

부동산 증권시장



Introduction

인사말과 리포트에 대한 소개

Beyond land, Behold Life

SRC[Seoul National University Real Estate Club]는 서울대학교 유일의 부동산 학회로 차세대의 리더를 양성하는 부동산금융업계의 파워하우스로 자리하고 있습니다.

SRC는 2006년 겨울에 창립하여 현재 31기까지 총 311명의 회원을 배출하였습니다.

SRC Alumni는 시행사, 운용사, 증권사, 신탁사, 컨설팅, 시공사, 감정평가사, 공기업, 프롭테크 등 다양한 분야로 진출하여 활약 중이며 끈끈한 네트워크를 형성하고 있습니다.

또한 자체교육, 연사초청강연, IM 발표, 리포트 발간 등 탄탄한 커리큘럼을 기반으로 성장하며 사회로 나갈 기반을 다지고 있습니다.

SRC는 부동산을 공부하고 가치를 찾습니다.

본 리포트에서는 부동산 증권시장에 대한 전반적인 개념을 정리하고, 더 나아가 최근 침체된 부동산시장과 관련된 이슈에 대하여 다룹니다.

본 리포트는 학회원들의 학습 및 연구 목적으로 작성되었습니다.

작성된 내용에 오류가 있을 경우 다음의 이메일(src.apply@gmail.com)로 연락 부탁드립니다.



최홍익 [30기]

체육교육과



이수민 [31기]

건축학과



구도운 [31기]

경영학과



진희주 [30기]

지리학과



류영하 [25기]

지리교육과

목차

01 Intro

- 1) 사례 1p
- 2) 현황 2p

02 증권시장

- 1) 증권시장의 구조 5p
- 2) 부동산의 증권화 6p

03 자금조달 유형 및 구조

- 1) PF 1p
- 2) ABL 2p
- 3) PI 3p

04 최근 이슈 분석

- 1) PF 1p
- 2) ABL 2p
- 3) PI 3p

부동산 發 금융위기?

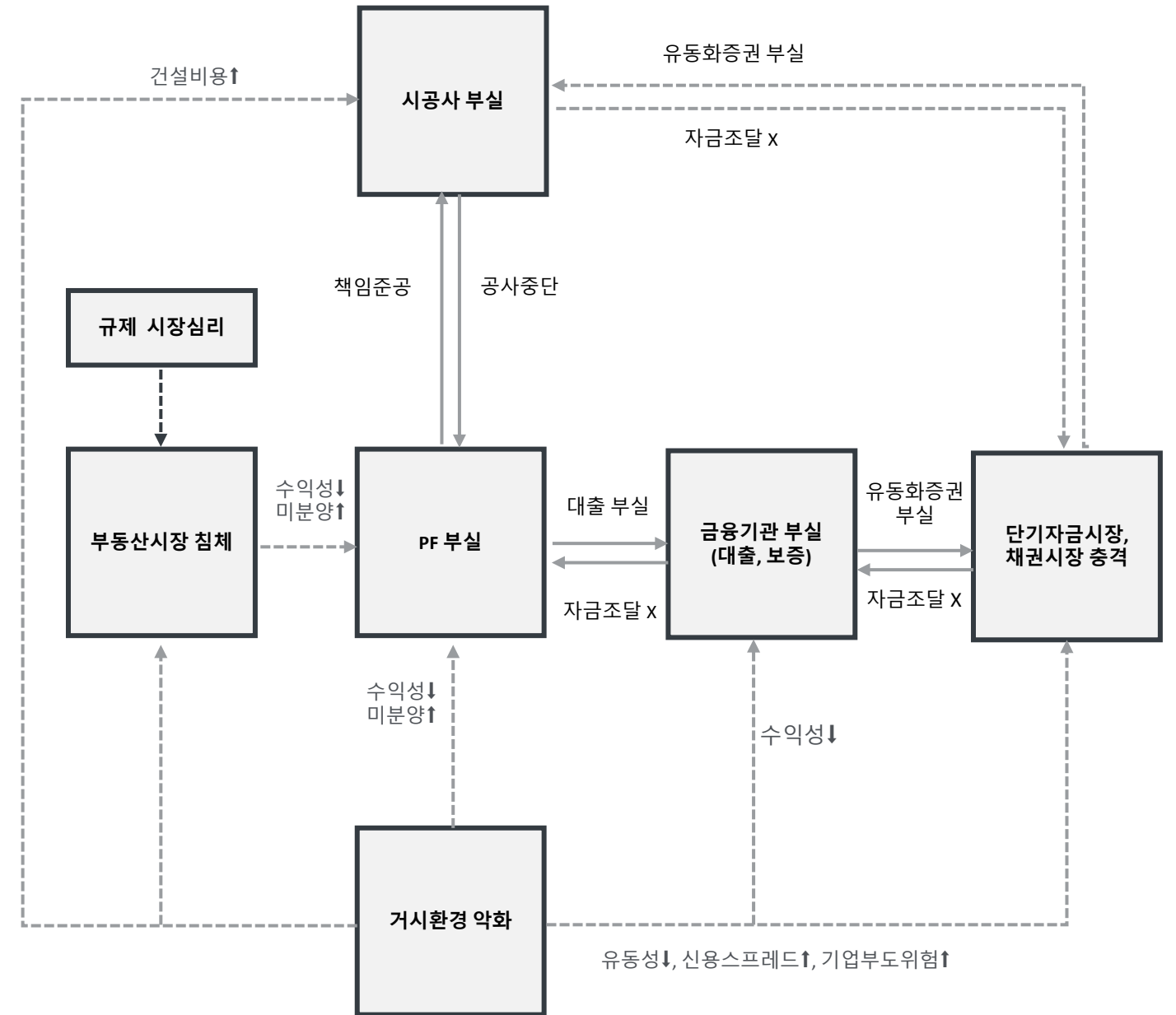
'2011 저축은행 부실사태'와의 유사성

저축은행 부실사태는 2008년 금융위기 이후 PF 대출의 상당수에 부실이 발생한 것이 도화선이 되어 2015년까지뱅크런과 수십 개 저축은행의 영업정지 및 파산으로 큰 피해가 있었던 사건입니다. 현재 저축은행의 PF 대출 잔액은 사건 당시에 근접하고 있으며, 부동산 침체 및 금리 인상의 여파로 2016년 이후 연체율이 최고점을 갱신하며 부실 우려가 제기되고 있습니다. 특히 현대의 금융시스템은 상호연계성이 높으며 디지털 경제의 확산으로 금융위기 전파의 위험성이 더욱 높습니다.

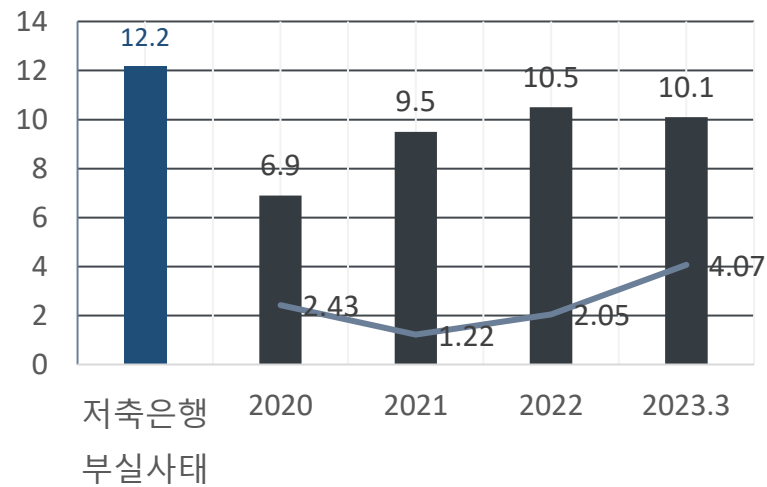
'2022 레고랜드 사태'의 충격파

레고랜드 조성사업을 추진할 때 강원도가 2050억 규모의 PF-ABCP 발행에 채무보증을 하였으나 이를 상환하지 않겠다는 발표를 하였고 신뢰도가 높은 지방자치단체의 채무 불이행 공포로 인하여 채권시장에 충격을 주었던 사건입니다. 이로 인하여 PF 이자율이 급등하였고 주택시장 침체 및 금리인상과 함께 현재의 부동산 PF 부실위험을 촉발하는 충격을 주었습니다. 실제로 당시 FED(미연방준비제도)의 기준금리는 동기간 약 50bp가 증가 하였으나, 국내 PF 유동화증권의 금리는 약 300bp가 상승하였습니다.

I 부동산 PF 위험전이 경로



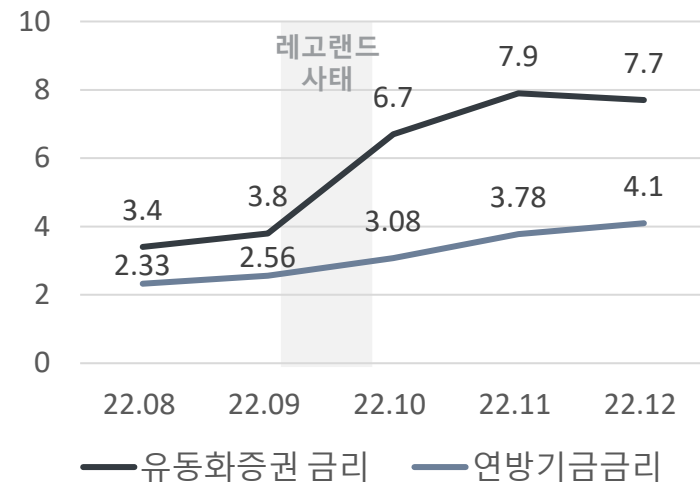
I 저축은행 PF 대출 잔액 및 연체율



■ 대출 잔액 (조원) — 연체율 (%)

Source: 금융감독원

I 증권사 유동화증권 금리 추이



Source: 한국예탁결제원, 자본시장연구원

Source: 자본시장연구원

우발채무

- ✓ 우발채무는 현재의 채무는 아니지만 특정 조건이 성립하면 경제적 자원이 유출될 수 있는 항목입니다.
- ✓ 부채의 정의 요건을 충족하지 못하여 재무제표에 부채로서 인식되지 않지만 주석 등에 공시됩니다.
- ✓ 그러나 우발채무가 과도할 경우 기업의 신용 평가에 부정적 영향을 주므로 관리해야 하는 위험입니다.
- ✓ 주요 시공사의 부동산 PF 관련 우발채무가 확보한 현금 유동성을 초과하여, 우발채무 현실화 시 도산 우려가 있습니다. 해당 건설사들의 우발 채무의 70%는 미착공 사업이 차지하기 때문에 악성 채무로 전환될 가능성이 높습니다.
- ✓ 주요 증권사의 부동산 PF 자기자본 대비 우발채무 비중이 높아지고 있는 추세이며, 80%에 육박하여 재무건전성의 위협으로 떠오르고 있습니다.

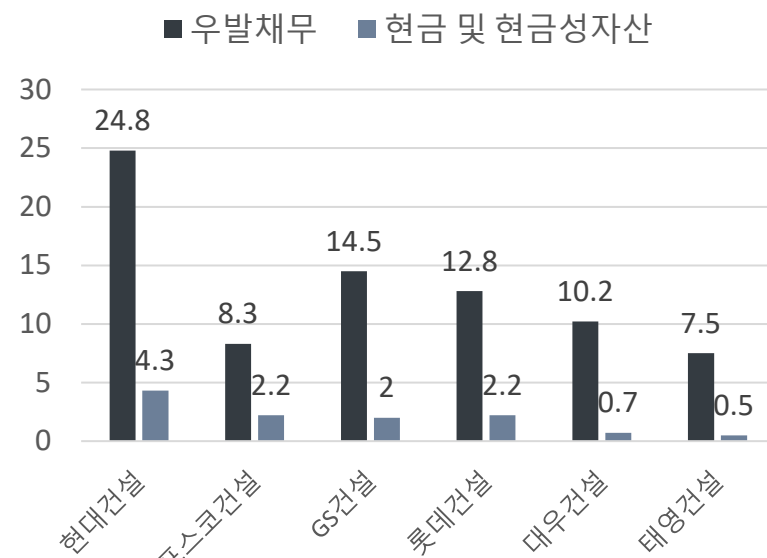
부실채권

- ✓ 부실채권은 금융기관의 대출채권 중 부도 등의 사유로 정상적으로 회수되고 있지 않은 대출채권입니다.
- ✓ 부채의 정의 요건을 충족하기 때문에 대손충당금의 형식으로 재무제표에 인식합니다.
- ✓ 대손충당금은 미래에 발생할 손실에 대비하여 미리 적립하는 계정으로 은행은 인식 의무가 있습니다.
- ✓ 시공사의 경우 국내 미분양 주택이 급증하면서 부동산 PF 관련 부실채권이 발생할 우려가 증가했습니다.
- ✓ 증권사의 부실채권 잔액과 연체율이 2020년에 비해 2배 이상 급증하여 리스크 증가를 반영하고 있습니다.

자산건전성 분류	정상채권		부실채권		
	정상	요주의	고정	회수의문	추정손실
대손충당금 적립비율	0.85%	7%	20%	30%	100%

I 시공사 부동산 PF 관련 우발채무 현황

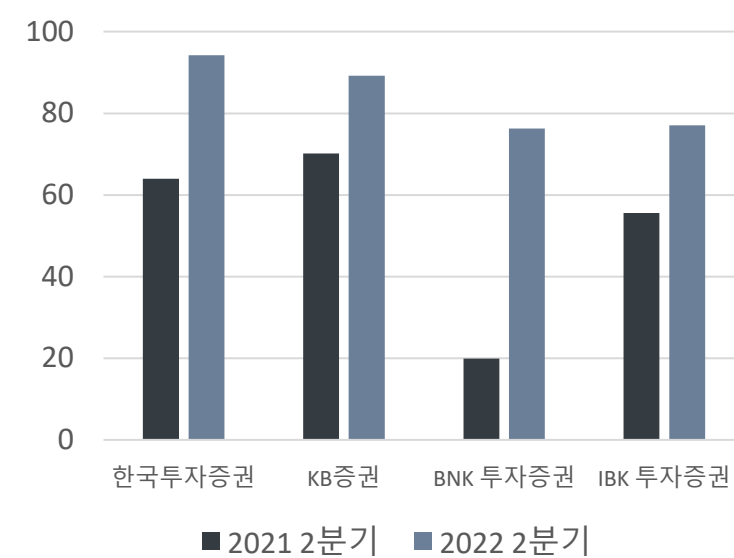
(2023년 3월, 단위: 조원)



Source: 나이스신용평가

I 증권사 부동산 PF 자기자본 대비 우발채무 비중

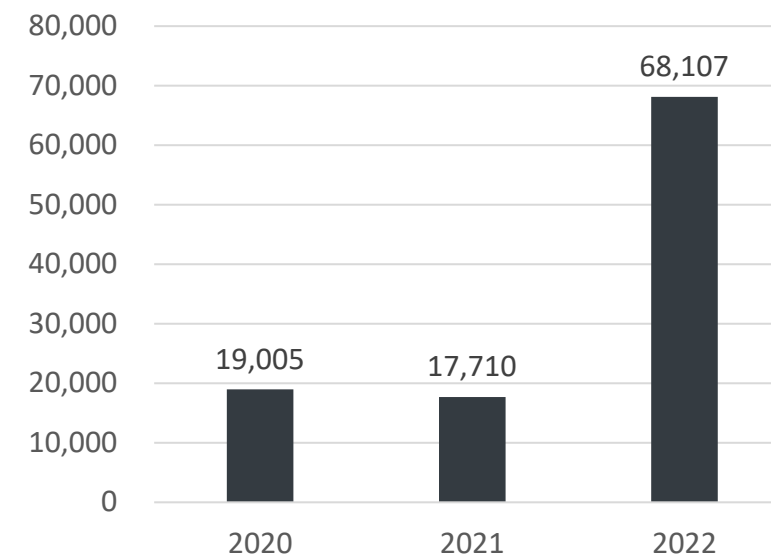
(단위: %)



Source: 비즈니스워치

I 시공사 국내 미분양 주택 현황

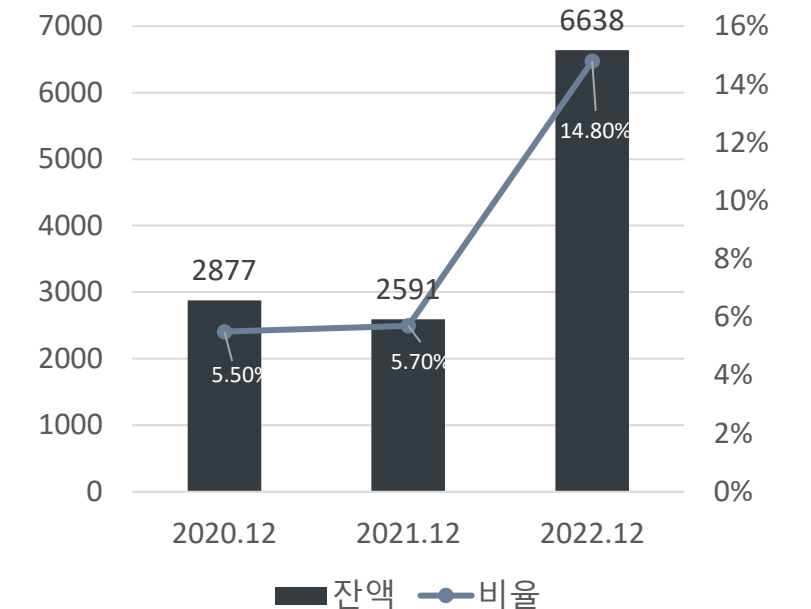
(2023년 2월, 단위: 호)



Source: 예탁결제원

I 증권사 부동산 PF 관련 부실채권 잔액 및 연체율

(단위: 억원, %)



Source: 금융감독원

부동산의 증권화

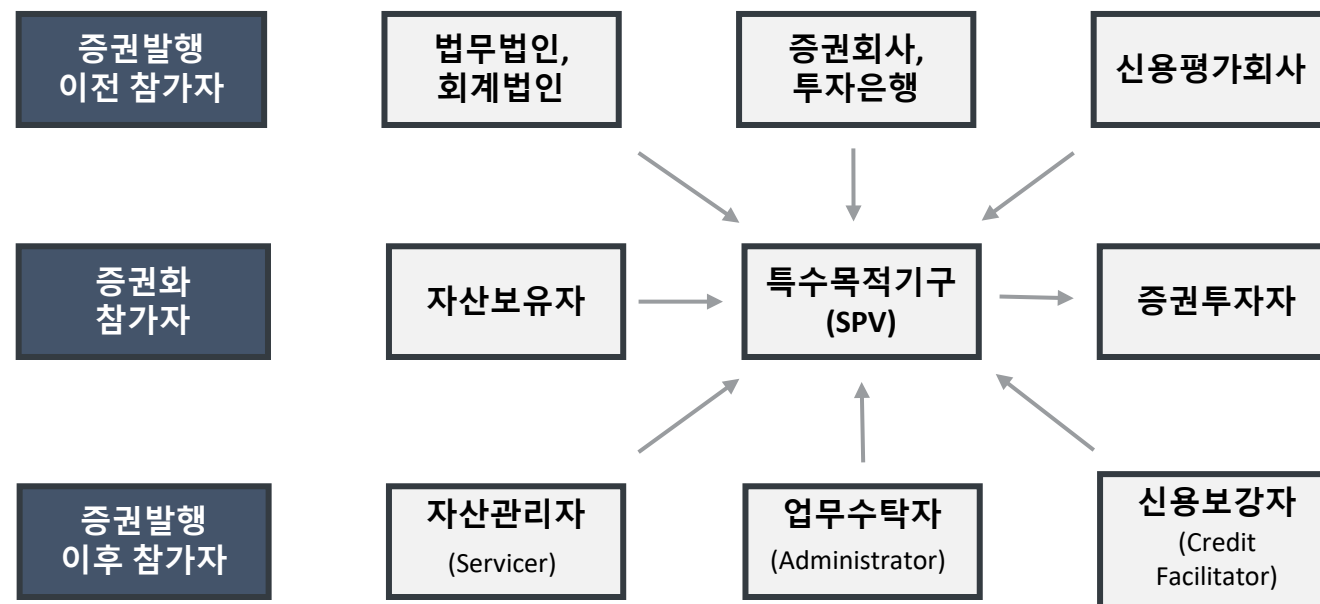
증권화 [Securitization]

유동성이 낮은 자산 [Illiquid Asset]
부동산 및 대출채권 같이 현금화가 쉽지 않은 자산입니다. 주로 증권화의 대상 자산이 됩니다.

시장성 높은 증권 [Tradable Securities]
채무증권/지분증권/수익증권/투자계약증권/파생결합증권/증권예탁증권의 여섯 가지로 구분되며, 증권시장에서 거래가 가능한 증권입니다.

I 부동산 증권화의 구조

- ✓ 유동성이 낮은 자산을 증권화하기 위해서는 관련 법제를 바탕으로 특수목적기구(SPV)를 활용해야 합니다.
- ✓ SPV는 회사의 형태일 수도 있고, 신탁이나 조합의 형태일 수도 있으며, 증권화 과정에서 다양한 전문가가 투입됩니다.
- ✓ 각 분야의 전문가들은 증권화의 과정 속에서 현금흐름을 추정 및 분석해 만기와 금리가 다른 다수의 증목으로 분할(tranching)하거나,
- ✓ 선후순위 구조, 초과담보 설정 등을 통해 선순위 증권의 신용위험을 경감하고(신용 보강),
- ✓ 투자 결정을 쉽게 할 수 있도록 증권화 상품의 신용등급을 평가하는(신용평가) 등의 과정을 진행합니다.



Source: 이중희(2011), p.26.

I 증권화 대상자산의 종류

- ✓ 아래 표는 증권화의 대상이 되는 대표적인 자산들입니다. 유가증권, 매출채권, 대출채권, 부동산 관련 자산 및 기타 자산이 증권화의 대상자산이 되고 있습니다.
- ✓ 그 중에서 부동산대출, 부동산실물 및 부동산채권이 부동산 증권화의 대표적인 대상자산입니다.

유가증권	회사채 등		증권화 대상자산
매출채권	신용카드매출채권, 자동차할부매출채권 등		
대출채권	기업 대출		부동산 증권화 대상자산
	개인 대출	신용카드대출채권, 자동차대출채권, 학자금대출채권 등	
부동산 대출	주택담보대출채권, 상업용부동산 담보대출채권, 부동산PF 대출채권 등		
부동산 관련 자산	부동산실물	임대용 건물, 영업용 시설, 본사 사옥 등	
	부동산채권	분양대금채권, 공사대금채권, 임대차보증금반환청구권 등	
기타 자산	지적재산권 등		

Source: 이중희(2011), p.24.

I 증권화 상품의 종류

- ✓ 아래 표에서 대표적인 부동산 증권화 상품인 주택저당증권과 자산유동화증권을 확인할 수 있습니다.

대상자산		증권화 상품		근거법률
부동산 관련 자산	주거용 모기지론	MBS(주택저당증권)	공공기관 MBS	KHFC법 (한국주택금융공사법)
			비공공기관 MBS	
	상업용 모기지론	CMBS(상업용 부동산 저당증권)		ABS법 (자산유동화에 관한 법률)
	부동산 PF 대출	부동산 관련 ABS (자산유동화증권)	부동산 PF ABS	
기타 부동산 자산	부동산 관련 ABS (자산유동화증권)	부동산 PF ABCP (자산담보부기업어음)	상법	
일반 자산	유가증권, 매출채권 등	일반 ABS		ABS법 (자산유동화에 관한 법률)

02 증권시장

증권시장의 구조

증권시장 [Securities Market]

발행시장 [Primary Market]

자금 수요자인 기업 등이 발행주체가 되어 인수기관을 통해 자금 공급자인 투자자에게 신규발행증권의 취득을 권유하거나, 이미 발행된 증권에 매수 및 매도의 청약을 권유하여 자금을 조달하는 시장입니다.

• 수요자에 따른 분류

공모발행 : 다수의 투자자(50인 이상 법인 및 개인 등)에게 취득할 것을 권유합니다.

사모발행 : 소수의 투자자(50인 미만)에게 취득할 것을 권유합니다.

• 발행위험 부담에 따른 분류

직접발행 : 발행주체가 스스로 발행위험을 부담하고 직접 사무를 처리합니다.

간접발행 : 발행주체가 증권사의 도움을 받아 간접적으로 발행합니다.

• 간접발행시장에서의 금융주관 유형

총액인수 [Firm commitment] : 인수단이 발행증권의 전부나 일부를 인수하고 발행위험을 부담합니다.

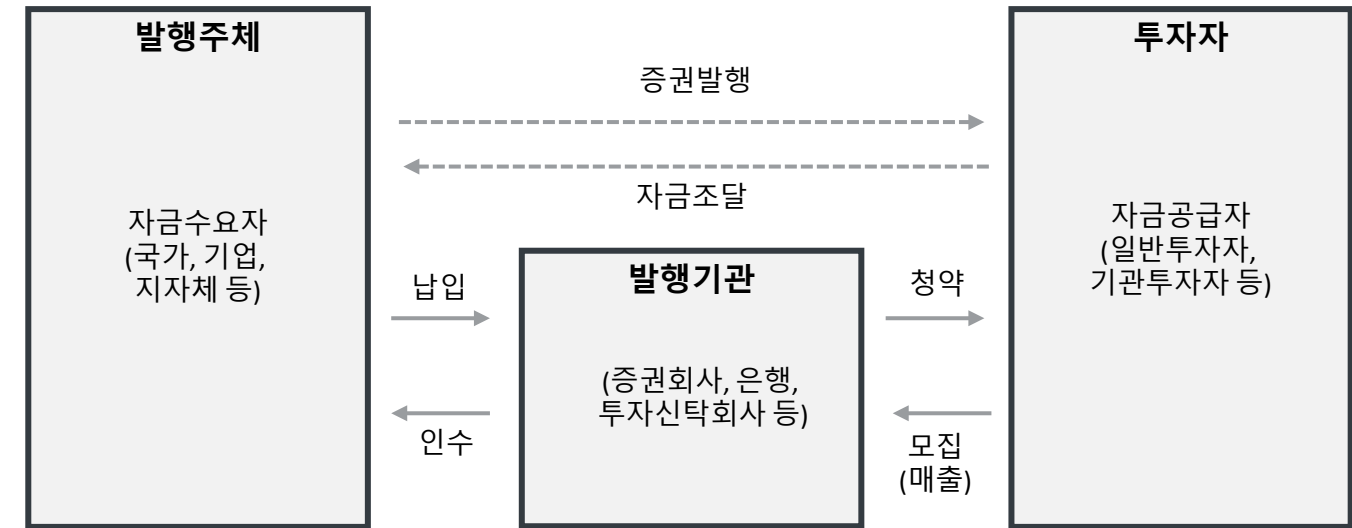
잔액인수 [Stand-by Agreement] : 인수단이 공모 후 부족액에 대하여 계약서상 조건으로 인수합니다.

모집주선 [Best-effort Basis] : 증권 모집에 대한 사무처리 및 투자자 권유 등을 증권회사 등에 위탁하되 위험은 발행회사가 모두 부담합니다.

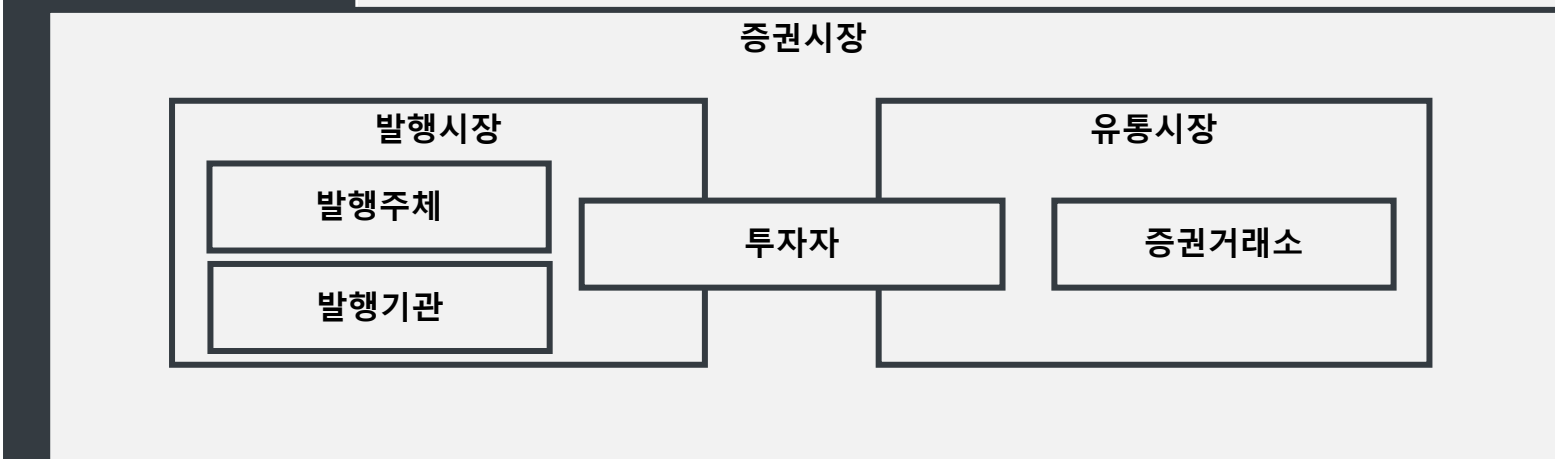
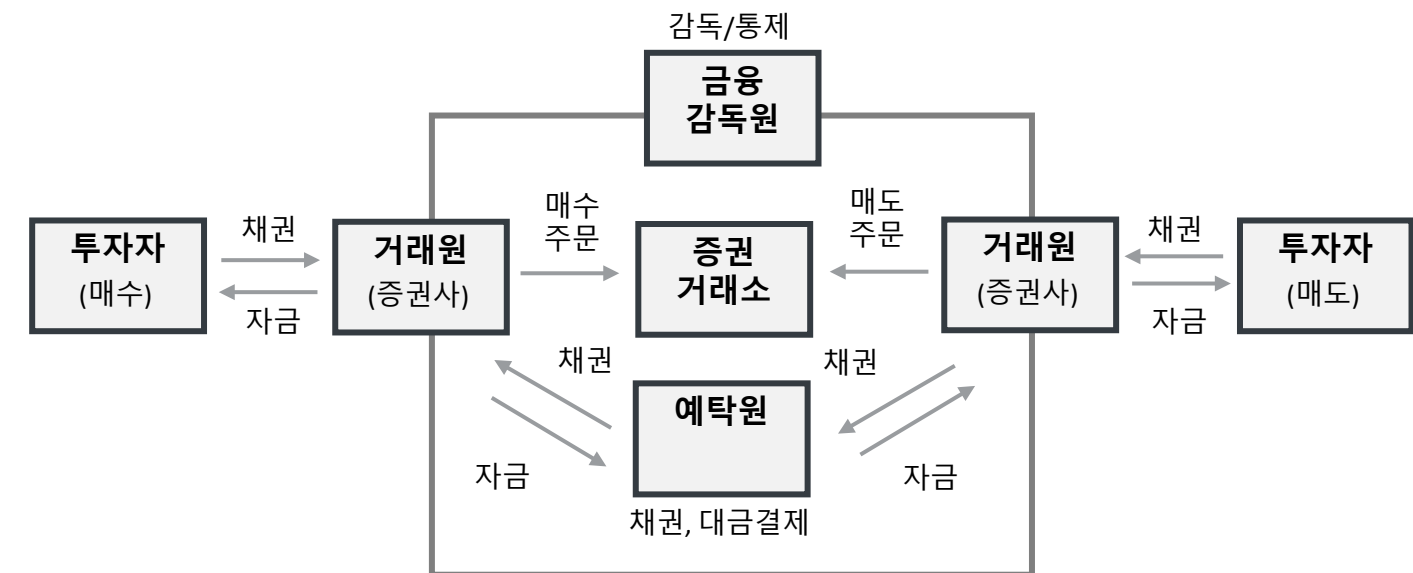
유통시장 [Secondary Market]

발행된 유가증권이 거래되는 시장입니다. 증권사의 중개를 통하여 거래가 이루어지며, 투자자에게 매매주문을 받아 거래소를 통하여 매매를 체결하고 수수료를 수취합니다.

I 발행시장의 구조



I 유통시장의 구조



02 자금조달 유형 및 구조

PF [Project Financing]

브릿지론

- 본 PF 승인 전까지 중간다리의 역할을 하는 대출입니다.
- 인허가가 승인되지 않은 상태에서 빌려주는 자금이기 때문에 위험이 높습니다.
- 본 PF에 대한 LOI, LOC를 발급하여 상환능력을 보강합니다.
- 토지매입자금과 사업초기 시행사 운영자금으로 활용됩니다.
- 통상 단기, 고금리 상품입니다.
- 주로 제 2금융권에서 취급하는 상품입니다.
- 본 PF자금으로 상환합니다.

본PF

- 인허가 승인 이후 프로젝트의 사업성을 담보로 하는 대출입니다.
- 브릿지론 상환 및 시공비용으로 활용됩니다.
- 통상 중기, 중금리 상품입니다.
- 주로 제 1금융권을 포함한 기관투자자들이 참여합니다.
- 분양대금으로 상환합니다.

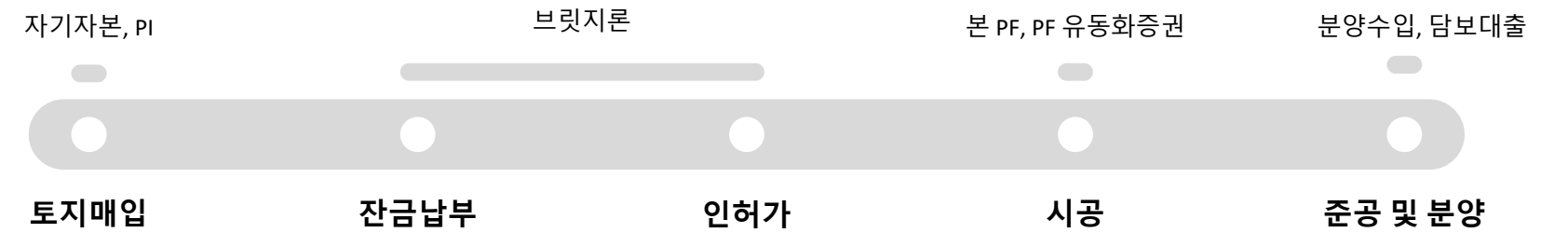
PF-ABS

- ABS[Asset Backed Securities]는 채권을 담보로 SPC가 발행한 유동화증권을 의미하며, 부동산시장에서는 크게 PF-ABS, PF-ABCP, PF-ABSTB로 나눌 수 있습니다.
- 기존 PF 대출금 상환을 위하여 대출채권 유동화를 목적으로 합니다.
- PF대출채권을 기초자산으로 차환발행을 하는 구조이며, 단기 이자비용으로 장기 자금을 조달할 수 있습니다. 기초자산의 만기까지 단기 ABS 상품을 지속적으로 재발행하여 대환합니다.
- PF-ABS[Asset Backed Security] : 통상 만기가 장기(1~3년)입니다.
- PF-ABCP[Asset Backed Commercial Paper] : ABS와 CP[기업어음]가 혼합된 형태로, 채권을 담보로 CP를 발행합니다. 통상 만기가 중기(6개월~1년)입니다.
- PF-ABSTB[Asset Backed Short Term Bond] : 통상 만기가 단기(3개월 이하)입니다.

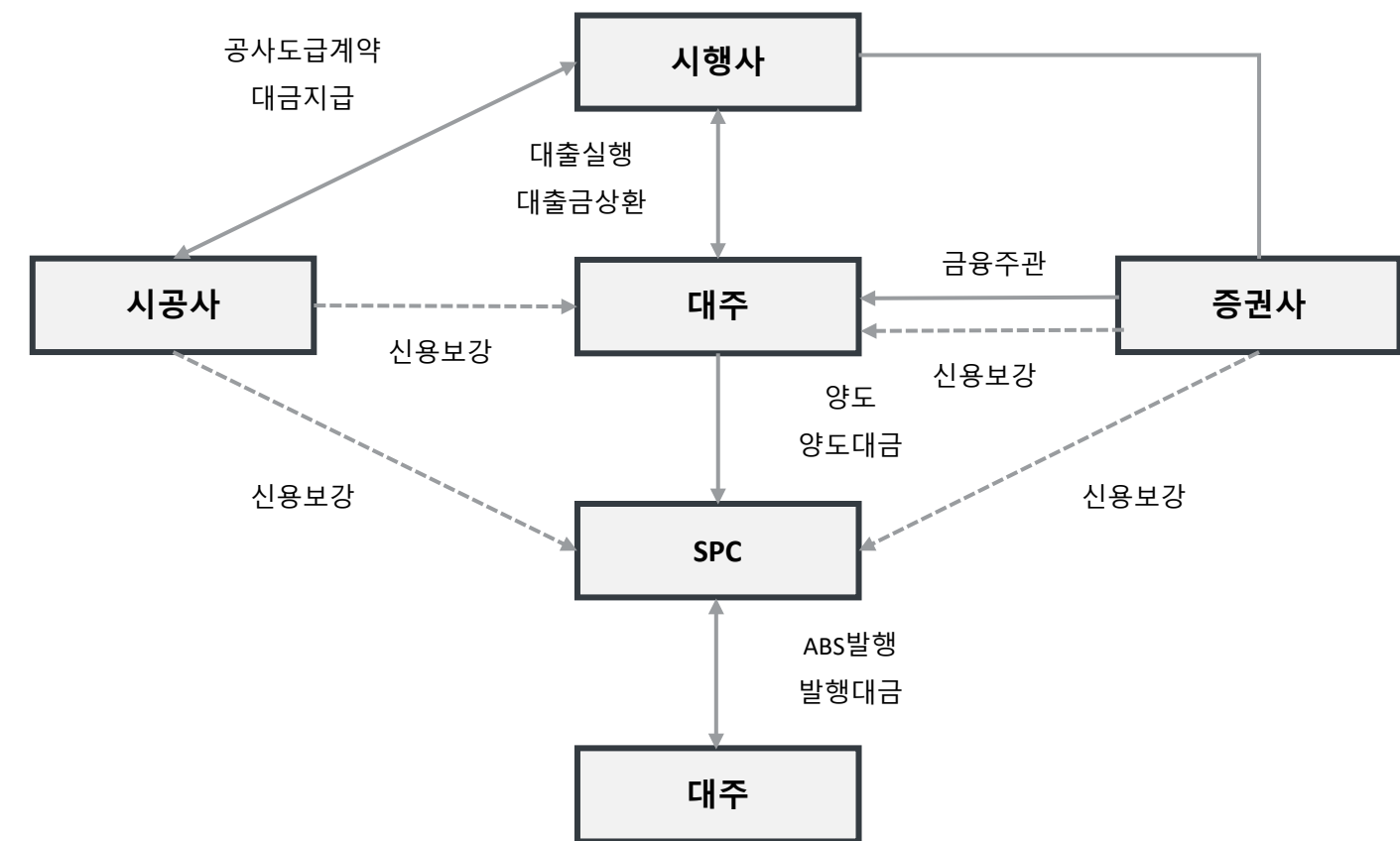
미분양 담보대출

- 준공 후 미분양 발생 시 이를 담보로 하는 대출을 말합니다.
- 통상 우선적으로 PF대출금을 상환하고 잔여자금으로 시공사의 미지급공사비를 지급하게 됩니다.
- 통상 장기, 저금리 상품입니다.
- 증권사에서는 일종의 지급보증으로써 보증수수료를 받고 미분양담보대출확약을 하여, 미분양물량 발생 시 LTV의 50~60%를 PF 대주단에게 지급합니다.

I PF 절차



I PF 구조



국내 PF 특징

- ✓ 시행사 설립의 약한 자본요건과 초기투자 파트너십의 부재로 인하여 자기자본이 낮기에 브릿지론의 비중이 크며, 본PF자금을 상환재원으로 사용해야 합니다. 이에 본 PF 조달 부담이 크고, 대주 간 위험전이 가능성이 높습니다.
- ✓ 분양대금(계약금, 중도금)을 사업비로 사용함에 따라 수분양자와 대출기관이 동등한 담보 우선순위를 갖게되어 온전한 담보가치를 보존하기 어렵습니다.
- ✓ 적은 자본 및 브릿지론-본PF 연계성, 담보 우선순위의 위험으로 인하여 신용보강에 더욱 크게 의존하는 형태를 형성하고 있습니다.
- ✓ IMF 이전 시공사는 자체시행을 중심으로 사업을 추진하였으나, IMF 이후 자체시행에 따른 부채비율 위험을 해소하기 위해 도급계약 및 신용보강의 역할을 수행하게 되었습니다.
- ✓ 2008년 금융위기, 2010년 저축은행 부실사태[부동산 PF 사태] 이후 금융기관도 신용보강의 역할을 맡기 시작하였습니다.
- ✓ 현재는 미분양담보대출, 조건부지급보증, 채권 유동화 등 다양한 방식의 신용보강 구조가 활용되며 여러 기관이 위험을 분담하며 함께 참여하는 방식으로 활용되고 있는 추세입니다.

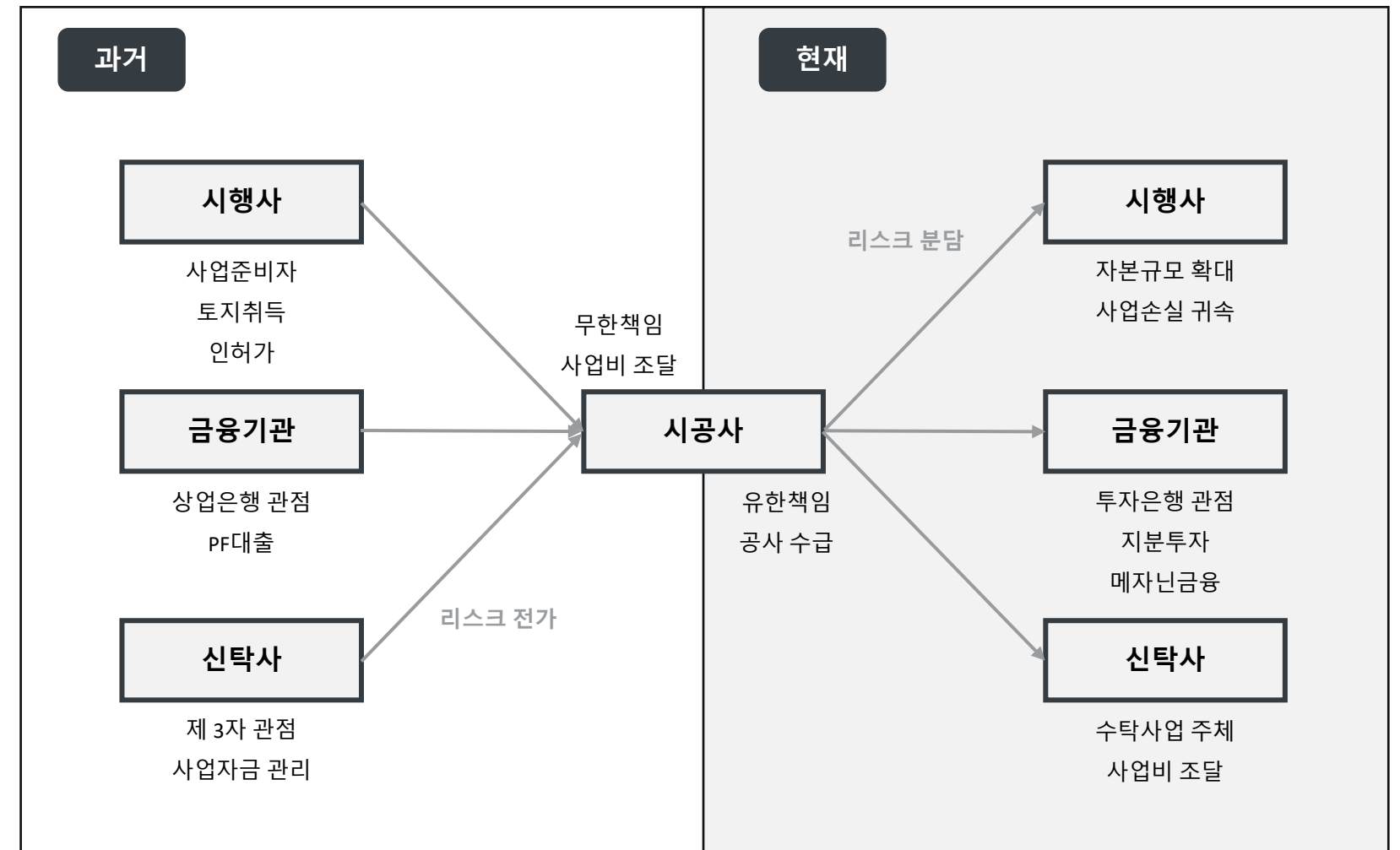
I 비교

	국내	해외
토지매입	<ul style="list-style-type: none"> 시행사의 자기자본으로 자본금을 마련합니다. 총 사업비의 5-10% 수준으로 토지매입을 시도합니다. 건설단계의 본PF 자금으로 토지매입자금을 상환합니다. 	<ul style="list-style-type: none"> 시행사(GP), 투자자(LP)가 함께 자본금을 마련합니다. 총 사업비의 20-30% 수준으로 토지매입을 시도합니다. LP로부터 추가 자금을 확보하여 토지매입자금을 모두 상환하고 토지 담보를 해제합니다. (본 PF와 연관성 없음.)
사업비	<ul style="list-style-type: none"> 분양대금(계약금, 중도금)이 사업비로 사용됩니다. 수분양자 감소 시 사업비 조달에 악영향을 미치며, 미분양 비율이 높은 경우 공사가 중단될 수 있습니다. 	<ul style="list-style-type: none"> 분양대금이 사업비로 사용되지 않습니다. 수분양자는 분양물건 5-10% 수준의 계약금만 지불하며, 제3기관에 예치됩니다.
신용보강	<ul style="list-style-type: none"> 신용보강에 더욱 의존하는 형태를 보이며, 시공사와 증권사의 신용보강을 기반으로 합니다. 통상 시행사는 영세하여 자기자본이 적기 때문에, 큰 규모의 시공사의 신용보강부담이 가장 높으며 금융기관의 신용보강이 더해지고 있으나 여전히 비대칭적인 위험분담구조입니다. 	<ul style="list-style-type: none"> 미국의 경우 부동산 투자가 활발하고, 자본력이 충분한 시행사와 함께 다양한 출처의 초기 투자금을 조달할 수 있는 금융시장이 발달되어 있습니다. 매입한 토지와 모기업의 자산 등이 담보로 제공됩니다. 시행사의 높은 자본과 담보 제공으로, 플레이어들 간 상대적으로 균일하게 위험을 분담합니다.

원가 및 이익	분양대금				
	토지비용		공사비용	금융 및 기타비용	사업이익
국내 PF	자기자본	후순위대출	선순위대출	계약금/중도금	사업이익
해외 PF	자기자본/투자금		후순위대출	선순위대출	사업이익

Source : 이보미, 우리나라 PF 구조의 문제와 시사점2023

I 발전과정



Source : 이국형, 문영기, 부동산 PF 참여자의 리스크 분담방안, 한국주택금융공사 주택금융월보, 2018

PF 신용보강 [신용·유동성공여]

- ✓ PF는 원칙적으로 상환청구가 제한되는 비소구금융이지만, 경기변동 위험 사업성 평가의 어려움, 시행사의 영세함 등으로 인하여 신용보강이 활용되는 제한적 소구금융의 형태를 보이고 있습니다.
- ✓ 이에 따라 실질적인 사업의 신용도는 프로젝트 자체의 사업성보다는 신용보강을 제공하는 시공사와 증권사의 신용도에 많은 영향을 받으며, 시공사와 증권사는 PF 시장의 주요 신용보강 주체입니다.
- ✓ 유동성공여는 차환발행 시에만 유동성을 보장해주는 형태이며, 신용공여는 유동성공여에 더하여 부실 발생 시에도 매입할 의무를 부담하는 것을 말합니다.

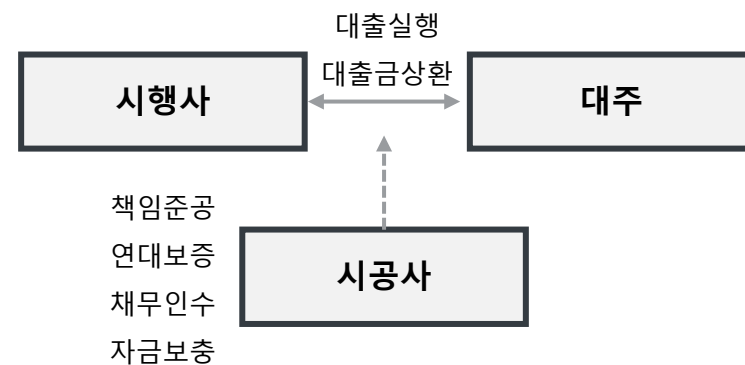
I 시공사의 신용보강

	책임준공	연대보증·채무인수	자금보충
신용보강 대상	시행사	시행사	SPC
신용보강 범위	PF 대출원리금	PF 대출원리금	PF 대출원리금
특징	<ul style="list-style-type: none"> • 미분양, 민원, 공사비 등의 문제가 발생해도 기간 내에 준공해야하는 책임을 말합니다. • 미이행시 채무를 인수하는 조건부채무인수의 형태가 많습니다. 	<ul style="list-style-type: none"> • 기한의 이익 상실 시의 채무인수 및 보증채무이행 의무를 말합니다. • 연대보증은 최고·검색의 항변권이 인정되지 않고 채무인수는 인정되는 차이점이 있으나, 계약서에 명시적으로 배제하여 실질적으로 유사한 개념입니다. 	<ul style="list-style-type: none"> • 기한의 이익 상실 시의 자금 대출 및 출자 의무를 말합니다. • 미이행시 채무를 인수하는 조건부 채무인수의 형태가 많습니다.

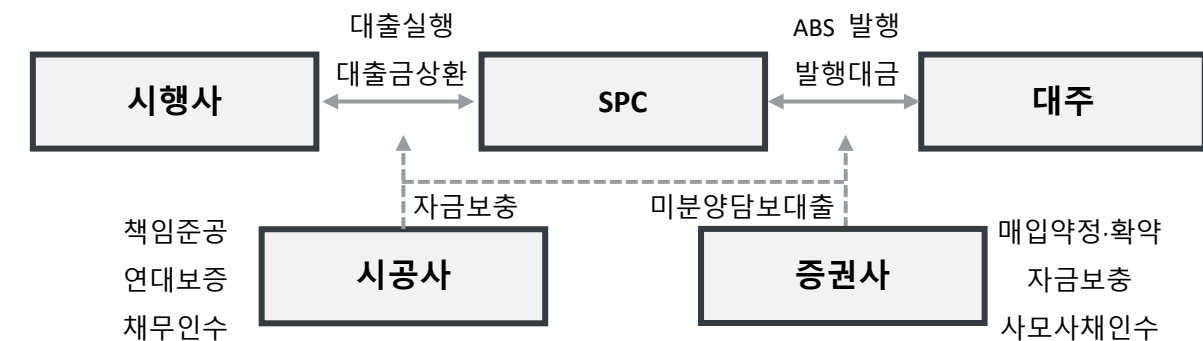
I 증권사의 신용보강

	미분양담보대출	매입약정·확약	자금보충	사모사채 인수
신용보강 대상	시행사	SPC	SPC	SPC
신용보강 범위	미분양 물량의 LTV	유동화증권	유동화증권	유동화증권
특징	<ul style="list-style-type: none"> • 분양률이 저조하여 공사비 및 PF 상황이 어려운 경우, 미분양 물량을 담보로 대출을 해주는 것을 말합니다. 	<ul style="list-style-type: none"> • 기초자산의 기한의 이익 상실로 유동화증권 상황이 어려울 시의 기초자산의 매입 의무를 말합니다. • 매입약정은 유동성공여, 확약은 신용공여에 해당합니다. 	<ul style="list-style-type: none"> • 기초자산의 기한의 이익 상실로 유동화증권 상황이 어려울 시의 자금 대출 및 출자 의무를 말합니다. 	<ul style="list-style-type: none"> • 기초자산 약정과 별개로 체결되며, 유동화증권 상황이 어려울 시의 계약조건에 따른 사모사채 인수를 말합니다

I 기본 신용보강 구조



I 유동화 구조 내 신용보강 구조



PF-ABL [Asset Backed Loan]

- ✓ 진행중인 프로젝트의 미래 현금흐름에 대한 수익권을 담보로 자금을 조달하는 고금리 상품입니다.
- ✓ 담보자산을 SPC 및 신탁사에 양도하거나, 질권을 설정하여 담보를 차주의 상환위험으로부터 보호합니다.

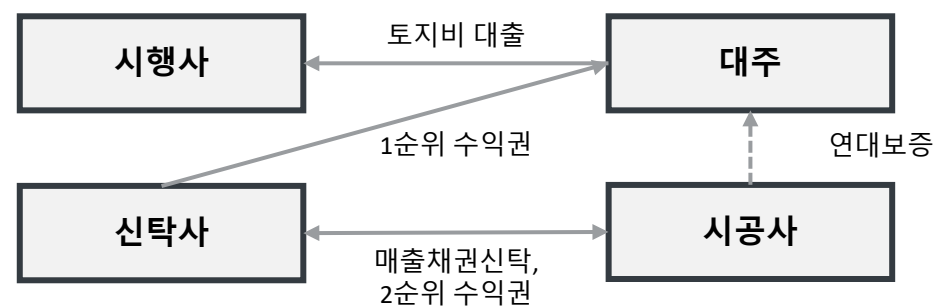
I 분양대금 ABL

- 분양대금 ABL의 경우, 분양계약이 완료되었을 때 분양대금에 대한 수익권을 유동화하는 대출입니다.
- 분양계약 이후 잔금 정산 전까지의 기간에 신규프로젝트를 위한 자금조달을 목적으로 합니다.
- 수분양자가 계약을 취소하거나, 시공을 완료하지 못할 시 입주 후에 정산하는 잔금을 받지 못할 위험이 있습니다.



I 공사대금 ABL

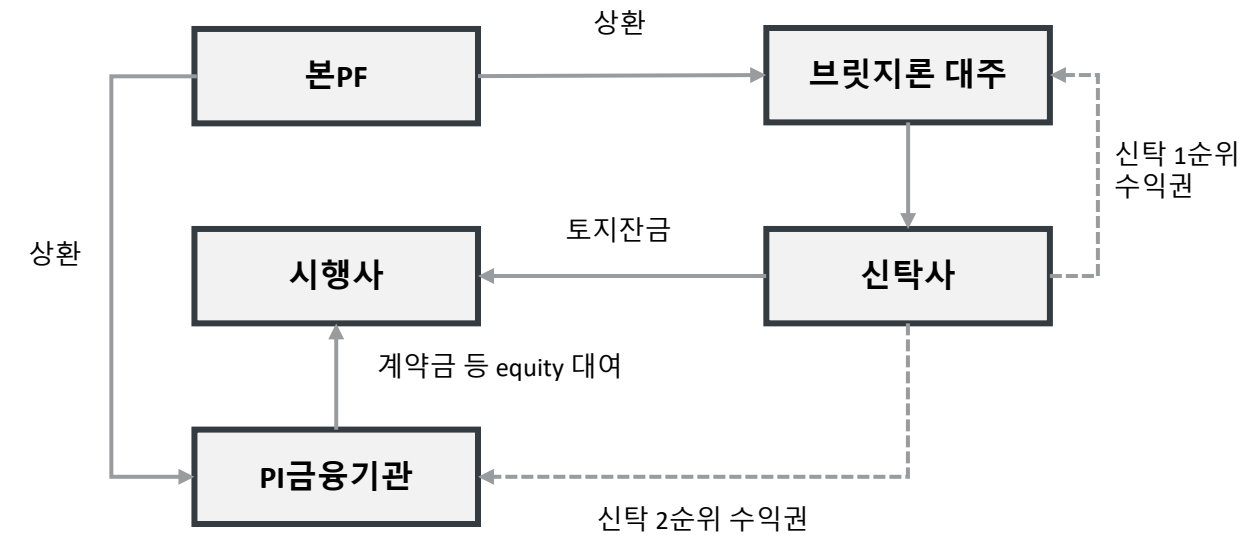
- 공사대금 ABL의 경우 공사대금을 담보로 하는 대출입니다.
- 차입형토지신탁에 더하여 토지비의 일부를 공사대금 ABL로 조달하는 구조인 혼합형개발신탁에 활용됩니다.
- 시공사 부도 등으로 인하여 공사대금을 받지 못할 위험이 있습니다.



PI [Principal Investment]

- ✓ PI는 시행사의 자본금이 부족할 시 토지계약금대출로 활용됩니다.
- ✓ 토지계약금은 시행사의 자본(Equity)이며 계약금의 부족분을 채우기에 PI는 에퀴티성 대출로 불립니다.
- ✓ 계약 잔금 및 본 PF 조달 실패 시 상환이 되지 않을 위험이 있습니다.
- ✓ 인허가 승인 후 본 PF로 상환하는 구조로, 1년 미만의 고금리 상품입니다.
- ✓ PI 투자자는 브릿지론보다 후순위인 2순위 우선수익권을 갖게됩니다.
- ✓ 통상 PI 참여 증권사가 금융주관권을 부여받습니다.

I PI 구조



Bridge Loan Issue

- ✓ 본PF로 전환되지 않아 브릿지론을 상환하지 못하는 것이 가장 큰 위험입니다. 올해 상반기 브릿지론에서 본 PF로 전환비율은 5% 미만입니다.
- ✓ 저축은행의 올 상반기 브릿지론 규모는 대손처리분 제외, 전년 동기와 거의 동일합니다. 저축은행이 브릿지론 신규취급 중단한 사실을 고려하면, 본 PF로 전환이 거의 이루어지지 않았음을 의미합니다.

I 현황

- 현재 저축은행의 자기자본 대비 브릿지론 비중은 128%로, 적정 수치인 30~40%를 한참 상회합니다.
- 브릿지론은 실물이 아닌 토지에 대한 개발 감정가를 기준으로 대출이 진행되는 만큼 수도권은 10배 이상 지방은 100배 이상 높게 책정되기에 회수가 원활하게 이뤄지지 않으면 손실은 기하급수적으로 일어납니다.
- 주요 신용평가는 개인 신용대출 및 주택담보대출 연체율에 따라 주요 저축은행 3곳의 등급 전망을 하향조정하였습니다.
- 부동산 자산 부실화가 더해지면 저축은행은 더 큰 어려움에 직면하게 될 가능성이 있으며 연쇄도산의 가능성도 있습니다.

I 최근 브릿지론 연장 불발 사례

<서울 용산구 상업시설 브릿지론 디폴트처리>

- 최근 스타로드 자산운용이 시행하는 서울 용산구 상업시설 개발 프로젝트가 500억원 규모의 브릿지론 연장에 실패하였습니다.
- 키움증권이 주관사이며, 선순위 427억원, 중순위 70억원, 후순위 15억원 등으로 총 512억원 규모입니다
- 5월말 1차 만기 이후 연장을 논의했지만 결국 최근 디폴트 처리 되었고, 그 결과 선순위 투자자가 공매신청을 결정해 공매 진행 중입니다.
- 개발업계는 용산의 알짜 부지조차 브릿지론 연장이 무산된 것에 대해 충격 받는 분위기입니다.

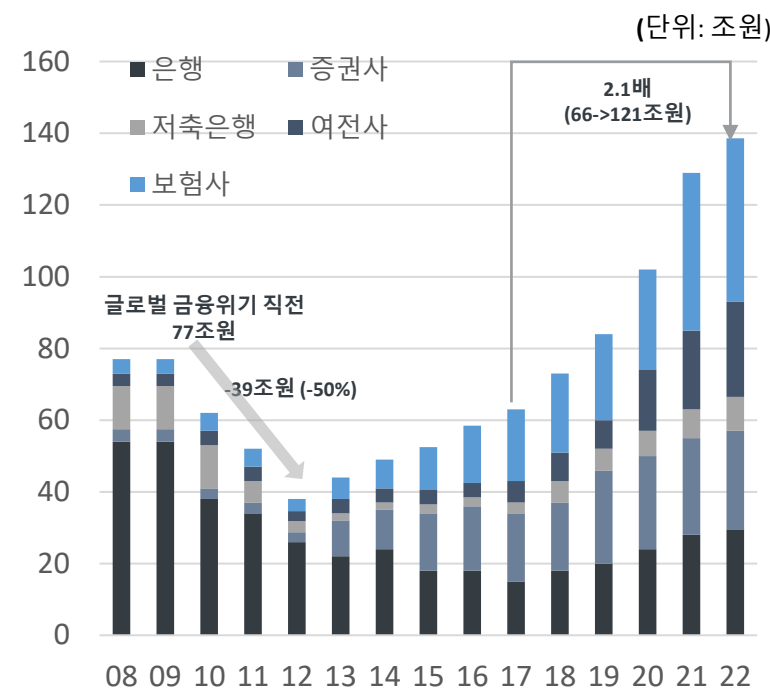
<서울 구로구 럭비구장 개발 프로젝트 무산위기>

- 새마을 금고가 브릿지론에 3300억원을 대출해 준 구로구 온수역 럭비구장 개발 프로젝트 역시 무산위기에 직면하고 있습니다.
- 서울에서 럭비구장 대체부지를 찾는 것 자체가 불가능하다 보니 사업이 위기에 처해 있으며, 브릿지론 만기가 다가오는 9월에 디폴트 처리 여부가 결정됩니다.

<서울 강남구 고급주상복합 리파이낸싱 실패>

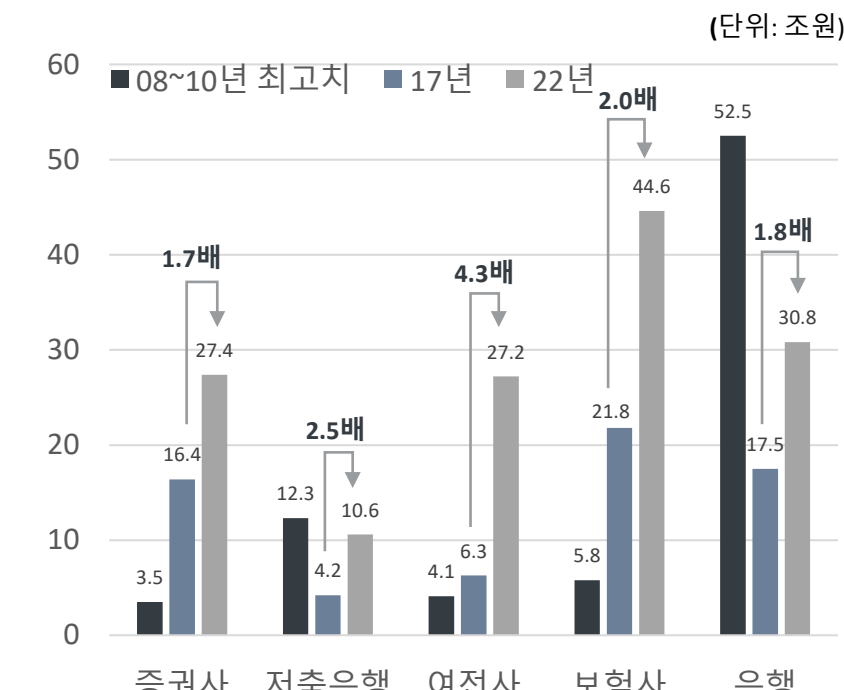
- 시행사 미래인이 진행하는 서울 강남구 '청담동 프리마 호텔' 고급주상복합 개발사업도 차환발행에 실패하며 브릿지론 연장을 협의중입니다.
- 브릿지론을 4640억원에서 5800억원으로 늘려 추가비용도 감당하려 하였으나, 실패하며 기존 브릿지론의 만기 연장을 대주단과 협의하고 있습니다.

I PF대출 잔액 추이



Source: 한국은행

I 업권별 부동산 PF잔액 변화



Source: 한국은행

본 PF

✓ 본 PF의 상환재원인 분양대금과 본 PF의 사용처인 공사대금의 조달에 어려움이 생겨 부실 위험이 높아지고 있습니다.

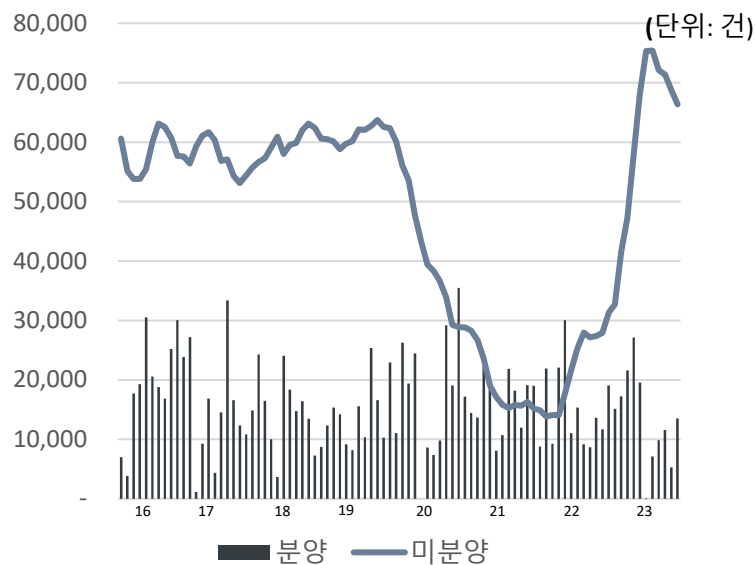
I 현황

- 2023년 월평균 분양물량은 전년 대비 1/3수준이며, 2008년 금융위기 이후 가장 적은 수치입니다.
- 미분양물량이 급증하여 2023년 7만호를 초과하였으며, 증가세가 다소 주춤하고 있으나 미분양위험은 상존하고 있습니다.
- 2008년 금융위기에 비하여 미분양물량은 적으나, 월평균 증가폭은 당시보다 큰 수치를 보이고 있습니다.
- 분양물량과 미분양물량의 스프레드차이가 크게 벌어져 분양시장이 침체됨을 보여주고 있습니다.
- 청약경쟁률과 청약통장수도 주택시장 위축과 함께 감소세를 보이고 있습니다.

I 시공 이슈

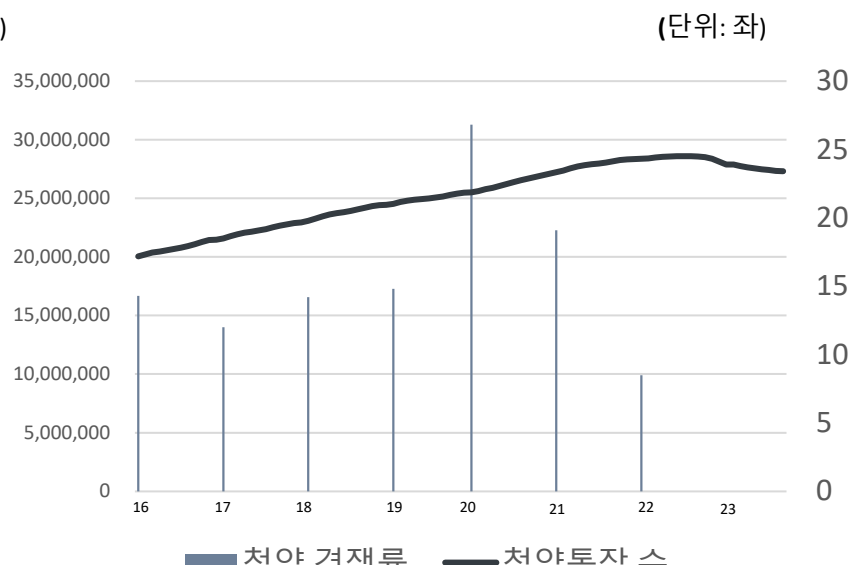
- 현재 PF 현장 시공 계약의 상당수는 분양불계약으로, 분양률이 부진할 경우 시공사의 미청구공사액이 발생하고 있습니다. 또한 기성불 계약이라도 PF자금으로 공사비를 충당하지 못할 경우 미청구공사액이 발생하게 됩니다.
- 부동산 경기 침체로 인한 분양률 저조와 코로나.전쟁.화물연대파업 등으로 인한 시공비 상승 및 시공 지연으로 인하여 공사대금 조달이 어렵게 되자 시공사가 채무 인수를 하는 등 부담이 가중되고 있으며 PF 대출요건 또한 강화되고 있습니다.
- 준공 미이행 시 분양대금 조달이 어려우며 담보물 확보가 어렵기 때문에 본 PF 상환재원을 마련하기 어렵습니다.

I 연도별 분양물량 미분양물량 추이



Source: 한국부동산원, 한국주택공사

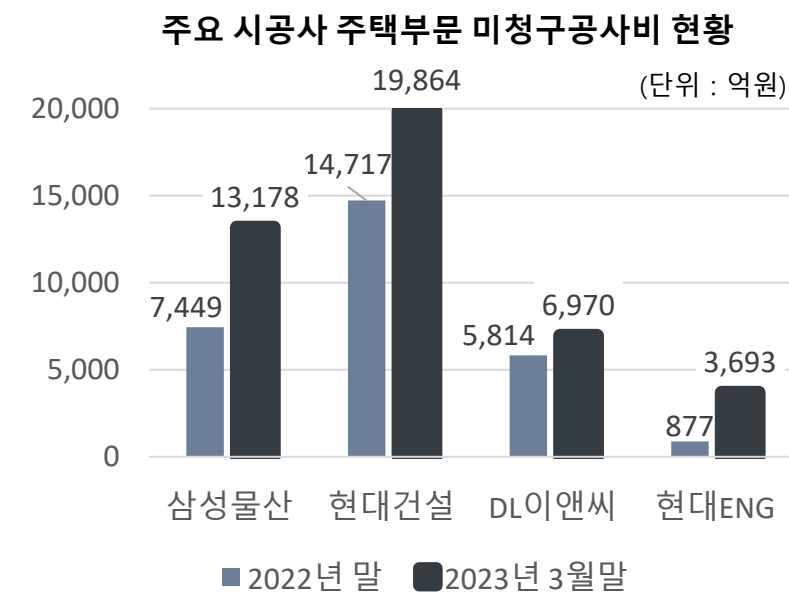
I 청약 경쟁률 및 청약통장 가입 현황 추이



Source: 한국부동산원

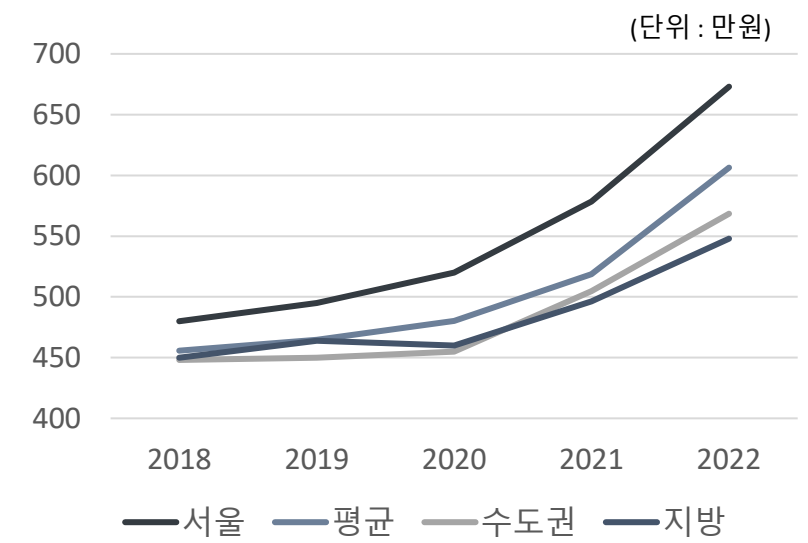
I 분양 이슈

- 부동산 침체기로 담보가치가 하락하여 담보대출을 이용한 PF 대환에 어려움이 있습니다.
- 집값의 하락세로 수분양자의 계약해지 사례가 증가하여 공사비 미지급이 발생하고 있습니다.
- 중도금 대출을 실행하는 은행권은 리스크 회피를 위해 이전에 비해 높은 분양율 조건을 요구하여 중도금 대출의 문턱을 높이고 있습니다. 이에 최악의 경우 공사가 멈추고 시공사가 도산하는 상황이 발생할 수 있습니다.
- 과거에는 분양률이 30% 수준이라도 사업성이 있으면 제1금융권에서 중도금 대출을 실행했으나, 최근에는 사업성과 무관하게 60-70%의 분양률을 요구하고 있습니다.



Source: 서울경제(www.sedaily.com)

최근 5년간 평당 공사비



Source :하우징헤럴드(housingherald.co.kr)

PF ABS

- ✓ PF ABS 발행은 2023년 상반기 급감했으며, 증권사에서 발행금액 감소가 두드러졌습니다.
- ✓ 신규 발행되는 PF ABCP는 시장 불안정성을 반영하여 만기가 짧아지고 금리는 크게 상승해 PF 자금조달이 어려움을 겪고 있는 상황입니다.

I 발행 경향

- 2023년 상반기 PF ABS 발행 건수는 9건, 금액은 8,484억원으로 전년 동기 대비 건수 기준 40%, 금액 기준 29% 감소했습니다.
- 특히 증권사의 경우 유동화증권 발행규모를 크게 줄여 신용보강의 주체가 건설사 등으로 전환되는 구조를 보였습니다.
- 분양 시장의 침체, 브릿지론의 본 PF 전환 지연, '철근 누락 아파트' 사태 등 PF 자체의 부실에 대한 시장 우려, 공사비 상승, 고금리 상황, 하락하고 있는 주택착공 및 분양지표 등 요소들이 ABS 시장 위축에 복합적인 영향을 미친 것으로 보입니다.

I PF ABS 발행 현황

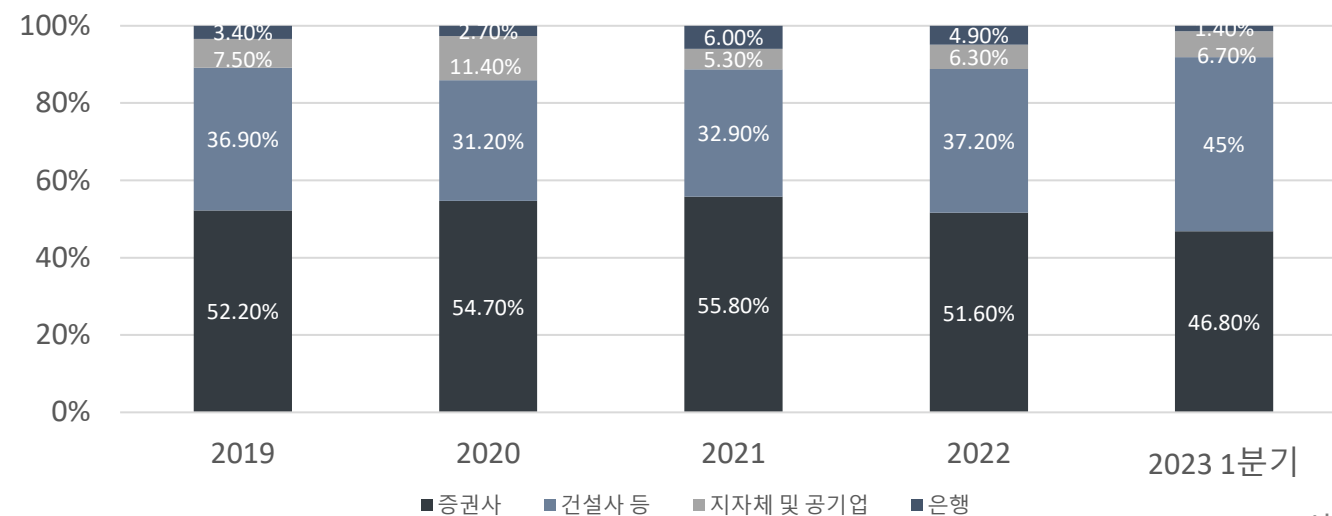
(단위: 건, 억원)

대상 자산	2020		2021		2022		2022 상반기		2023 상반기	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
PF ABS	36	25,293	62	36,521	27	23,409	15	11,928	9	8,484
PF ABCP/ABSTB	805	243,669	1,524	472,352	1,197	350,148	817	230,077	327	110,504

Source: 나이스신용평가

I 신용보강 형태별 부동산 PF 유동화증권 발행금액 비중 추이

(단위: %)

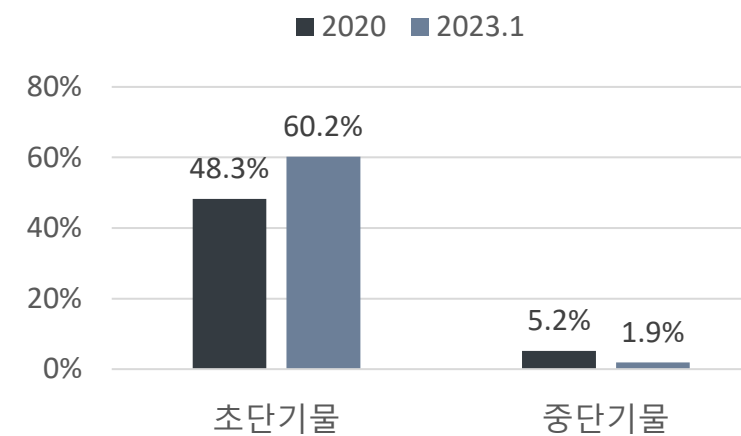


Source: 나이스신용평가

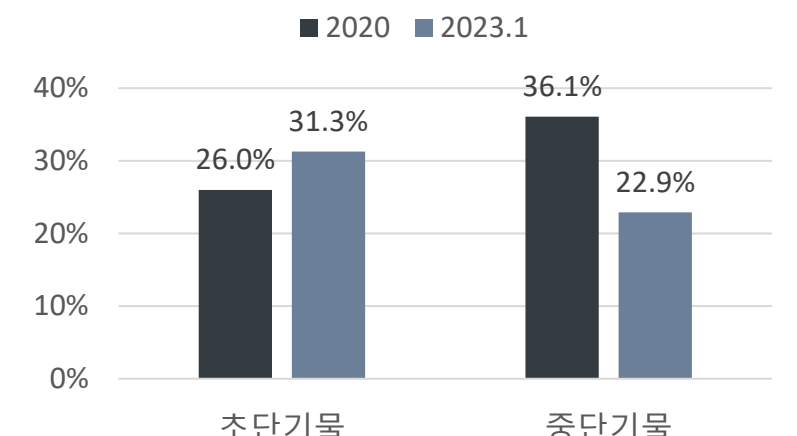
I 만기 단축 경향

- PF ABCP는 점차 증권사와 건설사 신용보강 모두에서 만기가 1개월 이하로 남은 초단기물의 비중이 증가하고, 만기가 4개월 이상 남은 중단기물의 비중이 감소하는 경향을 보였습니다.
- 신규 발행 ABCP의 만기가 짧아지고 있는 것은 부동산 시장에 대한 투자자들의 불안 심리를 의미합니다.
- 23년 3월 3개월 기준 평균 거래 PF ABCP 금리는 A1등급은 4.5%, A2등급의은 8.9%로 상승하였으며 동기간 CD와 CP 금리는 각각 3.43%, 4%로 감소해 PF ABCP에 대한 투자자들의 불안감을 반영했습니다.
- 따라서 현재 PF ABCP의 발행량은 감소하고 금리는 상승하여 차환 발행과 자금 조달이 어려운 상황입니다.

증권사 보강 PF ABCP 2021 & 2023.1 비교



건설사 보강 PF ABCP 2021 & 2023.1 비교



Source: 유안타증권, 연합 인포맥스

PF ABL

- ✓ 부동산 PF 급감에 따라 PF ABL(시행이익 담보대출)로 활로 찾으려는 증권사들이 증가하고 있습니다.
- ✓ PF에 비해 담보물의 확실성이 높아 상대적으로 리스크가 적기 때문에, 본PF로 전환하지 못한 건이나 PF ABSTB를 PF ABL로 전환하는 경우가 많습니다.

I 최근 경향과 리스크

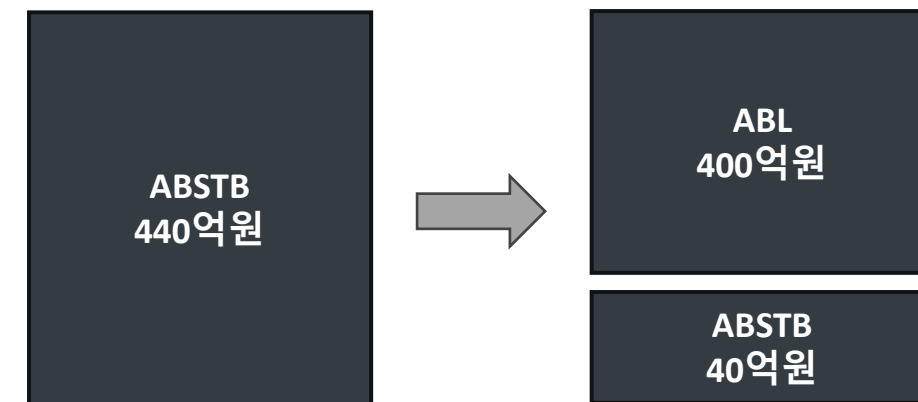
- 주요 증권사들이 우량 사업장 대상으로 10% 중후반대 이자율로 자금을 조달하고 있습니다.
- 분양률 및 신용보증 기관의 우량성을 기준으로 사업장의 안정성을 판단합니다.
- 시행이익담보대출의 가장 큰 리스크는 '분양 취소'입니다. 기존 계약자가 미입주를 통보할 경우, 시행사의 수익 예상금액이 감소하여 대출금상환이 어려워 질 수 있기 때문입니다.
- 다만, 계약서에 '중도금 대출을 일부라도 상환한 경우 임의로 계약을 취소할 수 없다' 는 내용이 명시되어, 우려할 수준은 아니라고 판단됩니다.
- 이를 고려하였을 때, 입주자 입장에선 계약을 취소하기보다 '마이너스 프리미엄(분양권할인)'을 매긴 분양권을 시장에 내놓는 편이 낫습니다.
- 시행사 입장에서는 분양권이 팔리면, 잔금을 내는 주체가 달라질 뿐 잔금이 들어오지 않을 가능성은 낮아집니다. 따라서 시행사들은 아직까지 미입주 리스크가 크지 않다고 인식중인 것으로 파악됩니다.

I 본PF → ABL 전환 사례

- 23년 4월 24일, 하나자산신탁은 서부산 스마트 T타워 지식산업센터 개발을 위한 개발형 토지신탁 계약을 맺었습니다.
- 이 사업장은 하이투자증권이 PF 브릿지론(220억원)을 댔으나, 부동산 경기 악화에 따라 본 PF로 전환하지 못한 곳입니다.
- 시행사가 책임지고 개발을 이끌어 나가는 '개탁'(개발형 토지신탁) 방식으로 전환할것을 제안했고, ABL 방식으로 자금을 조달해 브릿지론을 상환하였습니다.
- 신탁사의 사업비 조달능력과 시공사의 신용 보강을 보고 들어온 유진투자증권이 250억원의 ABL 대주로 나서면서 개발이 진행될 예정입니다.

I PF ABSTB → ABL 전환 사례

- 23년 1월 4일, HDC 아이앤콘스 시공 '신공덕 아이파크'의 유동화계획이 기존 자산유동화 전자단기사채(ABSTB)에서 자산유동화대출(ABL)로 조달구조가 전환되었습니다.
- 뉴공덕제이차 SPC는 기존 유동화증권을 상환하고, 2개월물 ABSTB를 발행하였습니다. 기초자산은 시행사이자 차주인 에이유씨에 대한 대출채권 440억입니다. 업무수탁은 키움증권이, 주관은 삼성증권이 각각 맡았습니다.
- 뉴공덕제이차는 지난해 말까지만 하더라도 실질적인 발행금액이 40억원이었지만, ABSTB 한도를 440억원으로 설정한 바 있습니다. 지금은 ABSTB 한도를 발행금액과 동일하게 40억원으로 잡아두고, 나머지 400억원을 ABL로 확보하였습니다.
- ABSTB는 미확정 분양대금을 기초자산으로 하는 반면, ABL은 이미 현금흐름이 확정된 공사비 대금 매출채권, 잔금 매출채권 등 좀 더 구체화된 담보물이 존재해 상대적으로 리스크가 적습니다.
- 신공덕 아이파크가 지난해 이뤄진 분양에서 136가구 모집에 4814명이 몰려 평균 35.4대 1의 경쟁률을 기록한 것을 활용한 셈입니다. 지난해 10월 기준 신공덕 아이파크의 공정률은 19.3%, 분양률은 100%로 잔금 매출채권을 통해 ABL을 일으키기에 충분합니다.
- ABL 실행 후 혼장 위험을 대비하기 위한 장치도 마련하였습니다. ABL 투자자들을 대상으로 대출약정상 삼성증권이 실행하는 신용공여대금이 ABSTB 상환용도로만 사용되는 것에 대한 동의를 받아두었고, 압류 등 어떠한 권리를 행사하지 않는다는 약정도 체결하였습니다.



Contact Us

최홍익

🎓 체육교육과

✉ chongik28@gmail.com

이수민

🎓 건축학과

✉ Sumin.lee.kr0@gmail.com

구도윤

🎓 경영학과

✉ katiedoyoon9@gmail.com

진희주

🎓 지리학과

✉ akdlsjtm5616@gmail.com

류영하

🎓 지리교육과

✉ youngha031472@gmail.com

@snusrc_official
www.snusrc.com