



부동산 익스포져, 증권사 신용위험 뇌관이 될 것인가

2022.08.10.

NICE신용평가 금융평가본부

이예리 선임연구원

Contents.

- I. 국내외 부동산시장 동향
- II. 자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk
- III. 부동산 익스포져가 증권사 신용도에 미치는 영향
- IV. 증권업 부동산 익스포져 모니터링 지표



I. 국내외 부동산시장 동향

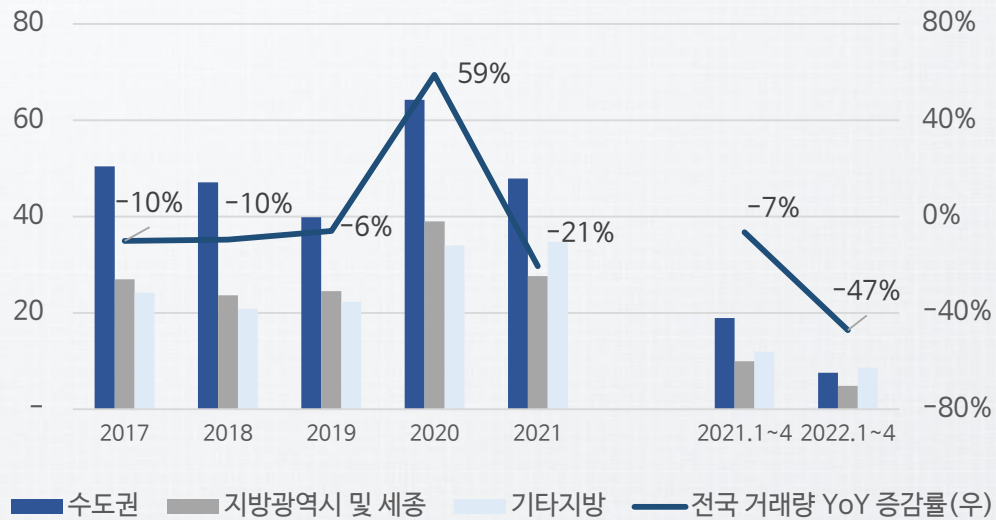
1. 국내
2. 해외

국내외 부동산시장 동향 | 국내

유동성 축소, 경기둔화가능성이 국내외 부동산경기 하강 요인으로 작용

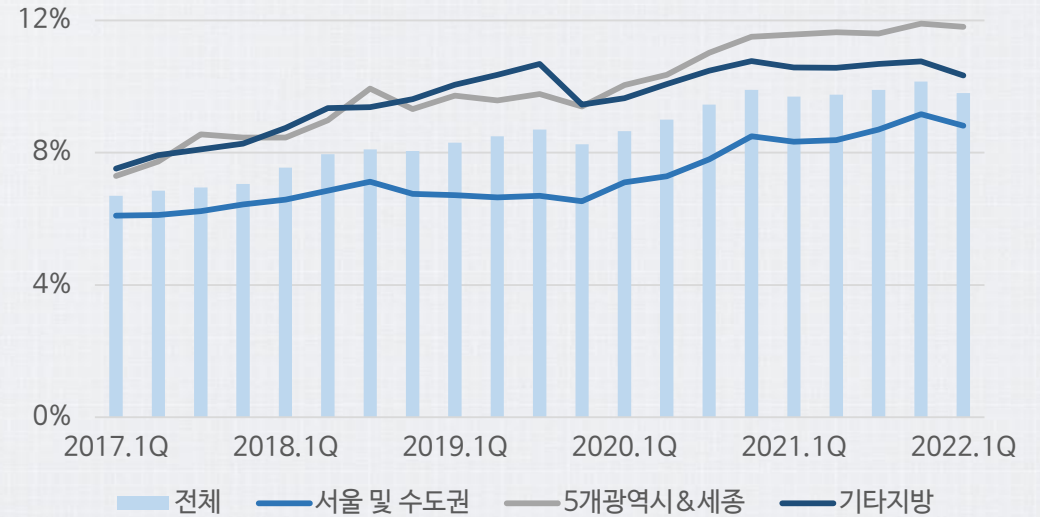
- 국내 주택경기지표: 수요기반이 상대적으로 취약하나 가격이 급등했던 비수도권 중심으로 하강 신호
- 국내 상업용 부동산시장: 미분양 해소가 지연되는 가운데, 경기둔화 및 코로나19 재확산으로 추가 위축 가능성 높음

지역별 주택매매거래량 및 전국 거래량 YoY 증감률 (만호, %)



자료: 한국부동산원, NICE신용평가정리

지역별 상가 공실률 추이 (%)



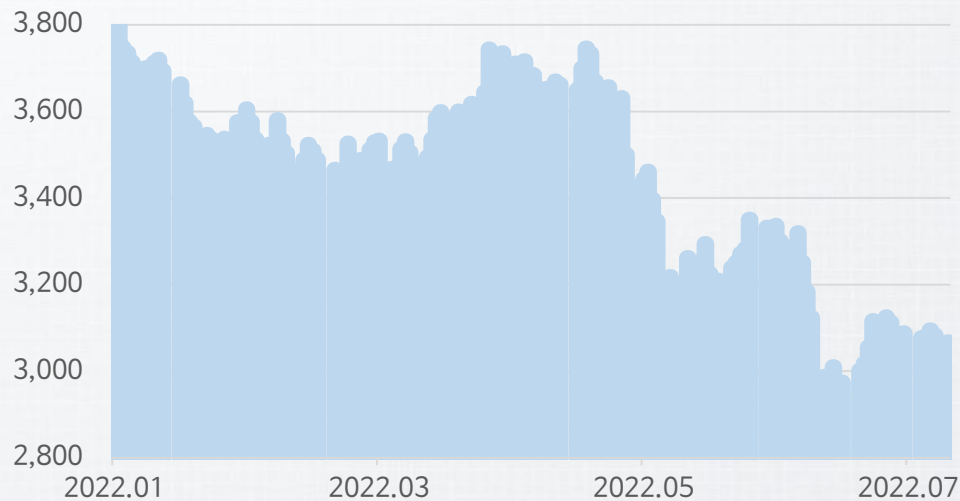
자료: 국토교통부, NICE신용평가정리
 주: 지역별 상가 공실률 추이는 중대형상가와 소규모상가 공실률의 단순평균

국내외 부동산시장 동향 | 해외

해외 부동산시장 관련 불확실성 확대

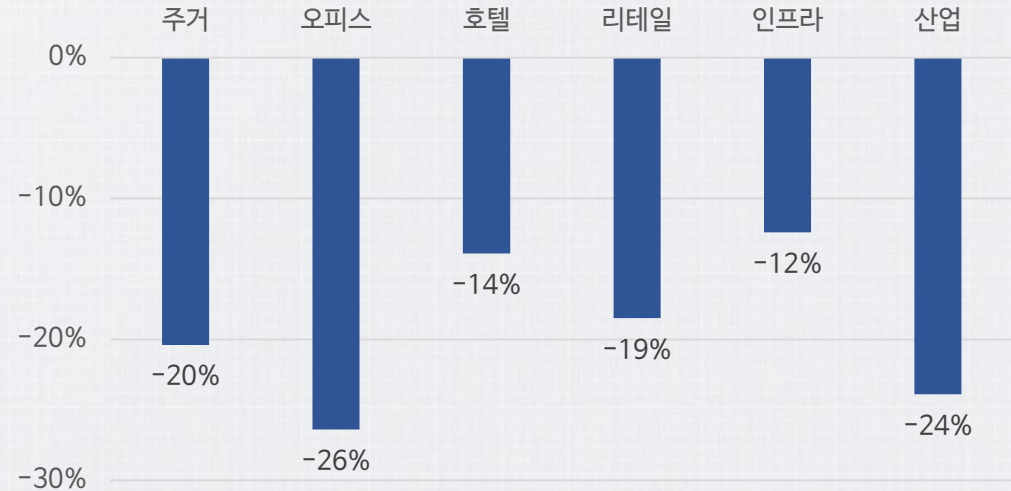
- 글로벌 리츠지수: 2022년 6월말 기준 연초 대비 20% 하락
- 물건별 미국 리츠 수익률: 물건형태와 무관하게 부정적 전망 우세

FTSE EPRA Nareit Global REITs 지수추이



자료: Nareit, Bloomberg, NICE신용평가정리

2022년 6월 물건별 미국 리츠 수익률(YTD) (%)



자료: Nareit, Bloomberg, NICE신용평가정리



II. 자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk

- 1. 양적 Risk
- 2. 질적 Risk

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 양적Risk

자기자본 대비 부동산 익스포져: **중형사 (71%)** > **초대형사 (70%)** > **대형사 (62%)**

- **중형사**: 상대적으로 영업경쟁력 낮아 국내PF 사업장 주관권 확보 위한 우발부채, 대출채권, 사모사채 형태 익스포져 높음
- **초대형사**: 부동산펀드 형태의 해외 부동산 익스포져 높음

투자형태 별 부동산 익스포져 보유 현황 및 자기자본 대비 비중 (2022년 3월말 기준) (억원, %)

부동산 익스포져	초대형사		대형사		중형사		총계	
우발부채	194,879	40%	84,046	51%	25,371	56%	304,296	43%
대출채권	45,687	9%	976	1%	2,997	7%	49,660	7%
사모사채	1,459	0%	5,438	3%	2,909	6%	9,806	1%
지분증권	1,312	0%	2,392	1%	326	1%	4,030	1%
기타증권	2,241	0%	271	0%	-	0%	2,513	0%
부동산펀드	95,721	20%	9,141	6%	579	1%	105,440	15%
REITs	2,538	1%	318	0%	-	0%	2,856	0%
부동산 익스포져	343,838	70%	102,582	62%	32,181	71%	478,601	68%

자료: 각사 제시자료, NICE신용평가 정리

주1: 초대형사 - 자기자본 4조원 이상 8개사, 대형사 - 자기자본 1~4조원 10개사, 중형사 - 자기자본 0.5~1조원 6개사

주2: 유동화증권은 분석대상에서 제외

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 질적Risk_투자지역및투자물건

고위험 지역 및 물건 비중: **초대형사(44%)** > 대형사 (31%) > 중형사 (21%)

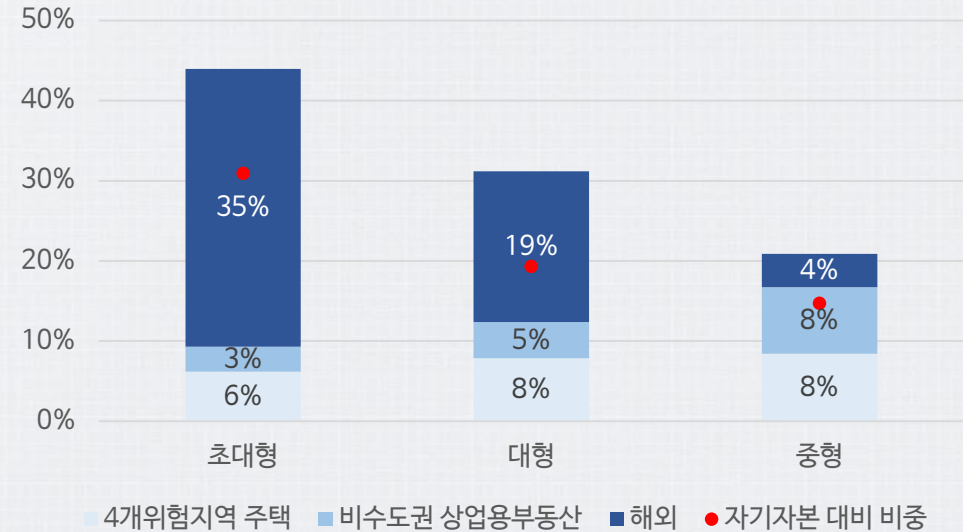
- 초대형사: 압도적으로 높은 해외부동산 투자 비중
- 중형사: 국내 4개 위험지역 주택 비중과 비수도권 상업용 부동산 비중 모두 가장 높음

투자지역 및 투자물건의 고위험 익스포져 선정

Risk Factor	선정기준	고위험 익스포져
투자지역 및 투자물건	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 주택: 6가지 주택경기지표 중 3가지 이상 하위 3개 지역에 선정된 지역 - 국내 상업용 부동산: 상가공실률 - 해외: 글로벌 리츠 수익률 및 건전성 저하자산 	<ul style="list-style-type: none"> - 4개 위험지역 주택 익스포져 (대구, 세종, 대전, 부산지역) - 비수도권 상업용 부동산 익스포져 - 해외 익스포져

자료: KB부동산, 한국부동산원, 국토교통부, 국토연구원, 한국부동산경매정보, NICE신용평가정리

고위험 익스포져 (투자지역 및 투자물건) 구성 비중 (%)



자료: 회사 제시자료, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 질적Risk_사업단계

계약금대출 및 브릿지론 비중: **중형사(36%)** > **대형사(23%)** > **초대형사(16%)**

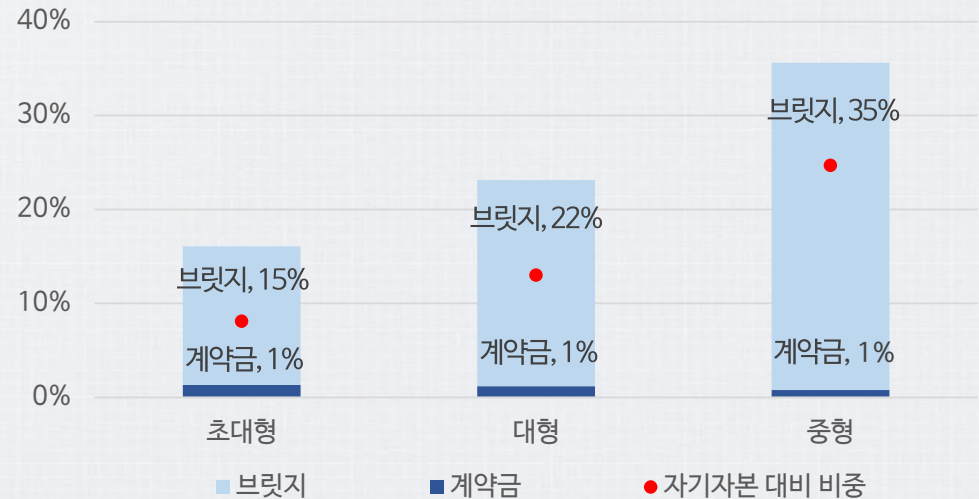
- 사업 초기단계: 인허가리스크 등 다양한 리스크에 노출되고, 부동산 경기 저하시 본PF조달실패로 자금회수에 난항을 겪을 수 있음
- 증권사의 부동산PF 수주경쟁 심화로 주관수수료 및 시행이익 확보를 위한 사업 초기단계 익스포져 증가

부동산 개발 사업단계 및 단계별 위험



자료: NICE신용평가정리

고위험 익스포져 (계약금대출 및 브릿지론) 구성 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

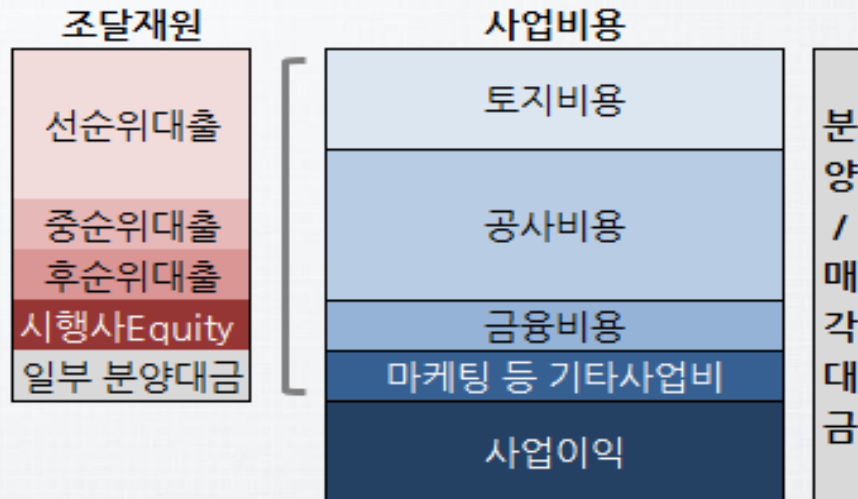
주: 부동산펀드, Reits는 자료계약으로 모수에서 제외

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 질적Risk_상환순위

중·후순위 익스포져 비중: **중형사(70%)** > 대형사 (57%) > 초대형사 (30%)

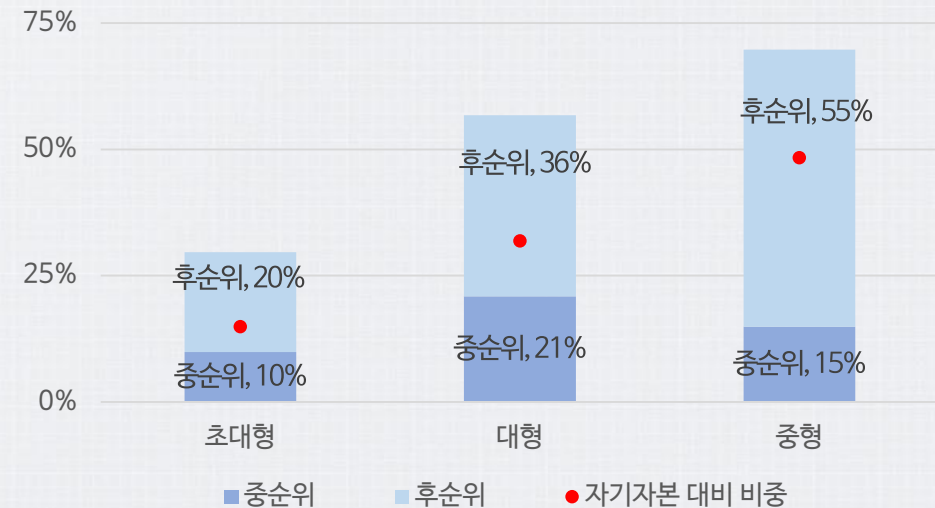
- 후순위성: 사업장 부실 시 회수가능성을 결정짓는 요인
- 자본여력과 영업력이 비교적 낮은 중·대형사 위주로 리스크가 높은 중·후순위 투자 영업이 이루어짐

부동산PF 상환구조



자료: NICE신용평가정리

고위험 익스포져 (중·후순위) 구성 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

주: 부동산펀드, Reits는 자료계약으로 모수에서 제외

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 질적Risk_분양률

EXIT 분양률 미달 사업장 비중: **중형사(10%) = 대형사 (10%) > 초대형사 (7%)**

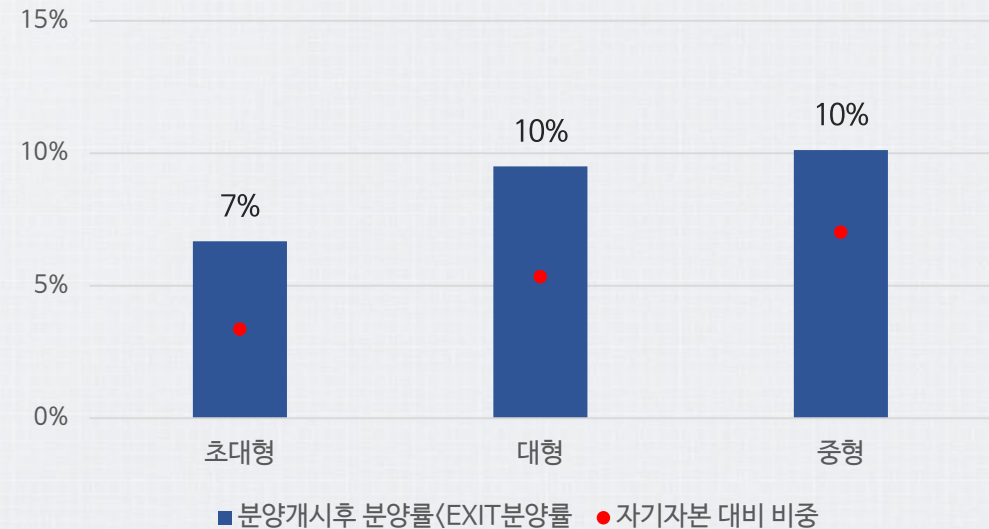
- **분양부진 사업장**: 할인분양, 추가조달 등을 통해야만 투자금 회수가 가능하여 부동산 경기저하 시 자금회수 가능성 크게 저하
- 국내 고위험지역 및 물건 비중이 높은 중 • 대형사가 분양에 더 큰 어려움을 겪고 있음

분양물건의 고위험 익스포져 선정

Risk Factor	선정기준	고위험 익스포져
분양률	분양개시 후 EXIT 분양률 달성 여부	분양 후 분양률 < EXIT 분양률 사업장

자료: NICE신용평가정리

고위험 익스포져 (분양률(EXIT분양률) 구성 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

주: 부동산펀드, Reits는 자료계약으로 모수에서 제외

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 질적Risk_LTV

고LTV사업장비중: **중형사(37%)** > **대형사(28%)** > **초대형사(16%)**

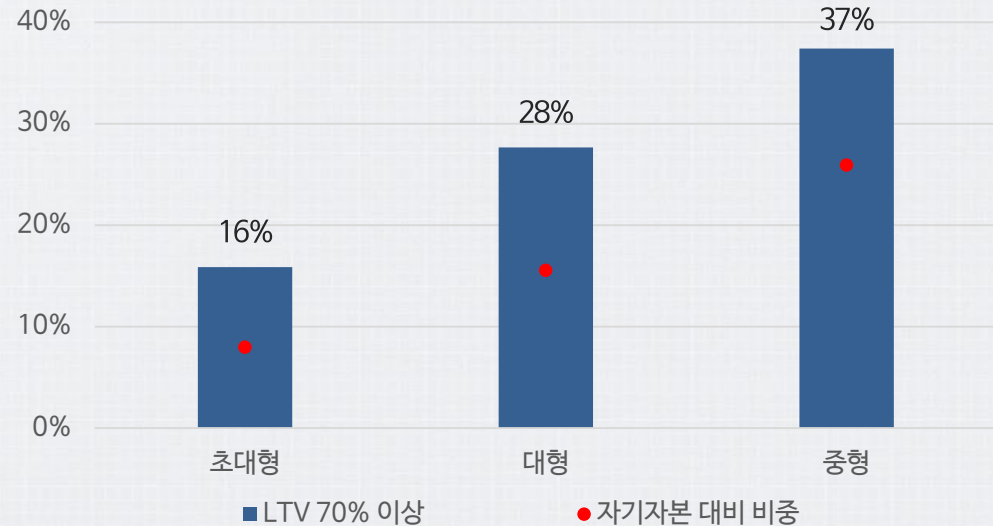
- LTV: 자산가치 대비 대출비중이 높을수록 투자자금 회수리스크가 상승하고 자산가치변동에 취약
- 상대적으로 수주경쟁력이 열위한 중·대형사가 위험도 높은 고LTV 프로젝트를 수주하고 있음

LTV의 고위험 익스포져 선정

Risk Factor	선정기준	고위험 익스포져
LTV	LTV 70% 상회여부	고LTV사업장

자료: NICE신용평가정리

고위험 익스포져 (고LTV) 구성 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

주: 부동산펀드, Reits는 자료계약으로 모수에서 제외

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 질적Risk_타사신용보강

A-이상기관 신용미보강 사업장 비중: 초대형사(91%) > 대형사 (90%) > 중형사 (80%)

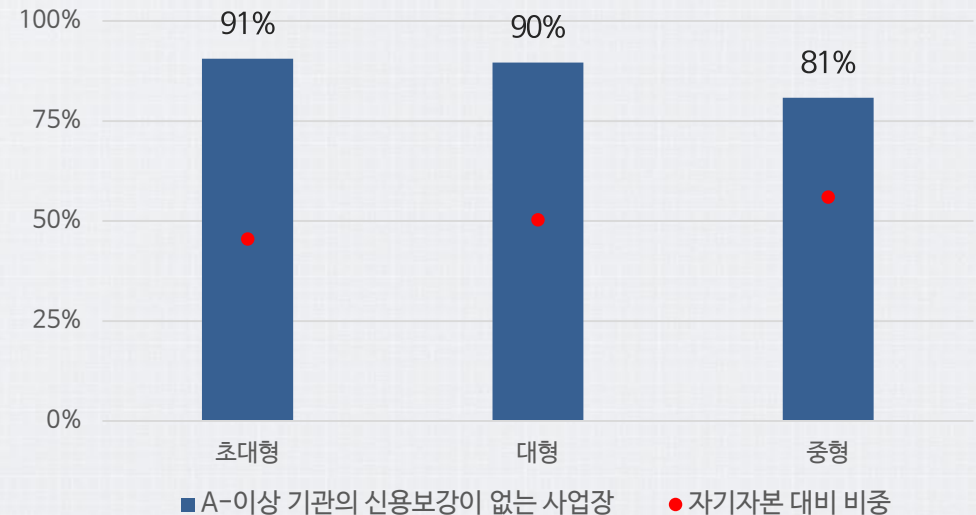
- A-이상기관의 연대보증, 채무인수 및 자금보충 등 신용보강이 존재할 경우 프로젝트 관련 위험이 완화될 수 있음
- 중형사의 신용미보강 사업장 비중이 낮은 이유는 이베스트의 상당부분 사업장에 신용보강이 결부되어있기 때문 (제외시 중형사 96%로 가장 높음)

타사 신용보강의 고위험 익스포져 선정

Risk Factor	선정기준	고위험 익스포져
타사 신용보강	신용등급 A-이상 확약기관의 연대보증, 채무인수, 자금보충 여부	A-이상기관 신용미보강 사업장

자료: NICE신용평가정리

고위험 익스포져 (A-이상 기관 신용미보강 사업장) 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

주: 부동산펀드, Reits는 자료계약으로 모수에서 제외

자본규모별 증권사 부동산 익스포져 Risk | 양적 및 질적 Risk 점검 결과

중형사의 자기자본 대비 양적부담이 가장 높으며, 대부분의 질적지표에서도 관련 위험이 가장 높게 나타남

- (1) 중형사가 최근 몇 년간 유상증자, 이익누적 등 확충된 자본을 기반으로 부동산 IB부문을 적극 확대하였으나,
- (2) 타 그룹 대비 프로젝트 수주 경쟁력이 열위하기 때문.

그룹별 부동산 익스포져 점검 결과 (%)

Risk Factor	고위험 익스포져	초대형사	대형사	중형사
양적부담	부동산 익스포져/자기자본	70%	62%	71%
(1) 투자지역 및 투자물건	- 4개 위험지역 주택 익스포져 (대구, 세종, 대전, 부산지역)	6%	8%	8%
	- 국내 상업용 부동산 익스포져	3%	5%	8%
	- 해외 익스포져	35%	19%	4%
(2) 사업단계	브릿지론(계약금대출 포함) 익스포져	16%	23%	36%
(3) 상환순위	중·후순위 익스포져	30%	57%	70%
(4) 분양률	분양 후 분양률<EXIT분양률 사업장	7%	10%	10%
(5) LTV	고LTV 사업장	16%	28%	37%
(6) 타사 신용보강	A-이상 기관 신용미보강 사업장	91%	90%	80%

자료: 각사 제시자료, NICE신용평가정리

주: 양적부담을 제외한 나머지 지표들은 전체 익스포져 대비 비중, 고위험 익스포져 비중이 높을수록 진한 붉은색으로 표시



Ⅲ. 부동산 익스포져가 증권사 신용도에 미치는 영향

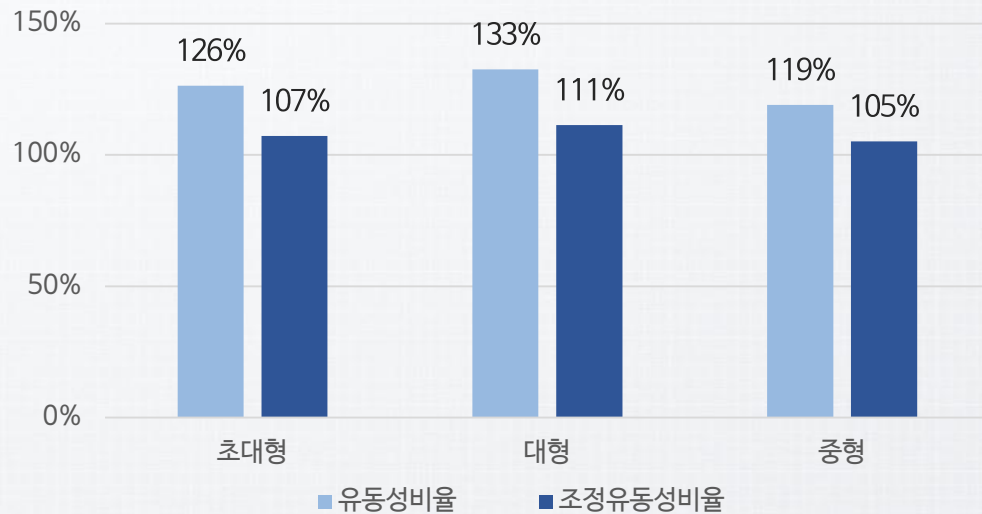
- 1. 유동성
- 2. 건전성

부동산 익스포져가 증권사 신용도에 미치는 영향 | 유동성

금리급등으로 단기금융시장 위축 혹은 경색 시, 증권사의 유동성 리스크가 급격하게 확대될 수 있음

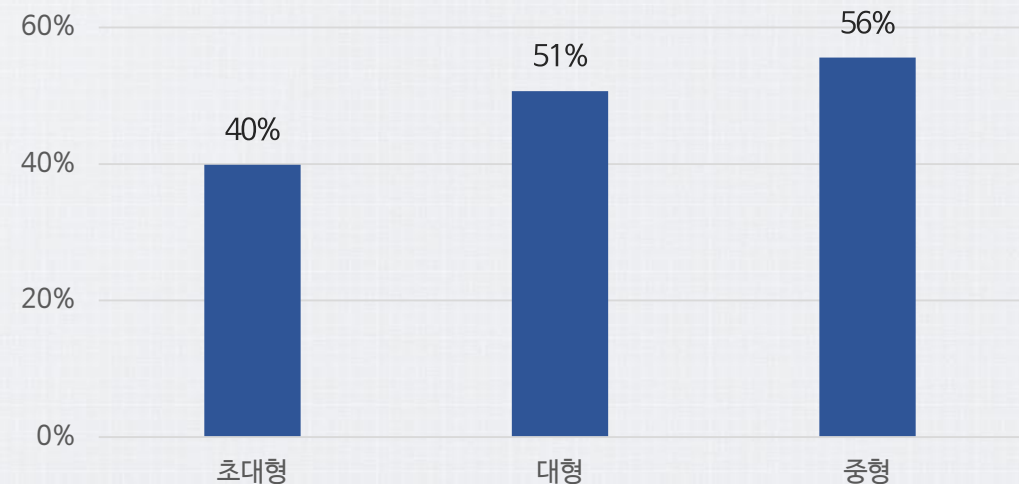
- (1) 금리환경에 민감한 단기부채 조달비중이 높으나, 부동산대출 등 투자자금 회수기간이 상대적으로 길고,
- (2) 단기금융시장 위축 시 증권사가 신용보강을 제공한 부동산 PF 유동화증권의 차환위험이 증가하기 때문

자본규모별 조정유동성 비율 (%)



자료: 금융통계정보시스템, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)
 주: 조정유동성비율=유동성자산/(유동성부채+우발부채)*100, 유동성자산 및 부채는 만기 3개월 이내 기준

자본규모별 부동산 우발부채/자기자본 비중 (%)



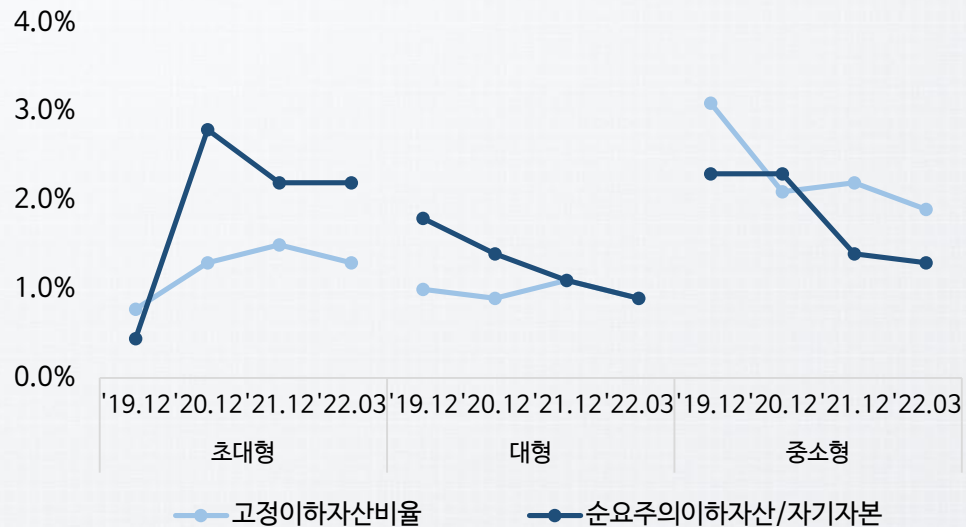
자료: 회사제시자료, 금융통계정보시스템, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

부동산 익스포져가 증권사 신용도에 미치는 영향 | 건전성

부동산경기 저하시 급격한 자산건전성 저하가 진행될 수 있음

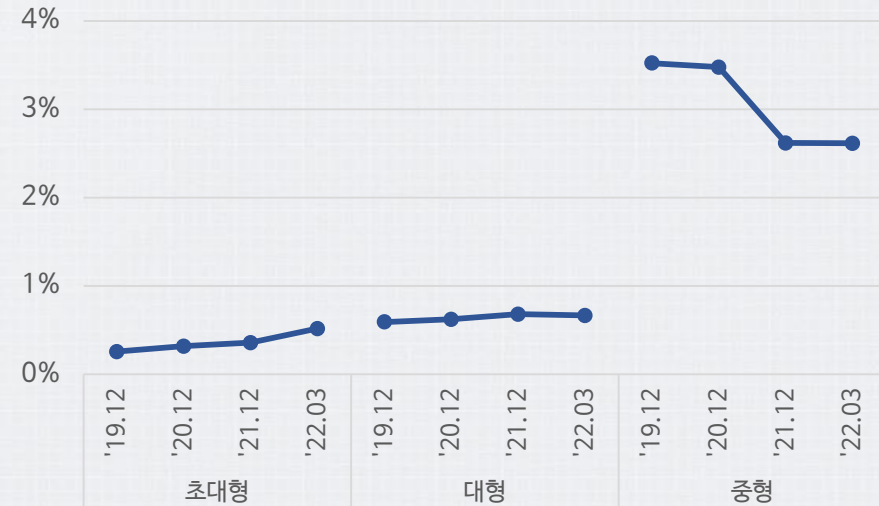
- 실제로 저축은행 PF대출 연체율은 2009년말 10.4% → 2010년 9월말 25.5%로 급격하게 증가한 바 있음
- 증권업 전반적으로 수익창출능력이 약화된 상황에서 부동산 익스포져 손실 발생 시 부정적 영향이 더욱 크게 나타날 전망

자본규모별 자산건전성 지표 추이 (%)



자료: 회사제시자료, 금융통계정보시스템, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)

부동산PF 고정이하여신/자기자본 지표 추이 (%)



자료: 각사업무보고서, 금융통계정보시스템, NICE신용평가정리 (2022년 3월말 기준)



IV. 증권업 부동산 익스포져 모니터링 지표

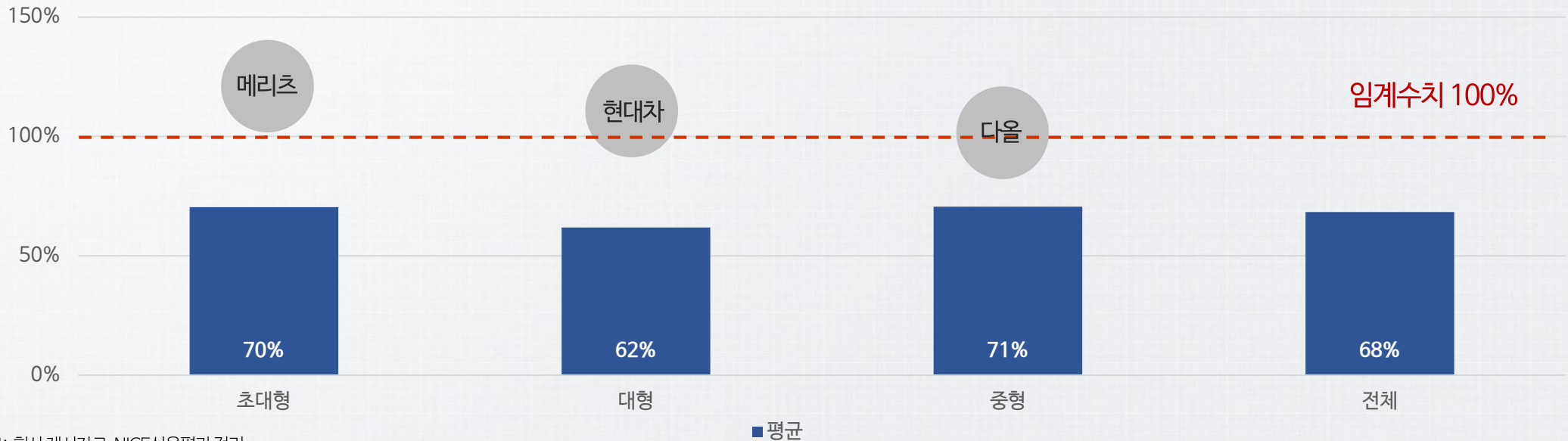
1. 자기자본대비부동산익스포져비중
2. 사업초기단계익스포져비중
3. 중·후순위비중

증권업 부동산 익스포져 모니터링 지표 | 자기자본대비부동산익스포져비중

자기자본 대비 부동산 익스포져 비중이 100%를 초과할 경우 리스크가 높다고 판단

- 예상치 못한 부동산 익스포져 손실에 대한 대응능력을 판단하는 지표
- 2022년 3월말 기준 전체 증권사 평균 68%, 임계수치 상회: 메리츠, 현대차, 다올

2022년 3월말 기준 자기자본 대비 부동산 익스포져 비중 (%)



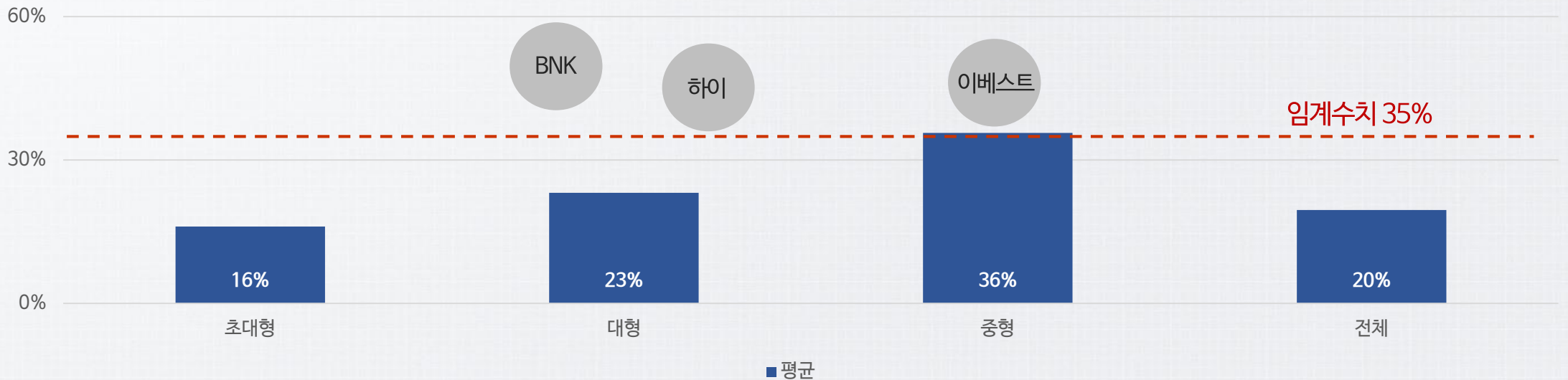
자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리

증권업 부동산 익스포져 모니터링 지표 | 사업초기단계 익스포져 비중

브릿지론(계약금대출 포함) 비중이 35%를 초과할 경우 리스크가 높다고 판단

- 사업 초기단계 익스포져는 부동산 경기저하 시 본PF조달이 어려워져 투자위험이 높음
- 2022년 3월말 기준 전체 증권사 평균 20%, 임계수치 상회: BNK, 이베스트, 하이

2022년 3월말 기준 부동산 익스포져 대비 브릿지론 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리

주1: 자기자본대비 부동산 익스포져 비중이 전체 증권사 평균(68%)을 상회하여 부동산 익스포져가 상대적으로 큰 증권사에 한정하여 분석을 진행

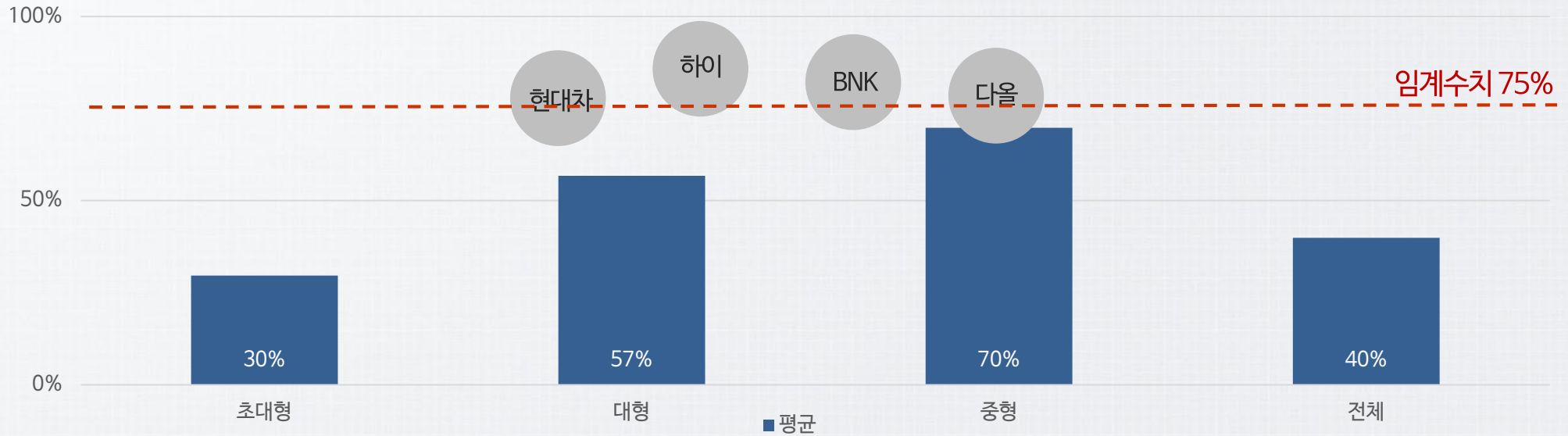
주2: 부동산펀드, Reits는 자료제약으로 모수에서 제외

증권업 부동산 익스포져 모니터링 지표 | 중·후순위비중

중·후순위비중이 75%를 초과할 경우 리스크가 높다고 판단

- 변제우선순위가 낮을수록 잔여재산에 대한 청구권이 열위함에 따라 투자위험이 높음
- 2022년 3월말 기준 전체 증권사 평균 40%, 임계수치 상회: 하이, BNK, 다올, 현대차

2022년 3월말 기준 부동산 익스포져 대비 중·후순위 비중 (%)



자료: 회사제시자료, NICE신용평가정리

주1: 자기자본대비 부동산 익스포져 비중이 전체 증권사 평균(68%)을 상회하여 부동산 익스포져가 상대적으로 큰 증권사에 한정하여 분석을 진행

주2: 부동산펀드, Reits는 자료제약으로 모수에서 제외

증권업 부동산 익스포져 모니터링 지표 | 향후신용평가계획

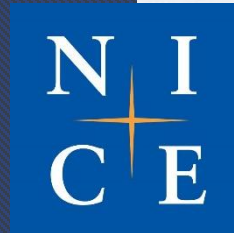
3가지 모니터링 지표와 더불어 투자지역 및 물건, 분양률, LTV, 신용보강구조 등 세부현황에 대해 점검하고 유의미한 변화가 나타날 경우 신용등급에 반영할 계획

모니터링 지표별 임계수치 초과 증권사

모니터링 지표	임계수치	임계수치 초과 증권사
1. 자기자본 대비 부동산 익스포져 비중	100%	메리츠, 현대차, 다올
2. 사업 초기단계 익스포져 비중 (계약금대출 포함 브릿지론/부동산 익스포져)	35%	BNK, 이베스트, 하이
3. 중·후순위 비중 (중·후순위/부동산 익스포져)	75%	하이, BNK, 다올, 현대차

모니터링 지표와 임계수치는 절대불변은 아니며,
변경이 필요하다고 판단될 경우 수정된 견해를 공식적으로 표명할 예정

—...
Q&A



—...
Reference

김기필 금융평가본부 금융평가1실장

E-mail : kipil@nicerating.com

Tel : (02)2014-6236

이예리 금융평가본부 선임연구원

E-mail : yeli.lee@nicerating.com

Tel : (02)2014-6294

Disclaimer

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주)가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 “발간물”)은 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대해 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 보고서에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 평가보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.