	증감액 (C=B-A)	증감률 (D=C/A)
투자형태				
채무보증	22.7	28.7	6.0	26.4
부동산펀드	9.8	10.8	1.0	10.2
대출채권	5.9	6.2	0.3	5.1
유동화증권	6.4	7.9	1.5	23.4
SOC	-	5.8	-	-
기타	1.7	2.5	0.8	47.1
투자지역				
국내	33.8	42.6	7.4	21.9
해외	12.7	19.3	2.2	17.3
부동산유형				
주거시설	18.9	23.3	4.4	23.3
업무시설	10.1	11.3	1.2	11.9
상업시설	5.3	5.9	0.6	11.3
SOC	-	5.8	-	-
숙박시설	3.7	5.1	1.4	37.8
기타시설	8.5	10.5	2.0	23.5
합계	46.5	61.9	9.6	20.6

참고: 1) SOC(2020년 말 미집계) 제외시 증감액 및 증감율, 2) 사모사채, 리츠, CB, BW 등 3) 상업시설, 레저, 토지 등
자료: 금융감독원

표 4. 증권사 부동산 채무보증 추이

(조원)	'17년말	'18년말	'19년말	'20.3월말	'20년말	'21년말
부동산 채무보증	17.2	22.9	27.3	29.4	22.7	28.7
PF	13.0	19.6	22.0	22.2	17.1	21.6
non-PF	4.2	3.3	5.3	7.2	5.6	7.1

자료: 금융감독원

증권사의 부동산PF 채무보증은 리스크가 높은 신용공여형을 중심으로 성장

증권사들은 부동산PF 채무보증을 리스크가 높은 신용공여형 중심으로 확대해 왔으며, 이에 따라 향후 부동산시장이 침체 시, 직접대출 집행 및 자산 손상 인식에 대한 우려가 높아진 상황이다. 유동화 구조에서 PF 대출 상황이 순조롭게 이루어진다면, 채무보증을 제공하는 증권사는 위험에 노출되지 않는다. 하지만, PF 대출에 연체 등의 문제가 발생하고 대출금 회수가 안 되는 상황에 다다를 경우, 증권사는 유동화증권을 매입하게 되면서 손실을 떠안게 된다.

증권사의 부동산PF 채무보증 방식은 크게 두 가지 유형으로 구분할 수 있다. 이는, 1) 유동화증권의 차환발행 실패 시, 이를 인수하여 시장에 재매각하는 유동성공여형(매입보장)과, 2) 유동성공여 외에도 유동화증권의 부실 발생 시 기초자산 최종상환을 지급보증하거나 미분양물담보대출을 확약하는 신용공여형(매입확약) 형태로 나뉘어진다.

그동안 증권사들은 신용공여형 채무보증을 중심으로 채무보증 규모를 확대해왔다. 이는, 1) 유동화증권의 미매각 리스크만을 부담하는 유동성공여형 채무보증 대비, 2) 기초자산의 디폴트 또는 미분양 리스크까지 부담해야하는 신용공여형 채무보증의 위험수준이 높아 취급 수수료가 크기 때문이다. 실제로 증권사들의 취급업무별 평균 수수료율은 신용공여형 보증이 2~4% 수준인 반면, 유동성공여형 보증의 경우 0.1~0.5% 수준에 그치는 것으로 파악된다. 이에 따라, 2022년 말 기준 증권사들의 전체 채무보증 중 신용공여형의 비중은 90%에 달하며, 사실상 시장 성장의 대부분을 견인하였다.

표 5. 채무보증 유형 정리 및 취급업무별 수수료율

채무보증 유형	설명	예시	수수료율 (%)
신용공여형	기초자산 최종상환을 지급보증하거나 미분양물 담보대출을 확약 → 신용위험 부담	매입확약	2~4
유동성공여형	유동화증권 차환발행 실패분 인수후 시장 재매각 → 유동성위험 부담	매입약정	0.1~0.5

자료: 금융감독원, 한국은행

그림 55. 국내 증권사 유형별 채무보증 잔액 추이

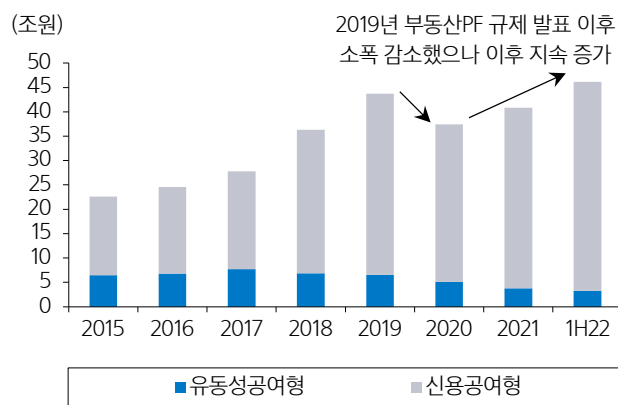
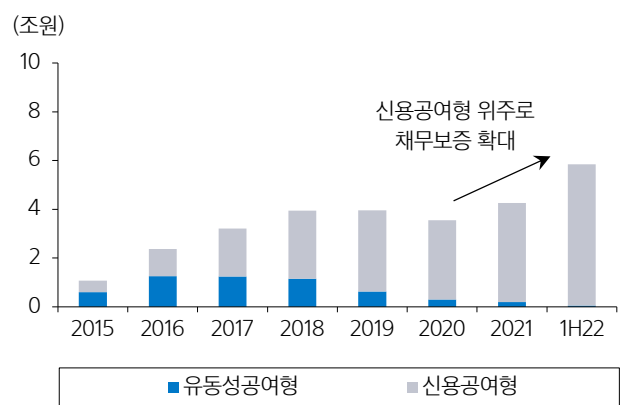
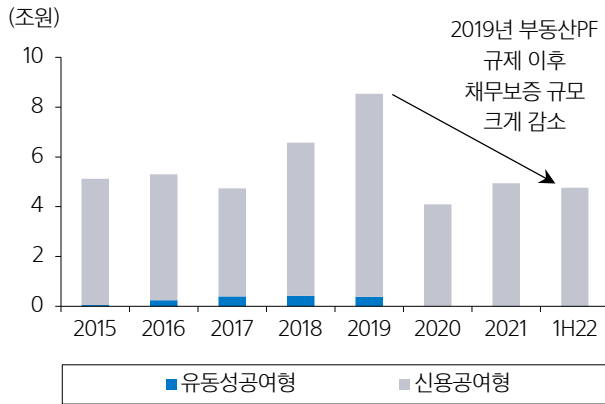


그림 56. 한국투자증권: 유형별 채무보증 잔액 추이



참고: 유동성공여형=매입보장, 신용공여형=매입확약 및 지급보증
자료: Fisis

그림 57. 메리츠증권: 유형별 채무보증 잔액 추이



참고: 유동성공여형=매입보장, 신용공여형=매입확약 및 지급보증
자료: Fisis

그림 58. 삼성증권: 유형별 채무보증 잔액 추이

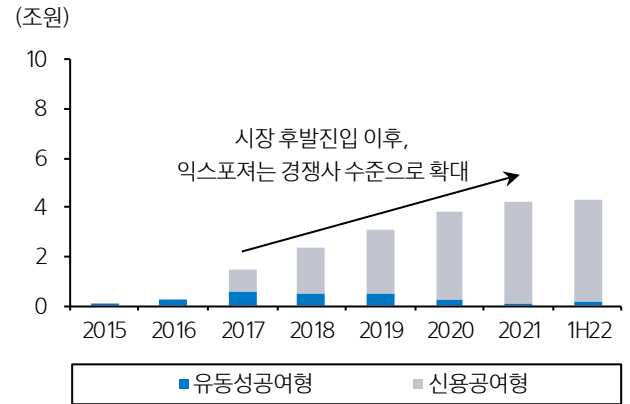
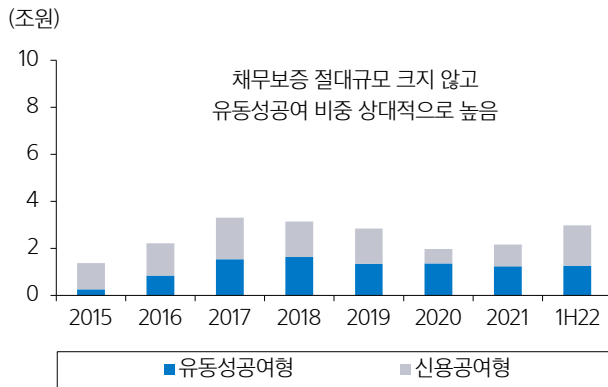


그림 59. 미래에셋증권: 유형별 채무보증 잔액 추이



참고: 유동성공여형=매입보장, 신용공여형=매입확약 및 지급보증
자료: Fisis

그림 60. NH투자증권: 유형별 채무보증 잔액 추이

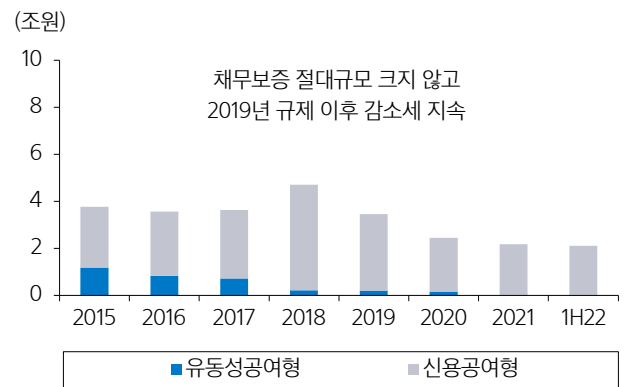
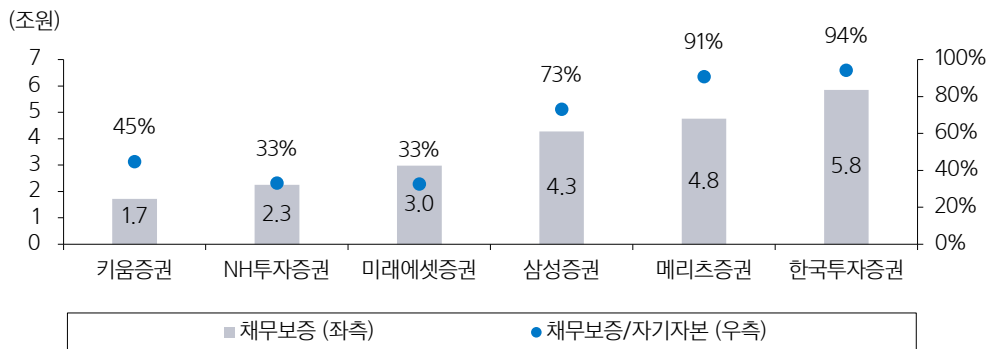


그림 61. 증권사 채무보증 규모 비교(22.06기준)



자료: Fisis

증권사 부동산PF 관련 리스크 요인 점검

증권사들의 부동산PF 사업관련 리스크는 크게 1) 투자지역 및 물건, 2) 사업단계, 3) 상환순위, 4) 분양률, 5) LTV(Loan-To-Value), 6) 외부 신용보강 여부 등으로 구분할 수 있다.

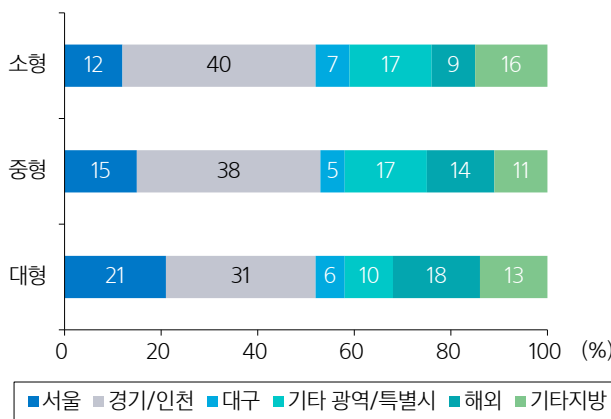
1) 투자지역 및 물건: PF대출채권은 기초자산인 부동산의 지역 및 물건 종류에 따라 리스크 정도가 나뉘게 된다. 현재 대표적인 고위험군 기초자산으로는 1) 지방광역시(대구, 세종 등) 주택, 2) 비수도권 상업용 부동산, 3) 해외 부동산 등이 존재한다.

2) 사업단계: 부동산 개발사업의 리스크는 사업인허가 이전과 이후를 기준으로 큰 차이를 보인다.

2-1) 브릿지론: 사업인허가 이전 투입되는 금융은 브릿지론으로 통칭되고 있다. 과거에는 주로 토지잔금을 마련하는 단계만을 의미했으나, 현재는 사업 초기 계약 단계에서 계약금 마련을 위한 계약금 대출의 비중도 증가하고 있는 상황이다. 브릿지론 관련 리스크는 부지취득위험, 인허가위험, 본PF 미전환위험 등이 존재한다. 일부 증권사들은 높은 Exit 수익을 위해, 사업 초기 단계에 특수목적회사(SPV)에 직접 Equity 투자를 실시하며 일부 디벨로퍼 역할을 대신하기도 한다.

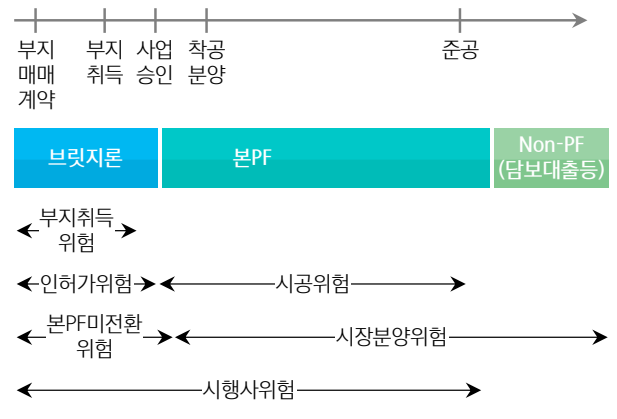
2-2) 본PF: 본PF는 인허가 및 착공 이후 공사비 조달을 위한 금융이다. 관련 리스크는 시공위험, 분양위험, 준공 후 매각 위험 등이 있다. 본PF 단계에 들어갔을 경우 부실화 가능성은 브릿지론 대비 크게 감소한다. 이는, 1) 부지취득, 인허가 등 사업초기 리스크가 제거된 상태에서, 2) 시공사 책임준공 등으로 시공위험이 사실상 대부분 차단되기 때문이다.

그림 62. 증권사 지역별 부동산금융 익스포저 현황 ('22.3기준)



자료: 한신평

그림 63. 사업단계에 따른 부동산PF 리스크



자료: 한신평

3) **상환순위**: 부동산PF 대출은 대부분 선순위, 중순위, 후순위 방식의 단계별 상환구조로 구축된다. 프로젝트 사업 수익성이 악화되고, 분양이 저조하여 사업주체의 상환 여력이 축소될 경우, 중후순위 대출 일수록 익스포저의 회수 가능성을 떨어지게 된다. 한편, 본PF 전환 시, 일반적으로 건축비는 선순위, 토지비와 금융비용, 기타사업비 등은 중후순위 대출을 통해 자금을 조달한다.

4) **분양률**: PF 대출의 이자 및 원금상환은 프로젝트 분양수익을 기반으로 지급되기 때문에, 분양률 현황은 주요한 리스크 판단 지표이다. 투자금을 회수할 수 있는 분양률(Exit 분양률)을 충족하지 못한 사업장은 할인분양 등을 통해 분양률을 높이거나, 미분양담보대출 등 추가 자금조달을 통해야만 투자금 회수가 가능하게 된다. 분양률은 투자지역 및 물건 형태에 연동되는 성격이 강하다.

5) **LTV(Loan-To-Value)**: LTV(Loan-to-value)는 담보가치 대비 대출 금액을 뜻한다. 부동산PF에서 담보가치는 프로젝트의 예상 분양/매각 수익으로 계산한다. 이에 따라 LTV가 높은 사업장일수록 담보가치 대비 대출의 비중이 높아 투자자금 회수 리스크가 증가하게 된다. 상환순위 별 LTV 수준은 각 프로젝트별로 상이하지만, 통상 선순위 50%, 중후순위 60~70% 수준인 것으로 파악된다.

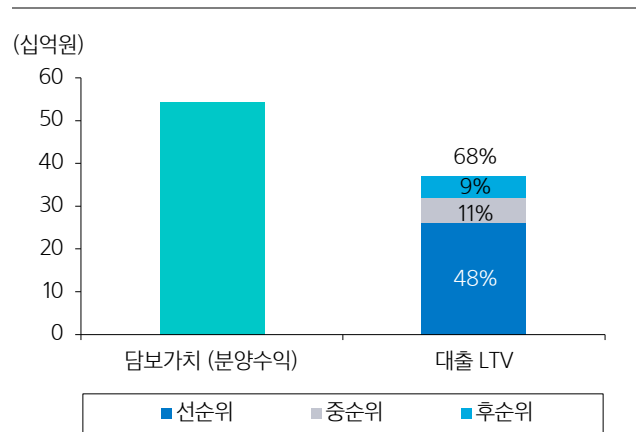
6) **기타 기관 신용보강 여부**: PF대출채권에 대해 증권사 외 추가로 연대보증 등 신용 공여를 제공하는 기관(건설사, 공사, 기업, 등)이 존재할 경우 대출금의 회수 가능성은 높아지며, 채무보증을 제공한 증권사들이 부담하는 위험은 감소된다.

표 6. A 부동산 개발 사업: 변제순위 별 Exit 분양률 (예시)

분양률 (%)	상환비율
10	
20	
50	선순위 대출 Exit
65	중순위 대출 Exit
75	후순위 대출 Exit
80	시공사 Exit
100	

자료: 업계자료

그림 64. 부동산 개발 사업: 변제순위 별 LTV (예시)



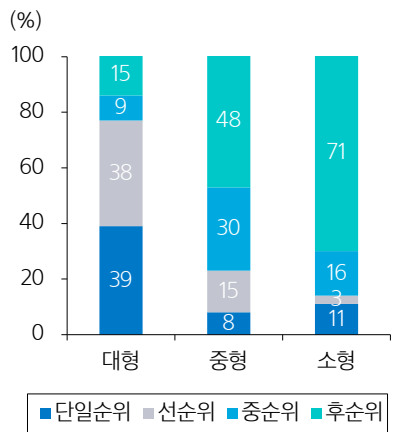
자료: 업계자료

증권사 부동산PF 익스포저, 단순 익스포저보다는 계약 질적 내용이 중요

부동산PF 채무보증, 직접대출 익스포저에 대한 시장 우려는 확대되고 있으나, 당사는 커버리지 증권사 (미래, 한투, NH, 키움, 메리츠)들의 부동산PF 포트폴리오에서 대규모 손상 발생 가능성은 높지 않다고 판단한다. 이는, 부동산PF 익스포저의 절대적인 규모보다는, 회사별 포트폴리오 구성에 따른 실질적인 자산 Quality에 주목해야 한다고 생각하기 때문이다.

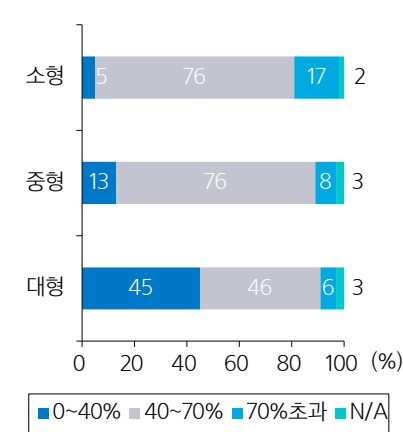
증권사의 부동산PF 포트폴리오는 대형사 위주로 질적 측면에서 안정적인 것으로 판단된다. 국내 신평사 분석 자료에 따르면, 대형사일수록 1) 대출채권 변제순위가 선순위 위주로 구성되어 있고, 2) 수도권 사업장 비중이 높으며, 3) 고LTV 대출 비중 또한 낮은 것으로 나타난다. 이는 결국 대형사와 하위사 간 딜소싱 역량 차이에서 발생한 것인데, 대형사의 경우 충분한 자본력을 활용하여 영업력에서 우위를 확보하는 반면, 자본력이 부족한 중소형사의 경우 딜 확보를 위해서는 중후순위, Equity 투자 비중을 크게 가져갈 수밖에 없기 때문이다.

그림 65. 본PF 변제순위 구성 (2022.03기준)



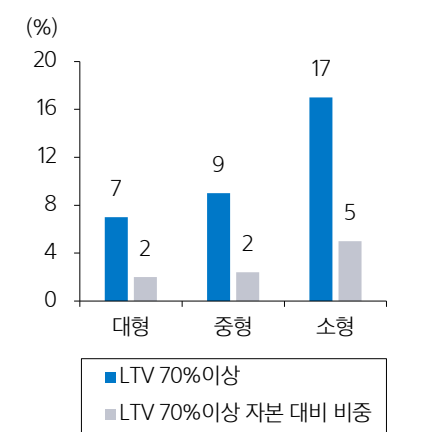
자료: 한신평

그림 66. 본PF LTV 구성(2022.03기준)



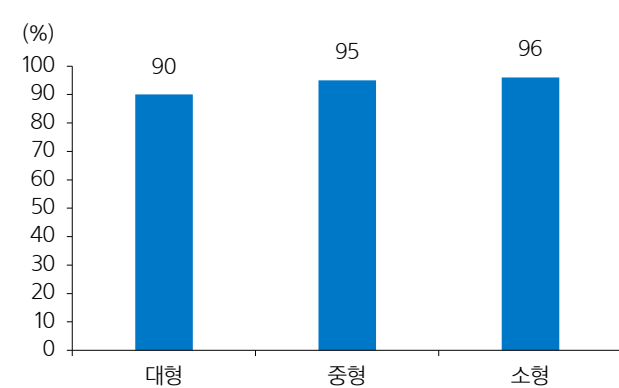
자료: 한신평

그림 67. 본PF 고 LTV 비중(2022.03기준)



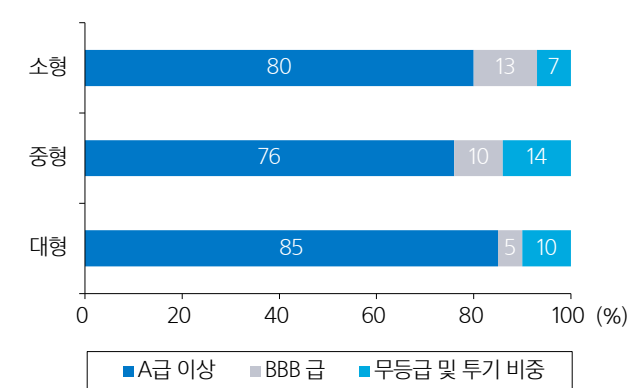
자료: 한신평

그림 68. 증권사 부동산PF 책임준공 확보 여부



자료: 한신평

그림 69. 시공사 및 책임준공 약속 기관 신용도 분포



자료: 한신평

브릿지론 익스포저는 관찰 필요

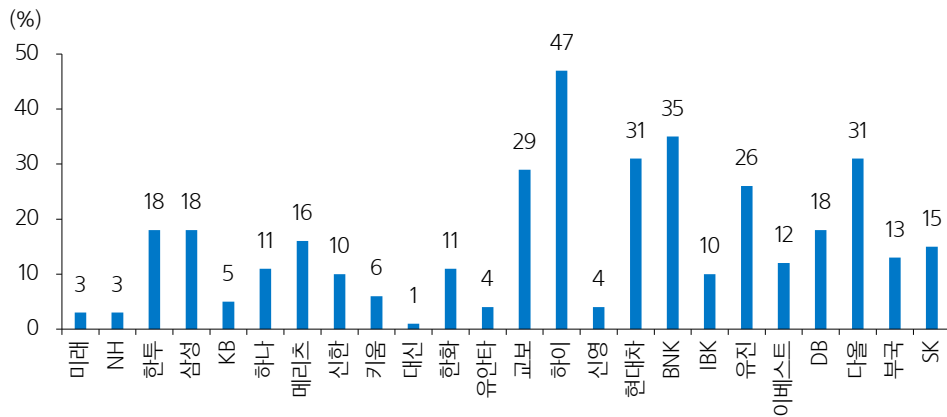
한편, 증권사들의 부동산금융 익스포저 중 브릿지론의 추이는 지속적으로 관찰이 필요하다. 브릿지론은 본PF 단계에서 차환을 가정하기 때문에 본PF로 전환되지 않을 경우의 리스크가 가장 큰데, 최근 은행, 보험사, 캐피탈사 등 부동산금융 시장 내 주요 Player이 신규 PF대출 심사를 사실상 중단하며 브릿지론의 본PF 전환 리스크가 확대되고 있기 때문이다.

증권사들은 적극적으로 PF 딜 주선 시 브릿지론 참여 비중을 확대해 왔다. 이는, 증권사들이 1) 브릿지론 참여로 대주단 모집을 용이하게 하는 동시에, 2) 시행사에 준하는 리스크를 부담한 대가로 본PF 주관업무 수주를 확보할 수 있기 때문이다. 특히 브릿지론의 경우 본PF 대비 후순위 참여 비중이 높은 것으로 알려져 있는데, 이는, 최근 증권사들이 우량 사업을 빠르게 선점하기 위해 토지계약 단계부터 참여하는 사례가 많아지고 있기 때문이다. 브릿지론의 경우 자본력이 부족한 중소형사의 자기자본 대비 비중이 높게 나타나고 있으나, 일부 대형사 또한 비중이 높은 것으로 나타났다.

금융비용을 선확보하는 브릿지론의 구조상, 연체 및 부실은 뒤늦게 관찰될 전망이다. 이는, 1) 최근 본PF 전환이 급감하고 있는 상황에서, 통상 12개월의 브릿지론 만기가 내년 상반기 이후 본격적으로 도래할 전망이며, 2) 만기 도래 이후에도, 회사별로 대출연장 등을 통해 부실 인식을 이연하는 경우가 존재하기 때문이다.

물론 브릿지론의 경우에도, 회사별 극단적인 충격의 가능성은 제한적일 것으로 예상된다. 이는, 1) 토지계약잔금 및 일반사업비 용도로 사용되어 개별 프로젝트마다 10~20억원 내외로 단위 자체가 크지 않으며, 2) 이에 따라 커버리지 증권사 기준 자기자본 대비 익스포저 또한 평균 8% 수준으로 높지 않기 때문이다.

그림 70. 회사별 자기자본 대비 브릿지론 익스포저



참고: PF 해당 우발부채와 대출채권대상
자료: 한신평

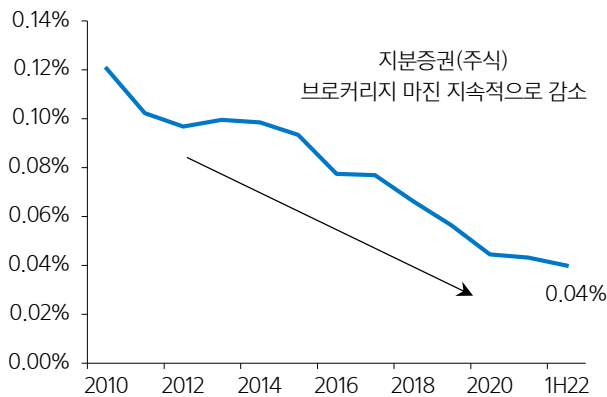
증권사 PF 수수료 수익 급감에 따른 수익성 저하 불가피

현재 증권사 부동산금융 사업 관련 우려는 수익성 저하에 집중되어 있는 것으로 판단한다. 이는 앞서 언급했듯, 1) 아직 증권사들의 채무보증 및 직접대출 등 익스포저에 대한 손상 리스크는 제한적인 반면, 2) PF 시장 딜 규모 급감에 따른 수수료 수익 둔화는 하반기 이후 직접적으로 나타날 것이기 때문이다.

수익 내 부동산금융 비중 빠르게 확대: 증권사 영업수익에서 부동산금융이 차지하는 비중은 빠르게 확대되었다. 이는, 증권사들이 2010년대 중반 이후 무료 수수료 경쟁 심화 등 전통적인 Agency 모델 사업에 한계를 느끼며, IB-Trading 등 자본집약적 비즈니스의 외연을 확장할 수밖에 없었기 때문이다. 특히, 이 과정에서 부동산PF의 비중은 더욱 빠르게 확대되었는데, 이는, 1) 부동산금융이 ECM, DCM 등 전통 IB 업무 대비 높은 수수료율을 확보할 수 있고, 2) 공제회, 보험사, 캐피탈 등 주요 기관투자자들의 중위험·중수익 대체투자 자산 확대 수요에 대응할 수 있었기 때문이다.

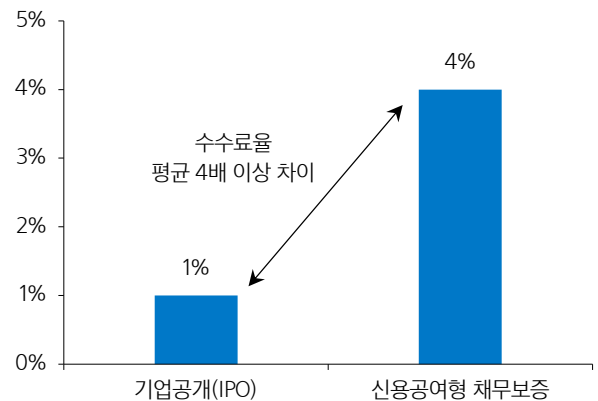
이에 따라, 부동산금융의 대표적 수익이라 할 수 있는 국내 증권사들의 채무보증 수수료 수익은, 2017년 8,093억원에서 2021년 2조 2,125억원까지 CAGR 29%의 높은 성장 속도를 보이며, 증권사들의 주요 성장 동력으로 자리잡아 왔다.

그림 71. 국내 증권사 평균 브로커리지 수수료율 추이



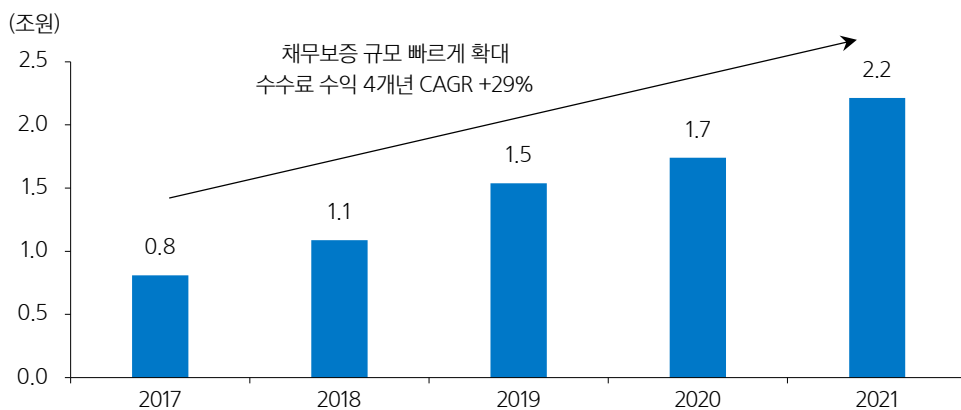
자료: Fisis

그림 72. 주요 IB 업무 평균 수수료율 비교



자료: 금융감독원

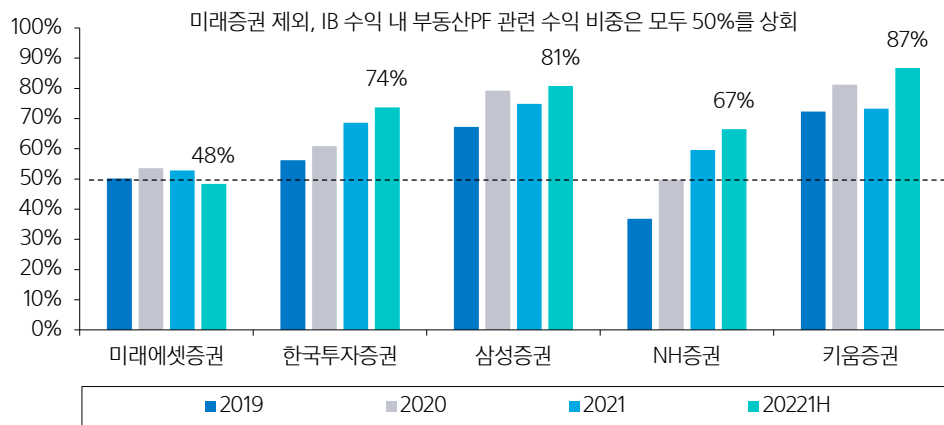
그림 73. 국내 증권사 채무보증 수수료 수익 추이



참고: Fisis

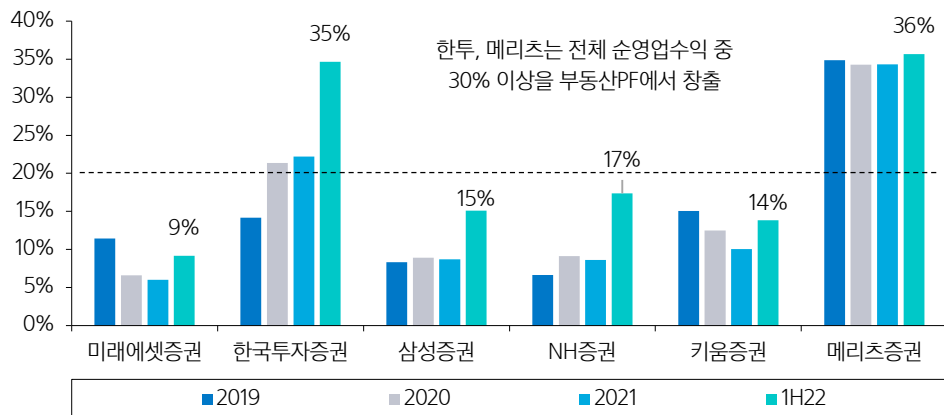
향후 부동산경기 둔화에 따라 수익성 저하 불가피: 부동산금융의 높아진 기여도에 따라, 부동산 경기 침체 시 증권사들의 영업수익 감소는 불가피 할 전망이다. 실제로 당사 커버리지 증권사 기준 현재 부동산PF 관련 수익은 1) 전체 IB수수료 수익의 50~80%를, 2) 전체 순영업수익(매출액)의 10~35% 수준의 기여를 하고 있는 것으로 나타났다. 특히 1H22의 순영업수익 기준 기여도가 크게 상승한 것을 알 수 있는데, 이는 2022년 금융시장 변동성 확대 속에 트레이딩, 브로커리지 등 기타 사업부의 기여도가 줄어들었기 때문이다.

그림 74. 증권사 IB부문 수익 대비 부동산PF 관련 수익 비중



참고: 메리츠증권의 경우, IB 수익의 100%를 부동산PF로 가정
자료: 각 사, 삼성증권 재구성

그림 75. 증권사 순영업수익(매출) 대비 부동산PF 관련 수익 비중



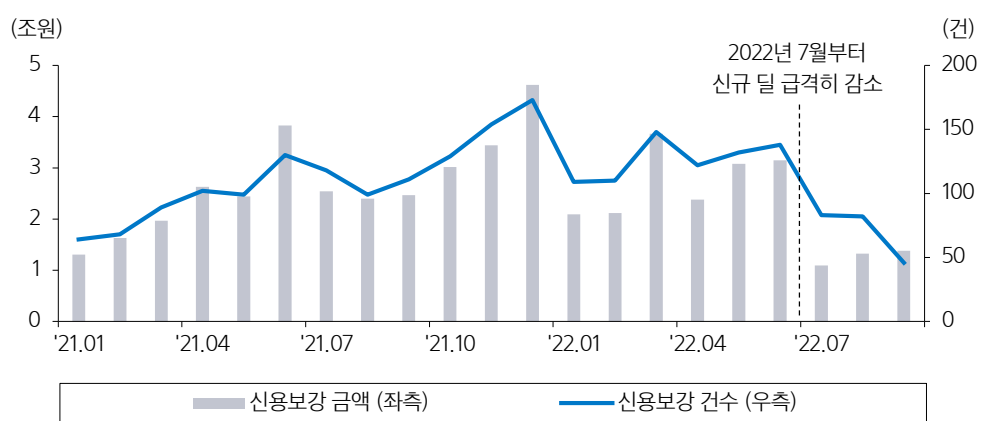
참고: 메리츠증권의 경우, IB 수익의 100%를 부동산PF로 가정
자료: 각 사, 삼성증권 재구성

2022년 하반기 이후 국내 PF 시장이 급속도로 냉각되며, 지속적으로 성장하던 국내 증권사들의 부동산 PF 관련 수익은 3Q22 이후 역성장 전환이 불가피할 전망이다. 이는, 1) 부동산 경기 악화 및 분양 위험 증가로 보험사, 캐피탈 등 PF시장 내 주요 LP들이 대주단 심사를 대폭 강화하고 있는 가운데, 2) 사업 진행 주체인 시행사들 또한 원자재 가격 및 금융 비용 상승에 따른 수익성 악화로 신규 사업 지체 및 연기가 증가하고 있기 때문이다.

실제로 예약결제원이 집계하는 PF유동화증권 발행 추이를 살펴보면, 국내 증권사들의 PF증권 신용보강 추이는 하반기 들어 규모가 급격하게 축소되고 있다. 2022년 9월 기준 증권사들의 1) PF 신용보강 금액은 총 1.4조원으로, 22년 6월 대비 56%, 21년 12월 대비 70% 감소하였으며, 2) 딜 건수 또한 22년 9월 46건으로, 21년 12월 대비 74% 감소하였다.

한편, 22년 9월 기준 진행된 주요 부동산PF 딜의 세부사항을 살펴보면, 신규 부동산PF 딜에 대한 시장의 강화된 리스크 심사 기준을 실감할 수 있다. 실제로 현재 진행되고 있는 딜들은, 1) 용산UN사부지 개발 등과 같이 이미 과거 착수가 완료된 딜의 리파이낸싱 또는, 2) 수익성이 보장되는 수도권 우량 담보 위주의 신규 유동화로 한정되어 있기 때문이다.

그림 76. 월별 증권사 PF유동화증권 신용보강 금액 및 건수 추이



자료: 예약결제원

표 7. 2022년 9월 증권사 주요 부동산PF 채무보증 딜 내역 (500억원 이상)

신용보강기관	신용보강금액 (십억원)	플랜명	기초자산 요약	최초 플랜 시작일
메리츠증권	410	용산프로젝트제일차4	용산구 이태원동 UN사부지 개발	2018년 1월
메리츠증권	168	엠스퀘어클라우드7	오산 스마트타워 물류창고	2019년 12월
케이비증권	150	벨로하우스현인제이차	서초구 내곡동 현인마을 개발	2022년 9월
메리츠증권	130	코스모그린5	은평구 진관동 복합시설 개발	2021년 11월
미래에셋증권	90	엠에이현인제이차	서초구 내곡동 현인마을 개발	2022년 9월
키움증권	86	제이온마스터2	부산 범천동 주상복합 개발	2021년 12월
NH투자증권	80	알에이해운대제사차	해운대 홈플러스 개발사업	2022년 6월
메리츠증권	70	세교테라2	오산 세교지구 지식산업센터 개발	2022년 5월
한국투자증권	67	더블에스용현제일차	인천 민간임대주택 개발	2022년 9월
NH투자증권	50	엔에이치현인제이차	서초구 내곡동 현인마을 개발	2022년 9월

자료: 예약결제원

신탁사: 책임준공 관리형신탁 리스크

2000년대 건설사에 밀려 담보신탁이나 대리사무 등 협소한 영역에 그치던 부동산 신탁사는 금융위기 이후 대출과 개발의 역할을 동시에 하며 건설사의 공백을 메우는 디벨로퍼이자 여신기관으로 부상했다. 신탁사가 신용 리스크를 부담하는 신탁 유형은 차입형신탁과 책임준공형 관리형신탁(관리형 신탁으로 분류)이다. 차입형은 신탁사가 자기자본(신탁계정대여금)을 투입해 건축비를 지급, 공사기간 중 이자를 수취하고 사업 종료 후 분양대금으로 원금을 회수하는 방식이다. 리스크가 크기에 보수율도 높고 2012년부터 신탁사에게 차입형신탁은 주요 수익원이 되었다.

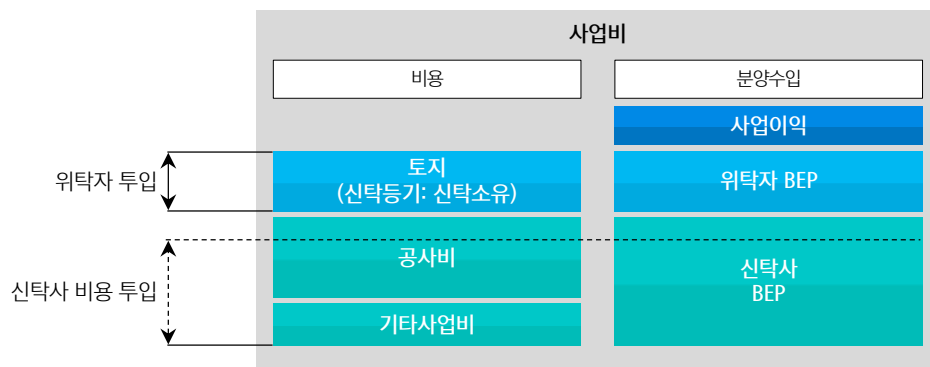
표 8. 토지신탁 사업 종류

구분	차입형신탁	책임준공 관리형신탁	처분신탁	담보신탁	대리사무	관리형신탁
대출 여부	차입형	비차입형	비차입형	비차입형	비차입형	비차입형
사업비	신탁사가 조달	사업주 부담	해당 없음	해당 없음	해당 없음	사업주 부담
신탁사 역할	건축주로서 사업수행 의무	신탁사는 신용보강 역할만 함				
신탁사 리스크	↑	↓	↓	↓	↓	↓
신탁보수	↑	↑	↓	↓	↓	↓
사업비 대비 보수율	3~4%	2%	0.10~2%	0.1~0.2%	0.1~0.2%	0.1~0.2%

자료: 삼성증권

차입형신탁에서 신탁사는 위탁자(시행사)에게 토지를 위탁받아 모든 과정을 총괄하므로 위탁자는 자금 부담 없이 개발 가능하고, 신탁법에 의해 각종 채무로부터 토지를 보호하므로 안정성이 증대된다. 시공사는 기성불 계약으로 신탁대지급금에서 정기적으로 건축비가 지급되므로 분양 성과에 관계없이 현금 흐름과 손익이 안정적이다. 채권 우선순위는 ① 신탁보수, ② 신탁사의 이자수익, ③ 공사비 순이다. 분양률이 저조할 경우 가장 먼저 훼손되는 것은 ① 시행사의 사업이익(사업비의 약 15%), ② 시행사의 토지(12%)이므로, 신탁사 입장에서는 사업비의 27%, 즉 분양률이 73%만 달성하면 목표했던 수익 달성에 문제가 없다. 반면 시행사는 대체로 분양률이 90%를 돌파해야 사업이익을 취하기 시작한다. 만약 분양률이 70%대를 하회할 경우 신탁사는 준공된 건축물의 할인 매각을 통해 채권을 회수한다.

그림 77. 차입형 신탁 구조

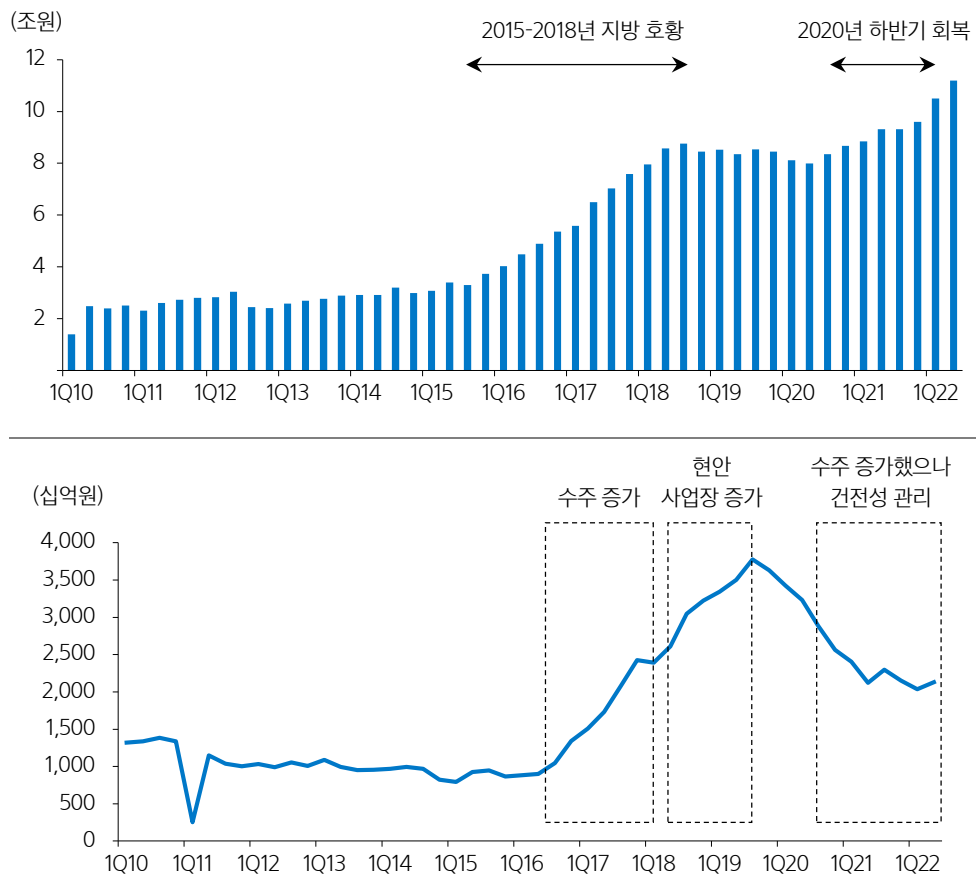


자료: 삼성증권

신탁사의 약점은 주력시장이 지방이고 소형주거 비중이 높다는 점이다. 서울과 수도권은 토지가격이 비싸지만 지방은 토지비 부담이 적어, 시행사들이 토지 문제만 해결하면 신탁사는 차입형신탁 구조로 건축비를 조달해주며 사업을 완료할 수 있다. 증권사가 토지에 PF대출을 실행하고, 신탁사가 건축비를 대출하는 방식으로 금융위기 이후 증권사와 신탁사는 공고한 협력 구조하에 지방과 수도권 비핵심 지역에 사업을 크게 늘렸다.

지방 미분양이 증가하던 2017년부터 2019년까지 신탁사의 실적은 저조했으나 2020년부터 시장 회복으로 수주가 빠르게 늘고 재무건전성도 개선되었으며 축적한 사업 경험으로 재건축 시장까지 진출했다. 신탁사의 성장이나 재무 건전성은 차입형 신탁 원본과 신탁계정대로 확인 가능하다. 차입형신탁 원본은 2019~2020년 상반기까지 감소하다가 2020년 하반기부터 증가세다. 신탁계정대여금은 신탁원본이 감소하던 침체기에도 증가했는데, 미분양이 늘며 대출해준 신탁계정대 회수가 지연되거나 회수 불능사례가 발생했기 때문이다. 2021년부터는 사업장이 증가하면서도 분양이 순조로워 신탁계정대 회수가 원활하다보니, 신탁원본은 증가하면서도 2021년 말 신탁사의 신탁계정대여금은 2.2조원으로 2021년 말 대비 16.0% 감소하는 건전성 개선을 보이고 있다.

그림 78. 14개 신탁사의 차입형토지신탁 원본과 신탁계정대



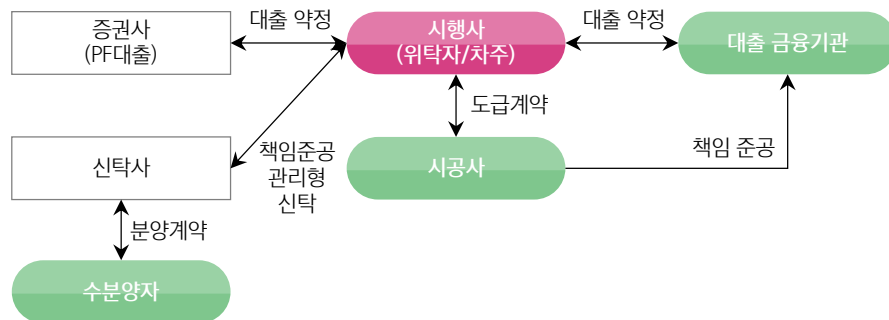
자료: 금융투자협회, 삼성증권

신탁사들은 시장 침체의 어려움을 겪은 뒤 선별적으로 차입형 신탁 수주에 나서, 신탁계정대가 잘 관리되고 있으며 2022년 1분기 고정이하 자산비율은 44.1%로 2020년 말 대비 3.5%p 하락했다. 그러나 최근 새로운 리스크로 거론되는 것은 책임준공형 관리신탁(이하 책준)이다. 책준은 대주-증권사, 차주-시행사, 연대보증인-시공사라는 기존의 PF구조에 신탁사가 연대보증인으로 추가되는 형태로 2017년 시장 침체에 일종의 재보험 PF형태로 크게 확산되었다.

신탁사는 증권사 중심으로 PF대출이 기실행된 사업장에서 시공사의 신용 보강 형식으로 책임준공을 확약한다. 시공사의 파산으로 책임준공이 불가능해질 경우 즉시 차입형신탁으로 전환하며 신탁사는 신탁계정대여금을 투입해 대체 시공사를 선정하고 준공의무를 부담하게 된다. 대체 시공사는 원도급액보다 훨씬 큰 도급액을 요구하므로 사업성은 하락하고 신탁사의 채권 회수액도 줄어들 가능성이 높다. 형태상 비차입형 신탁으로 구분되에도, 신탁 수수료는 사업비의 2%로 관리형 신탁수수료의 10배 이상인 이유는 확률은 적지만 이러한 이벤트 발생 시 신탁사의 손실 가능성이 높아지기 때문이다.

그간 극단적 이벤트가 발생하는 경우가 없었기에 추가 대여금이 나갔던 사례도 매우 희소했다. 2017년~2019년, 차입형 신탁 수주는 급감했지만 책준은 937억원에서 2,397억원으로 급격히 늘었고 2020년은 차입형신탁 수주를 역전했다. 비록 책준 수주 증가는 대주주가 거대 금융지주사인 KB자산신탁 등 4개의 금융계은행권 신탁사에 치우친 수혜였지만 불황기 신탁업계에 훌륭한 수익원이 되었다. 그간 책준에서 신탁사의 자금 투입 사례가 거의 없었으나 2022년 들어 사례가 늘고 있다.

그림 79. 책임준공 관리형 신탁 구조

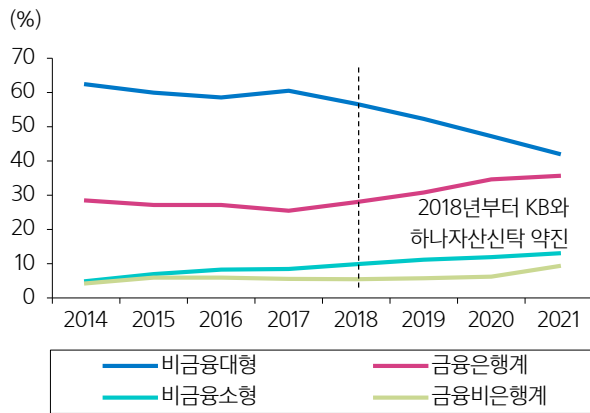


자료: 삼성증권

14개 신탁사를 계열별로 구분 시, 비금융계 대형(한국토지신탁, 한국자산신탁 등), 비금융계 소형, 금융계은행권(KB, 하나, 아시아 등), 금융계 비은행권(증권계열 3사와 교보 등) 등 4개군으로 나뉜다. 전통의 top 2는 비금융계 대형사들이지만 2017년 이후 KB와 하나 등 금융계 은행권 신탁사의 점유율이 크게 늘었다. 차입형신탁의 점유율은 낮지만 든든한 모회사를 등에 업고 책준시장에서 점유율을 크게 늘렸기 때문이다. 2021년 4개 금융계은행권 신탁사의 합산 순이익은 역사가 오래된 한국토지신탁, 한국자산신탁, 코람코자산신탁, 대한토지신탁 등 비금융계 대형 신탁사의 순이익을 앞질렀다.

그러나 PF시장이 침체에 진입하며 신탁사의 수익 둔화도 불가피하다. 그 중 최근 성장속도가 가팔랐던 금융계 은행권 신탁사의 수익 저하가 두드러질 가능성이 높다. 이번 사이클에서 신탁업의 리스크는 지난 침체기의 수익 훼손요인이던 차입형신탁보다, 책임준공 관리형신탁에 있다고 판단하기 때문이다. 이 외에도 부채비율이 높고 자본력이 약한 소형 신탁사의 리스크는 차입형신탁에서 표면화될 가능성이 높다. 대형사 대비 차입형신탁의 경험 부족과 시공사 등 참여자의 재무 건전성이 열위에 있기 때문이다. 전반적으로 과소한 자본, 높은 신탁계정대 비율, 높은 부채비율을 보이는 신탁사에 보수적 접근이 필요하다.

그림 80. 계열별 신탁사의 영업수익 점유율 추이



자료: 각 사, 삼성증권

그림 81. 계열별 신탁사의 2021년 순이익



자료: 각 사, 삼성증권

한편 2018년, 신규 허가로 증권사 계열인 한국투자부동산신탁, 신영부동산신탁, 대신부동산신탁이 신탁 시장에 진출했다. 그러나 신생 신탁사는 2년간 차입형신탁 진출이 금지되므로 2022년부터 이 비즈니스가 가능해졌다. 진출하자마자 PF시장이 침체되며 사실상 신생 부동산신탁사의 실적은 정체된 상태다. 이들은 기존 사업에서 발생할 리스크보다, 시장 침체에 따른 매출 부진과 비용 부담이 현안이다.

표 9. 신탁사 영업수익과 점유율

구분 (십억원)	17		18		19		20		21		자본 총계	자본대비 신탁계정대 (%)	부채비율 (%)
	금액	점유율 (%)	금액	점유율 (%)	금액	점유율 (%)	금액	점유율 (%)	금액	점유율 (%)			
비금융대형 한국토지신탁	229	22	254	21	240	18	209	15.3	205	12.8	252	230	68
비금융대형 한국자산신탁	202	20	205	17	206	16	218	16.0	168	10.5	62	304	20
비금융대형 코람코자산신탁	107	10	134	11	121	9	116	8.5	194	12.1	16	2,511	38
비금융대형 대한토지신탁	86	8	98	8	113	9	100	7.3	108	6.7	110	355	43
금융계은행 케이비부동산신탁	77	7	115	9	121	9	139	10.2	169	10.5	80	198	35
금융계은행 하나자산신탁	68	7	94	8	132	10	151	11.1	164	10.2	10	928	18
금융계비은행 교보자산신탁	57	6	67	5	71	5	59	4.3	84	5.2	17	423	19
금융계은행 신한자산신탁	64	6	68	6	72	6	103	7.5	145	9.0	12	-	36
금융계은행 우리자산신탁	54	5	64	5	75	6	79	5.8	94	5.9	15	191	40
비금융소형 코리아신탁	48	5	56	5	64	5	69	5.0	85	5.3	11	264	31
비금융소형 무궁화신탁	39	4	64	5	81	6	94	6.9	124	7.7	17	944	91
금융계비은행 대신자산신탁	-	-	-	2	-	10	0.7	21	1.3	110	110	-	12
금융계비은행 신영부동산신탁	-	-	-	1	-	11	0.8	26	1.6	100	100	-	24
금융계비은행 한투부동산신탁	-	-	-	1	-	5	0.3	19	1.2	200	200	5	6
합계	1,031	100	1,219	100	1,300	100	1,362	100.0	1,605	100.0			

자료: 각 사, 삼성증권

보험사: 운용자산 대비 절대적 규모는 제한적

지난 5년간, 보험사와 캐피탈사는 부동산PF 대출을 적극적으로 늘려온 대표적인 주체이다. 실제로, 국내 1) 보험사들의 부동산PF 대출 규모는 2016년 16.5조원에서 2021년 42조원으로 2.5배 증가하였으며, 2) 캐피탈 사의 대출 규모 또한 2016년 10.2조원에서 2021년 31조원으로 3배 증가하였다.

보험사는 1) 저금리 환경 및 IFRS17 전환에 따른 투자운용수익률 저하 및, 2) 코로나19 영향에 따른 해외대체투자 규모 축소 등으로 국내 부동산PF 대출채권 규모를 빠르게 확대하였다. 특히, 2019년 증권사 부동산PF 규제 이후, 증권사들이 직접대출에서 셀다운 위주로 대출자산 운용 전략을 전환하는 시기, 보험사의 PF자산 성장은 더욱 가속화되었다.

보험사: 연체율 상승 중이나, 자산 대비 익스포저 비중 크지 않음

최근 부동산 경기 둔화에 따라, 보험사들의 부동산PF 대출채권 연체율이 상승하고 있는 상황이다. 다만, 부동산PF 관련 익스포저의 부실이 보험사의 자본 우려까지 번지지 않을 것으로 판단되는데, 이는 2022년 기준 업권 전체 PF 대출 잔액 규모인 43.3조원은 1) 전체 대출채권 잔액 대비 15.9%, 2) 운용자산 대비로는 4.7%에 불과하기 때문이다.

표 10. 금융업권별 부동산PF 대출잔액 추이

(조원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
은행	18.5	16.6	17.1	20.4	23.9	29.0
보험	16.5	21.7	24.4	29.2	36.4	42.0
여전사	4.7	6.1	7.9	10.4	13.8	19.5
증권	1.7	2.7	4	4.8	4.3	3.6

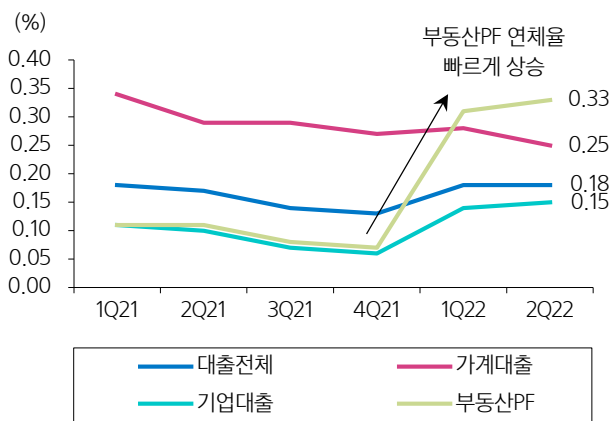
자료: 금융감독원

표 11. 부동산PF 익스포저 건전성 관리 방안(2019)

구분	세부규제	주요 내용
부동산PF 채무보증	부동산 채무보증 한도설정	자기자본의 100% 이내, 100% 초과 시 추가 부동산 채무보증 제한
	부동산PF 채무보증 관련 자본규제 강화	신용위험액 적용비율 12%에서 18%로 상향
	조정유동성비율 100% 미만 중 권사에 대한 리스크 관리 및 점검 강화	조정유동성비율 = 유동성자산/(유동성부채+채무보증)
부동산 PF대출	발행어음 운용제도 개선	발행어음 조달자금의 10% 초과하는 부동산에 대해 레버리지비율 가산
	기업신용공여 제도 개선	기업신용한도의 취급대상에서 부동산관련 대출 제외
	부동산대출에 대한 신용위험 특례 폐지	부동산 대출을 신용위험액 특례대상에서 배제

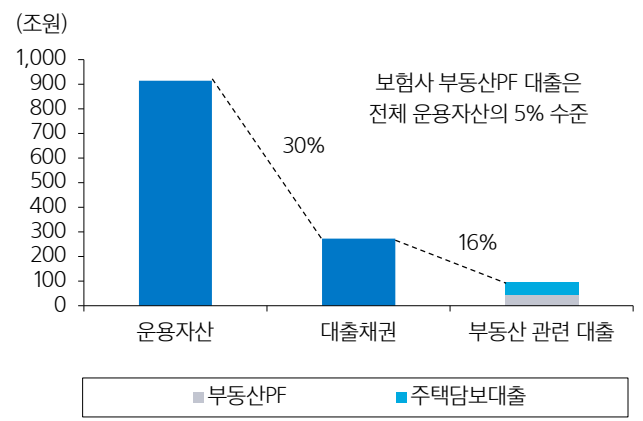
자료: 나이스인평

그림 82. 국내 보험사 대출채권 종류별 연체율 추이



자료: 금융감독원

그림 83. 국내 보험사 운용자산 및 부동산 관련 대출채권 현황 ('22.6기준)



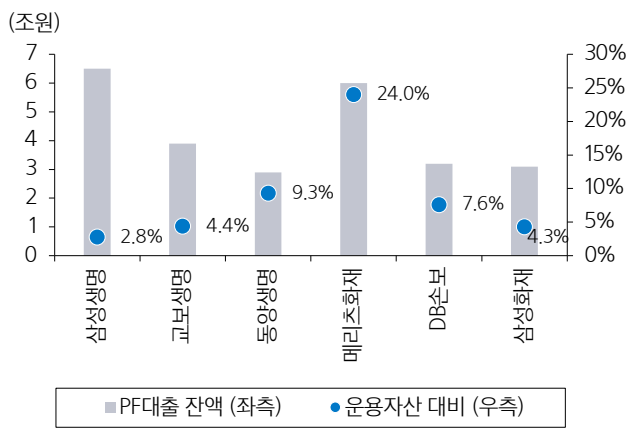
자료: 금융감독원, Fisis

보험사: 일부 회사의 경우 자산운용 전략 수정 불가피

다만, 운용자산 내 부동산PF 비중이 높은 일부 보험사의 경우, 1) 연체율 상승 및 총당금 적립 우려에서 나아가, 2) 시장 위축에 따른 신규 투자 물건 축소에 따른 자산 운용 전략 자체의 변화 또한 불가피 할 것으로 예상된다.

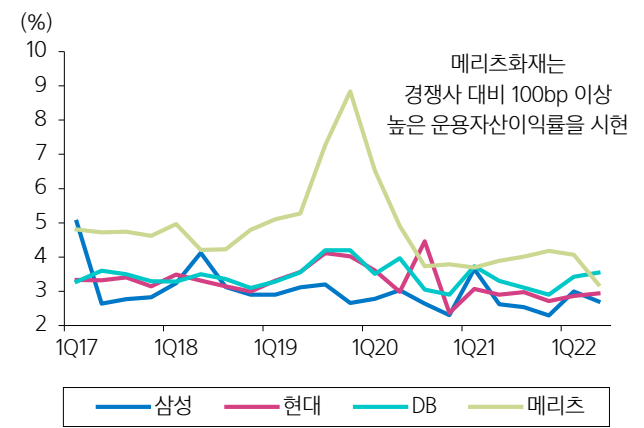
이들은 1) ALM 매칭을 위해 장기채를 지속적으로 매입하는 한편, 2) 그로 인해 희석되는 운용수익률을 방어할 목적으로 적극적으로 부동산PF 대출자산을 포트폴리오 내에 편입해 왔다. 가령, 메리츠화재의 경우 2015년 이후 업권 대비 100bp 이상 높은 운용자산이익률을 시현해 왔는데, 이의 원천은 적극적인 부동산PF 투자자산의 포트폴리오 편입에 있었다. 다만, 향후 PF시장 환경 둔화에 따라 동사의 자산운용 전략 또한 변화가 불가피 할 것으로 판단된다.

그림 84. 국내 보험사 운용자산 대비 부동산PF 대출 현황 (2021.12기준)



자료: 금융감독원, 삼성증권

그림 85. 손해보험사 운용자산이익률 추이

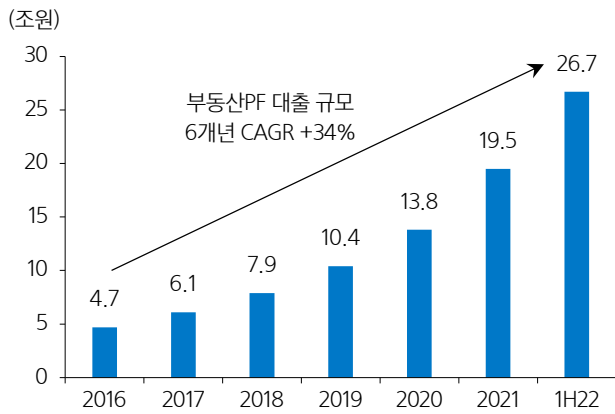


자료: 금융감독원, Fisis

여신전문사 (캐피탈): 최근 가파른 익스포저 확대에 주목

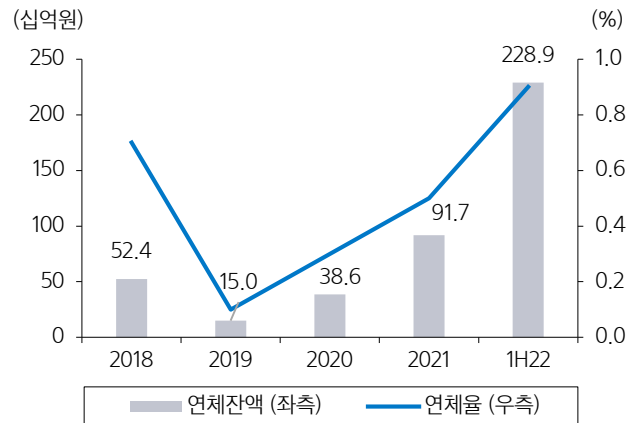
캐피탈사들은 보험사와 마찬가지로, 지난 2010년대 중반 이후 부동산금융 익스포저를 전체 금융업권 내에서 가장 빠르게 확대해 온 주체였다. 전통적 영업 부문인 자동차금융 부문에서의 경쟁심화 및 가계 대출 한도 규제 등으로 성장동력이 약화되면서, 캐피탈사의 부동산 관련 여신 비중은 증가하기 시작하였다.

그림 86. 국내 캐피탈사 부동산PF 대출 추이



자료: 금융감독원, 삼성증권

그림 87. 캐피탈사 부동산PF 연체잔액 및 연체율 추이



자료: 금융감독원

특히, 캐피탈사는 타 금융업권과 다르게, 고위험 부동산PF 자산 편입에 대한 규제상 패널티가 상대적으로 제한적인 점을 활용, 적극적으로 자산 비중 확대를 가속화하였다. 현행 여신전문업감독규정에 따르면, 캐피탈사들의 부동산PF 대출(대출채권+채무보증) 한도를 전체 영업자산의 30%까지로 제한하고 있다. 다만, 캐피탈사들은 브릿지론의 일부를 부동산 담보가 아닌 일반담보대출로 분류하여 규제 한도를 충족하며 관련 자산 확대를 지속해왔다.

다만, 캐피탈사들의 부동산PF 자산 성장세는 향후 축소가 불가피할 것으로 예상된다. 이는, 금융당국이 2022년 1월을 기준으로 담보가치가 브릿지론 규모의 130%를 넘지 못하면 이를 부동산 PF대출로 분류하도록 조처하였기 때문이다. 이에 따라, 캐피탈사들은 기존 보유하고 있던 브릿지론의 상당 부분을 만기 연장 시 부동산PF 대출로 재분류해야 될 것으로 전망된다.

향후 브릿지론의 대출자산 재분류시, PF 규제 한도를 넘어 만기 연장을 하지 못하는 브릿지론에 대한 캐피탈사들의 상환 요청이 본격화될 것으로 예상되며, 관련 익스포저의 축소 및 부실 사업장에 대한 충당금 적립 이슈가 부각될 개연성이 존재한다.

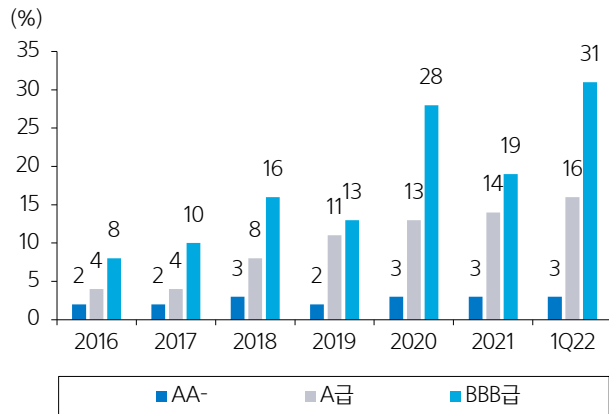
표 12. 금융업권 부동산PF 관련 규제

업권	관련 규정	내용
캐피탈	여신전문업감독규정	• 부동산PF 대출채권 및 채무보증 ≤ 여신성자산의 30%
증권	금융투자업규정	• 부동산채무보증 ≤ 자기자본의 100% • 부동산대출채권: 위험액 산정시 적격자본에서 제외 혹은 고위험값 부여
저축은행	상호저축은행감독규정	• 부동산PF 대출: 신용공여 총액의 20% 이내 • 건설업/부동산업 대출: 신용공여 총액의 30% 이내
상호금융	상호금융업감독규정	• 건설업/부동산업 대출: 대출등 총액 X 각 30%, 합계 50% (2024년 12월부터 시행)

자료: 한신평

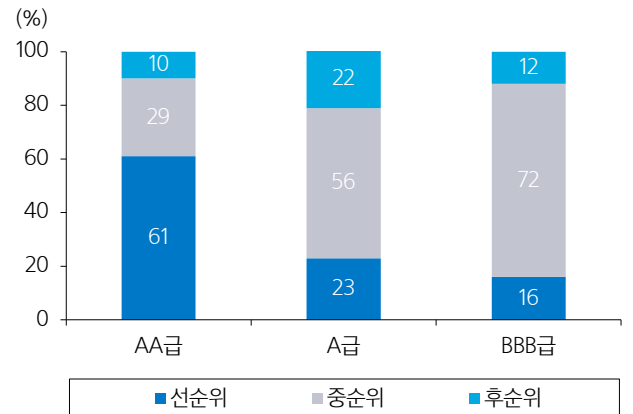
캐피탈사의 경우 부동산PF 관련 대출 중 상당 부분이 브릿지론으로 구성되어 있는 상황이며, 특히, 국내 신평사 부여 등급 A등급 이하의 캐피탈사 그룹에서 브릿지론 비중이 빠르게 증가하는 모습을 보였다. 한편, 대출자산의 변제순위 구성 또한 신용등급이 하락할수록 중후순위 비중이 증가하였으며, BBB 등급 회사의 경우, 대출자산의 84%가 중후순위 채권으로 구성되어 있는 것으로 나타났다.

그림 88. 신용등급별 브릿지론(추정) 비중 추이(2022.03기준)



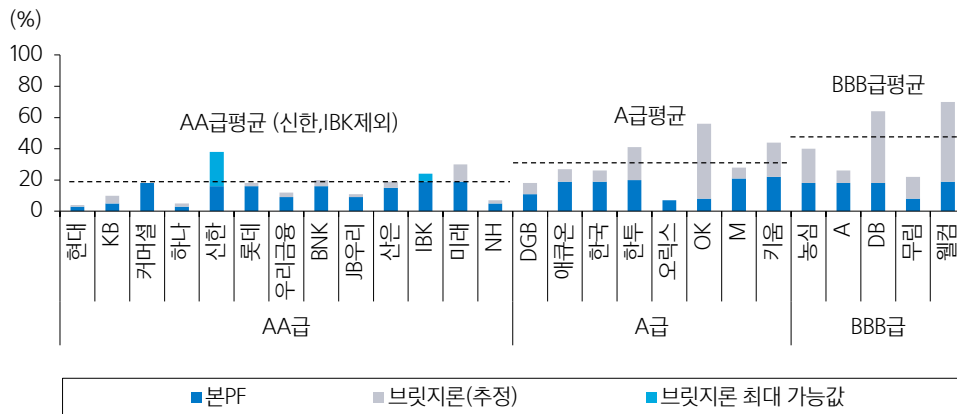
자료: 한기평

그림 89. 신용등급별 브릿지론 대출변제순위 구성(2022.03기준)



자료: 한기평

그림 90. 캐피탈사별 영업자산 중 본PF 및 브릿지론 추정 비중(2022.03기준)



자료: 한기평

상호금융: PF시장 위축을 야기

새마을금고, 신협, 수협, 농협중앙회 등의 상호금융은 금융위기 이후 부동산 PF에 대출을 줄이는 제1금융권의 대안으로 성장했다. 상호금융은 지점마다 대출 참여를 하는 공동대출 형태가 많아 단일 사업장에 과도한 익스포저가 발생할 수 있는 위험이 있다. 또한 상호금융의 부동산/건설업 대출 규모는 2016년 말 19.4조원에서 2020년 말 79.1조원으로 4년 만에 4배 이상 증가한 것으로 파악된다.

부동산담보신탁은 신탁사를 통해 대출을 일으키는 구조 상, 일반적인 부동산 대출 대비 규제를 덜 받는다. 부동산의 관리 처분권한을 신탁사에 신탁, 수익증권을 발급하고 이를 담보로 금융기관에서 대출하는 제도이다. 대출자는 근거당 설정이나 감평 없이 대출금 한도를 늘릴 수 있고 금융기관은 근거당권 설정비 등 대출 취급 비용을 줄일 수 있다는 장점으로 활용했던 방식이다.

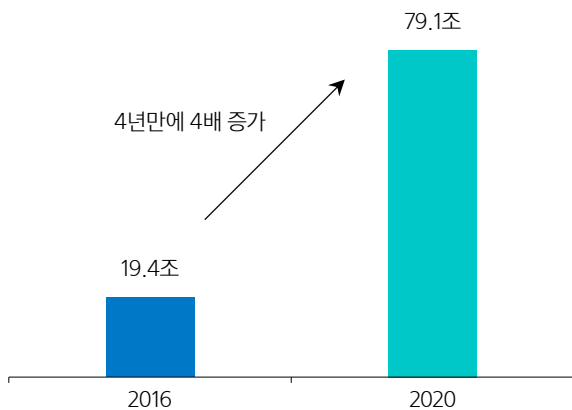
2022년 초부터 새마을금고와 농협중앙회 등, 여신의 주요 player는 공동대출 취급기준을 강화하기 시작했다. 이는 금융당국의 규제 영향이 반영되었다. 금융위원회는 여신 건전성 강화를 위해 상호금융업 감독규정을 개정해 업종별 한도 기준을 추가했다. 2024년 12월부터 상호금융에서 부동산과 건설업에 대해서는 총 대출의 각각 30% 이하로 제한하고, 대출 합계액은 총 대출의 50%이하로 제한하는 것이다.

새마을금고의 부동산담보신탁 대출 연체율은 2021년 1분기 말 5.44%로 전년대비 0.86%p 증가했고 2022년 1분기는 전년대비 1%p 상승한 6.3%를 기록하는 등 건전성이 약화되는 징후가 보였기 때문이다. 주로 여신이 집중되었던 인천, 광주, 대구 지역에서 연체율이 증가했고 수요가 높았던 서울지역의 연체율도 6.8%에 이르는 것이 특징적이다. 따라서 2022년 들어 상호금융 중 가장 먼저 공동대출 취급기준을 강화하기 시작했고 취급한도 축소와 동시에 미분양 담보대출을 원칙적으로 제한하기로 했다.

이어 농협중앙회는 부동산 개발의 공동대출(토지매입자금)의 타행대출 대출 취급을 금지했다. 개발사업의 인허가가 완료되고 시공사의 시평순위 100위권 이내의 지급보증이나 채무인수 등 강력한 신용보강이 이뤄진 경우에 한해 제한적으로 대출 검토가 이뤄지고 있다.

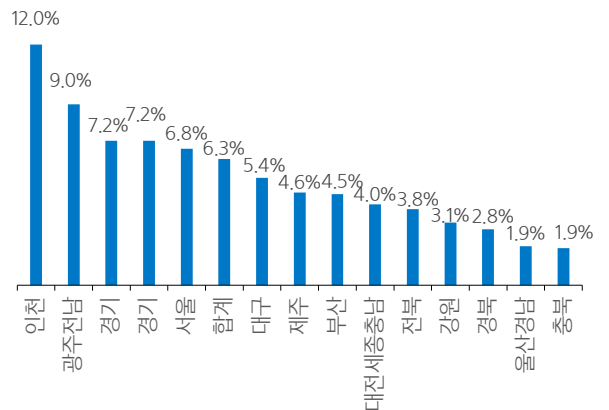
금융위기 이후 저축은행과 제1금융권의 여신 공백을 메꿨던 상호금융이 대출 여력을 축소하는 것은 PF 시장에 부정적이다. 대주단 모집이 어려워짐에 따라 대출금리는 빠르게 급등하는 비정상적 현상이 2023년 상반기까지 지속될 전망이다.

그림 91. 상호금융의 부동산/건설업 대출



자료: 한신평

그림 92. 새마을금고 부동산담보신탁 연체율 (1Q22)



자료: 새마을금고, Google

부동산 운용사: PF대출펀드 증가

2022년 상반기 자산운용사의 부동산펀드는 총 150조원으로 집계되며 전년 말 대비 9.4% 증가했다. AUM의 절반인 81조원은 국내 자산이다. 사모펀드 유형이 96.5%로 대부분을 차지한다. 부동산펀드는 임대형, 대출형, PF대출형, 개발형, 재간접형 등으로 나뉘는데, 현재 관심을 뒤야 할 유형은 PF대출형 펀드이다. 2021년 말 기준 투자유형별로는 임대형 펀드가 48.7%로 최대이고 대출형은 24.4%로 추정된다.

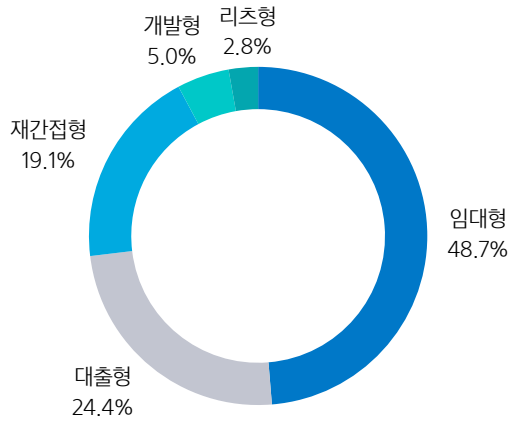
2021년 10월, 사모펀드 제도 개편으로 기관전용 상품에 대한 운용 자율성이 강화되며 부동산펀드 운용사들도 관련 상품을 출시하기 시작했다. 개인 일반투자자에 집중해 안정성 확보에 치우쳤던 대출형 부동산펀드를 고위험 고수익의 후순위 상품으로 확장하는 방안이 제시되었다.

실물자산에 투자하는 부동산펀드는 주로 사모펀드, 폐쇄형으로 기관투자자의 전유물이었다. 부동산 운용사들은 개인 투자자를 공략하기 위해 투자위험이 높은 초기 PF투자는 지양하거나 exit 분양률을 이미 충족한 자산의 채권을 유동화하는 것이 일반적 방식이었다. Exit 분양률을 충족한 상황에서 차주가 기존 대출의 리파이낸싱을 실시하거나 셀다운 물량을 받는 세컨더리 펀드가 대표적이었다. 그러나 최근 주택 시장 호황을 등에 업고 운용사들이 직접 PF를 주관할 수 있는 사례가 늘었다. 후순위 PF대출펀드 설정으로 운용사는 PF자문수수료와 운용보수를 모두 수취할 수 있는 장점이 있었기 때문이다. 특히 2021년부터 일부 PF특화형 운용사가 PF대출 주관을 단독으로 맡아 금융기관의 자금을 조달하는 경우가 늘었다.

PF대출형펀드는 부동산 개발사업에 대주단으로 참여해 이자를 수취하고 대출 만기 시 분양 또는 매각 자금 등으로 원금을 상환받는 구조다. 채무 순위가 중후순위가거나, LTV가 높은 경우 부동산 가치 변동에 따른 대출채권 회수 리스크가 발생한다. PF펀드는 만기가 대부분 2년 이하로 짧아 주택시장 호황기에는 안정적 투자상품으로 꼽혔으나 최근 1년 만기 정기예금 금리가 4~5%에 형성되는 데다, 시장 위축으로 모집이 어려워지고 있다. 펀드로 설정되는 PF물량은 주로 시행사인 차주가 기존 대출의 리파이낸싱 혹은 대주의 셀다운 물량, 토지담보대출 용도인 브릿지론이나 본PF의 트랜치 B, C 등 중후순위가 대부분이다. 최근 금리 우려로 리파이낸싱 수요가 감소하며 PF펀드 역시 침체에 진입하고 있다.

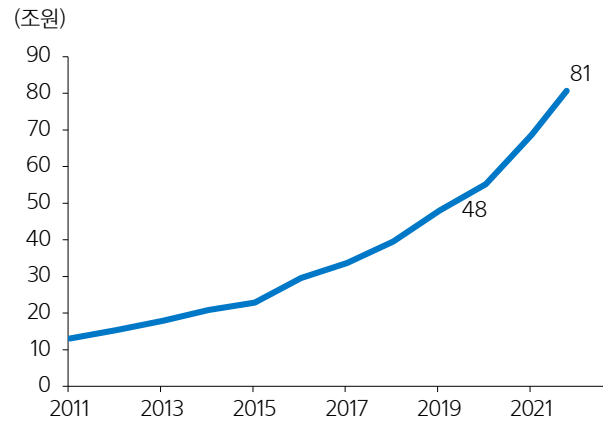
2019년 이후 부동산 운용사들은 PF대출펀드를 크게 확장하며 국내 부동산펀드의 AUM은 매년 20% 이상의 성장을 기록했다. 주택시장이 호황이었고 금리가 낮아 고레버리지 상품구조가 가능했기 때문이다. 운용사가 주도한 PF대출펀드의 역할은 증권사의 PF와 크게 다르지 않다. 운용사들은 투자펀드 계정에 PI(자기자본) 투자하는 형태로 프로젝트의 완성도를 높였다. 운용사들은 투자펀드 지분에 직접 투자하는 동시에 집합투자업자로서 투자자를 대신해 자산을 운용해 왔다. 운용사는 주로 후순위채권에 투자함으로써 수익과 리스크를 크게 부담하는 구조이므로 부동산 시장이 위축될 경우 손실이 발생할 수 있다.

그림 93. 국내 부동산펀드의 투자유형별 비중: 대출형 확대



자료: 금융위원회, 2021년 말 기준

그림 94. 국내 부동산 펀드: 2020년부터 급증



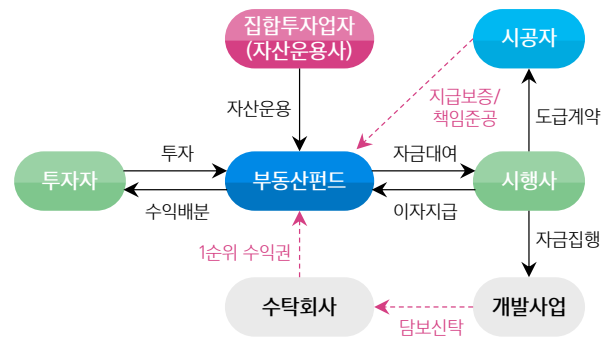
자료: 금융투자협회, 삼성증권

표 13. 부동산펀드 유형

부동산펀드 유형	내용
대출형	시행사에 자금을 대출해주고 대출이자로 수익 배분
임대형	오피스 등 실물자산을 매입해 임대수익, 시세차익으로 수익 배분
경공매형	경공매로 낙찰받은 부동산을 되팔거나 임대해 수익 배분
직접 개발형	직접 개발사업을 진행해 분양, 임대수익으로 이익 배분

자료: 삼성증권

그림 95. PF대출형 부동산펀드 구조도



자료: 삼성증권

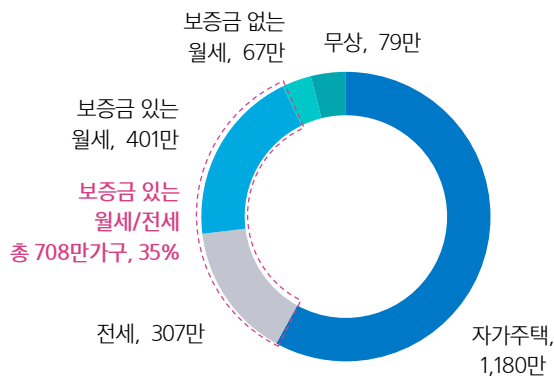
결론적으로 금융사를 막론하고 자본대비 과도한 부동산 익스포저, 사업 초기단계(브릿지론) 익스포저, 중후순위 채권 익스포저 등이 높을 경우 외부 시황에 따라 리스크가 확대될 전망이다. 특히 이번 하락 사이클에서 과소한 자본 대비 빠르게 부동산 익스포저를 늘린 중소 금융사의 경우, 참여한 트랜치도 중 후순위 비중이 많다는 점에서 리스크 관리가 필요하다. 더불어 시공사와 제1금융권의 여신 공백을 메꾸며 주요 여신기관으로 활동한 상호금융의 대출 규제는 최소 약 2년간 PF시장의 침체를 야기하는 요인이 될 것이며 이 과정에서 자본력과 충분한 경험을 갖춘 금융사 위주로 PF시장이 재편될 것이다.

전세 리스크 대비해야

1,500조원의 전세시장, 월세화 시작

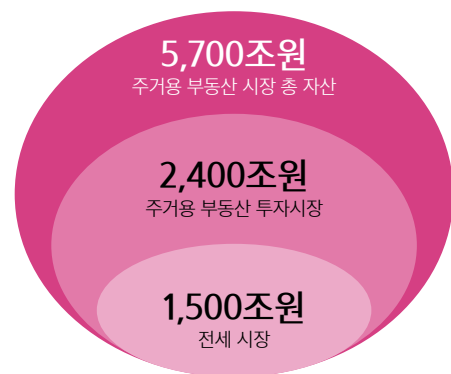
전세는 한국만의 독특한 거주 시스템이자 국내 가장 보편적 임대차 방식으로, 중요한 사금융 역할을 해왔다. 임차인은 자가 혹은 월세보다 주거비가 싸다는 점, 목돈을 모을 수 있는 자산 축적의 수단이라는 장점을 누리고 임대인은 전세 보증금이라는 커다란 레버리지를 주택 매입에 적극 활용할 수 있었다. 국내 주택시장에서 전세시장 규모만 총 1,500조원에 달한다. 그러나 2020년 주택가격 급등과 임대차 제도 변화를 거쳐 2022년 고금리 환경으로 진입하며 전세 제도가 흔들리고 있다.

그림 96. 2020년 전국 점유형태별 가구 현황



자료: 통계청, 삼성증권

그림 97. 국내 주거용 부동산 시장



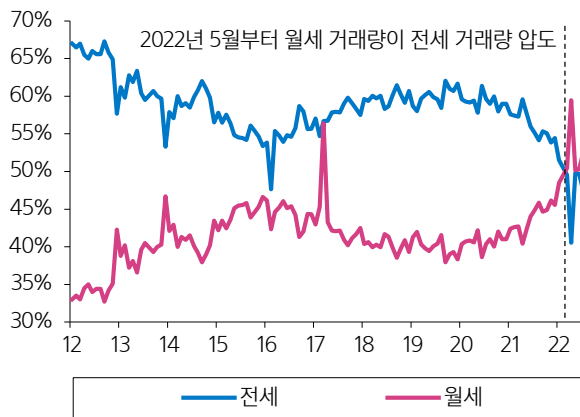
자료: 디앤코리아

한국부동산원 통계에 따르면 9월 마지막 주 전국 아파트 전세가격은 전주 대비 0.21% 하락하며 2012년 5월 관련 조사가 시작된 이래 최대 하락폭을 기록했다. 전주대비 하락률은 수도권 0.28%, 경기 0.32%, 서울 0.18% 등 비서울 지역일수록 하락폭이 컸고 수도권은 올해 1월 말 하락 전환한 뒤 매주 하락세이다. 2022년 9월 말 누적 아파트 전세가격 하락률은 1.46%로 전년 동기 7.17% 상승률과 대조적이다.

2020년 8월 임대차3법(계약갱신청구권, 전월세 상한제, 전월세신고제) 시행 이후 전세가격이 크게 올랐고 2년 뒤 계약 갱신 시기인 2022년에는 전세가격이 재차 급등하며 매매가격 상승을 견인할 것이라고 예상되었다. 예상과 달리 2022년 들어 전세가격 하락세가 시작된 이유는 무엇인가. 누적된 가격 부담은 금리 상승에 무너졌다. 현재 전세대출 금리는 2년 전 대비 200bp 상승한 5%대다. 금리 인상 속도를 감안 시 내년 상반기 100bp 이상 추가 상승 가능성이 높다. 주택담보대출 대비 전세자금 대출은 금리가 높고 활용할 수 있는 대출기관도 많지 않다. 반면 전월세 전환율은 여전히 4.9%에 머무르고 있어, 월세를 활용하는 것이 훨씬 경제적이다. 게다가 전세대출 금리는 더욱 상승할 가능성이 높지만 월세는 계약기간 내에는 고정이다. 전세수요 하락은 전세가격 하락을 야기하고 나아가 주택 가격의 하락 압력으로 작용하고 있다.

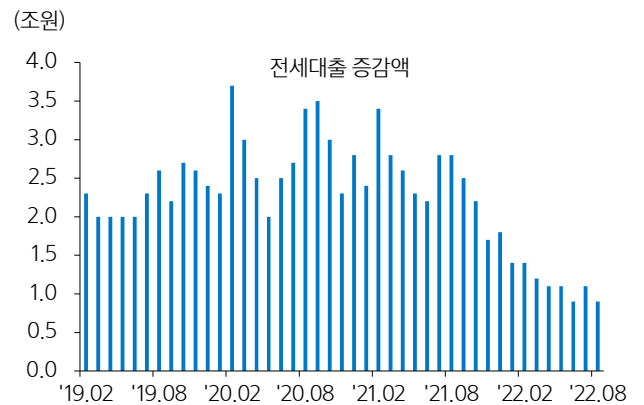
국내 전월세 거래에서 전통적으로 전세비중이 60% 이상으로 높았으나 2020년부터 월세 거래량과 그 비중이 증가하기 시작했다. 이 시기는 전세가격 급등으로 월세로 전환하는 경우가 많았다. 2022년 들어 이 추세는 더욱 가속화되었다. 8월 월세 거래량은 전년 대비 26.3% 급증했고 서울과 수도권에서 특히 두드러졌다. 서울의 연도별 월세 비중은 2019년 41%, 2020년 42%에서 2021년 46%로 증가했고 2022년 5월에는 59%로 드디어 전세를 압도했고 8월 누적으로 53%를 기록했다. 전세대출도 빠르게 둔화되고 있다.

그림 98. 전월세 거래 비중



자료: 국토교통부, 삼성증권

그림 99. 전세대출 증감액



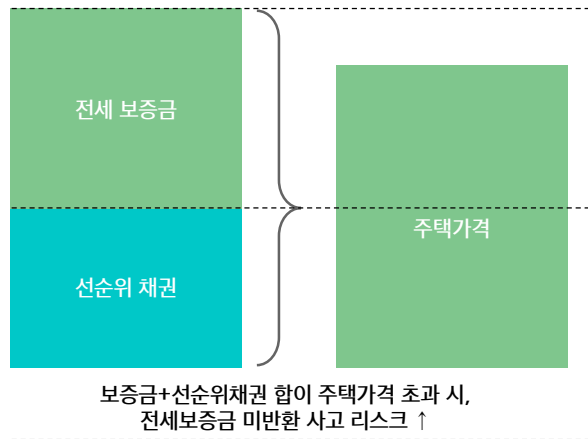
자료: 한국은행, 삼성증권

2022년 들어 월세비중 증가는 전세가격 부담과 금리 영향 외에도, 전세 리스크를 고려한 것으로 판단된다. 과거 월세는 경제여력이 낮은 계층의 주거 수단으로 인식되었지만 최근 서울을 중심으로 초고가 월세 거래건수가 늘고 있음이 특징적이다. 서울 아파트의 보증금 평균은 8.7억원으로 추산되는데, 보증금 5억원 초과 시장에 공급이 집중되었다. 반면 거래량은 주로 보증금 규모 5억원 미만에 집중되고 있어, 저 보증금과 월세에 대한 수요 증가를 나타낸다. 초고가 월세도 늘고 있어 1천만원 이상의 월세는 2019년까지 전무했으나 2020년 1건, 2021년 71건, 2022년 8월까지 128건으로 급증했다. 전세 리스크에 대비하기 시작했다는 점, 목돈을 묶어두고 싶어하지 않는다는 점 등 인식의 전환이 나타나고 있다.

특히 2020년부터 주택가격 급등의 후유증으로 우리는 전세보증금 반환 리스크를 주목하고 있다. 2020년, 임대차법에 의해 전세물량이 희소해지며 가격이 상승했는데, 2년 뒤인 지금, 동일한 전세가격에 임차인을 구하기 어려워졌다. 역전세난과 함께 2020년 당시 고가의 전세보증금을 활용해 주택을 매매하는 ‘갭투자’를 했던 임대인들은 전세보증금 반환이 어려워지는 리스크에 직면한다. 가장 위험한 상황은 주택 매매가격도 동시 하락하며 주택을 매도해도 전세보증금을 반환하지 못하는 ‘강동전세’의 경우다. 전세금과 주택담보대출의 합계를 주택가격이 하회할 경우가 해당된다. 이러한 극단적 위험은 전세비율이 과도하게 높거나 입주량이 집중되는 지역에서 나타날 수 있다.

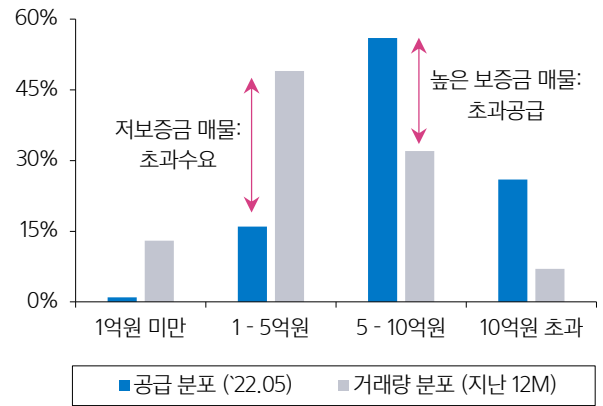
결론적으로 1) 비싼 전세가격, 2) 금리 상승, 3) 강동전세의 위험이 월세화의 요인이다. 자가를 임대해주고 타 주택에 임차 거주하려는 임대인들은 전세 세입자를 구하지 못할 경우 역시 월세로 임차 거주해야 하므로 일단 진행된 월세화는 빠르게 확산될 수밖에 없다. 전세의 월세화가 완화되려면 금리 인상 속도가 완화된 것이 우선이고 전세 리스크가 하락해야 수요자들이 다시 전세시장으로 복귀할 것이다. 그러나 한국의 기준금리 인상이 내년 상반기까지 이어질 것으로 예상되는 만큼 월세화는 이 기간 지속될 가능성이 높다. 다음은 최근 부상하는 전세사고 리스크에 대해 살펴보았다.

그림 100. 전세보증금 반환 미반환 리스크



자료: 삼성증권

그림 101. 서울아파트 보증금 시장



자료: 디앤코리아

전세보증금 반환 사고

지난 3년의 주택가격 급등으로 높아진 전세보증금 사고 리스크는 월세화를 부추기는 요인이 되고 있다. 높은 전세가격과 대출 등 과도한 레버리지를 활용해 주택을 매입하는 소위 '갭투자'가 증가했고 매매가와 전세가격이 하락하며 전세보증금을 반환하지 못하는 전세사고가 늘고 있다.

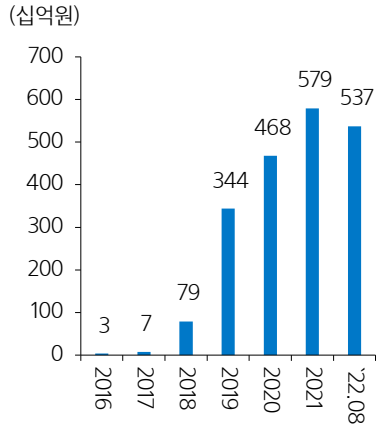
전세보증금 사고액은 2016년 30억원에 불과했으나 2019년부터 최고치를 매년 경신하며 증가 속도가 빨라지고 있다. 사고액은 2021년 5,790억원을 기록했고 2022년 8월 말 이미 5,370억원에 달한다. 주택도시보증공사(HUG)의 전세금반환보증에 가입한 주택 중, 전세금+담보대출의 합계가 주택가격의 90%에 달하는 비중이 26.1%에 달했다. 높은 LTV로 주택가격 하락 시 주택을 매도해도 전세보증금을 반환하기 어려운 수치이다.

전세사고를 방지하기 위해 도입된 상품이 전세보증금 반환보증이다. 전세계약 종료 시 임대인이 임차인에게 반환하는 전세보증금의 반환을 보증기관이 책임지는 보증상품이다. HUG(주택도시 보증공사)와 HF(한국주택금융공사) 등이 취급한다. 전세 만기에 세입자가 보증금을 돌려받지 못하는 전세사고 발생 시 경매를 실행해 낙찰가가 반환보증금보다 하락할 경우 HUG나 HF가 차액을 환해주는 구조이다. 이 변제금액은 매년 늘어 2021년 5,040억원에 달했고 변제 후 미회수율은 64.5%까지 상승했다.

HUG의 전세보증금 반환보증 가입자의 사고 분석 시, 다음 특징이 나타난다. 1) 전세사고의 피해자는 주거 취약계층인 2030세대다. 2019년 2030세대의 사고액 비중은 32.5%였지만 2021년 63%에 달하며 40대 이상 연령의 2배 수준이다. 2019년만 해도 40대의 사고액이 2030세대의 2배였지만 2020년 순식간에 역전했다. HUG의 대위변제액도 2030세대가 임차인인 경우가 55%에 달한다. 2030세대는 상대적으로 소형 주거에 임차하고 있는데, 권리 분석이나 시세 파악이 용이하지 않은 자산군이 많아 리스크에 노출되기 쉽다.

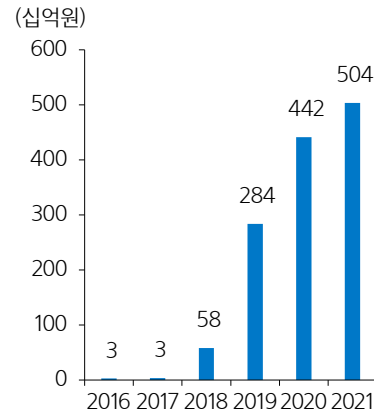
2) 피해를 주는 세대 역시 2030세대로 분석된다. 갭투자 영향이 큰 것으로 판단되는데, 자금력이 약하고 대출 의존도가 높은 2030세대의 임대인에게 발생하는 사례가 늘었다. 2030세대는 큰 자금이 필요한 아파트가 아닌 원룸이나 빌라 등 권리가 다수인 복합건물에 투자하는 사례도 많아 위험에 취약하다. 이들은 주로 전세/매매가 비율이 90%에 달할 정도로 초기 투자금이 크지 않고 임차인의 전세금을 활용해 주로 소형주거에 투자했다.

그림 102. 전세보증금 사고액 추이
(집주인이 세입자에게 보증금을
돌려주지 않은 사고액)



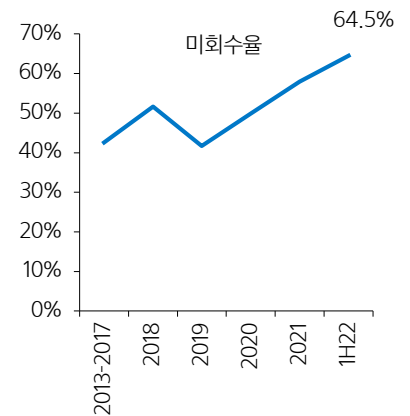
자료: HUG, 삼성증권

그림 103. HUG가 변제한 전세보증금 현황



자료: HUG, 삼성증권

그림 104. 전세보증금반환보증 변제 후
미회수율

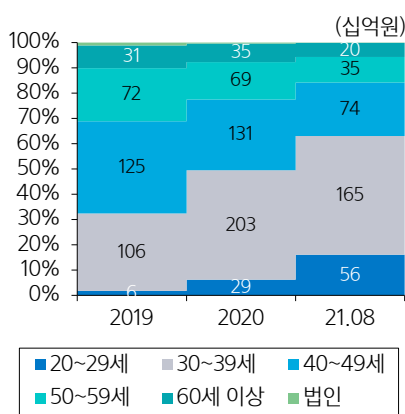


자료: HUG, 삼성증권

3) 전세보증금 사고는 일반 아파트보다 다세대주택 등 소형주거에서 높고 있다. 2021년 기준 전세보증금 규모별로 보면 3억원 이하가 전체의 금액기준 80.2%, 건수 기준 89.1%로 최대 수준이다. 전세계약 체결 시 대부분의 세입자는 주택에 걸린 권리 문제를 파악하기 어려운 정보 비대칭의 문제에 직면한다. 예를 들어 단독/다세대주택에서는 먼저 입주한 임차인의 선순위 임차보증금이 얼마인지, 근린생활시설 내 혼재된 주택의 경우 상가의 선순위 임차보증금이 얼마인지 확인이 어렵다. 때로는 임대인 문제로 전세보증금 반환보증 가입조차 거절되는 위험성 높은 주택임을 세입자가 인지하기 어려운 경우도 많다.

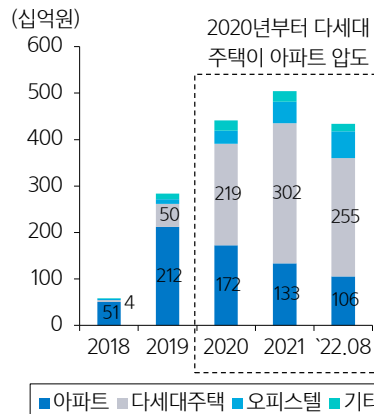
전세보증금 반환보증 가입 실적도 리스크를 반영해 오피스텔과 다세대주택 등 소형주거, 1인가구 중심으로 증가하고 있다. 전세보증금 반환보증 가입대상은 2015년 아파트가 97%로 대부분이었으나 2021년 2분기에는 오피스텔과 다세대주택이 각각 11%, 18%로 급증했다. 특히 2020년 주택난으로 오피스텔과 도시형생활주택 등 소형주거 공급이 늘어 전세보증금 반환보증의 가입 대상은 소형주거로 확산되는 데 영향을 미쳤다.

그림 105. 연령별 전세보증금 반환보증
가입자 사고액



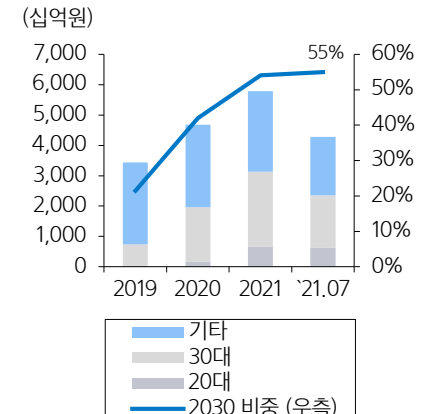
자료: HUG, 삼성증권

그림 106. 주택 유형별 전세보증금 사고
변제액 - 다세대 > 아파트



자료: HUG, 삼성증권

그림 107. 임차인 연령별 대위변제액-
2030이 55%



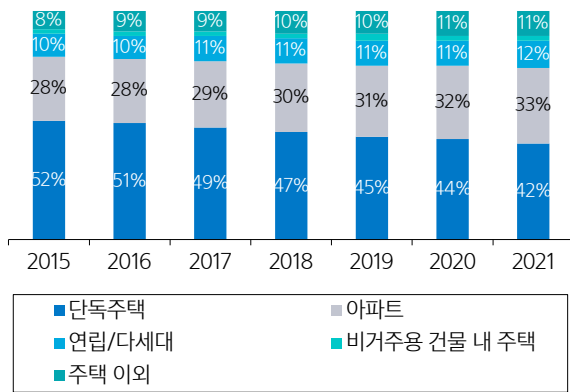
자료: HUG, 삼성증권

2030, 주거 취약계층

주택 임대차시장 내 주택금융의 사고 위험이 커질수록 2030세대의 주거생활을 위협한다. 2030세대는 주로 소형 주거에 임차하며 각종 리스크에 노출돼 있다. 이들은 향후 5년 내 주택시장의 주요 수요층이 될 세대로, 총 인구의 26%에 달한다. 국내외를 막론하고 최근의 2030세대는 결혼이 늦어지며 1인가구의 비중이 커지고 머무르는 기간도 장기화되고 있다. 1인가구는 2020년 기준 664만 세대로 총 세대의 32%를 차지했고 1985년 대비 10배 증가했다. 이는 2035년 36.8%, 2040년 37.9%로 지속적으로 늘어날 것이다.

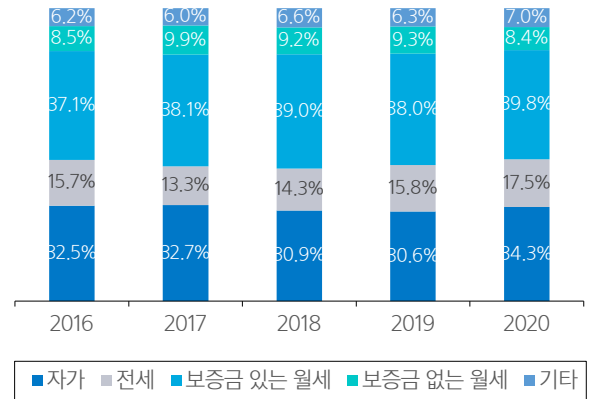
1인가구의 주택 점유 형태는 2020년, 전세와 보증금 있는 월세 등, 보증금 있는 임대 형식이 58.6%로 급증했다. 이는 2020년 다세대주택과 연립 등 소형주거가 대폭 공급이 된 영향이 크다. 주거 유형으로는 역시 2020년을 기점으로 연립/다세대주택, 혹은 주택 이외의 공간 비중이 커졌다. 주택 이외의 주거 공간은 주로 세어하우스, 서비스레지던스 등 임대주택을 포함한다.

그림 108. 1인가구 주거 유형: 비아파트가 많음



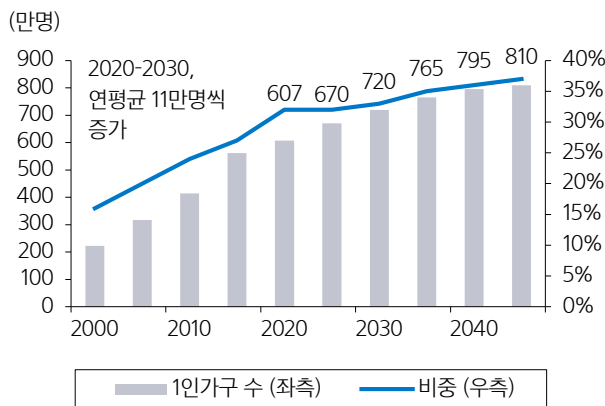
자료: 통계청, 삼성증권

그림 109. 1인가구 주택 점유형태: 2020년, 보증금 있는 임대 급증



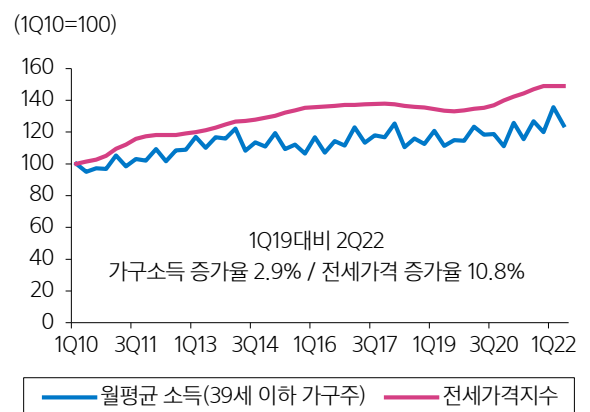
자료: 통계청, 삼성증권

그림 110. 연령대별 1인가구 점유형태



자료: 통계청, 삼성증권

그림 111. 2030세대의 소득 증가율과 전세가격 증가율



참고: 39세 이하 가구주의 가구당 월평균 소득 기준
자료: 통계청, 삼성증권

침체 속 기회 산업

복합적 요인으로 금리 상승과 함께 주택시장은 향후 2~3년간 침체가 예상된다. 이자비용 증분을 상회하는 소득 증가, 전세 리스크 해소, 국지적인 과잉 공급을 소화하는 시기를 거쳐야 한다. 금융위기 이전 주택시장 호황의 최대 수혜는 건설사였다면 이후 10년간 PF시장의 player들이 이를 누렸다. 침체를 앞둔 지금 무차별한 수익 저하를 우려하기보다 침체 속 기회 산업에 빠르게 눈돌리고 대비하는 참여자도 있음에 주목해야 한다. 우리는 침체 속 기회산업을 전형적인 불황형 산업인 공유경제(코리빙)과 NPL 산업으로 꼽았다.

기회 산업 ① 공유주거 (코리빙)

2030의 주거형태에 관심을 가져야 할 시기다. 주택시장의 가장 중요한 수요층으로 폭발적 성장성을 갖춘 2030세대는 1) 1인가구 유형이 많고, 2) 매입 부담이 높은 아파트보다 다양한 주거 형태를 택하기 시작했다. 그간 다세대주택과(원룸/빌라)에 주로 거주했으나 사적 임대시장의 불안함, 전세사고 리스크 등으로 2030세대가 머무를 수 있는 적합한 주거지는 갈수록 줄고 있다.

2030세대는 합리적 소비의식하에서 새로운 주거 유형을 빠르게 받아들이고 시장 성장을 견인하고 있다. 그 중 대표적인 것이 코리빙(공유주거)이다. 1990년대까지 20대가 주로 거주하던 하숙집이나 기숙사라는 공유주거 형태는 점차 2000년대 들어 세어하우스, 서비스드레지던스 등으로 선진화되고 기업화 되었다. 2015년부터 국내에도 전세계적으로 성행하기 시작한 코리빙 산업이 태동하기 시작했다.

그림 112. 1998년 공유주거



자료: Google

그림 113. 2022년 공유주거- 멥그로브



자료: 멥그로브 신설

2030세대들이 이러한 새로운 유형에 적응하기 시작한 이유는 1) 전통적인 전세 거주는 소득 대비 가격 증가율이 빨라 부담이 높고, 2) 2030세대가 접근하기 용이한 소형주거는 주로 사적 임대차 시장으로 사고 위험이 높아지고 있기 때문이다. 아파트/다세대 주택의 강통전세 사기, 대학가 중심의 원룸 이중계약 사기, 사회 초년생의 오피스텔 이중계약 사기 등 각 연령층과 주택 유형에 따라 주택 금융 사기의 가능성이 열려 있다. 2030은 이러한 사고 위험에서 벗어나고자 하고 이는 코리빙의 수요 증가로 나타났다. 즉 코리빙은 안전하면서도 가성비를 누리고자 하는 2030세대의 수요를 반영한다.

부동산 가격 급등으로 2030세대의 주거 문제가 사회적 현안으로 떠오르고 공간의 효율적 활용의 필요성이 높아지며 공유주거(코리빙) 산업이 성장하고 있다. 코리빙은 2015년 런던, 뉴욕, 홍콩처럼 집값이 비싼 대도시에서 저소득 청년층을 위한 대안 주거로 부상했다. 이전까지 도시에 홀로 사는 청년층의 주거 방식은 주로 세어하우스로 방 2개, 거실 하나 딸린 집 하나에 3~4명이 함께 거주하는 것이었다. 생활 보호가 되지 않고 비좁은 주방, 욕실 등 공동공간을 공유해야 한다는 점에서 불편함이 있었다.

공유주거 비즈니스 구조는 공유주거 기업이 건물 전체 혹은 일부 층을 확보한다. 주로 인당 10~13㎡(3~4평)의 단독 룸을 만들고 화장실, 부엌, 세탁실은 가능한 크고 좋게 만들어 공유하는 구조다. 이러한 공유주거의 공동공간은 카페, 라운지, 피트니스 등으로 추가되며 진화했다. 기존에 청년층이 주로 거주하던 원룸과 다른 점은 개인이 독점하는 공간은 약 2~3평 줄지만 '활용 가능'한 공간은 200평 이상 늘어나는 셈이다. 단독 룸에 머무는 시간은 긴 반면 공용공간과 편의시설에 머무르는 시간은 길지 않다. 이를 공유함으로써 입지, 라이프스타일, 커뮤니티, 경제성 등의 장점을 극대화하는 것이다.

그림 114. 코리빙 유형별 공간 면적 비교

원룸	5~8평 (1인 사용 공간)	개별실				
쉐어 하우스	15~20평	개별실	공용공간 (주방/식당/거실/세탁실/현관 등)	개별실	개별실	
코리빙	50~100평	개별실	공용공간 (주방/식당/거실/세탁실/현관 등)	커뮤니티공간 (GYM/라이브러리/카페/미디어룸/테라스/피팅룸)	개별실	개별실 ... 개별실

자료: 이지스레지던스, 삼성증권

공유주거에 임차하는 세입자는 일반 아파트에 임차할 때보다 약 20% 이상 비용을 절감하는 것으로 나타난다. ① 유틸리티, 세금, 와이파이 비용 등이 포함된 가격으로 공유주거 임대료가 결정되고 ② 가구와 설비가 이미 제공돼 입주 시 초기 비용이 거의 없으며 ③ 주거지를 구할 때 발생하는 중개 수수료가 생략되고 ④ 피트니스, 청소 등 부대비용이 절약되기 때문이다.

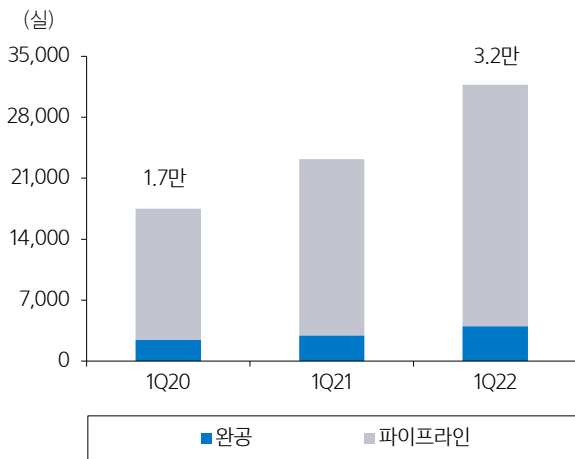
타 임대주택 유형과 공유주거를 비교해 보자. 대체로 1~2년 계약 구조인 임대주택과 달리 1일~1년 단위의 임대계약 구조, 다양한 커뮤니티 프로그램, 다양한 연령대를 포괄할 수 있다는 점, 모든 설비가 갖춰져 편의성이 높다는 점, 공유할 수 있는 공동 공간이 넓다는 점 등이 장점이다. 이 외에 밀레니얼 세대가 공유주거를 택하는 이유는 ① 도심 거주 욕구, ② 네트워크 욕구와 체험의 중요성, ③ 거주 편의성과 계약의 유연성이다. 코리빙은 1일에서 1주일의 단기 숙박은 물론 1년 이상의 장기 숙박 구조도 제공하는 유연한 임대차 구조를 지닌다. 기존의 임대주택은 1~2년 계약기간이라는 점에서 이동성이 강한 2030세대에 적합한 모델이다. 이러한 합리성과 경제성으로 공유주거는 2030세대를 중심으로 시작됐지만 장기적으로 임대 수요가 높은 고령층으로 확산될 가능성 역시 내포한다. 실제 최근 코리빙에서는 주로 40대 연령층도 늘고 있다.

코리빙, 불황형 산업으로 성장

글로벌 코리빙 산업은 최근 3년간 급격한 성장을 이루고 있다. 이는 크게 두가지 요인으로 분석된다. ① 금융위기 이후 2015년부터 전세계의 부동산 가격이 급등했고 합리적 거주 수단이 필요해졌다. 주택 가격 급등의 후유증은 세계 각국 2030세대의 주거 문제로 나타났다. ② 디지털 노마드와 프리랜서가 2030세대 중심으로 급증하며 계약기간과 공간 활용도 측면에서 유연성 있는 주거 공간이 필요해졌다.

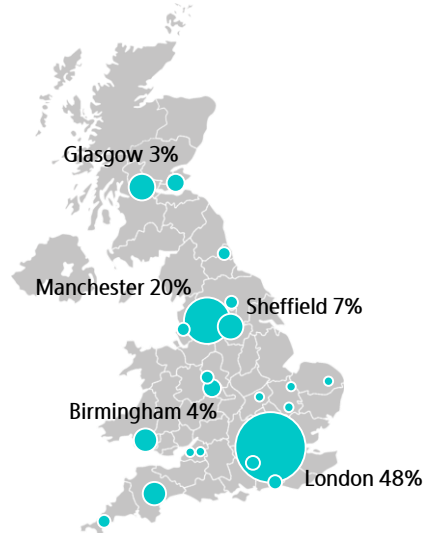
안전하고도 가성비 높은 주거 공간의 필요성이 높아지며 런던, 뉴욕, 홍콩 등 주택가격과 주거비용 부담이 높은 도시 중심으로 성장했다. 코로나19를 겪은 2020년, 코리빙 기업들은 전통적인 부동산 기업들보다 훨씬 높은 연간 23%의 성장률을 보였다. 집에 머무르는 시간이 길어지며 위생적으로도 안전하고 잘 관리되는 공간에 거주하고자 하는 욕구가 높아졌기 때문이다. 특히 코리빙이 발달한 런던은 2020년 1분기 약 1.8만 세대의 코리빙이 건설 중이거나 계획 중이었으며 그 규모는 2022년 1분기 3.2만 세대로 급증했다. 비록 시장 변동으로 잠정 중단했지만 영국에서는 최초의 코리빙 리츠가 상장을 시도하기도 했다. Gravis Capital Management는 'GCP Co-Living REIT'의 상장 작업을 준비 중이었으며 이 리츠는 2.9억 파운드의 equity와 1.4억 파운드의 차입을 활용해 Canary Wharf 지역의 코리빙 자산을 편입할 계획이었다.

그림 115. 영국의 코리빙 시장 규모



자료: JLL

그림 116. 영국 코리빙 분포도



자료: JLL

코리빙은 저마진 운영 사업이기 때문에 규모의 경제가 매우 중요하고 초기 투자비가 낮아야 한다. 따라서 글로벌 코리빙 산업에 나타나는 전략은 두가지다. 1) 공급과잉인 호텔이 코리빙으로 전환되는 사례가 늘고 있다. 호텔과 코리빙은 구조가 유사해 코리빙의 초기 투자비를 낮출 수 있다. 홍콩과 싱가포르에서 코리빙을 운영하는 최대 코리빙 기업 'Weave living'은 13억 홍콩달러를 지불해 Kowloon 지역에 435실 규모의 호텔을 확보했으며 이를 코리빙으로 전환할 계획이다.

2) 코리빙 산업이 성행하며 코리빙 기업 간 인수합병이 활발해지고 과거 호텔산업이 그랬듯, 과점화가 진행 중이다. 2022년, 홍콩, 싱가포르, 일본 등에 1,200개 코리빙 지점을 가진 코리빙 기업 Hmlet은 유럽의 대표적인 코리빙 기업인 Habyt를 지분교환 형식으로 합병하며 규모를 늘렸다. 이번 합병으로 Hmlet는 총 8천여 개의 객실을 운영하는 대형 코리빙 기업이 되었다. Habyt 역시 2017년 설립 후 2021년 유럽의 코리빙 기업인 Quarters를 인수하며 공격적 M&A 전략을 펴던 기업이다.

임대주택이 발달된 일본에도 코리빙 산업이 확산되고 있다. 홍콩의 Dash Living은 도쿄 기반의 'IntheHood Hospitality'과 지분 교환 형식의 합병을 진행했다. IntheHodd는 서비스레지던스를 운영하던 사업자였으나 대안적 숙박, 즉 코리빙에 주목했다. 일본은 아파트 셰어링이 잘 이루어지지 않던 국가로 직장인들의 선택지는 소형 임대주택뿐이었다. 그러던 차에 보증금과 임대료 부담이 높은 도쿄에 코리빙은 2030세대 직장인에게 각광받는 주거 수단이 되고 있다. Dash Living은 이번 합병으로 아시아 지역에서의 확장을 가속화하고 2021년에는 코로나19에도 불구하고, 객실 점유율 90% 이상을 보였다.

이같이 홍콩과 도쿄 등 젊은 직장인, 특히 1인가구가 증가하고 주택 가격과 임대료가 높은 도시에서 코리빙산업의 성장은 한국에도 그대로 적용되고 있다. 국내에서도 코리빙을 개발하고 운영하는 기업이 늘고 있으며 주로 프롭테크 기업, SK디앤디와 같은 디벨로퍼, 이지스자산운용 등 부동산 운용사가 시장을 견인하고 있다. 코리빙은 규모의 경제와 개발 채산성이 매우 중요하고, 자산 개발만큼 운영 능력도 중요하다. 각종 금융기법이 도입돼 리츠와 펀드 형태로 개발된 뒤 장기 운영하는 모델이다.

프롭테크 기업 홈즈컴퍼니는 2017년 국내 최초의 코리빙 운영을 시작해 현재 200실 운영에 이르고 있다. SK디앤디는 '에피소드' 브랜드로 코리빙 사업을 시작해 현재 3천 세대를 넘어섰고 2026년까지 5만 세대를 확보, 운영할 계획이다. 직접 공유주거 자산을 보유, 운영하는 사례 외에도 부동산 운용사나 디벨로퍼와 기획 단계부터 참여해 준공 후 마스터리스 운영을 하는 로컬스티치, 맵그로브 등 전문적인 운영 업체들도 늘었다.

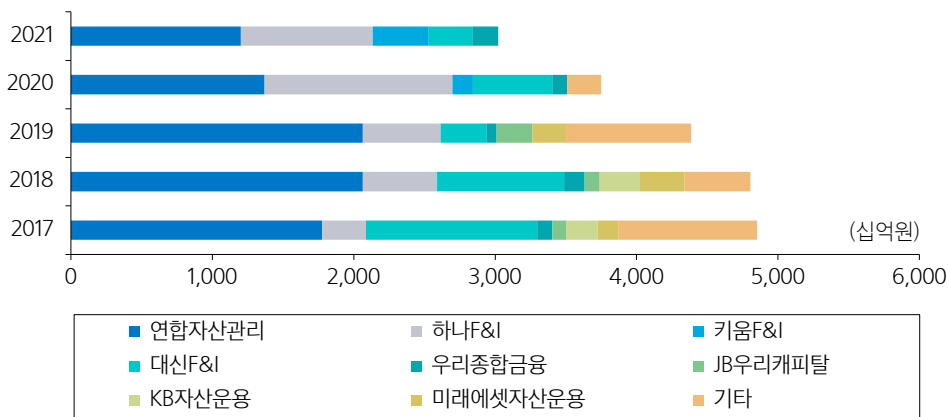
특히 2020년 이후 주택가격 급등으로 생활형숙박시설 건설이 크게 늘었는데, 이를 코리빙으로 전환, 운영하는 사례가 늘어날 전망이다. 홈즈컴퍼니는 2022년 4분기, 여의도 생활형숙박시설을 코리빙으로 오픈해 운영할 계획이다. 생활형숙박시설은 규정 상 전문 O&M 운영기업의 관리 운영이 필수다. 아파트의 대안으로 대거 공급된 소형 주거의 자산가치 하락 리스크를 줄이기 위해서는 수요가 높아지는 자산 유형으로 전환과 자산관리의 중요성이 커질 것이다. 그 상품 중 하나로 코리빙이 부상할 가능성이 높다.

기회 산업 2) 부동산 NPL

부동산 시장이 침체에 진입하며 금융권과 부동산 운용사들은 NPL 시장에 대한 선제적 준비를 하기 시작했다. NPL 투자는 1997년과 2008년 금융위기 등 각종 위기시마다 활용되었던 투자전략이다. NPL 투자는 금리가 변곡점을 맞이할 2023년 하반기 이후 확대될 가능성이 높다. 통상 부실채권에 투자하는 것은 ① 정확한 시장 가격이 매겨지고 (mark-to-market pricing), ② 사이클상 회복의 확신이 있을 때 이뤄진다. 현시점은 대외 불확실성으로 자산의 적정가치를 알기 어렵고 금리 예측 가능성이 낮아 거래가 이뤄지기 어려운 상황이기 때문이다.

국내 투자자별 NPL은 유암코(연합자산관리), 하나F&I 등이 전통적으로 큰 규모를 차지해 왔다. 국내 NPL 시장은 NPL 정리와 매각이 필요했던 2009년 금융위기, 국제회계기준 도입 시기인 2011년 큰 폭 증가했으나 2016년 이후 감소세다. 2020년부터 NPL 시장의 축소는 금융기관의 건전성 지표가 표면적으로는 개선돼 보이나 코로나19 확산과 경기 불안으로 금리 인하 등 위기 대응 조치의 영향으로 판단된다. 2022년 금리 상승으로 부동산 NPL 역시 증가할 가능성이 높고 NPL 시장은 오랜만의 성장을 보일 전망이다. 주요 기초자산으로는 주택과 물류센터 등 공급 증가 상품과 토지가 될 전망이다.

그림 117. 투자자별 NPL 규모 추이



자료: 각 사

2022년 1분기 기준, 증권사의 부동산 PF 연체 잔액은 1,968억원으로 전년 대비 16.8% 증가했고 연체율은 4.7%로 1%p 상승했다. 카드사, 캐피탈사 등 여신전문금융회사의 경우 2분기 기준 부동산 PF 연체 잔액이 2,289억원으로 150% 상승했고 연체율은 0.9%로 0.4%p 상승했다. 부동산PF 시장이 위축되며 부실채권 시장은 성장 가능성이 높아졌다. 금융 주체별 NPL 사업 현황과 대비는 다음과 같다.

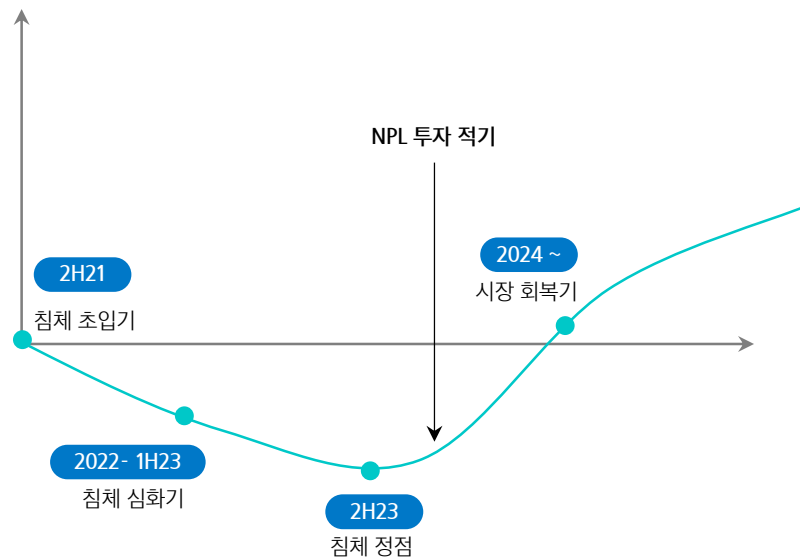
- 우리금융지주: 2022년 1월, NPL 투자전문회사인 우리금융에프앤아이를 공식 출범했다. 2021년 1분기, 2021년 4분기 은행권 NPL 매각 입찰에서 채권원금인 미상환원금잔액(OPB) 기준, 1,361억원을 낙찰하며 유암코(1,508억원)에 이어 업계 2위에 올랐다.
- 우정사업본부: 최근 우체국예금과 우체국보험을 통해 각각 1천억원씩 총 2천억원을 국내 NPL에 투자하기로 했다. 위탁운용사 선정을 통해 2,500억원 이상 펀드규모를 설정하고 우체국 금융의 출자 비율은 설정액의 80% 이내이다. 2007년 금융위기와 2009년 두바이 파산, 2011년 남유럽 재정위기 이후 NPL 시장이 성장하자 우체국 예금은 2012년, 국내 부동산 NPL에 1천억원을 투자했고 수익을 내기도 했다. 2019년에는 해외 NPL에 2억 달러를 투자하기도 했다.
- 새마을금고: 최근 유진자산운용의 3,030억원 규모의 NPL 투자펀드인 '유진에스에스앤디오퍼니티'에 주요 투자자로 합류했다. 전통적인 기업 NPL뿐 아니라, 원자재 가격 상승으로 공사 중단이 예상되

는 PF사업장에 투자하는 펀드이다. 이 펀드는 병행펀드에 연기금도 참여할 것으로 알려졌으며 전체 NPL 투자펀드 규모는 4천억원 이상이다.

- 대신F&I: 그간 부동산 개발에 집중하며 디벨로퍼로 성장해 왔으나 최근 NPL사업을 확대하고 있다. NPL 영업수익은 2018년을 정점으로 2020년 말 급감했으나 2022년부터 다시 성장에 박차를 가할 것이다.

증권사 고정이하여신(NPL) 비율은 2019년 2.7%에서 2022년 1분기 8.3%로 3배 이상 증가했다. 부동산 PF 비중을 늘려 왔던 국내 증권사들은 NPL 관련 부서 신설을 준비 혹은 검토 중이다. 주로 국내외 운용사가 운영하는 펀드에 NPL을 셀다운하는 형태가 될 것이다. 증권사가 신탁사의 NPL을 염가에 인수해 해당 사업장에 다시 PF를 주선하는 방안도 활용될 것이다.

그림 118. 부동산 사이클 내 NPL 투자 적기



자료: 삼성증권

2022. 10. 12

금융/리츠팀

정민기

Analyst

mingi1.jeong@samsung.com

한국금융지주 (071050)

리스크 관리 모드로 전환

- 동사는 차별화된 IB 경쟁력을 바탕으로 부동산금융 분야에서 빠른 성장을 지속
- 하반기 이후 PF 시장 냉각에 따라, 관련 수수료 수익 축소 불가피
- 수익성 회복보다는, 기투자자산의 리스크 관리 여부가 관건이 될 전망

WHAT'S THE STORY?

하반기 증권사 IB 수익 둔화 우려 본격화: 올해 하반기~내년까지의 증권사 실적 부담은 IB 부문에서 주로 발생할 전망. 특히 지난 7년간 급속도로 외연을 확장하며 증권사 실적 성장을 견인했던 부동산금융 관련 분야의 수익성 감소 우려가 커진 상황.

차별화된 경쟁력으로 IB 손익 확대해 왔으나... 한국투자증권은 1) IB에서의 차별화된 영업력, 2) 업계 최초 발행어음 인가를 통한 조달 여력 확보, 3) 리테일 상품 라인업 개선 등 체질 개선을 바탕으로, 2010년대 중반 이후 부동산금융 분야에서 빠르게 성장세를 구축. 이에 따라, 동사 사업포트폴리오 내 부동산금융 수익 비중은 1H22 기준 영업수익 대비 35%, IB 수익 대비 74%를 차지. 다만, 하반기 들어 PF 시장에서 신규 딜이 급속도로 감소하며, 수익성 둔화 및 향후 성장 여력에 대한 우려가 대두되고 있음.

캐피탈, 저축은행 등 비증권 자회사 익스포저 부담: 캐피탈, 저축은행 등 비증권 자회사들의 부동산금융 익스포저 또한 투자심리에 부담으로 작용하고 있음. 동사는 금융지주회사 구조로, 증권업종 내 가장 다각화된 사업 포트폴리오 보유하였으며, 특히 “증권 소상-캐피탈 투자”, “한투PE 소상-증권 투자” 등 계열사 간 영업 시너지를 창출해 왔음. 다만, 최근 자본시장 전반에서의 변동성 확대에 따라 비증권 자회사들의 성장 둔화가 예상되고 있으며, 특히 한투캐피탈(약 1.1조) 및 저축은행(약 0.9조원)의 PF 관련 익스포저에 대한 건전성 우려가 지속적으로 제기되고 있는 상황.

리스크 관리 모드로 전환: 동사의 향후 전략은 성장보다는 리스크 관리에 집중하는 모습이 지속될 전망. 부동산금융 익스포저에는 1) 변제순위, 2) 담보 물건 지역 및 종류, 3) LTV 등 다양한 질적 차별화 요인이 존재하며, 이에 따라 손실 발생 가능성 및 정도를 단순히 익스포저 규모로 판단하기에는 무리가 존재. 다만, 동사의 경우 1) 공격적인 영업 전략, 2) 상대적으로 높은 브릿지론 비중 등을 감안할 때, 보유 익스포저의 리스크 점검 필요성이 점증하고 있는 것으로 판단.

2022년 및 2023년 이익전망치 하향: 증권 IB 부문 수수료 수익성 둔화 및 계열사(캐피탈, 저축은행) 자산 성장성 둔화 등을 반영하여, 동사의 2022년 및 2023년 EPS 전망치를 각각 11%, 18% 하향. 이에 따라 목표주가 또한 기존 85,000원에서 68,000원으로 20% 하향 (Target PER 5.5배 적용).

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	68,000원	44.8%
현재주가	46,950원	
시가총액	2.6조원	
Shares (float)	55,725,992주 (73.9%)	
52주 최저/최고	47,500원/89,700원	
60일-평균거래대금	114.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국금융지주 (%)	-8.9	-34.9	-42.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.1	-21.4	-23.6

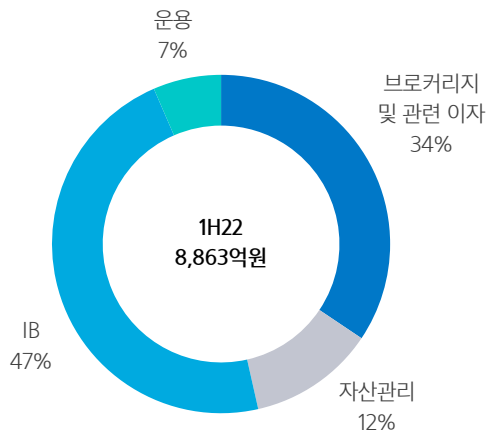
▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	68,000	85,000	-20.0%
2022E EPS	11,691	13,144	-11.1%
2023E EPS	12,293	15,059	-18.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

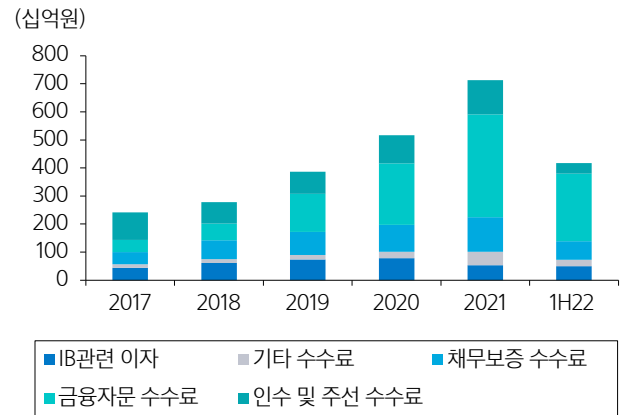
No of estimates	10
Target price	84,700
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

한국투자증권 순영업이익 Breakdown (1H22)



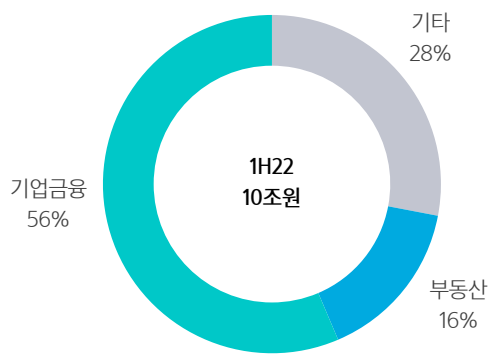
자료: 한국금융지주

한국투자증권 IB 수익 Breakdown



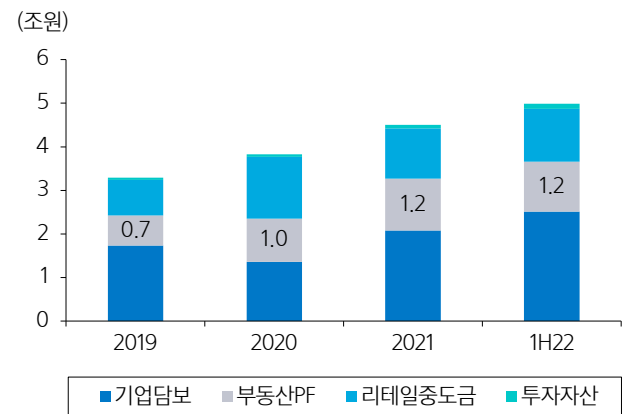
자료: 한국금융지주

발행어음자산 Breakdown



자료: 한국금융지주

한투캐피탈 영업자산 Breakdown



자료: 한국금융지주

재무상태표 (한국투자증권)

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금및예치금	10,495	13,260	12,788	13,307	13,848
유가증권	39,500	42,206	42,778	44,515	46,322
대출채권	5,718	6,528	7,377	7,676	7,988
유형자산	345	332	337	337	337
기타자산	2,142	1,778	3,425	1,582	(299)
자산총계	58,200	64,105	66,705	67,418	68,196
예수부채	9,177	9,168	7,766	7,766	7,766
차입부채	42,692	46,072	47,512	47,512	47,512
기타부채	3,506	3,947	4,925	4,925	4,925
부채총계	55,375	59,186	60,202	60,202	60,202
자본금	176	176	176	176	176
자본잉여금	3,830	3,830	3,830	3,830	3,830
기타포괄손익누계액	86	154	153	153	153
이익잉여금	1,501	2,163	2,344	3,057	3,835
자본총계	5,592	6,322	6,503	7,216	7,994

재무상태표 (한국금융지주)

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금및예치금	11,997	15,305	14,979	15,140	15,314
유가증권	40,609	45,810	47,212	47,716	48,267
대출채권	14,784	18,353	22,089	22,325	22,583
고정자산	651	676	711	719	727
기타자산	2,397	1,893	3,268	3,303	3,341
자산총계	70,438	82,037	88,260	89,203	90,233
예수금	13,155	14,768	15,093	15,128	15,174
차입금	24,582	31,347	31,813	31,886	31,983
사채	7,306	10,066	11,321	11,347	11,382
기타부채	19,762	18,427	22,115	22,166	22,233
부채총계	64,805	74,608	80,341	80,527	80,772
자본금	308	308	308	308	308
연결자본잉여금	614	614	611	611	611
연결이익잉여금	4,713	6,302	6,664	7,421	8,207
연결자본조정	(50)	(51)	(51)	(51)	(51)
기타포괄손익누계액	27	226	352	352	352
자본총계	5,632	7,428	7,919	8,676	9,461

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
효율성 (%)					
판관비율	111.1	79.4	118.4	101.6	99.9
영업수지율	169.6	170.5	156.6	146.7	147.1
배당 및 주당지표					
BPS (원)	96,097	126,688	135,006	147,970	161,419
EPS (원)	14,021	28,602	11,691	12,293	12,753
DPS (원)	3,000	6,150	2,500	2,700	2,800
PBR (배)	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3
PER (배)	5.6	1.7	4.2	4.0	3.8
배당성향 (%)	20.4	20.4	20.3	20.8	20.8
배당수익률(보통주, 현금, %)	3.8	12.6	5.1	5.5	5.7

자료: 한국금융지주, 삼성증권 추정

손익계산서 (한국투자증권)

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순수수료수익	935	1,240	1,033	832	845
수탁수수료	307	335	218	270	288
수익증권취급수수료	79	93	96	100	107
랩어카운트수수료	24	48	28	28	28
인수및주선수수료	101	122	77	79	79
기타수수료수익	424	642	614	356	343
순이자수익	659	700	698	743	774
순상품운용수익	(136)	241	(195)	142	204
기타이익	13	25	117	0	0
순영업수익	1,471	2,205	1,653	1,718	1,823
판매비와관리비	685	920	786	734	749
인건비	440	619	457	387	394
기타 판관비	245	301	329	348	355
영업이익	787	1,285	867	983	1,074
세전계속사업이익	784	1,301	864	983	1,074
법인세비용	197	339	233	270	295
순이익	587	962	631	713	778

손익계산서 (한국금융지주)

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순수수료수익	1,099	1,462	1,249	1,008	1,023
수탁수수료	1,044	1,149	1,143	1,108	1,153
수익증권취급수수료	(387)	22	(375)	(4)	(4)
랩어카운트수수료	52	90	39	0	0
순영업수익	1,808	2,723	2,056	2,112	2,172
판매비와관리비	951	1,205	1,114	1,064	1,086
영업이익	856	1,518	941	1,047	1,086
세전계속사업이익	1,195	2,414	1,013	1,047	1,086
법인세비용	335	653	291	288	299
순이익	863	1,761	720	757	785

성장성 및 수익성 지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (전년대비, %)					
예수금증가율	99.6	12.3	2.2	0.2	0.3
총자산증가율	15.9	16.5	7.6	1.1	1.2
자기자본증가율	11.9	31.9	6.6	9.6	9.1
순영업이익증가율	(6.6)	50.7	(24.5)	2.7	2.9
순이익증가율	1.5	104.8	(59.0)	5.1	3.7
EPS증가율	2.2	104.0	(59.1)	5.1	3.7
BPS증가율	12.2	31.8	6.6	9.6	9.1
수익성 (%)					
자기자본회전율	26.9	50.0	28.9	30.7	33.4
총자산수익률 (ROAA)	1.3	2.3	0.8	0.9	0.9
자기자본수익률 (ROAE)	16.2	27.1	9.5	9.2	8.7
총자산영업이익률	1.4	1.6	1.4	1.1	1.2

2022. 10. 12

금융/리츠팀

정민기

Analyst

mingi1.jeong@samsung.com

메리츠증권 (008560)

급변하는 부동산금융 시장에 대응이 관건

- 동사는 2010년대 중반 이후 부동산금융 시장 내 선도적인 입지를 구축
- 다만, 부동산시장 환경 급변에 따라 수익성 영향이 불가피한 상황
- 향후 시장 환경 변화에 따른 대응방안 확보가 관건

WHAT'S THE STORY?

부동산금융이 성장의 핵심 DNA: 메리츠증권은 2010년 증금과의 합병 당시만 해도 중소기업에 불과했으나, 2010년 중반 이후 업계 상위사로 빠르게 성장. 이의 배경은, 1) 금융위기 이후 PF 시장 내 시공사 역할이 축소되는 절묘한 타이밍에 '미담확약'이라는 히트상품을 바탕으로 부동산금융 시장에 진입하였고, 2) 핵심인 기업금융 부문에서 철저한 리스크 관리를 바탕으로 빠른 의사결정이 이루어졌으며, 3) M&A, 유상증자 등 적극적 자본 확충을 단행하며 영업력을 확보하였기 때문. 이러한 성장 전략에 따라 동사는 2016년 이후 2021년까지 매년 증익 가도를 지속.

시장환경 급변에 따라 수익 영향 불가피: 다만, 올해 매크로 변동성 확대에 따라 동사의 순이익은 6개월 만에 역성장할 전망이다. 이는, 1) 상반기 채권 금리 급등으로 트레이딩 수익이 YoY -75.1% 감소한 가운데, 2) 하반기 이후 부동산PF 신규 딜이 급속도로 축소되며, 관련 수수료 수익 둔화가 본격화될 것으로 예상되는 가운데, 3) 완전 자회사인 캐피탈 또한 신규 편입 자산 축소 등에 따른 이익 성장 둔화가 우려되기 때문.

대출자산 익스포저는 질적 측면에서 양호한 것으로 파악: 1H22 기준, 1) 4.8조원의 채무보증 약정 잔액 및, 2) PF 직접대출(증권 약 1조원, 캐피탈 1.8조원) 등 익스포저를 감안했을 때, 편입 자산에 대한 지속적인 모니터링은 필요할 것으로 판단. 다만, 사측에 따르면, 1) 대출자산의 95%가 선순위 채권으로 구성되어 있고, 2) 평균 LTV 또한 50% 수준에 위치해 있어, 극단적인 부실 가능성은 크지 않은 것으로 판단.

그룹 전반의 성장 전략에도 영향: 한편, 부동산경기 변동에 따라 그룹 전반의 성장 전략이 변화될 경우, 동사 수익성 또한 영향이 불가피할 것으로 전망. 동사를 포함한 메리츠금융 그룹은 부동산금융을 중심으로 그룹 전반의 시너지를 추구해 왔음. 증권이 부동산금융 시장 내 영업력을 바탕으로 대규모 PF대출을 주선하면, 화재·캐피탈 등 계열사가 해당 딜의 PF 대출에 참여하는 방식. 다만, 향후 부동산시장 여건 변화에 따라 이러한 그룹 차원의 성장 전략이 변화될 개연성이 존재.

2022년 및 2023년 이익전망치 하향: 증권 기업금융 수수료 수익성 둔화 및 캐피탈 자회사 자산 성장성 둔화 등을 반영하여, 동사의 2022년 및 2023년 EPS 전망치를 각각 8%, 20% 하향. 이에 따라 목표주가 또한 기존 6,500원에서 4,900원으로 25% 하향(Target PER 5.5배 적용).

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	4,900원	41.8%
현재주가	3,455원	
시가총액	2.2조원	
Shares (float)	639,710,579주 (34.1%)	
52주 최저/최고	3,455원/6,980원	
60일-평균거래대금	37.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
메리츠증권 (%)	-23.7	-48.7	-26.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-17.0	-37.0	-1.3

▶ KEY CHANGES

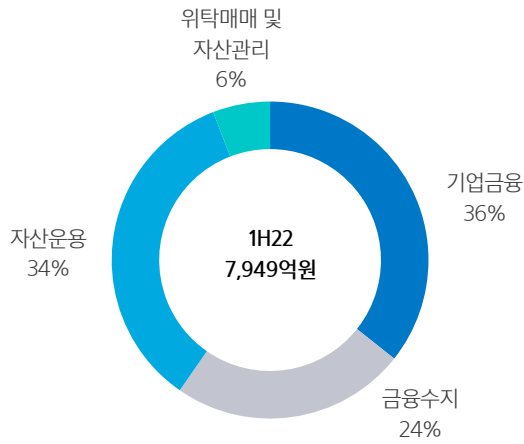
(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	4,900	6,500	-24.6%
2022E EPS	923	999	-7.6%
2023E EPS	746	929	-19.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	6,250
Recommendation	4.0

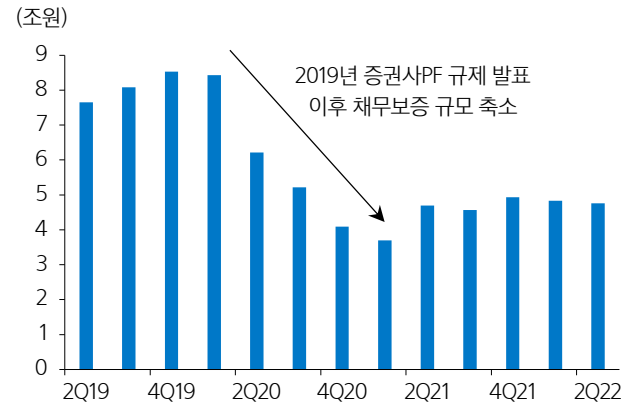
BUY★★★:5 / BUY:4 / HOLD:3 / SELL:2 / SELL★★★:1

메리츠증권 순영업수익 Breakdown (1H22)



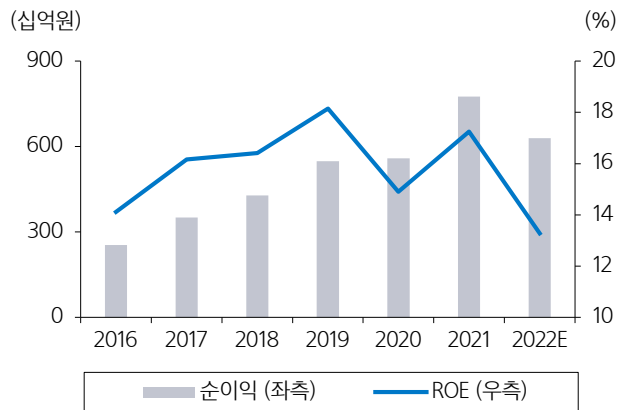
자료: 메리츠증권

메리츠증권 채무보증 잔액 추이



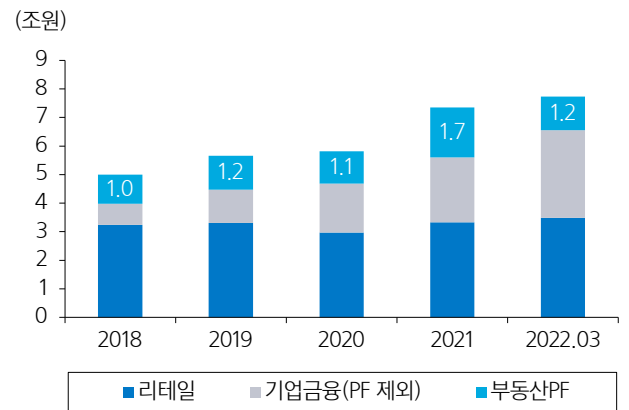
자료: 메리츠증권

메리츠증권 순이익 및 ROE 추이



참고: 2022년 수치는 당사 추정
자료: Fnguide, 삼성증권 추정

메리츠캐피탈 영업자산 Breakdown



자료: 한국신용평가, 메리츠증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금및예치금	3,217	5,026	5,862	6,100	6,348
현금및현금성자산	1,000	1,167	1,659	1,727	1,797
예치금	2,217	3,859	4,203	4,374	4,551
유가증권	24,914	29,117	34,809	36,223	37,694
단기매매증권	22,052	23,917	24,937	25,949	27,003
매도가능증권	649	3,243	7,168	7,459	7,762
파생상품	0	0	0	0	0
기타유가증권	2,214	1,958	2,705	2,815	2,929
대출채권	12,530	15,889	14,665	15,260	15,880
유형자산	43	38	36	32	29
무형자산	40	40	42	37	33
기타자산	3,103	3,998	5,758	6,098	6,542
자산총계	43,847	54,108	61,172	63,751	66,526
예수부채	1,955	2,565	2,409	2,507	2,609
차입부채	34,453	43,035	48,461	50,429	52,476
차입금	4,518	7,522	8,763	9,118	9,489
환매조건부채권매도	13,653	15,272	14,417	15,002	15,612
매도신증증권	3,244	6,313	8,988	9,353	9,732
사채	8,313	9,381	5,876	6,114	6,363
기타차입부채	4,725	4,548	10,418	10,841	11,281
기타부채	2,600	2,846	4,944	4,944	4,944
미지급금	653	602	0	0	0
미지급비용	601	793	0	0	0
제세예수금	14	19	0	0	0
임대보증금	2	0	0	0	0
퇴직급여충당부채	0	0	1	1	1
이연법인세부채	0	0	0	0	0
기타	1,329	1,433	4,943	4,943	4,943
부채총계	39,190	48,626	55,944	58,014	60,169
자본금	776	776	776	776	776
자본잉여금	1,554	1,554	954	954	954
기타자본	(6)	(283)	(20)	(20)	(20)
기타포괄손익누계액	122	153	137	137	137
이익잉여금	1,918	2,316	3,257	3,765	4,386
비자배주주 지분	174	124	124	124	124
자본총계	4,789	5,334	5,229	5,737	6,357

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
효율성					
판관비율 (%)	73.1	81.4	83.0	86.1	70.8
영업수지율 (%)	108.7	107.9	102.9	102.3	102.6
배당 및 주당지표					
BPS (원)	6,567	7,499	7,333	8,130	9,101
EPS (원)	819	1,137	923	746	910
DPS (원)	320	100	100	80	100
P/B (배)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
P/E (배)	4.4	3.2	3.9	4.9	4.0
배당성향 (%)	39.9	9.3	10.7	10.6	10.9
배당수익률 (보통주, 현금, %)	8.8	2.8	2.8	2.2	2.8

12월 31일 기준	순영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAA (%)	ROAE (%)	배당수익률 (%)
2020	1,433	828	767	558	6,567	819	0.6	4.4	1.4	14.9	8.8
2021	1,722	949	1,047	775	7,499	1,137	0.5	3.2	1.6	17.3	2.8
2022E	1,544	844	862	629	7,333	923	0.5	3.9	1.1	13.3	2.8
2023E	1,321	710	710	508	8,130	746	0.4	4.9	0.8	10.3	2.2
2024E	1,475	864	864	620	9,101	910	0.4	4.0	1.0	11.3	2.8

자료: 메리츠증권, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
순수수료수익	515	596	533	335	341
수탁수수료	94	102	58	61	66
수익증권취급수수료	1	1	1	1	2
라이어카운트수수료	10	18	11	11	12
인수및주선수수료	13	8	12	13	13
기타수수료수익	447	550	528	278	275
순이자수익	745	852	1,042	874	910
순상품운용수익	126	172	(156)	22	135
기타이익	47	102	125	89	89
순영업이익	1,433	1,722	1,544	1,321	1,475
판매비와관리비	605	773	700	611	611
인건비	445	592	504	412	412
기타 판관비	161	181	197	199	199
영업이익	828	949	844	710	864
영업외이익	(61)	98	18	0	0
세전계속사업이익	767	1,047	862	710	864
법인세비용	202	264	227	195	238
비자배주주 지분 순이익	7	8	6	6	6
순이익	558	775	629	508	620

성장성 및 수익성 지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (전년대비, %)					
예수금증가율	(16.0)	31.2	(6.1)	4.1	4.1
총자산증가율	15.1	23.4	13.1	4.2	4.4
자기자본증가율	19.1	11.4	(2.0)	9.7	10.8
순영업이익증가율	23.7	20.1	(10.3)	(14.5)	11.7
순이익증가율	1.7	38.8	(18.8)	(19.2)	22.0
EPS증가율	0.8	38.8	(18.8)	(19.2)	22.0
BPS증가율	26.0	14.2	(2.2)	10.9	11.9
수익성 (%)					
자기자본회전율	375.6	443.3	1,048.5	1,028.4	931.1
총자산수익률 (ROAA)	1.4	1.6	1.1	0.8	1.0
자기자본수익률 (ROAE)	14.9	17.3	13.3	10.3	11.3
총자산영업이익률	1.8	1.8	1.6	1.2	1.2

주요 경제 및 시장 지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
GDP 성장률 (%)	(0.9)	4.0	2.4	2.3	2.3
M2 (기말, %)	9.3	11.7	8.0	7.0	7.0
국고채 (3년, 기말, %)	1.0	1.9	3.2	2.9	2.9
KRW/USD (기말, 원)	1,086	1,189	1,240	1,225	1,225
Kospi (기말, pt)	2,873	2,978	2,750	2,900	3,000
주식 일평균거래대금 (조원)	23.0	27.3	19.2	20.8	21.8
주식시장 시가총액 (조원)	2,366	2,649	2,205	2,325	2,405
주식 평균회전율 (배)	4.8	5.1	4.3	4.4	4.5
선물 일평균계약금액 (조원)	26.4	28.6	25.5	26.0	27.3
옵션 일평균계약금액 (조원)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
수익증권 총판매잔액	695	788	826	836	846

2022. 10. 12

금융/리츠팀

이경자

Senior Analyst

kyunjja.lee@samsung.com

한국자산신탁 (123890)

자본력 개선으로 위기 대응

- 지난 2년간 지방 주택시장 호황으로 재무건전성 강화, 업계 최대 수준의 자본력
- 2021년 대비 신규수주는 30% 하락한 수준이나 장기간 준비한 재건축 사업 활성화
- 지방 시장 침체를 겪으며 선별적 수주와 리스크 관리 역량 강화로 위기 극복 전망

WHAT'S THE STORY?

최대의 재무 건전성: 주택시장이 침체에 접어들고 고금리 환경에 직면함에 따라 주택개발 주체의 재무 건전성에 우려가 대두될 시점. 한국자산신탁은 활발한 차입형신탁 비즈니스를 영위해 왔음에도 신탁업종 내 최대 수준의 재무 건전성을 유지하고 있음. 2017~2019년 지방 주택시장 침체에 현안 사업장 증가, 신탁계정대 잔액 증가 등 실적 부진이 이어졌으나 이후 회복기에도 선별 수주와 리스크 관리로 부채비율은 35%로 최저 수준 유지. 그 결과 지난 5월, 나이스신평으로부터 신탁등급이 A로 1단계 상향됨. 2017년 1조원에 달했던 신탁계정대는 2022년 2분기 말 1,880억원으로 크게 하락했고 현금 유동성은 대폭 확대됨. 사업장 내 '고정이하' 사업장의 신탁계정대는 2018년 2,869억원에서 2022년 2분기 471억원에 불과. 이는 고금리 환경에서 경쟁사 대비 강점이 될 것

리스크 관리 강화 속 영업수익 증가: 상반기 신규수주는 차입형신탁 252억원을 비롯, 786억 원을 달성. 이는 본격적인 시장 회복으로 최대 수준의 수주를 거뒀던 전년 상반기 대비 30% 감소한 것. 2022년 들어 금리 상승과 부동산 시장의 위축을 감안, 빠르게 선별 수주 전략으로 전환한 영향. 2021년 최대 수준의 수주 기록 영향으로 2023년까지 이익은 증가기조를 유지할 전망이다. 올해 수주가 보수적 기조로 전환함에 따라 2024년 이후 성장성 우려가 대두될 수 있는데, 이는 최근 재건축초과이익 환수제 개정 등 규제완화가 시작된 정비사업 본격화로 완충할 것으로 판단. 특히 최근 국회에서는 신탁사에게 정비구역 지정제안을 허용하고, 신탁사가 정비사업의 사업시행자 지정시 동의요건을 기존의 3/4에서 2/3로 완화하는 안을 발의하는 등 장기간 정비사업 진출을 준비해 온 한국자산신탁에게 유리한 환경 조성. 현재 한국자산신탁은 사업 대행자 방식으로 5,349세대, 시행자 방식으로 1.2만 세대의 재건축 사업장을 확보하고 있어 중장기적인 성장 동력이 될 것

금리 상승을 감안해 할인율 인상: 우수한 재무 건전성과 수주잔고로 리스크는 낮지만 향후 2~3년간 주택시장의 공급 위축을 감안해 목표 PBR을 기존의 0.6배에서 0.5배로 하향, 목표 주가 역시 4,300원으로 14% 하향. 최근 고금리 환경과 부동산 시장의 침체는 불리한 환경임에 분명하나 서울권 정비사업의 오랜 준비, 선별적인 차입형신탁 수주, MDM과 한국자산캐피탈 등 계열사와의 시너지 등으로 침체를 극복할 수 있는 역량이 풍부

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	4,300원	42.1%
현재주가	3,025원	
시가총액	3,750.3억원	
Shares (float)	123,977,752주 (44.7%)	
52주 최저/최고	3,025원/4,505원	
60일 평균거래대금	4.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국자산신탁 (%)	-12.3	-26.4	-31.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.6	-9.6	-7.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	4,300	5,000	-14.0%
2022E EPS	948	1,000	-5.2%
2023E EPS	1,166	1,166	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

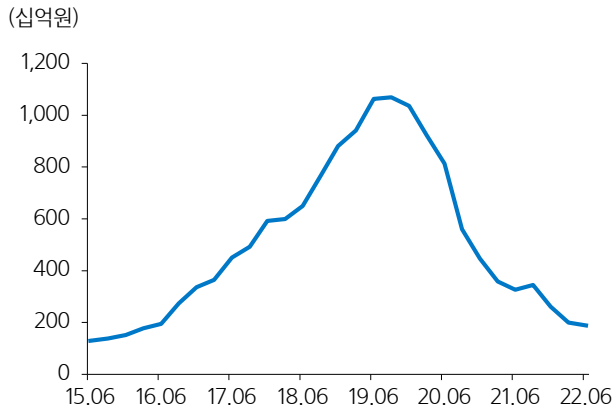
No of estimates	1
Target price	5,700
Recommendation	4.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익 (십억원)	213	235	278	307
영업이익 (십억원)	148	158	194	228
순이익 (십억원)	107	118	145	170
EPS (adj) (원)	867	948	1,166	1,371
EPS (adj) growth (%)	-17.3	9.4	22.9	17.6
EBITDA margin (%)	70.0	67.1	69.7	74.1
ROE (%)	13.3	13.1	14.3	14.9
P/E (adj) (배)	4.7	3.3	2.7	2.3
P/B (배)	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	3.9	3.0	2.2	1.7
Dividend yield (%)	5.4	7.0	7.0	7.0

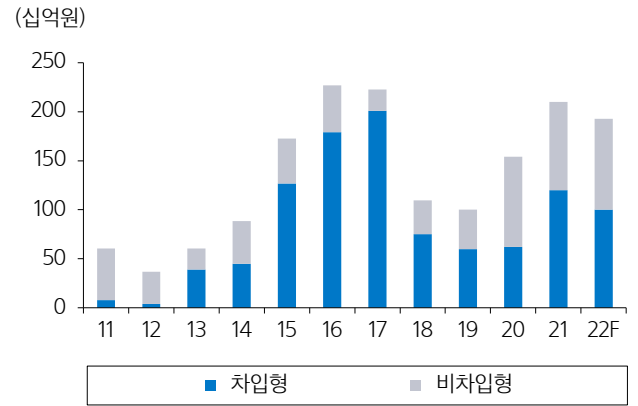
자료: 한국자산신탁, 삼성증권 추정

신탁계정대 추이



자료: 한국자산신탁, 삼성증권

한국자산신탁 신규수주 추이



자료: 한국자산신탁, 삼성증권

한국자산신탁 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업수익	52.9	50.4	47.7	61.2	58.8	55.3	52.5	68.6	223.3	240.1	212.2	235.3	278.0	307.1
YoY	-6.9%	-16.1%	-16.4%	-7.4%	11.2%	9.8%	10.1%	12.1%	-1.4%	7.5%	-11.6%	10.9%	18.2%	10.5%
수수료수익	23.8	27.8	28.5	39.2	31.3	34.4	29.8	39.9	127.8	113.7	119.2	135.4	174.4	190.3
이자수익	14.9	14.4	16.0	17.1	17.6	20.4	17.2	19.7	88.0	80.1	62.3	74.8	78.6	86.8
증권평가 및 처분이익	6.3	3.5	(1.4)	2.0	2.2	0.1	2.2	5.5	5.5	10.1	10.4	10.0	10.0	10.0
기타	8.0	4.8	4.7	2.9	7.7	0.5	3.3	3.6	2.0	36.1	20.4	15.0	15.0	20.0
영업비용	19.5	11.1	16.1	17.9	19.9	19.6	16.9	21.1	109.2	61.4	64.6	77.5	84.3	79.5
이자비용	3.1	3.4	3.2	2.8	3.1	3.7	2.9	3.3	17.4	15.7	12.5	13.0	16.3	16.5
판관비	10.1	11.9	10.6	10.9	12.1	13.0	11.4	15.5	39.0	43.4	43.5	52.0	60.0	55.0
대손상각비	0.0	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.5	49.1	1.2	-0.5	0.5	0.0	0.0
기타	6.3	(4.2)	2.4	4.7	4.7	2.8	2.6	1.8	3.6	1.1	9.1	12.0	8.0	8.0
영업이익	33.4	39.3	31.6	43.3	38.9	35.8	35.6	47.5	114.1	178.7	147.6	157.8	193.7	227.6
YoY (%)	-14.6	-5.9	-31.5	-15.9	16.5	-9.0	12.6	9.7	-17.2	56.6	-17.4	6.9	22.8	17.5
세전이익	33.4	39.8	31.5	41.5	39.3	35.9	35.6	46.0	119.7	172.9	146.2	156.8	192.7	226.6
법인세비용	8.1	10.0	7.7	13.1	9.2	8.6	8.9	12.5	30.1	42.9	38.9	39.2	48.2	56.7
지배주주순이익	25.3	29.7	23.8	28.4	30.1	27.3	26.7	33.5	89.6	130.0	107.3	117.6	144.5	170.0
YoY (%)	-15.5	-6.6	-32.2	-13.9	23.4	-8.3	11.9	17.9	-12.5	45.1	-17.5	9.6	22.9	17.6

자료: 한국자산신탁, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
금융자산	610	713	883	922	963
유동자산	322	256	320	278	268
현금성자산	310	239	152	125	115
기타 유동자산	12	16	168	153	153
비유동자산	275	296	34	60	122
투자자산	0	0	4	4	4
유형자산	5	4	1	1	1
기타 비유동자산	270	292	29	55	117
자산총계	1,208	1,265	1,237	1,260	1,353
유동부채	65	99	59	49	34
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	65	99	59	49	34
비유동부채	374	316	240	156	121
사채	230	124	114	104	71
장기차입금 및 금융부채	144	193	126	52	50
부채총계	439	415	299	205	155
지배주주지분	769	849	951	1,068	1,211
자본금	62	62	56	56	56
자본잉여금	131	131	131	131	131
기타자본	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)
이익잉여금	592	673	763	881	1,024
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	769	849	938	1,055	1,198

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	569	(63)	474	117	107
당기순이익	130	107	118	145	170
유형자산감각상각비	0	0	0	0	0
무형자산감각비	1	1	0	0	0
자산부채변동	454	(180)	262	(26)	(62)
기타	(15)	9	95	(2)	(1)
투자활동현금흐름	(174)	80	(469)	(99)	(113)
유형자산투자	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(175)	81	(173)	(39)	(41)
무형자산순증	0	(1)	3	4	4
기타	1	(0)	(298)	(64)	(76)
재무활동현금흐름	(172)	(88)	(92)	(45)	(4)
자본의 증가	0	0	3	4	4
차입금의 순증	(147)	(59)	(68)	(22)	19
배당금 지급	(22)	(27)	(27)	(27)	(27)
기타	(2)	(2)	(0)	(0)	0
기타현금흐름	(0)	0	3	4	4
현금의 증가	223	(71)	(87)	(27)	(10)

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 한국자산신탁, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	240	213	235	278	307
이자수익	80	62	75	79	87
수수료수익	114	119	135	174	190
기타영업수익	46	31	25	25	30
영업비용	61	65	78	84	79
이자비용	16	12	13	16	16
판매비와관리비	43	44	52	60	55
기타영업비용	2	9	13	8	8
영업이익	179	148	158	194	228
영업외수익	0	1	(1)	(1)	(1)
영업외비용	6	2	0	0	0
세전계속사업이익	173	146	157	193	227
법인세비용	43	39	39	48	57
당기순이익	130	107	118	145	170
지배주주지분순이익	130	107	118	145	170
EBITDA	180	149	158	194	228

배당 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표 (원)					
EPS	1,049	867	948	1,166	1,371
BPS	6,283	6,940	7,769	8,730	9,899
DPS	220	220	220	220	220
성장성 (% YoY)					
매출증가율	7.5	-11.5	10.7	18.2	10.5
영업이익증가율	56.6	-17.2	6.6	22.8	17.5
순이익증가율	46.5	-17.3	9.4	22.9	17.6
EPS증가율	46.5	-17.3	9.4	22.9	17.6
EBITDA증가율	56.2	-17.1	6.0	22.8	17.5
수익성 (%)					
영업이익률	74.4	69.6	67.1	69.7	74.1
순이익률	54.2	50.6	50.0	52.0	55.3
EBITDA Margin	74.8	70.0	67.1	69.7	74.1
ROA	10.6	8.7	9.4	11.6	13.0
ROE	18.2	13.3	13.1	14.3	14.9
배당수익률	5.6	5.4	7.0	7.0	7.0
배당성장률	20.7	25.1	22.9	18.6	15.8
안정성					
순차입금 (십억원)	55	67	88	31	6
차입금/자본총계비율 (%)	47.4	36.1	25.6	14.8	10.1
Valuation (배)					
PER	3.8	4.7	3.3	2.7	2.3
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	3.0	3.9	3.0	2.2	1.7

2022. 10. 12

금융/리츠팀

이경자

Senior Analyst

kyungja.lee@samsung.com

SK디앤디 (210980)

금리 인상에 대비해 선진화된 금융구조 적용

- 코리빙 브랜드 '에피소드', 3,167세대 운영 중, 2026년 5만 세대 운영 목표
- 단기 분양수입 집중에서 벗어나 국내외 연기금/국부펀드와 합작 투자 형태 도입
- 최근 금리 인상을 반영해 강남/명동 오피스 등 선별적 개발 수주 전략으로 전환

WHAT'S THE STORY?

공유주거 '에피소드': 국내 최대의 상업용 디벨로퍼로서 오피스와 지식산업센터, 호텔 개발 경험을 공유주거로 확장. 2018년 런칭한 '에피소드'는 국내 대표적인 공유주거 브랜드로 위상을 다지며 현재 3천여세대 운영 중. SK디앤디는 에피소드 개발 경험을 바탕으로 아파텔, 청년주택 등 도심 내 주거 대안상품 개발로 추가 확장할 계획. 2026년까지 총 5만 세대의 주거공간을 운영할 계획. 주거상품은 필수 부동산으로서 공실 위험이 낮고 수익성은 낮지만 규모의 경제 효과가 발현될 경우 안정적 현금흐름은 물론, 외형 성장도 누릴 수 있다는 점에서 확장의 필요성이 높음. 공유주거는 운영역량이 중요하다는 점에서 향후 SaaS 솔루션을 연계하기 위해 프롭테크 기업 지분 투자나 전략적 협력도 고려

선진화된 금융구조를 적용하기 시작: 국내 건설사와 디벨로퍼들은 대부분 단기 분양수입에 집중하는 과거 방식에서 벗어나지 못한 것이 현실. SK디앤디는 개발/실물 블라인드리츠, 선매입 리츠 등 다양한 금융 vehicle을 활용함으로써 확장성은 물론 재무적 리스크도 관리하기 시작. 계열사인 디앤디인베스트먼트(리츠AMC), DDP(PM)과 자산 유동화와 운영, 개발의 시너지 추구. 이는 고금리 환경에 진입하며 위축이 불가피한 일반적인 디벨로퍼 대비 차별화될 강점. 대부분의 차입금은 PF대출이며 회사 차원의 회사채는 800억원이며 만기는 2024년. 진행 중인 지식산업센터의 분양률은 양호하고 오피스의 강한 펀더멘털 감안 시 PF 대출 상환이나 연장의 리스크는 낮음

금리 상승을 감안해 할인율 인상: SK디앤디는 확보한 수주잔고와 프로젝트 진행으로 단기적으로는 손익에 변동은 낮겠지만 최근 부동산 시장의 침체를 반영해 선별적 수주전략으로 전환한 상황. 이는 2024년 이후 외형성장의 제약 요인으로 작용할 수 있음. 더불어 금리 인상에 따른 할인율 상향을 반영해 목표 PBR을 1.2배에서 1.0배로 하향함에 따라 목표주가를 30,000원으로 29% 하향. 최근 고금리 환경과 부동산 시장의 침체는 불리한 환경임에 분명하나 SK디앤디는 수익구조 전환을 꾀함으로써 시장의 어려움을 극복할 것. 1) 국민연금과 개발형 블라인드 리츠인 'DDIVC'를 활용해 대형 프로젝트로 확장함과 동시에 재무 부담을 덜고, 2) '에피소드' 임대주택 사업을 확장함으로써 저위험 자산의 개발 이후 운영으로 안정적 현금흐름을 추구

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	30,000원	31.8%
현재주가	22,750원	
시가총액	5,048.3억원	
Shares (float)	22,190,164주 (40.7%)	
52주 최저/최고	22,000원/34,000원	
60일-평균거래대금	4.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK디앤디 (%)	-11.1	-25.2	-24.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.6	-6.8	1.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	30,000	42,000	-28.6%
2022E EPS	4,608	4,608	0.0%
2023E EPS	5,575	5,575	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	45,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	791	605	751	785
영업이익 (십억원)	129	85	110	116
순이익 (십억원)	134	112	135	128
EPS (adj) (원)	5,510	4,608	5,575	5,289
EPS (adj) growth (%)	85.4	-16.4	21.0	-5.1
EBITDA margin (%)	20.4	18.9	18.1	17.8
ROE (%)	22.9	16.4	17.4	14.4
P/E (adj) (배)	5.8	4.9	4.1	4.3
P/B (배)	1.2	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	10.6	12.2	9.4	7.9
Dividend yield (%)	2.5	4.0	4.0	4.0

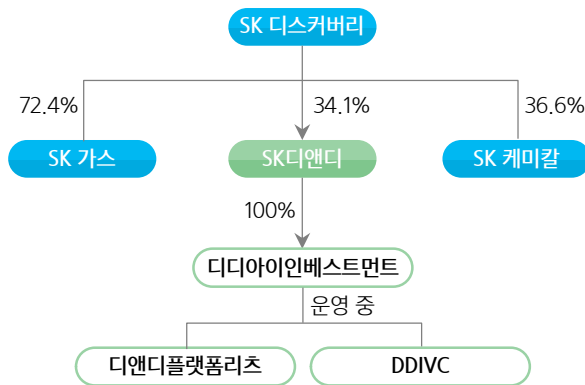
자료: SK디앤디, 삼성증권 추정

분기실적 요약

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
매출	288.7	59.3	80.7	362.2	144.4	110.1	80.0	270.5	790.9	605.0	751.0	784.6
부동산개발	270.3	39.9	55.9	224.3	122.8	89.0	55.0	223.2	590.4	490.0	596.0	626.0
에너지	14.9	10.9	11.8	119.1	17.1	11.3	15.0	36.6	156.7	80.0	120.0	123.6
가구/기타	3.4	8.4	13.3	18.8	4.5	9.8	10.0	10.7	43.9	35.0	35.0	35.0
매출원가율	84.8%	63.7%	68.9%	68.5%	50.2%	72.6%	75.6%	85.3%	74.3%	73.3%	74.9%	74.9%
판매비	16.6	21.2	15.0	21.2	28.8	16.2	14.0	17.2	74.0	76.2	79.0	81.0
판매비율	5.8%	35.8%	18.6%	5.8%	20.0%	14.7%	17.5%	6.3%	9.4%	12.6%	10.5%	10.3%
영업이익	27.1	0.2	8.9	93.1	45.3	11.7	5.5	22.7	129.4	85.2	109.7	115.6
YoY	36.2%	-99.5%	-85.6%	520.7%	67.2%	5731.5%	-38.4%	-75.6%	-7.4%	-34.2%	28.7%	5.5%
부동산개발	28.7	6.4	12.9	86.0	46.0	17.3	8.3	16.7	134.0	88.2	110.3	115.8
에너지	5.4	1.3	2.0	15.2	7.5	0.9	2.3	1.4	23.9	12.0	14.4	14.8
가구/기타	(7.0)	(7.5)	(5.9)	(8.1)	(8.2)	(6.5)	(5.0)	4.7	(28.5)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
영업이익률	9.4%	0.3%	11.1%	25.7%	31.4%	10.6%	6.9%	8.4%	16.4%	14.1%	14.6%	14.7%
부동산개발	10.6%	16.0%	23.1%	38.3%	37.5%	19.4%	15.0%	7.5%	22.7%	18.0%	18.5%	18.5%
에너지	36.2%	11.9%	16.9%	12.8%	43.9%	8.0%	15.0%	3.7%	7.6%	15.0%	12.0%	12.0%
세전이익	16.9	78.2	7.3	79.0	53.5	67.9	2.5	25.1	181.5	149.0	179.3	171.0
지배주주 순이익	12.7	60.7	5.6	54.9	31.2	53.9	1.9	24.8	134.0	111.8	134.5	128.3

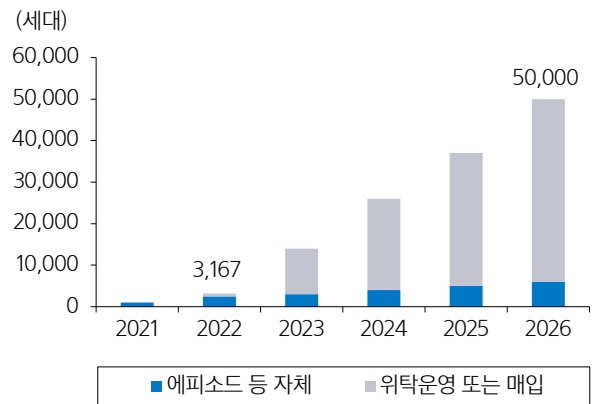
자료: SK디앤디, 삼성증권

SK디스커버리 그룹 구조



자료: 각 사, 삼성증권

에피소드 공유주거 세대수



자료: SK디앤디, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	700	791	605	751	785
매출원가	474	582	444	562	588
매출총이익	225	209	161	189	197
(매출총이익률, %)	32.2	26.5	26.7	25.1	25.1
판매 및 일반관리비	86	80	76	79	81
영업이익	140	129	85	110	116
(영업이익률, %)	20.0	16.4	14.1	14.6	14.7
영업외손익	-47	52	64	71	55
금융수익	26	18	19	19	18
금융비용	59	46	40	41	43
지분법손익	-29	58	5	63	50
기타	15	22	80	30	30
세전이익	93	182	149	180	171
법인세	27	48	37	45	43
(법인세율, %)	29.1	26.4	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	66	134	112	135	128
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	66	134	112	135	128
(순이익률, %)	9.4	16.9	18.5	18.0	16.3
지배주주순이익	66	133	112	135	128
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	173	161	114	136	140
(EBITDA 이익률, %)	24.7	20.4	18.9	18.1	17.8
EPS (지배주주)	2,972	5,510	4,621	5,590	5,289
EPS (연결기준)	2,982	5,524	4,621	5,590	5,303
수정 EPS (원)*	2,972	5,510	4,608	5,575	5,289

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	-186	-28	49	130	305
당기순이익	66	134	112	135	128
현금유출입이없는 비용 및 수익	130	35	15	22	19
유형자산 감가상각비	32	30	27	25	22
무형자산 상각비	1	2	2	2	1
기타	97	3	-14	-4	-5
영업활동 자산부채 변동	-331	-189	-92	-31	153
투자활동에서의 현금흐름	-228	-98	173	-5	-111
유형자산 증감	-11	-41	0	0	0
장단기금융자산의 증감	-93	-10	84	-15	-5
기타	-124	-48	89	10	-106
재무활동에서의 현금흐름	338	142	-171	-87	-247
차입금의 증가(감소)	228	145	-142	-67	-227
자본금의 증가(감소)	133	0	0	0	0
배당금	-11	-17	-29	-20	-20
기타	-12	15	0	0	0
현금증감	-77	13	51	38	-53
기초현금	135	58	71	122	160
기말현금	58	71	122	160	107
Gross cash flow	196	168	127	158	147
Free cash flow	-197	-78	49	130	305

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: SK디앤디, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,006	1,180	1,294	1,402	1,208
현금 및 현금등가물	58	71	122	160	107
매출채권	27	30	32	33	35
재고자산	625	850	893	938	980
기타	296	228	248	271	87
비유동자산	707	804	677	641	724
투자자산	254	314	252	252	402
유형자산	328	357	329	305	282
무형자산	17	19	17	15	14
기타	107	114	79	69	26
자산총계	1,712	1,983	1,972	2,043	1,932
유동부채	705	466	347	307	92
매입채무	21	19	20	21	22
단기차입금	27	46	41	32	53
기타 유동부채	657	401	286	254	18
비유동부채	476	879	903	899	895
사채 및 장기차입금	427	770	744	718	707
기타 비유동부채	48	109	160	181	188
부채총계	1,181	1,344	1,250	1,206	987
지배주주지분	524	639	722	837	945
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	291	291	291	291	291
이익잉여금	214	328	411	526	634
기타	-5	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	7	0	0	0	0
자본총계	531	639	722	837	945
순부채	870	1,009	893	772	595

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	53.9	13.0	-23.5	24.1	4.5
영업이익	70.0	-7.5	-34.1	28.7	5.5
순이익	47.2	102.1	-16.4	21.0	-5.1
수정 EPS**	25.7	85.4	-16.4	21.0	-5.1
주당지표					
EPS (지배주주)	2,972	5,510	4,621	5,590	5,289
EPS (연결기준)	2,982	5,524	4,621	5,590	5,303
수정 EPS**	2,972	5,510	4,608	5,575	5,289
BPS	21,679	26,427	29,835	34,599	39,062
DPS (보통주)	600	800	900	900	900
Valuations (배)					
P/E***	14.5	5.8	4.9	4.1	4.3
P/B***	2.0	1.2	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.8	10.6	12.2	9.4	7.9
비율					
ROE (%)	14.9	22.9	16.4	17.4	14.4
ROA (%)	4.3	7.2	5.7	6.7	6.5
ROIC (%)	10.7	7.9	4.6	5.7	6.3
배당성향 (%)	17.3	13.3	17.9	14.8	15.6
배당수익률 (보통주, %)	1.4	2.5	4.0	4.0	4.0
순부채비율 (%)	163.7	157.9	123.8	92.3	62.9
이자보상배율 (배)	2.9	4.0	2.1	2.7	2.7

2022. 10. 12

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

▶ AT A GLANCE

매출구성	서비스 매출 100%
	125억원(22.04)
최근	우미건설, 신한캐피탈, 디에이밸류인베스
투자	트먼트, 빅베이션캐피탈
유치	이에스인베스터, 시그나이트파트너스
	50억(19.01)
	우미건설, 신한캐피탈, 카카오벤처스

참고: 언론기사, 삼성증권

홈즈컴퍼니 (비상장)

국내 최초의 기업형 공유주거 운영 기업

- 130여개 기업형 부동산 중개법인을 기반으로 코리빙 운영, B2B 점포개발과 토지확보
- 200실 코리빙 ‘홈즈 스튜디오’ 운영 중, 2017년 국내 최초의 기업형 코리빙 오픈
- 광고수익에 의존하는 여타 플랫폼과 달리 직접 중개/임대/운영/개발까지 망라

WHAT'S THE STORY?

중개법인을 기반으로 전국 네트워크: 홈즈컴퍼니는 전국 130여 개의 기업형 부동산 중개법인을 보유하고 있으며 이를 기반으로 코리빙 운영, B2B 점포개발과 토지확보 등을 영위하는 코리빙 사업자이자 디벨로퍼이다. 홈즈컴퍼니는 여전히 광고수익에 의존하는 무수한 여타 임대 및 중개플랫폼과 달리, 실매물 정보에 기반해 직접 중개, 임대, 개발까지 망라하는 통합 플랫폼이며 이미 명확한 수익을 창출하고 있다는 차별화를 보인다. 현재 시리즈 B까지 225억원의 투자를 유치했고 2025년 IPO를 목표로 한다.

기업형 중개법인이 메인 수익원: 국내에는 10만개의 부동산 중개소가 있으나 브랜드화 되지 못하고 그저 영세한 중개소일 뿐이다. 홈즈컴퍼니는 온라인 기반의 오프라인 플랫폼인 기업형 중개법인 ‘미스터홈즈 부동산’을 통해 중개소의 브랜드화를 통해 파편화된 중개시장을 통합하는 것이 목표다. 이는 이미 중국의 ‘베이커’에서 입증된 성공 모델이다. 현재 130호점을 돌파했고 올해 300호점까지 확장을 앞두고 있다. 다점포 전략을 추구하는 대기업들이 지방의 부동산 정보를 확인하기 어려운데 홈즈컴퍼니는 전국 각지의 중개법인을 통해 다양한 물건 데이터를 기업고객에 제공한다. 그 예로 이마트 계열 유통사의 점포 개발, 신세계 프로퍼티의 토지 확보 서비스를 대행 중이다. 부동산 중개는 홈즈컴퍼니의 cash cow 이자 확장하고자 하는 개발사업의 근간이다.

200실 이상 코리빙 운영: 홈즈컴퍼니는 중개에서 나아가 임대 및 운영 비즈니스를 확장 중이다. 코리빙 브랜드 ‘홈즈 스튜디오’는 2017년 국내 최초의 기업형 코리빙 오픈을 시작으로 현재 서울 5개 지점에 200실 이상을 100%에 가까운 가동률로 운영 중이다. ‘홈즈 스테이’는 생활형 숙박시설 서비스로, 주로 코로나19로 타격을 입은 호텔을 장단기 숙박시설로 전환, 운영하고 있다. 현재 여의도/충무로/을지로 등 서울 핵심 지역에 1,400호실 이상의 공간을 확보하고 운영을 준비 중이다.

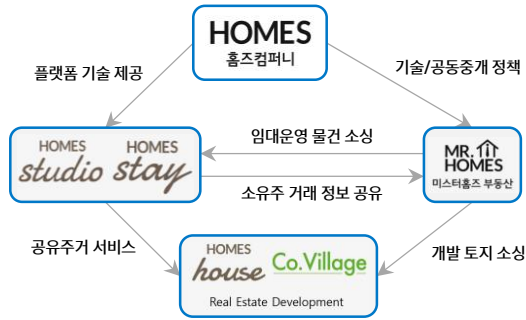
주택과 도시개발 사업으로 확장: 전국적인 부동산 네트워크를 활용해 토지를 발굴, ‘홈즈 하우스’라는 브랜드 소형 주택을 개발하고 있다. 창원과 마산에 단독주택과 다가구 상가주택 개발과 매각을 4호점까지 완료했고 현재 김해/대전까지 진출했다. 지역의 성장성, 자연경관 및 여가 콘텐츠를 즐길 수 있는 부지를 선정하고 직접 매입하고 있다. 이는 일자리와 커뮤니티가 있는 교외형 스마트타운 개발인 ‘코빌리지’ 사업을 시작했다. 2022년 고성에 3만평의 부지를 매입했고 인허가 후 2년 내 준공 예정이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020	2021
매출액 (십억원)	7	15	15	20
영업이익 (십억원)	-10	-21	-29	-20
순이익 (십억원)	-12	-21	-28	-18
영업이익률 (%)	-142	-139	-195	-104

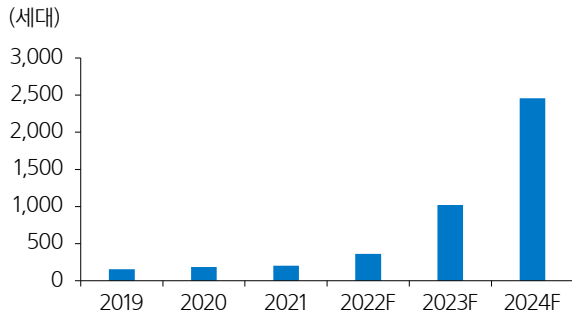
자료: 홈즈컴퍼니, 삼성증권

홈즈컴퍼니 플랫폼 구조



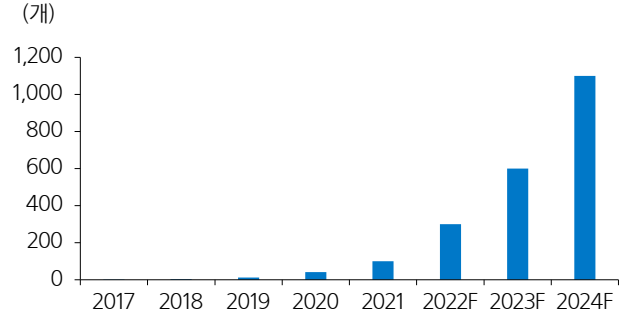
자료: 홈즈컴퍼니

홈즈스튜디오(공유주거) 운영 세대수



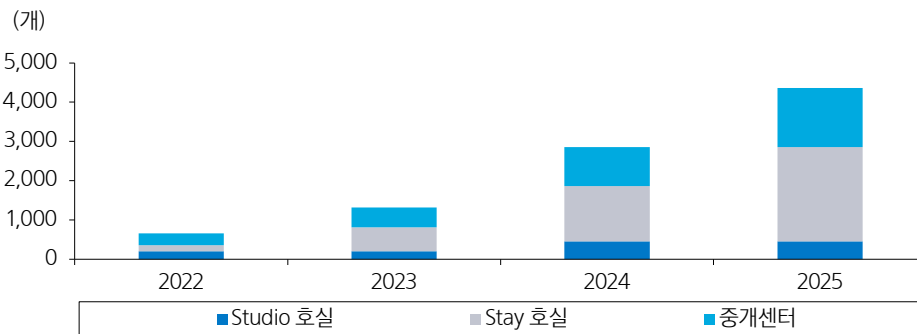
자료: 홈즈컴퍼니, 삼성증권

협력하는 부동산 중개소 개수



자료: 홈즈컴퍼니, 삼성증권

홈즈컴퍼니 자산 운영 목표



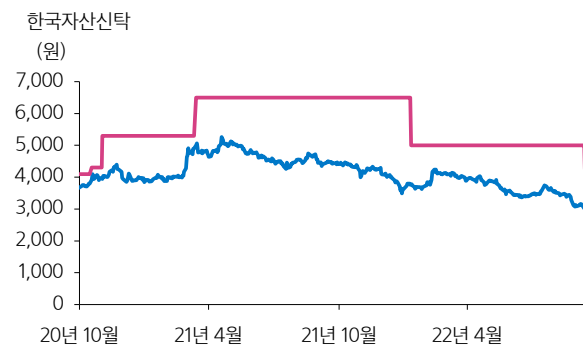
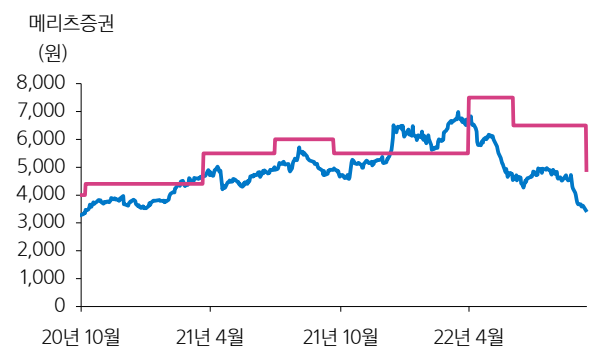
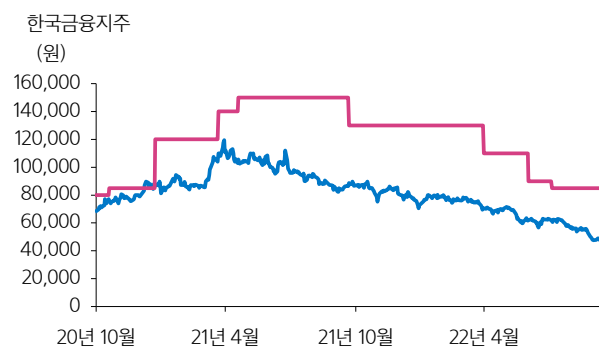
자료: 홈즈컴퍼니

기업개요: 2015년 국내 첫 기업형 코리빙 모델로 시작해 현재는 주거공간 개발부터 운영, 중개 서비스까지 아우르는 '라이프스타일 이노베이터'로 성장. 서울 주요 도심 용산, 강남, 송파에 총 4개의 홈즈스튜디오와 2개의 홈즈리빙라운지를 운영하고 있으며, 1인 가구 생활서비스를 모아 제공하는 홈즈패밀리 멤버십 등 IT서비스와 라이프 스타일을 연계한 1인 가구의 새로운 주거서비스를 개발하고 운영. 설립 초기 16억원 상당의 엔젤 투자를 시작으로, 2019년에는 우미건설, 신한캐피탈, 카카오벤처스에서 50억 원 규모의 시리즈A 투자를 완료하여 성장 기틀을 마련함. 2022년 125억 상당의 시리즈B 투자를 유치하며 주거 서비스를 통한 공간 가치 혁신에 앞장섬

Compliance notice

- 당사는 2022년 10월 11일 현재 메리츠증권의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 계약체결기관으로 지정되어 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 10월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 10월 11일 현재 홈즈컴퍼니의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

한국금융지주

일 자	2020/8/18	10/23	11/17	2021/1/21	4/20	5/18	10/21	2022/4/29	7/1	8/3	10/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	75,000	80,000	85,000	120,000	140,000	150,000	130,000	110,000	90,000	85,000	68,000
과리율 (평균)	-6.20	-9.59	-5.67	-25.09	-21.59	-35.40	-38.54	-39.02	-31.82	-34.40	
과리율 (최대or최소)	9.60	-3.50	5.65	-10.42	-14.64	-25.33	-31.00	-34.91	-29.89	-26.00	

메리츠증권

일 자	2020/8/11	11/5	2021/4/20	7/30	10/21	2022/4/29	7/1	10/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	4,000	4,400	5,500	6,000	5,500	7,500	6,500	4,900
과리율 (평균)	-17.35	-10.54	-15.29	-14.48	4.53	-24.48	-30.24	
과리율 (최대or최소)	-10.00	6.02	-8.73	-4.83	26.91	-8.93	-23.46	

한국자산신탁

일 자	2020/8/13	11/16	12/1	2021/4/12	2022/2/9	10/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	4,100	4,300	5,300	6,500	5,000	4,300
과리율 (평균)	-11.13	-6.94	-22.73	-30.87	-26.06	
과리율 (최대or최소)	-2.20	-4.77	-7.36	-19.08	-15.10	

SK디앤디

일 자	2020/8/11	11/16	2021/2/16	11/12	2022/10/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	44,000	56,000	51,000	42,000	30,000
과리율 (평균)	-2.19	-21.99	-29.37	-33.09	
과리율 (최대or최소)	20.68	-12.05	-19.22	-23.57	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2022.09.30

매수(84%) 중립(16%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA