

잔액이 부족합니다

건설 · 증권 · 캐피탈 부동산 PF와 유동성 점검



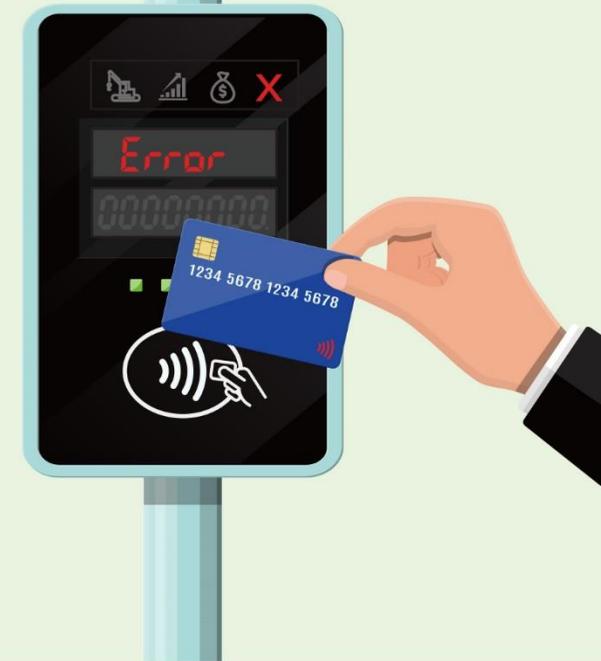
김현수 Credit Analyst/CPA
02 3770 5582
hyunsoo.kim@yuantakorea.com

신연화 Credit Analyst
02 3770 5721
yeonhwa.shin@yuantakorea.com

공문주 Credit Analyst
02 3770 5586
moonju.kong@yuantakorea.com

잔액이 부족합니다

건설 · 증권 · 캐피탈 부동산 PF와 유동성 점검



김현수

Credit Analyst/CPA

02 3770 5582

hyunsoo.kim@yuantakorea.com



신연화

Credit Analyst

02 3770 5721

yeonhwa.shin@yuantakorea.com



공문주

Credit Analyst

02 3770 5586

moonju.kong@yuantakorea.com

CONTENTS

I PF 부실 인식 본격화

부동산 PF 현황	8
PF 리스크 대응을 위한 정부 정책 방향	11
신규 정책 추진에 따른 업권별 전망	14

II 건설: 인내의 시간을 견뎌내야 하는 한 해

부동산 시장 및 건설산업 전망	20
22개 건설사 등급별 종합 분석	30
주요 건설사 크레딧 분석 (GS건설/ 롯데건설/ HDC현대산업개발/ KCC건설/ 신세계건설/ HLD&I)	47

III 증권: 밑 빠진 독을 채우는 방법

부동산 PF 및 해외 부동산 투자 현황	90
증권사별 리스크 수준 및 대응력	98
증권사 크레딧 분석 (메리츠증권/ 대신증권/ 한화투자증권/ 현대차증권/ 하이투자증권)	110

IV 캐피탈: 에어백을 점검해야 할 때

부동산 PF 대출 자산 건전성 분류 현황 및 관련 전망	132
총당금 적립 여력 및 유동성 대응력 점검	137
캐피탈사 크레딧 분석 (메리츠캐피탈/ 한국투자캐피탈/ 엠캐피탈)	155





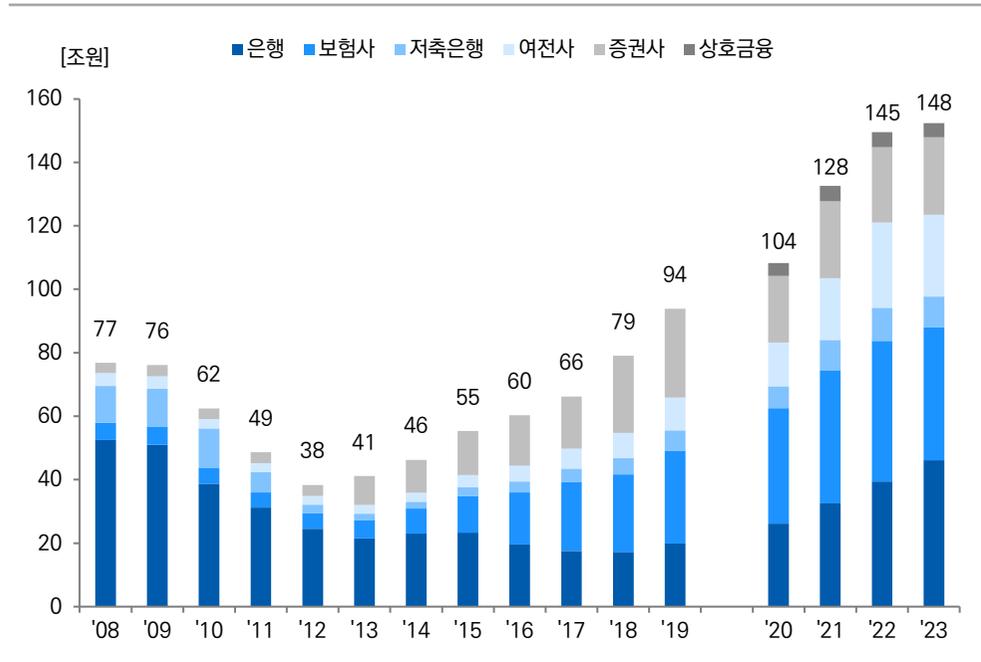
PART 1

PF 부실 인식 본격화

부동산 PF 현황

- 2023년 말 기준 부동산 PF 규모는 약 148조원
- 2020년 이후 비은행권 PF 익스포저 급증. 새마을금고 보유 PF 및 저축은행 브릿지론 등 포함 시 규모는 약 180조원 이상으로 추정
- 건설사가 지급보증 등을 제공한 PF 규모는 약 30조원으로 추산
- 경기 침체로 부동산금융 익스포저 회수 가능성 저하
- 특히 금융비용, 건설비 상승 등 사업비 증가로 인한 개발 환경 악화로 본 PF 전환이 어려워지며 브릿지론에 대한 위험도 가중

금융업권별 부동산 PF 금액 추이

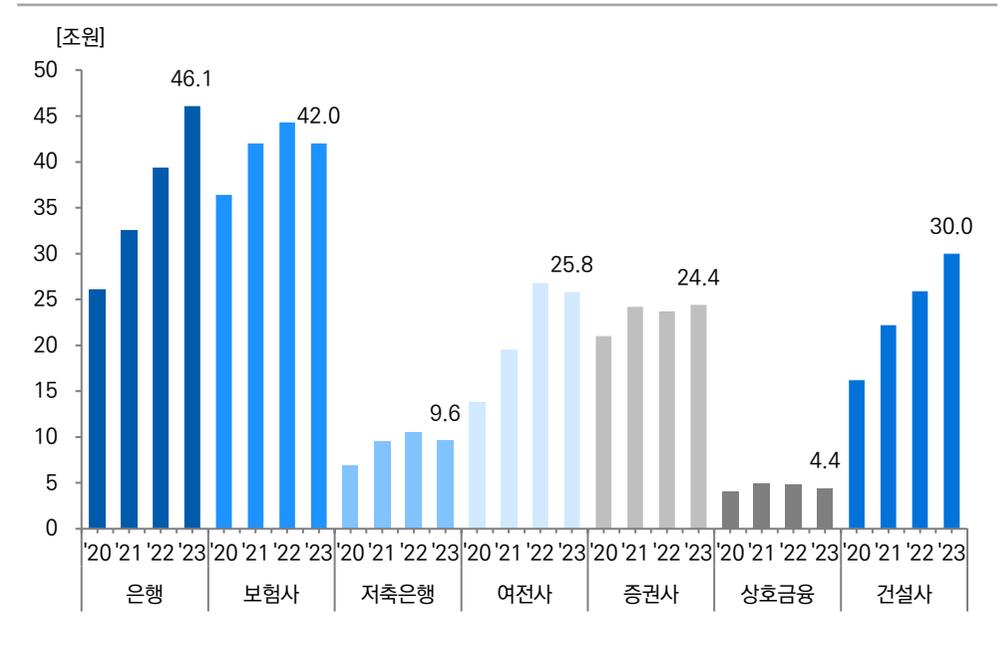


자료: 한국은행, 금융위원회, Infomax, 유안타증권 리서치센터

주) 증권: 2020년 이후 통계 변경. 2020년 이전은 우발부채 포함 기준, 2020년 이후는 대출채권과 PF 유동화증권 합산

주2) 상호금융은 2020년 이후부터 데이터 존재

업권별 부동산 PF 금액 추이



자료: 한국은행, 금융위원회, KIS, 유안타증권 리서치센터

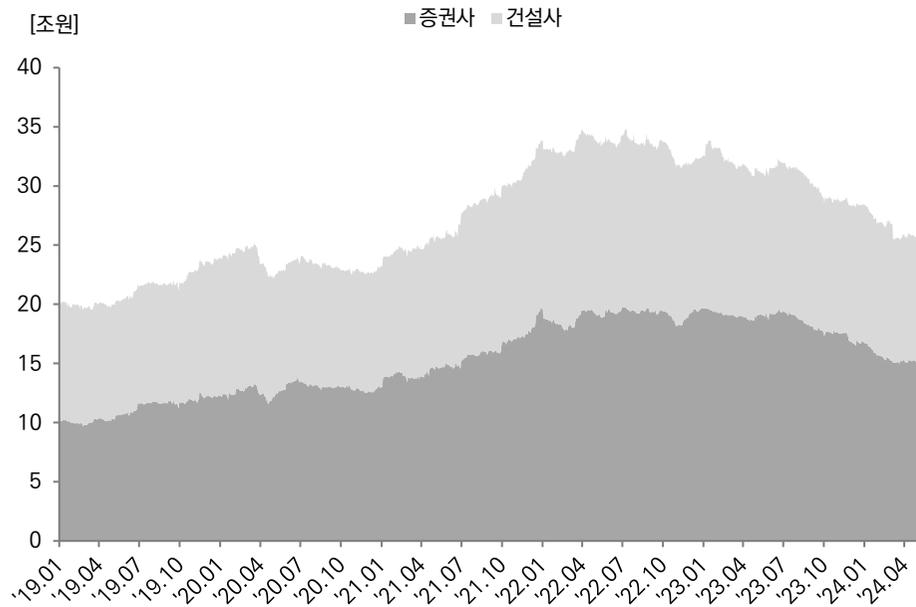
주) 증권사 대출채권과 PF 유동화증권 합산

주2) 건설사 KIS 커버리지 기준

부동산 PF 유동화 현황

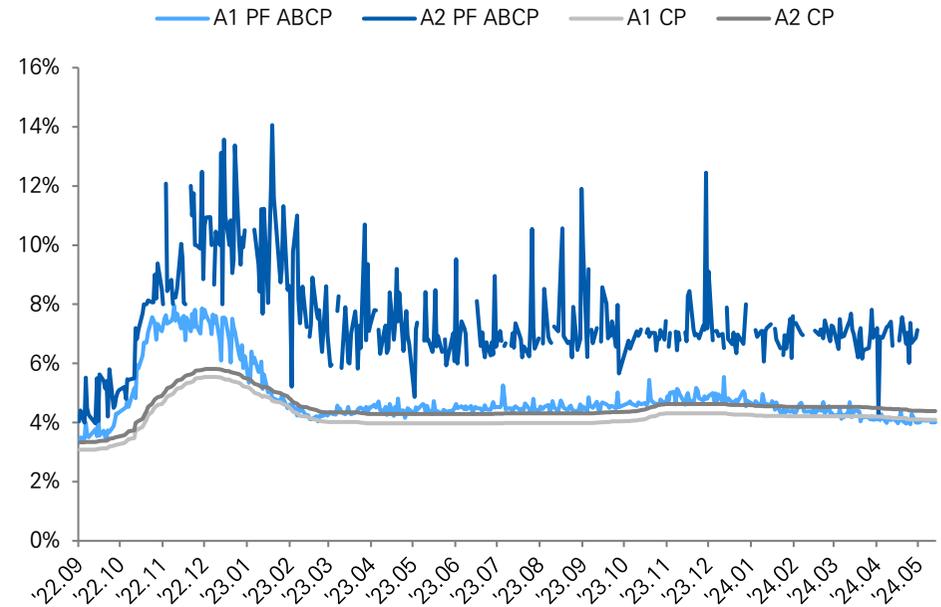
- 유동화증권은 증권사와 건설사가 주로 발행
- 2022년 10월 레고랜드 사태 이후 신규 PF 대출이 부진한 가운데 유동성 확보를 위해 단기물을 장기 대출로 전환하는 과정에서 유동화증권 규모는 감소 추세
- 급등했던 PF ABCP 금리는 정부의 유동성 지원 등을 토대로 빠르게 안정화
- A2 등급은 태영건설로 인한 노이즈 존재. 태영건설에 대한 채권단 협의회의 기업개선계획이 2024년 4월 30일 가결됨에 따라 워크아웃 진행 중

PF 유동화증권 규모 추이



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

PF ABCP 발행금리 추이

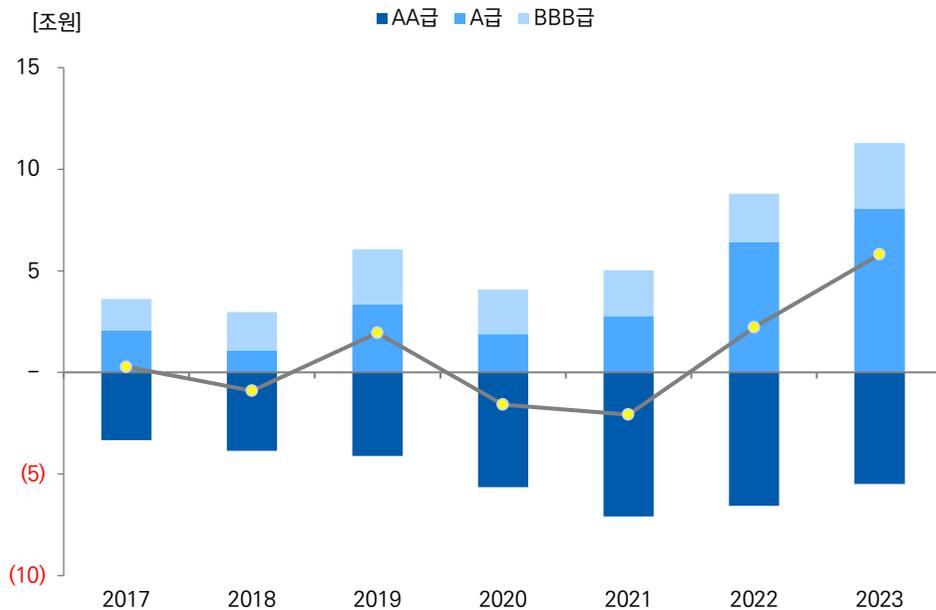


자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

건설사와 2금융권 부동산 PF 건전성

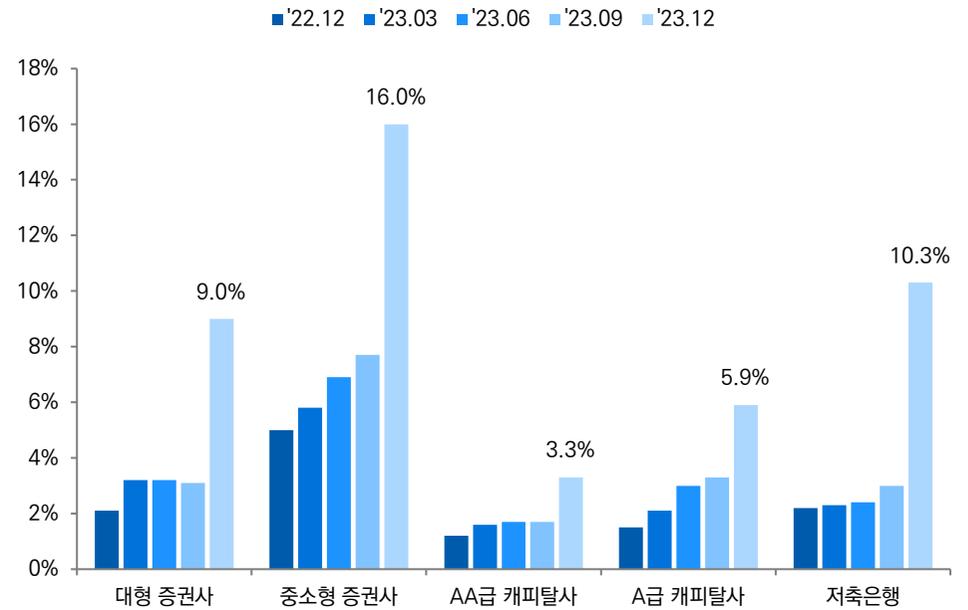
- 건설사의 순차입금 규모 증가 추세
- 증권, 캐피탈, 저축은행 등 제 2금융권의 부동산 PF 대출자산 건전성 빠르게 악화 중
- 2023년 상반기 만기 도래한 브릿지론의 70%, 본 PF의 50% 내외가 만기 연장된 것으로 추정. 부실 이연된 상태로 잠재부실규모 확대
- 금융당국은 빠른 구조조정을 통한 PF 시장의 정상 재작동을 목표로 부실 사업장의 신속한 정리 유도 계획
- 장기화된 브릿지론의 사업성 평가를 통해 재구조화 혹은 경·공매 추진 예정
- 브릿지론을 중심으로 정리 절차 가속화되며 건전성 저하로 인한 대손비용 확대될 가능성

건설사 순차입금 추이



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

금융업권별 부동산 PF 고정이하비율 추이



자료: KIS, KR, 유안타증권 리서치센터

유동성 공급 중심의 시장안정대책 전개 ('22.10.~)

- 2021년 하반기 제2금융권의 부동산 금융투자 비중이 확대되면서 금융당국이 일부 금융사에 경영 유의 조치 등 제재
- 2022년 초 금융업권별 PF 대출 현황 점검하며 보수적인 기조로 총당금을 적립할 것을 주문
- 2022년 9월 레고랜드 사태로 시장 유동성 리스크 고조된 이후 2022년 10월 50조원+ α 규모의 유동성을 공급하는 시장안정대책 발표
- 금융권, 건설사, PF 사업장 등에 유동성을 지원하는 한편, PF 대주단 협약 개정 등을 통해 정상화 가능 사업장을 선별해 신규자금지원, 재구조화 등으로 충격 완화 도모하고자 함
- PF 정상화 펀드를 통해 부실 사업장을 정리하고자 했으나, 대주단과 펀드 간 적정 매각가에 대한 견해 차로 실제 자금 집행 결과는 저조
- 시장 자체적으로 사업장 구조조정이 이루어지지 않아 부실 사업장이 적체되고 있는 것으로 판단

정부 유동성 공급 정책 (94조원+ α 프로그램)

발표 시점	정책	정책 규모	주요 내용	진행 경과
2022.10.	50조원+ α 대책	55.4조원	• 채권시장안정펀드 (20조원)	30조원 중 18조원 공급 완료
			• 회사채·CP 매입 프로그램 (16조원)	
			• HUG·주금공 PF 사업자보증 (15조원)	
			• 한국증권금융의 증권사 유동성 지원 (3조원)	
2023.03.	PF 대책	10.7조원	• PF 사업장 정상화펀드 (2.2조원)	3,200억원 집행
			• 산은·기은 건설사 지원 확대 (+3조원)	
			• 준공전미분양 대출보증 (5조원)	
2023.09.	주택공급활성화방안	18.4조원	• 건설사 PF지원(보증·펀드) 확대 (+5조원)	
			• 건설사 P-CBO 편입한도 확대 (+1조원)	
			• 非아파트 건설자금 조달 지원	
2024.03.	비상경제민생회의	9조원	• PF 사업자보증 추가 확대, 非주택 사업자 보증 신설	

자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF의 “질서있는 연착륙”을 위한 향후 정책 방향 ('24.5.)

부동산 PF의 “질서있는 연착륙” 방안

방향	주요 방안	시행 계획
사업성 평가기준의 객관적, 합리적 개선	<ul style="list-style-type: none"> 평가기준 개선 : 1) 토지담보대출 및 채무보증 약정, 새마을금고 포함, 2) 사업성 평가 기준을 브릿지론, 본PF로 구별하고 핵심요인 반영해 구체화, 3) PF 사업장 사업성 평가 등급 분류를 현행 3단계에서 4단계로 세분화, 4) 사업성 부족 사업장에 대한 사후 관리 기준 마련하고 결과 점검 	<ul style="list-style-type: none"> 업권별 「PF 리스크 관리 모범규준」 개정 (~'24.6월)
	<ul style="list-style-type: none"> 단계적 평가 추진 	<ul style="list-style-type: none"> PF 만기도래 시점에 따라 사업성 평가기준 적용대상 순차확대 (분기별)
정상 사업장 자금공급 강화	<ul style="list-style-type: none"> PF보증 확대: HUG·주공공 PF 사업자 보증규모 순차 확대 (총 30조원) 	<ul style="list-style-type: none"> '24년 3월 PF 보증 5조원 확대 발표 후 즉시 시행
	<ul style="list-style-type: none"> 비주택 PF 보증 신설: 건설공제조합의 PF사업자 보증프로그램 신설(4조원) 	<ul style="list-style-type: none"> 관련 규정개정(~'24년 말) 등 완료 후 비주택사업장 보증제공 ('25년~)
	<ul style="list-style-type: none"> PF 보증 조건 개선: 정상PF 사업장에 추가자금 보증 제공 	<ul style="list-style-type: none"> 증액 공사비 관련 PF 추가보증 조건 범위 등 세부 사항 마련 후 시행
	<ul style="list-style-type: none"> 캠코펀드 신규 자금 대여: 정상화 가능 사업장에 대한 추가필요자금 대출 허용 	<ul style="list-style-type: none"> 캠코펀드 투자운용계약서 개정 후 추가대출 업무 실시 ('24.6월)
	<ul style="list-style-type: none"> 수수료 점검 	
사업성 부족 사업장 재구조화, 정리 지원	<ul style="list-style-type: none"> 대주단협약: 사업장의 만기연장, 이자유예 조건 강화하는 방향으로 협약 개정 <ul style="list-style-type: none"> - 2회이상 만기 연장 시 외부 전문기관의 PF 사업성 평가 의무화. 만기연장 동의기준 조정 - 이자유예는 기존 연체이자의 상환을 전제로 추진. 연체이자 고려한 건전성 분류 적용 - 대주단 만기연장, 이자유예 내용 의무 통보. PF 사업장 재구조화, 정리상황 상시 모니터링 	<ul style="list-style-type: none"> 전 금융권 「PF대주단협약」 개정+업권별협약 개정(~'24.6월)
	<ul style="list-style-type: none"> 경공매 기준: 경공매 대상, 계획 등에 대한 세부 기준 제시해 사업장 매각 유도 <ul style="list-style-type: none"> - 저축은행업권의 경우 6개월 이상 연체 PF 채권에 대해 3개월 내 경·공매 실시 원칙 - 경공매 미흡 사업장은 공시지가로 평가하는 등 정리유인 강화 	<ul style="list-style-type: none"> 저축은행업권 先추진 중('24.4월~), 타업권으로 확대 예정
	<ul style="list-style-type: none"> 신디케이트론 조성: 금융회사가 PF 경·공매 매입자금 공동으로 1조원 규모 조성 <ul style="list-style-type: none"> - 필요 시 단계적으로 최대 5조원까지 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 조성방식, 금융회사별 규모 등 구체화 후 집행 실시 ('24.3Q~)
	<ul style="list-style-type: none"> LH 토지 매입: 사업성 회복 어려운 사업장 LH가 토지매입하고 원 소유자에 재매입 우선권 부여 	<ul style="list-style-type: none"> 토지매입 방식·일정 공고 후 시행사로부터 토지매입 추진('24.4월~)
	<ul style="list-style-type: none"> 캠코 자금공급: PF 등 부실채권 정리 필요자금 마련 	<ul style="list-style-type: none"> 캠코펀드 투자계약서 개정(~'24.5월), 「조세특례제한법」 개정(~'24.2분기)
시장·건설사·금융회사 지원	<ul style="list-style-type: none"> 한시적 규제 완화: 민간자금공급 촉진, 원활한 PF 재구조화, 정리 촉진 위해 한시적 규제완화 <ul style="list-style-type: none"> - 신규자금공급에 대한 건전성 기준 완화, 추가자금으로 사업성 개선 시 재평가 근거 마련 	<ul style="list-style-type: none"> 금융업권 등과 지속소통, '24.6월말까지 비조치의견서 발급 등 조치
	<ul style="list-style-type: none"> 총당금 적립: 요주의이하여신에 대한 제2금융권 총당금 적립률 모니터링 	<ul style="list-style-type: none"> 상시점검 중, 추가적인 총당금 적립 적극 유도
	<ul style="list-style-type: none"> 제2금융권 자본확충: 경영에 문제 없는 범위 내 자체적인 자본금 확충 유도 	<ul style="list-style-type: none"> 자본금 확충 독려, 자본금 상황을 상시 모니터링
	<ul style="list-style-type: none"> 시장안정조치: 「94조원+α」 시장안정 프로그램 집행, 상황 모니터링 	<ul style="list-style-type: none"> 프로그램 적극 집행하면서 추가 지원 필요 시 규모 확대 등 검토

자료: 금융감독원, 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF 사업성 평가기준 개선안

사업성 평가등급 및 평가 기준 예시

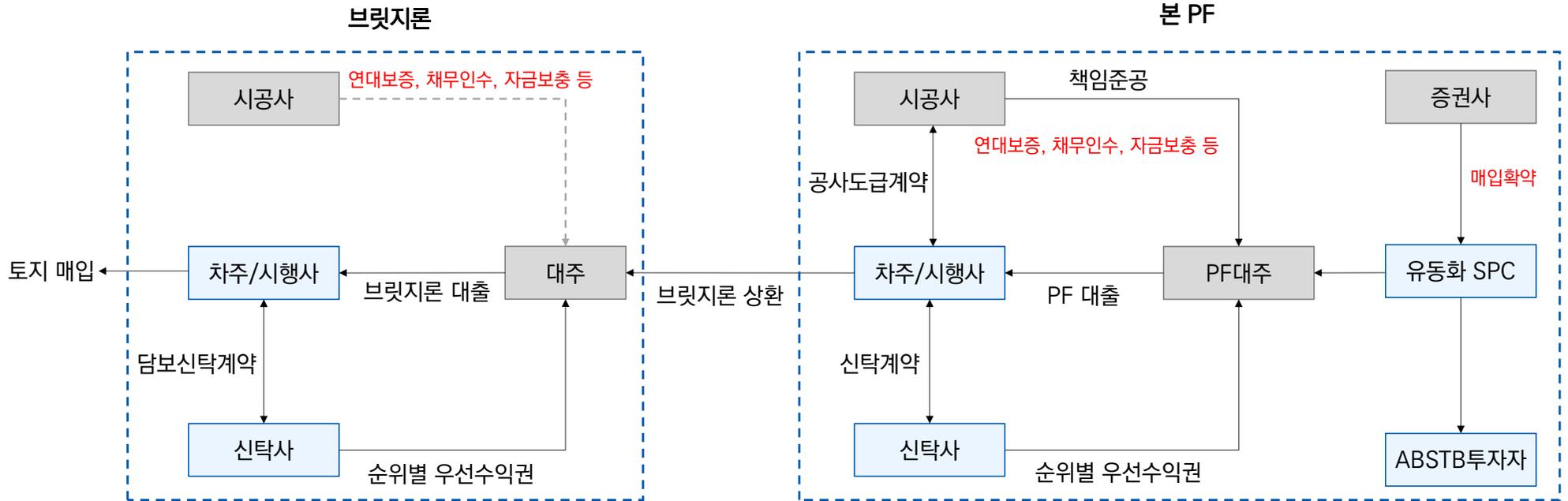
현행		개선				
구분	평가기준(예시)	구분	〈평가예시〉 다음 중 2개 이상 해당 시 등급 부여			
악화우려	<ul style="list-style-type: none"> 주택도시보증공사의 보증사고 중대한 권리 침해 발생으로 인한 진행 불가 계획 대비 2년 이상 장기 지연 비우량 시공사 지급보증·채무 인수 & 사업장이 양호 등급이 아닌 경우 	유의	브릿지론	토지매입	• 최초 대출 만기도래 & 토지매입 미완료	
				인허가	• 최초 대출 만기도래 후 상당한 기간 경과(예:6개월) & 인허가 미완료	
				본PF 전환	• 인허가 완료 후 상당한 기간 경과(예:12개월) & 본PF 미전환	
				수익성	• 수익구조(총사업비, 시장 수급 상황 등) 상당히 악화	
				기타	• 시행사 구조조정(자율협약, 워크아웃, 회생절차) 중단	
			본PF	공정	• 계획대비 상당히 부진	
				분양	• 계획대비 상당히 부진 (예: 분양개시 이후 18개월 경과 시 60% 미만) • 준공예정일 이후 상당한 기간(예:12개월) 경과 & 매도 등 미완료	
				수익성	• 수익구조(총사업비, 시장 수급 상황 등) 상당히 악화	
		부실우려	공통	기타	• 시행사·시공사 구조조정(자율협약, 워크아웃, 회생절차) 중단	
				공통		• 여신만기 3회 연장 / 연체이자 납부 없이 만기 연장 • 경공매 2회 유찰 /연체 중
				브릿지론	토지매입	• 최초 대출 만기 도래 후 장기간(예:6개월) 경과 & 토지매입 미완료
					인허가	• 최초 대출 만기 도래 후 장기간(예:12개월) 경과 & 인허가 미완료
본PF 미전환	• 인허가 완료 후 장기간(예:18개월) 경과 & 본PF 미전환					
수익성	• 수익구조(총사업비, 시장 수급 상황 등) 매우 악화					
본PF	공정	• 계획 대비 매우 부진				
	분양	• 계획 대비 매우 부진(예: 분양 개시 이후 18개월 경과 시 50% 미만)				
	준공	• 준공예정일 이후 장기간(예:18개월) 경과 & 매도 등 미완료				
	수익성	• 수익구조(총사업비, 시장 수급 상황 등) 매우 악화				
공통		공통		• 여신만기 4회 이상 연장 / 연체이자 납부없이 만기 연장 • 경공매 3회 이상 유찰 /연체 중		

자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF 에서 건설사와 금융사의 리스크

- 건설사는 사업, 금융사는 대주로 참여. 각자 역할에 따라 다른 방식의 위험에 노출됨
- 건설사는 본 PF에서 약속된 기한 내 건물을 준공하고 사용승인을 받는 내용의 책임준공 확약을 제공. 원활한 사업 진행 및 시행이익 공유를 위해 브릿지론이나 본 PF에서 기초자산에 대한 연대보증 등의 신용보강을 제공하기도 함. 시공·대위변제·공사비 미회수 위험 등에 노출
- 금융기관은 개발사업에 사업비를 조달하는 대주로 역할. 증권사는 유동화 SPC를 통해 유동화증권 투자자를 모집하는 방식으로 참여. 신용위험·유동성위험 등에 노출
- 브릿지론은 본 PF, 본 PF는 미래의 분양수입금을 상환재원으로 함. 분양률이 낮아 분양수입금으로 PF 대출금 상환이 어려운 경우 미분양 담보대출, 경·공매 등을 통해 대출금 회수

PF 기본 진행 구조 및 건설사와 금융사의 역할

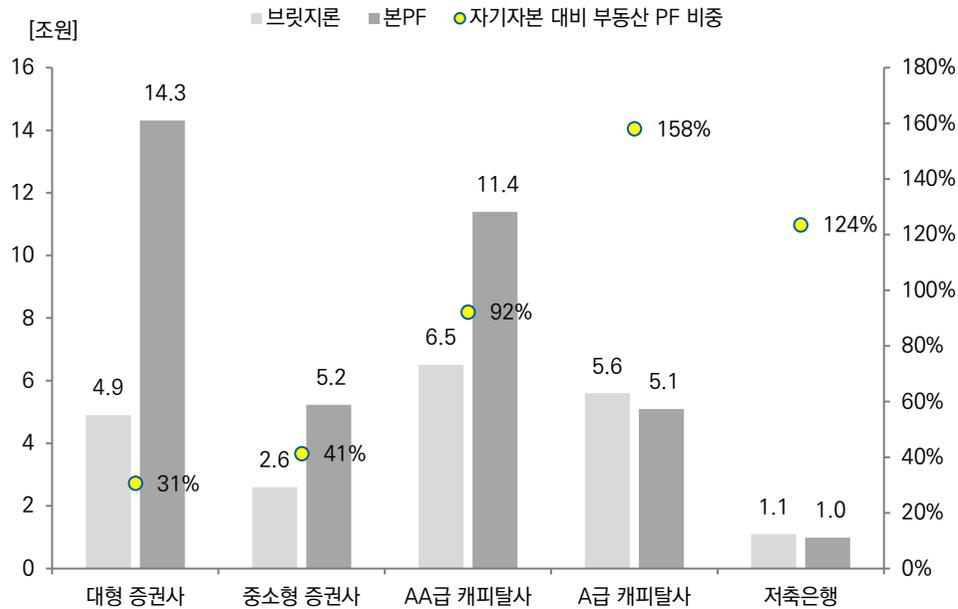


자료: 유안타증권 리서치센터

부동산 PF 구조조정에 따라 총당금 적립 부담 가중

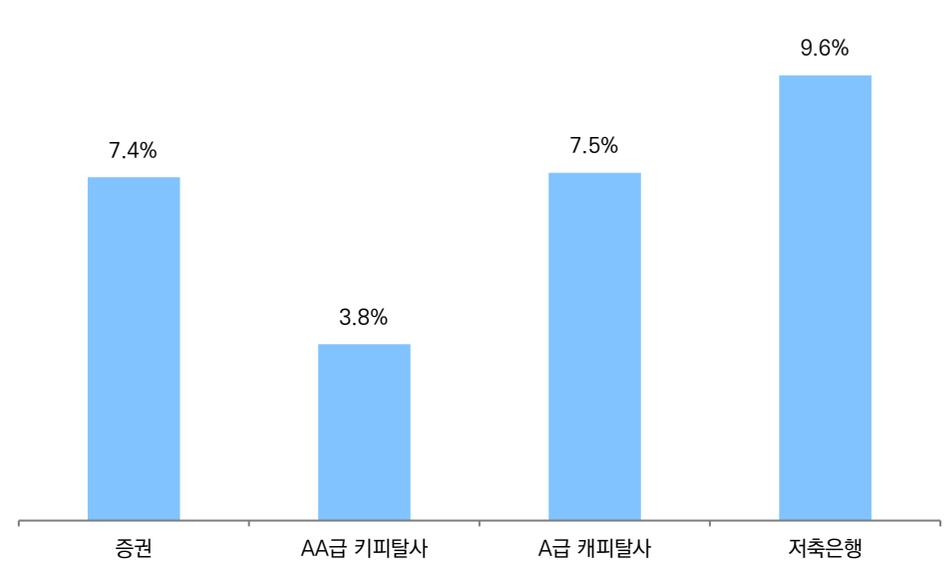
- 정책 방향성에 따라 브릿지론 부실로 인한 부정적 영향이 먼저 반영될 것으로 예상
- 건설사는 일부 대형 건설사가 대부분의 브릿지론 보유. 대다수의 건설사들에게는 금번 정책 발표로 인한 직접적인 영향은 크지 않을 것으로 보임
- 제 2금융권은 자기자본 대비 부동산 PF의 양적 부담이 상당히 존재함. 브릿지론 비중도 낮지 않음
- 만기 연장된 사업장들에 대하여는 악화된 사업성 반영이 부진했던 것으로 보이며 총당금 적립 또한 미진했던 것으로 파악됨
- 금융당국의 보수적인 총당금 적립 요구에 따라 2023년 말부터 대손총당금 전입 가속화되며 손익 및 재무에 반영 중
- 브릿지론 비중이 높은 회사의 총당금 적립 부담 심화될 것으로 추정

금융 업권별 부동산 PF 잔액 및 자기자본 대비 비중 (2023.09 기준)



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터
주) KIS 커버리지 기준

금융 업권별 PF 대출 총당금 적립 수준 (2023.12 기준)

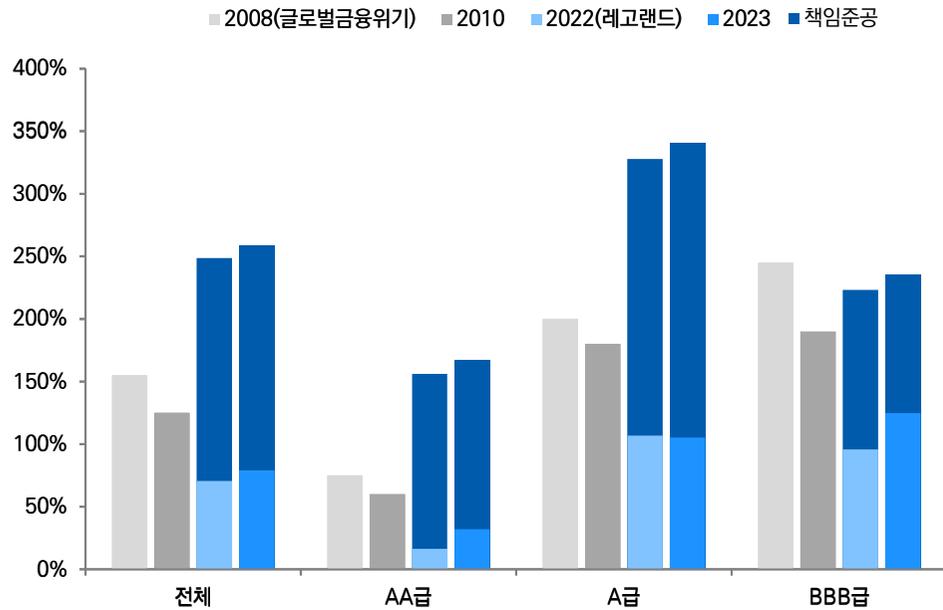


자료: KR, 유안타증권 리서치센터
주) KR 커버리지 기준

시스템 리스크로의 확대 가능성은 제한적

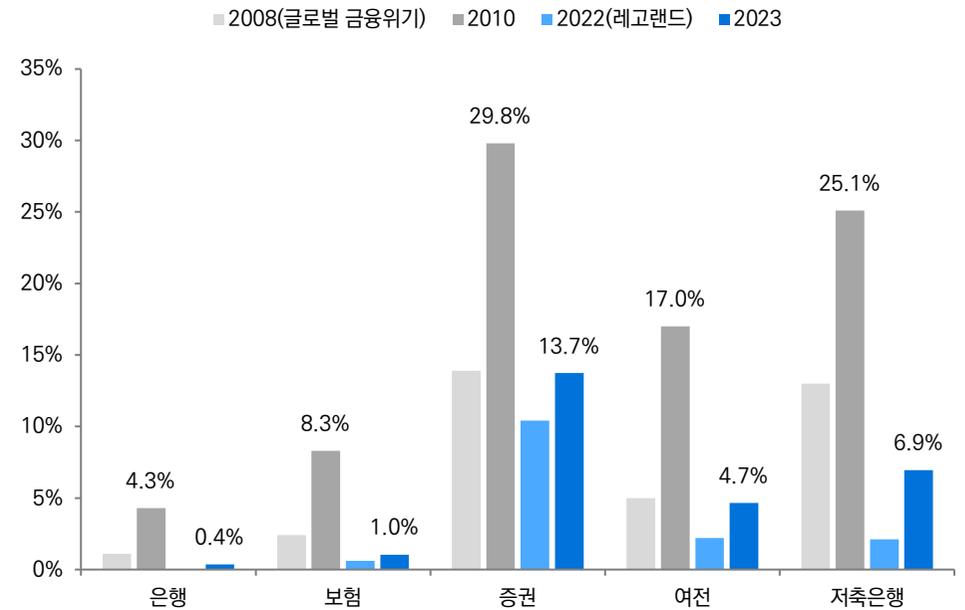
- 글로벌 금융위기 시점과 대비 건설사의 PF우발채무와 재무 위험은 감소한 것으로 나타남
- 단, 책임준공 부담에 확대된 상태. 공사비 상승 등 건설 산업 환경이 비우호적인 상황으로 준공 위험에 대한 모니터링 필요
- 글로벌 금융위기 시점과 비교하면 연체율 지표에 따른 금융사의 리스크 수준은 비교적 양호한 수준
- 금융당국은 금융기관의 완충력 확보를 위해 보수적인 기준으로 PF 사업성을 평가하고 총당금을 적립할 것을 요구
- 금융사들의 PF 부실 및 이로 인한 손실 인식 추이를 지켜볼 필요성
- 금융당국의 적극적인 관리와 지원을 감안하면 시스템 리스크로의 확산 가능성은 제한적

건설사 (PF우발부채+순차입금)/자기자본 - 글로벌 금융위기 vs 레고랜드



자료: KR, DART, 유안타증권 리서치센터

금융권 PF 대출 연체율 - 글로벌 금융위기 vs 레고랜드



자료: 한국은행, 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

건설·증권·캐피탈 부동산 PF와 유동성 점검

건설·증권·캐피탈 미리보기

업권	주요 내용
건설	<ul style="list-style-type: none"> • 당분간은 금리 환경이 PF 및 부동산 경기에 미치는 영향 제한적일 것. 지역별 특성을 고려하여 수급 측면에 초점을 맞출 필요성 존재 • 주택매수 심리가 상당수준 위축된 상황에서 고물가와 고금리로 인해 거래량 회복 지연되고 미분양 해소도 더딘 상태 • 세부적으로는 공급부담의 강도와 수요위축의 강도가 다른 것으로 확인. 주택시장 관련 제반 여건이 변화하더라도 전반적인 경기 회복이 이뤄지기까지는 시일이 일정기간 필요할 것 • 주택경기 회복시점 불확실한 상황에서 국내건설 수주액은 민간주택 중심으로 2023년도부터 감소세. 착공 지연도 다수 발생하고 있어 건설사들의 향후 사업환경은 비우호적 • 주요 건설사들의 경우 매출 및 수익성에서 둔화 또는 감소 나타나고 있으며, 운전자본부담 등으로 차입부담 증가하고 유동성 여력이 하락 중인 것으로 분석 • 채권 회수에 대한 불확실성도 증가하고 있으며, 정부의 질서 있는 PF 사업장 정리 등을 감안시 신용도 유지에 불확실성 증대된 상태. 각 건설사별 대응여력 모니터링 필요
증권	<ul style="list-style-type: none"> • 2023년 말 기준 증권사 PF 대출 규모는 약 30조원, 해외 부동산 익스포저 약 12조원으로 집계 • 브릿지론 미회수 위험이 높아진 가운데 연이은 만기 연장으로 2024년 만기가 집중된 상태. 해외 부동산 및 부실 우려 높은 본 PF의 만기 도래에 따른 위험액 가중 • 금융당국의 총당금 적립 기조 강화에 따라 부동산 PF 중 약 5.5조원의 누적 손실을 인식한 것으로 파악되나 건전성 지표가 빠르게 악화되며 총당금 커버리지는 오히려 감소 중 • 증권사의 부동산 PF 건전성 분류 체계가 미진했던 가운데 2024년 5월 발표된 부동산 PF 사업성 평가기준 개선안 적용에 따라 건전성 지표가 추가적으로 악화될 가능성 상존 • 총당금 적립이 부진했던 회사 위주로 대손비용 부담 확대될 것으로 보이며 일시에 부담이 가중되는 경우 유동성 대응도 어려워질 수 있음 • 증권사의 사업환경 악화되는 가운데 대손비용 부담을 감내할 수 있을 정도의 수익 창출력이 동반되지 않는 경우 신용등급 하방 압력 가중됨에 유의
캐피탈	<ul style="list-style-type: none"> • 2023년 말 기준 캐피탈사 PF 대출 규모 27.2조원으로 집계. 본PF 16.3조원, 브릿지론 10.9조원으로 구성. A급 이하 캐피탈사는 자기자본 규모 상회하는 PF 대출 보유 • 2023년 9월 이전 대비 강화된 건전성 분류 기준 적용됨에 따라 캐피탈사 요주의이하여신 규모 및 총당금 적립 규모 증가 • 2024년 5월 발표된 부동산 PF 사업성 평가기준 개선안 적용 시 캐피탈사가 보유하고 있는 부동산 PF 대출 자산 관련 대손 부담 확대될 것으로 예상됨 • PF 대출 예상 손실 규모 추정 시 약 2조원 이상의 추가 적립 필요 총당금이 산출됨. 특히 A급 이하 캐피탈사의 부담이 확대될 것으로 예상됨 • 여전업권 조달 환경 악화에 따라 수익성 저하되는 가운데, 대손비용 부담 가중. 저금리 구간에 발행했던 회사채 만기가 도래함에 따라 A급 이하 캐피탈사 중심으로 차환 부담 상존 • 대손총당금 적립이 충분히 이루어지지 않은 업체를 중심으로 대손비용 상회하는 영업이익 창출 능력, 자산건전성 및 실질 유동성 대응 능력 모니터링 필요

자료: 유안타증권 리서치센터



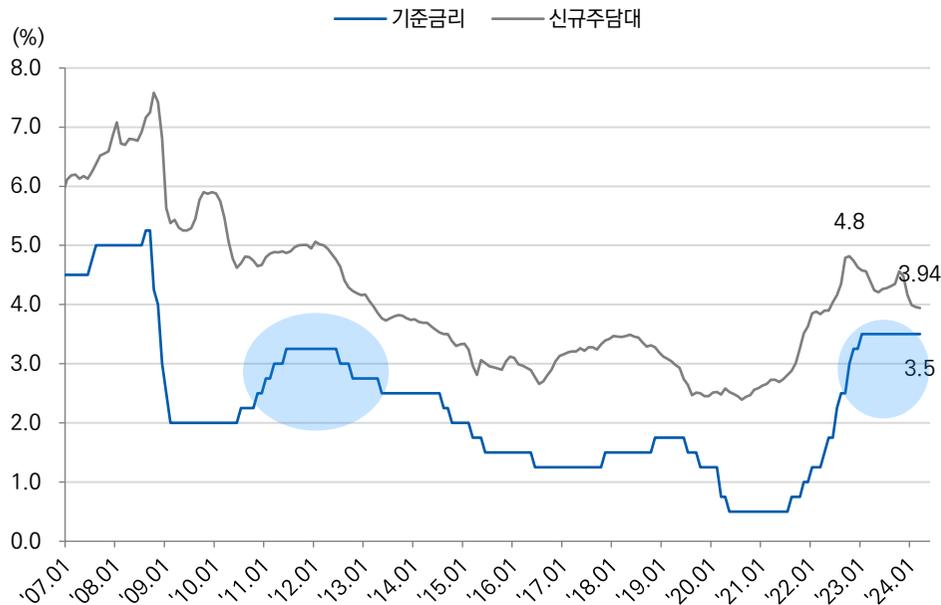
PART 2

건설: 인내의 시간을 견뎌내야 하는 한 해

당분간은 금리보다 수급

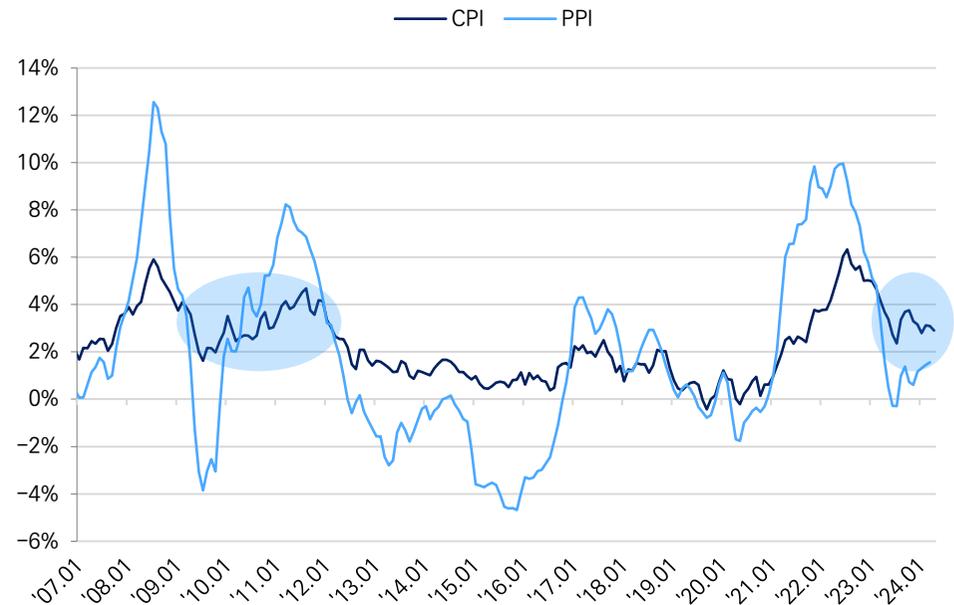
- PF 및 부동산 시장 환경 개선에는 적정 수준의 금리가 뒷받침될 필요. 다만, 기대하는 금리 수준 찾아올 수 있을 지 불확실
- 인하 기대감도 축소된 상황에서 금리 인하가 이뤄지더라도 가계대출규제, 수급상황 등 복잡한 요인들로 인해 시장에 미치는 영향 제한적일 것
- 글로벌 경제 불확실성 증대된 상황에서 소비자 및 생산자 물가지수 과거 추이를 감안할 때 2~3년의 시간을 감내하게 될 가능성 존재
- 금리 변수를 제외한다면 국내 주택 시장은 수급적인 측면에 초점을 맞추는 것이 바람직

기준금리 및 신규 주택담보대출 금리 추이



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

소비자물가지수 및 생산자물가지수 추이

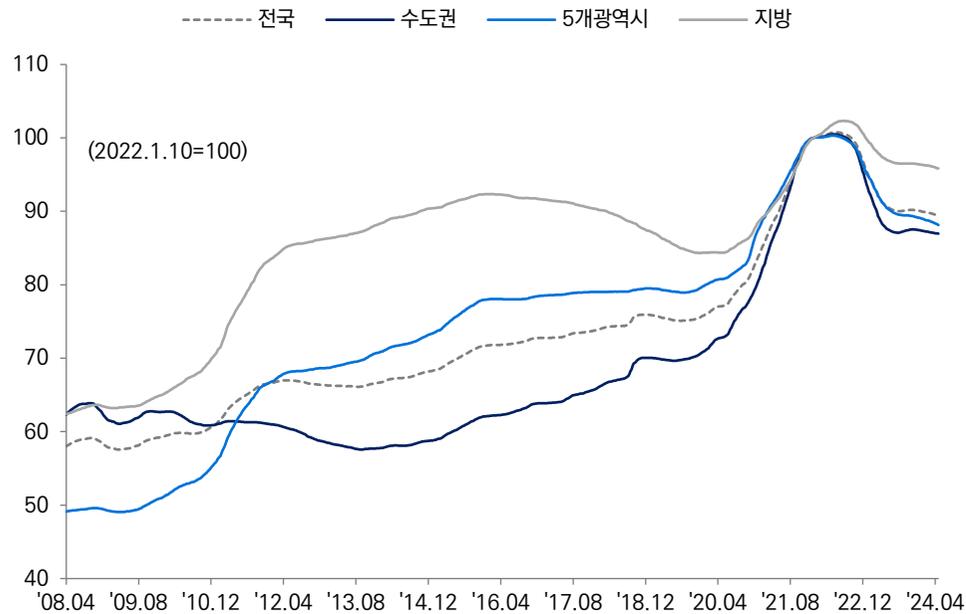


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

매수심리를 견인하기에는 여의치 않은 시장 상황

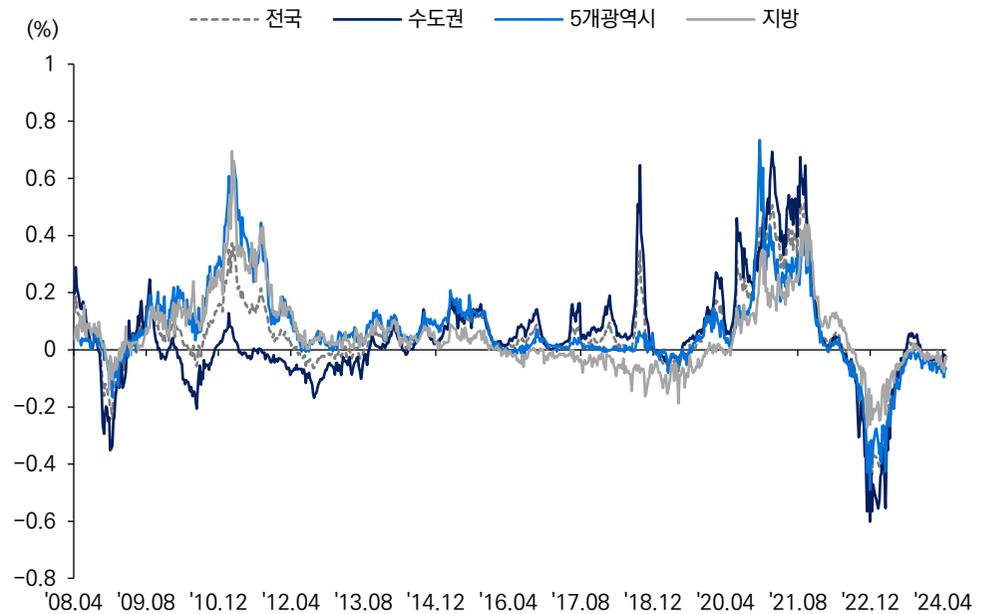
- 금리인상, 미분양 확대 이후 급격히 위축되었던 아파트 매수심리는 회복되는 듯 했으나 횡보하는 모습
- 특례보금자리론 및 신생아특례대출 등 정부의 지원책과 금리인하 개선 기대감이 하락폭을 제한하였으나 상승을 견인하기에는 역부족
- 급매물 감소 등으로 가격은 다소 진정된 반면 고금리 상황 및 여전히 접근하기 힘든 높은 가격 하에서 매수에 나설만 한 동기 부족
- 매수수요의 기대심리를 만족해주기 위해서는 공급부담의 완화와 분양경기의 회복이 동시에 나타나야 할 것으로 판단

주간 아파트 가격지수 추이



자료: KB부동산, 유안타증권 리서치센터

주간 아파트 가격지수 변동률(WoW) 추이

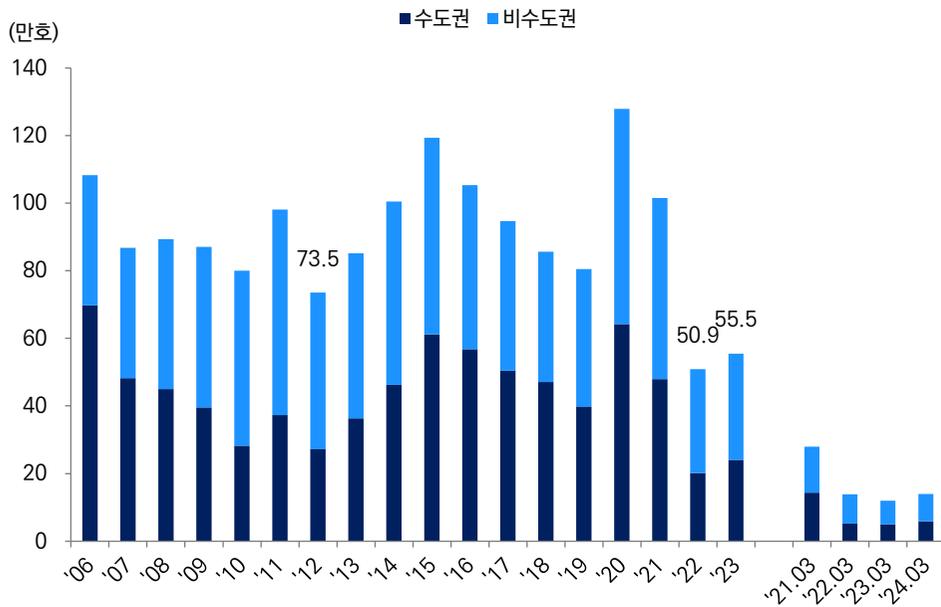


자료: KB부동산, 유안타증권 리서치센터

거래량 회복에는 시간이 조금 더 필요

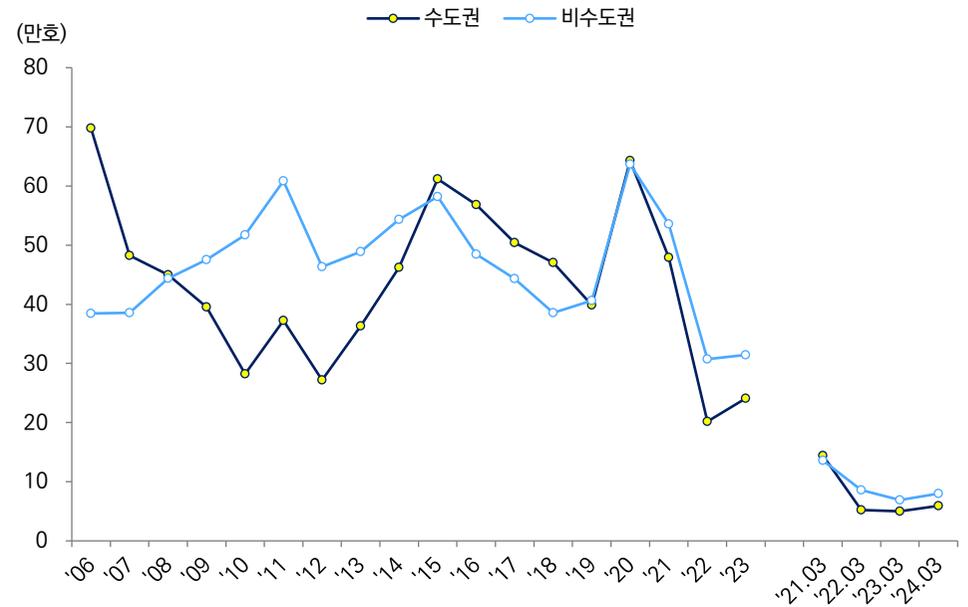
- 매수심리가 위축된 상황은 주택매매거래량에 고스란히 반영
- 전국 주택 거래량은 수도권, 비수도권 모두 역대 최저 수준을 나타내는 중
- 2023년, 2024년 들어 소폭의 회복세 보이고 있으나 여전히 금융위기 이후 거래량보다 적은 상황
- 특히, 비수도권의 거래량이 예년 수준으로 회복되기까지는 시일이 일정기간 필요할 것으로 예상. 수도권과 비수도권의 양극화는 진행 중

전국 주택 거래량 추이



자료: 한국부동산원, 유안타증권 리서치센터

수도권 vs 비수도권 주택 거래량 추이

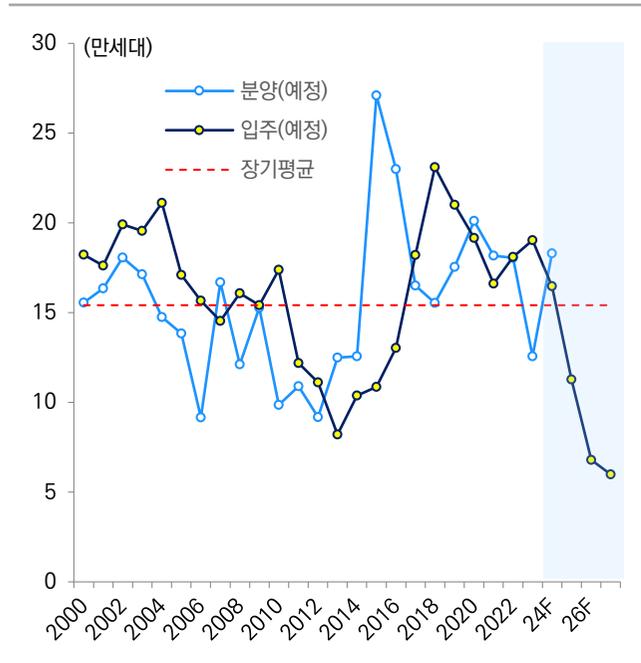


자료: 한국부동산원, 유안타증권 리서치센터

공급부담 해소 시점은 지역별로 차별화

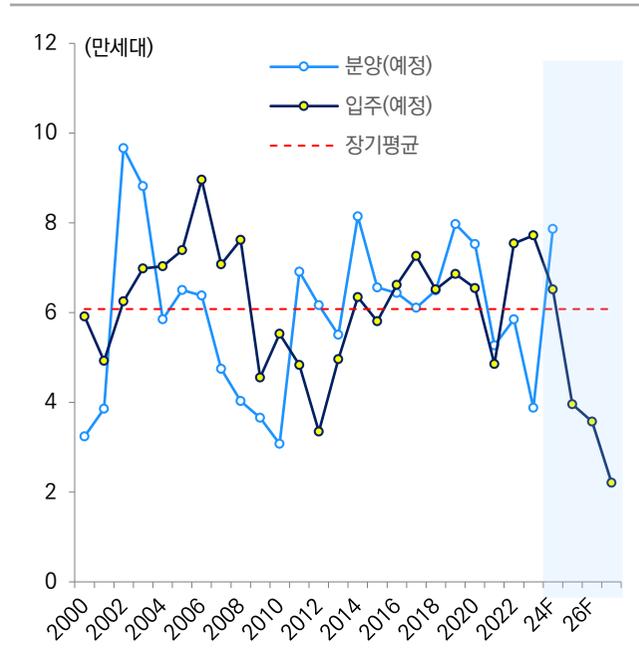
- 공급부담 해소의 시간표는 수도권과 지방이 다른 것으로 분석
- 수도권과 5대광역시는 2025년부터는 공급부담 완화 가능성 있어 보이나 지방은 분양물량 줄어듬에도 2025년까지 입주물량 많음
- 다만, 수도권과 5대광역시의 입주물량 감소가 경기 회복으로 바로 이어지는 것은 아님에 주의 필요
- 최근 계획된 분양물량이 사업성 저하, 분양경기 위축 등으로 지연되는 점 감안시 공급부담의 완화 효과가 나타나기까지 시일이 필요할 전망
- 서울에 한정해서는 공급부담 이슈 제한적. 2022년 이후 평균 공급물량이 장기평균 입주물량 3.4만세대를 하회. 수요회복 시점을 지켜볼 필요

수도권 입주예정 물량 추이



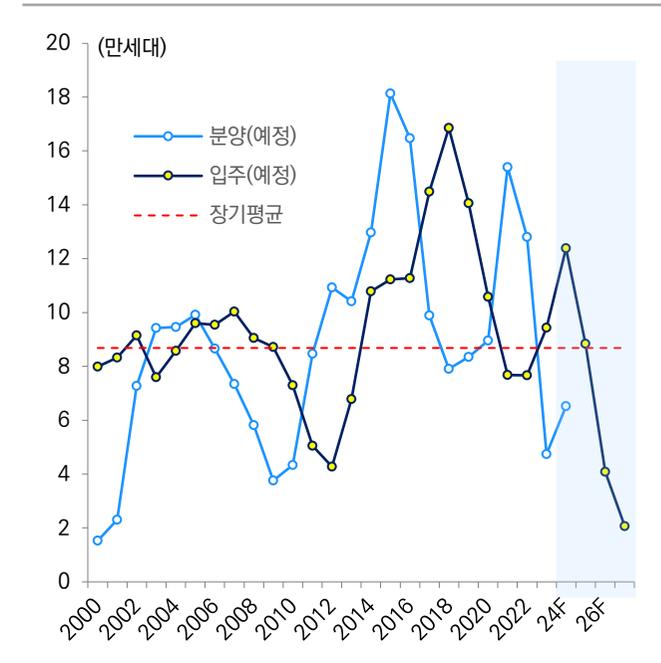
자료: 부동산114, 유안타증권 리서치센터

5대 광역시 입주예정물량 추이



자료: 부동산114, 유안타증권 리서치센터

지방 입주예정물량 추이

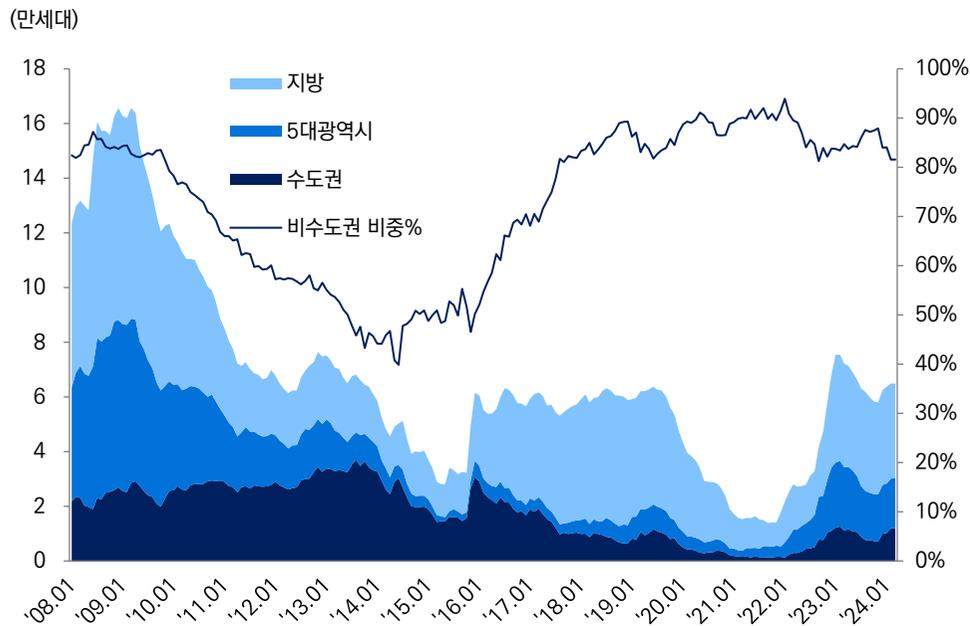


자료: 부동산114, 유안타증권 리서치센터

줄어들지 않는 미분양은 분양경기 위축 재료

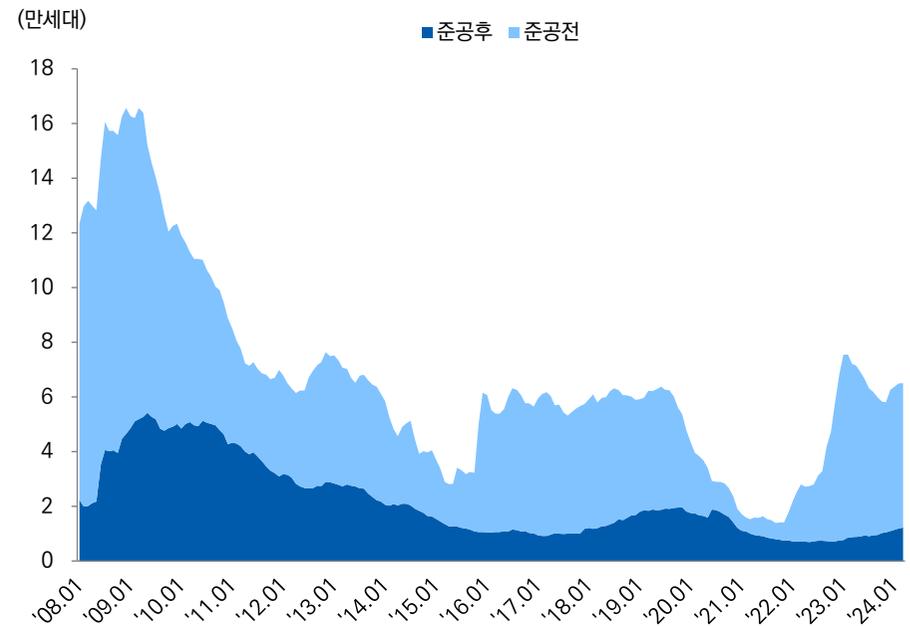
- 5대광역시와 지방을 중심으로 적체되어 있는 미분양은 공급부담 해소를 더디게 만드는 요인
- 2023년말 추가 분양이 소강된 상태에서 감소하던 미분양 물량은 2023년 12월부터 분양물량 증가와 함께 증가세
- 준공 후 미분양도 점진적인 증가세를 기록. 분양경기 저하 시점 물량이 2024년부터 입주 예정된 점 감안 시 준공 후 미분양 증가 가능성 높음
- 향후 분양예정인 사업들의 경우 고금리 상황에서도 부득이하게 높은 분양가를 고수할 수 밖에 없어 미분양 물량 증가에 대한 개연성 제공
- 미분양 해소를 위해서 분양경기가 살아나야 하는 역설도 존재하는 점 감안시 주택경기는 당분간 현 수준이 지속될 가능성 높음

지역별 미분양 추이



자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

준공 단계별 미분양 추이

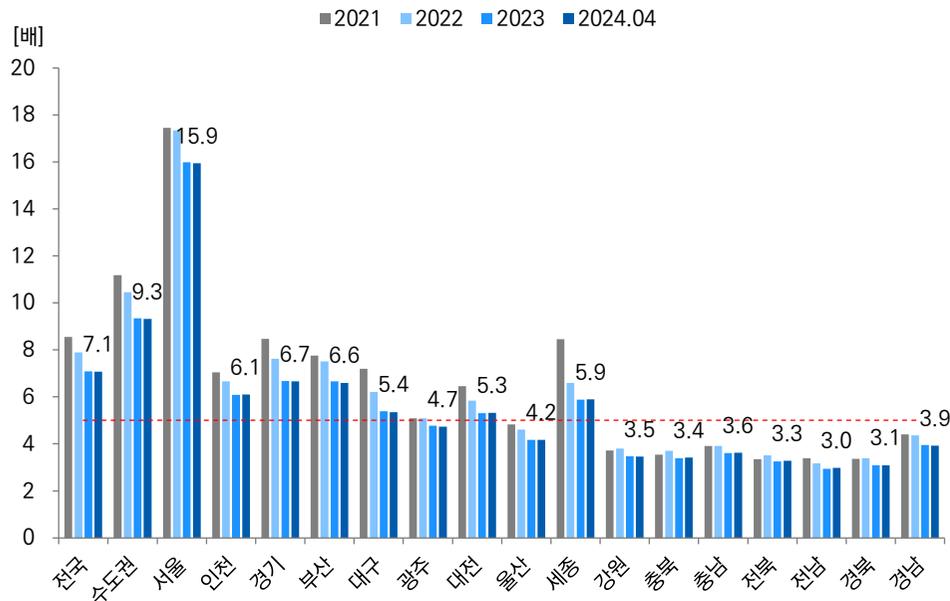


자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

수도권의 가격부담과 지방의 공급부담. 더 기다려야 하는 수요 회복 시점

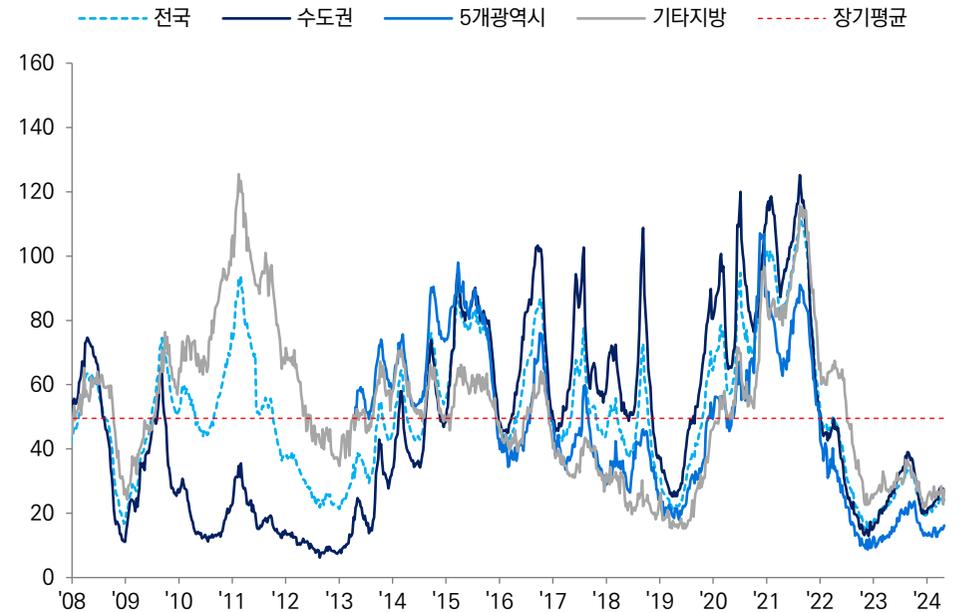
- 수도권과 지방의 시간표가 다른 부분은 아파트 가격에서도 확인 가능
- 지방의 경우 가격부담이 높지 않은 수준까지 낮아진 것으로 보여지나, 누적된 공급물량에 비해 수요가 충분치 않은 상황으로 추정
- 반면, 수도권 및 광역시 등의 아파트 가격은 최근 소폭 하락했다고는 하나 여전히 가격부담 존재. 공급부담 완화 기대에도 낙관이 힘든 부분
- 주택 매수우위 지수도 주택경기 불확실성을 나타내는 가운데 전 지역에서 수급 부담을 나타내는 중
- 공급부담이 존재하는 상황에서 충분치 않은 수요(지방)와 위축된 수요(수도권 등)의 회복에는 시간이 조금 더 필요

지역별 평균 경상소득 대비 아파트 평균아파트가격 배수



자료: 국가통계포털, KB부동산, 유안타증권 리서치센터

주택 매수우위지수

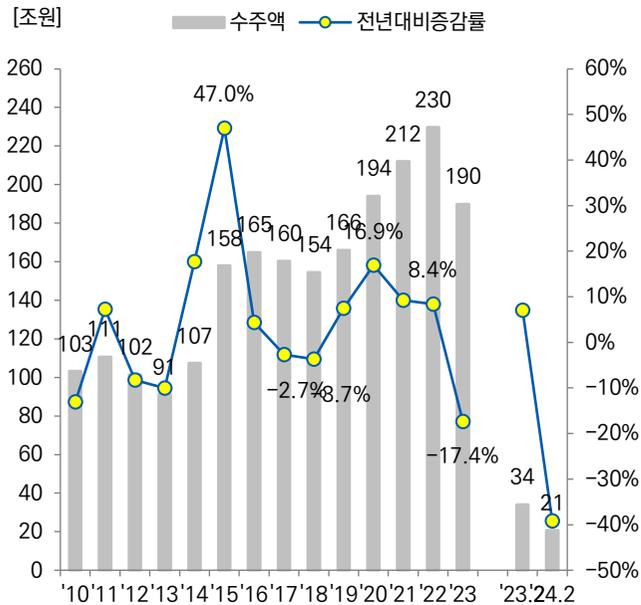


자료: KB부동산, 유안타증권 리서치센터

감소하는 국내건설 수주잔고는 인내의 시간이 필요함을 예고

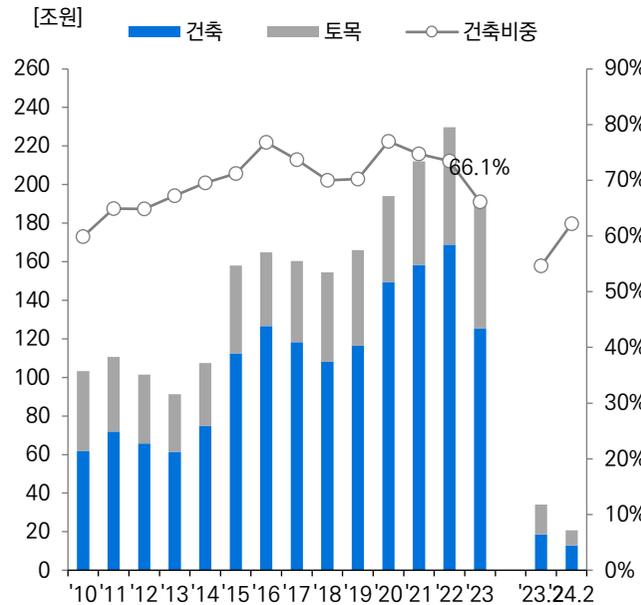
- 주택 관련 수급부담은 국내건설 수주 감소로 이어지는 중
- 2023년 국내건설 수주액은 전년 대비 17.4% 감소했으며, 2024년에도 감소세가 지속되는 모습
- 민간 중심의 건축 물량이 2023년도부터 감소하던 가운데 공공 수주 물량도 2024년부터 정체 또는 하락세로 전환될 것으로 보이는 상황
- 건설사들의 사업환경은 점진적으로 부담이 증가할 것으로 예상

국내건설 수주동향



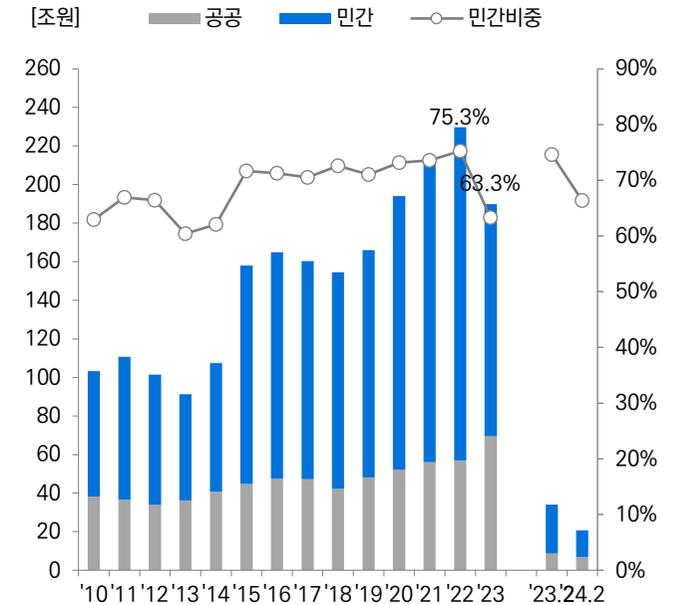
자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

국내수주 - 건축 vs 토목



자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

국내수주 공공 vs 민간

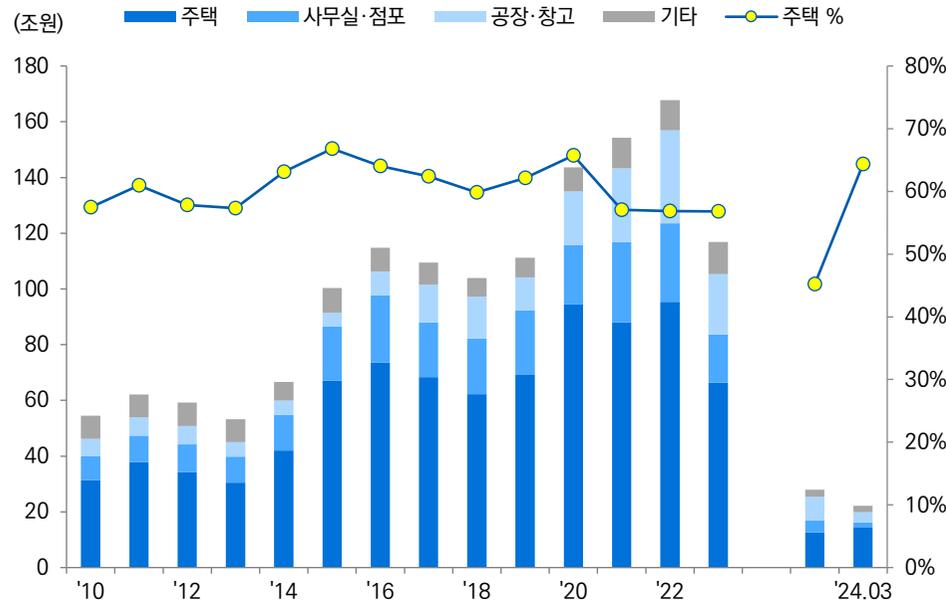


자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

신규 수주의 양과 질에 대한 불확실성은 증대

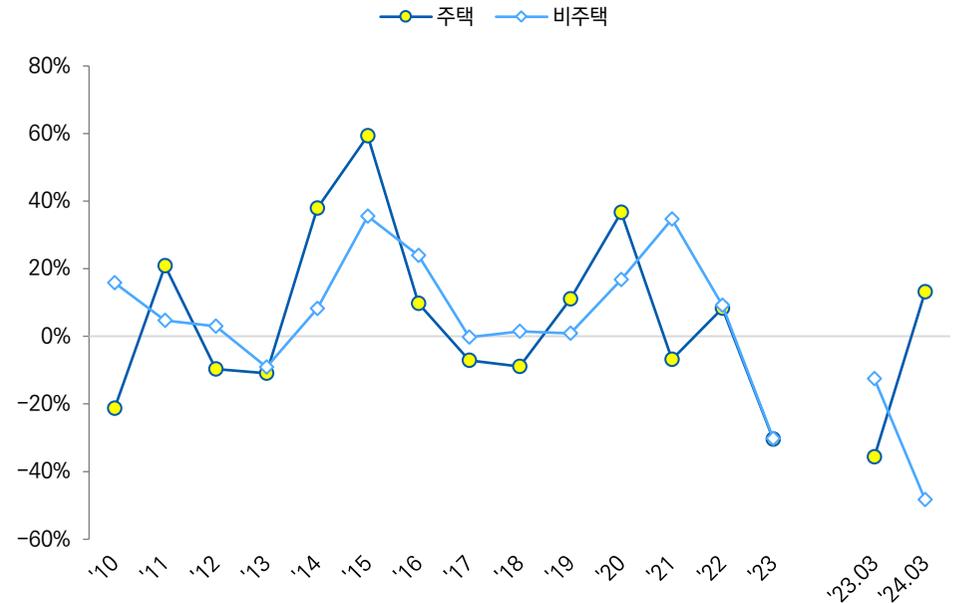
- 민간 물량은 주택, 비주택 가릴 것 없이 2023년 전년대비 30% 감소율을 기록
- 특히, 60% 이상의 비중을 차지하던 주택 물량 비중이 56% 수준으로 하락
- 2024년 3월까지 주택 물량 소폭 회복된 모습이나 비주택 물량까지 고려하면 수주 감소세가 확대되는 모습
- 최근 수도권 등의 사업성이 확보되는 신규 사업 중심으로 주택 수주 증가한 것으로 보여지나 지속 가능성은 제한적
- 채산성 저하에 대한 우려도 존재

민간 건설 수주 유형별 추이



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

민간 건설 수주 전년대비 증가율

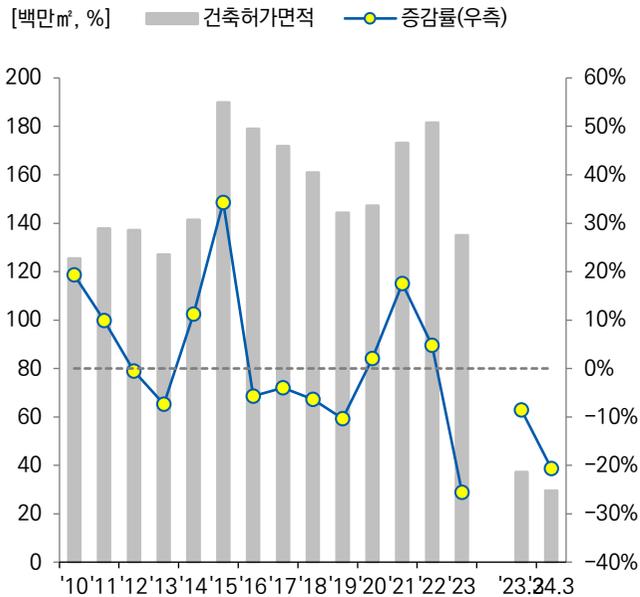


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

인허가와 착공면적도 감소세. 일부 건설사 2~3년내 실적 저하 가능성 존재

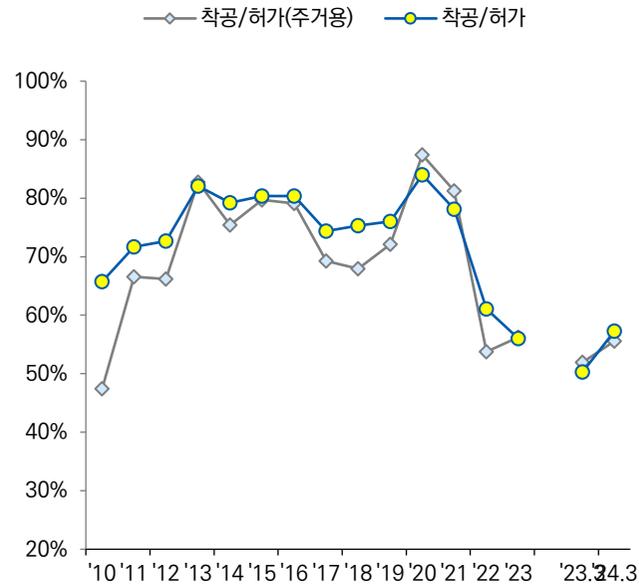
- 2022년까지 확보되었던 수주물량은 인허가 감소와 착공 지연으로 이어지는 중
- 특히, 인허가 대비 착공 물량은 주거와 비주거 구분 없이 절반 가까이 감소
- 주택 인허가 실적도 2022년부터 감소세에 접어든 것을 감안하면 건설산업 환경은 앞으로 인내의 시간이 필요할 전망

국내 건축 허가면적 및 증감율



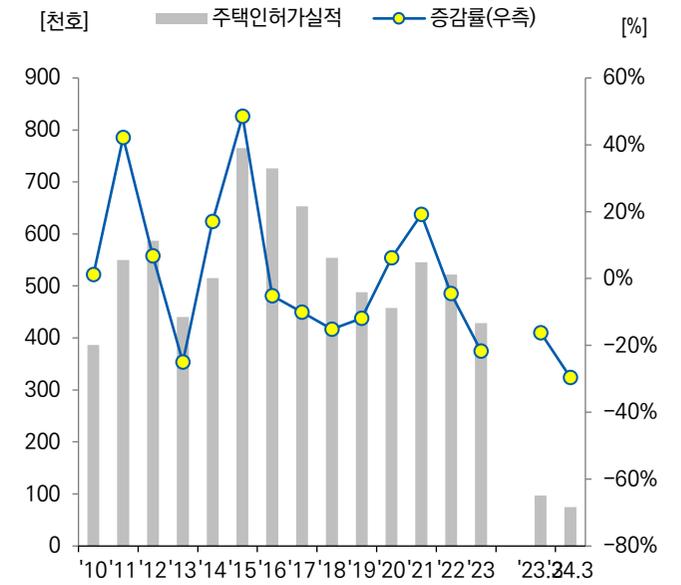
자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

국내 건축 허가면적 대비 착공면적 비율



자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

국내 주택 인허가 실적 추이

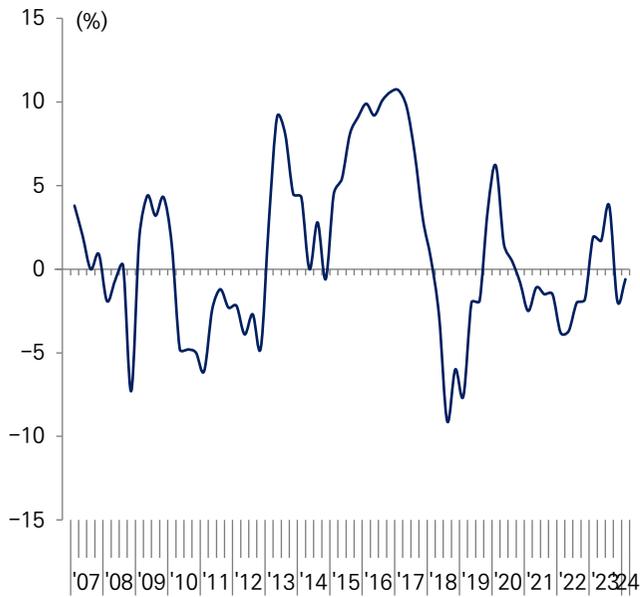


자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

기성 상황 감안시 일정수준의 실적 기대되나 건설사별 실적은 차별화 될 것

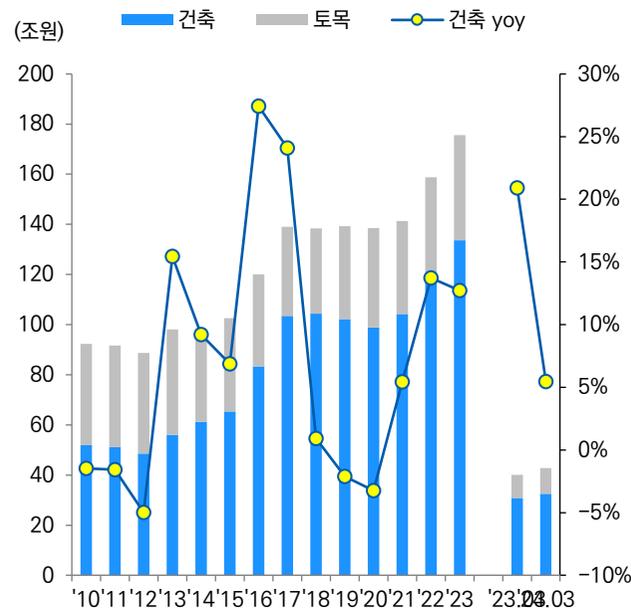
- 2024년에는 건설사별로 실적 차별화가 나타날 것으로 예상
- 일정수준의 공사물량을 보유중인 건설사의 경우 매출 규모 유지 가능할 것으로 기대되나
- 상대적으로 수주물량이 빠르게 감소하였던 건설사의 경우 본격적인 외형 감소세가 나타날 가능성 존재
- 이런 상황에서 공사비 부담은 상당히 높아져 있는 상황으로 영업수익성은 제한적일 것
- 비우호적인 업황 하에서 각 건설사별 사업환경, 유동성 수준 및 운전자본 관리능력 등에 따라 등급 방향성이 정해질 것

건설투자 증감율 (실질, 원계열, 전년동기비)



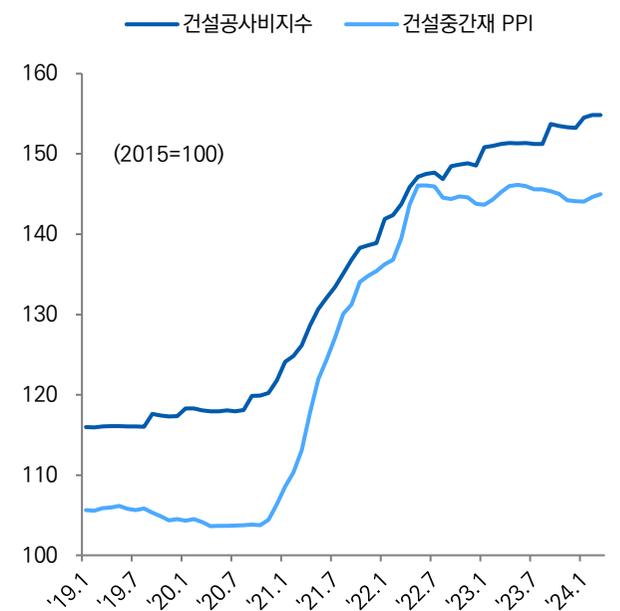
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

건설기성 증감율



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

건설공사비 및 건설중간재PPI 지수 추이

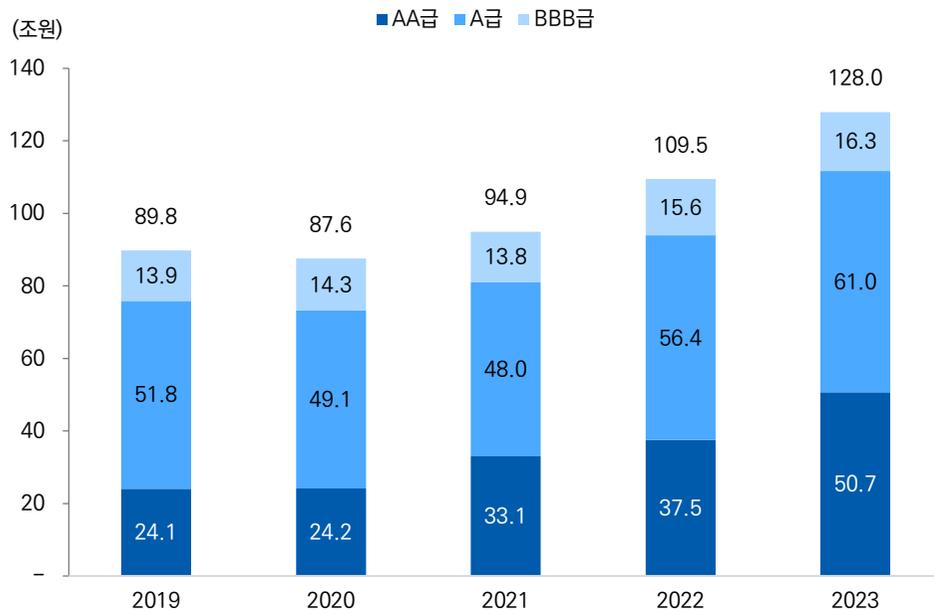


자료: 대한건설협회, 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

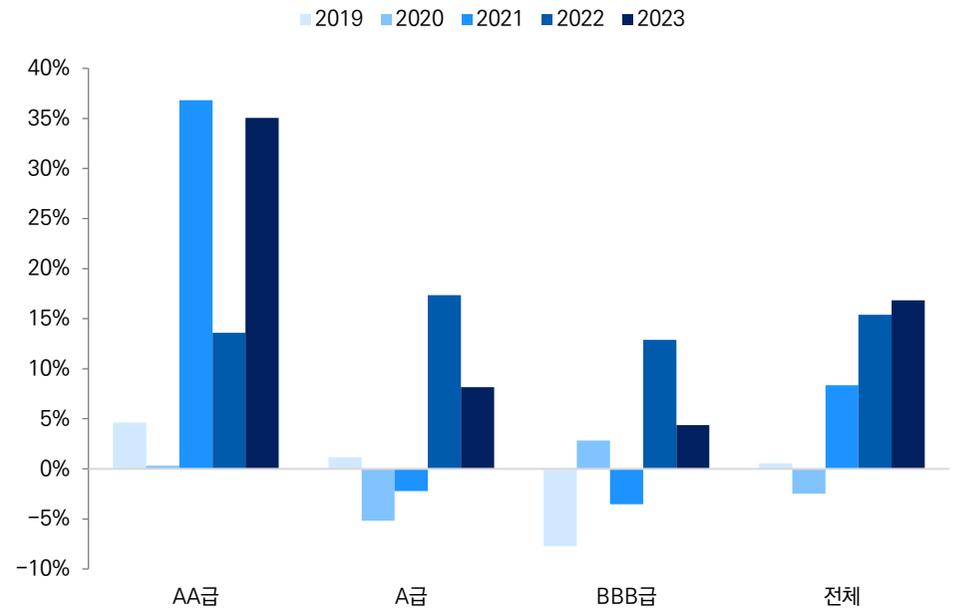
위축된 경기 하 매출 둔화 또는 감소는 크레딧 관점에서 부담되는 시그널

- 22개 건설사들의 매출액은 2023년까지 증가세를 시현한 것으로 확인
- 다만, AA급과 다르게 A급과 BBB급 건설사들은 매출액 성장률이 2022년 대비 절반 이하 수준으로 둔화
- 건설경기 위축 상황에서 매출액이 크게 증가한 이후 급격히 둔화 또는 역성장하는 모습은 크레딧 관점에서 부담되는 부분
- 수주잔고의 축소, 자금부족에 따른 공사진척도 부진 등 사업환경에 부정적인 상황이 나타날 수 있다는 시그널로도 볼 수 있기 때문
- 진행중 공사물량 등 감안시 당분간은 매출 실적 유지 가능성 있어 보이나 하반기 이후 실적 저하되는 건설사의 경우 주의가 필요

22개사 합산 매출액 규모 추이



22개사 등급별 합산 매출액 증가율



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

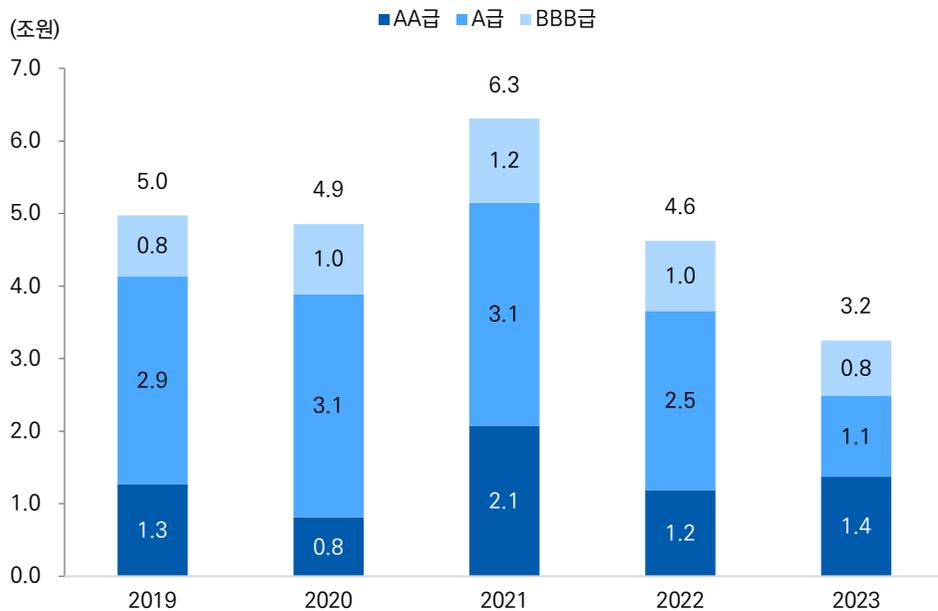
주) 22개사 합산 기준, 현대건설, 대우건설, 현대엔지니어링, GS건설, DL이앤씨, 포스코이앤씨, 롯데건설, HDC현대산업개발, 계룡건설산업, 코오롱글로벌, 서희건설, 동부건설, 한신공영, HL D&I, SGCI앤씨, 한양, 효성중공업은 연결 기준, SK에코플랜트, DL건설, IS동서, KCC건설, 신세계건설은 별도 기준. DL이앤씨는 2021년부터 반영. 이하 합산 분석 동일

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

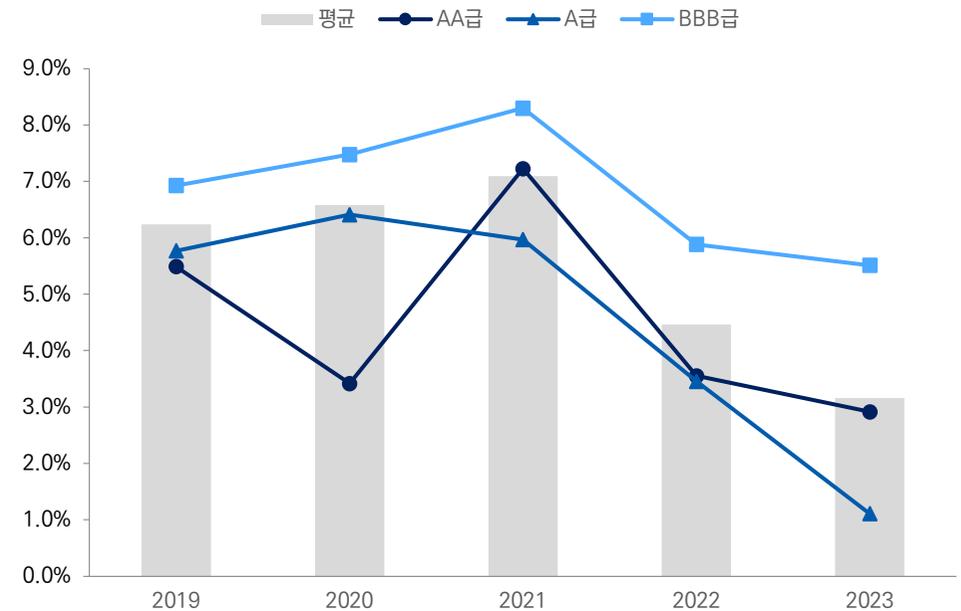
수익성 개선은 올해도 쉽지 않을 듯

- 22개 건설사들의 합산 이익 규모는 빠르게 하락. 2023년 합산 영업이익은 2021년의 절반 수준
- AA급의 경우 매출 규모 확대로 이익규모 확대된 것으로 나타나나 수익성의 경우 모든 등급에서 2021년 이후 저하세를 기록
- 이 중 건설사 6곳이 영업적자 또는 당기순손실을 시현한 것으로 확인
- 분양경기가 위축된 상황에서 당분간 높은 원가부담을 감내해야 하는 점 감안시 부진한 수익성이 지속될 전망
- 수익성 저하가 예상보다 급격히 훼손되는 경우 신용도 조정 요인으로 작용할 수 있어 모니터링 필요

22개사 합산 영업이익 추이



22개사 등급별 평균 영업이익률 추이



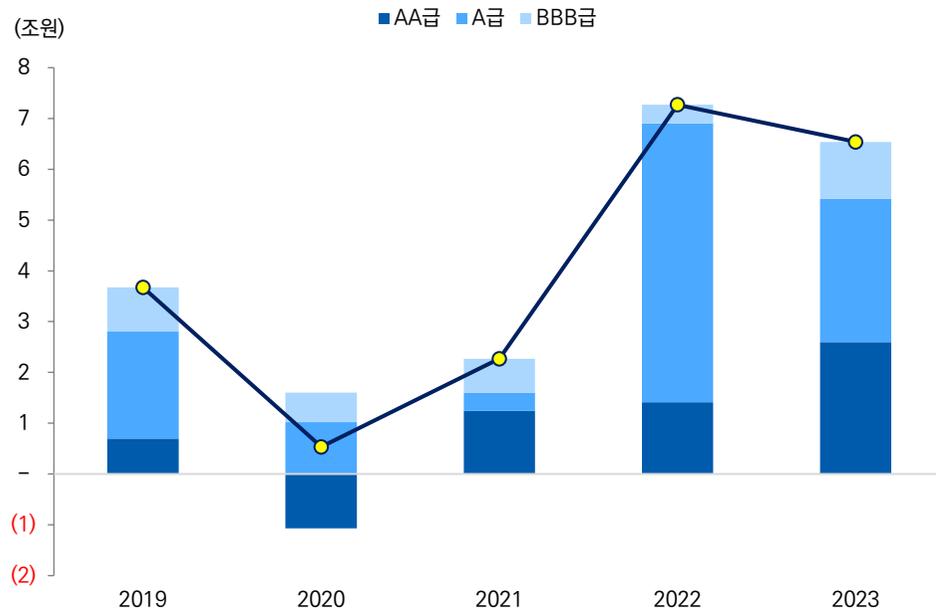
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

높은 운전자본부담 지속으로 영업현금창출력도 부진

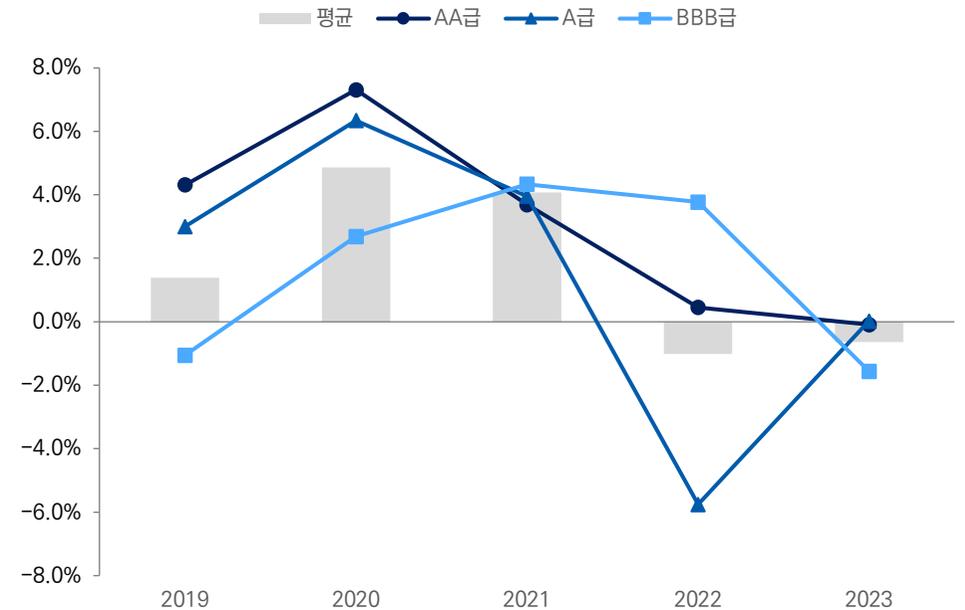
- 주택경기 위축과 미분양 증가, 공사원가 상승 등은 2022년부터 운전자본부담으로 작용하고 있으며, 최근 전 등급으로 확대되는 추세
- 이로 인해 모든 등급에서 영업현금흐름 창출력이 과거 대비 대폭 저하된 것으로 확인
- 책임준공을 위해 자금 투입되어야 하는 상황에서 미분양 물량들의 준공 시점 다가오는 점 감안시 부담요인도 증가 예상

22개사 합산 운전자본증감



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

22개사 등급별 평균 OCF/매출액

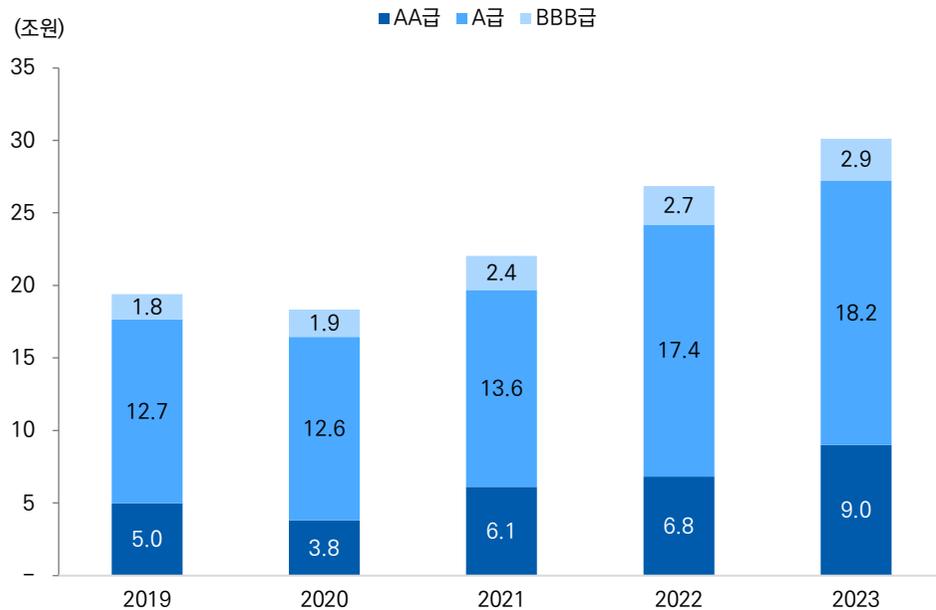


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

과거 대비 증가한 회전기일은 자금 부족에 대한 우려를 키우는 중

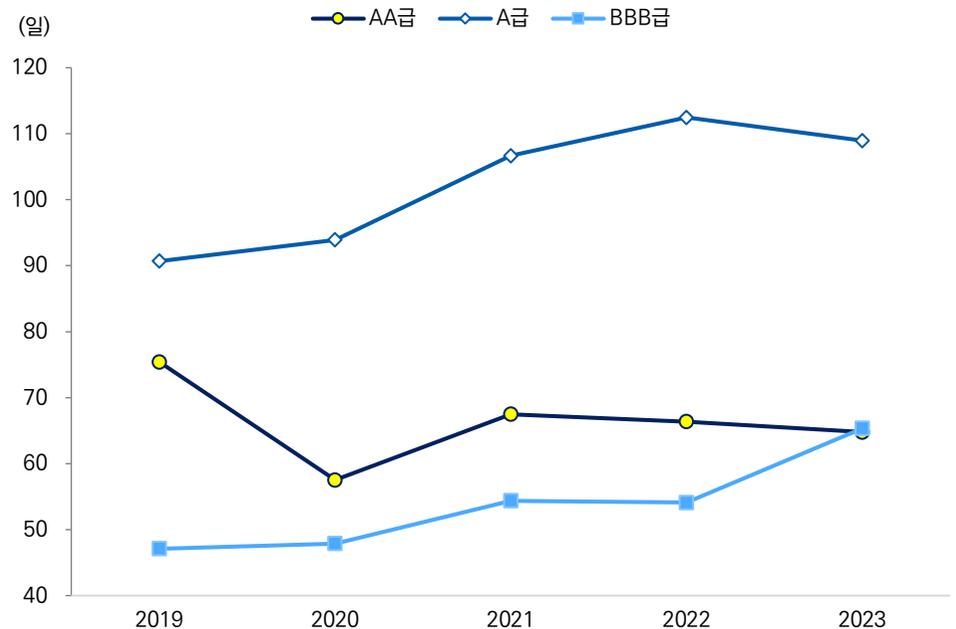
- 공사미수금, 미청구공사, 재고자산 및 매입채무 등 직접적인 공사관련 순운전자본 규모는 2020년 이후 지속 확대되어 온 것으로 확인
- 다만, AA급의 경우 순운전자본 규모 확대에도 매출액 성장이 같이 이뤄지면서 회전기일은 안정적인 수준을 시현 중
- 반면, A급과 BBB급의 순운전자본 회전기일은 과거 대비 증가
- 앞으로의 방향성은 조금 차이가 있으나 A급 및 BBB급 모두 운전자본 관리에 부담이 확대된 상태로 판단

22개사 합산 주요 순운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터
 주) 매출채권은 공사미수금, 미청구공사 등 공사채권을 의미

22개사 합산 순운전자본 회전기일

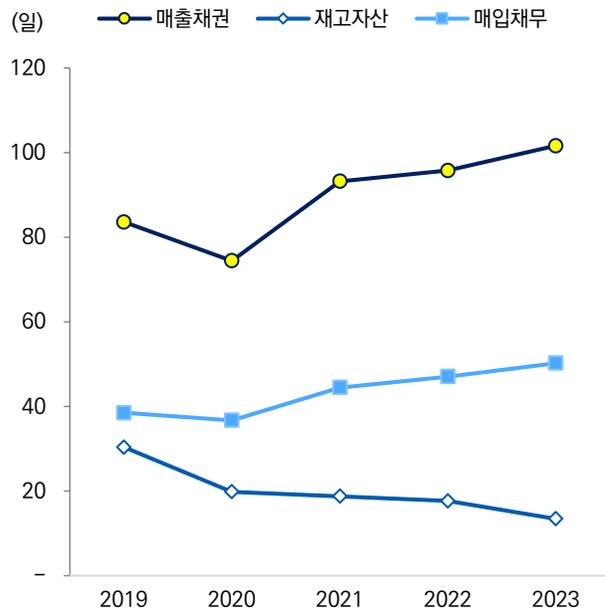


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터
 주) 회전기일은 총 매출액 기준으로 산출. 이하 동일

운전자본부담은 모든 건설사에서 나타나는 현상. 차이는 사업경쟁력

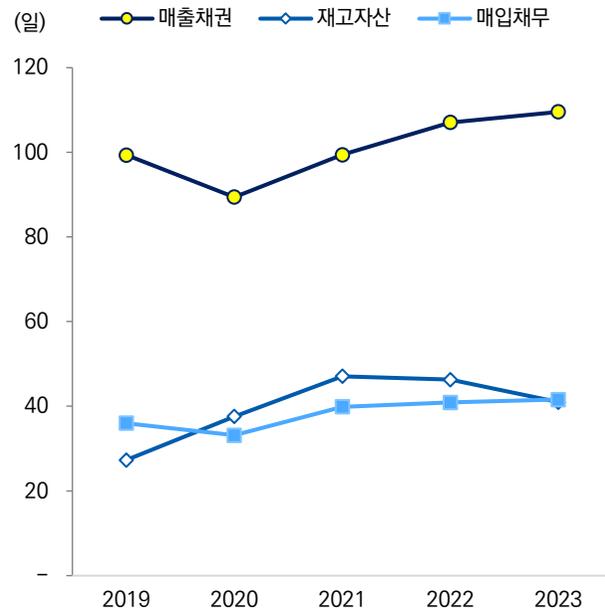
- 채권 회전기일이 120일, 채무 회전기일이 60일을 지속 상회하는 경우 유동성 이슈가 확대될 개연성 존재. 이에 순운전자본 세부내역을 검토
- AA급의 경우 채권채무의 회전기일 증가에도 양호한 분양실적 등에 힘입은 재고 회전으로 운전자본 관리가 어느정도 이뤄지는 것으로 보이나
- A급의 경우 채권 회전기일이 과거 대비 110일까지 증가한 상황에서 재고자산과 채무에 대한 관리 부담도 증가한 것으로 확인
업체별로 차이가 존재하는 것으로 파악되나 책준 리스크가 큰 건설사의 경우 추가적인 운전자본부담 확대 가능성 존재. 모니터링 필요
- BBB급의 경우 순운전자본 항목 모두 과거 대비 회전기일 상승. 부실화를 걱정할 수준까지 부담이 확대되진 않은 것으로 판단되나 재고 보유에 대한 부담이 상대적으로 크고 채무회전기일이 2020년 이후 지속 60일을 상회하는 점 감안시 운전자본관리여력이 제한적일 것으로 추정
- 결국 운전자본부담은 형태는 다르나 모든 건설사에서 나타나는 현상. 등급 평균 대비 관리 부담 확대된 기업에 유의 필요

AA급 주요 운전자본 회전기일 추이



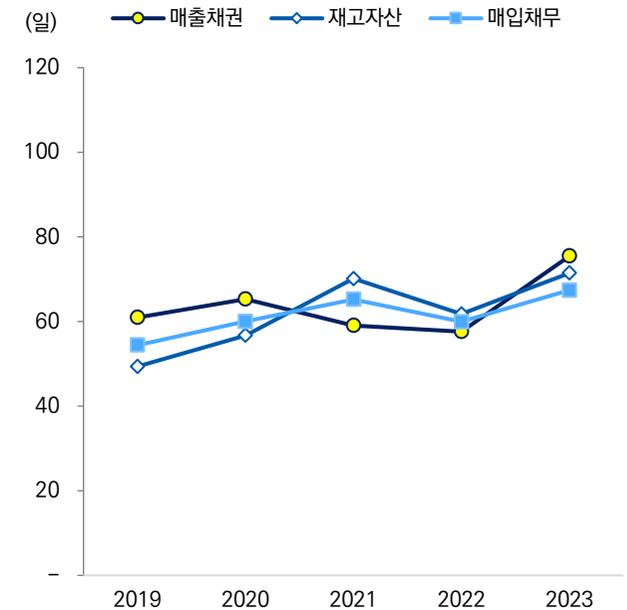
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

A급 주요 운전자본 회전기일 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

BBB급 주요 운전자본 회전기일 추이

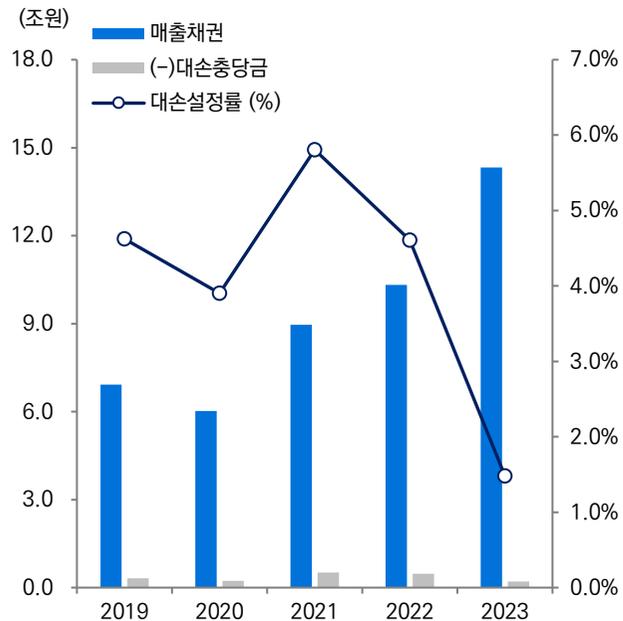


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

채권 증가하는데 대손충당금은 아직

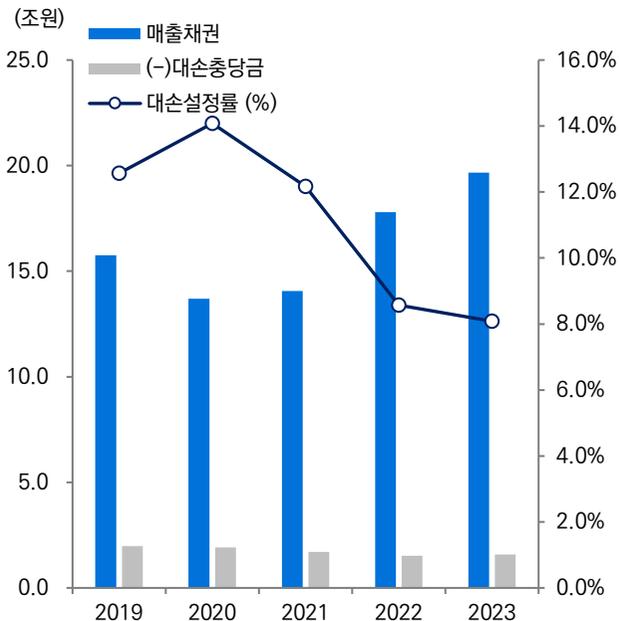
- 살펴 보았듯이 모든 등급에서 미청구공사를 포함한 매출채권 규모는 확대되는 모습
- 건설사 규모에 따라 2019년 대비 2023년 채권 규모가 적게는 1~3천억원 수준에서 많게는 2~3조원 증가한 것으로 확인되나
- 각 사별 대손충당금 규모는 확대가 제한적이거나 오히려 감소한 건설사도 있는 것으로 나타남
- 분양경기 위축된 상황에서 채권 회수에 대한 불확실성이 갈수록 높아지는 상황
- 금리인상 이후 분양성과가 저조하였던 주요 사업들이 2024~2025년에 입주예정인 점 감안시 대규모 손실로 돌아올 수 있다고 판단

AA급 매출채권, 대손충당금 및 대손설정률 추이



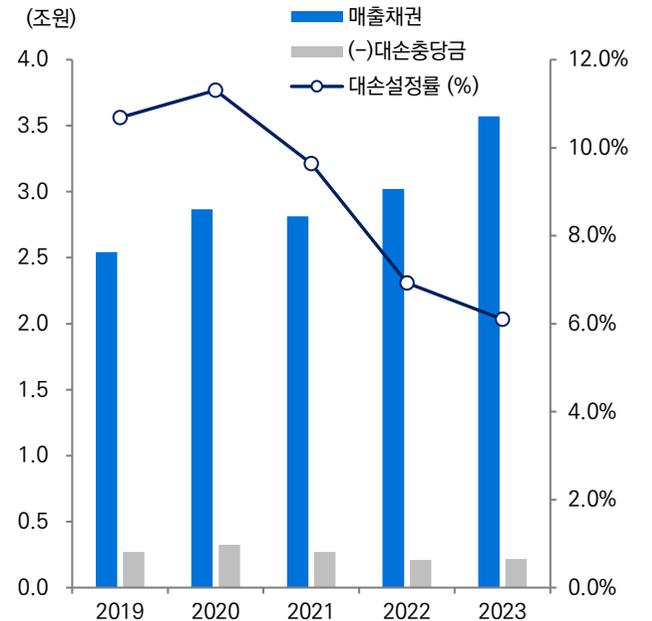
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

A급 매출채권, 대손충당금 및 대손설정률 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

BBB급 매출채권, 대손충당금 및 대손설정률 추이

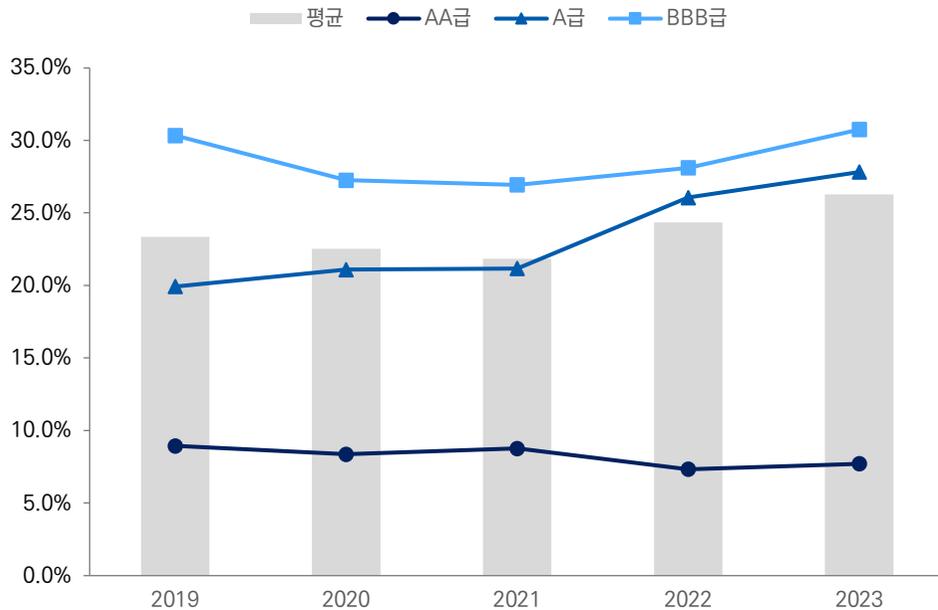


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 건설사의 재무구조는 부실화 가능성을 내재

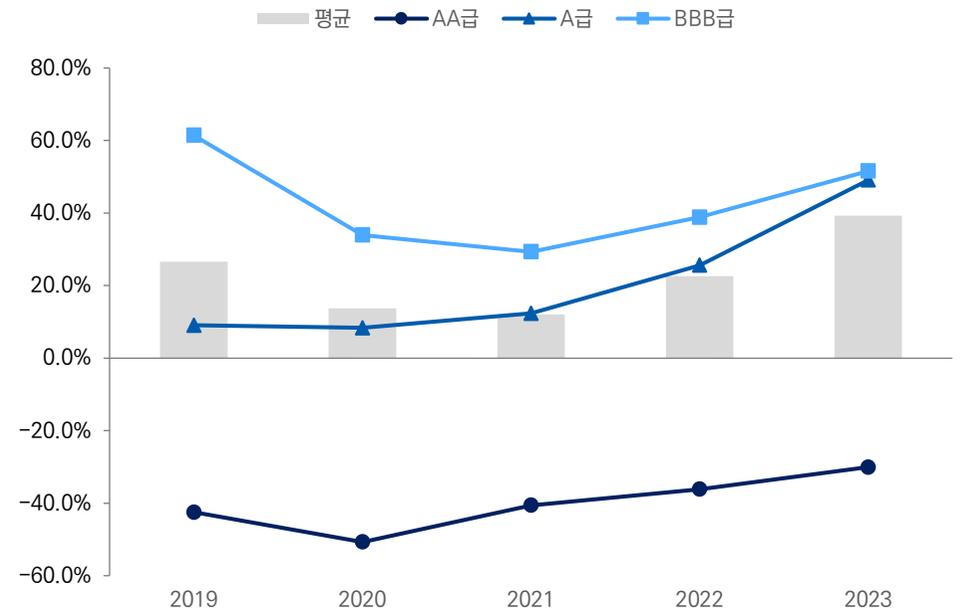
- 건설사의 부실화 징후는 차입금의존도의 증가와 자기자본 대비 순차입금의 비율로도 확인 가능
- 운전자본부담에 따른 자금소요로 차입금이 증가하는 상황에서 자기자본 감소는 수익성 악화에 대한 내용을 포함하기 때문
- 이를 감안할 때 A급 이하 건설사들은 재무안정성에 대한 우려가 빠르게 확대되는 모습
- 보유 현금성자산 및 가용가능한 담보 여력 등에 따라 대응 수준은 다를 것으로 판단되나 감내할 수 있는 리스크 수준이 낮아지고 있음
- 채권에서의 대규모 손상 또는 현실화되는 PF보증 규모가 예상보다 크게 확대되는 경우 신용도에 영향을 줄 수 있을 것

22개사 평균 차입금의존도



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

22개사 평균 순차입금/자기자본

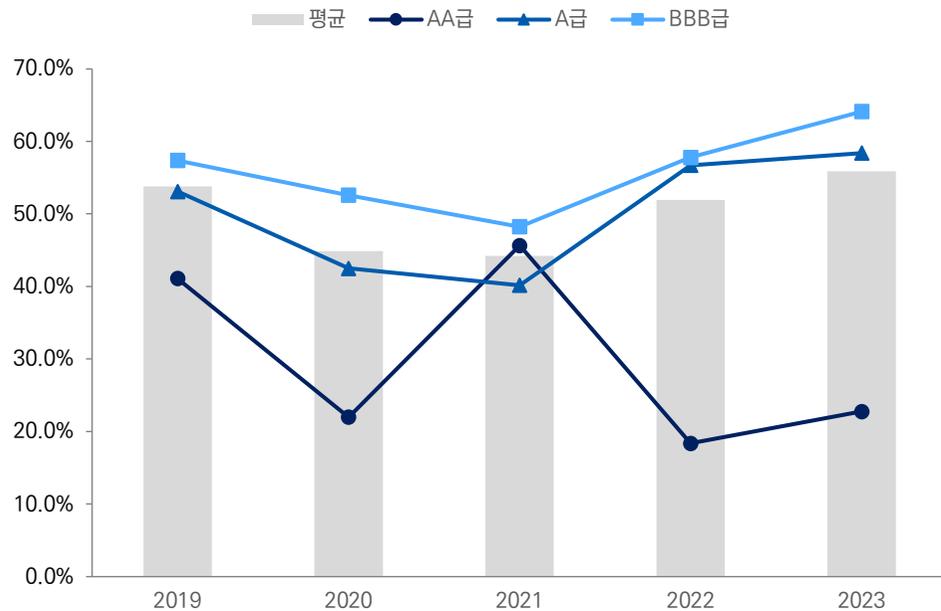


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

단기차입 비중 증가하는 반면 현금은 소진되는 상황. 주요 모니터링 요인

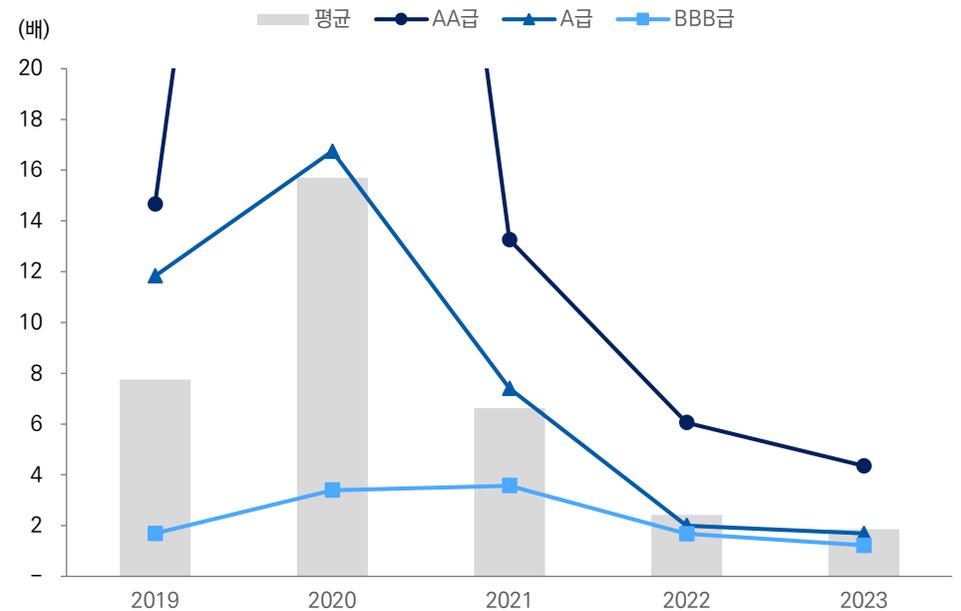
- 재무구조 관리능력에 여유가 없어지는 부분은 유동성 대응력에서도 확인
- A급 이하 건설사들의 경우 평균 단기차입 비중이 지속 상승하여 2023년 A급 58.4%, BBB급 64.1%를 기록
- 현금성자산 규모가 감소하면서 단기성차입금 대비 현금성자산 배수가 2023년 A급 1.7배, BBB급 1.2배까지 하락한 것으로 나타남
- 부동산 시장 위축과 PF보증에 대한 우려 등이 자금조달시장에도 영향을 미치면서 차입구조가 단기화 되고 현금등이 고갈되는 것으로 추정
- 상대적으로 시장 접근 가능한 AA급의 경우 회사채 원활히 발행되면서 만기구조가 안정화 된 모습. 현금성자산/단기성차입 배수도 4.4배로 양호
- 개별 건설사별 자금 조달 및 운전자본관리 계획 등에 더하여 주요 사업의 진행 상황이 유동성 대응력에 영향을 미칠 것

22개사 평균 단기차입 비중



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

22개사 평균 현금성자산/단기성차입금

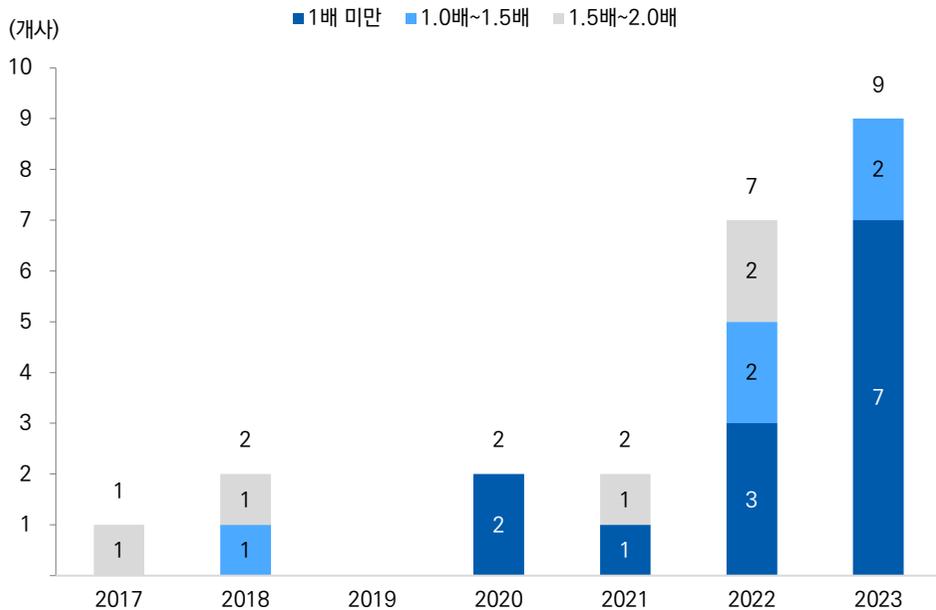


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

고금리의 차입금 증가하면서 이자지급능력에도 부담 증가

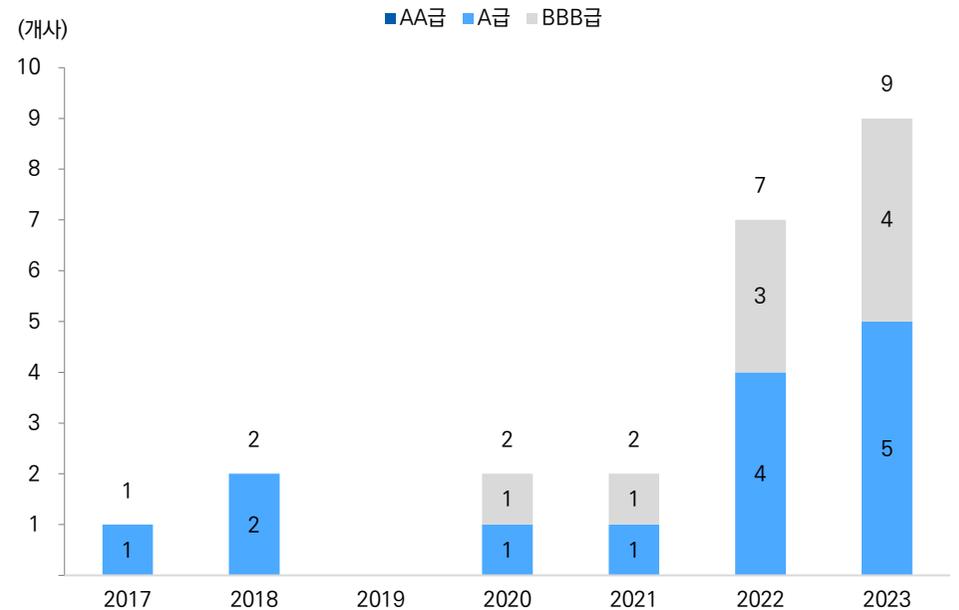
- 건설사들의 수익성 저하, 운전자본부담 확대 등에 따른 영향은 이자지급능력 저하로 이어지는 것으로 확인
- 특히, 금리인상 이후 조달되는 자금으로 인해 과거 대비 이자부담이 크게 증가한 것으로 파악
- 2021년까지 이자보상배율이 1배 미만인 기업은 1~2개에 불과하였으나 2023년 기준 7개까지 확대
- 이자지급능력 저하가 우려되는 기업도 점진적으로 증가세
- A급과 BBB급의 경우 AA급과 다르게 운전자본부담이 크고 시장 내 자금조달능력 제한된 점 감안시 신용도 하향압력이 증가한 것으로 판단

22개사 중 이자보상배율 구간별 건설사 수



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

이자보상배율 2배 미만 등급별 건설사 수

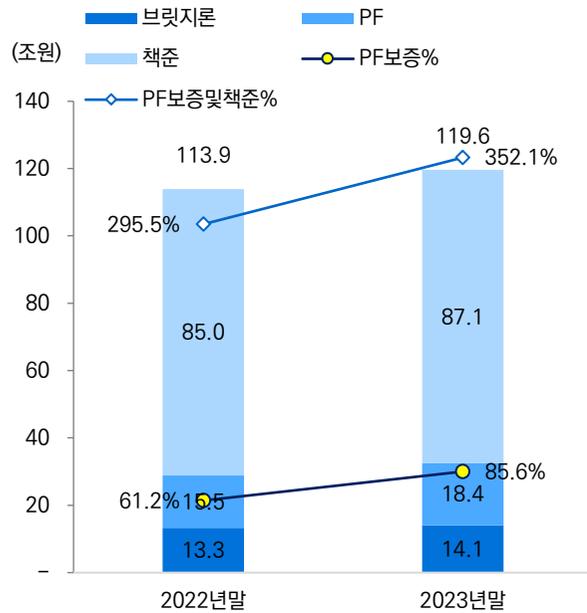


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 및 책임준공에 대한 부담은 전년대비 확대. 현실화 정도가 중요

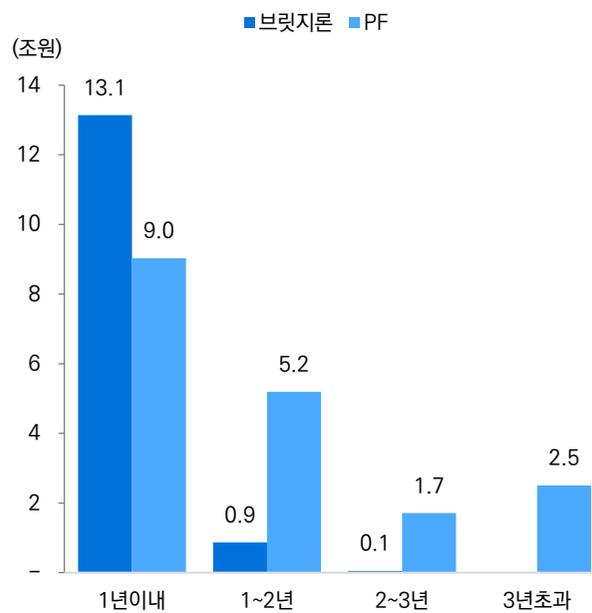
- 질서 있는 연착륙을 위해서는 건설사의 손실 부담도 필요. 22개 건설사의 브릿지론과 PF보증은 2023년말 기준 32.5조원
- 특히, 이러한 PF보증에 대한 리스크는 전년 대비 증가하고 있다는 점이 우려요인
- 1년 이내 만기가 돌아오는 PF보증도 약 22조원에 달하는 것으로 파악되며, 건설사의 신용공여에 대한 부담도 빠르게 다가오고 있음
- 사업성이 훼손된 브릿지론 중심으로 PF보증 현실화 나타날 것으로 예상되며, 이는 건설사의 재무구조에 부정적인 영향을 미칠 예정
- 이러한 상황에서 책임준공 관련 신용공여 이슈도 비주택 사업 위주로 현실화되는 것으로 파악
- 건설사들의 자기자본 규모, 보유 현금 및 사업관리능력 등 감안시 일정수준의 대응 기대되나 건설사별 상황은 면밀한 모니터링이 필요함

22개사 합산 PF보증, 평균 자기자본 대비 PF보증 비율



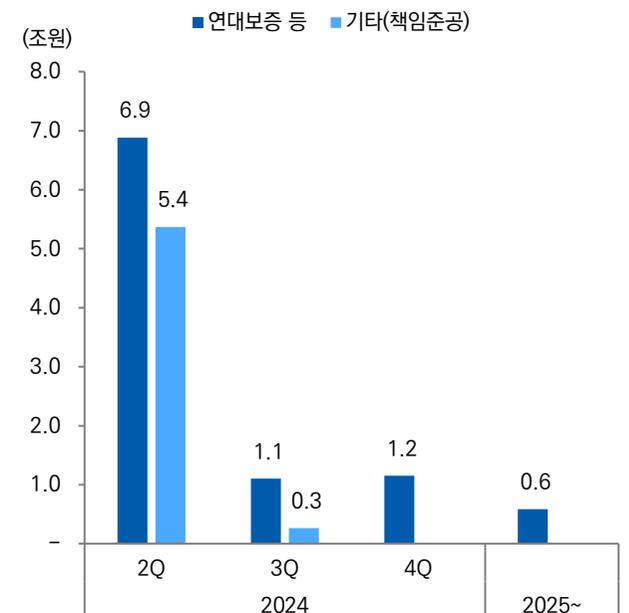
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

22개사 합산 PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

합산 PF ABCP등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)

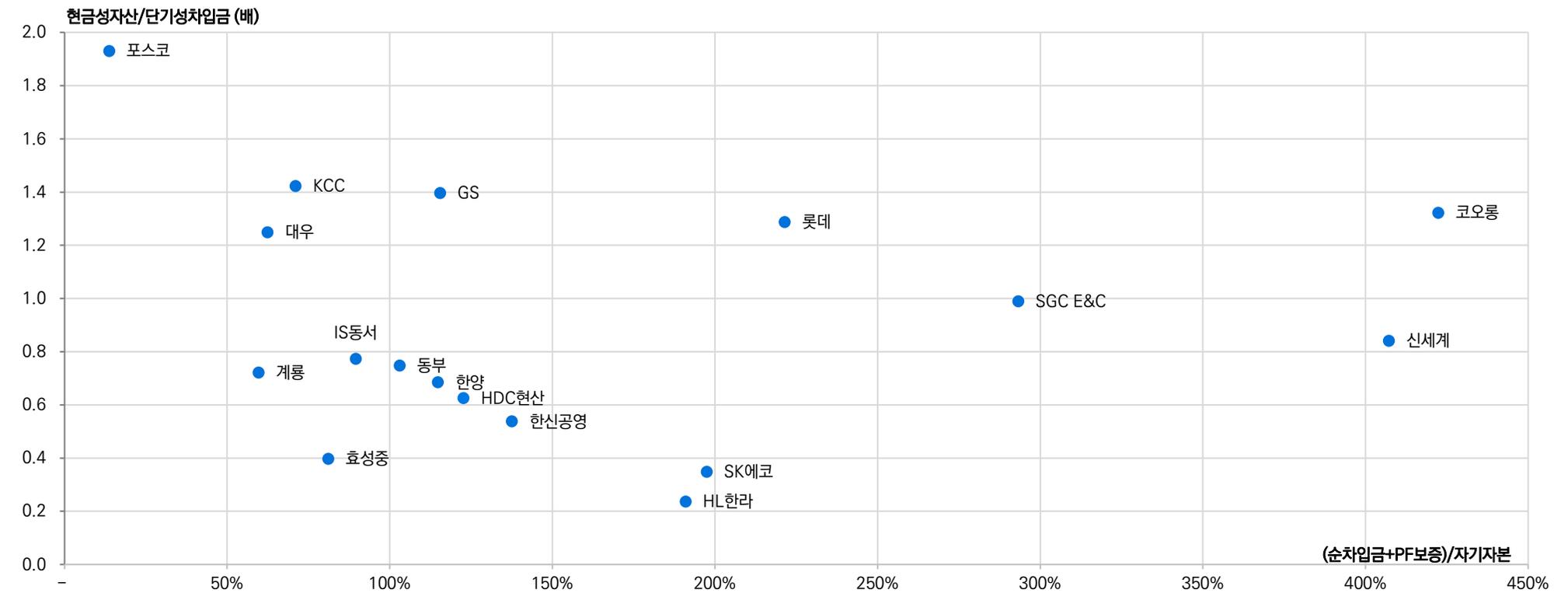


자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

세밀한 사업진행과 효과적인 자금관리가 신용도 관점 모니터링 포인트

- 사업환경 비우호적인 가운데 건설사들의 업황 대응력은 저하되고 있음
- PF보증 우발부채의 현실화 시점이 다가오고 자금소요는 확대되고 있으나 유동성 확보 능력은 건설사마다 차이가 발생하는 중
- 현금성자산이 많다고는 하나 운전자본부담 및 PF보증 부담 높은 건설사, PF보증 부담은 크지 않으나 유동성 대응력에 불확실성이 높은 건설사에 대한 주의가 필요한 시점이라고 판단됨
- 분양경기 및 건설경기가 회복되는 시점까지 세밀한 사업진행과 효과적인 자금관리가 이뤄지는지 신용도 관점에서 지켜볼 필요성 있음

PF위험 x 유동성대응력 Matrix



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주) (순차입금+PF보증)/자기자본 비율이 50% 이하이거나, 현금성자산/단기성차입금 배수가 4배를 상회하는 기업은 표시 제외

건설사 신용등급

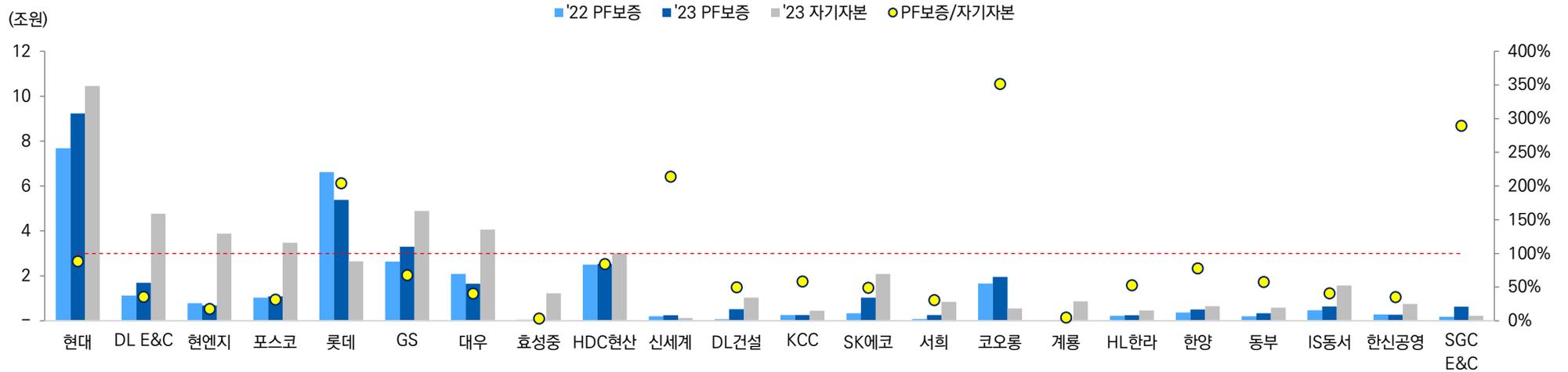
주요 건설사들의 신용등급 추이

건설사명	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.04	등급방향
현대건설	AA- / 안정적	유지						
DL이앤씨	-	-	-	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
포스코이앤씨	A / 안정적	A / 긍정적	A+ / 안정적	유지				
GS건설	A- / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 긍정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A / 안정적	하향
대우건설		A- / 안정적	A- / 안정적	A- / 긍정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
현대엔지니어링	AA- / 안정적	유지						
롯데건설	A / 긍정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 부정적	A+ / 부정적	A+ / 부정적	하향
SK에코플랜트	A- / 안정적	유지						
HDC현대산업개발	A+ / 안정적	A+ / 하향검토	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A / 부정적	A / 부정적	A / 부정적	하향
DL건설	-	-	-	A- / 안정적	A- / 안정적	A- / 안정적	A- / 안정적	유지
코오롱글로벌	A3	A3	A3	A3	A3+	A3+	A3+	유지
계룡건설산업	BBB / 안정적	BBB / 긍정적	BBB+ / 안정적	유지				
서희건설 ICR	BBB- / 안정적	BBB- / 긍정적	BBB / 안정적	BBB / 긍정적	BBB / 긍정적	BBB / 긍정적	-	유지
동부건설	-	-	-	BBB / 긍정적	BBB / 긍정적	A3	A3	유지
한신공영	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 부정적	BBB* / 부정적	BBB-* / 부정적	하향
KCC건설	A- / 안정적	유지						
HL D&I 한라	-	-	BBB / 긍정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	유지
신세계건설	A / 안정적	A- / 안정적	하향					
아이에스동서	BBB / 안정적	A3	A3	유지				
효성중공업	A+ / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
SGC이앤씨 ICR	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	-	유지
한양	BBB+ / 안정적	유지						

자료: 한국신용평가, 나이스신용평가, 한국기업평가, Informax, 유안타증권 리서치센터
 주) 등급 스플릿 발생 기업은 등급* 표시

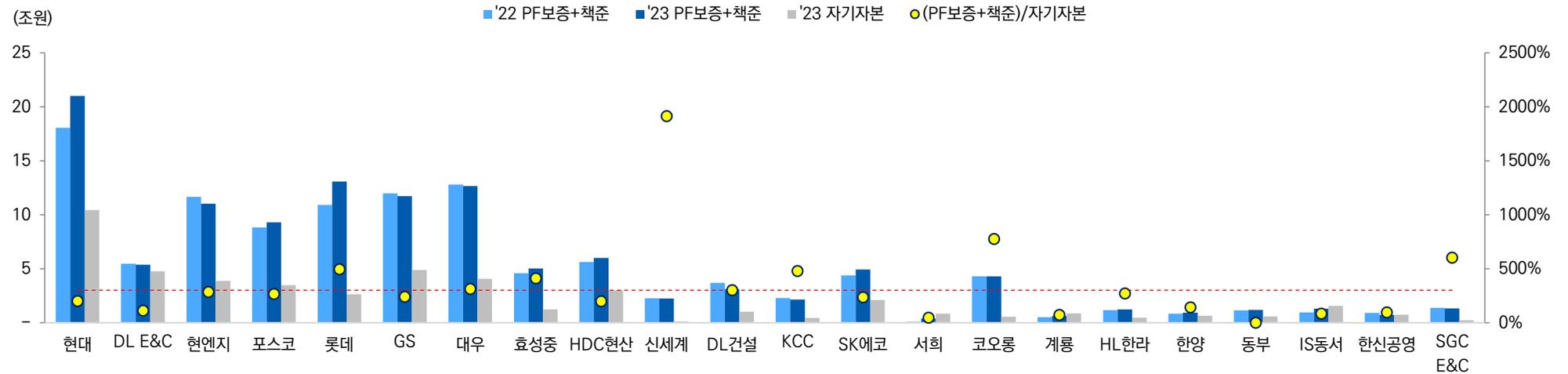
건설사 주요 지표

PF보증 금액 및 자기자본 대비 PF보증 비율



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

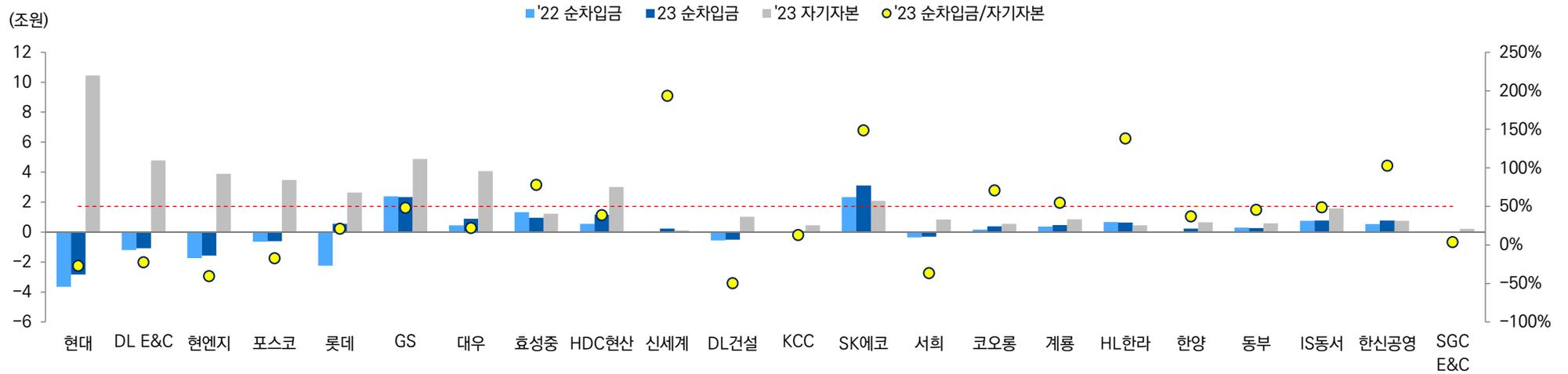
PF보증 및 책임준공 금액 및 자기자본 대비 PF보증+책임준공 비율



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

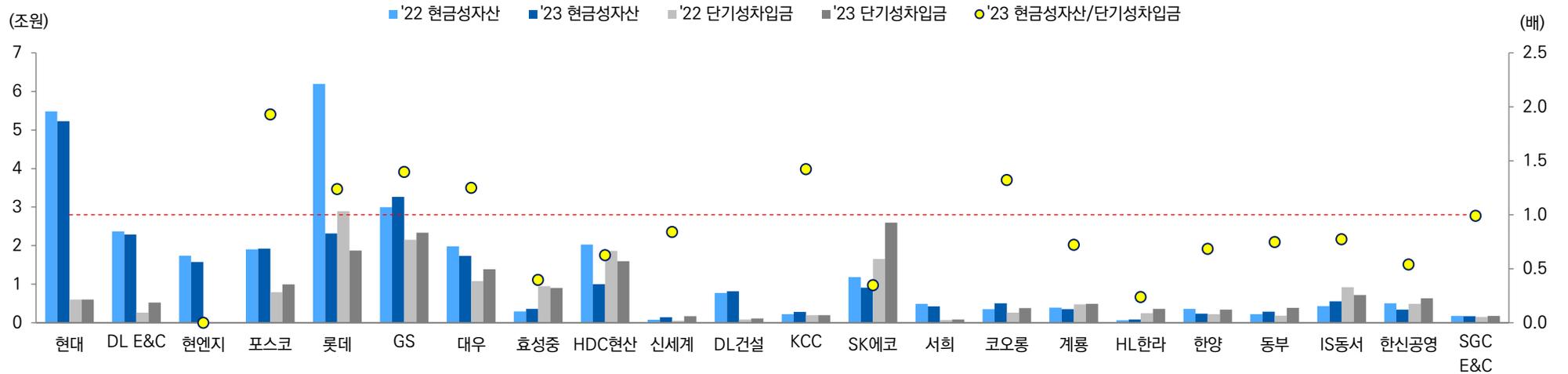
건설사 주요 지표

순차입금/자기자본



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

현금성자산/단기성차입금



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주) 현금성자산/단기성차입금 배수가 2.5배를 상회하는 기업은 표시 제외

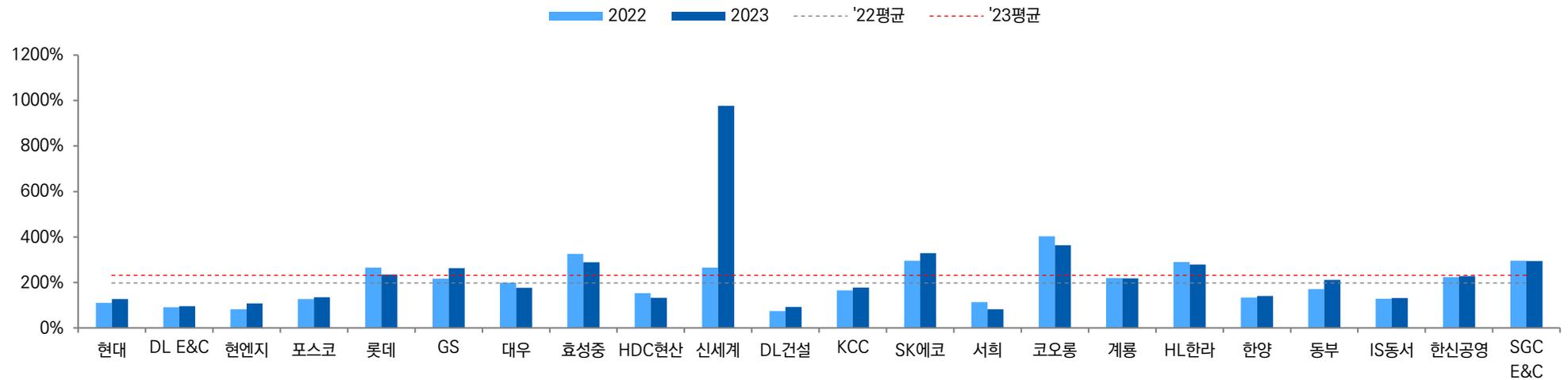
건설사 주요 지표

차입금의존도



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

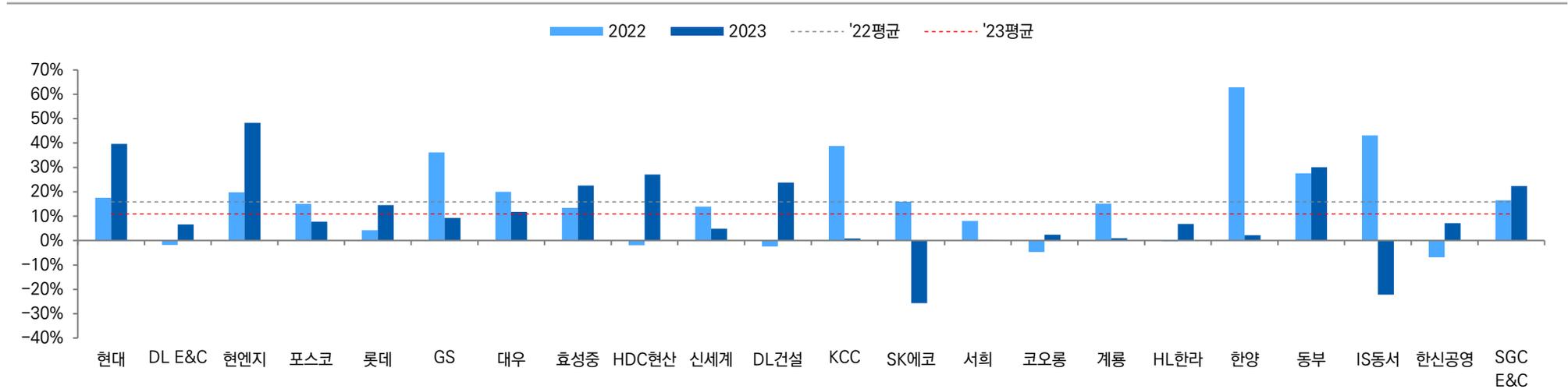
부채비율



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

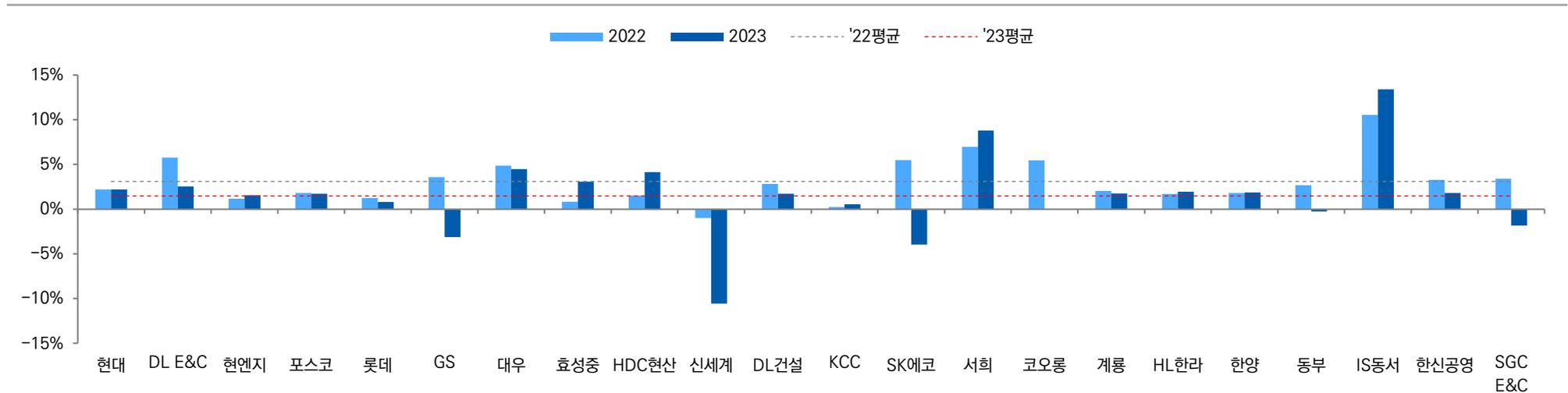
건설사 주요 지표

매출액 증가율



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

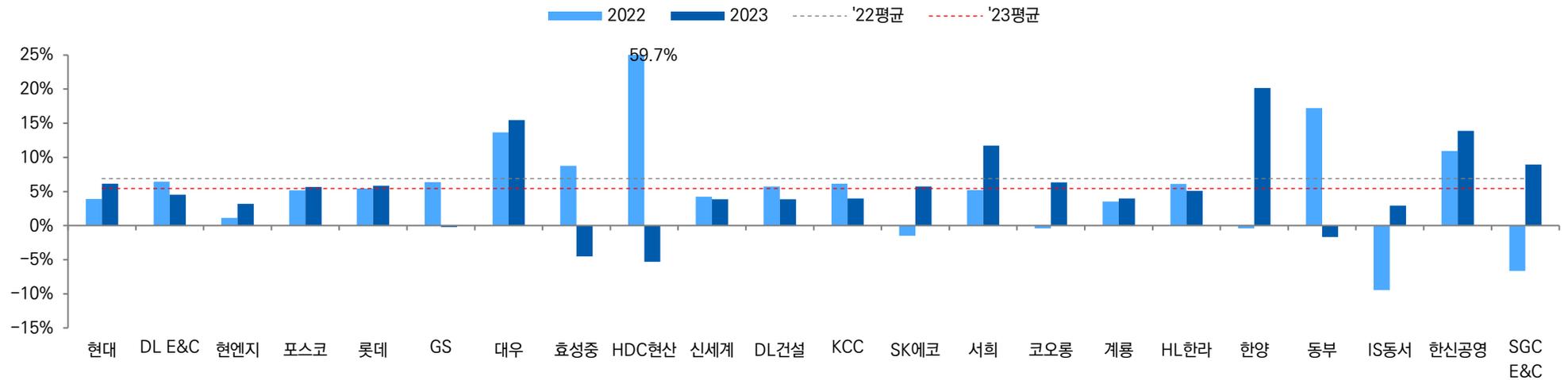
순이익률



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

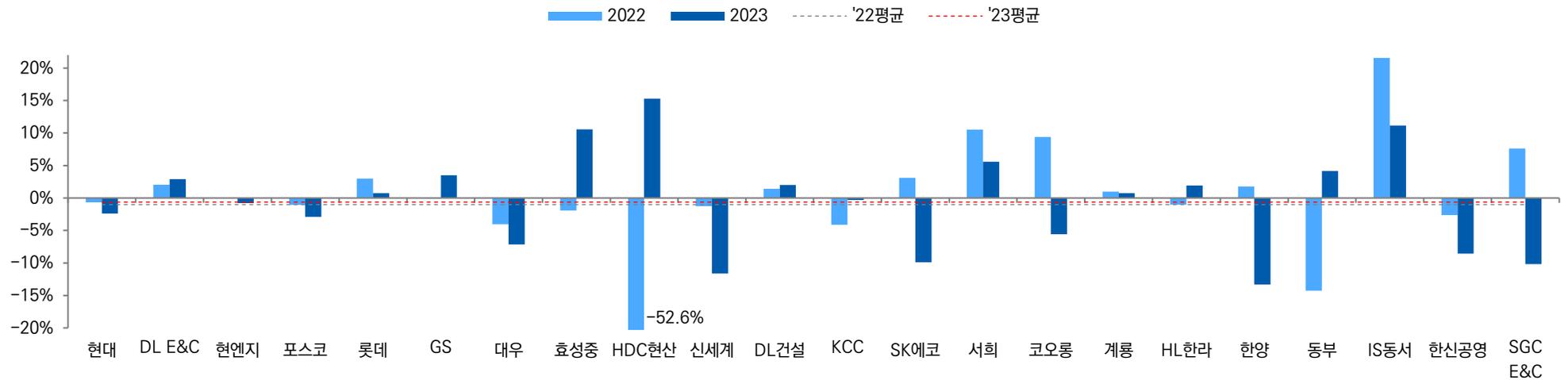
건설사 주요 지표

운전자금증가/매출액



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

OCF/매출액

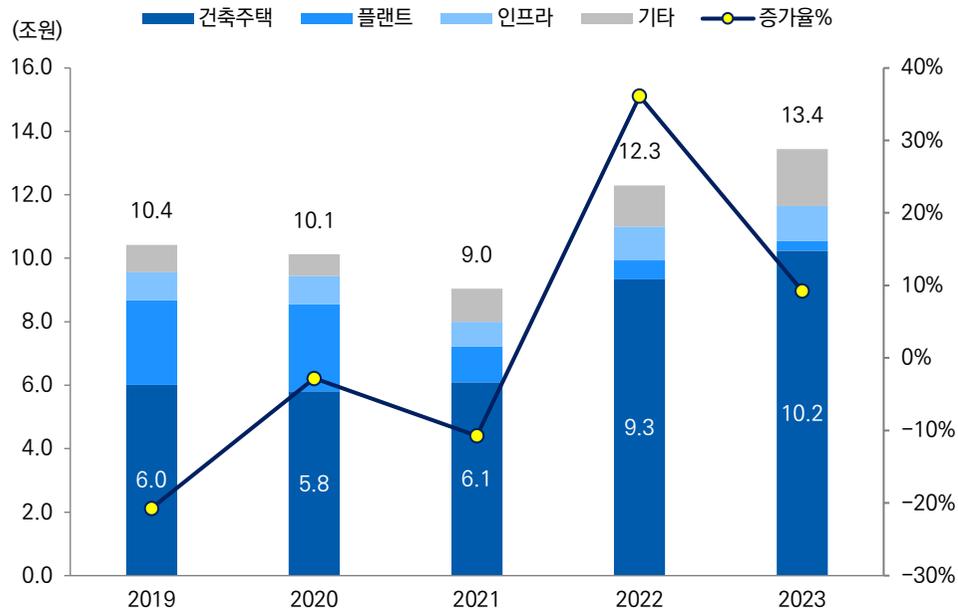


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

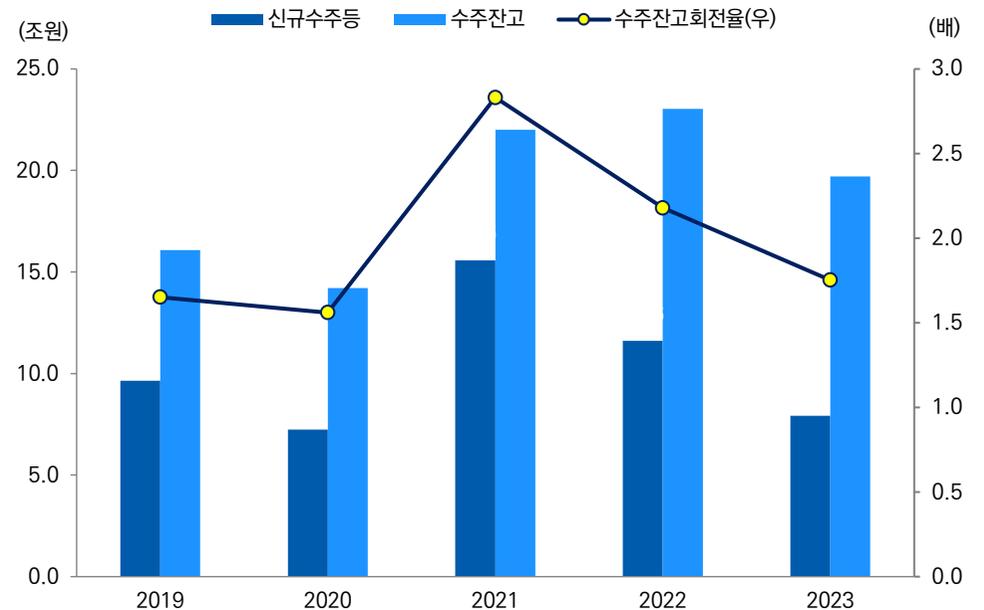
GS건설(A/S): 실적 유지 가능성 존재하나 확대된 영업변동성 주의 필요

- GS건설의 경우 2023년에도 일정수준의 매출 성장을 시현한 것으로 확인
- 다만, 매출 성장률이 전년 대비 소폭 둔화된 것으로 확인되며, 신규수주와 수주잔고회전율도 감소세인 것으로 나타남
- 이러한 상황에서 최근 검단 사고 관련 영업정지에 대한 우려와 공공기관 입찰참가자격이 제한되는 등 사업환경도 비우호적인 상황
- 기착공 물량, 정비사업 위주의 예정사업장 등 감안시 2024년에도 일정수준의 매출 실적 시현 기대되나
- 부동산 경기 위축된 가운데 민감하게 반응하는 주택 중심의 사업구조는 우려요인

부문별 매출액 및 매출액 증가율



수주현황 및 수주잔고회전율 추이



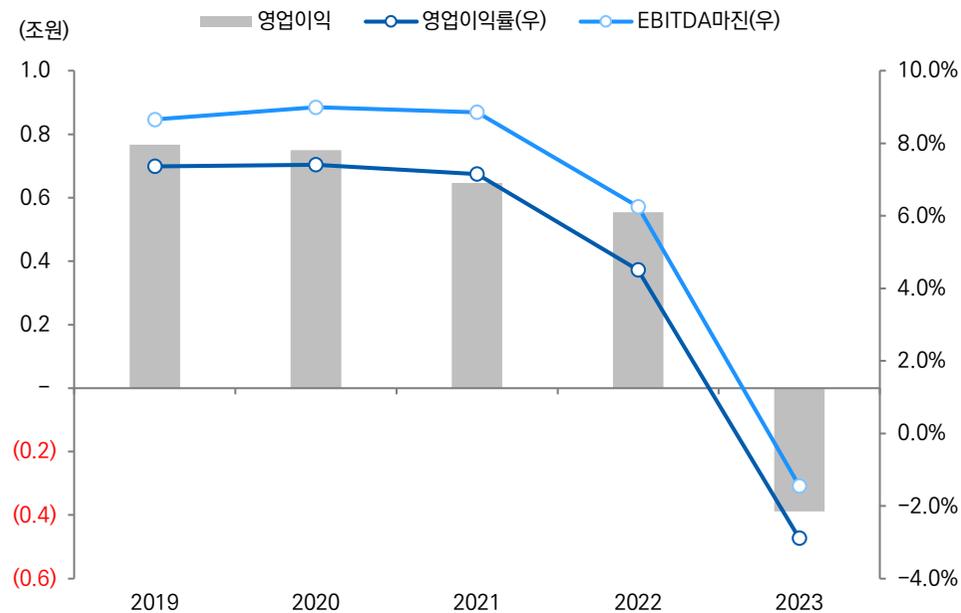
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터
주) 연결감사보고서 기준

GS건설(A/S): 과거 수준으로의 현금창출력 회복에는 시일 필요

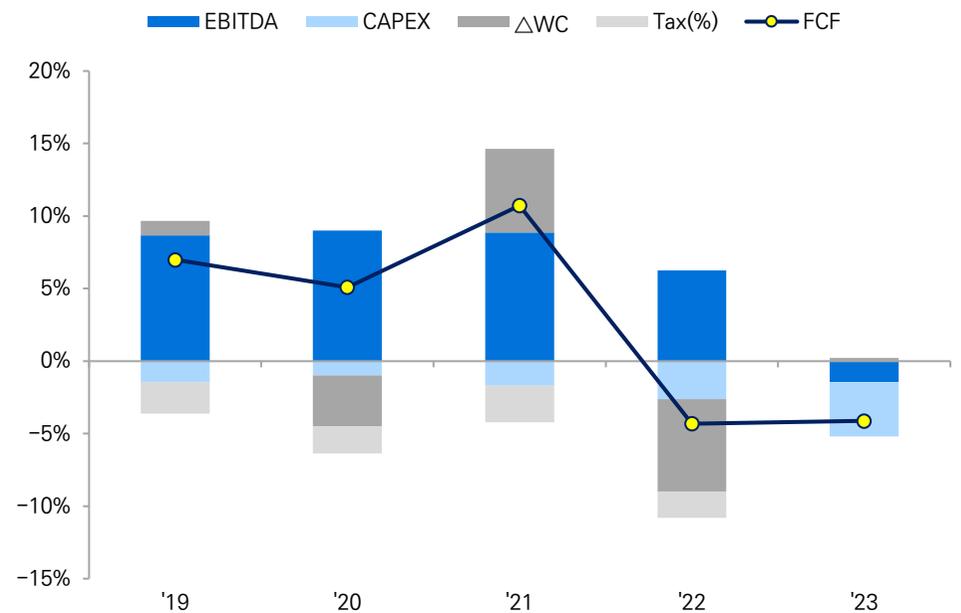
- 동사의 이익규모와 수익성은 2021년까지 양호한 수준을 유지하다가 2022년 이후 원자재 및 인건비 상승 등으로 저하되기 시작
- 이러한 상황에서 2023년 검단 사고 관련 비용 5,524억원이 충당부채로 반영되면서 대규모 영업적자를 기록함
- 다만, 이 과정에서 원가 상승분을 모두 반영한 것으로 파악되며, 공사비 인상 효과 등이 2024년부터 일부 반영될 것으로 예상
- 해외사업 관련 원가 상승 우려도 존재하는 것으로 파악되나 일정수준의 이익규모와 수익성은 회복할 수 있을 것
- 잉여현금흐름의 경우 전년에 이어 2023년에도 적자를 기록. 운전자본부담은 완화되었으나 영업적자 전환과 신사업 관련 투자 등에 기인
- 불확실한 사업환경 감안시 회복 규모가 크지 않을 수 있으나 잉여현금창출능력도 일정수준 회복 가능할 것으로 기대

이익규모 증가, 수익성 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

FCF 추이

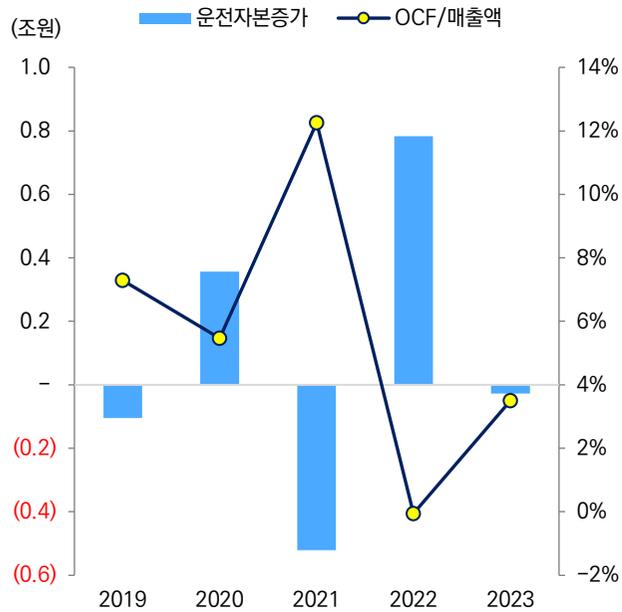


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

GS건설(A/S): 운전자본에 대한 부담은 존재하나 통제되는 중

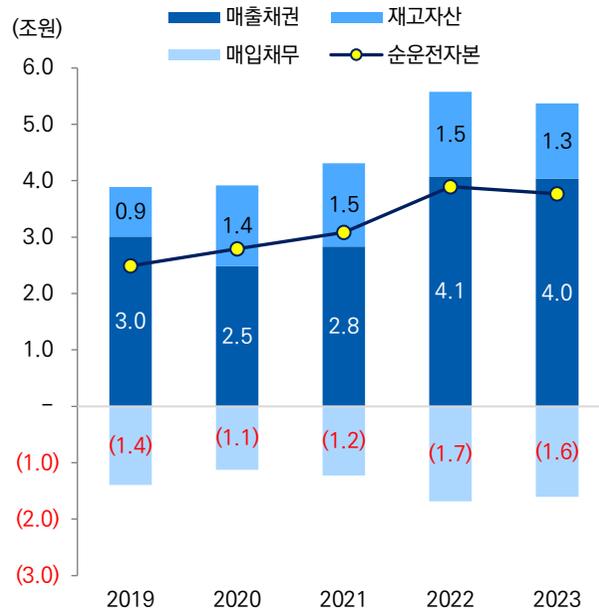
- 동사의 경우 주택사업 관련 운전자금 확대 등으로 영업현금창출능력이 저하되었던 이력 존재
- 2021년에는 예외적으로 매출채권 등의 증가에도 계약부채(초과청구공사 및 선수금) 증가로 인해 운전자본이 감소했던 것으로 확인
- 다만, 2022년부터 운전자본부담이 완화되는 모습. 매출채권 등 주요 운전자본규모와 회전기일이 모두 감소
- 동사의 양호한 분양성과와 원활한 분양·공사대금 회수 등을 감안할 때 운전자본부담은 일정수준 통제 가능할 것으로 전망

총 운전자본 증가 및 OCF/매출액 추이



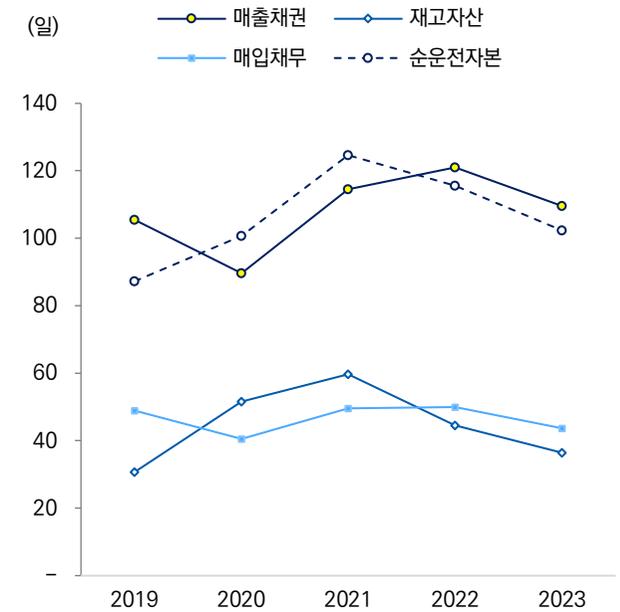
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 규모 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 회전기일

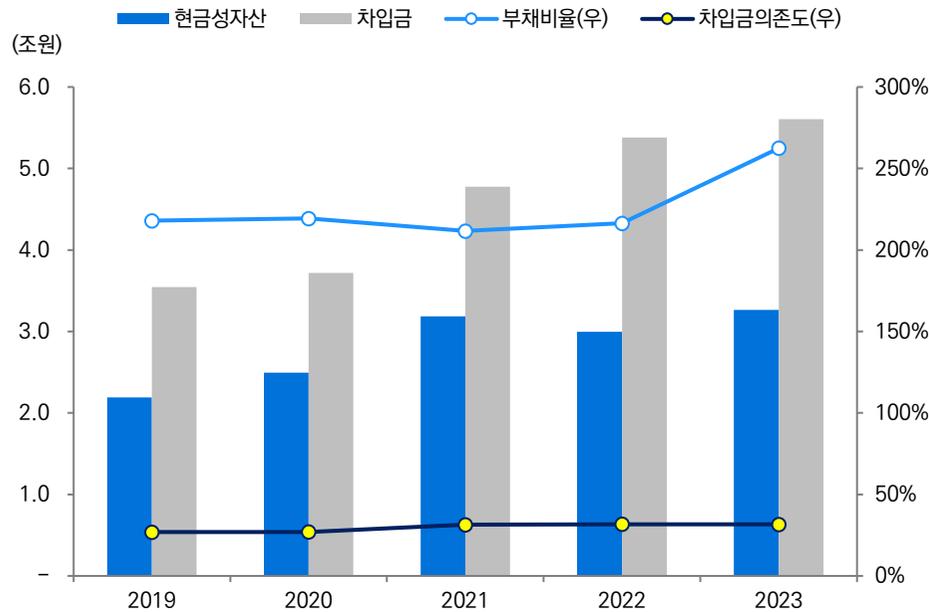


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

GS건설(A/S): 재무안정성의 단기간 내 급락 가능성은 제한적

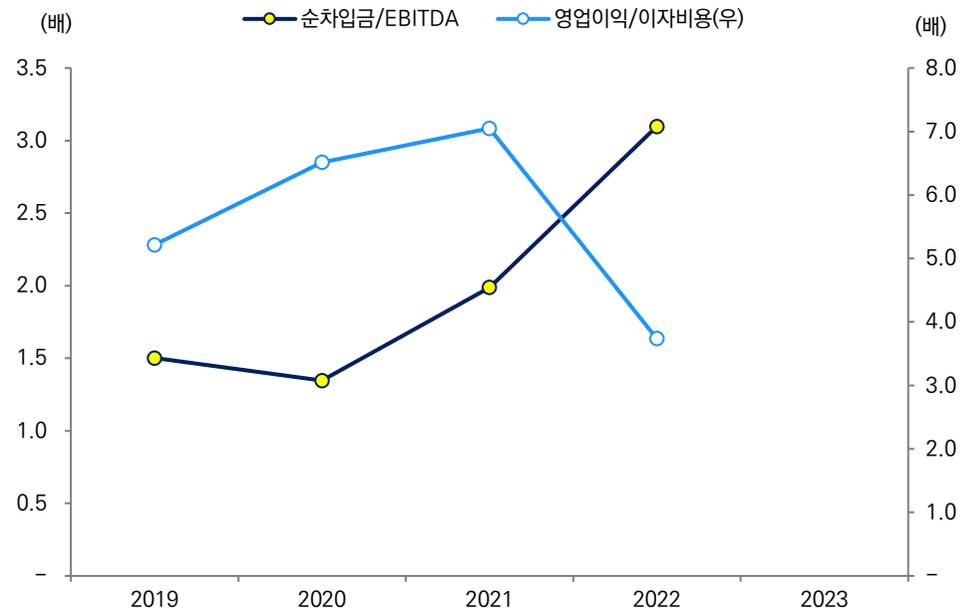
- 동사는 운전자본부담이 확대되는 가운데 선제적으로 유동성을 확보하고 신사업 관련 투자 등을 위해 차입을 확대해 온 것으로 확인
- 여기에 2023년 대규모 손실에 따른 자기자본 감소로 부채비율은 전년대비 상승한 262.5%를 기록한 것으로 확인되나
- 2023년 차입금의존도는 연결자산 증가 등에 힘입어 상승세가 크지 않은 것으로 확인됨. 다만, 31.7%의 차입금의존도는 지표상 부담은 존재함
- 3.3조원의 보유현금과 공사 진행에 따른 대금회수를 감안하면 재무안정성이 단기간 내 급격하게 하락할 가능성은 제한적일 것으로 판단되나
- 순차입금/EBITDA 및 이자보상배율 등 커버리지 지표가 악화되고 있어 재무안정성에 대한 추이는 지켜볼 필요 있다고 판단됨

현금성자산, 순차입금, 차입금의존도, 부채비율



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

순차입금/EBITDA, 영업이익/이자비용

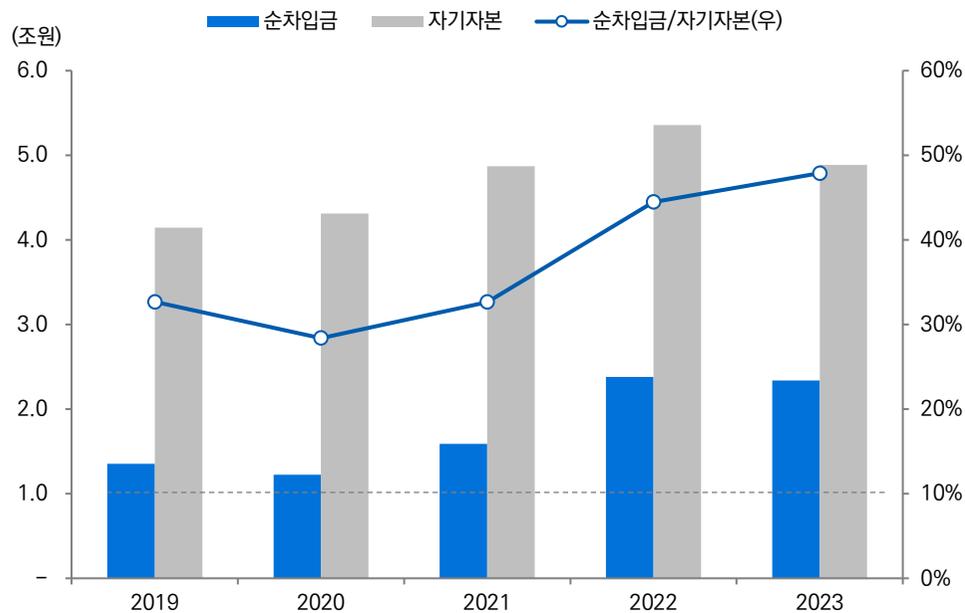


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

GS건설(A/S): 보유현금과 사업경쟁력 감안시 유동성 대응능력 보유

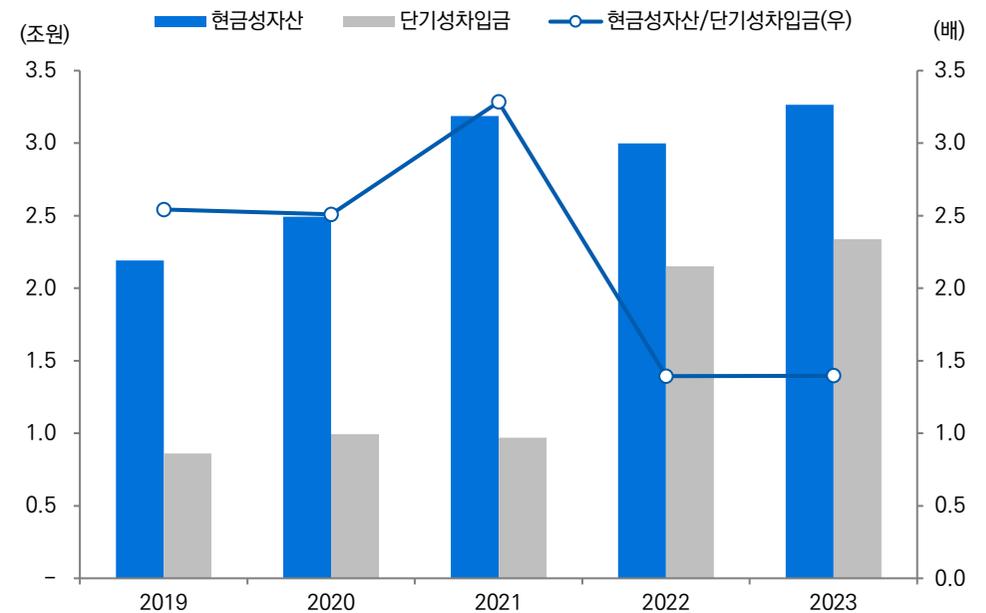
- 동사의 경우 2022년까지 자기자본 증가에도 순차입금 확대되면서 순차입부채 비율이 상승했던 것으로 나타남
- 다만, 2023년 순차입금이 확대되지 않고 유지되는 상황에서 대규모 비경상적 손실 효과를 제외하면 실질 지표는 개선된 것으로 분석됨
- 50%에 못 미치는 순차입부채 비율은 위축된 시장 환경과 변동성이 확대된 사업환경 하에서 일정수준 대응력을 갖춘 것으로 판단됨
- 차입금 증가와 함께 단기성차입금 증가한 것으로 확인되나 3조원 이상의 현금이 유지되면서 유동성 대응능력도 일정수준 양호한 것으로 판단됨
- 동사는 자금을 확보하고 재무구조를 개선하기 위한 노력을 기울이는 것으로 파악됨. 해당 노력이 성과를 이룬다면 신용도 하향 압력을 일정수준 완화 가능할 것으로 기대됨

순차입금/자기자본



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

현금성자산/단기성차입금 (배)

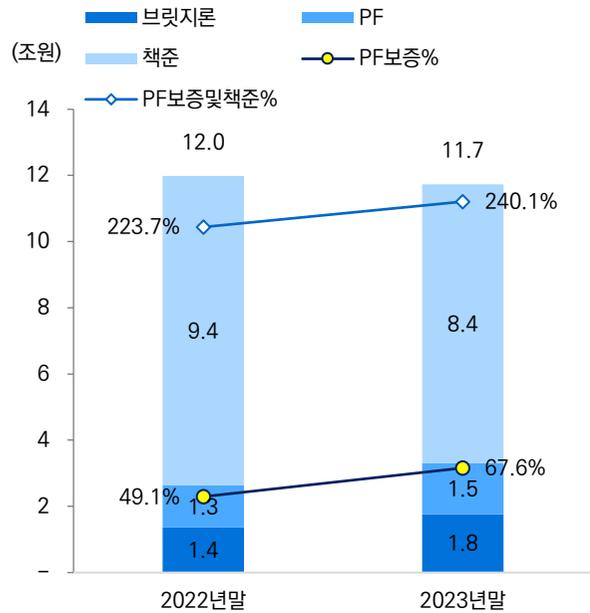


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

GS건설(A/S): 미착공 위주의 PF보증은 부담요인. 현실화 가능성에 주의

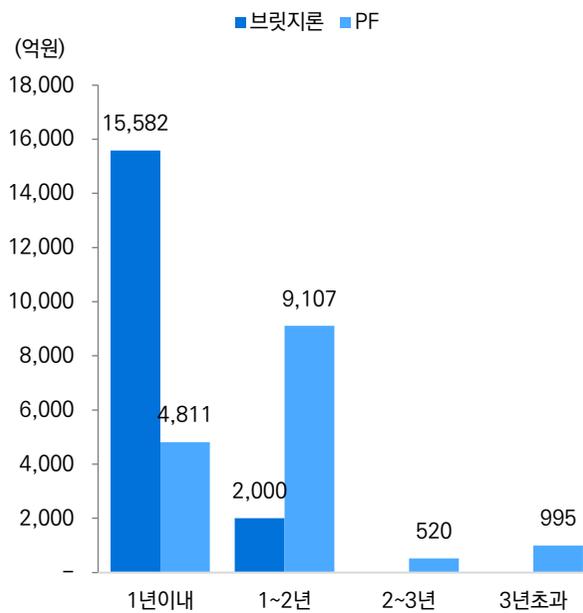
- 동사는 2023년말 기준 3.3조원의 브릿지론과 PF보증 보유. 자기자본 대비 67.6% 수준으로 지표상 리스크 수준은 통제 가능할 것으로 보여짐
- 다만, 대부분의 도급사업 관련 PF보증이 미착공 또는 분양미개시 사업장과 관련된 것으로 파악되며, 지방 사업장도 적지 않은 것으로 파악됨
- 여기에 분기별 5~6천억원의 차환리스크와 책임준공 관련 리스크까지 고려하면 PF보증 현실화에 대한 우려가 존재함
- 3.3조원의 보유현금 및 담보가용자산, 계열지원 가능성 등을 감안할 때 PF 우발부채에 대한 대응은 일정수준 가능할 것으로 기대되나
- 사업성 훼손된 사업장에 대한 정부의 정리 의지 등을 감안하면 동사 재무구조에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 완전히 배제할 수 없음. 진행상황에 대한 모니터링이 필요하다고 판단됨

PF보증 및 책임준공 현황 (자기자본 대비 비율)



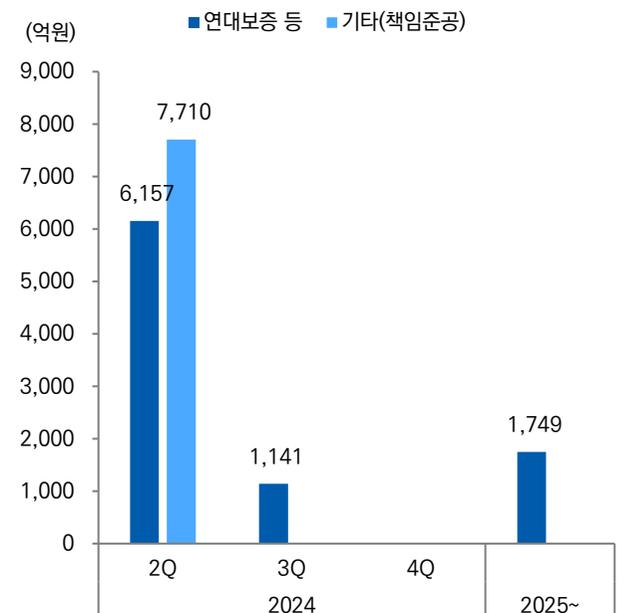
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

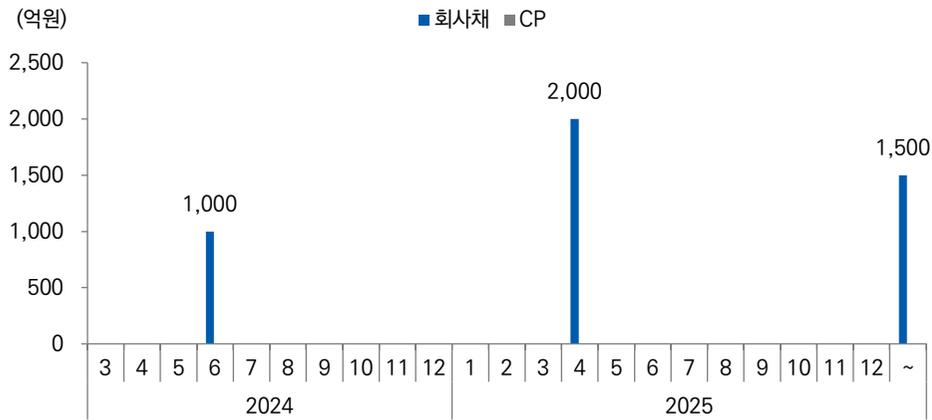
PF ABCP 등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

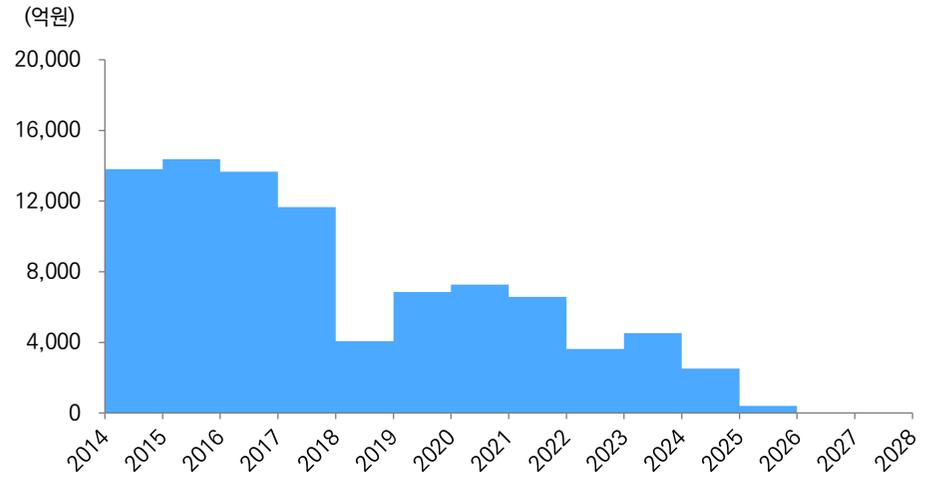
GS건설(A/S): 채권수급현황

시장성 차입금 만기



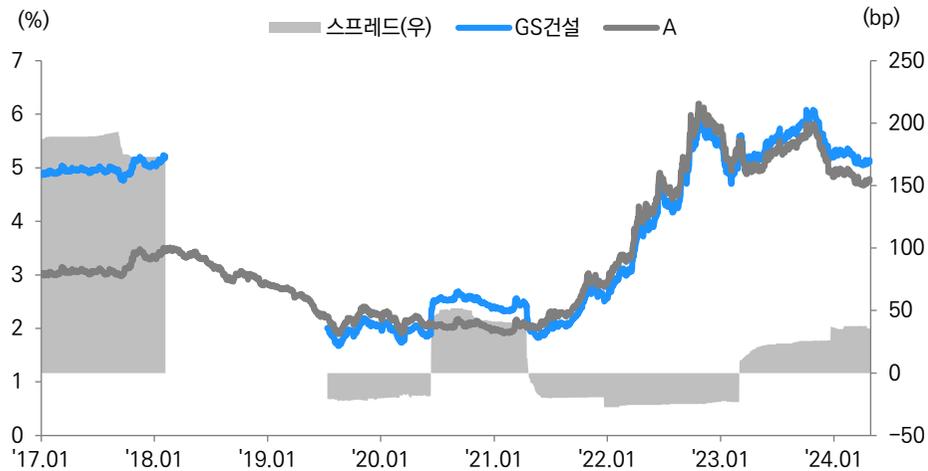
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행잔액 추이



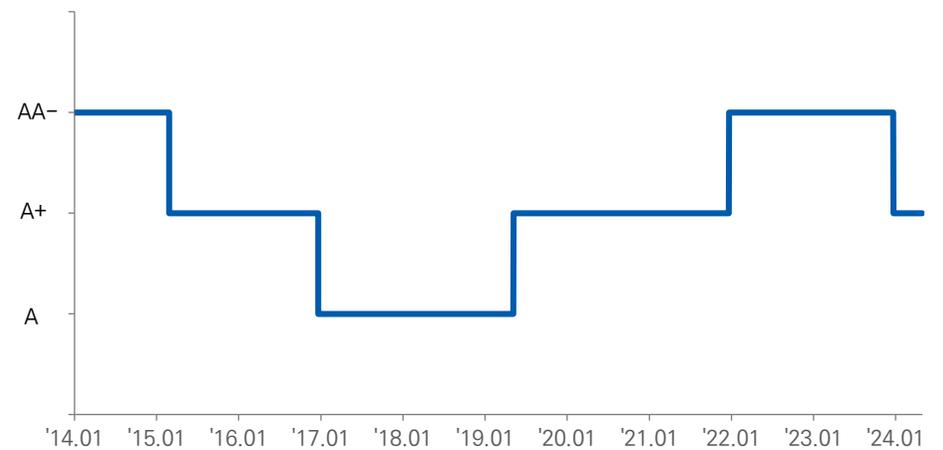
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이

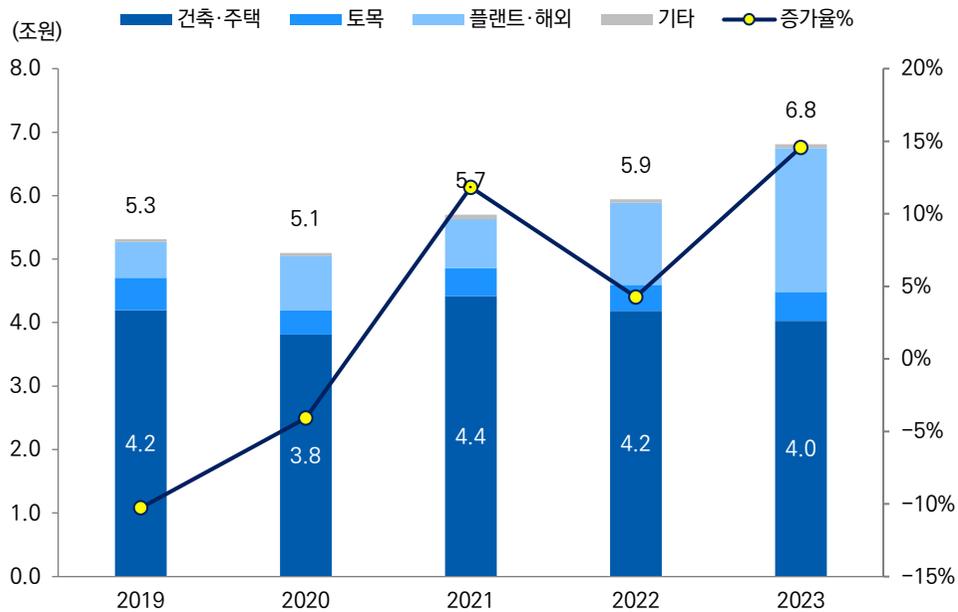


자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

롯데건설(A+/N): 양호한 사업경쟁력 바탕으로 실적 성장 이어갈 전망

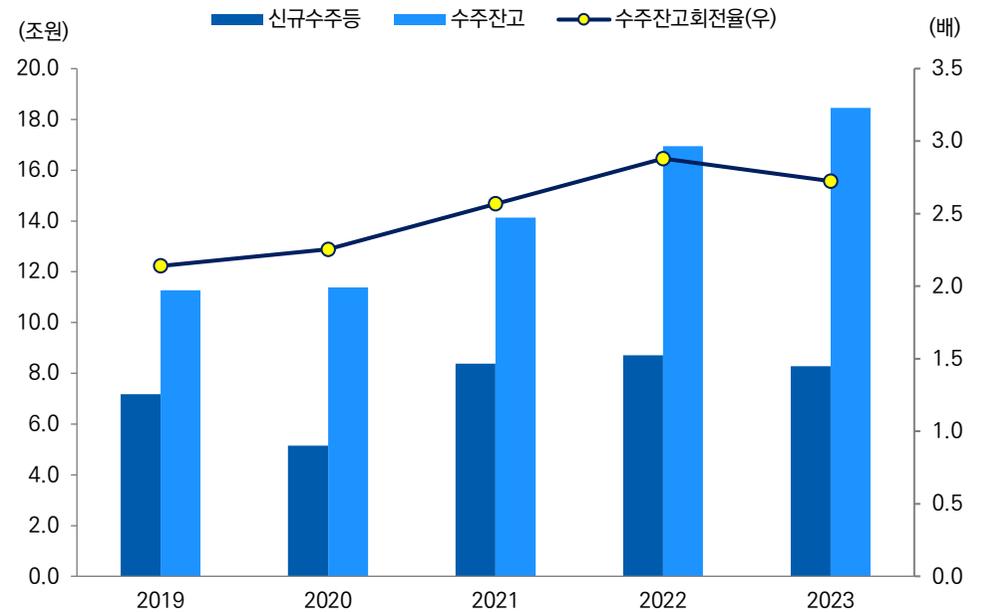
- 동사는 건축·주택 매출은 소폭 감소하였으나 계열 관련 플랜트·해외 매출 증가로 매출 성장을 지속 중인 것으로 확인
- 주택 중심의 사업구조는 부담되는 부분이나 꾸준한 신규수주 실적 및 2.7배 수주잔고 감안시 현 수준 이상의 실적 이어질 것으로 기대
- 이러한 상황에서 롯데케미칼 중심으로 계열 매출도 지속될 예정. 위축된 시장 하에서도 일정수준의 사업안정성 유지 가능할 것으로 기대
- 다만, 예정사업장 중 비수도권 사업 비중이 높은 수준으로 파악. 사업 불확실성이 확대될 가능성도 배제할 수 없어 주의는 필요

부문별 매출액 및 매출액 증가율



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

수주현황 및 수주잔고회전을 추이

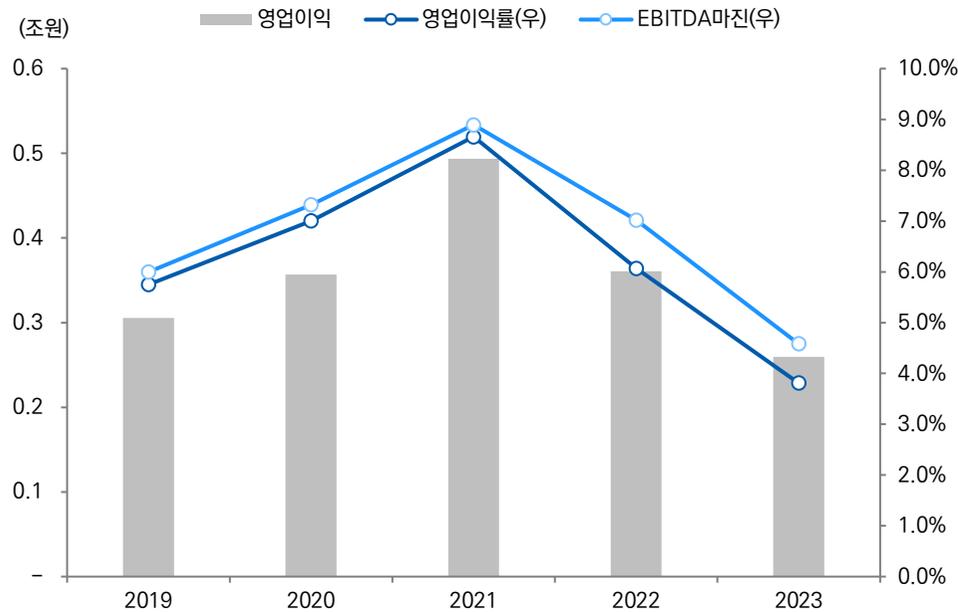


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터
 주) 연결감사보고서 기준

롯데건설(A+/N): 수익성 및 현금창출력 개선 여부 모니터링 필요

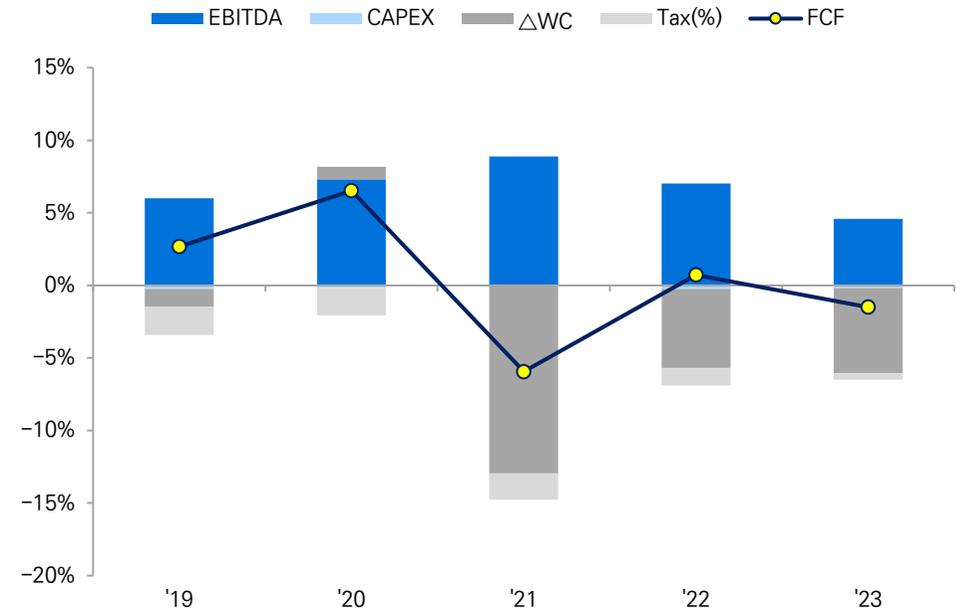
- 동사는 주택사업의 양호한 채산성을 바탕으로 수익성 개선세를 시현해 왔으나 2022년부터 공사원가가 상승하면서 수익성 하락함
- 시멘트 등 원자재가 및 인건비 상승 등이 부담으로 작용한 상황에서 착공지연 등이 수익성 저하에 영향을 미친 것으로 파악됨
- 수익성 개선을 위해 공사비 인상 등이 이뤄질 것으로 예상되나 위축된 시장 환경 하에서 높은 공사원가 부담은 지속될 전망
- 잉여현금창출 능력은 운전자본부담 증가로 인해 과거 대비 저하된 것으로 확인
- 다만, 양호한 분양성과와 계열관련 공사대금의 원활한 회전 등을 감안할 때 잉여현금창출력 개선 가능성 존재. 지켜볼 필요

이익규모 증가, 수익성 추이



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

FCF 추이

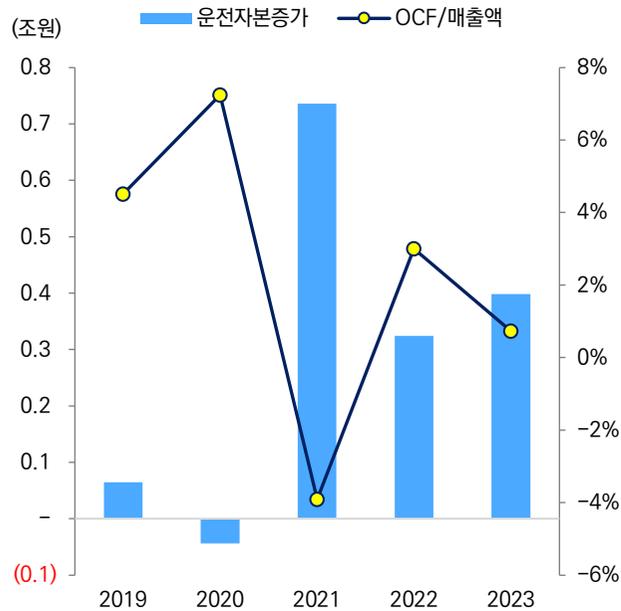


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

롯데건설(A+/N): 사업규모 감안시 적절한 운전자본 유지 중

- 동사도 2021년 이후 운전자본이 확대된 것으로 나타남. 채권과 재고자산도 모두 증가하는 상황
- 다만, 영업현금창출력은 과거 대비 많이 축소되긴 하였으나 2021년에 비하면 소폭 개선
- 계열공사의 선수금 등이 유입된 부분도 운전자본부담을 완화한 요인 중 하나
- 매출채권 회전기일이 축소되는 모습도 기대요인. 채권의 증가가 매출액 증가에 따른 자연스런 현상으로 분석
- 동사의 진행 중 사업 등을 감안할 때 전반적으로 운전자본부담은 통제되는 것으로 판단. 단, 재고자산 증가는 모니터링 필요

운전자본 증가



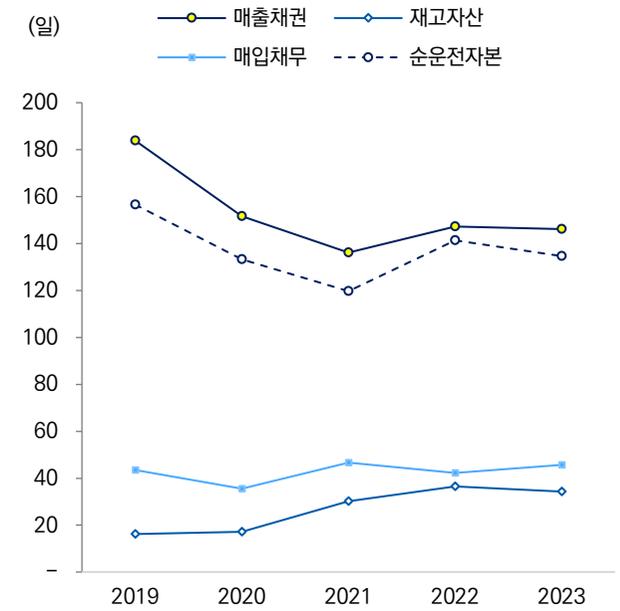
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 규모 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 회전기일

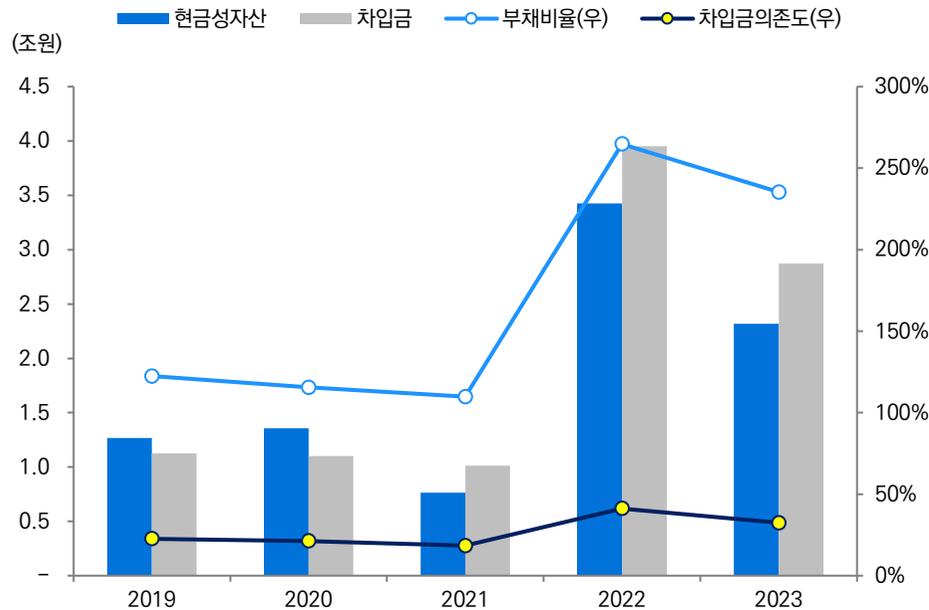


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

롯데건설(A+/N): 저하된 재무구조 회복에는 어느 정도의 시일 필요

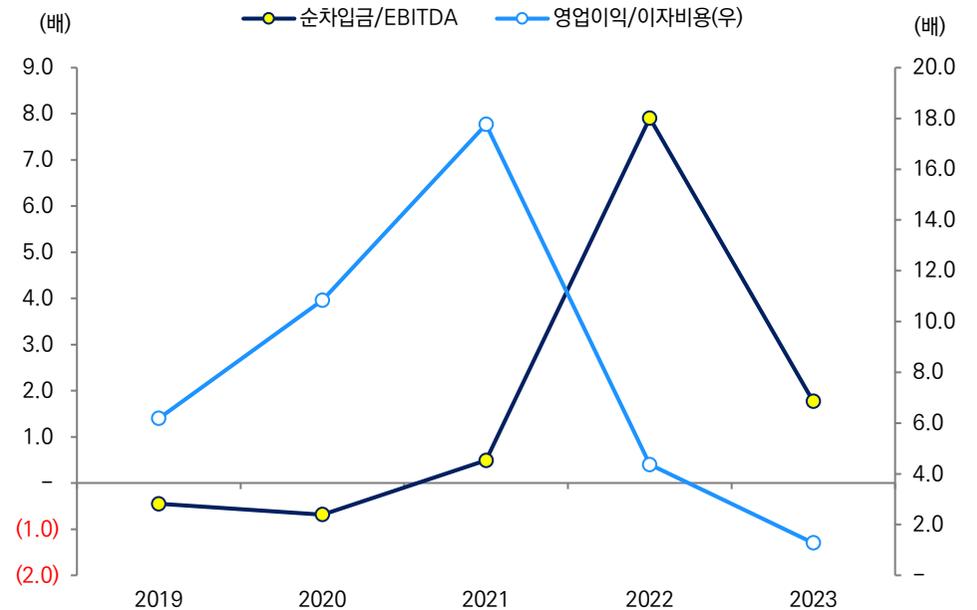
- 동사는 2021년까지는 양호한 재무지표 보유했으나 2022년 레고랜드 사태 이후 PF유동화증권 직접 매입이 발생하면서 차입금 대폭 확대
- 부채비율은 264.8%까지 상승했으며, 차입금의존도도 41.3%로 크게 상승
- 2023년 직접 매입한 PF유동화증권 시장에 재매각하면서 현금 유입 및 차입금 감소로 재무지표 소폭 개선되었으나
- 2023년말 기준 부채비율 235.3%, 차입금의존도 32.4%로 여전히 재무구조가 과거 대비 저하된 상태
- 수익성 약화되는 가운데 고금리의 차입금 증가로 이자지급능력도 상당히 저하된 것으로 확인. 재무구조 개선에는 시일이 필요할 것으로 예상

현금성자산, 순차입금, 차입금의존도, 부채비율



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

순차입금/EBITDA, 영업이익/이자비용

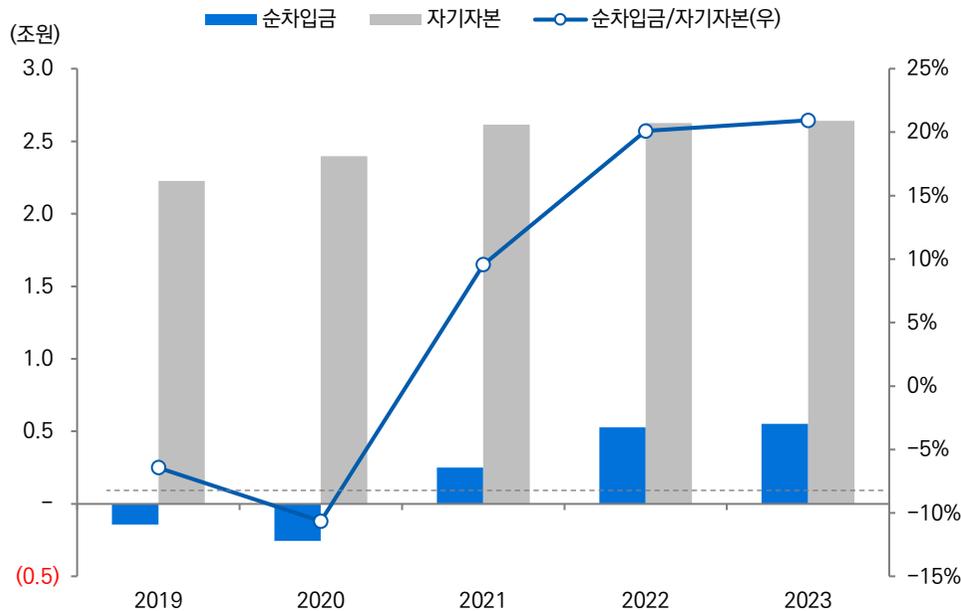


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

롯데건설(A+/N): 차환 리스크 재발 방지에 대한 노력 필요

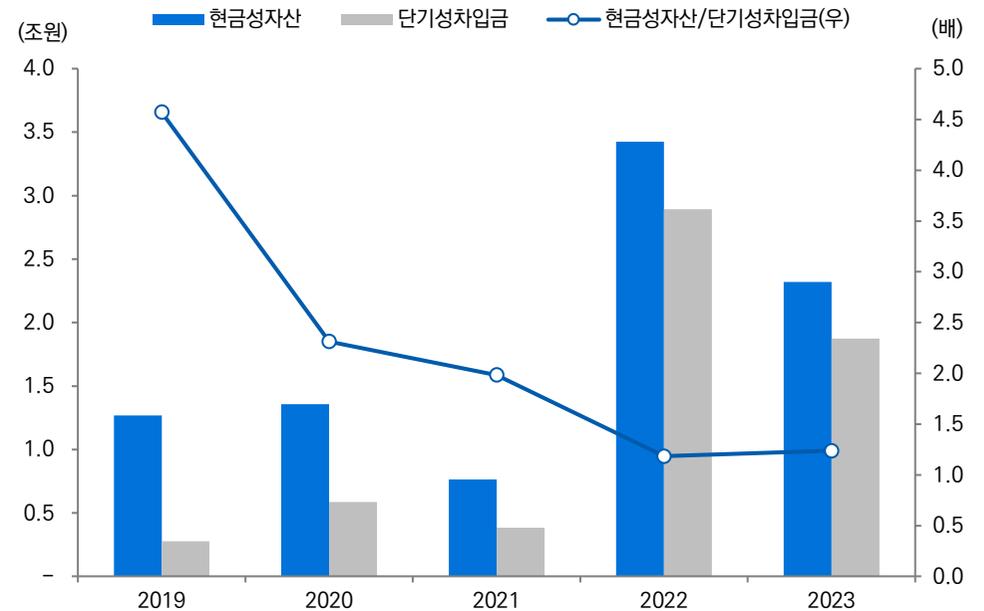
- 동사의 순차입부채 비율은 2023년말 기준 20.9%로 자기자본 대비 양호한 지표 수준을 유지
- 다만, 유동성 대응력은 충분치 않은 것으로 분석. 2023년말 기준 단기성차입금의 1.2배에 달하는 현금성자산을 보유한 것으로 확인되나
- 지속되는 운전자본부담 및 잔존하는 PF유동화증권의 차환리스크 등을 감안하면 재무구조가 재차 저하될 가능성도 존재
- 또한, 주택경기 위축된 가운데 미착공 사업 위주의 PF보증 현실화 가능성은 재무부담을 크게 확대시킬 수 있음
- 재무구조에 대한 질적 개선과 현금성자산의 확보가 적절히 이뤄지는지 면밀한 모니터링이 필요하다고 판단
- 단, 보유자산을 활용한 담보여력, 금융권과의 펀드 조성 및 계열지원 가능성 등 고려시 유동성 위기가 급격히 확대될 가능성은 제한적일 것

순차입금/자기자본



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

현금성자산/단기성차입금 (배)

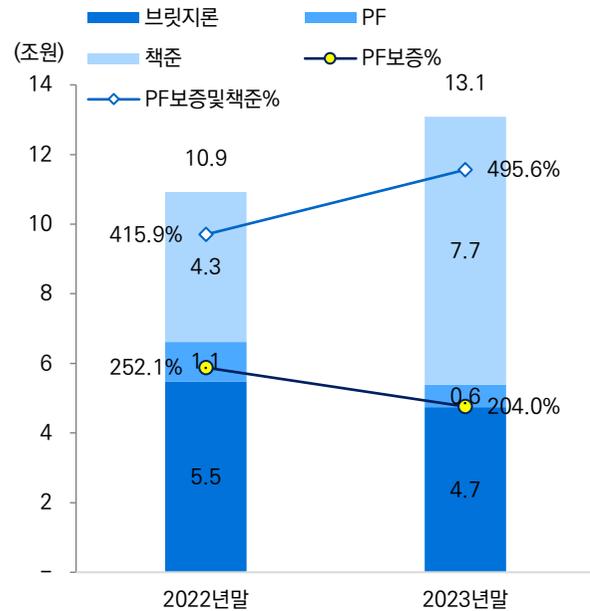


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

롯데건설(A+/N): PF보증 감축 및 현실화 여부가 주요 모니터링 요소

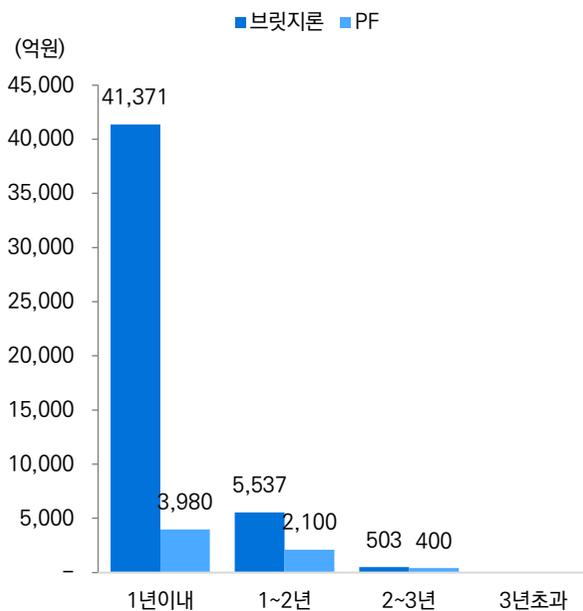
- 2023년말 브릿지론 및 PF보증은 전년도 6.6조원 대비 1.2조원 감소한 5.4조원으로 확인. 일부 상환 및 본PF 전환 등이 이뤄진 것으로 파악
- 다만, 여전히 자기자본 대비 비율이 204%로 PF현실화 부담이 높은 상황. 2024년 중 4.5조원의 만기가 도래하는 부분도 높은 부담요인
- 이러한 상황에서 책임준공 관련 보증도 7.7조원으로 상당한 수준
- 4대 시중은행 등과 2.3조원 PF차환펀드 조성을 통해 일정수준 유동성 대응력이 개선된 것으로 보여지나 미착공 지방 사업장 비중 높아 현실화 가능성 완전히 배제할 수 없음
- 2024년 착공 및 본PF 전환 등을 통해 1.4조원의 보증 리스크 완화를 계획한 것으로 파악. 실제 성과로 이어지는 지 지켜볼 필요

PF보증 및 책임준공 현황 (자기자본 대비 비율)



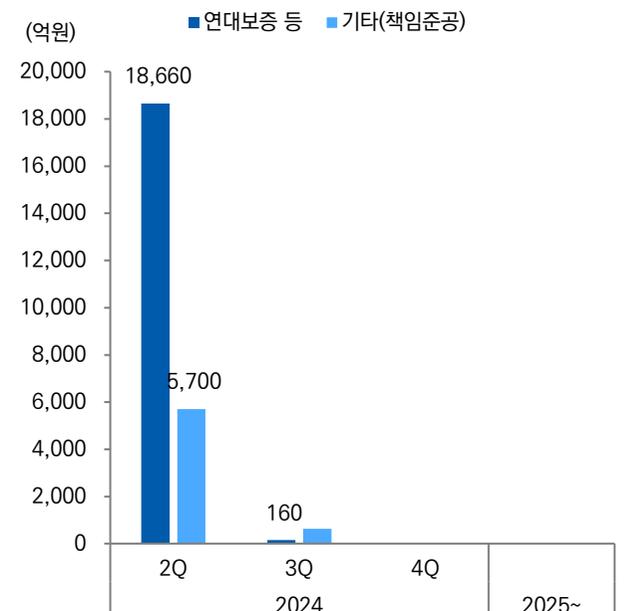
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

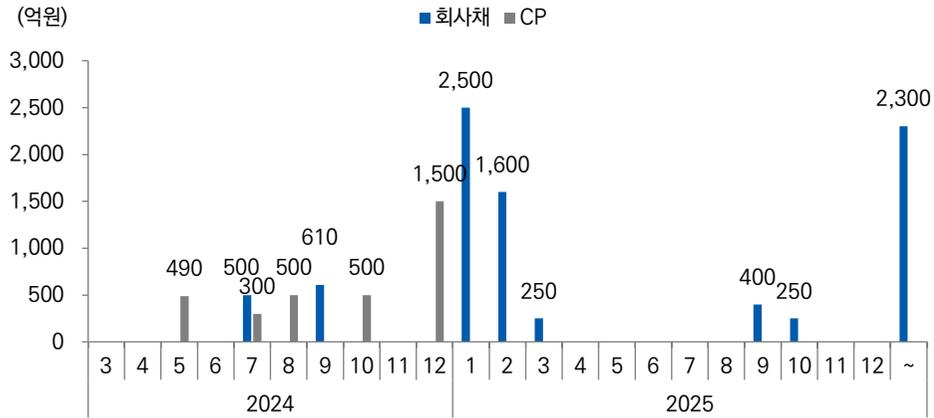
PF ABCP등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

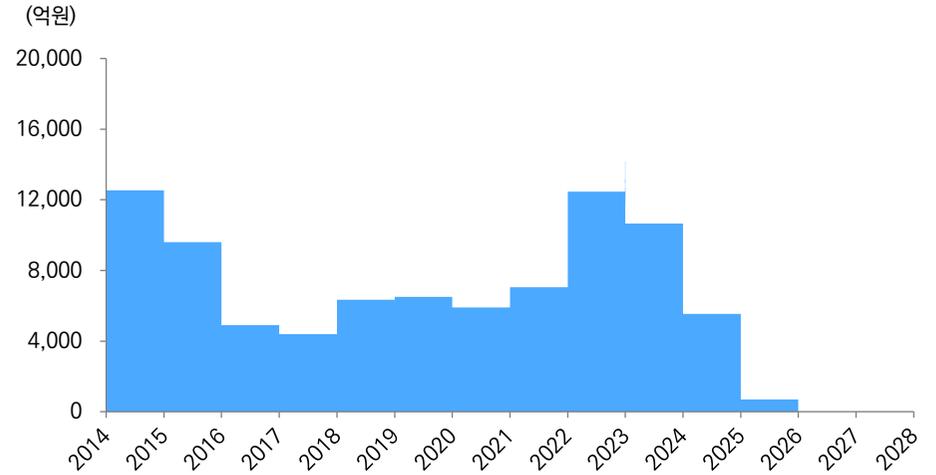
롯데건설(A+/N): 채권수급현황

시장성 차입금 만기



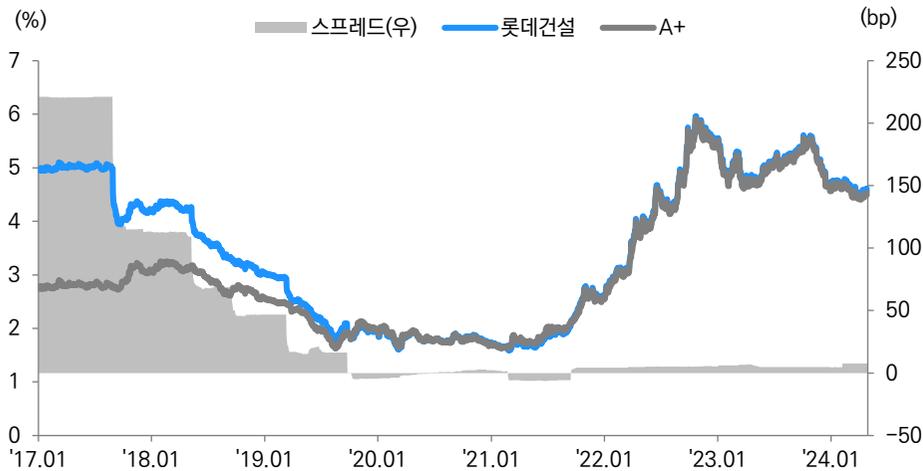
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행잔액 추이



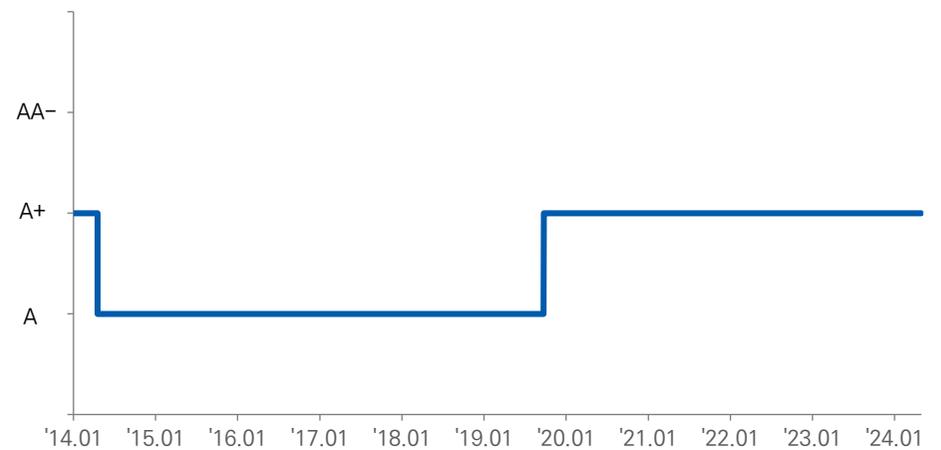
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이

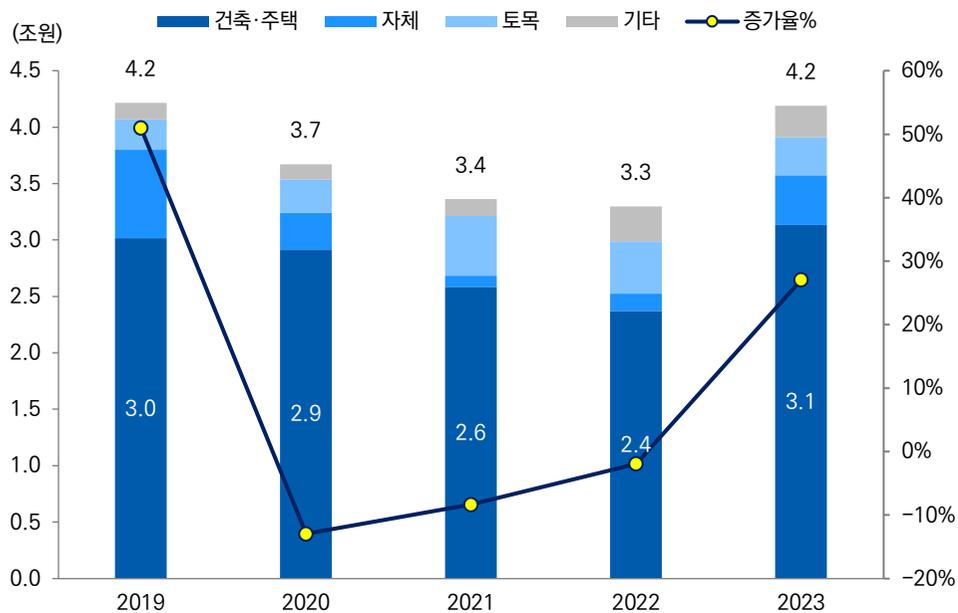


자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

HDC현대산업개발(A/N): 사업기반 안정화 되는 과정. 사업변동성은 주의 필요

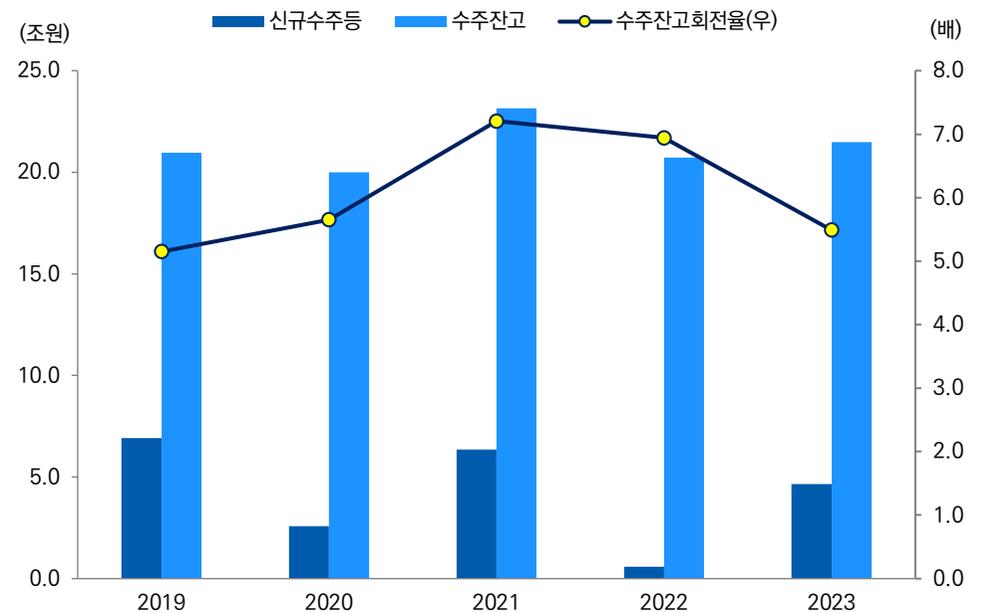
- 동사의 매출액은 자체사업이 마무리되던 상황에서 정부의 주택시장 안정화 정책, 코로나 사태 등으로 분양물량 감소하면서 감소세를 기록
- 특히, 이러한 상황에서 2021년과 2022년에 2건의 사고를 겪으면서 다수의 공사계약이 해지되는 등 사업기반이 훼손된 바 있음
- 다만, 대형 정비사업의 원활한 공사 진행으로 매출 및 신규수주가 회복되는 모습. 사업기반이 안정화되는 과정으로 판단
- 사업특성상 주택경기 위축은 부담요인으로 지속 작용할 것으로 보이나 양호한 수주잔고 감안시 일정수준의 실적 유지 가능할 것으로 보여짐
- 다만, 예정사업의 지연 등에 따른 사업변동성은 주의가 필요하다고 판단되며, 사고 관련 영업정지 등의 행정처분의 영향에 따라 사업기반이 추가로 저하될 수 있어 지속적인 모니터링이 필요하다고 판단됨

부문별 매출액 및 매출액 증가율



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

수주현황 및 수주잔고회전율 추이

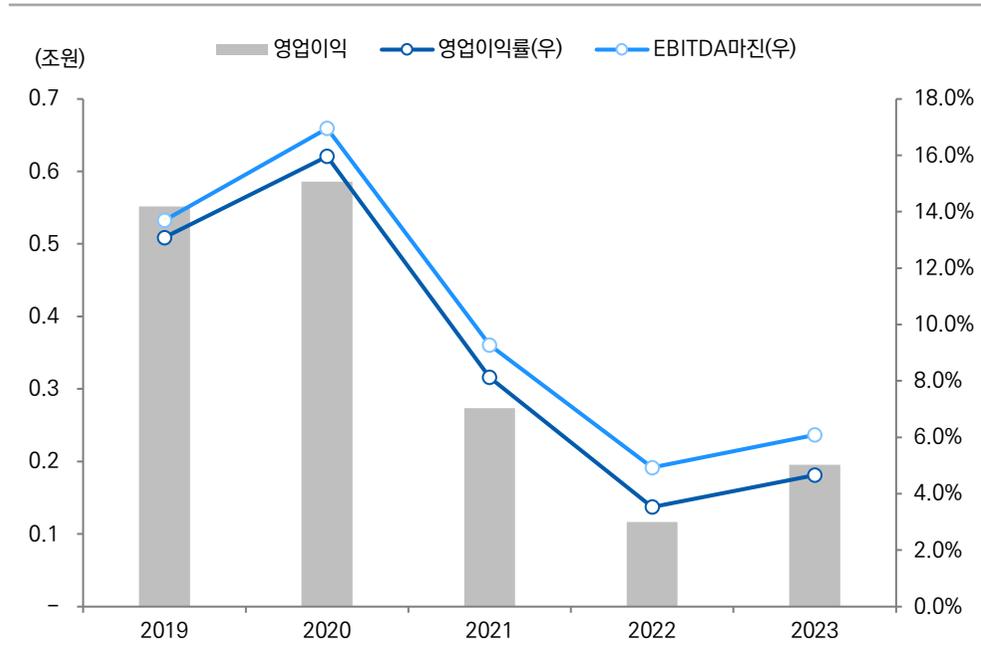


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HDC현대산업개발(A/N): 수익성 개선의 지속 여부가 주요 모니터링 요소

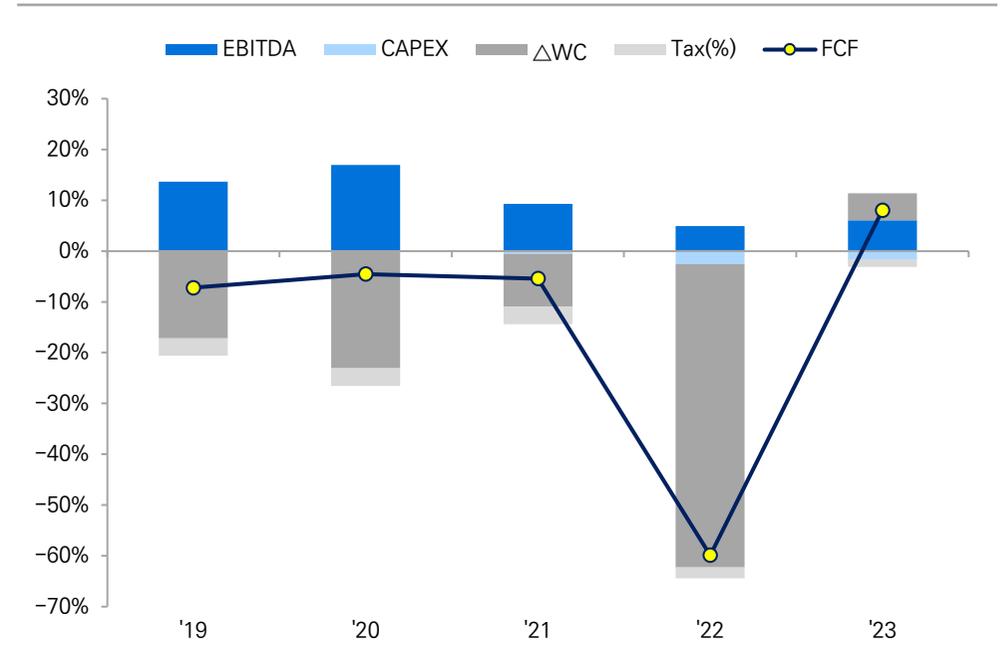
- 동사는 채산성 높은 자체사업 중심으로 2021년 초까지 우수한 수익성을 시현해 왔으나 2021년 이후 자재 및 인건비가 상승하는 상황에서 광주화정 사고 관련 손실이 인식되면서 수익성이 저하됨
- 2022년에도 원가부담이 지속되는 가운데 화정아이파크 전면 재시공 결정에 따른 추가손실이 반영되면서 이익창출력이 저하된 것으로 나타남
- 사고 관련 영향은 운전자본부담에도 큰 영향을 미치면서 현금창출력을 저하를 가져온 것으로 확인됨
- 최근 대형 정비사업에서의 원활한 공사진행 및 대금 회수 등으로 수익성과 현금창출력이 소폭 개선된 것으로 확인되는 점은 긍정적
- 수익성 및 현금창출력 개선이 지속될 수 있을 지 지켜볼 필요

이익규모 증가, 수익성 추이



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

FCF 추이

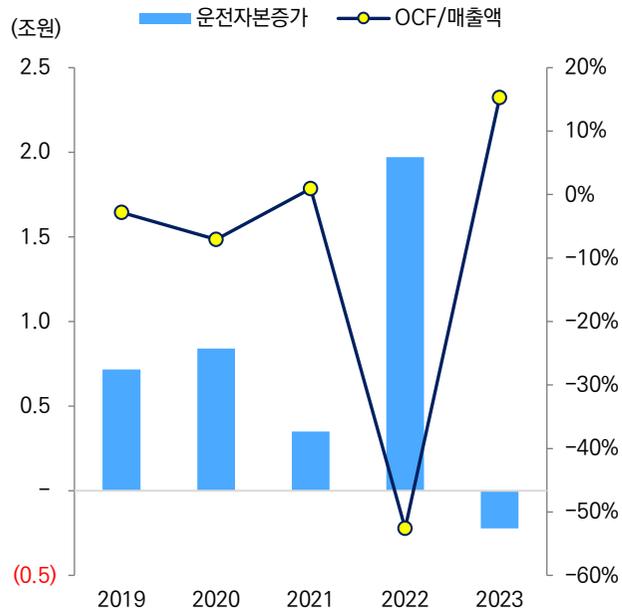


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HDC현대산업개발(A/N): 확대된 운전자본부담의 경감 필요

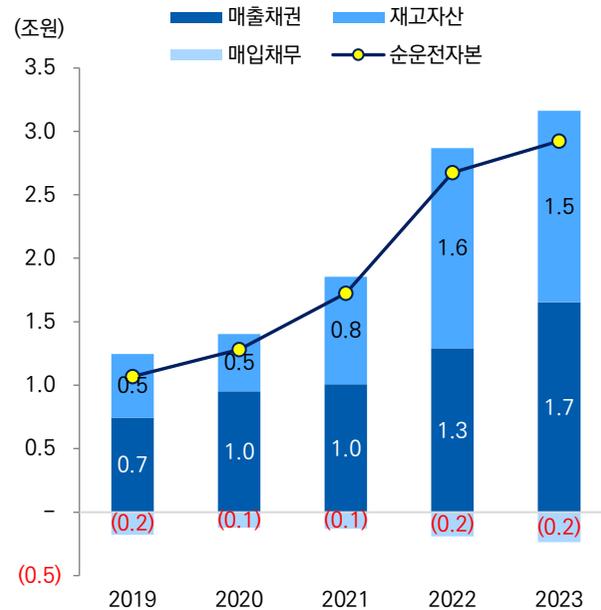
- 동사는 주택중심의 사업특성상 운전자본부담으로 현금흐름이 충분치 않던 가운데
- 사고 발생 이후 대여금 증가, 공사대금 선투입 등으로 운전자본이 2조원 수준까지 증가하면서 영업현금창출력이 크게 감소한 바 있음
- 2023년 들어 현금창출력이 소폭 회복된 것으로 확인되나 보유하고 있는 채권 및 재고자산의 규모가 상당한 수준으로 확인됨
- 이에 따른 영향으로 순운전자본 회전기일도 높은 수준에 형성되어 있어 당분간 현금창출력을 제약하는 요인이 될 것으로 전망됨
- 향후 분양대금 및 대여금이 원활히 회수되고, 재고자산 경감이 적절히 이뤄지는 지의 여부가 주요 모니터링 요인이 될 것으로 예상됨

운전자금 증가



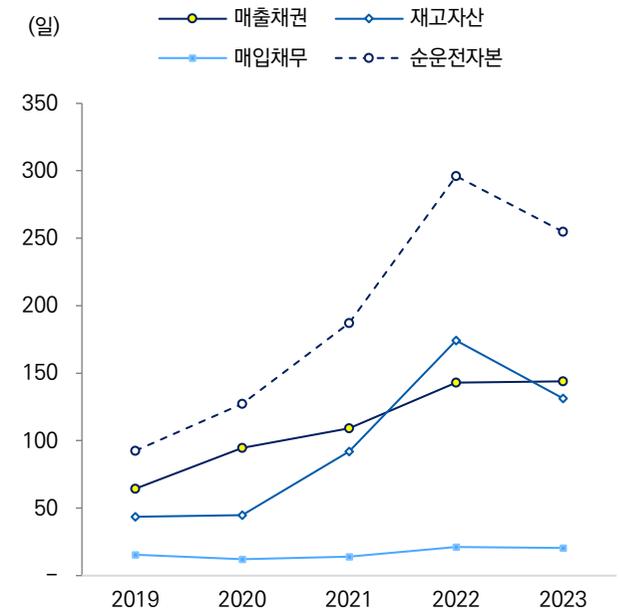
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 규모 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 회전기일

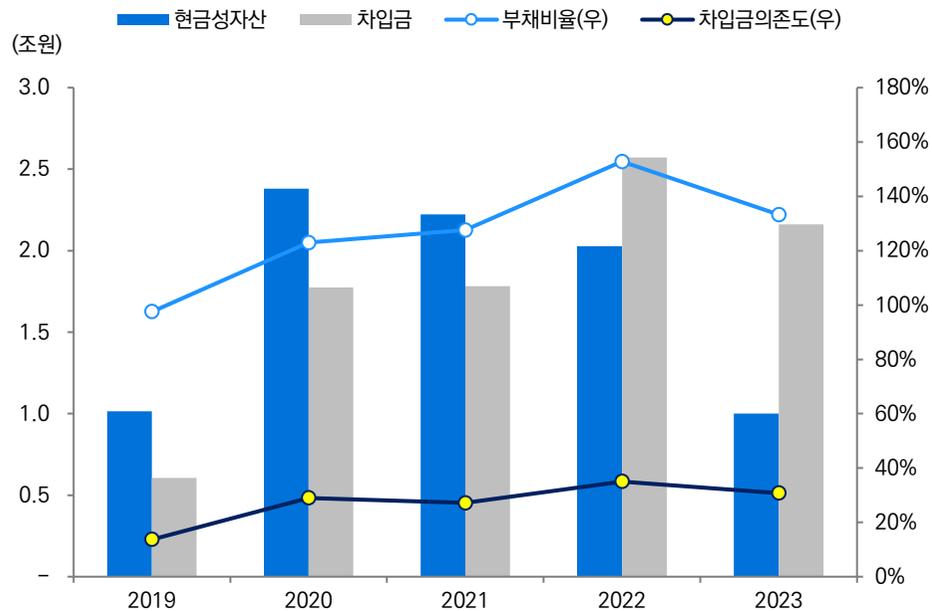


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

HDC현대산업개발(A/N): 재무관리 능력 존재. 개선 가능성은 제한적

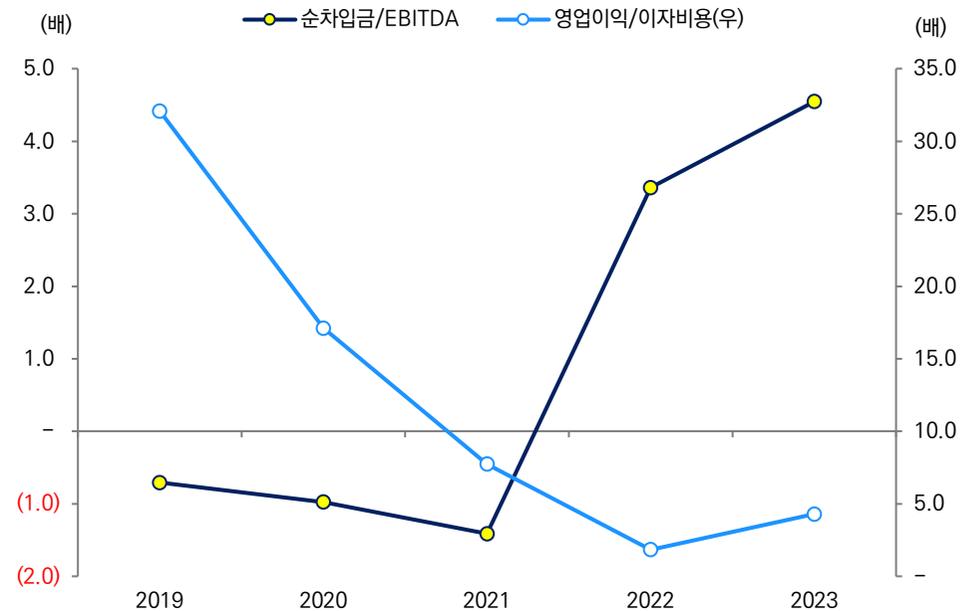
- 안정적으로 순현금 기조를 유지해 오던 동사는 사고 발생 이후 PF보증에 대한 대응, 용지 매입 등으로 인해 차입금이 2022년 크게 증가
- 2023년에는 유입되는 현금으로 차입금 감축이 소폭 이뤄졌으나 미착공 사업장에서의 대여금 발생 등으로 현금이 전년대비 1조원 감소함
- 2023년 30.8% 차입금의존도는 다소 부담이 되는 수준이나 부채비율은 133.3% 높은 수준이 아니며 최근 주요 사업의 원활한 진행 및 대금회수 등을 감안하면 일정수준 통제 가능한 수준으로 판단됨
- 다만, 증가한 차입부담으로 인해 커버리지 지표는 부담이 높은 것으로 나타남. 이자지급에 대한 대응능력은 어느정도 존재하는 것으로 보여지나 높은 원가부담 및 운전자본부담이 지속되는 사업환경 감안시 재무구조 개선 가능성은 크지 않을 것으로 판단됨

현금성자산, 순차입금, 차입금의존도, 부채비율



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

순차입금/EBITDA, 영업이익/이자비용

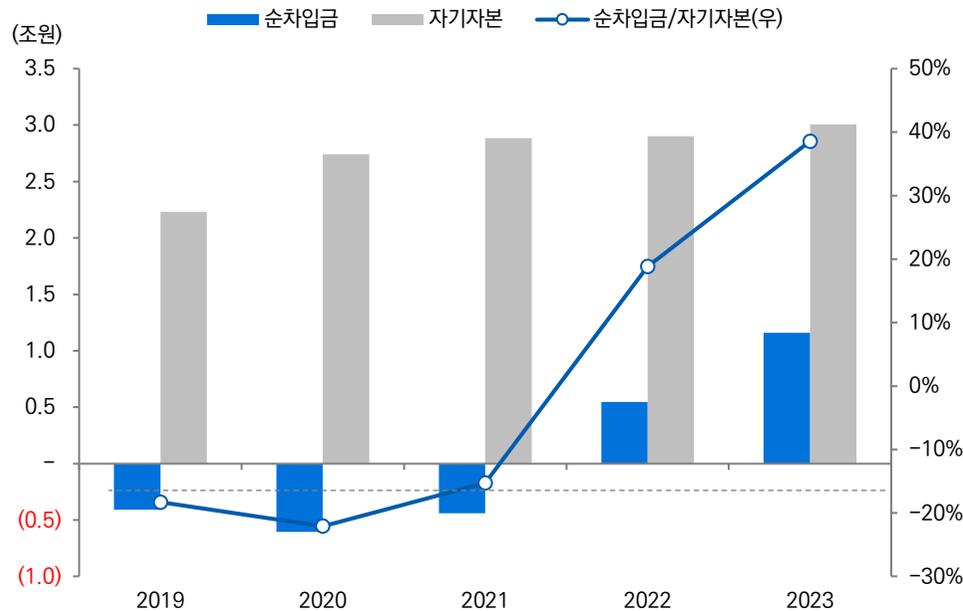


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HDC현대산업개발(A/N): 유동성 대응 계획의 실효성 중요

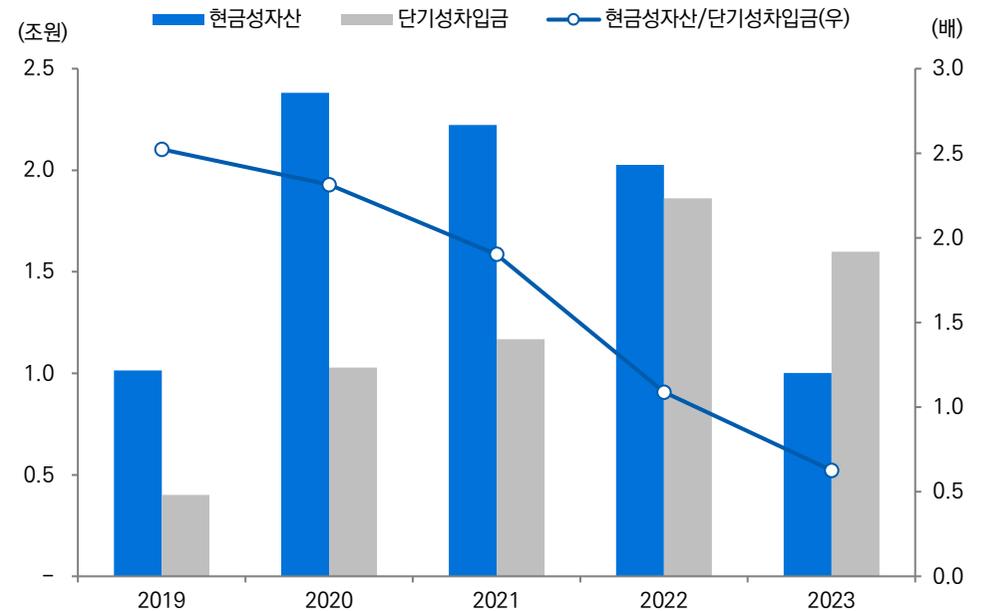
- 일련의 자금소요가 확대되면서 동사의 자기자본 대비 순차입금 비율도 2022년부터 빠르게 증가한 것으로 확인됨
- 38.6%의 순차입부채 비율 감안시 차입구조에 대한 관리가 일정수준 가능할 것으로 보여지나 사업환경상 부담 확대에 대한 우려는 높은 수준임
- 이러한 상황에서 차입금의 74%를 차지하는 단기성차입금이 현금성자산을 크게 상회하고 있어 유동성 대응력은 상당히 저하된 것으로 확인됨
- 대형 정비사업장에서의 공사대금 회수, 본PF 전환 등을 통한 대여금 회수 등을 통해 유동성 대응 계획을 세우고 있는 것으로 파악되나 주택경기가 위축된 점 감안시 유동성 부족 상황이 발생할 가능성을 완전히 배제할 수 없음. 자금 상황에 대한 모니터링 필요하다고 판단됨

순차입금/자기자본



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

현금성자산/단기성차입금 (배)

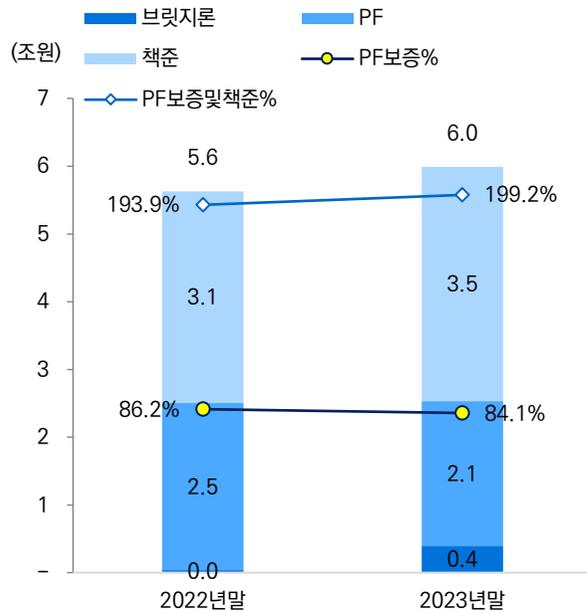


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HDC현대산업개발(A/N): PF보증 리스크 감내할 수 있는 수준

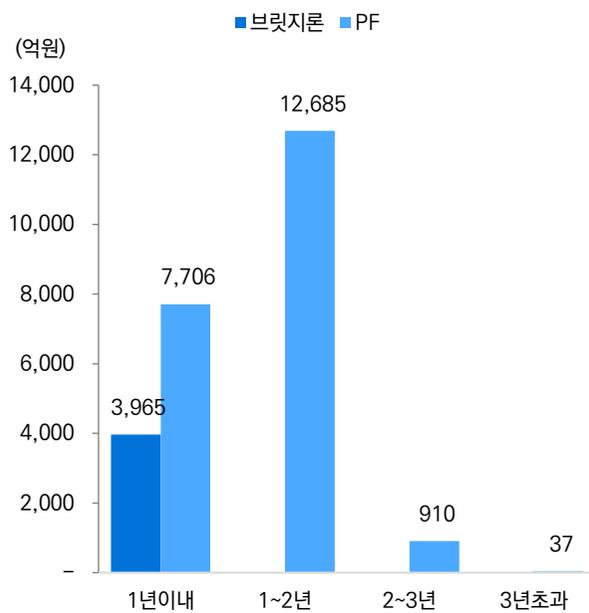
- 동사는 화정사고 이후 계약해지, 시행사 자금대여 등을 통해 PF보증을 적극 축소해 왔던 것으로 확인됨
- 2021년말 4조원 수준이었던 PF보증 규모는 2023년 2.5조원까지 축소되었으며 자기자본 대비 비율도 84% 수준으로 개선된 것으로 나타남
- 보증사업의 유형도 정비사업 및 착공사업장 비율이 높은 것으로 파악되며 만기구조도 2025년 이후로 차환위험이 분산된 것으로 확인됨
- 책임준공 관련 보증도 양호한 분양성과 감안시 리스크 수준 높지 않은 것으로 파악됨. 전반적인 PF보증 현실화 가능성은 제한적인 상황임
- 다만, 사업비 대여금의 본PF 전환 과정에서 우발부채 확대 가능성 존재하며, 사고 관련 행정처분 등이 차환리스크에 영향을 줄 개연성 있음
- PF보증 규모 및 차환 여부에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다고 판단됨

PF보증 및 책임준공 현황 (자기자본 대비 비율)



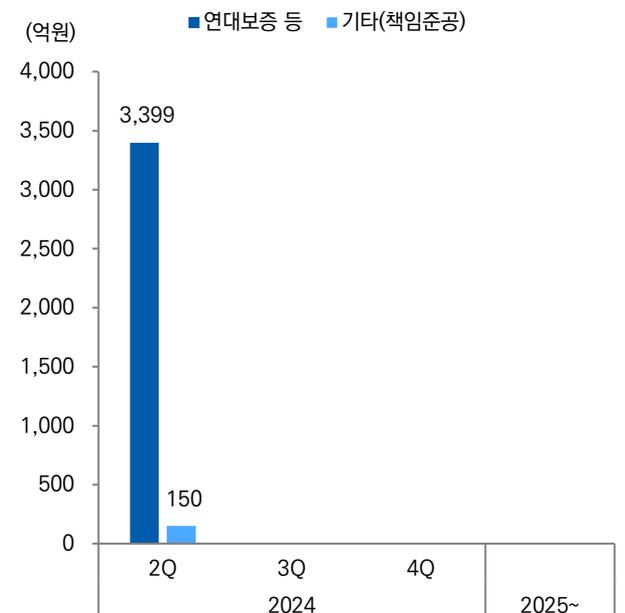
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

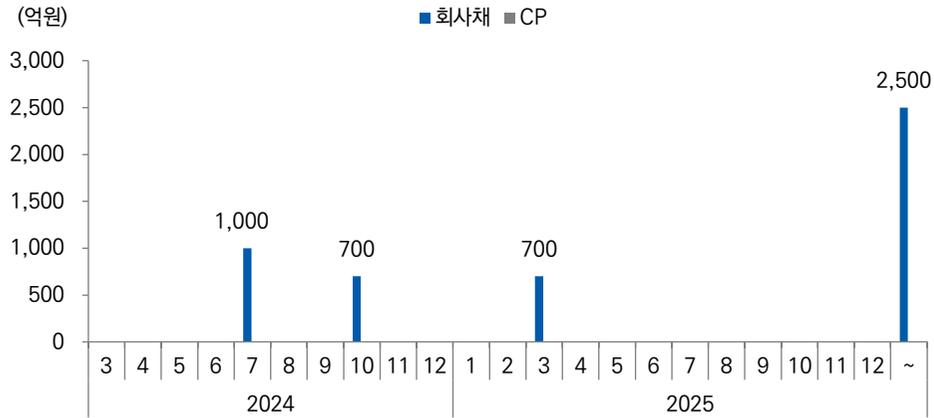
PF ABCP등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

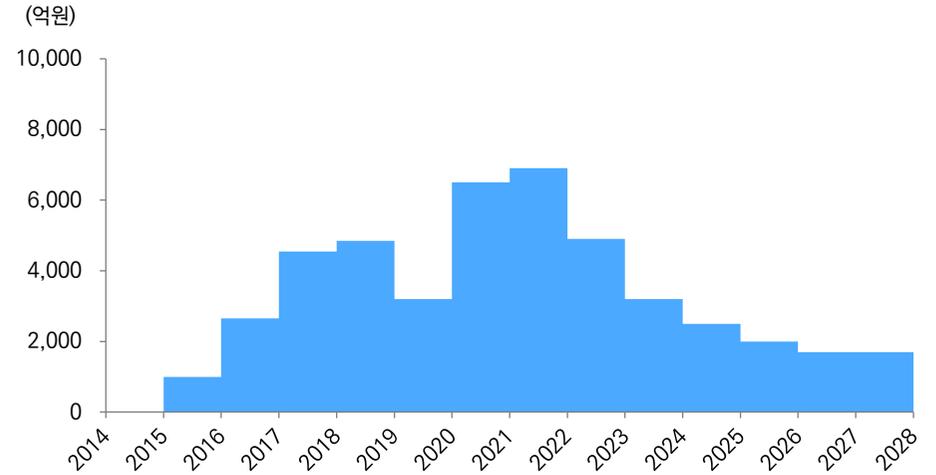
HDC현대산업개발(A/N): 채권수급현황

시장성 차입금 만기



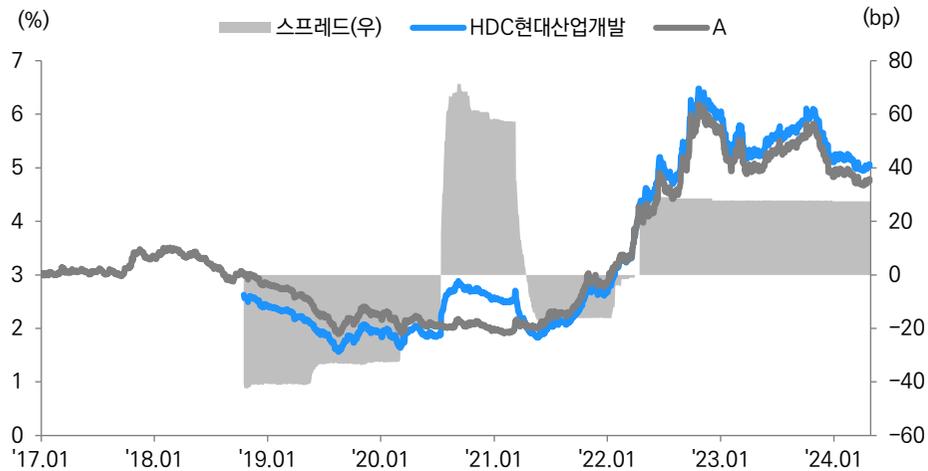
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행잔액 추이



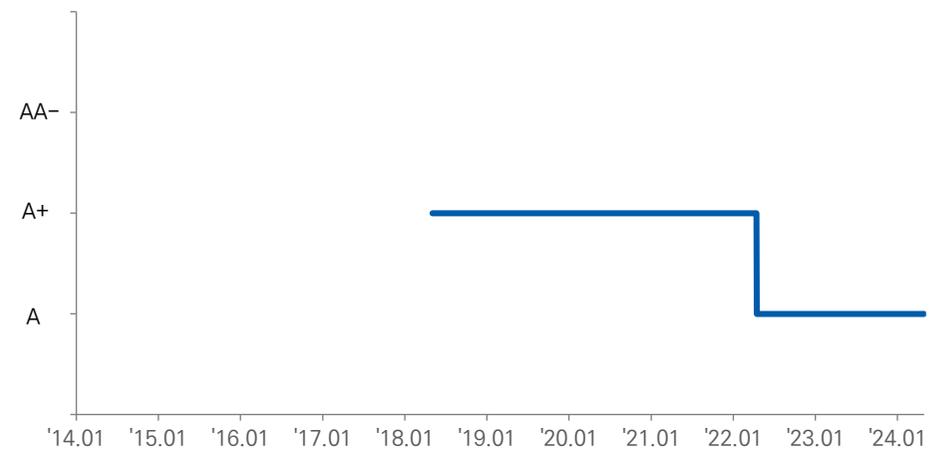
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이

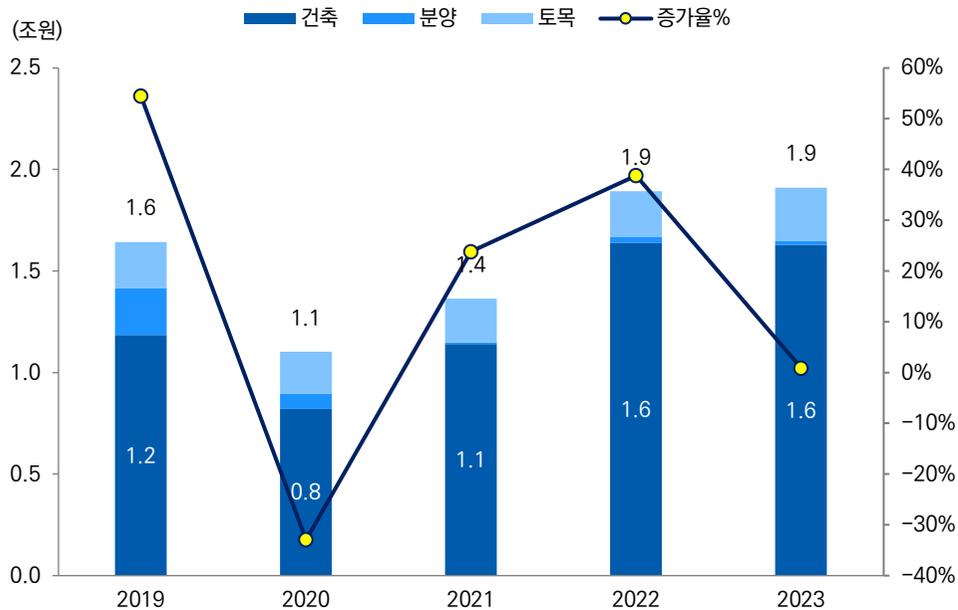


자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

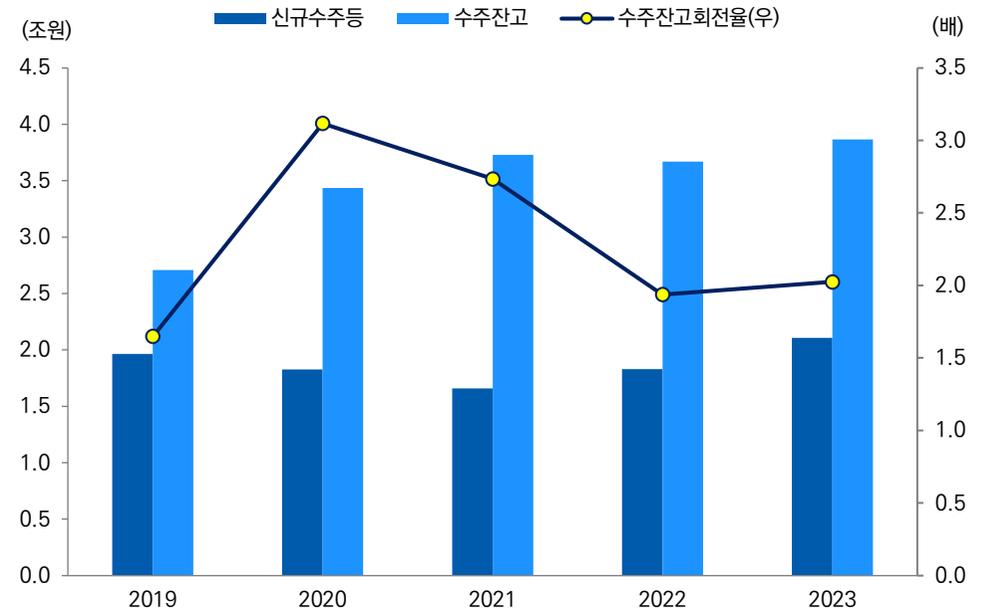
KCC건설(A-/S): 당분간 안정적인 매출 시현 기대

- 동사는 과거 주택 위주의 사업을 수행하였으나 2020년부터 물류센터, 오피스 등의 일반건축 사업을 통해 매출을 확대해 온 것으로 확인됨
- 분양경기 둔화에 따른 주택사업 수주 축소에도 비주택 신규수주가 안정적으로 이뤄지면서 2023년 3.9조원의 수주잔고를 보유 중임
- 약 2배 수준의 수주잔고회전율 감안시 당분간 안정적인 매출 기초를 유지할 것으로 전망됨
- 다만, 주택·비주택 가릴 것 없이 부동산 경기 상당히 위축된 점 감안시 동사의 사업변동성은 확대된 상태로 판단됨
- 수주잔고의 매출 인식이 원활히 이뤄지는지 신규수주가 안정적으로 이뤄지는 지 지켜볼 필요성 있음

부문별 매출액 및 매출액 증가율



수주현황 및 수주잔고회전율 추이



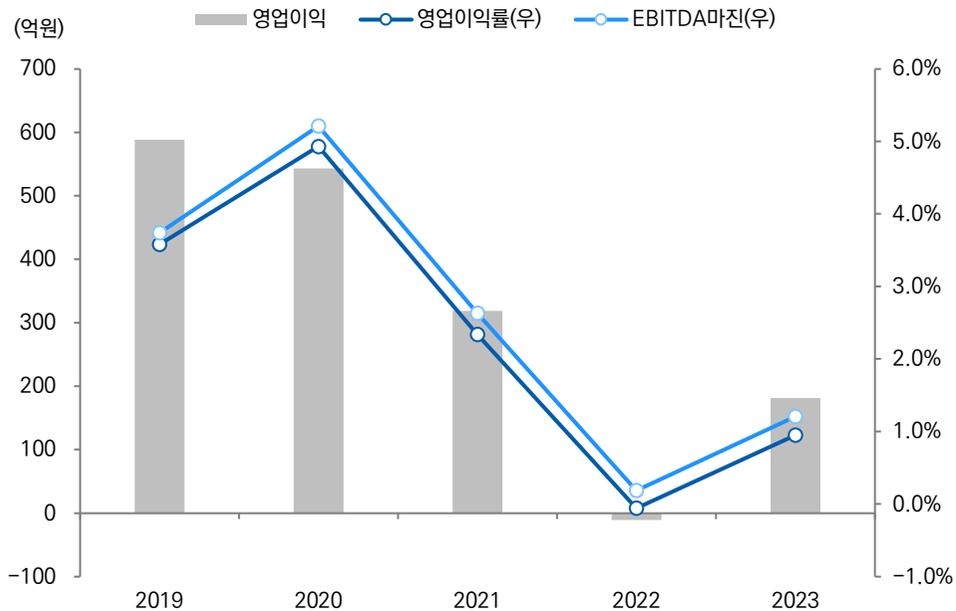
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

KCC건설(A-/S): 수익성 및 현금창출력 개선 가능성은 제한적

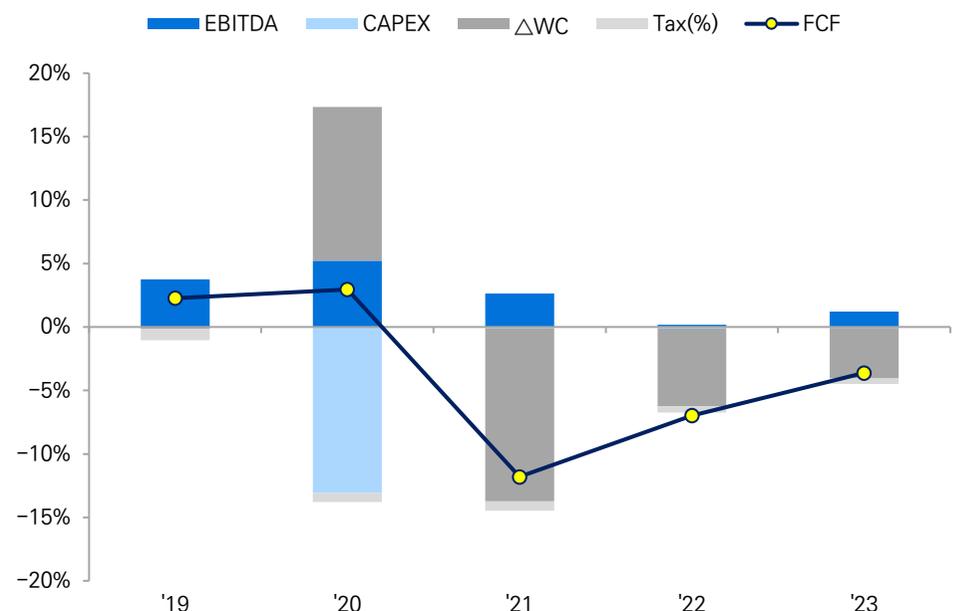
- 2020년까지 자체사업에 힘입어 양호한 수익성 시현한 것으로 확인되나 원가율이 높은 물류센터 등이 사업이 확대되면서 수익성이 하락함
- 2022년에는 공사원가 상승, 외주업체비용 조정 등이 반영되면서 11억원의 영업적자를 기록한 것으로 나타남
- 이러한 상황에서 책임준공을 위한 운전자본부담이 지속되면서 2021년 이후 잉여현금창출력이 저하된 상태가 지속된 것으로 확인됨
- 최근 들어 원가율 높은 사업이 마무리되는 등 수익성이 소폭 회복된 것으로 확인되나
- 제반 공사원가 부담이 지속되는 가운데 일부 사업장에서 대손 발생 가능성도 존재하고 있어 단기간 내 수익성 및 현금창출력의 개선 가능성은 제한적일 것으로 전망됨

이익규모 증가, 수익성 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

FCF 추이

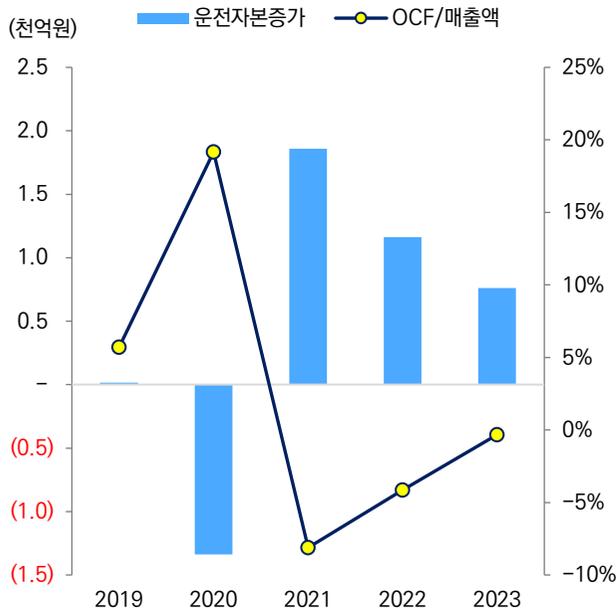


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

KCC건설(A-/S): 원활한 사업진행 이뤄질 시 운전자본부담 완화 기대

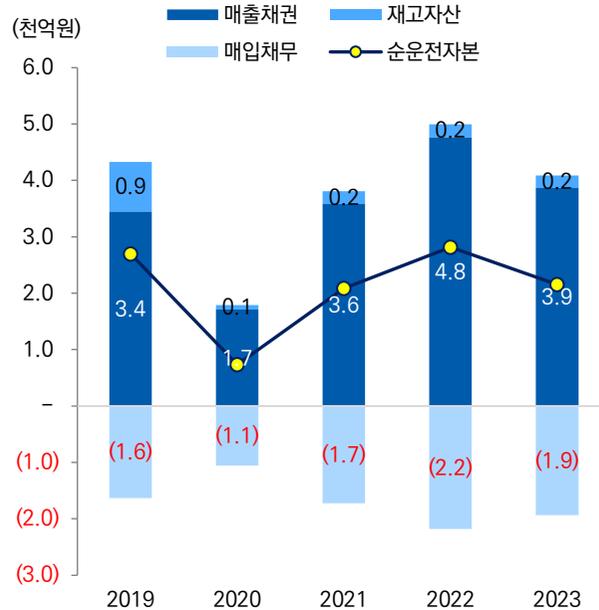
- 동사는 자체사업 마무리 이후 공사 진행에 따른 운전자본부담으로 현금창출력이 저하되어 옴
- 수익성은 약화되는 반면 미청구공사 등 매출채권 규모가 지속 확대되면서 회전기일이 과거 대비 장기화된 것으로 나타남
- 분양실적이 높지 않은 사업장을 일부 보유하고 있는 상황에서 다수의 책임준공 의무가 운전자본관리에 부담으로 작용 중인 것으로 파악됨
- 최근 일부 사업장 준공 등으로 회전기일이 소폭 줄어든 것으로 확인되나 안정적인 수준까지 개선되기에는 사업변동성이 제약요인
- 진행 중 또는 예정 사업들에서 공사 진행이 원활히 이뤄지고 채권 회수가 잘 이뤄지는 지 지켜볼 필요

운전자금 증가



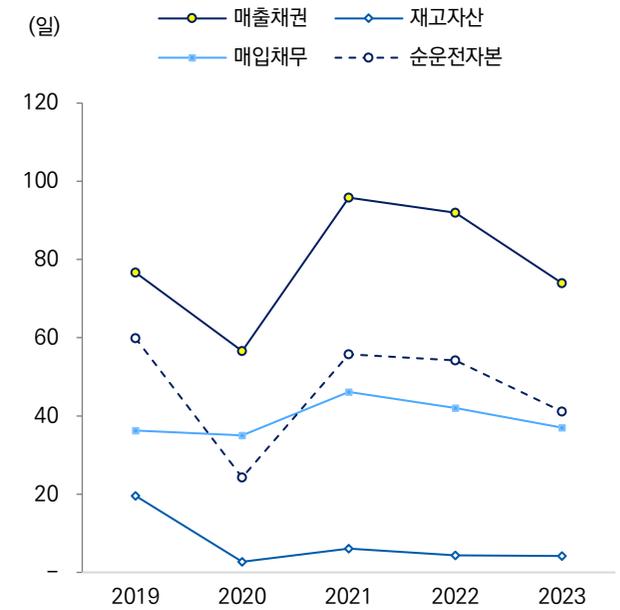
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 규모 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 회전기일

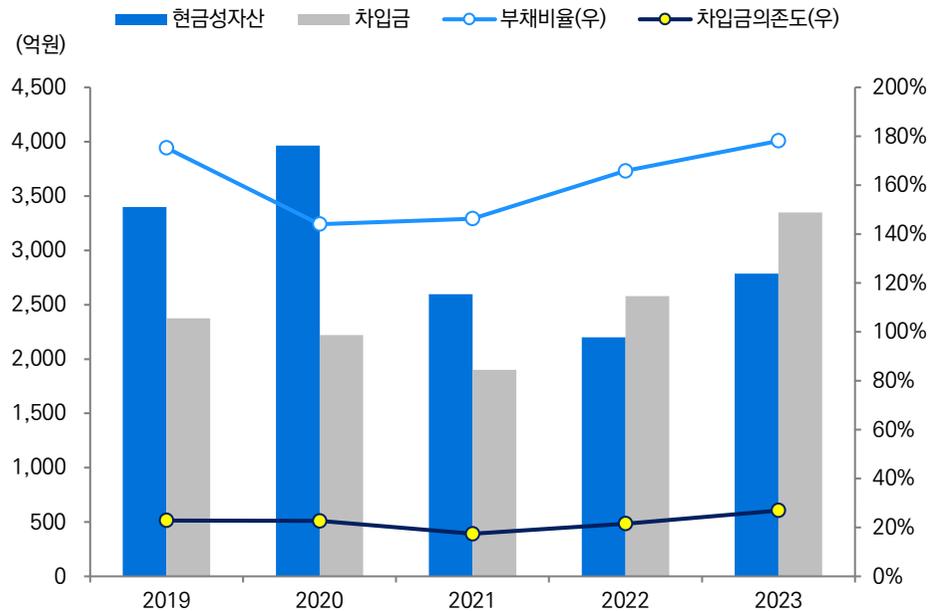


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

KCC건설(A-/S): 재무부담은 크지 않으나 이익창출력 회복 필요

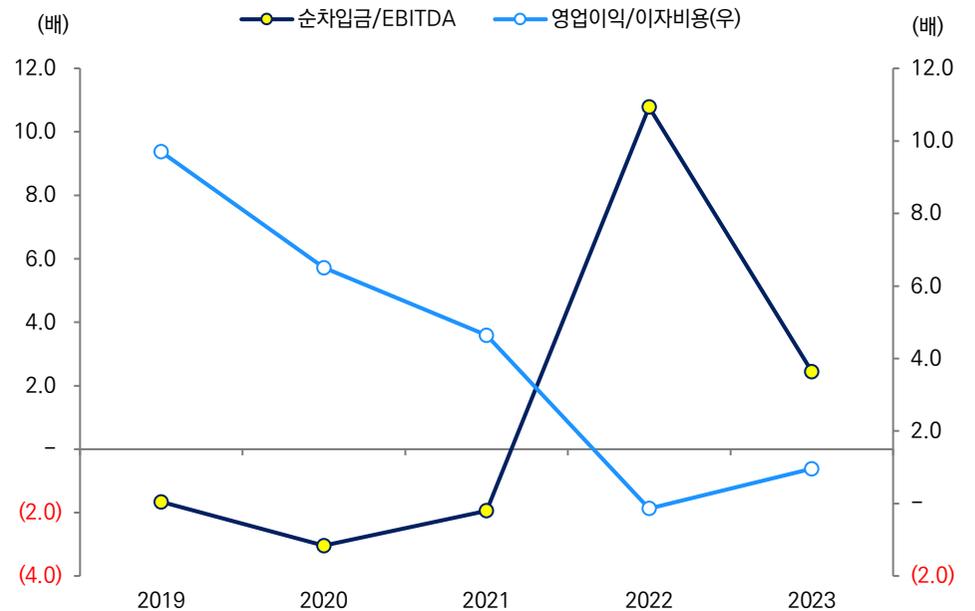
- 2021년까지 순현금 기조를 유지해오던 동사는 2022년부터 운전자본부담 확대 등으로 차입금이 현금성자산을 상회하기 시작함
- 2023년 차입금의존도도 과거 대비 소폭 상승한 27%를 나타내고 있으며, 부채비율도 178.1%까지 상승한 것으로 확인됨
- 다만, 현금성자산 규모가 총차입금의 83% 수준으로 나타나는 등 절대적인 지표 수준은 일정수준 안정성을 보유하고 있는 것으로 판단됨
- 재무부담은 크지 않은 것으로 보여지나 미분양 사업장의 대금회수 등이 지연되는 부분도 있어 단기간 내 개선 가능성은 제한적일 것으로 전망됨
- 또한, 확대된 차입규모에 비해 이익창출력이 제한되면서 이자보상배율은 1.0배 수준으로 나타남. 저하가 지속되지 않는지 지켜볼 필요성 있음

현금성자산, 순차입금, 차입금의존도, 부채비율



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

순차입금/EBITDA, 영업이익/이자비용

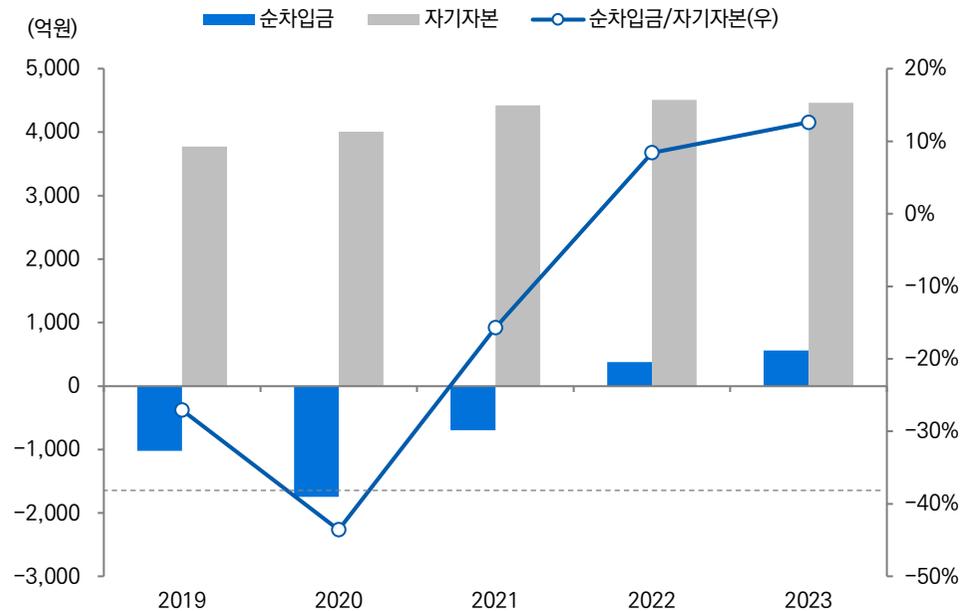


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

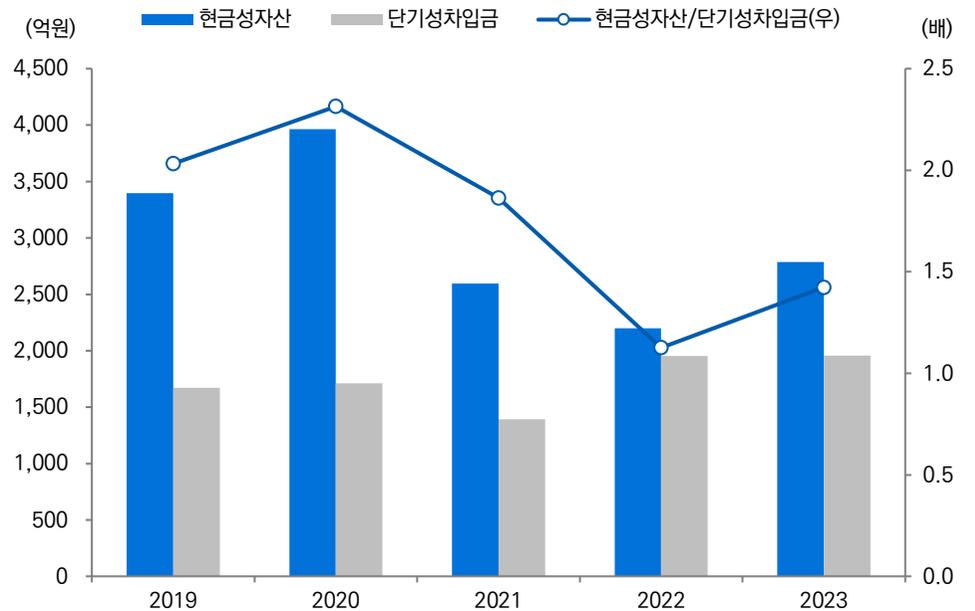
KCC건설(A-/S): 유동성 대응력 인정되나 추가적인 보완 필요성도 존재

- 동사의 2023년 순차입부채비율은 과거 대비 상승해 온 것으로 확인되나 자기자본 대비 12.6% 수준으로 리스크 크지 않은 것으로 확인됨
- 단기성차입금 대비 현금성자산 배수는 1.4배로 과거 대비 저하되었으나 차입규모를 감안하면 일정수준 양호한 대응력을 지닌 것으로 분석됨
- 다만, 공사비 투입 등 자금소요가 지속되는 상황에서 저조한 영업현금창출력 감안시 추가 자금조달이 필요할 가능성도 상존함
- 보유 여신한도의 규모와 계열 신인도에 기반한 대체자금조달 여부 등 유동성 관리가 적절히 이뤄지는 지 지켜볼 필요성 있음

순차입금/자기자본



현금성자산/단기성차입금 (배)



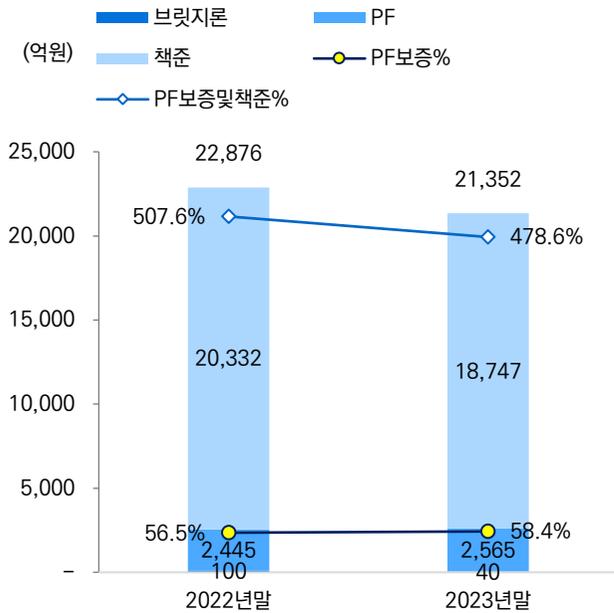
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

KCC건설(A-/S): 착공 사업장 위주의 PF보증 감안시 대응력 존재

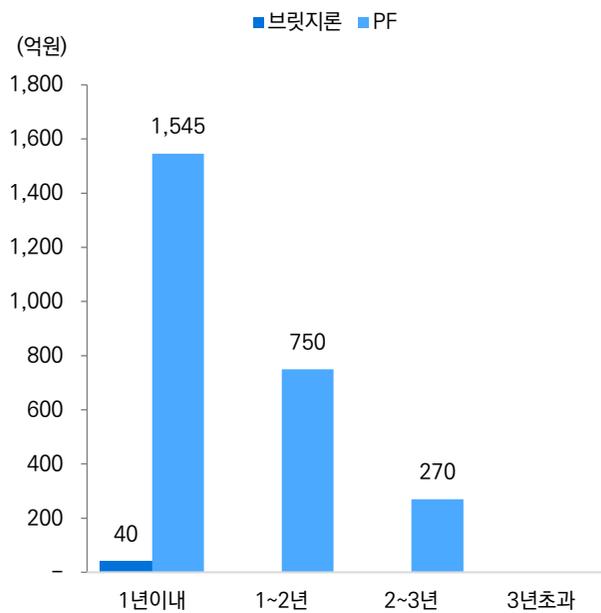
- 동사의 2023년 PF보증 규모는 2,605억원 수준으로 확인되며 자기자본 대비 비율은 58.4% 수준인 것으로 나타남
- 일정수준 만기가 분산된 것으로 나타나 PF보증에 대한 대응 가능성 존재할 것으로 기대됨
- 다만, 1.9조원의 책임준공 관련 보증이 있는 상황에서 미분양 사업장에서의 PF보증 현실화 가능성에 주의가 필요한 것으로 파악됨
- 미분양 부지의 매각 등으로 PF보증을 축소시킬 계획으로 파악되나 실현 가능성 및 해소 효과는 지켜볼 필요 있다고 판단됨

PF보증 및 책임준공 현황 (자기자본 대비 비율)



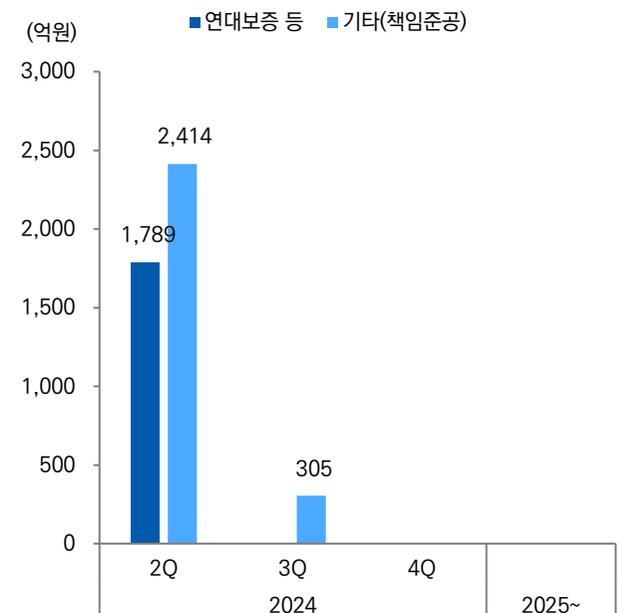
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

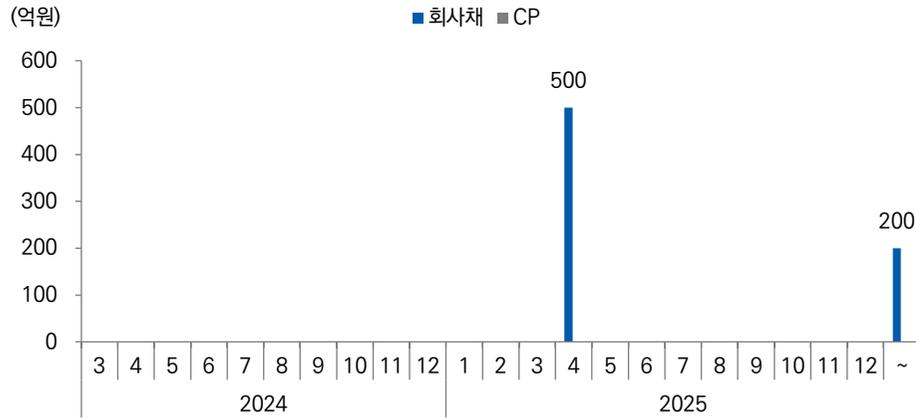
PF ABCP등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

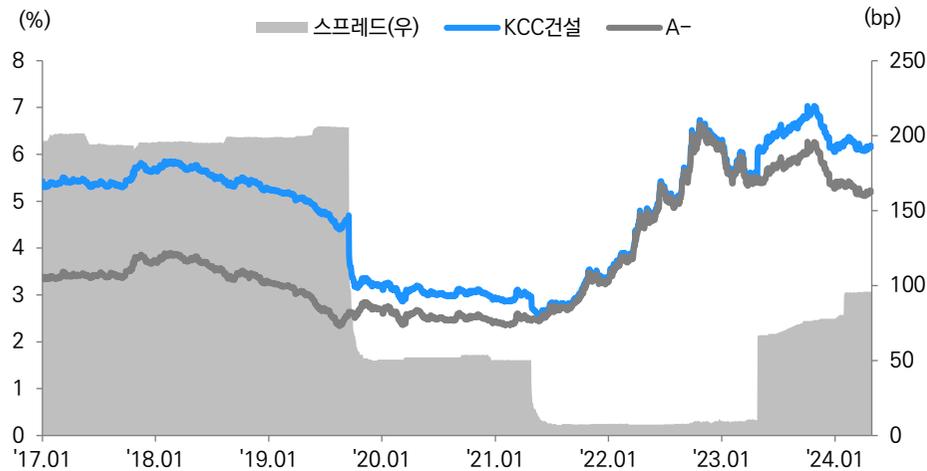
KCC건설(A-/S): 채권수급현황

시장성 차입금 만기



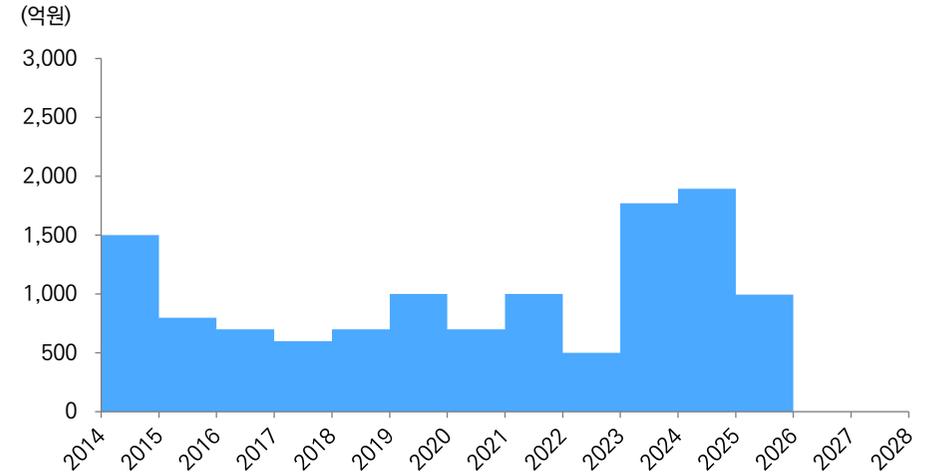
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드



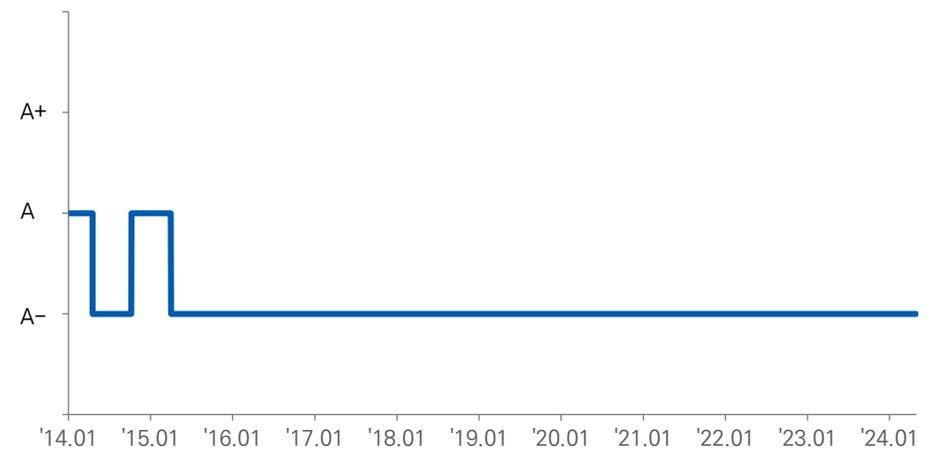
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행잔액 추이



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이

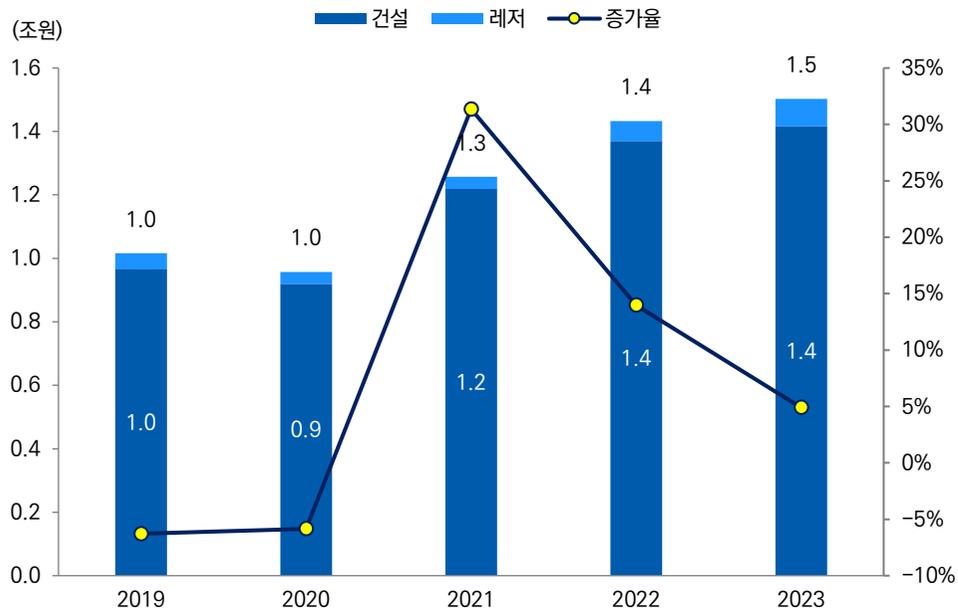


자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

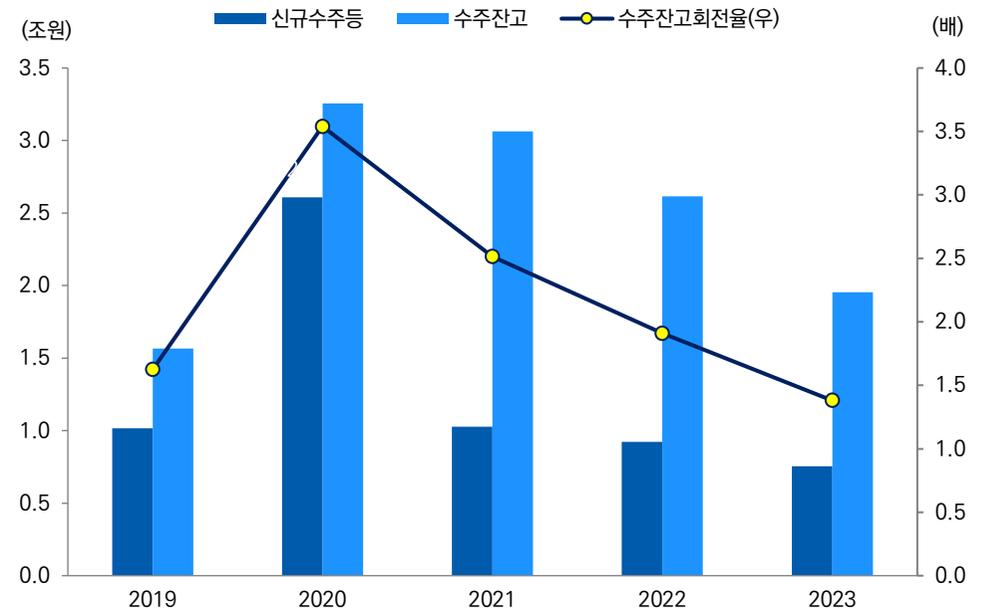
신세계건설(A-/S): 성장률 둔화 되는 등 사업안정성에 대한 우려 증대

- 신세계, 이마트의 계열물량을 주로 취급했으나 빌리브 브랜드 런칭 후 2021년부터 주택사업 중심으로 매출 확대
- 다만, 다소 공격적이던 주택사업이 대구를 중심으로 한 분양경기 저하 이후 축소되면서 매출 성장률이 둔화되는 모습
- 신규수주도 점진적으로 감소하는 가운데 2023년 수주잔고는 2조원, 수주잔고회전율은 1.4배 수준까지 하락
- 일정수준의 수주잔고 보유하고 있으나 분양실적 부진에 대한 부담이 상당한 상황에서 위축된 분양경기 감안시 실적 둔화가 이어질 가능성 높음
- 변동성 높아진 사업안정성을 회복하기까지 시일이 상당기간 필요할 것으로 판단. 계열공사 등을 통해 실적 하방이 지지될 가능성은 지켜볼 필요

부문별 매출액 및 매출액 증가율



수주현황 및 수주잔고회전율 추이



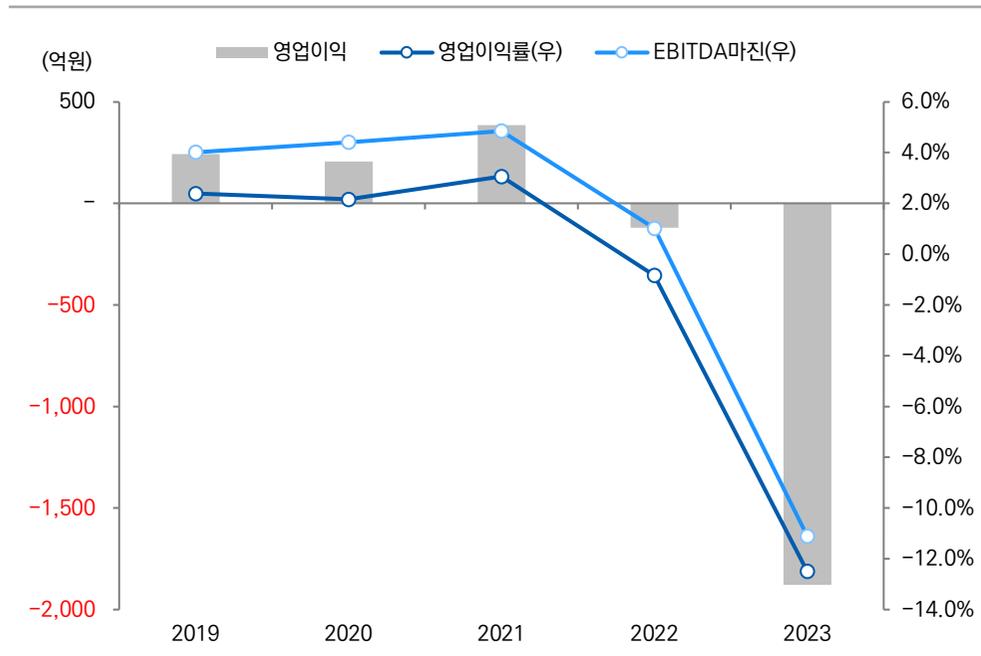
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

신세계건설(A-/S): 진행사업에 대한 부담 높아 수익성 회복 시점 불확실

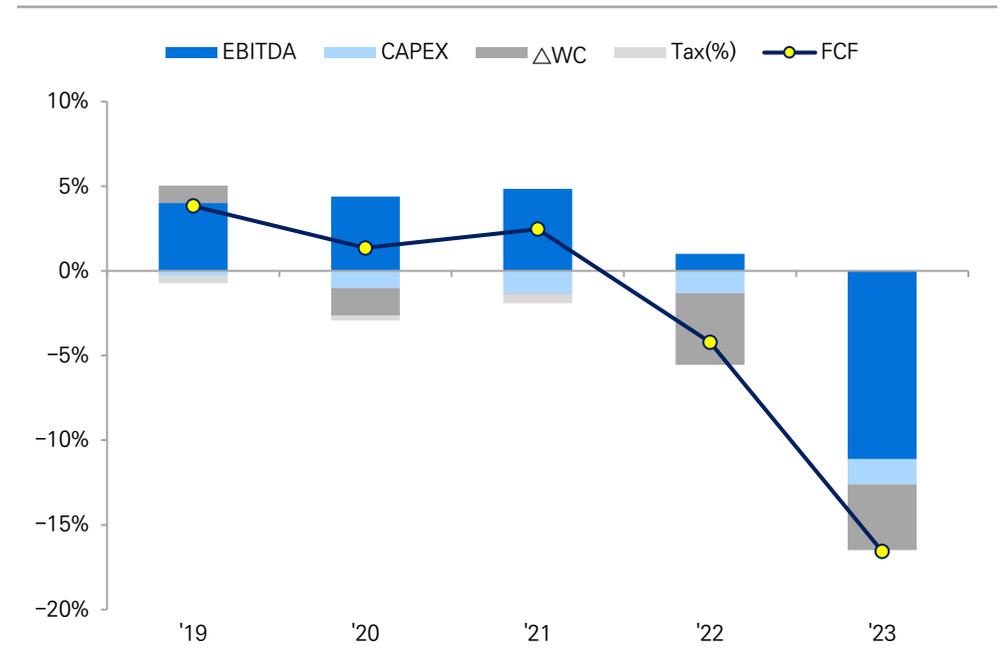
- 동사는 수익성이 높지 않은 가운데서도 2021년까지 채산성 높은 주택사업을 통해 수익성을 소폭 개선한 바 있음
- 다만, 분양경기 위축 이후 실적이 저하되는 상황에서 공사원가 상승, 미분양사업장 관련 손실 인식 등으로 수익성이 저하됨
- 2023년에는 높은 공사비에 더하여 대구 사업장에 대한 PF대주단의 공매, 사업성 재평가에 따른 예상손실 일시 반영 등이 이뤄지면서 1,878억원의 영업손실과 1,585억원의 당기순손실을 기록한 것으로 확인됨
- 수익성 크게 훼손된 상황에서 미분양 관련 채권 금액이 대폭 확대되면서 현금창출력이 크게 훼손된 것으로 나타남
- 다만, 주택시장 위축 상황에서 진행 사업에 대한 부담이 잔존하고 있어 의미 있는 수준의 수익성 개선에는 시일이 상당기간 필요할 것으로 전망됨

이익규모 증가, 수익성 추이



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

FCF 추이

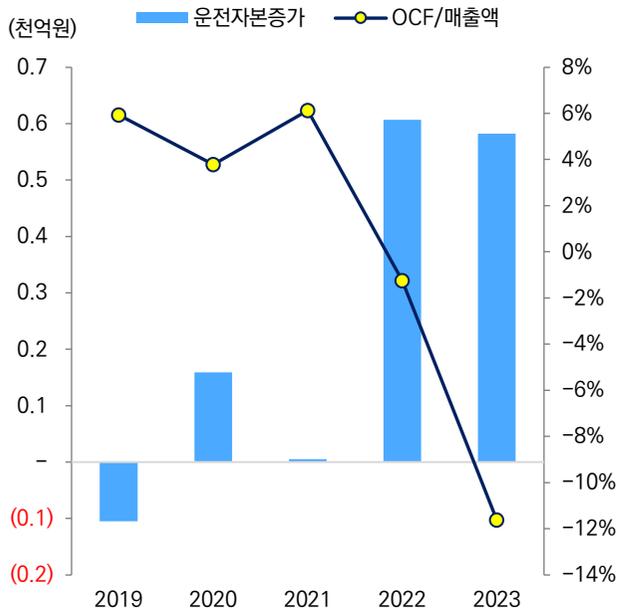


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

신세계건설(A-/S): 운전자본부담의 완화 가능성 제한적

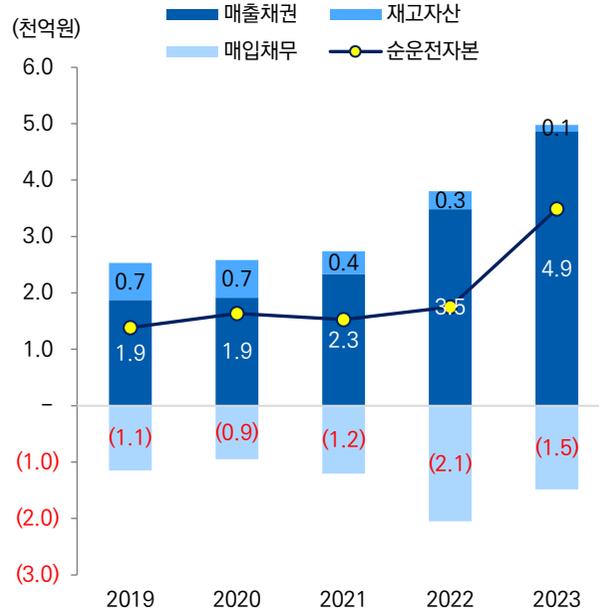
- 동사의 운전자본부담은 미분양 부담이 크게 확대된 2022년부터 대폭 증가한 것으로 나타남
- 2021년 2.3조원이던 매출채권은 2023년 4.9조원까지 증가하였으며, 매출채권 회전기일은 과거 70일 대비 증가한 118일로 확인됨
- 2024년에도 진행 사업들의 분양실적 부진이 이어지는 상황 감안시 운전자본부담이 현금창출력을 지속 제한할 것으로 판단됨
- 다만, 이러한 상황에서 동사의 경우 다수의 책임준공 제공 사업장이 존재하고 있음
- 확대된 운전자본부담의 완화 가능성은 제한적일 것으로 보이며, 차입금 증가 등으로 재무구조에 부정적 영향을 미칠 가능성 높을 것으로 전망됨

운전자금 증가



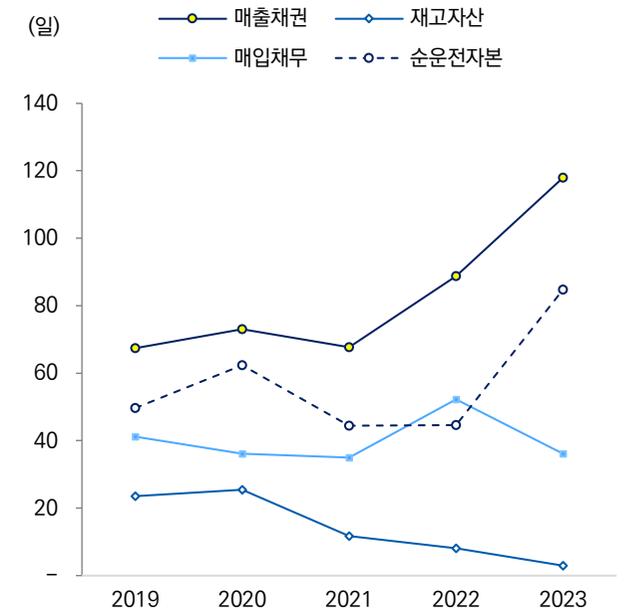
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 규모 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 회전기일

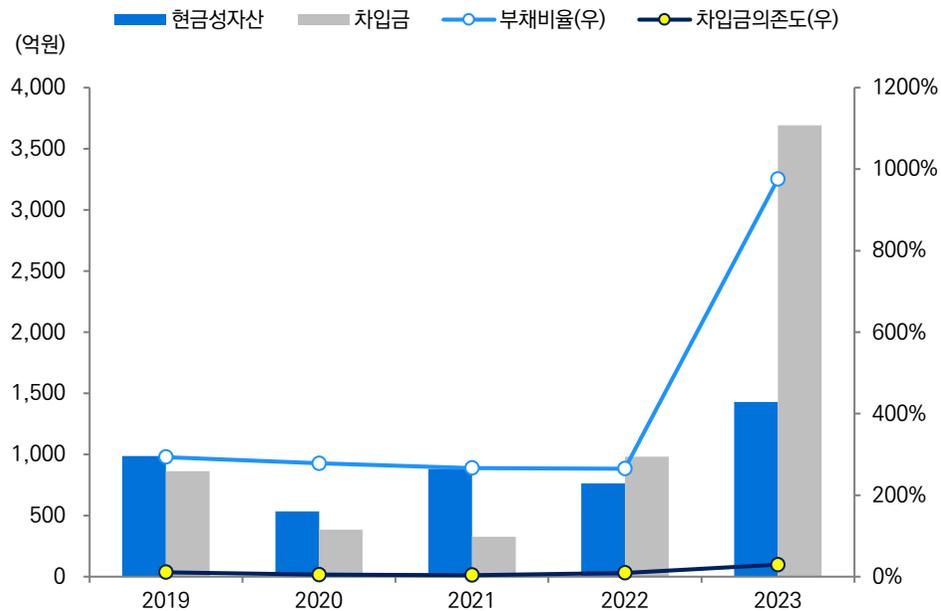


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

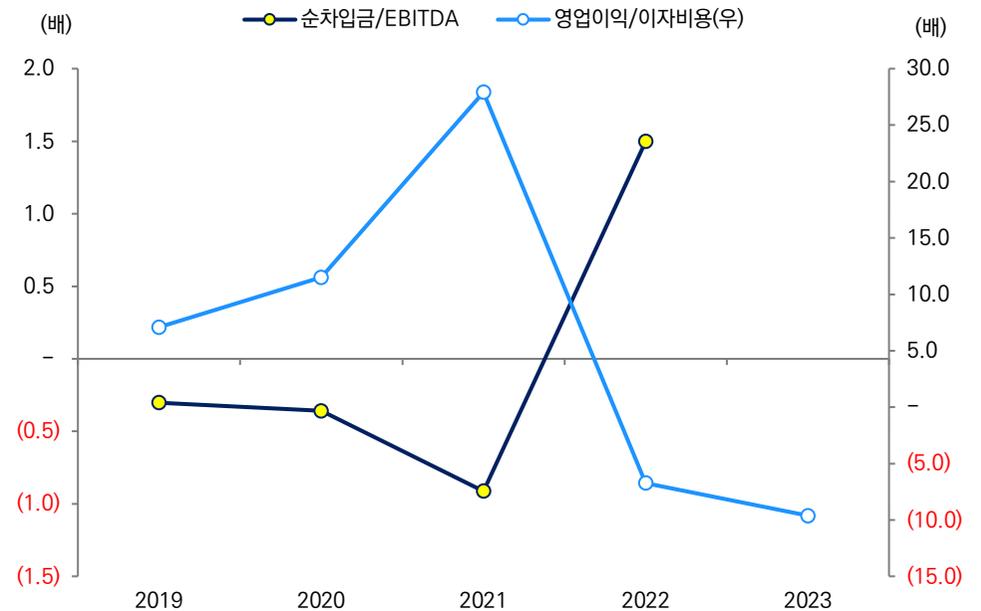
신세계건설(A-/S): 재무안정성 크게 저하된 상태. 개선 노력 지켜볼 필요

- 확대된 운전자본부담, PF보증 관련 시행사 자금 대여 등으로 자금소요가 확대되면서 동사는 순현금 구조에서 순차입 구조로 급격히 전환됨
- 총차입금은 2021년 327억원에서 2023년 3,693억원으로 10배 이상 급증하였으며, 차입금의존도는 총자산 확대에도 29.3%까지 높아짐
- 이러한 상황에서 대규모 당기순손실 등에 따른 자기자본 감소와 골프장 입회금 반영 등으로 2023년 부채비율은 976.2%까지 증가함
- 당분간 높은 사업 불확실성이 지속될 예정임을 감안하면 동사의 재무안정성에 대한 부담은 상당한 수준으로 판단됨
- 한편, 2024년 신세계영랑호리조트 흡수합병, 사모사채 발행 시 계열지원 등 재무구조 개선 노력이 이어지는 것으로 파악되며, 조선히텔앤리조트로 동사 레저부문 매각도 계획 중인 것으로 파악됨. 계획대로 이뤄진다면 높아진 재무부담을 일부 완화 가능할 것으로 기대됨

현금성자산, 순차입금, 차입금의존도, 부채비율



순차입금/EBITDA, 영업이익/이자비용



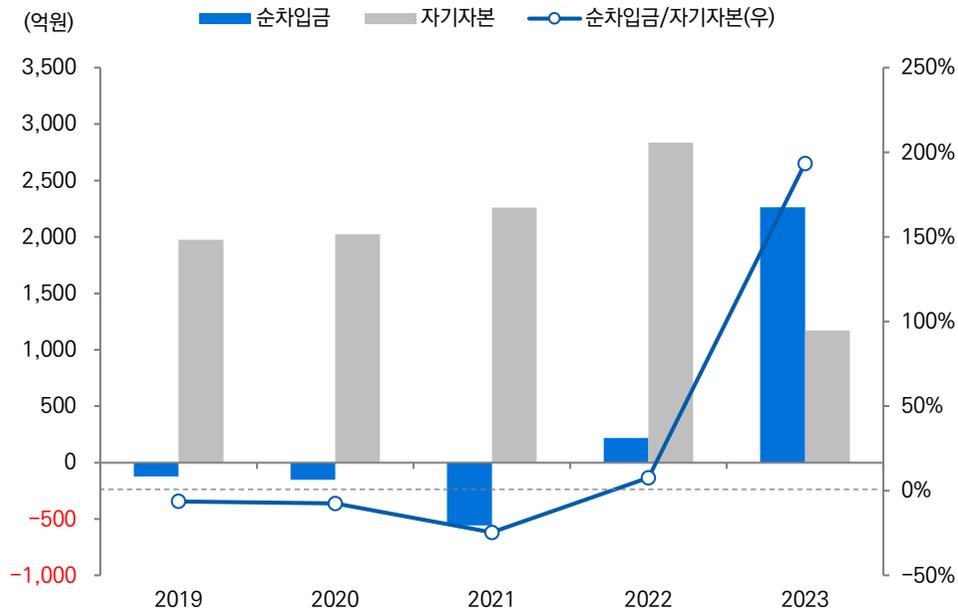
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

신세계건설(A-/S): 유동성 충분치 않은 상황. 그룹의 지원 방안 확인 필요

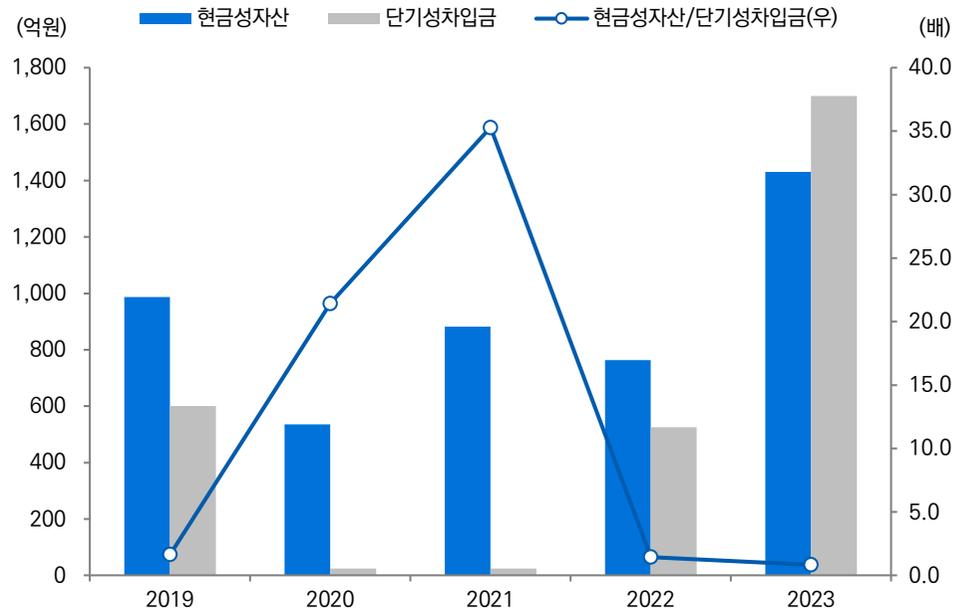
- 동사는 자기자본의 2배에 달하는 순차입금을 보유하고 있는 것으로 확인되며, 보유 현금성자산이 단기성차입금에 못 미치는 규모로 확인됨
- 운전자본부담 등에 따른 부진한 현금창출력이 지속될 것을 감안하면 동사의 유동성 대응능력은 상당한 부담이 존재함
- 보유 여신한도와 계열지원 가능성 등을 감안하면 일정수준의 단기 대응은 가능할 것으로 기대되나 동사의 자금소요에 대응 가능할 지는 불확실성이 높다고 판단됨
- 신세계 그룹 차원에서 논의 중인 것으로 파악되는 추가 지원 방안을 지켜볼 필요성 있음

순차입금/자기자본



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

현금성자산/단기성차입금 (배)

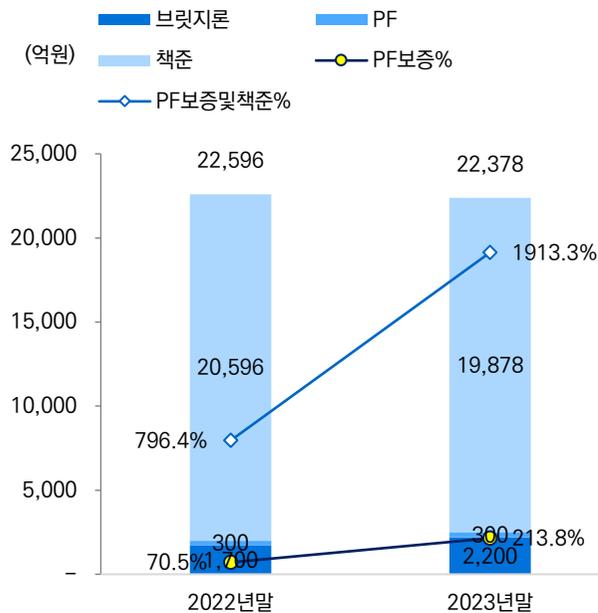


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

신세계건설(A-/S): PF보증 현실화에 대한 부담 높음. 선제적 조치 필요

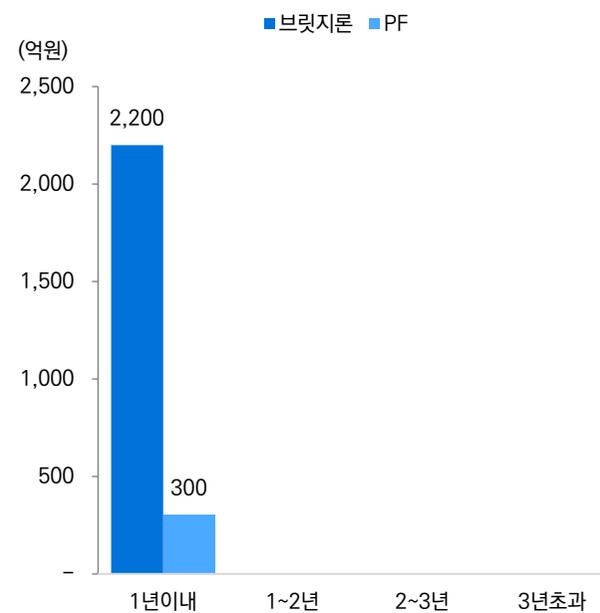
- 동사는 2023년말 기준 브릿지론 2,200억원, PF보증 300억원, 총 2,500억원의 우발부채를 보유한 것으로 확인됨
- 자기자본 규모에 비해 규모가 상당한 상황에서 브릿지론 사업장의 본PF 전환, 분양성과 등은 불확실성이 매우 높아 현실화 가능성이 존재함
- 이러한 상황에서 책임준공을 제공한 조건부 보증 규모는 2조원 수준으로 동사 사업에 있어 지속적인 부담요인으로 작용할 것으로 전망됨
- PF보증 현실화에 대한 가능성이 높아진 상황임을 감안하면 신용도에 부정적인 영향을 미칠 가능성 높다고 판단됨

PF보증 및 책임준공 현황 (자기자본 대비 비율)



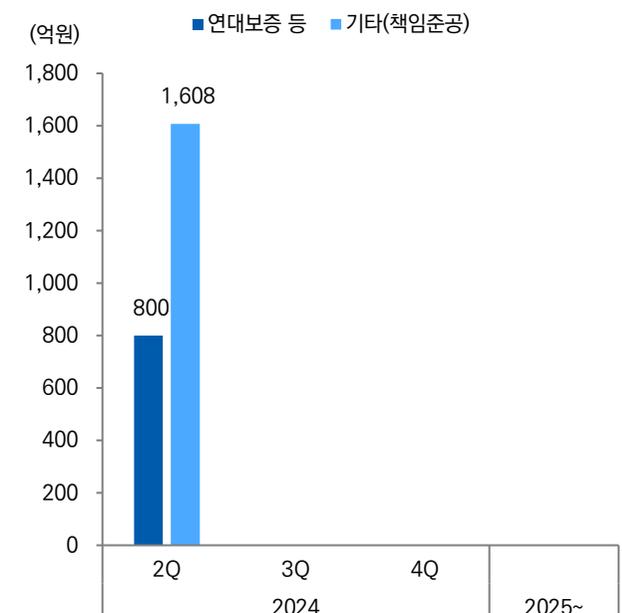
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

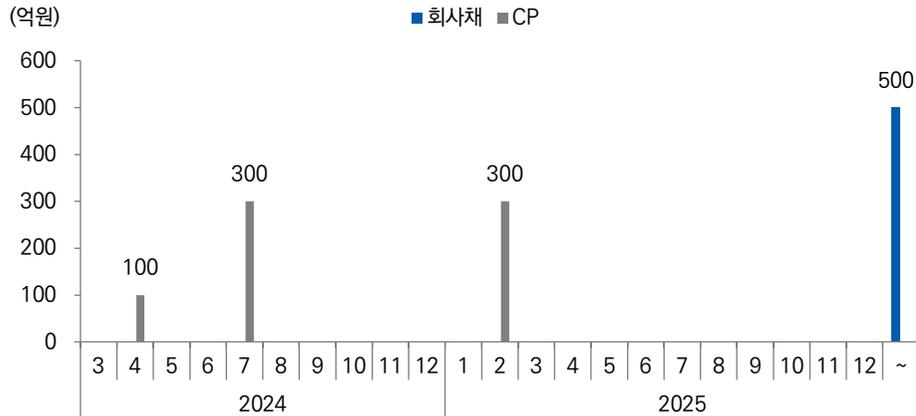
PF ABCP등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

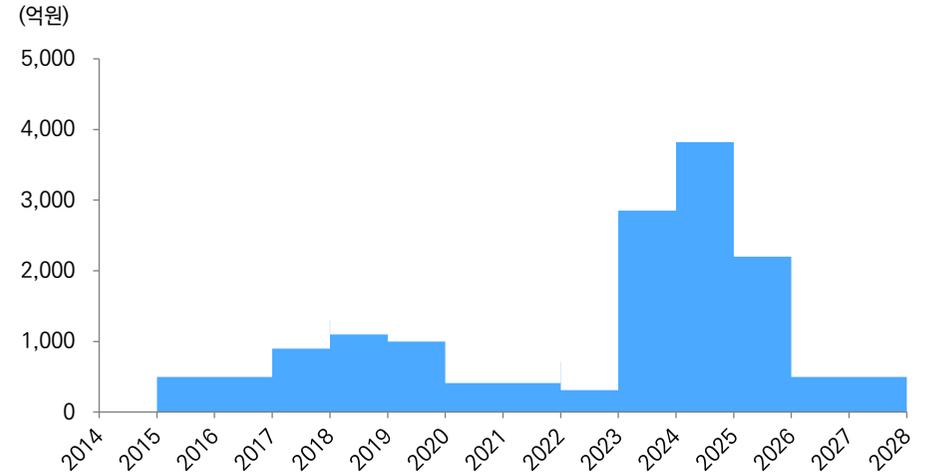
신세계건설(A-/S): 채권수급현황

시장성 차입금 만기



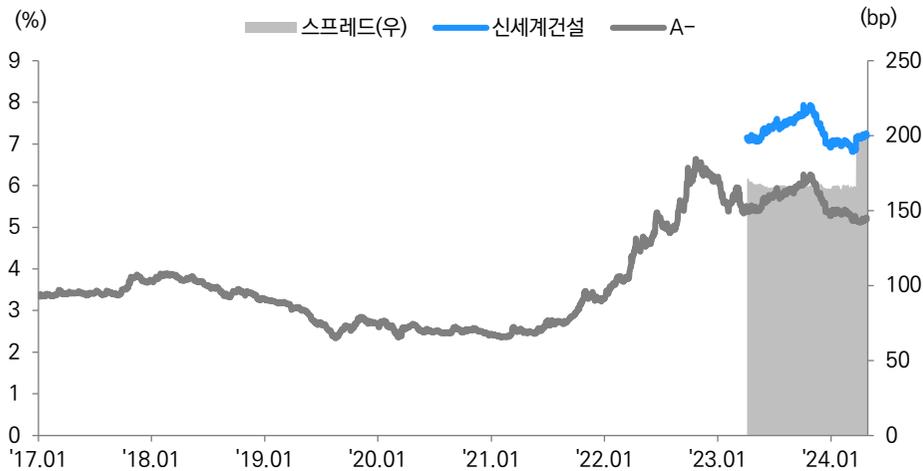
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행잔액 추이



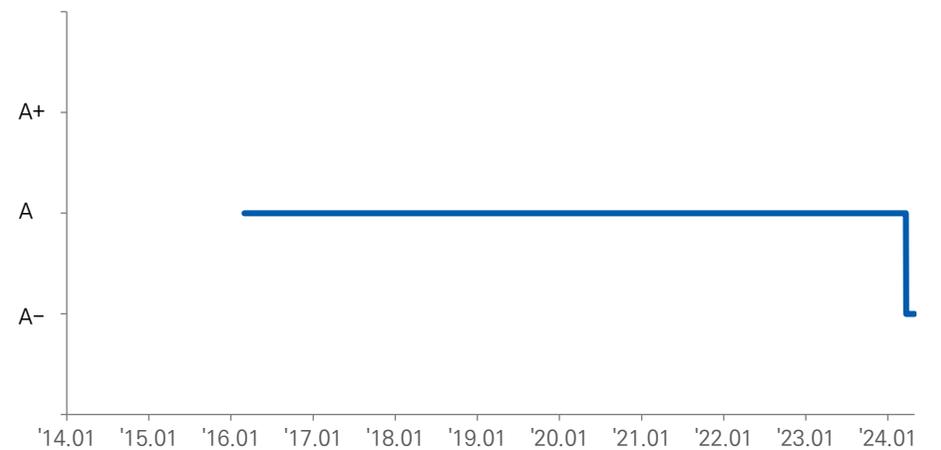
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이

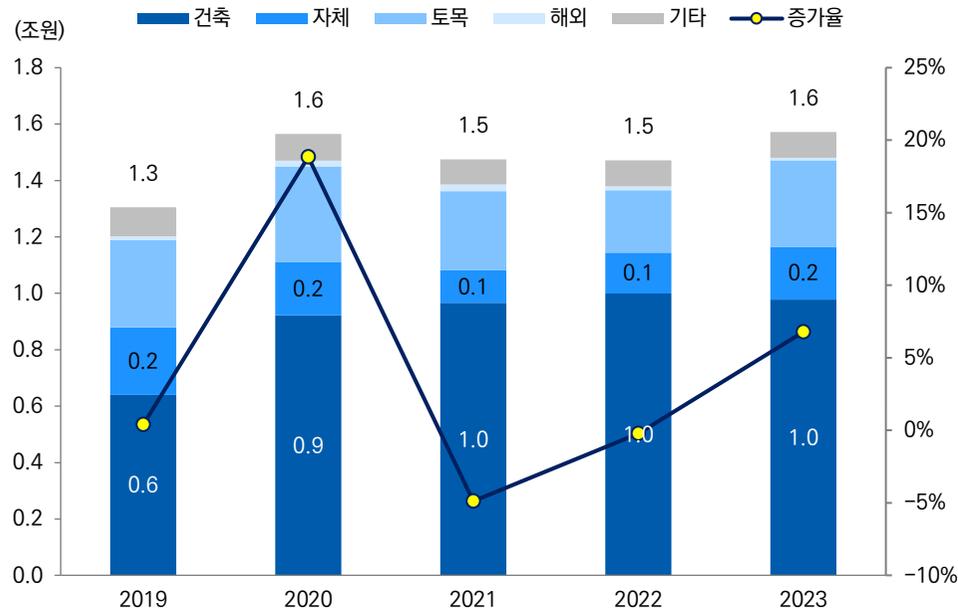


자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

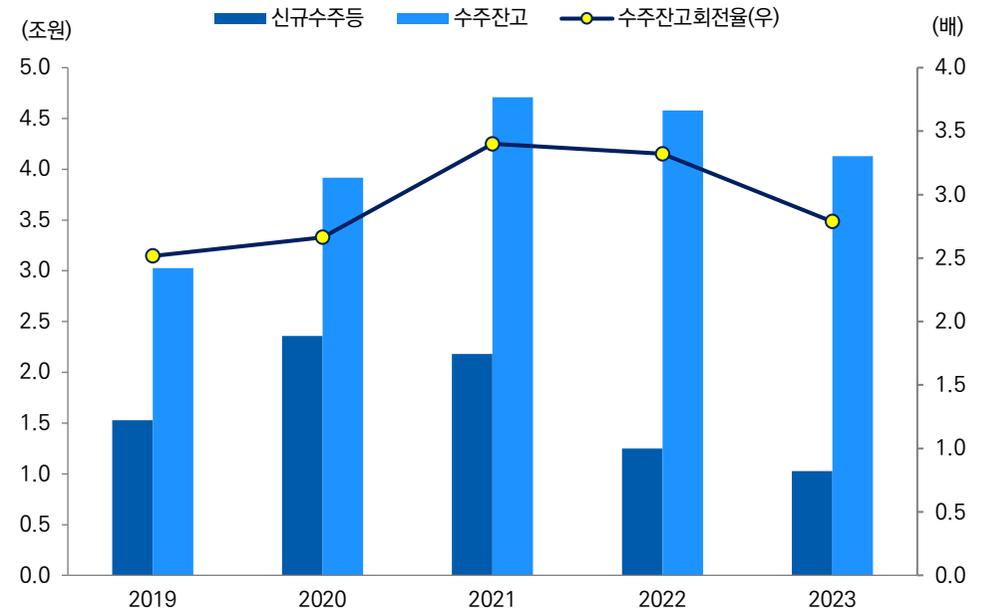
HL D&I 한라(BBB+/S): 실적 성장 이어갈 것으로 기대

- 동사는 일정수준 건축·주택 사업 중심으로 등락은 다소 존재하나 일정수준 안정적인 매출 수준을 유지하고 있음
- 인허가 지연 또는 착공 지연 등에 따른 영향과 선별적 수주전략에 따라 실적 변동성이 나타나는 것으로 파악됨
- 보수적인 신규수주 전략과 분양경기 위축 등으로 수주잔고 점진적 감소하는 가운데 2023년 수주잔고회전율은 2.8배를 나타내는 것으로 확인됨
- 주택 중심의 사업특성상 실적 변동성에 대한 부담은 존재하나 분양경기 위축 상황에서 안정적인 매출 성장세를 이어오고 있고
- 4.1조원의 수주잔고 등을 감안하면 현 수준의 사업안정성은 유지 가능할 것으로 전망됨

부문별 매출액 및 매출액 증가율



수주현황 및 수주잔고회전율 추이



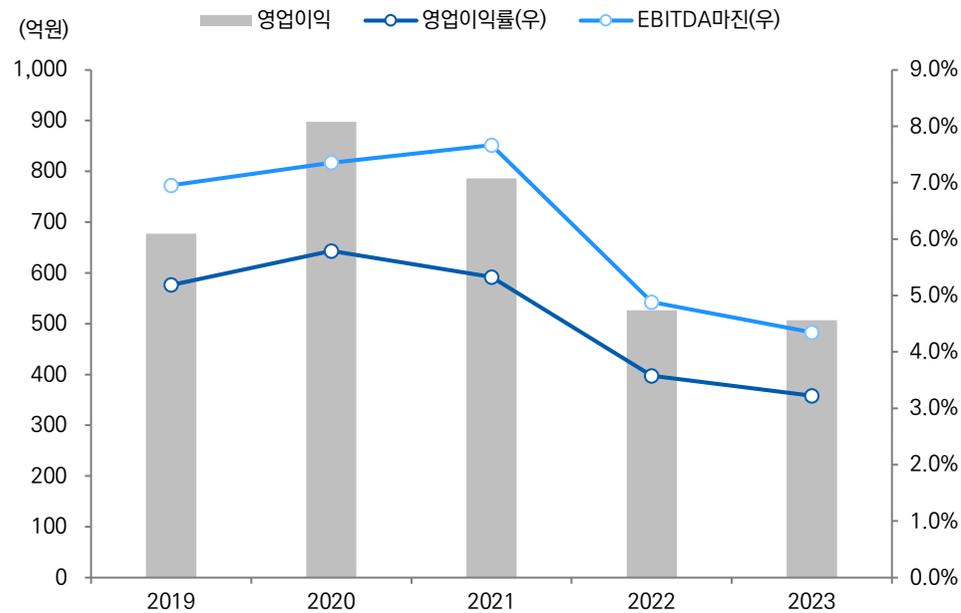
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HL D&I 한라(BBB+/S): 현 수준 이상의 수익성 및 현금창출력 기대

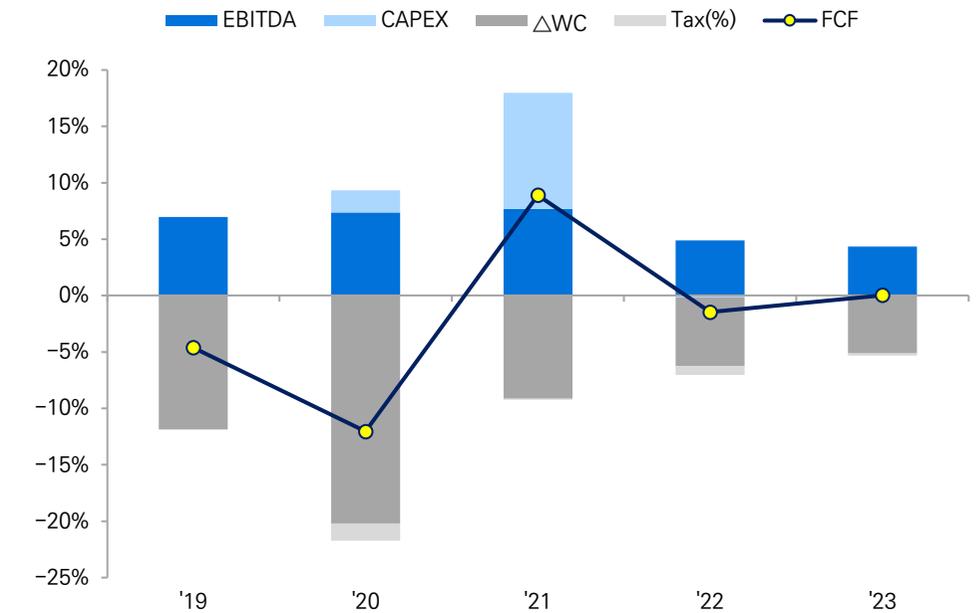
- 동사는 5% 수준의 영업이익률을 시현해 왔으나 2021년 이후 원자재가 및 인건비 상승 등으로 수익성이 저하되기 시작함
- 이러한 상황에서 주요 미분양 사업장에서의 대손 등이 실적에 반영되면서 수익성 저하가 2023년에도 이어진 것으로 확인됨
- 다만, 미분양 관련 손실인식은 최대 추정액으로 반영한 것으로 파악되고 진행중인 사업장의 분양성과가 양호해 수익성 저하가 추가로 나타날 가능성은 제한적일 것으로 판단됨
- 일정수준의 이익창출력이 존재하는 반면 운전자본부담이 높은 사업특성으로 현금창출력은 높지 않은 상황으로 나타남
- 진행 사업장들로부터의 공사대금 회수 가능성이 존재하는 점 감안시 운전자본부담도 크게 확대될 가능성은 낮을 것으로 판단됨

이익규모 증가, 수익성 추이



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

FCF 추이

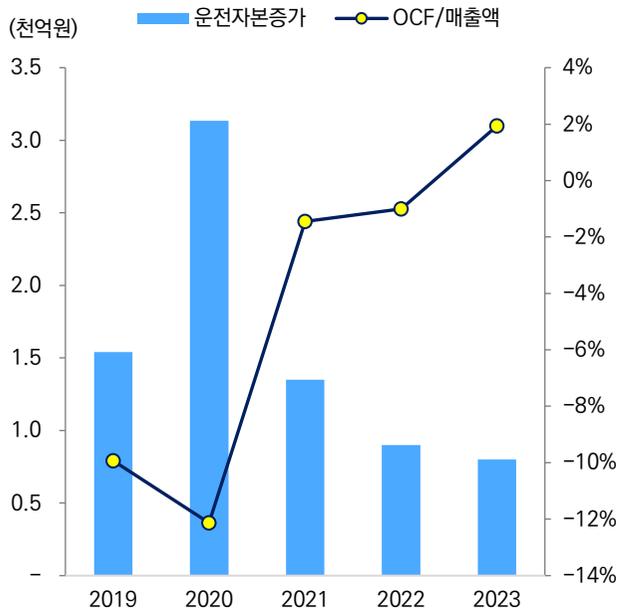


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HL D&I 한라(BBB+/S): 운전자본 관리여력이 제한적인 것으로 판단

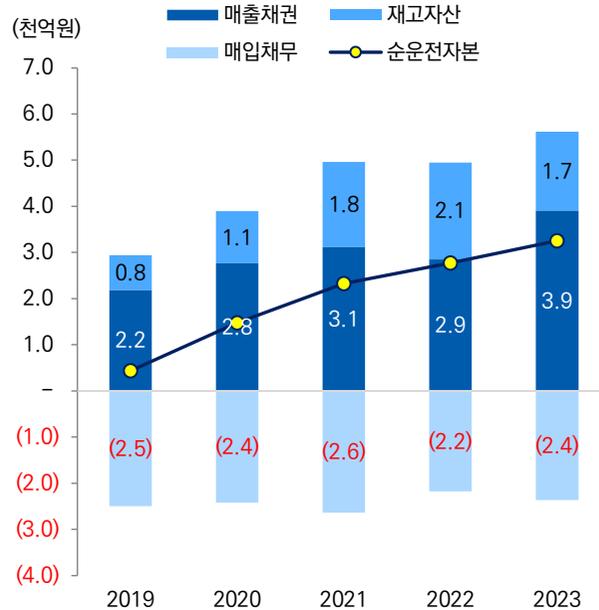
- 동사는 과거 자체사업 부지 매입, 주요 건축·주택사업 공사비 선투입 등으로 운전자본부담이 크게 확대된 바 있음
- 2021년 이후에는 일정수준의 분양성과를 기록한 사업장으로부터 선수금이 유입되었으나 매출채권 및 재고자산 증가 등으로 운전자본부담이 지속되면서 영업현금창출력이 제약되어 온 것으로 확인됨
- 매출채권과 재고자산은 2019년 이후 지속적으로 증가한 것으로 확인되며, 회전기일도 각각 91일과 40일로 과거 대비 장기화된 것으로 나타남
- 이런 상황에서 매입채무 회전기일은 평균 60일 정도로 확인됨. 채권회수의 불확실성은 필요자금에 대한 대응력 저하로 이어질 가능성 존재함
- 분양성과 대비 채권 잔액이 과도한 사업장 등에 대한 모니터링 필요하다고 판단됨

운전자금 증가



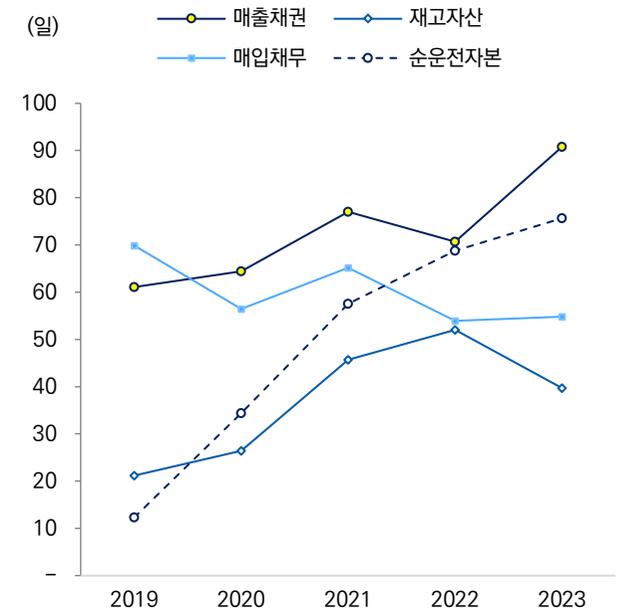
자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 규모 추이



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 운전자본 회전기일

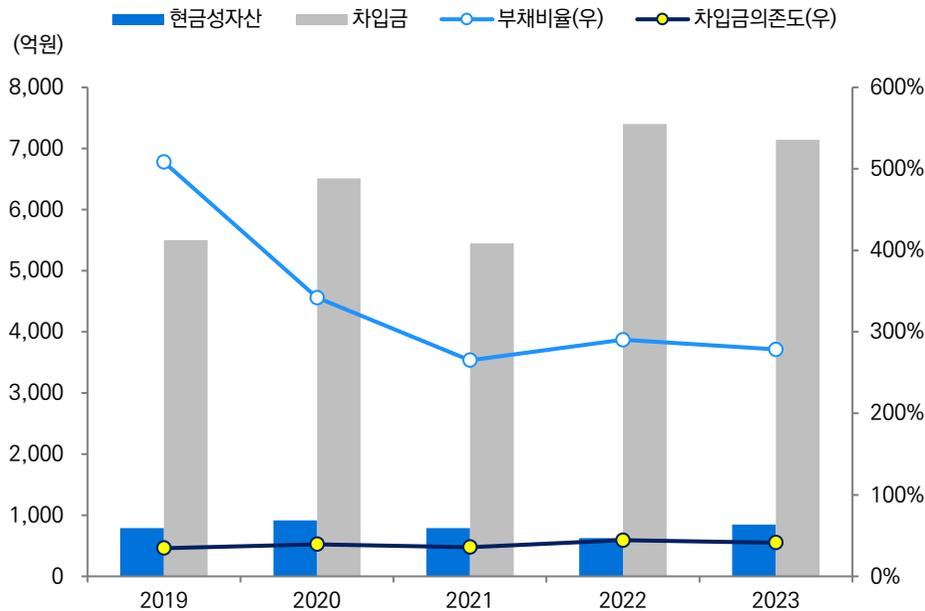


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

HL D&I 한라(BBB+/S): 지표상 재무부담 높은 수준. 추가적인 개선 필요

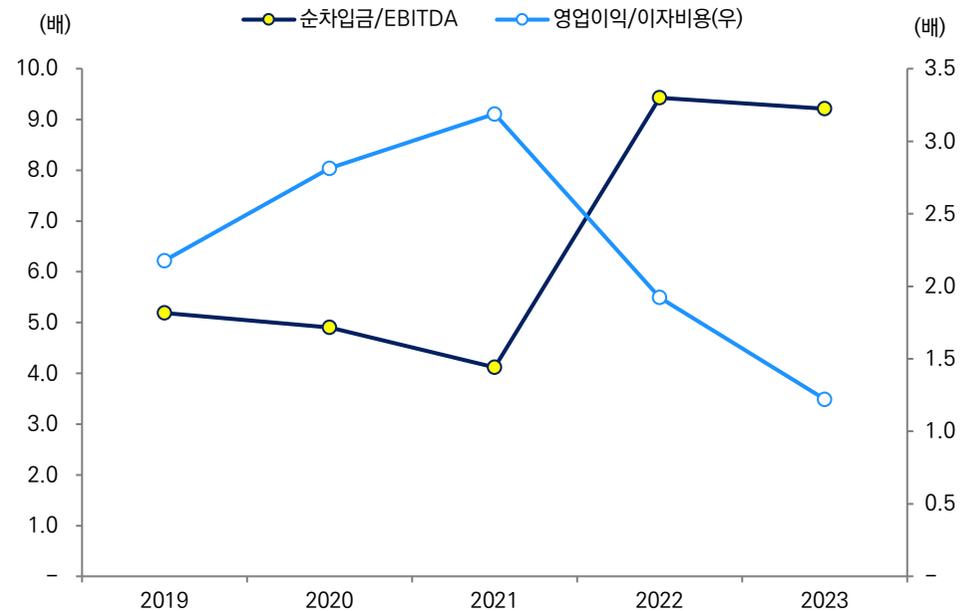
- 동사는 일정수준의 현금을 보유하는 가운데 운전자본 또는 용지 매입 등의 자금소요에 따라 차입금 등락이 발생했던 것으로 확인되며, 2022년에는 자회사 지분투자에 따른 자금소요와 연결 편입에 따른 효과 등으로 차입금 규모가 증가했던 것으로 파악됨
- 이로 인해 2023년 차입금의존도는 2019년 대비 6.8%p 증가한 41.4%를 나타내는 것으로 확인됨
- 부채비율의 경우 2019년 500%를 상회했으나 보유자산(용지 및 지분 등) 매각 등으로 2023년 278.5%까지 개선시킨 것으로 확인됨
- 차입금의존도와 부채비율 감안시 동사의 재무안정성에 대한 부담이 높은 상황으로 판단됨
- 향후에도 동사는 보유자산을 활용하여 자금소요에 대응할 것으로 예상됨. 재무구조의 개선으로 이어질 수 있을 지는 지켜볼 필요성 있음

현금성자산, 순차입금, 차입금의존도, 부채비율



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

순차입금/EBITDA, 영업이익/이자비용

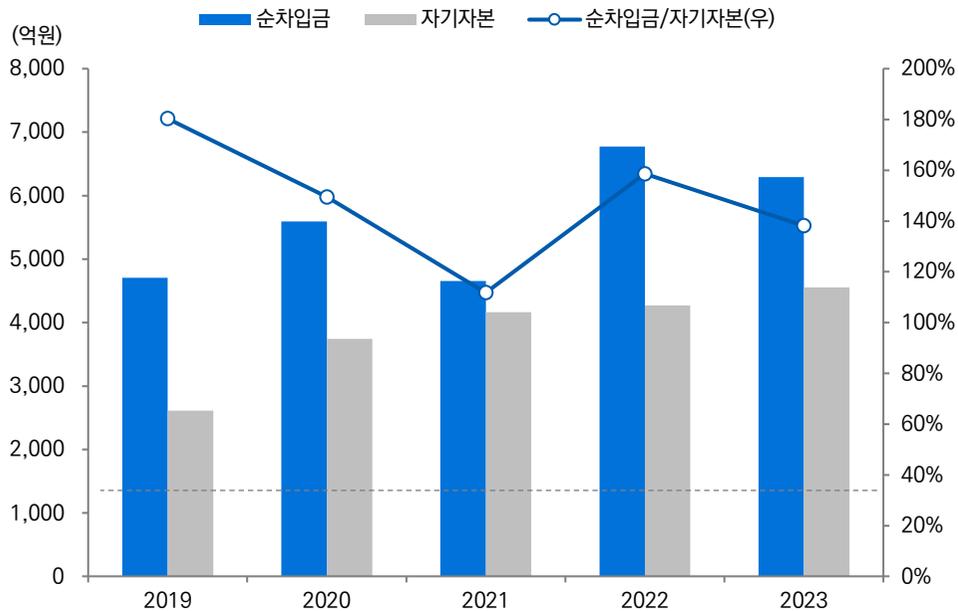


자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

HL D&I 한라(BBB+/S): 충분한 수준으로 유동성 대응력 확보할 필요

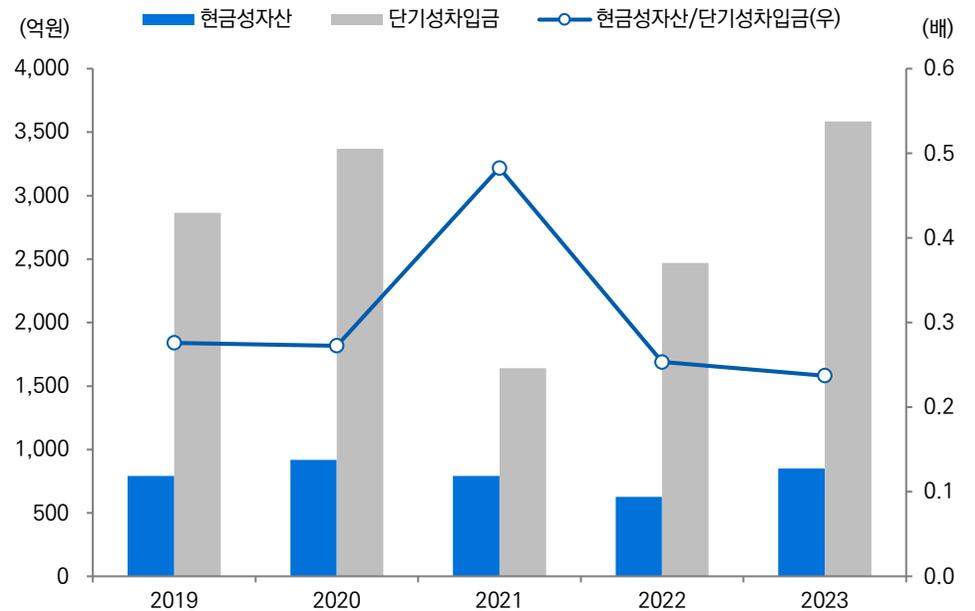
- 과중한 차입부담으로 인해 동사의 순차입부채 비율도 2023년 기준 138.1%로 높게 나타남
- 단기성차입금 대비 현금성자산 규모는 0.2배 수준으로 매우 저조한 것으로 확인됨
- 차입금 등과 관련하여 보유 유형자산 및 용지가 담보로 제공되어 있어 차환 가능성은 존재할 것으로 보여짐
- 미사용 여신한도와 보유자산(유형자산 및 지분 등)을 활용한 대체자금조달능력도 일정수준 보유하고 있는 것으로 파악됨
- 다만, 위축되 부동산 시장 상황 감안시 재무부담 및 유동성 리스크는 높은 수준으로 판단됨. 차환 여부와 채권회수, 보유자산 등을 활용한 자금조달 상황 등에 대한 모니터링 필요할 것으로 판단됨

순차입금/자기자본



자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

현금성자산/단기성차입금 (배)

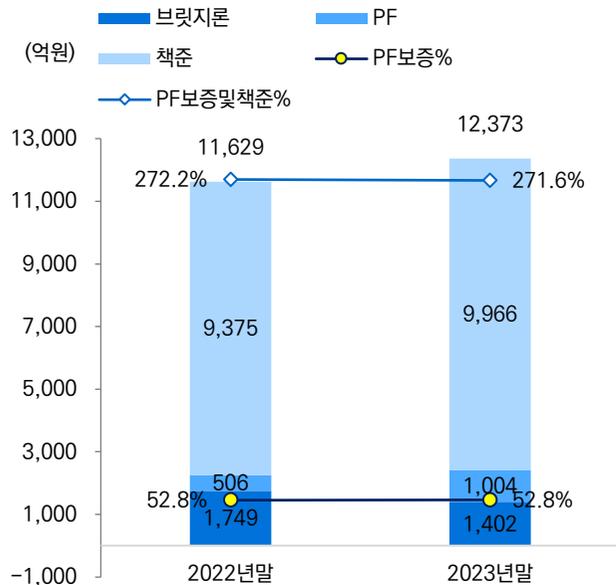


자료: DART, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

HL D&I 한라(BBB+/S): PF관련 진행 사업장에 대한 면밀한 모니터링 필요

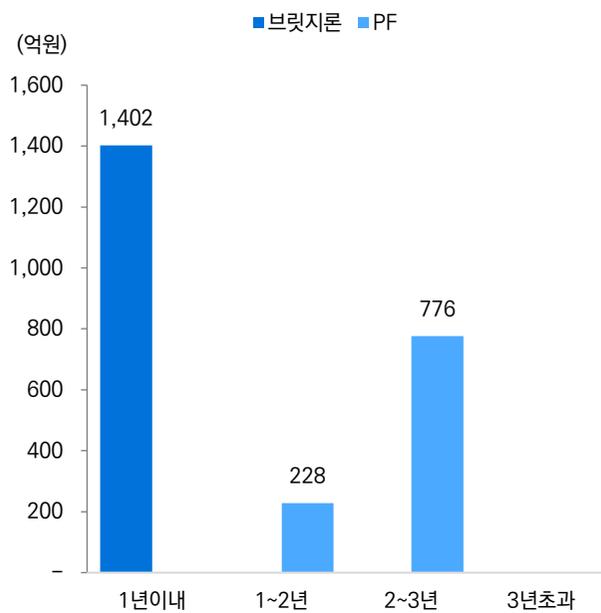
- 동사는 2023년 기준 브릿지론 포함 PF보증 규모가 2,407억원으로 자기자본 대비 비율은 52.8%로 확인됨
- 관련 사업장 중 수도권 비중이 높고 본PF 관련 보증은 2025년 이후로 만기가 장기화된 점 감안시 리스크 통제 가능성 존재할 것으로 보여짐
- 다만, 지방 등 미착공 사업장에서 PF보증이 현실화 될 가능성은 완전히 배제할 수 없다고 판단되며
- 책임준공 관련 보증금액이 1조원 수준으로 그 규모가 과중한 점 감안시 전반적인 사업 진행 상황에 대한 면밀한 모니터링 필요하다고 판단됨

PF보증 및 책임준공 현황 (자기자본 대비 비율)



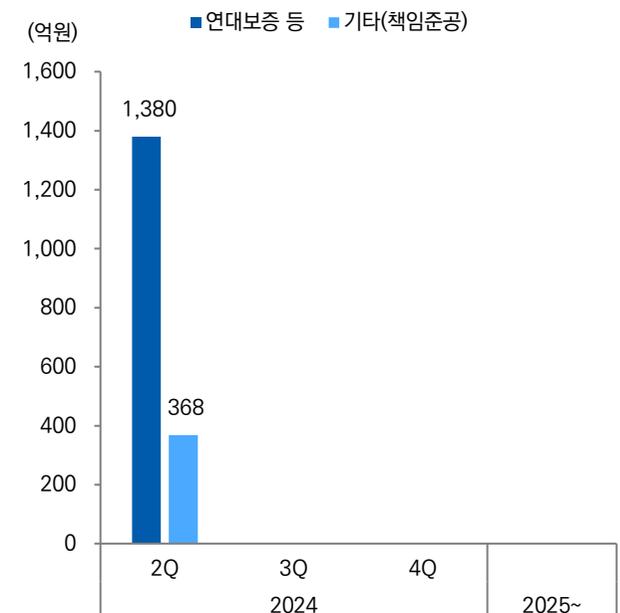
자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PF보증 만기 구조



자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

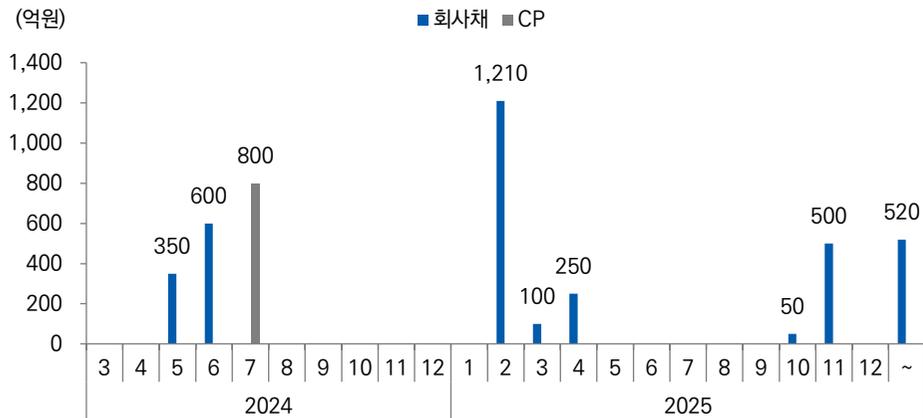
PF ABCP등 기초자산 만기구조(2024.4월말 기준)



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

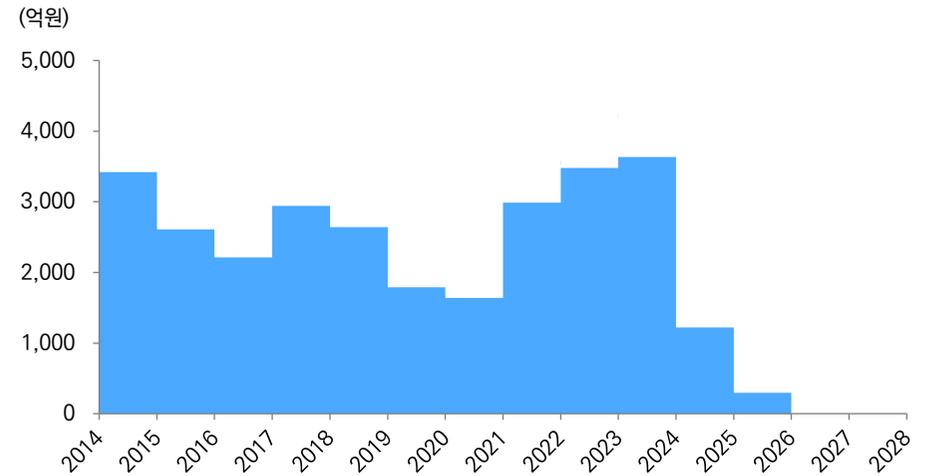
HL D&I 한라(BBB+/S): 채권수급현황

시장성 차입금 만기



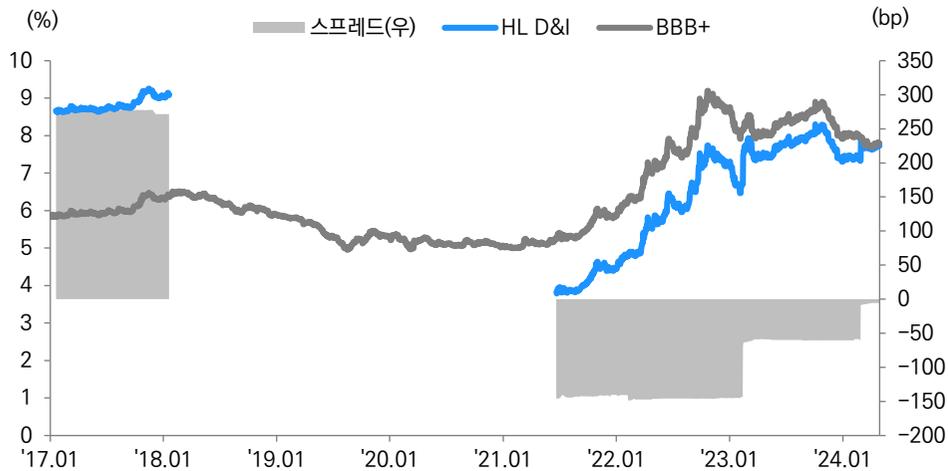
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행잔액 추이



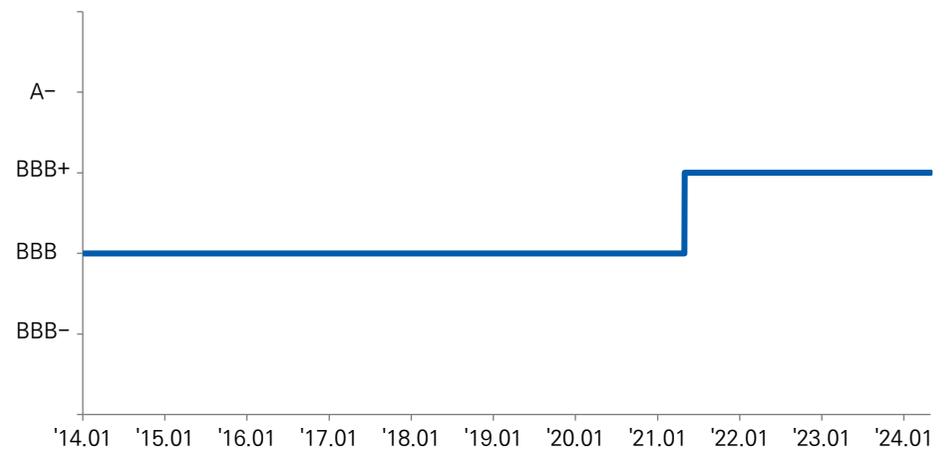
자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이



자료: 연합인포맥스, 유안타증권 리서치센터



PART 3

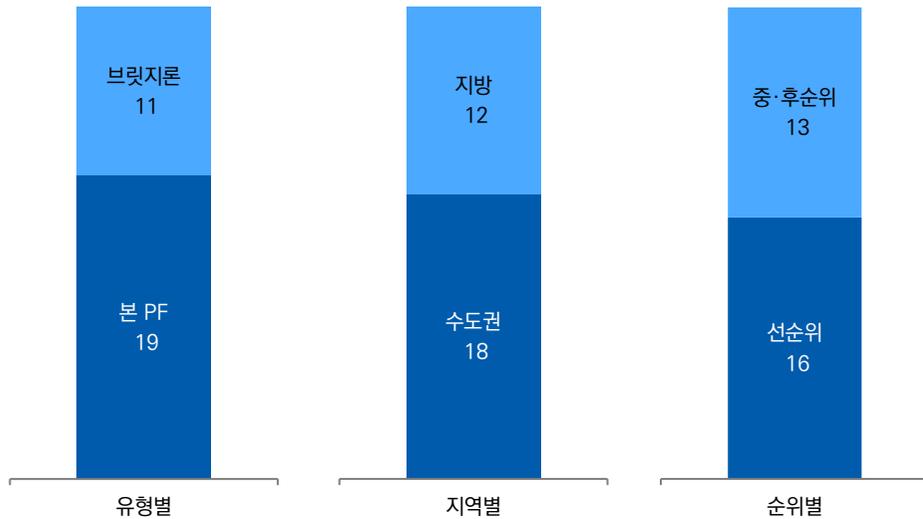
증권: 밑 빠진 독을 채우는 방법

증권사 부동산 자산 익스포저 현황

- 증권사는 국내 부동산 PF 약 30조원, 해외 부동산 익스포저 약 14.4조원 보유
- 대형 증권사가 해외 부동산 익스포저의 대부분을 보유
- 미래, NH, 하나, 메리츠, 신한, 대신 6개사가 해외 부동산 익스포저의 70% 이상 차지
- 증권사의 해외 부동산 투자는 대부분 지분 투자에 해당하여 변제 순위가 낮음
- 상업용부동산 위주로 투자했으며 북미와 유럽 오피스가 대부분으로 코로나 이후 재택근무 확대되며 오피스 부실률이 높아지고 있어 주의 필요
- 해외 부동산 투자의 질적 위험이 높은 수준

증권사 부동산 PF 익스포저 현황 (2023.09 기준)

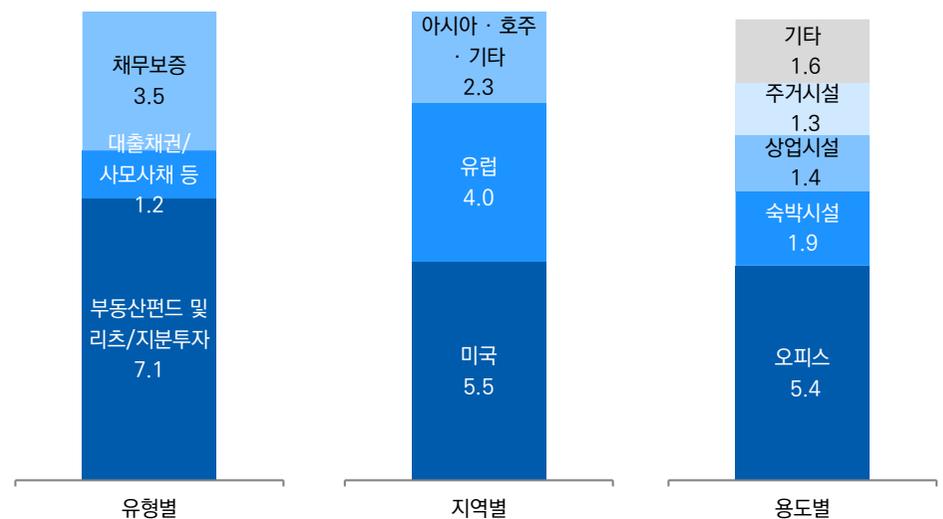
[조원]



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 해외 부동산 익스포저 현황 (2023.12 기준)

[조원]

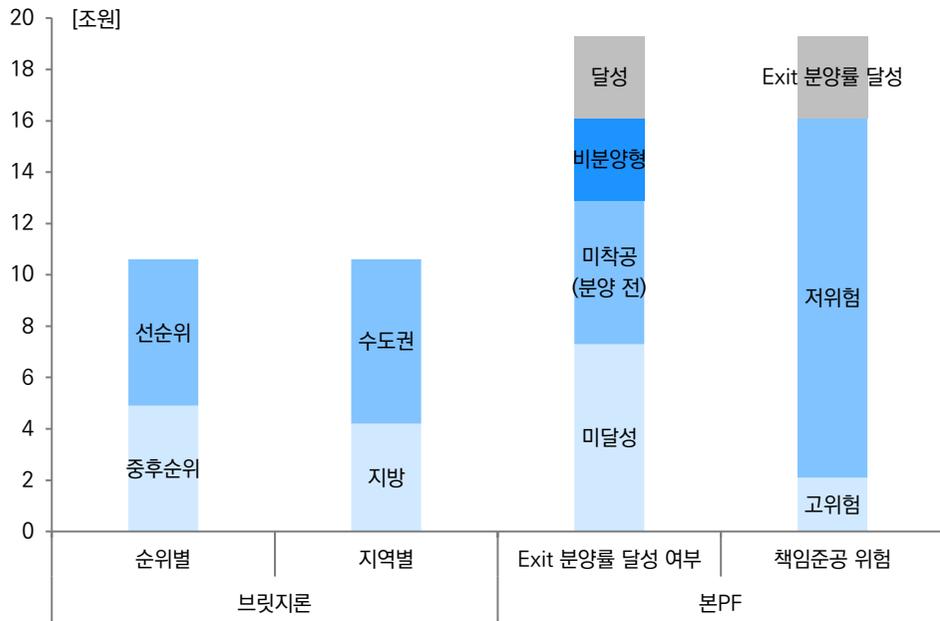


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

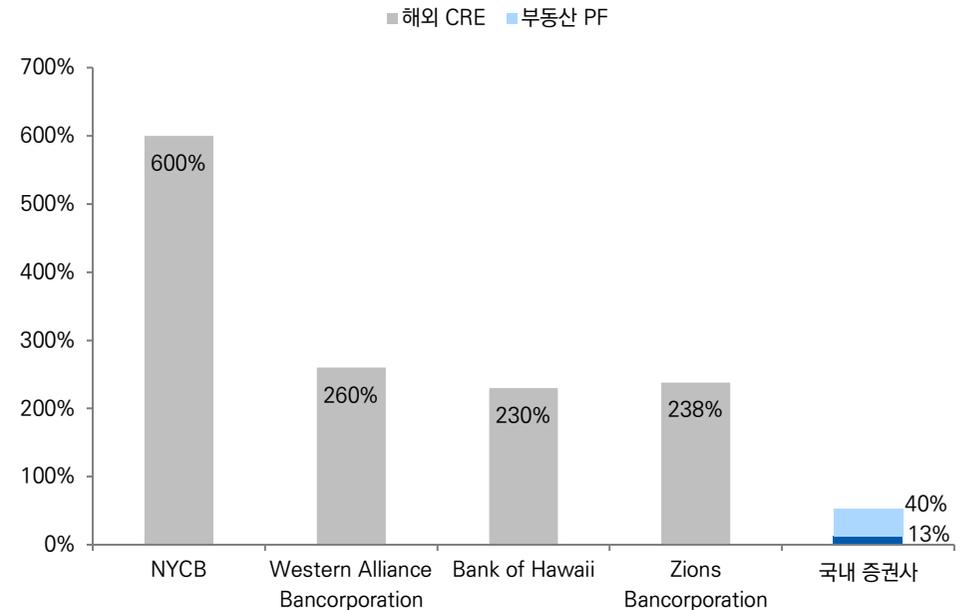
증권사 참여 부동산 PF의 리스크 현황

- 브릿지론 중 중·후순위 비중 46%, 지방 부동산 비중 40%
- 본 PF 또한 Exit 분양률을 달성하지 못한 사업장 다수 존재
- 분양형 본 PF 중 분양 개시 후 1년 이상 경과하였음에도 Exit 분양률 달성하지 못한 상업장 및 미착공 사업장 비중이 약 58%
- 지역과 참여 순위에 따른 손실 발생 가능성 존재. Exit 분양률 달성했어도 부동산 경기 악화에 따라 입주리스크 불거질 수 있음
- 미착공 물량의 절반 이상은 착공을 미룬 것으로 추정. 위험은 높을 수 있으나 당장 유동성 영향은 제한적
- 해외부동산의 경우 신용등급 강등된 미국 은행과 비교시 국내 증권사의 익스포저가 크지 않은 점은 긍정적이나 질적 위험이 높은 점은 부담

증권사 보유 국내 부동산 PF 구성 (2023.09 기준)



신용등급 강등된 미국 은행의 자본 대비 CRE 익스포저 vs 국내 증권사



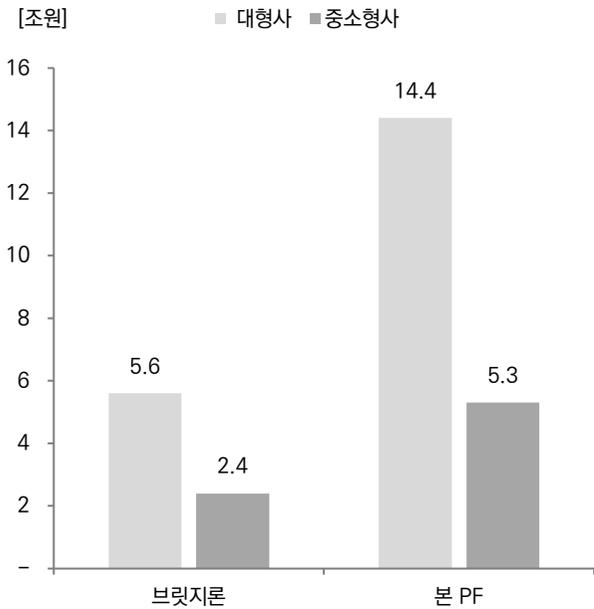
자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

자료: KIS, Moody's, 유안타증권 리서치센터

브릿지론 위험은 2024년에 집중

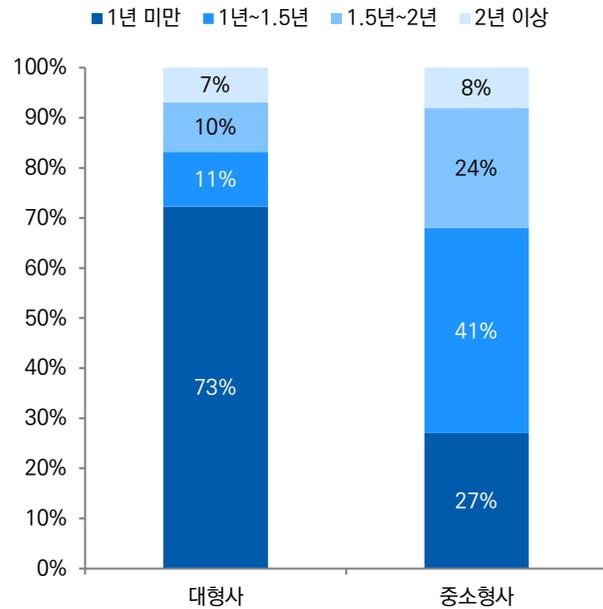
- 브릿지론의 최초 대출 실행이 대부분 6개월 ~ 1년 만기로 이루어짐을 감안하면 다수 브릿지론이 만기 연장을 거친 상황으로 파악됨
- 브릿지론 취급 후 경과 기간이 길어지고 있으며 브릿지론 사업장의 건전성 분류 상태와 무관하게 부실화 가능성 높은 수준
- 선순위 브릿지론의 평균 LTV가 약 70% 내외로 파악되는 가운데 최근 낙찰가율은 60~70% 수준을 기록 중. 브릿지론 회수 부담 높아지고 있음
- 사업성 저하로 인해 중·후순위 브릿지론 상당한 손실 인식 전망
- 만기 연장이 이어지며 브릿지론의 만기는 2024년 집중된 상태
- 중소형 증권사의 중·후순위 브릿지론 비중이 70% 이상으로 파악되는 점은 부담 요인

규모별 부동산 PF 보유 (2023.12 기준)



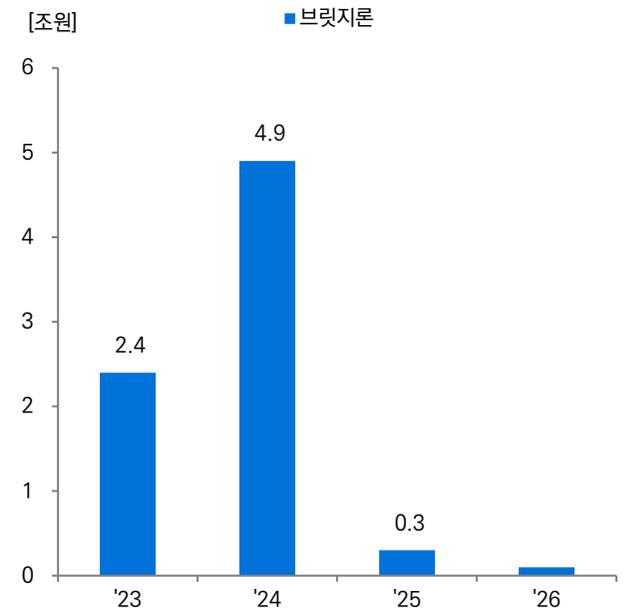
자료: KIS, KR, 유안타증권 리서치센터

브릿지론 취급 후 경과기간 구성 (2023.09 기준)



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

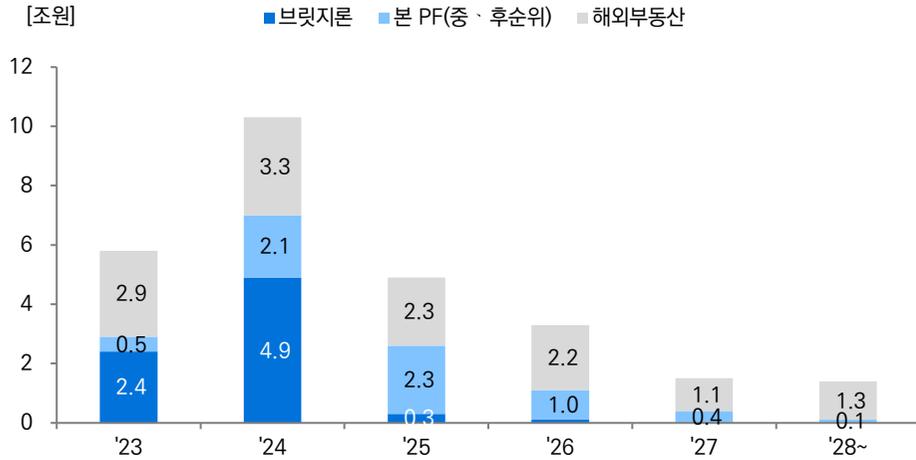
브릿지론 만기도래 규모 (2023.09 기준)



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

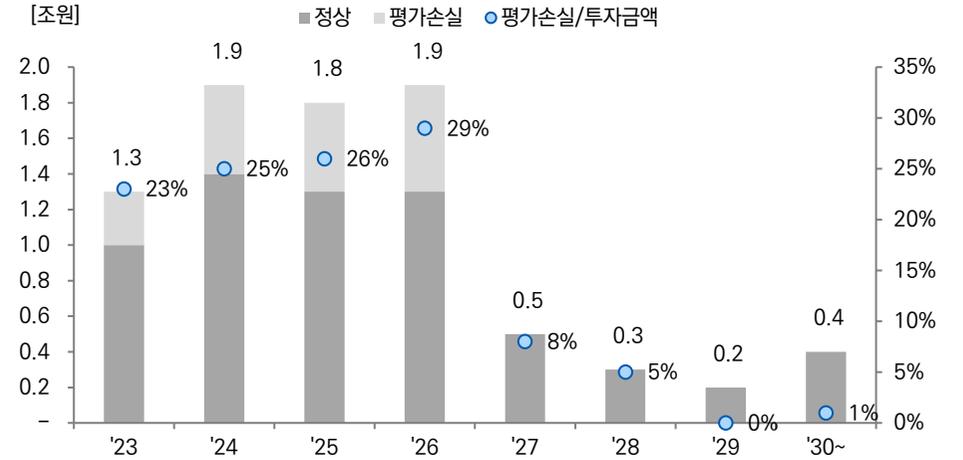
부실 위험 높은 본 PF 및 해외부동산

증권사 모니터링 익스포저 만기도래 규모 (2023.09 기준)



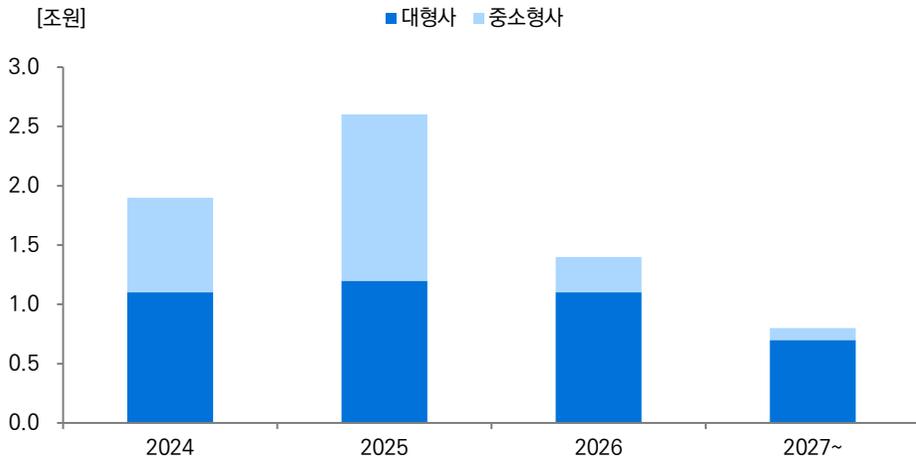
자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 해외부동산 익스포저 만기도래 규모 (2023.09 기준)



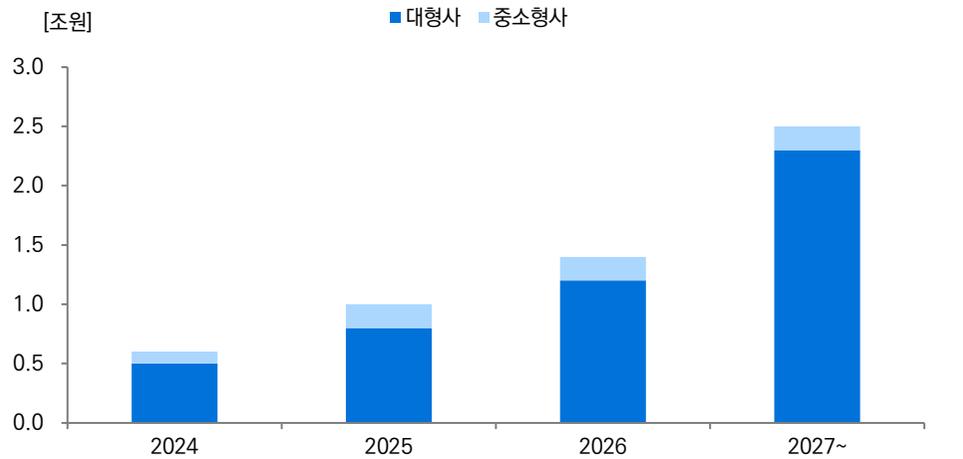
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

분양형 본 PF 중 Exit 분양률 미달성 익스포저(7.3조원) 만기도래 분포 (2023.09 기준)



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

본PF 중 미착공 익스포저(5.6조원) 만기도래 분포 (2023.09 기준)

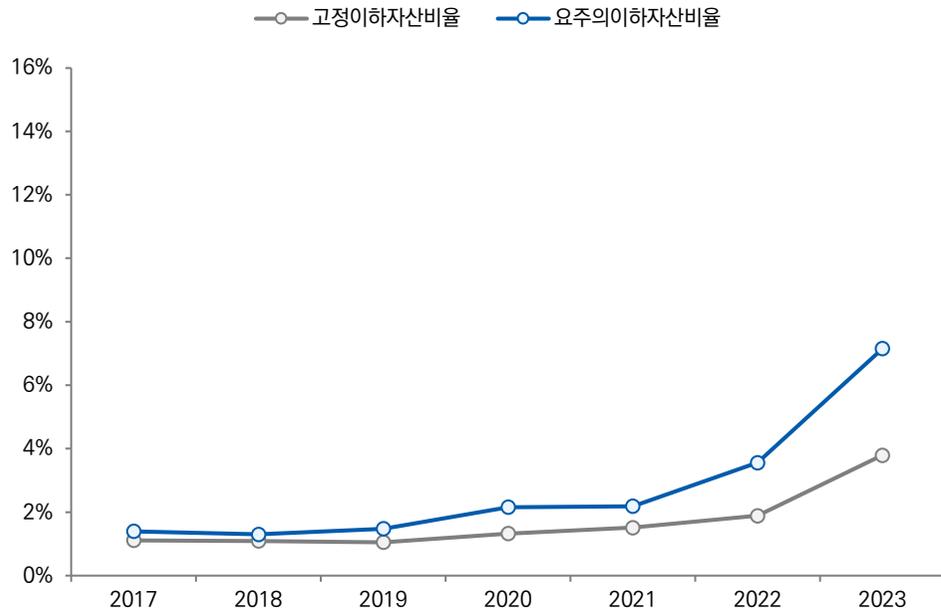


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 자산건전성은 IB를 중심으로 악화 중

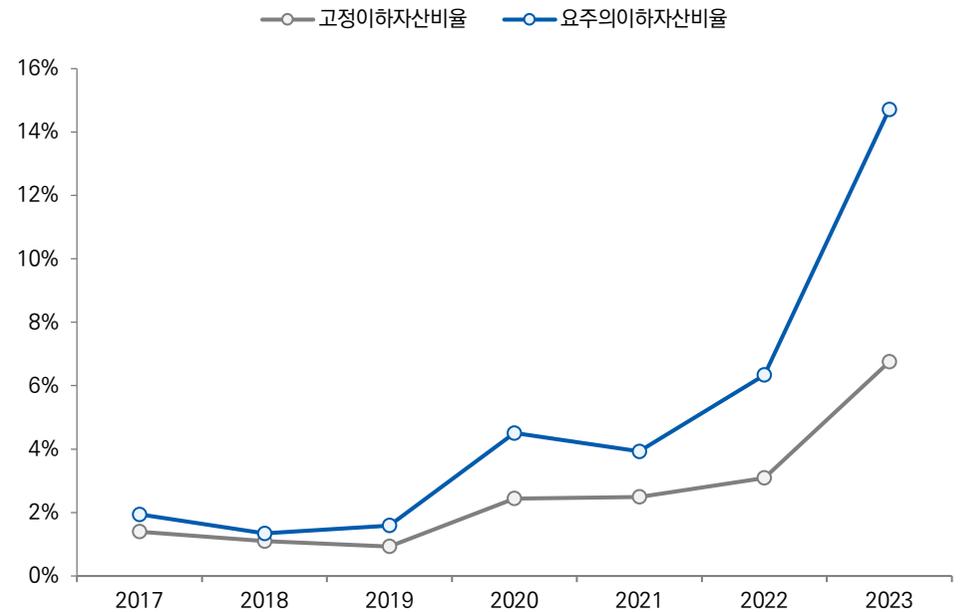
- 증권사 자산건전성 지표는 2022년 이후 빠르게 악화되고 있음
- 증권사의 건전성분류대상 자산 중 IB 관련으로 추정되는 자산의 건전성 지표는 전사 대비 더욱 가파른 상승을 나타내고 있음
- 부동산 경기가 악화되고 부동산 PF 자산의 회수가 어려워지는 것에 기인한 것으로 추정

증권사 건전성 지표 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 IB관련 자산 건전성 지표 추이

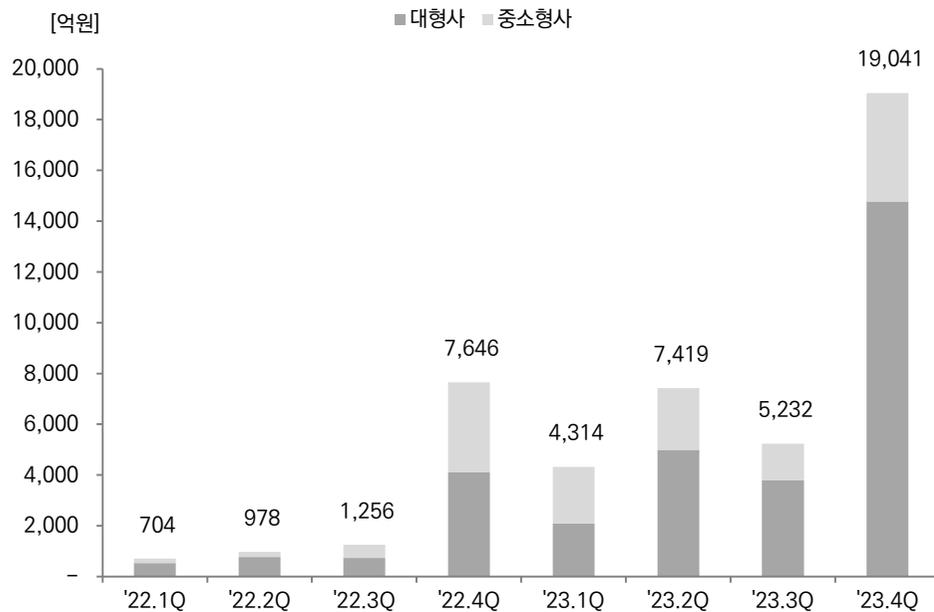


자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

대손비용 증가에도 총당금 커버리지는 감소

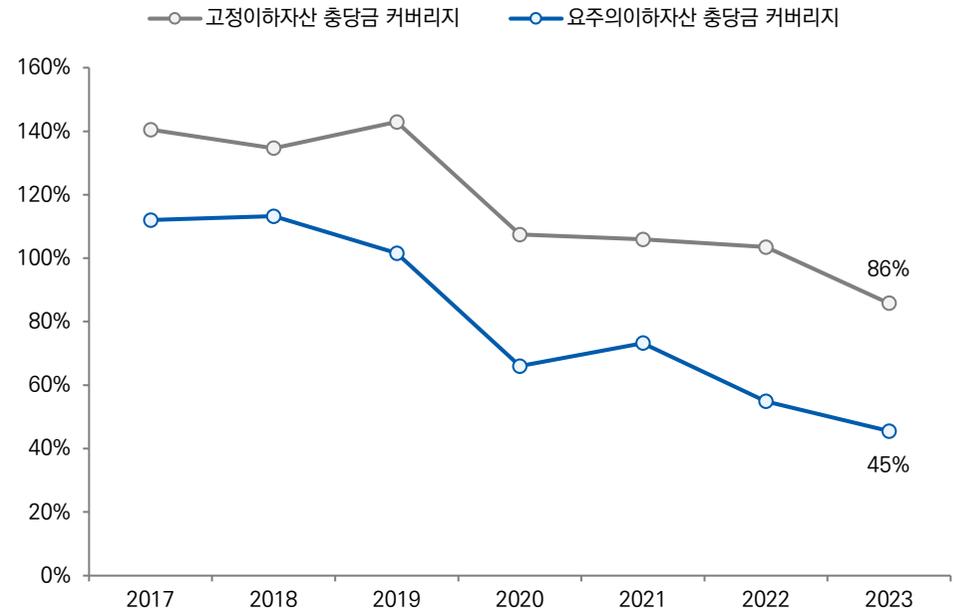
- 금융당국의 부동산 PF에 대한 총당금 적립 강화 기조로 2022년 4분기 이후 증권사의 대손비용 증가 추세
- 국내외 부동산 익스포저 약 42.5조원 중 약 5.5조원을 누적 손실로 인식한 것으로 파악됨
- 대손비용 증가에도 부동산 자산의 건전성이 빠르게 악화되며 총당금 커버리지는 오히려 감소하고 있음
- 당분간 총당금 부담은 지속될 것으로 예상

증권사 분기별 대손비용 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 총당금 커버리지 추이

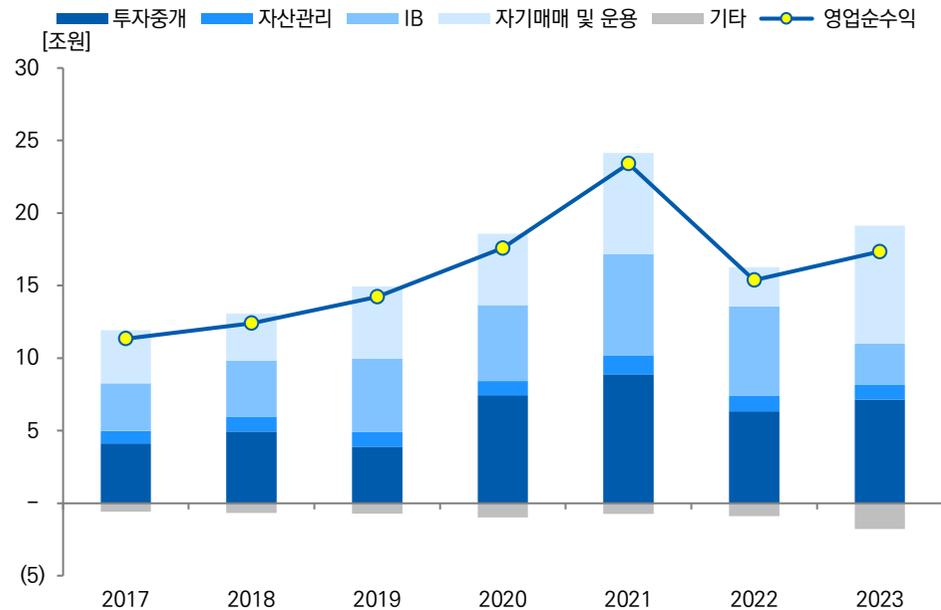


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

높은 대손비용에 따른 수익성 악화

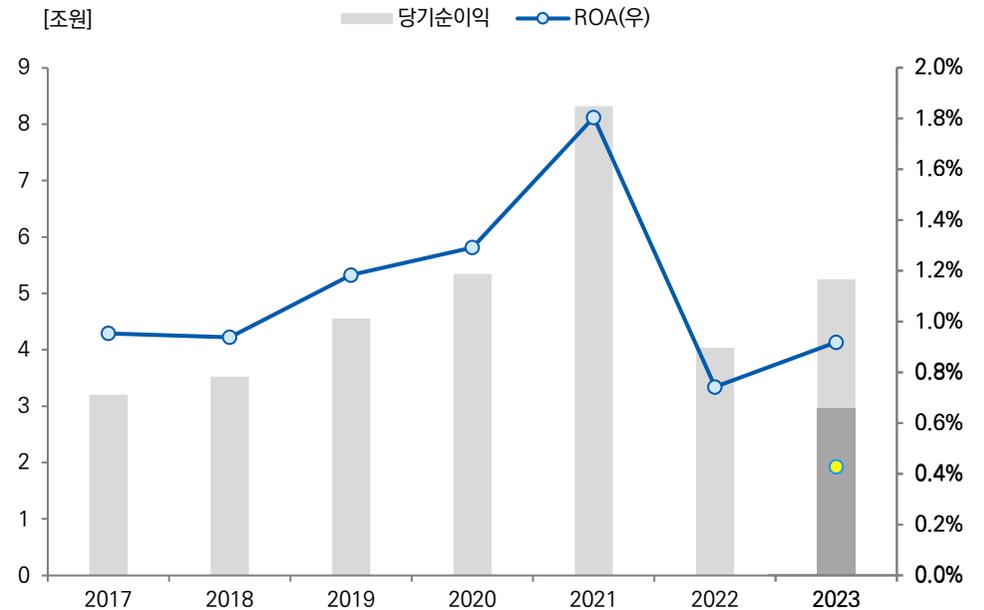
- 주식 매매 감소에 따른 투자중개 수익 감소, 부동산 PF 환경 악화에 따른 IB 수익 감소 등에 따라 증권사 영업순수익 감소 추세
- 대손비용 증가 등에 따라 증권사 수익성도 감소 중
- 2023년 수익 증가는 한국투자증권, 대신증권의 배당금 수취, 다올투자증권의 자회사 매각 등 일회성 수익이 반영된 것에 기인
- 일회성 비용 제거 시 이익규모 및 이익률은 2022년 대비 저하된 모습
- 자산건전성 및 수익성의 약화는 증권사 신용등급에 부담으로 작용

증권사 영업순수익 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 수익성 추이

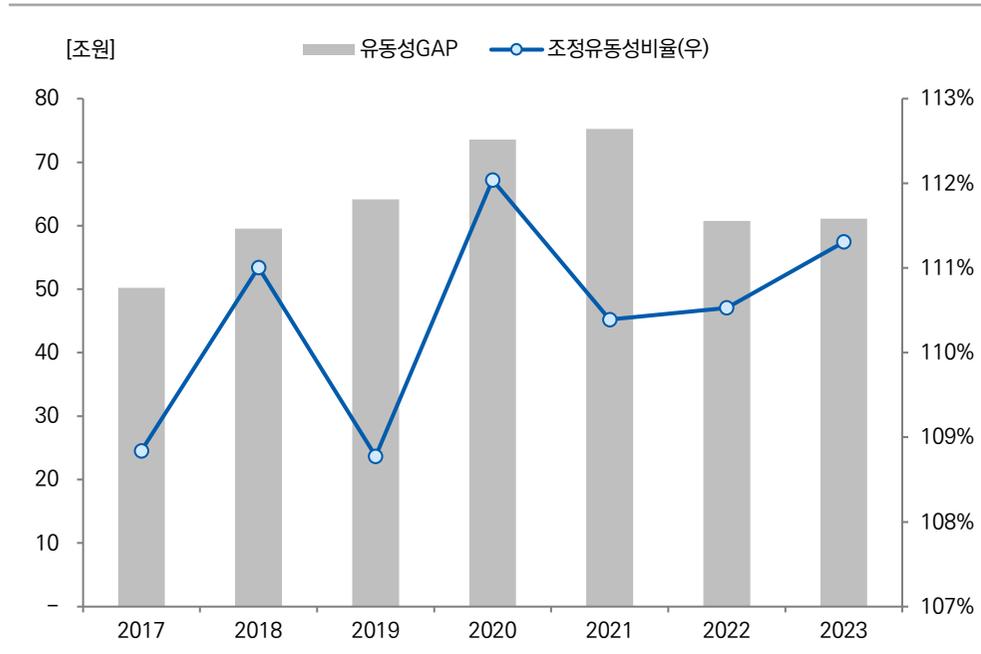


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사들은 리스크 관리를 강화하며 대응할 예정

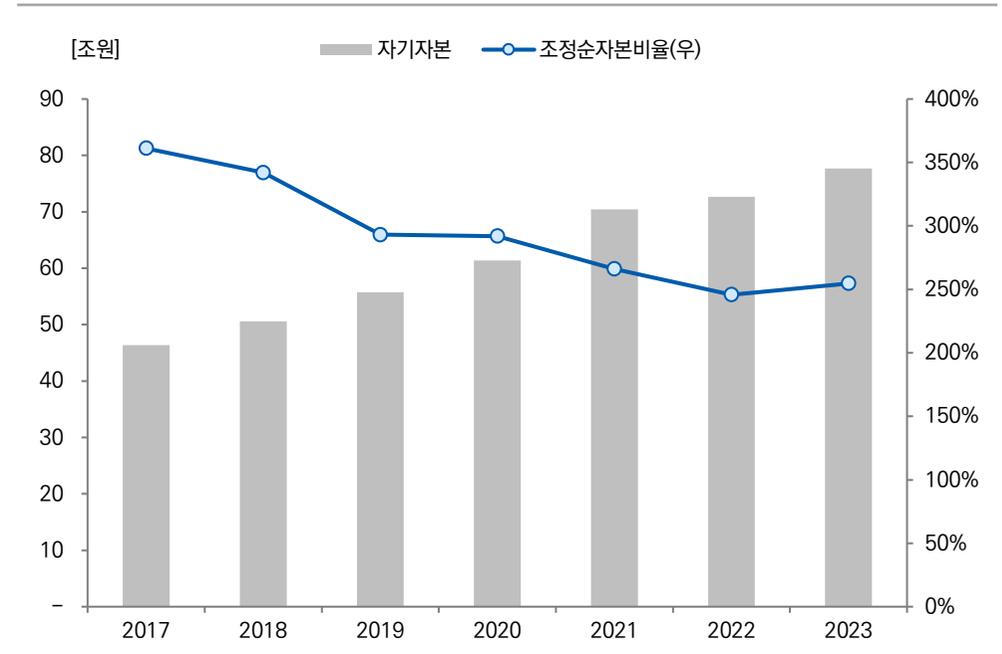
- 레고랜드 사태가 있던 2022년 이후 유동성 Gap 축소
- 단, 유동성 확보 과정에서 단기 유동화 증권을 장기 조달로 교체하며 조정유동성비율은 2021년과 유사한 수준을 유지
- 장기 조달로의 전환이 증가하며 2023년 조정유동성 비율은 소폭 개선된 모습
- 단, 브릿지론 등의 상환이 담보되지 않는 점을 감안하면 실질적인 유동성 자산은 지표 대비 적을 수 있음에 유의
- 자본 확충 속도 대비 위험액이 빠르게 증가하며 조정순자본비율은 완만한 하락 추세 기록 중
- 다수 증권사들은 향후 보수적인 리스크 관리를 통해 위험액을 통제하고 유동성과 자본적정성 지표를 관리할 것으로 예상됨

증권사 유동성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 자본적정성 추이

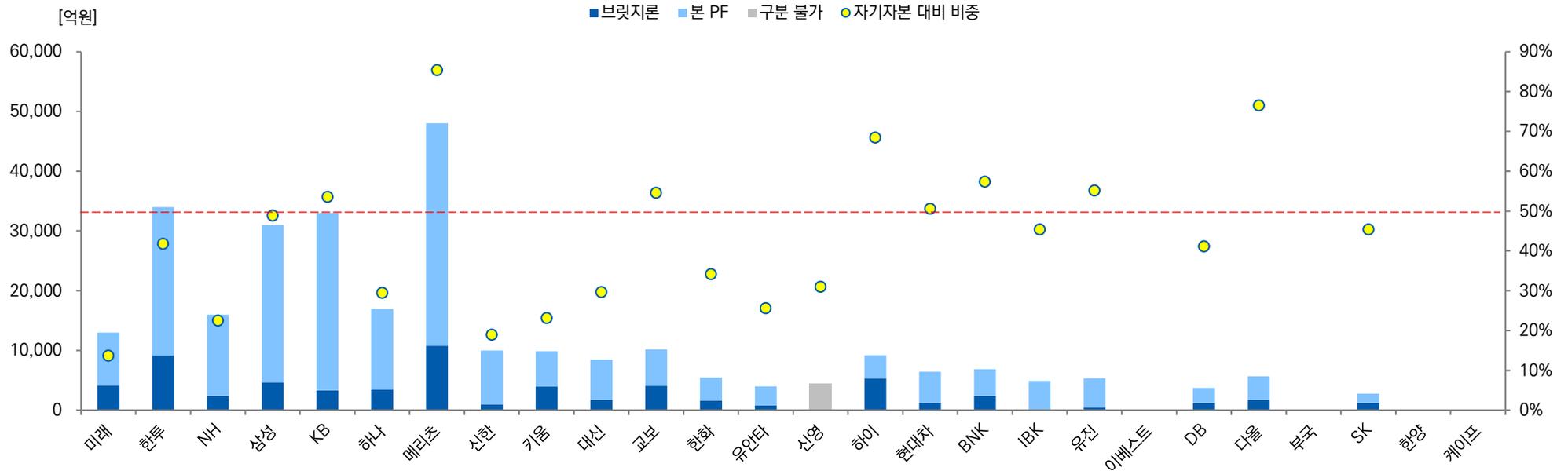


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 부동산 PF 양적 부담

- 부동산 PF 리스크가 부각되기 시작한 2022년 말 이후 증권사의 PF 익스포저 규모는 감소 추세
- 대형사 대비 사업다각화 수준이 낮은 중소형사의 자기자본 대비 PF 비중이 비교적 높게 나타남
- 자기자본 대비 50%를 상회하는 PF 익스포저를 보유한 곳은 KB, 메리츠, 교보, 하이, 현대차, BNK, 유진, 다올 8개사로 추산
- 질적 부담, 계열 지원 가능성 등을 함께 감안하여 판단할 필요

증권사 PF 익스포저 (2023년 말 기준)

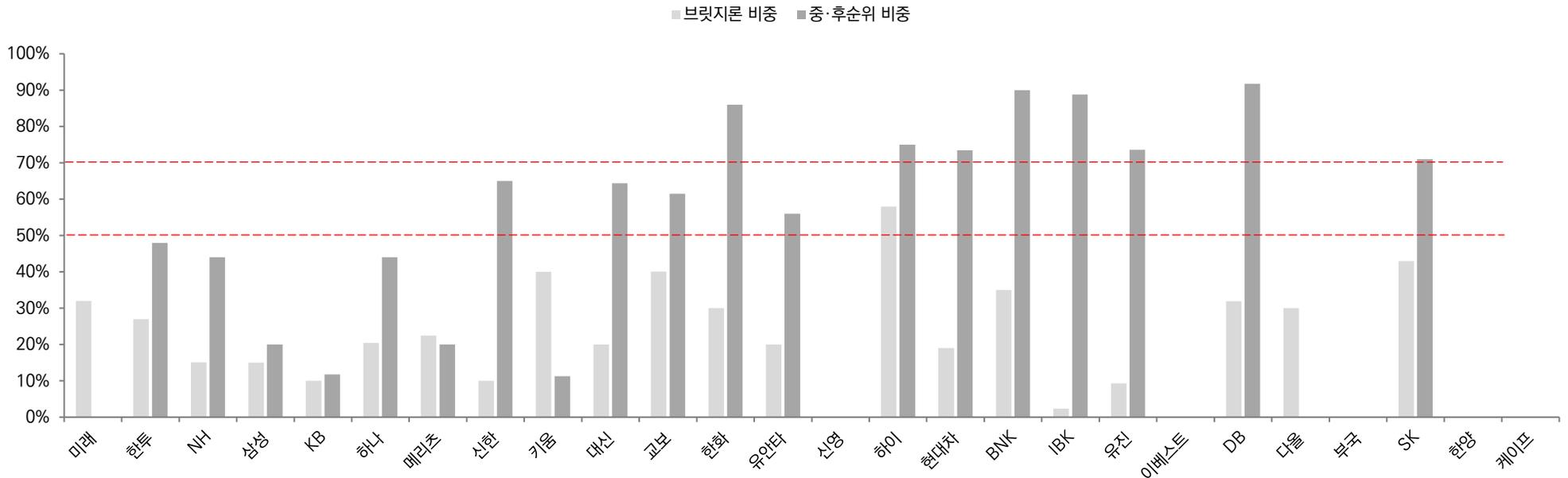


자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 부동산 PF 질적 부담

- 금융당국의 브릿지론 정리 및 만기 구조 고려 시 브릿지론 비중이 높을수록 2024년 재무지표에 영향이 높을 것으로 예상
- 미래, 다올의 중·후순위 비중 및 신영, 부국, 한양, 케이프의 질적 위험은 파악되지 않음
- 부동산 PF 익스포저 중 브릿지론 비중 30% 이상인 곳은 미래, 키움, 교보, 한화, 하이, BNK, DB, 다올, SK 9개사로 나타남
- 증권사는 주간권 확보를 위한 목적 등으로 중·후순위 참여 비중이 높음. 일부 대형사를 제외한 대다수 증권사의 중·후순위 비중이 50% 이상이며 중·소형사 대부분은 중·후순위 비중이 70%를 상회하고 있음
- 부동산 경기 악화에 따라 중·후순위 부동산 PF의 부실 위험도가 높아지는 부분은 우려 요인

증권사 고위험 부동산 PF 비중 (2023년 말 기준)

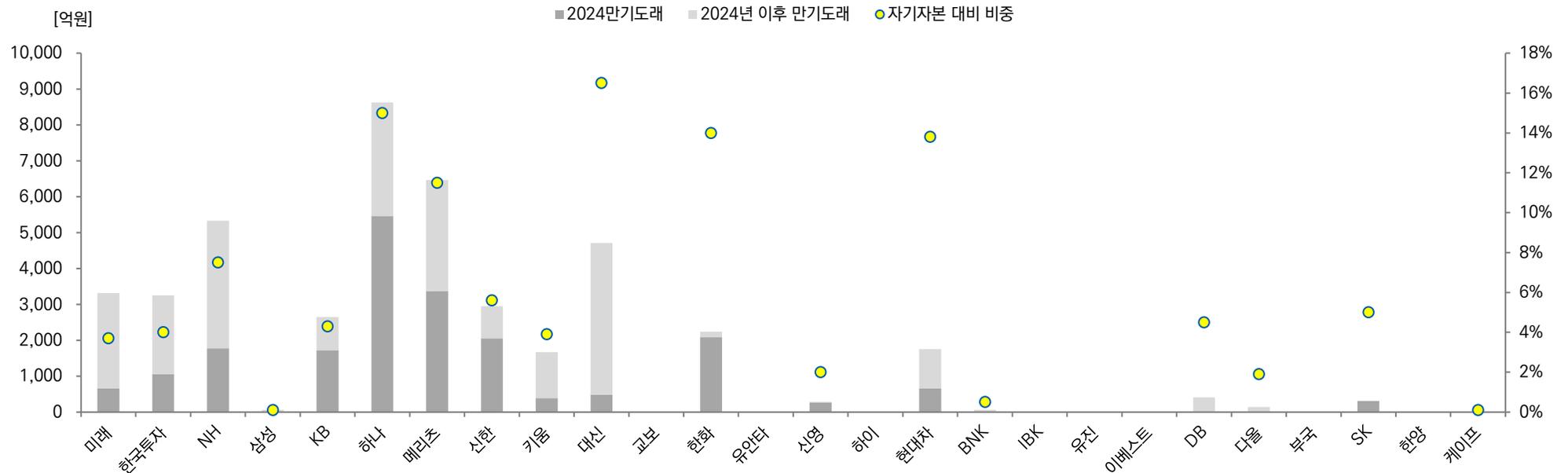


자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 해외 부동산 투자 부담

- 해외 부동산은 투자 상황 파악이 쉽지 않고 문제 상황 발생 시 대응이 어려움
- 건당 대출잔액이 큰 편으로 부실 발생 시 부담으로 작용할 수 있음
- 미국과 유럽 오피스의 누적 평가손실률은 각각 -27%, -33% 수준으로 파악됨
- 2024년 ~2026년 만기 도래하는 해외 오피스 투자에 대하여 증권사는 평균적으로 약 30% 내외의 평가손실을 인식한 것으로 보임
- 미국 오피스의 공실률이 지속적으로 상승하는 점을 감안하면 추가 손실 발생 가능성 상존

증권사 미국·유럽 오피스 투자 현황

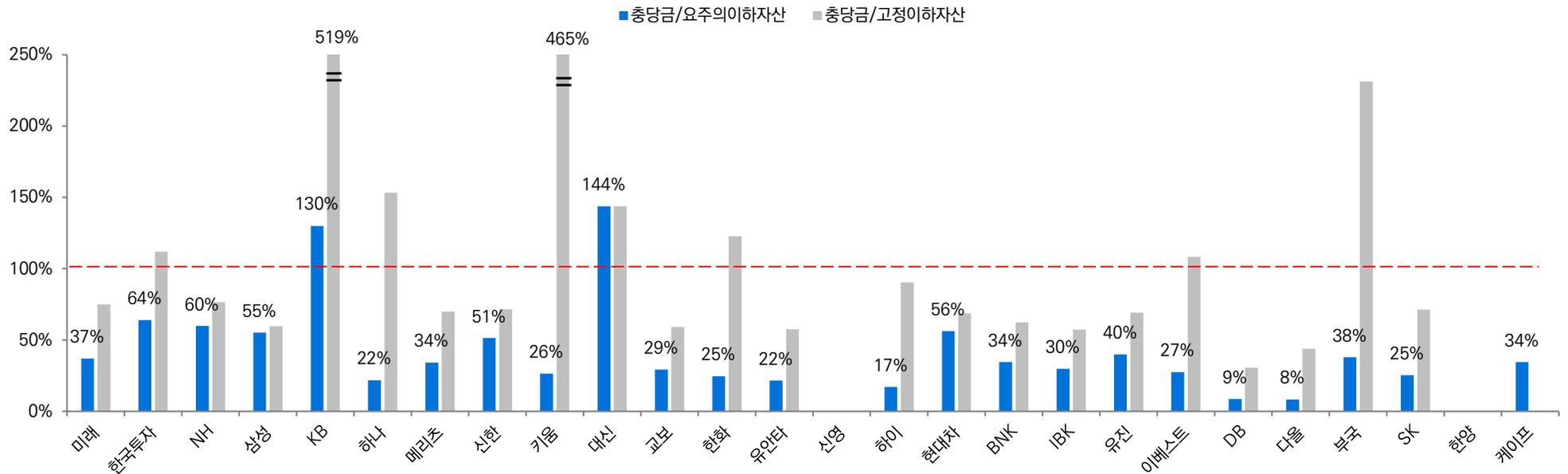


자료: FISIS, KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 총당금 커버리지 현황

- 증권사의 건전성분류대상자산 중 IB 관련 자산으로 추정되는 항목은 대출금, 매입대출채권, 사모사채, 기타대출채권, 채무보증 등
- 증권사는 부동산 PF를 주로 채무보증으로 보유해 왔으나 레고랜드 사태 이후 유동화증권의 차환이 원활히 이루어지지 않으며 직접 인수하거나 장기 대출로 전환하기도 함. 이에 따라 사모사채, 대출채권 등의 형태로 보유한 PF 익스포저 증가
- IB관련 자산의 총당금 커버리지 비율은 회사별로 상이
- 다수 증권사는 100%에 미달하고 있으나 KB, 대신 등의 경우 100%를 상회하고 있음

증권사의 IB관련 자산 총당금 커버리지 현황

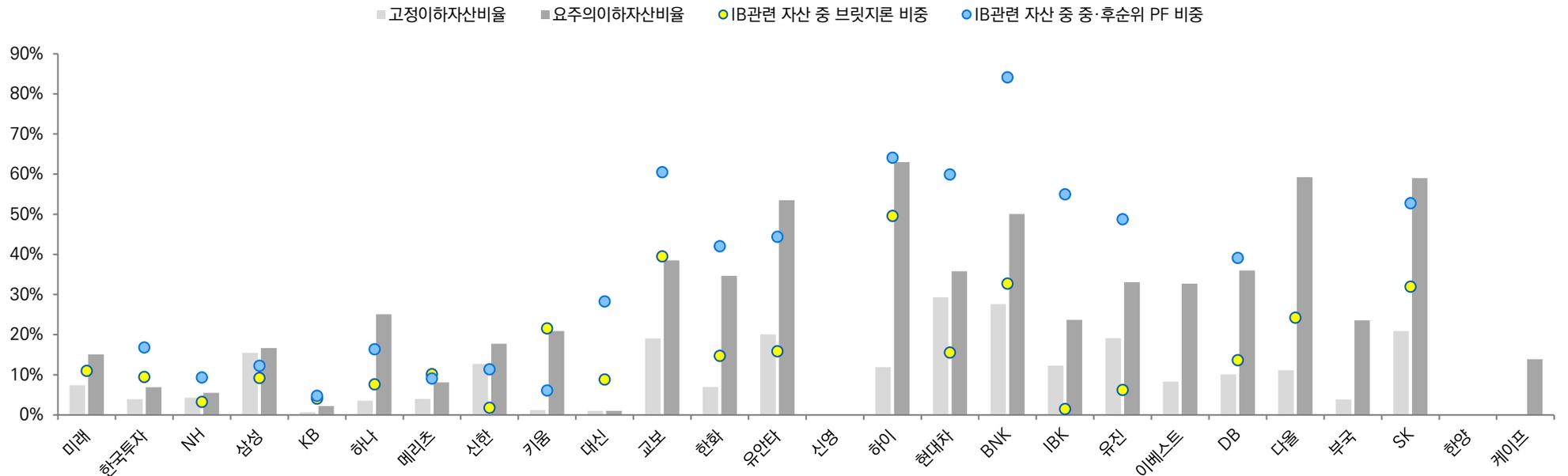


자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 자산건전성 현황

- 증권사의 부동산 PF 자산건전성 분류는 명확한 가이드라인이 존재하지 않아 각 증권사의 판단이 반영되어 있을 수 있음
- 건전성 지표가 양호하더라도 실제 부실 정도는 지표 대비 악화될 상태일 가능성 존재
- 금번 발표된 ‘부동산 PF의 “질서있는 연락처”를 위한 향후 정책 방향’에 따라 6월부터 분류 기준에 따른 조정이 순차적으로 이루어질 예정
- 2023년 8월 도입된 캐피탈사의 ‘부동산 PF 리스크관리 모범기준’의 반영이 2023년 말 대부분 이루어진 점을 감안하면 증권사는 2024년 9월 말 신규 분류 기준이 반영될 것으로 예상

증권사 IB관련 자산의 자산건전성 현황

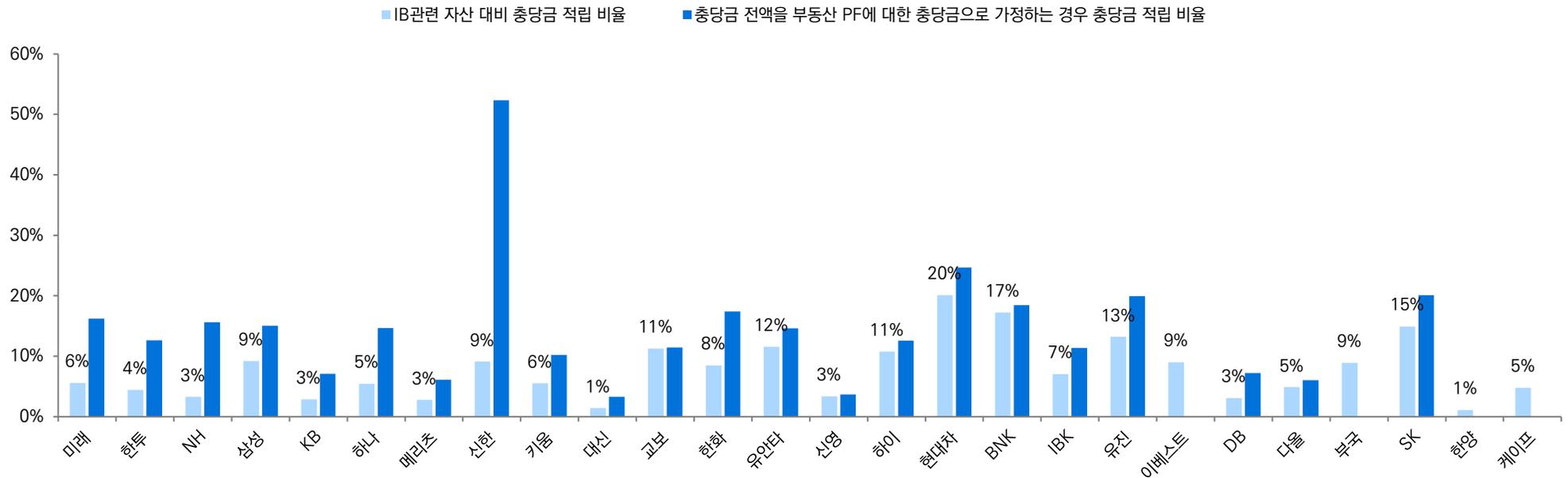


자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사의 IB 관련 자산 총당금 적립 현황

- 증권사들의 IB관련 자산 대비 총당금 적립 비율은 평균적으로 약 8%에 불과
- 총당금 전액이 부동산 PF에 대한 적립이라고 가정하는 경우 평균 적립 비율은 약 15%로 여전히 높지 않은 수준
- 부실 사업장 정리에 따라 추가 총당금 인식이 필요할 것으로 예상
- 고위험 부동산 PF 자산 비중이 높은 중소형사의 부담이 클 것으로 예상

증권사 총당금 적립 현황

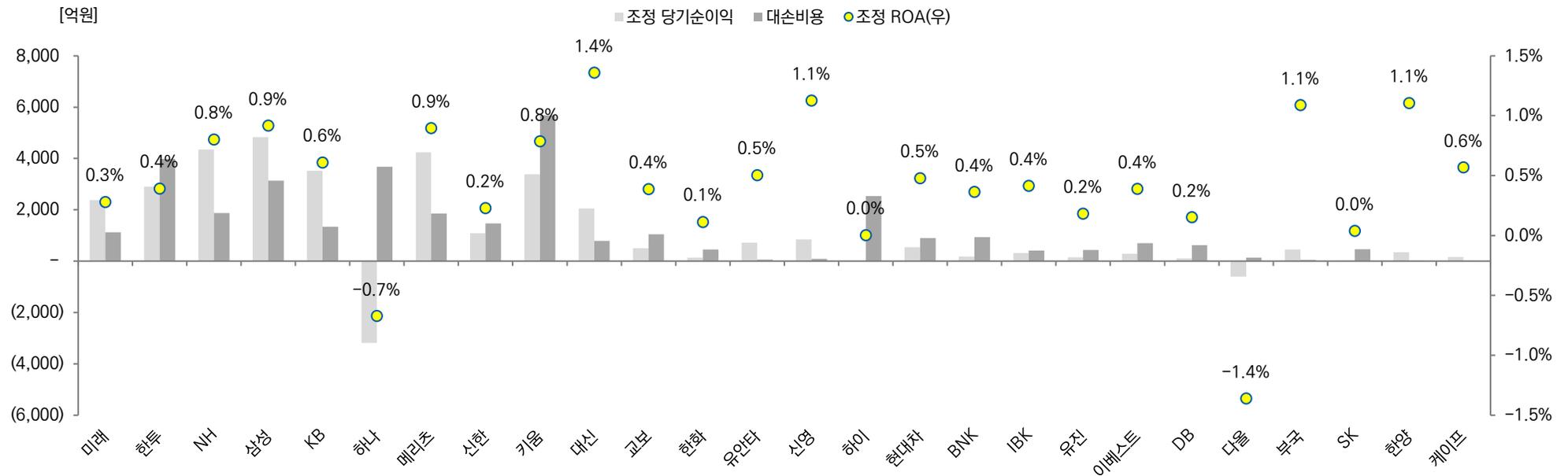


자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 수익성 현황

- 대손비용 증가에 따라 증권사의 수익성 감소
- 다각화된 수익 기반을 가진 증권사는 위탁매매 등 다른 부문 수익을 바탕으로 대손비용 방어
- 한국투자증권, 대신증권, 다올투자증권은 2023년 ROA로 각각 2.7%, 4.7%, 1.8% 기록
- 일회성 수익인 한국투자증권 배당금 수취 1.7조, 대신증권 배당금 수취 4,800억원, 다올투자증권의 다올인베스트먼트 매각대금 1,438억원을 조정하면 각각 ROA는 1.4%, 0.4%, -1.4%로 하락

증권사 수익성 현황

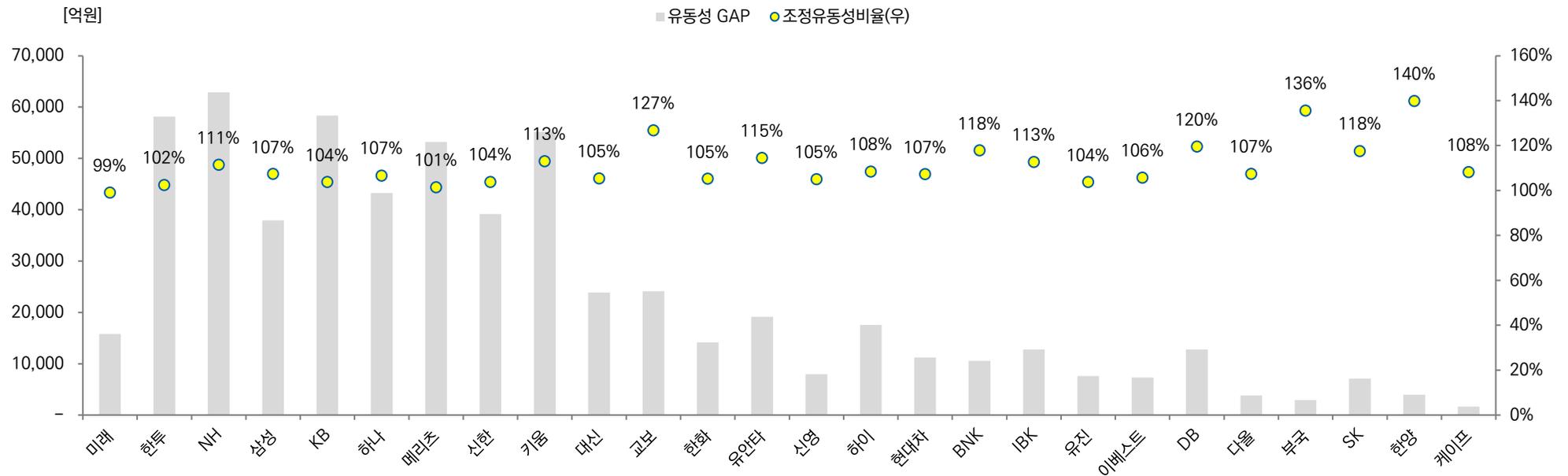


자료: FISIS, KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 유동성 현황

- 증권사는 단기 차입 비중 줄이며 유동성 지표를 관리하는 것으로 추정
- 브릿지론 등의 부실 위험이 높아진 상황으로 자산 만기 시점 상황이 이루어지지 않을 수 있음
- 브릿지론과 2024 만기도래 미국·유럽 오피스 투자의 단기간 내 부실 우려가 높음. 이중 일부가 상환되지 않는다고 가정. 3개월 내 만기도래 자산에서 제외하여 유동성비율을 조정하는 경우 BNK, 하이, 교보, SK, 한화, DB, 현대차 등이 소폭 하락하는 것으로 나타남
- 해당 조정은 브릿지론 금액이 파악되지 않는 신영, 이베스트, 부국, 한양, 케이프 5개사는 반영되지 않음

증권사 유동성 현황

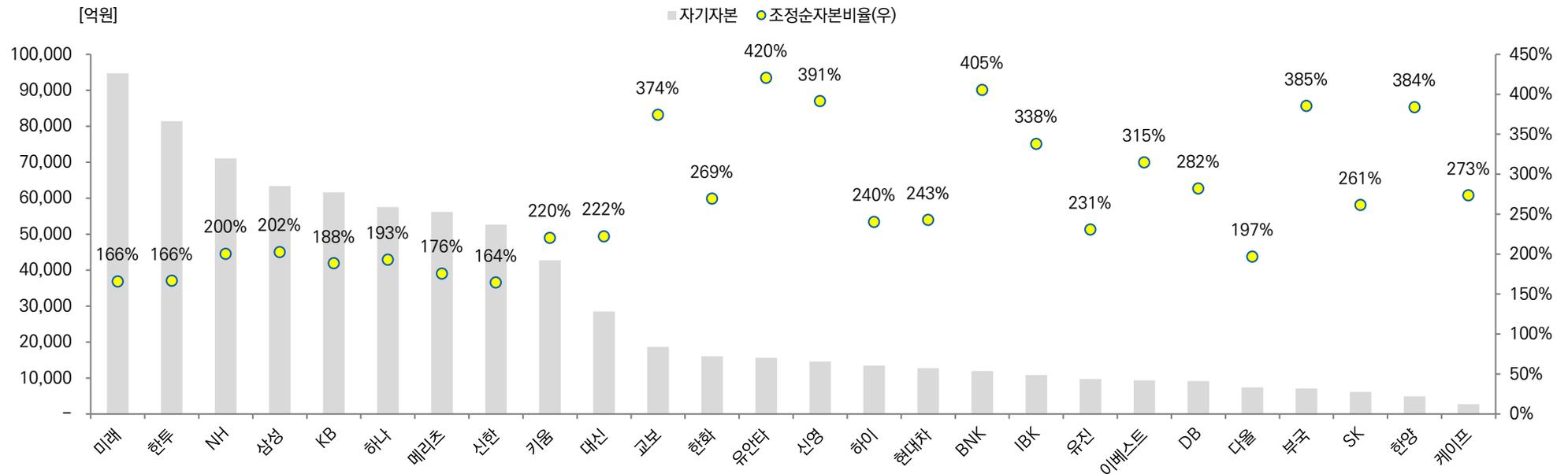


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 자본적정성 현황

- 증권사의 총위험액이 가파르게 증가하며 다수 증권사는 신용평가사의 증권산업 평가방법론 Mapping Grid의 등급 별 정량 지표에 미달하는 자본적정성 지표를 기록하고 있음
- 수익성을 통해 대손비용에 부담하지 못하면 보유 자본력을 통해 대응해야 함
- 자본완충력이 부족한 경우 신종자본증권, 후순위채 등 자본 인정 증권의 발행이나 증자 등 모회사의 도움이 필요할 것으로 예상됨

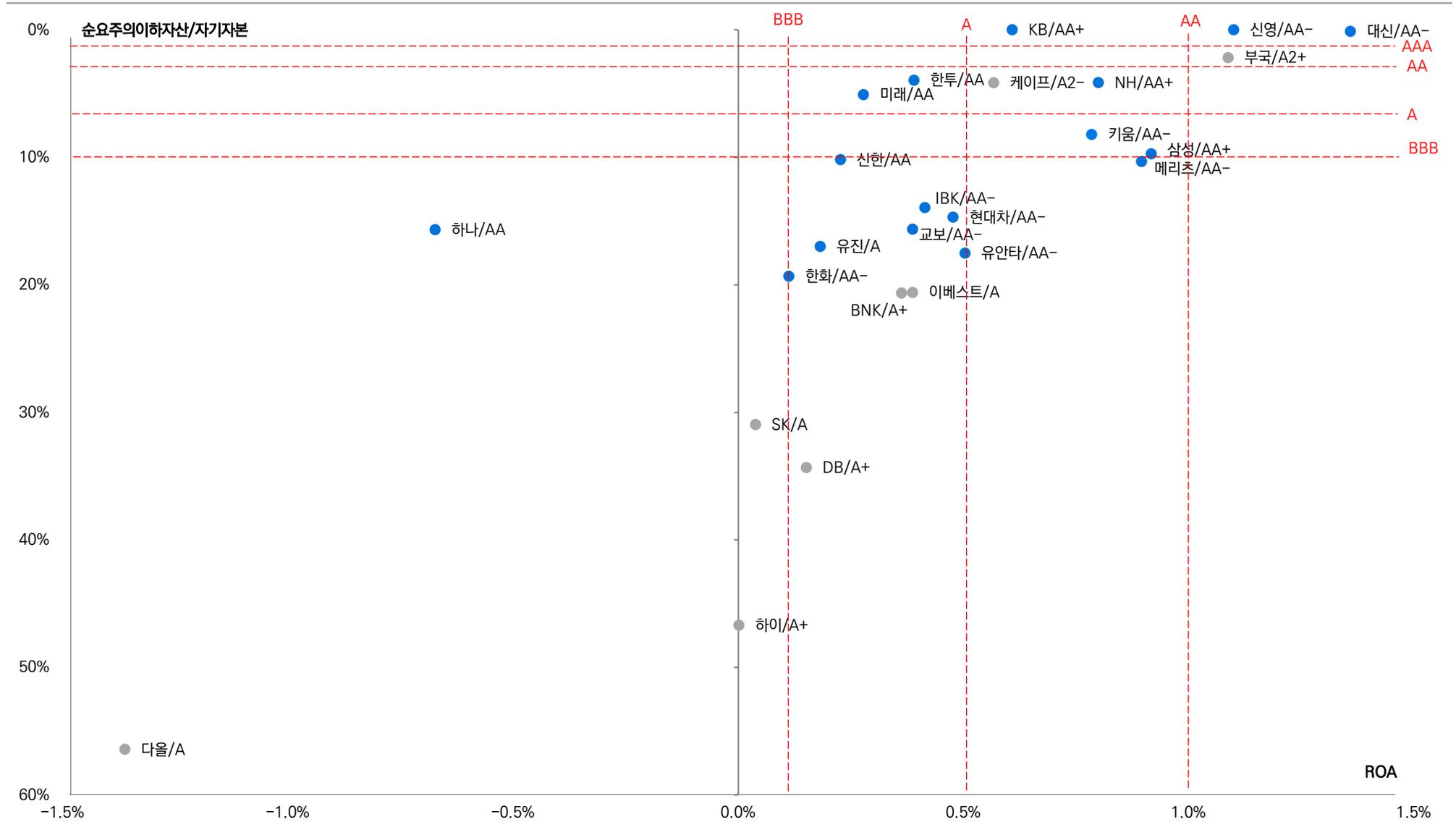
증권사 자본적정성 현황



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 vs 수익성

증권사 순요주의이하자산/자기자본 vs ROA



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 vs 유동성

증권사 조정영업용순자본비율 vs 조정유동성비율



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 vs PF조정 유동성

증권사 조정영업용순자본비율 vs PF조정 유동성비율

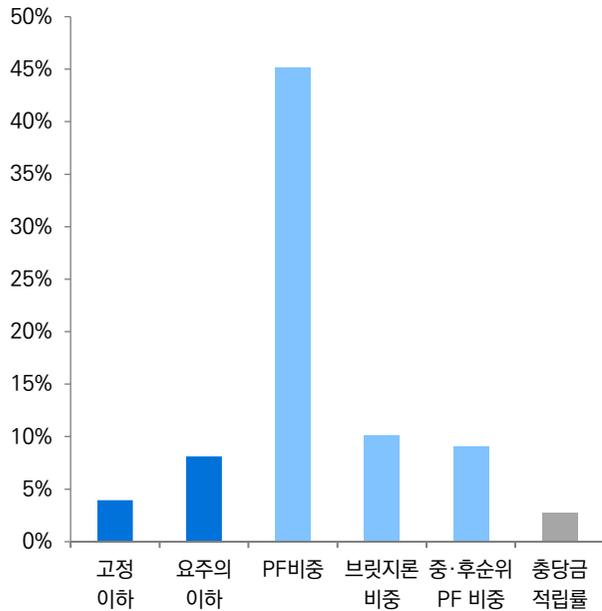


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

메리츠증권(AA-/S, A1): 메리츠금융그룹의 대형 증권사

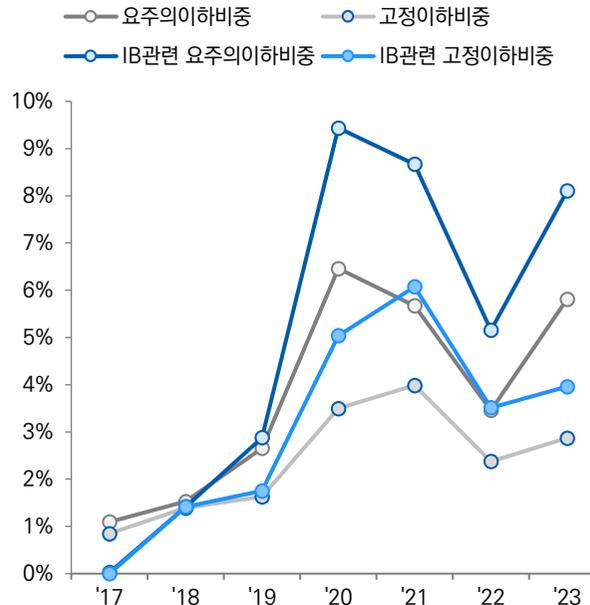
- 2023년 말 기준 총자산 50.9조원, 자기자본 5.6조원의 대형 증권사
- 메리츠금융지주가 지분 100%를 보유. 메리츠화재, 메리츠캐피탈 등 그룹과의 연계를 바탕으로 부동산 금융 분야에서 우수한 사업기반 보유
- 부동산 익스포저가 자기자본 대비 120%로 매우 높음. 자기자본 대비 국내 부동산 PF 비중은 약 84%, 해외 부동산 익스포저는 약 36% 수준
- 국내 부동산 PF의 브릿지론 비중 약 22%, 중·후순위 비중 약 28%로 질적 위험은 상대적으로 낮은 수준
- 건당 금액이 큰 해외 부동산 익스포저의 부실이나 매각에 따라 2020년 이후 자산건전성 지표 변동폭이 크게 나타나고 있음
- 해외 익스포저 1.9조원 중 25%가 요주의이하로 분류된 것으로 파악됨. 국내외 부동산 경기 저하로 인해 추가 부실이 발생할 수 있음에 유의

IB관련 자산 대비 건전성 관련 지표 현황



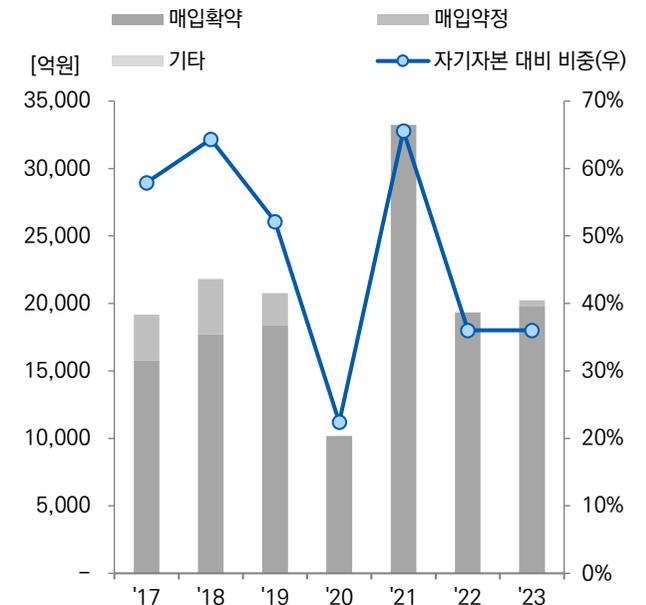
자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 지표 추이



자료: NICE, FISIS, 유안타증권 리서치센터

PF신용공여 유동화증권 추이

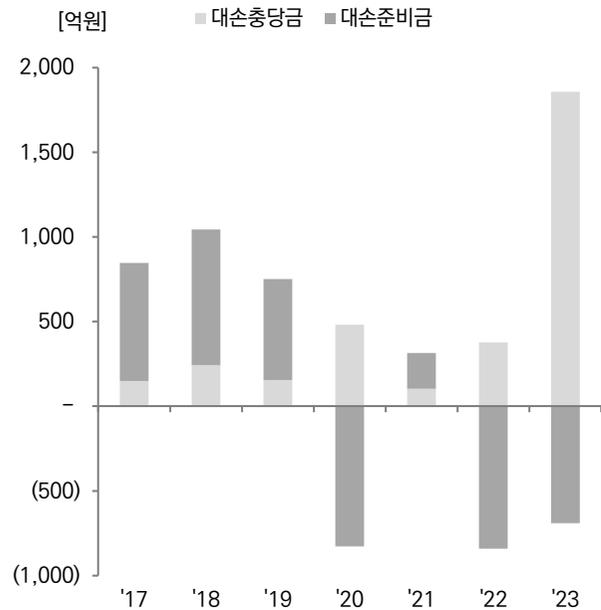


자료: Infomax, FISIS, 유안타증권 리서치센터

메리츠증권(AA-/S, A1): 부동산 중심의 영업 특성상 수익성 부담 존재

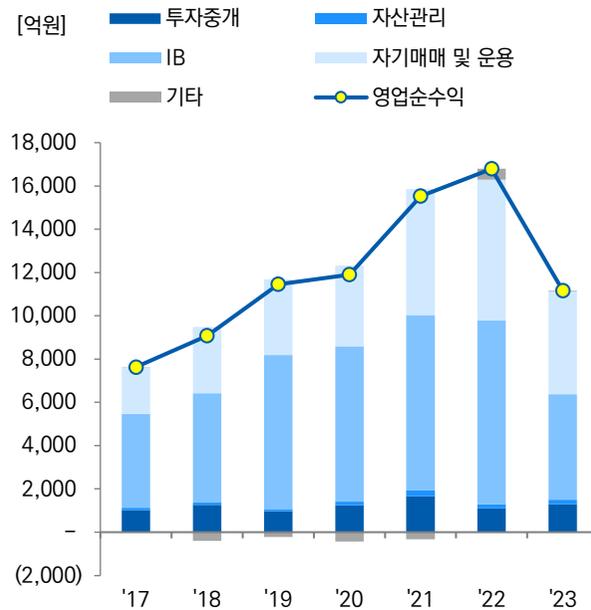
- 부동산금융을 중심으로 한 IB 부문의 수익기여도가 높은 수준
- 이를 바탕으로 2022년까지 업계 평균을 상회하는 우수한 수익성을 시현
- 2022년 말 이후 부동산 PF 환경이 악화되며 2023년 IB 부문 수익 감소
- 대손비용, 이자비용 증가 등으로 2023년 ROA 0.9%로 전년 대비 저하된 모습
- 추가 충당금 적립 부담이 가중될 수 있음

대손비용 추이



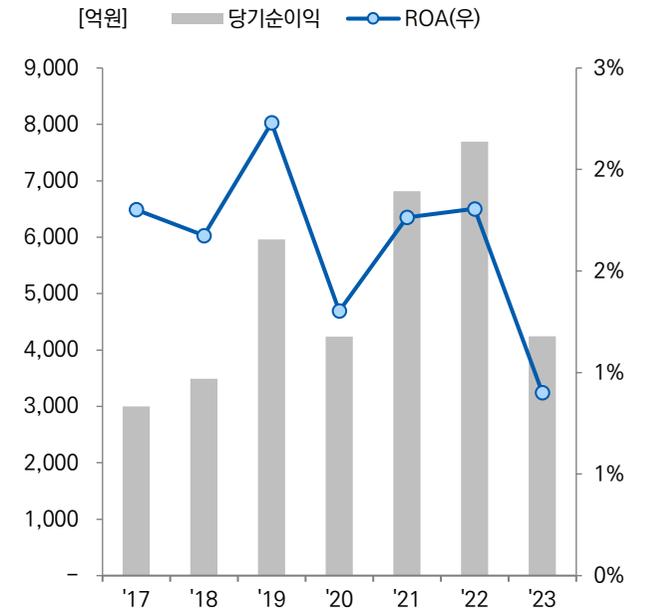
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

영업순수익 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

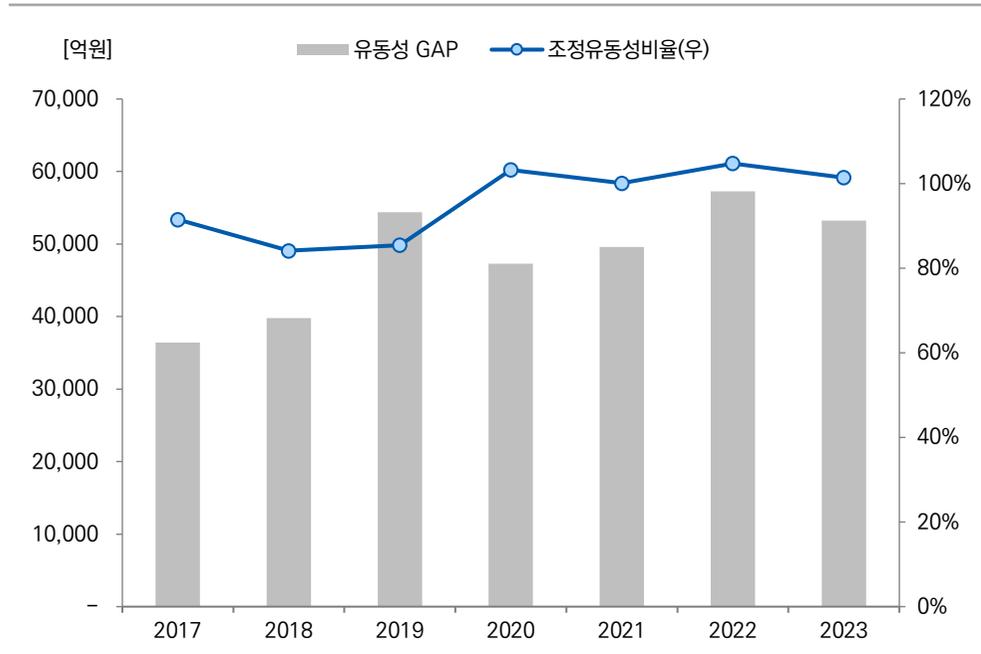


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

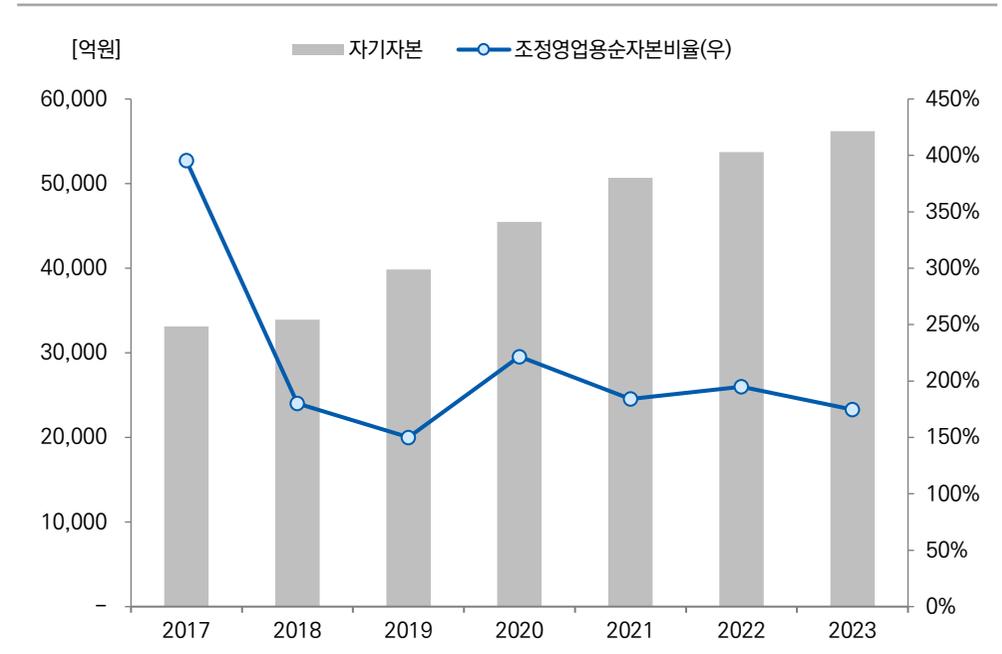
메리츠증권(AA-/S, A1): 자체헤지 ELS 증가로 유동성 부담 가중 가능성

- 자체헤지 파생결합증권 익스포저 증가로 2023년 말 기준 자체헤지/유동성 Gap은 36.5% 기록 중
- 자체헤지 파생결합증권 익스포저는 2020년 8,000억원에서 2023년 1.9조원으로 증가
- ELS가 1.8조원으로 증시 변동성에 따른 유동성 부담 가중 가능성 상존
- 이익 누적 및 유상증자, 신종자본증권 발행 등을 통해 자본 확충 중
- 2020년 2,000억원 유상증자, 2021년 4,450억원의 신종자본증권 발행, 2022년 신종자본증권 1,500억원 및 후순위채 900억원 발행 등으로 자본적정성 지표 관리 중

유동성 추이



자본적정성 추이



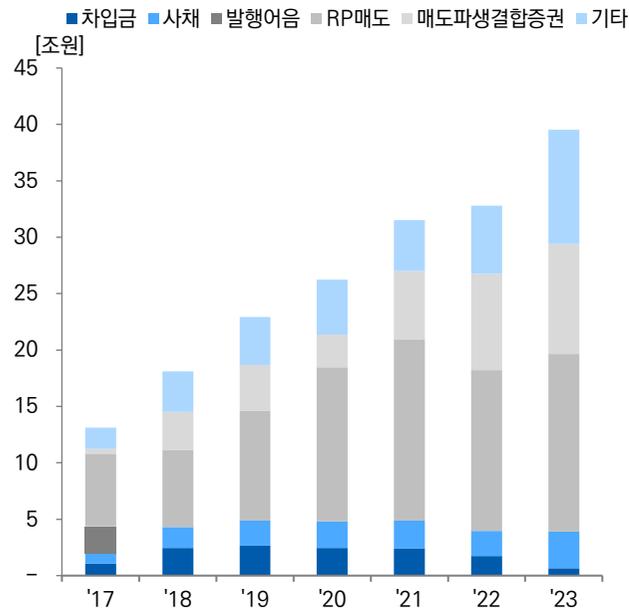
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

메리츠증권(AA-/S, A1): 매도파생결합증권 발행을 통한 조달 증가

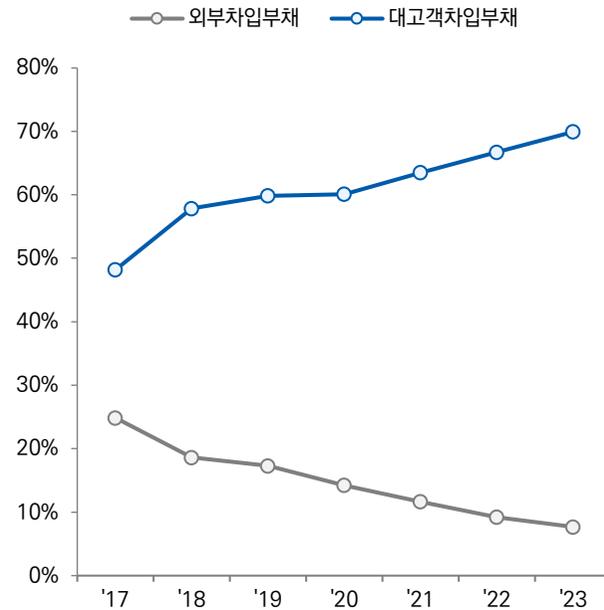
- 퇴직연금 시장의 성장으로 매도파생결합증권 발행을 통한 조달 비중이 빠른 상승세 기록
- 외부차입부채 비중 감소 추세로 2023년 기준 8%
- 2023년 중 약 1.5조원의 장기 회사채 발행을 통해 유동성에 대응 중
- 2024년 5월 기준 3개월물 CP 민평금리는 3.7% 내외에서 형성되고 있음

차입부채 구성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

부채 및 자본 조달 대비 부채 형태별 비중 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

금리 추이(회사채 3년물, CP 3개월물)

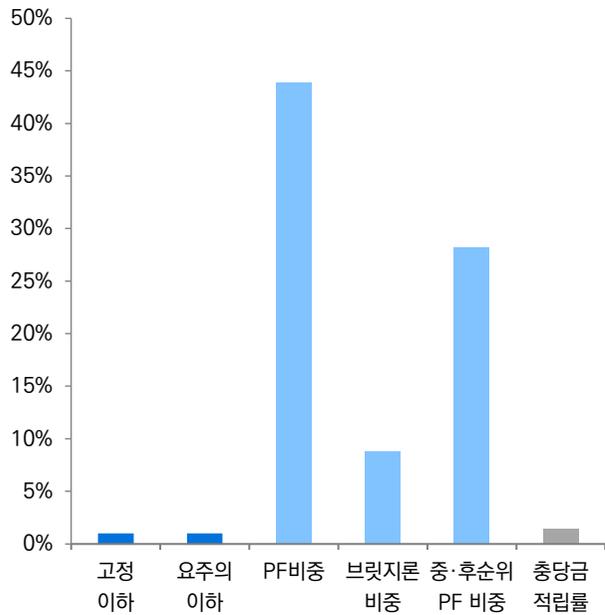


자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

대신증권(AA-/S, A1): 자기자본 2.9조원의 중대형 증권사

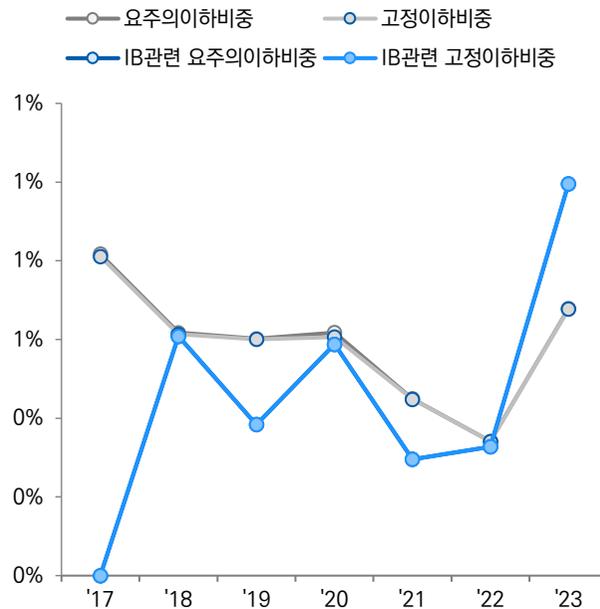
- 2023년 말 기준 총자산 15.1조원, 자기자본 2.9조원의 중대형 증권사
- 1962년 설립되었으며 최대주주인 양홍석 및 특수관계인이 지분 16.0% 보유
- 대신에프앤아이, 대신저축은행, 대신자산운용, 대신자산신탁 등의 자회사 보유
- 자기자본 대비 부동산 PF 비중 29.7%로 양적 부담은 높지 않으나 브릿지론 비중 20%, 중·후순위 비중 60%로 질적 위험 존재. 2023년 170억원 규모의 브릿지론에서 EOD가 발생한 것으로 파악됨
- 전체 우발채무 1.9조원 중 해외자산 비중이 41.5%로 높은 비중을 차지하는 등 해외 부동산 펀드 규모가 큰 편임. 자회사인 대신자산신탁과 연계하여 리츠로 상품화를 통해 리테일 판매를 계획했으나 글로벌 부동산 경기 부진에 따라 지연되는 중으로 자산 부실화에 대한 모니터링 필요

IB관련 자산 대비 건전성 관련 지표 현황



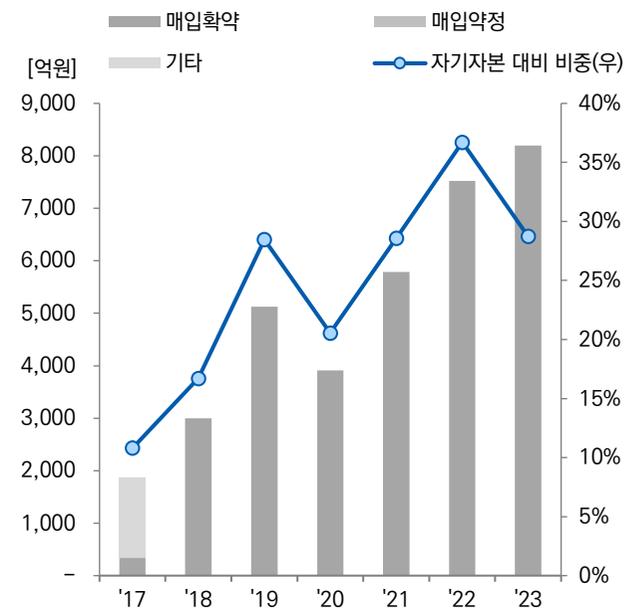
자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 지표 추이



자료: NICE, FISIS, 유안타증권 리서치센터

PF신용공여 유동화증권 추이

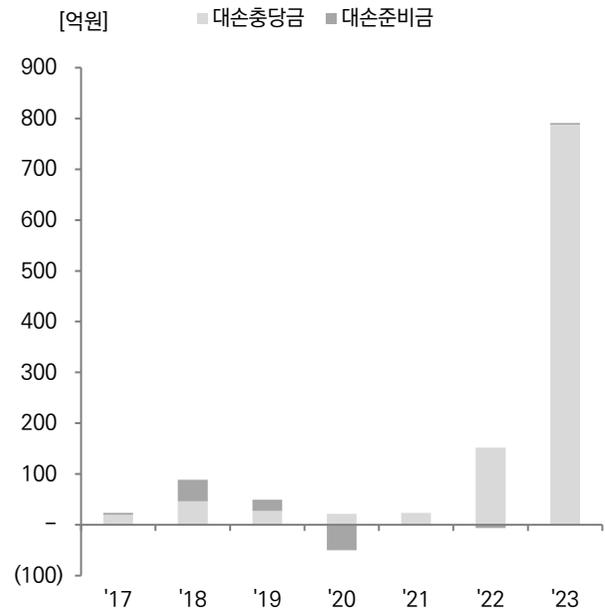


자료: Infomax, FISIS, 유안타증권 리서치센터

대신증권(AA-/S, A1): 종합 IB 지정을 통한 사업기반 확대 추진

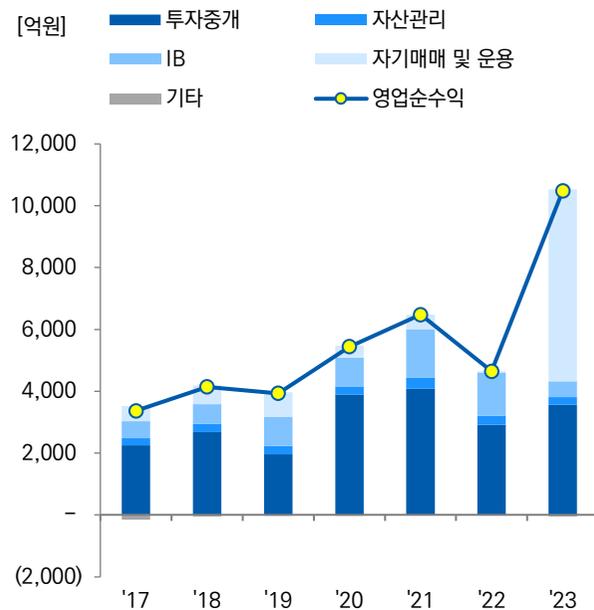
- 2023년 대신에프앤아이 등의 자회사로부터 배당수입 4,800억원을 수취해 대손비용 부담에도 4.8%의 높은 수익률 시현
- 배당금을 재원으로 4,305억원의 자회사 유상증자 실시. 배당금을 제외한 조정 ROA는 1.4%임
- 자본거래의 목적은 자기자본을 3조원 이상으로 확대하여 종합 IB로 지정받기 위함임. 종합 IB 지정시 신용공여한도 확대, 전담중개업무(Prime Brokerage Service) 등 사업기반 확대 예상됨
- 단, 종합 IB의 경쟁강도가 높고 부동산 PF 및 해외부동산에 대한 총당금 부담이 내재된 점 등을 감안하면 수익 개선은 지연될 수 있음
- 2020년부터 2022년 말까지 라임자산운용 환매중단펀드 관련 리테일 판매금액 총 1,904억원에 대하여 1,000억원을 보상으로 지급한 것으로 파악됨. 추가적인 보상금 지급 가능성 내재되어 있으나 이에 따른 영향은 크지 않을 전망

대손비용 추이



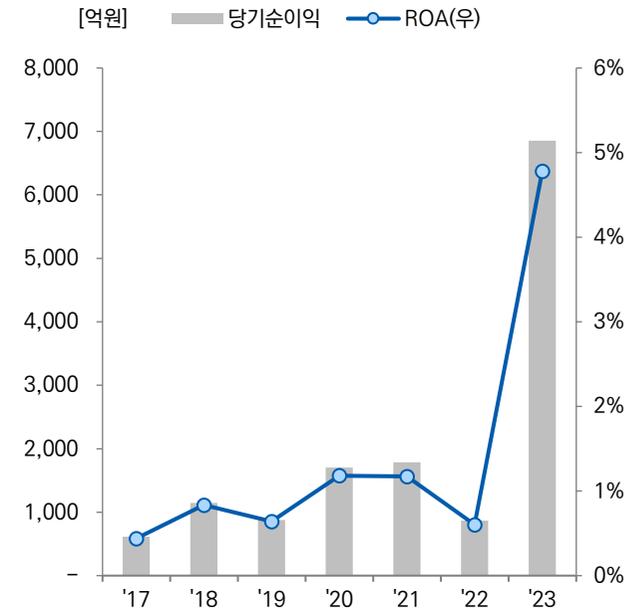
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

영업순수익 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

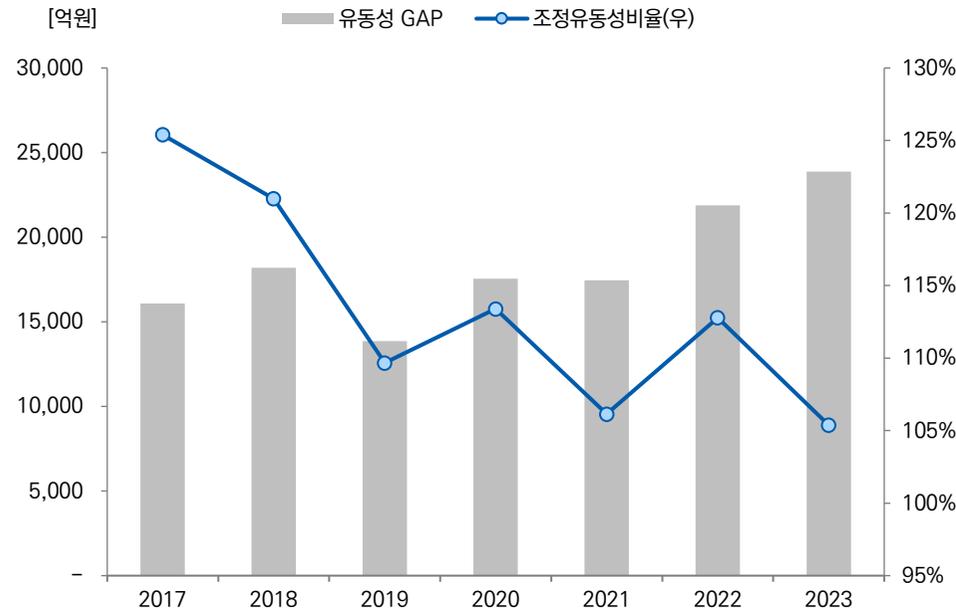


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

대신증권(AA-/S, A1): 자회사에 대한 지원 부담 발생 가능성

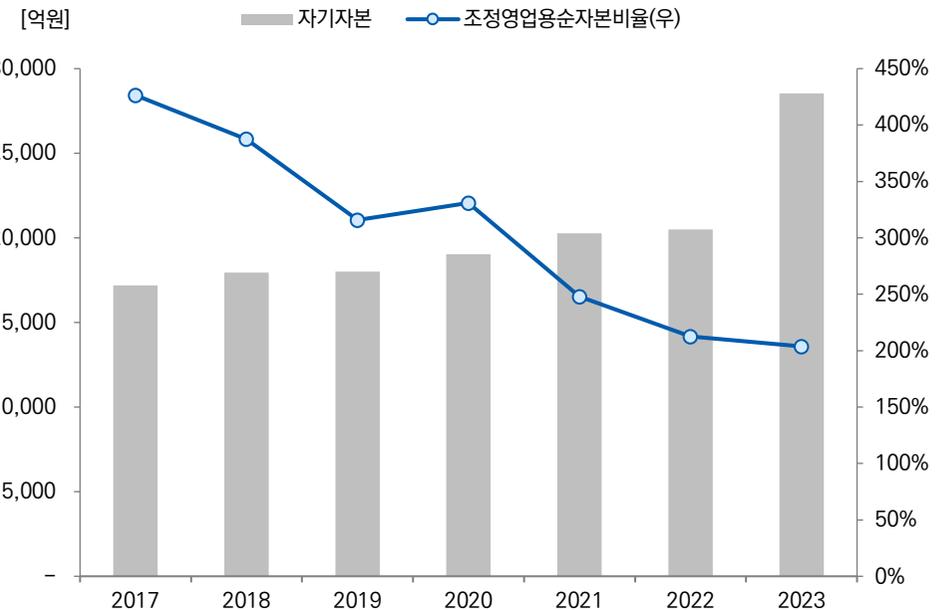
- 2024년 3월 RCPS 2,300억원을 발행하여 2024년 3월말 기준 자기자본 규모는 3.1조원으로 증가
- 높은 배당성향으로 자본확충 더딘 가운데 2021년 이후 위험액 확대되며 자본적정성 지표가 빠르게 하락
- 자회사 출자부담으로 회계상자본 대비 영업용순자본이 상대적으로 작은 편. 종속기업 1.4조가 차감되고 있는 점을 감안하면 자회사 지분가치 등을 고려한 실질 자본완충력은 지표 대비 양호
- 2018년 이후 미국, 일본 등 해외 부동산 개발, 관리 자회사 설립. 이외 대신자산신탁 등 부동산을 중심으로 자회사를 통한 사업 확장. 국내외 부동산 경기가 악화된 상황으로 향후 자회사에 대한 지원 부담이 발생할 수 있음
- 자체헤지 비보장 파생결합증권 규모는 1,700억원 내외로 크지 않음

유동성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 추이

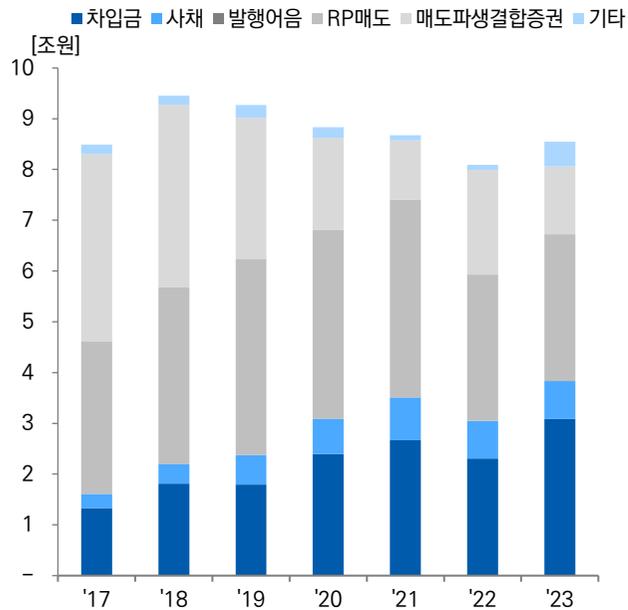


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

대신증권(AA-/S, A1): 시장성 차입조달 증가 추세

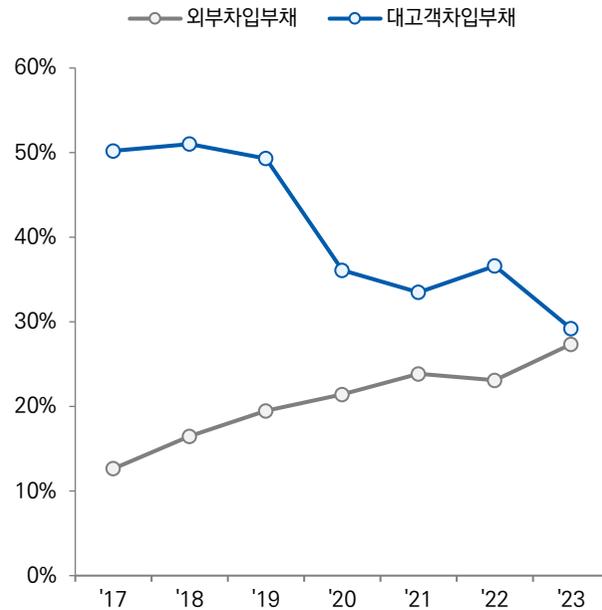
- 차입금을 중심으로 외부차입부채 금액 증가 추세
- 2023년 말 외부차입부채 금액은 4.1조원, 비중은 27%를 기록하고 있음
- 매도파생결합증권을 통한 조달 비중이 빠르게 감소
- 2024년 5월 기준 3개월물 CP 민평금리는 3.7% 내외에서 형성되고 있음

차입부채 구성 추이



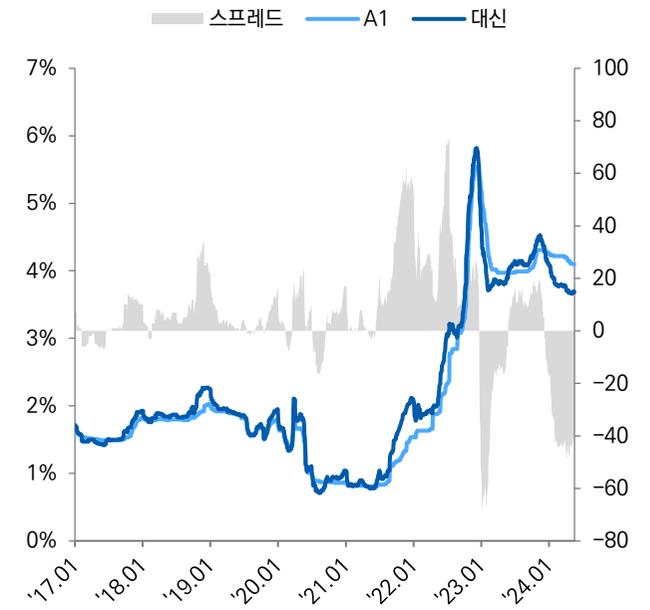
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

부채 및 자본 조달 대비 부채 형태별 비중 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

금리 추이(회사채 3년물, CP 3개월물)

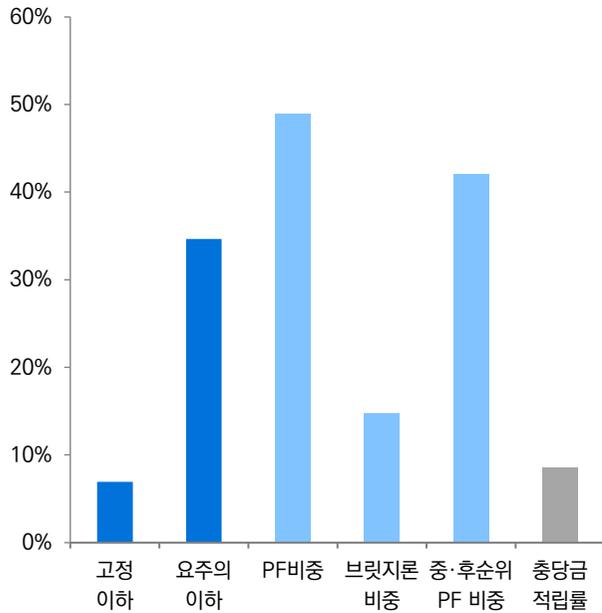


자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

한화투자증권(AA-/S, A1): 한화그룹의 중형 증권사

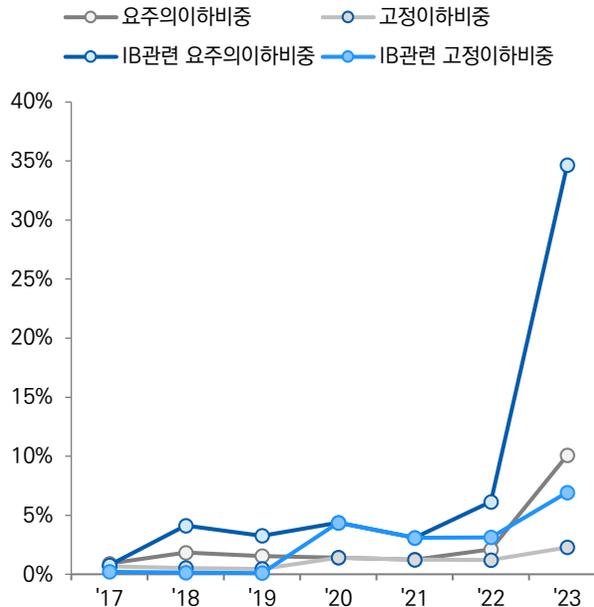
- 총자산 12.2조원, 자기자본 1.6조원의 중형 증권사
- 1976년 한화그룹에 인수되었으며 2023년 말 기준 한화자산운용이 46.1% 지분 보유
- 자기자본 대비 PF 익스포저 34%로 양적 부담은 상대적으로 적은 수준
- 브릿지론 비중 30%, 중·후순위 비중 86%로 질적 위험이 높은 점은 부담
- 해외 인프라 1,291억원 항공기 545억원 등 해외자산 익스포저의 Sell-down이 지연되고 있어 미매각 자산 관련 재무부담 내재
- 미국, 유럽 오피스에 2,000억원 이상 투자한 것으로 파악되며 대부분이 2024년 만기 도래 예정인 점도 부담으로 작용할 수 있음

IB관련 자산 대비 건전성 관련 지표 현황



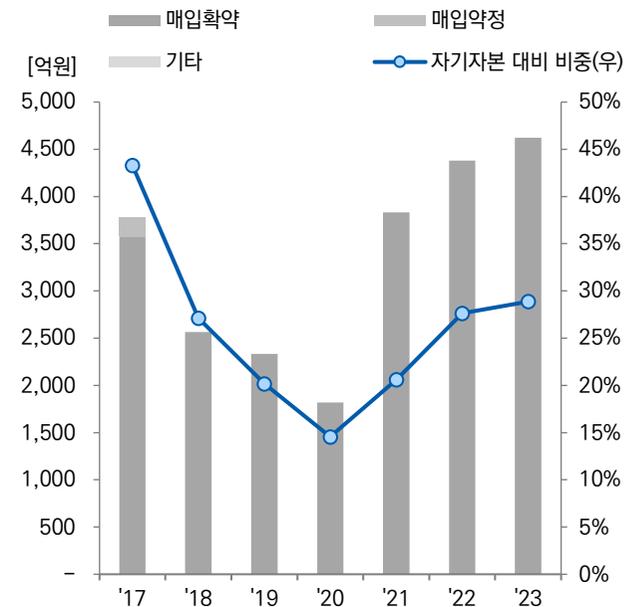
자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 지표 추이



자료: NICE, FISIS, 유안타증권 리서치센터

PF신용공여 유동화증권 추이

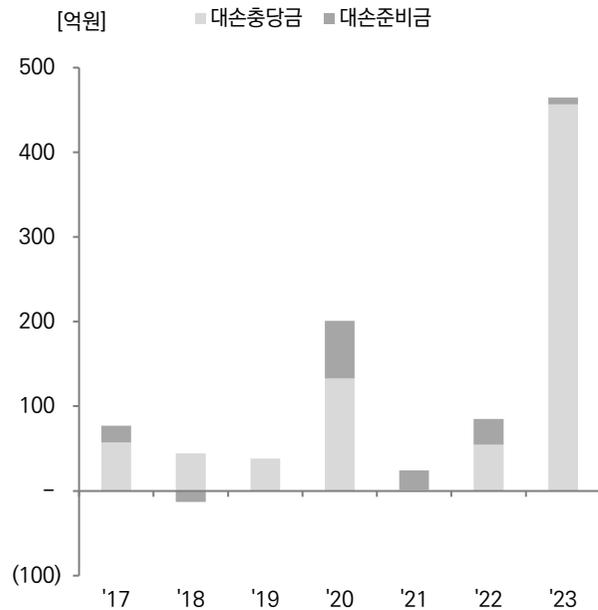


자료: Infomax, FISIS, 유안타증권 리서치센터

한화투자증권(AA-/S, A1): 일회성 손실로 저조한 영업수익성

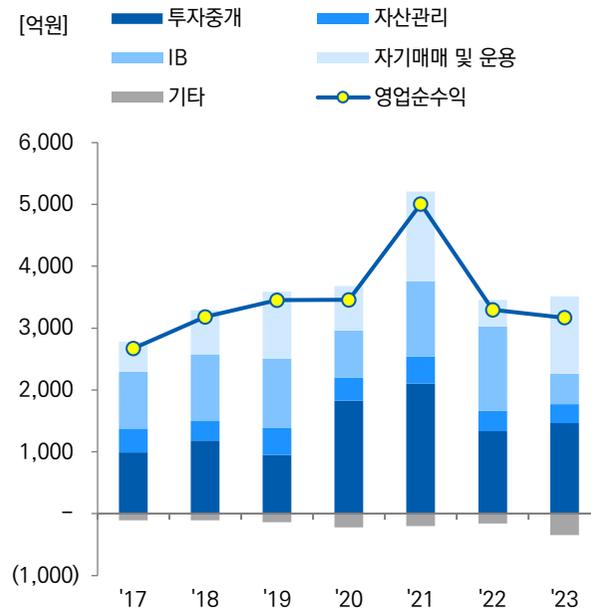
- 일회성 손실이 이어지며 2022년 이후 저조한 영업수익성 지속
- 2022년은 IB 수익 확대에도 운용 수익이 크게 감소하고 CERCG 관련 소송충당부채 451억원 등 일회성 비용이 반영되며 적자 전환
- 2023년은 흑자 전환에 성공했으나 IB 부문 수익이 축소되고 PF 대손비용과 불완전판매로 갈등이 발생하고 있는 사모펀드 관련 사적화해비용 약 200억원 등으로 0.1%의 낮은 ROA 기록

대손비용 추이



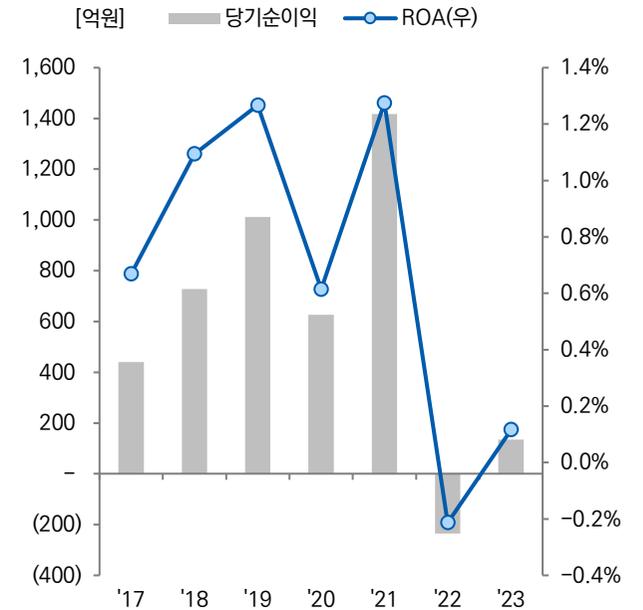
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

영업순수익 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

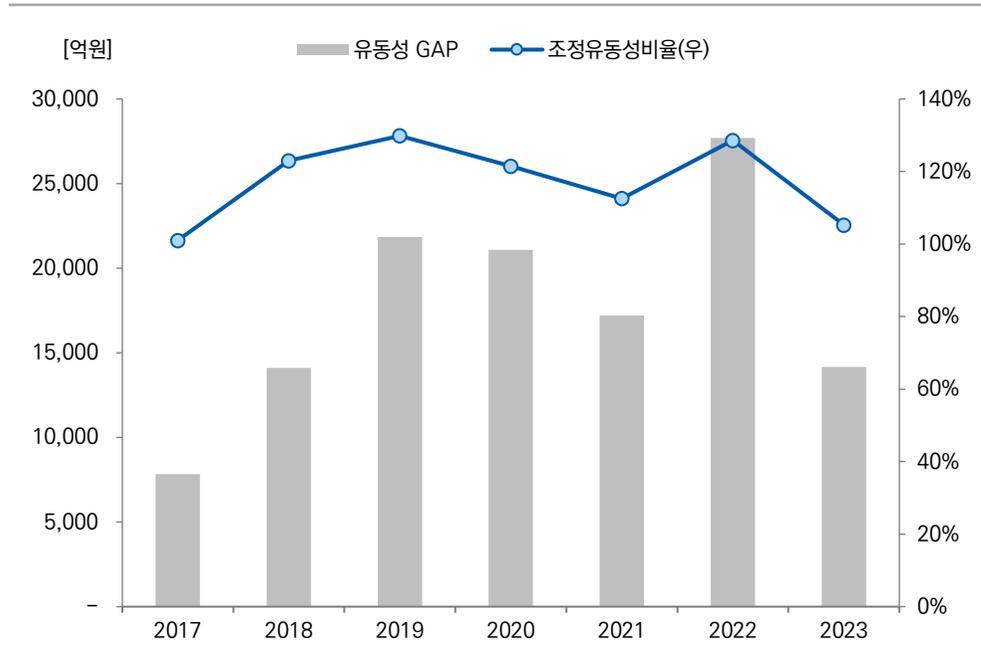


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

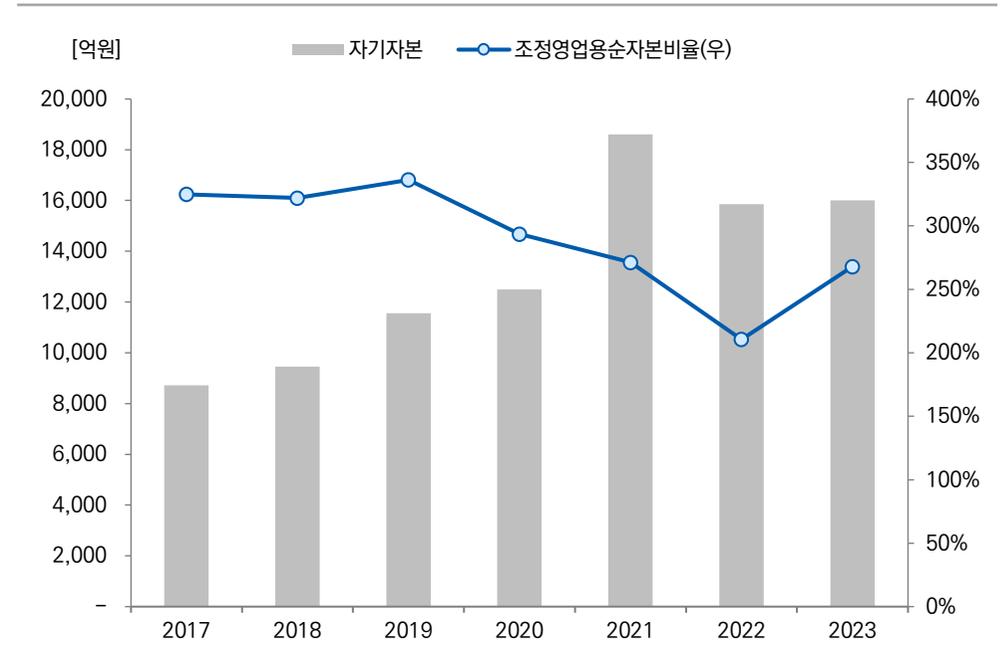
한화투자증권(AA-/S, A1): 두나무 지분가치 변화에 따른 자본완충력 변동

- 2019년 말 1.1조원에 달하는 자체헤지 ELS를 운용. 2020년 코로나로 인한 주가지수 폭락으로 약 6,000억원에 달하는 대규모 마진콜이 발생하며 유동성 위기가 있던 바 있음. 이후 보수적인 기조로 전환하여 2023년 말 자체헤지 ELS/DLS 잔액은 4,449억원으로 축소
- 2017년 2,000억원, 2019년 1,000억원 등 대주주의 유상증자가 이루어지며 자본 확충
- 2023년 1,200억원의 후순위채 발행하며 조정순자본비율 개선됨
- 2020년 이후 두나무, 토스뱅크 등 신기술투자 확대. 두나무 지분가치 변동에 따른 자본규모 변동이 매우 크게 나타나고 있으며 이에 따라 자본완충력 또한 영향을 받고 있음
- 두나무 지분 6%의 2021년 말 누적 평가이익은 5,931억원, 2023년 말 누적 평가이익은 2,664억원임

유동성 추이



자본적정성 추이



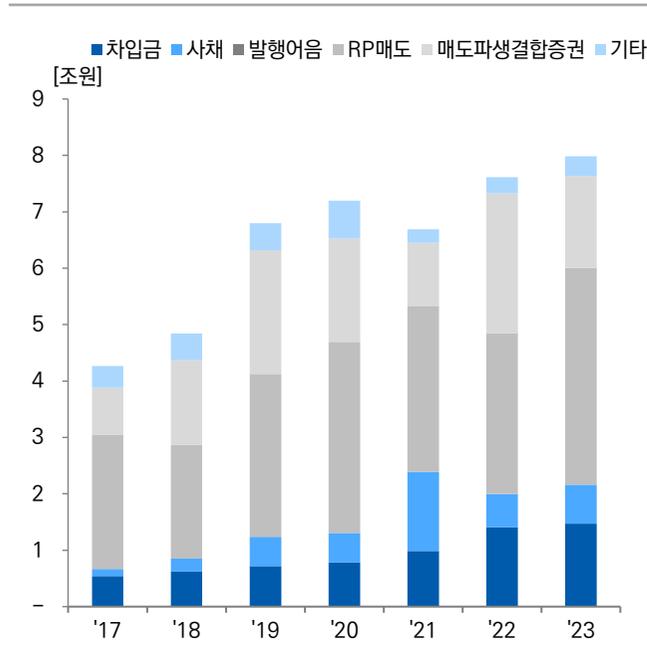
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

한화투자증권(AA-/S, A1): 매도파생결합증권 관련 위험 관리

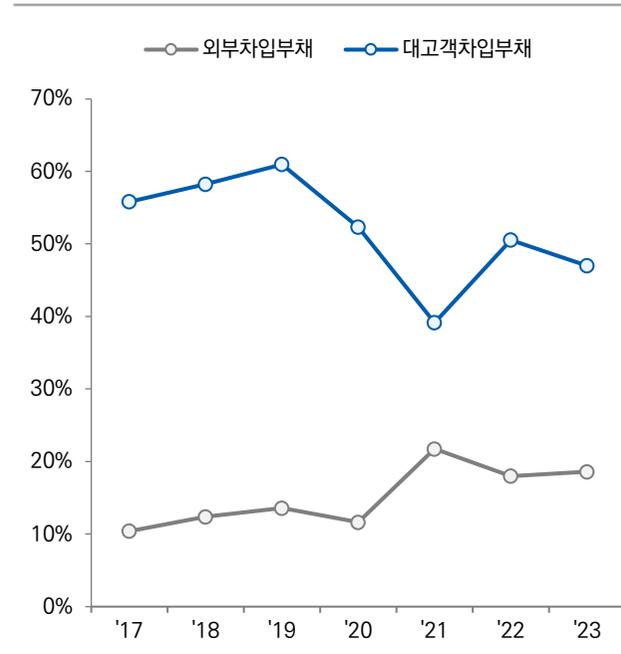
- 2020년 코로나로 인한 증시 급락으로 매도파생결합증권으로 야기된 유동성 위기를 겪으며 이후 외부 차입 조달 비중 증가
- 2023년 말 기준 외부차입부채 금액은 2.3조원, 전체 조달 대비 비중은 19%를 기록하고 있음
- 2024년 5월 기준 3개월물 CP 민평금리는 3.7% 내외에서 형성되고 있음
- 한화투자증권은 2024년 2월 1,500억원의 회사채 발행에 4,220억원의 수요 확보하며 민평금리 대비 언더 발행에 성공. 지난 해 오버 발행했던 것과는 상반되는 모습

차입부채 구성 추이



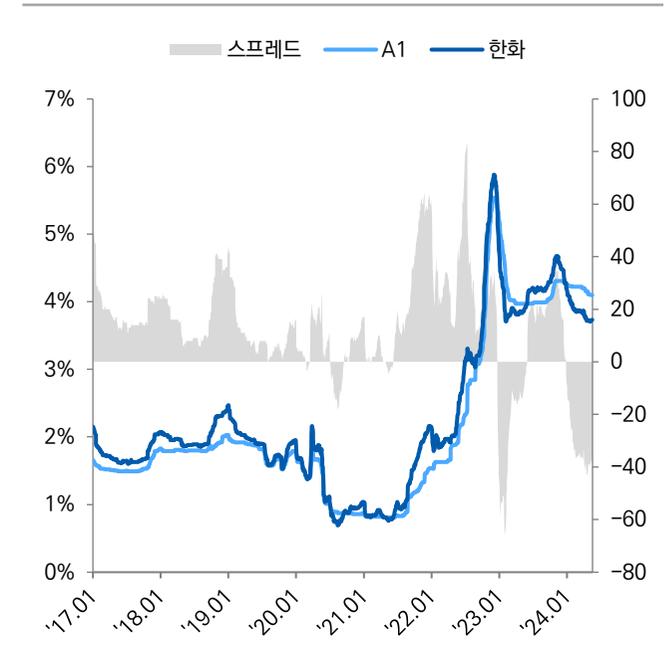
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

부채 및 자본 조달 대비 부채 형태별 비중 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

금리 추이(회사채 3년물, CP 3개월물)

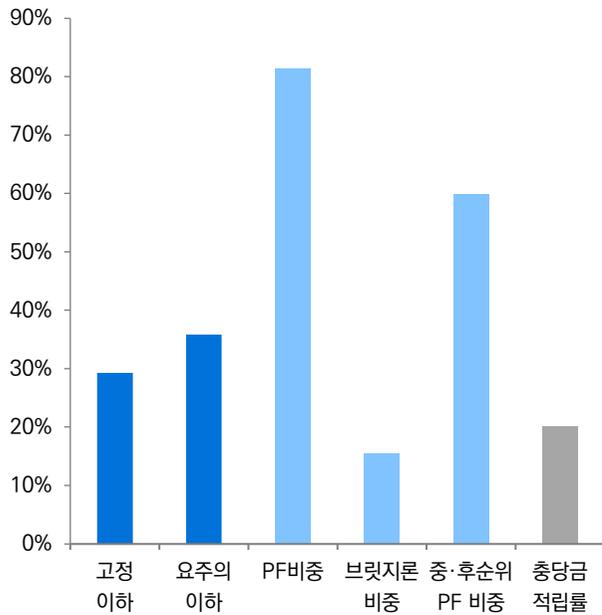


자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

현대차증권(AA-/S, A1): 현대차그룹의 중형 증권사

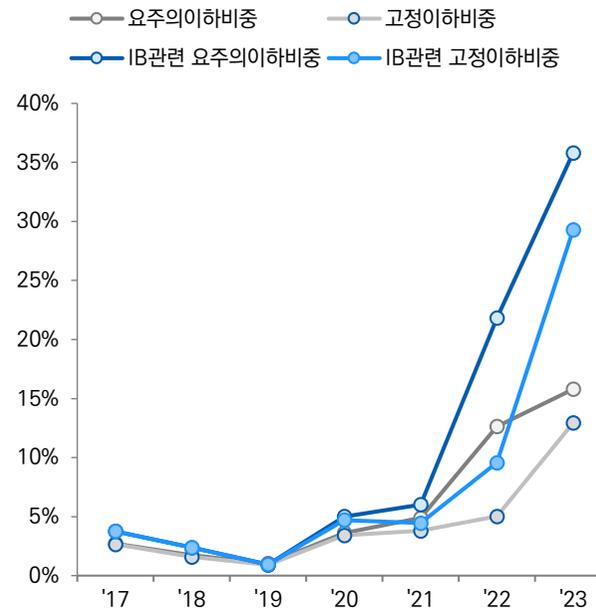
- 총자산 10.9조원, 자기자본 1.3조원의 중형 증권사
- 2008년 현대차그룹으로 편입. 2023년말 기준 현대자동차(25.4%) 등 특수관계인 지분율 45.7%
- 자기자본 대비 부동산 PF 비중 50.6%로 다소 높은 수준. 브릿지론 비중 19%, 중·후순위 비중 74%로 질적 부담도 존재
- PF 사업장의 연체 및 저조한 분양률에 따라 자산건전성 크게 저하
- 공매, 미분양 담보대출 전환 등을 통한 회수 계획 중

IB관련 자산 대비 건전성 관련 지표 현황



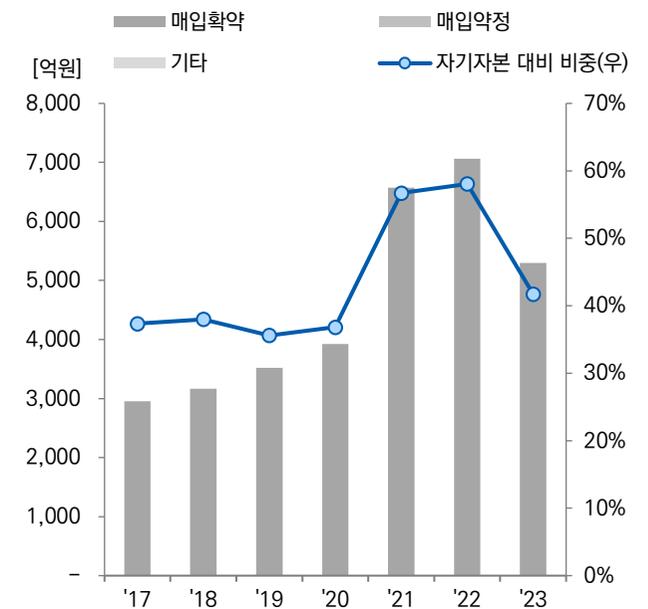
자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 지표 추이



자료: NICE, FISIS, 유안타증권 리서치센터

PF신용공여 유동화증권 추이

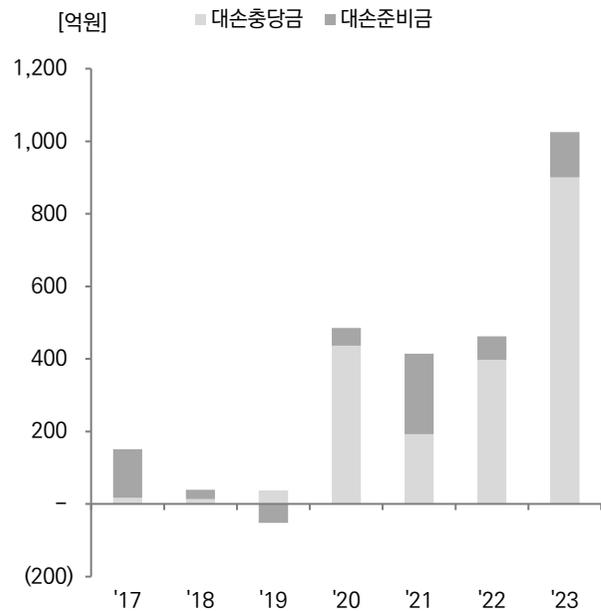


자료: Infomax, FISIS, 유안타증권 리서치센터

현대차증권(AA-/S, A1): 그룹 영업기반을 통해 대손비용 증가 대응 예상

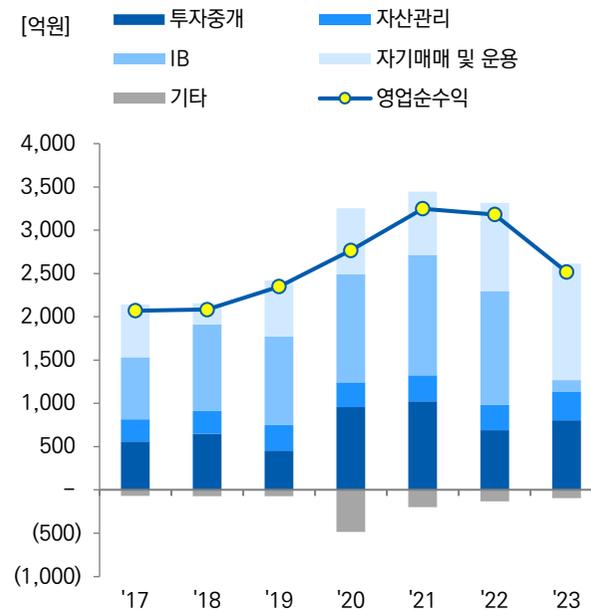
- 현대자동차그룹을 영업기반으로 확보하여 퇴직연금운용 및 계열사 채권 발행 과정 등에서 안정적인 수익창출이 이루어지고 있음
- 2023년 IB 부분 수익이 크게 축소되었으나 운용 수익 증가로 일부 상쇄하며 ROA 0.5% 기록
- 향후 대손비용 증가에 따른 수익성 부담 내재되어 있음

대손비용 추이



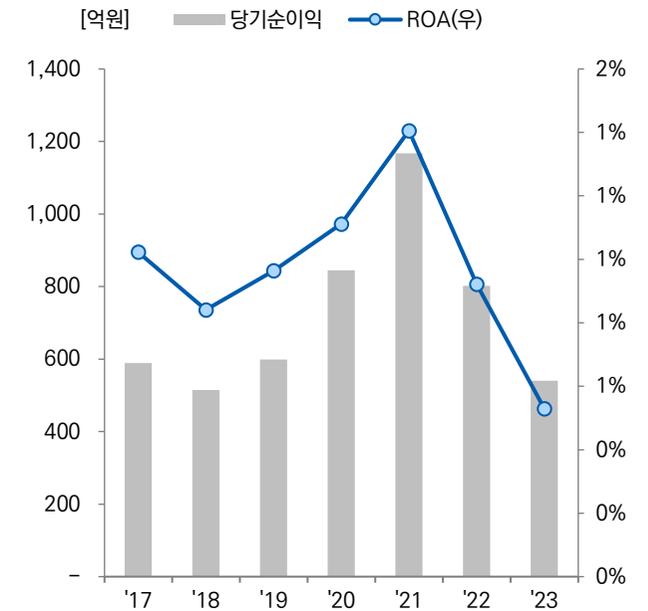
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

영업순수익 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

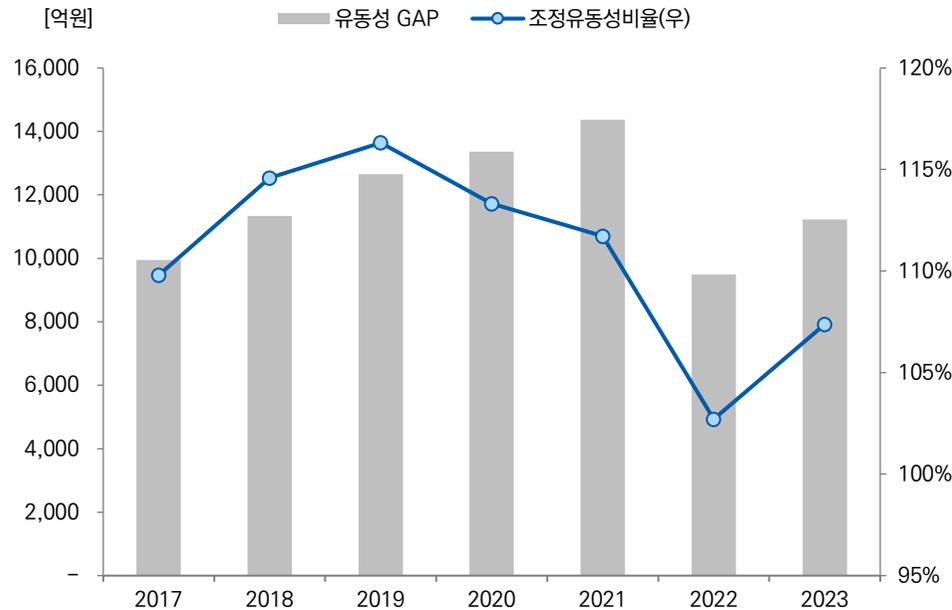


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

현대차증권(AA-/S, A1): 위험 관리를 통한 자본적정성 개선 필요

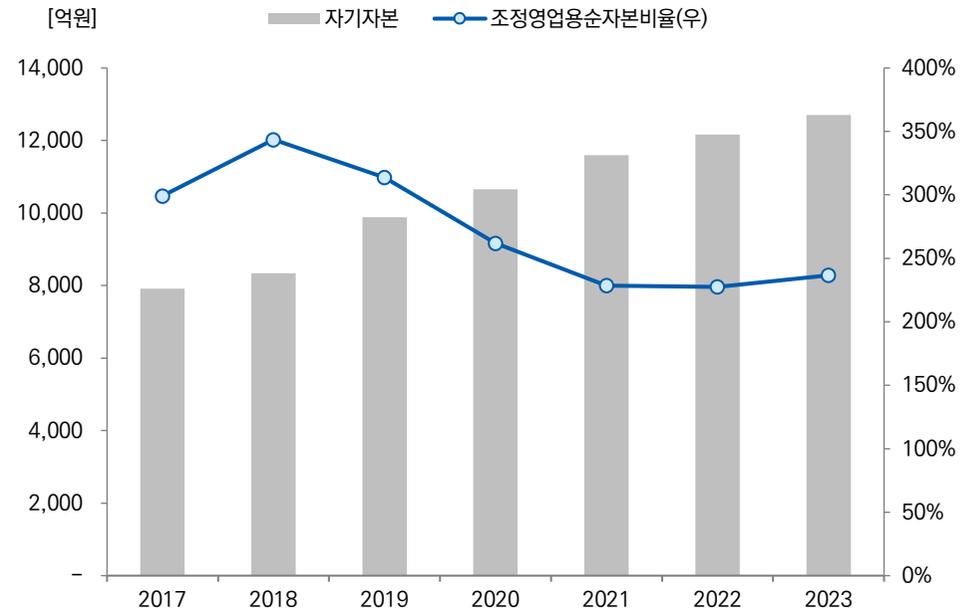
- 2023년 말 기준 수정 NCR 231.2%로 하향 변동요인으로 제시된 250%대비 저조한 수준을 기록하고 있음
- 2019년 1,036억원의 RCPS 발행, 2023년 후순위채 1,200억원 발행에도 총위험액 확대로 개선폭은 크지 않음
- 파생결합증권은 전액 백투백헷지로 운영하여 자체헷지에 따른 위험이 없는 점은 긍정적

유동성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 추이

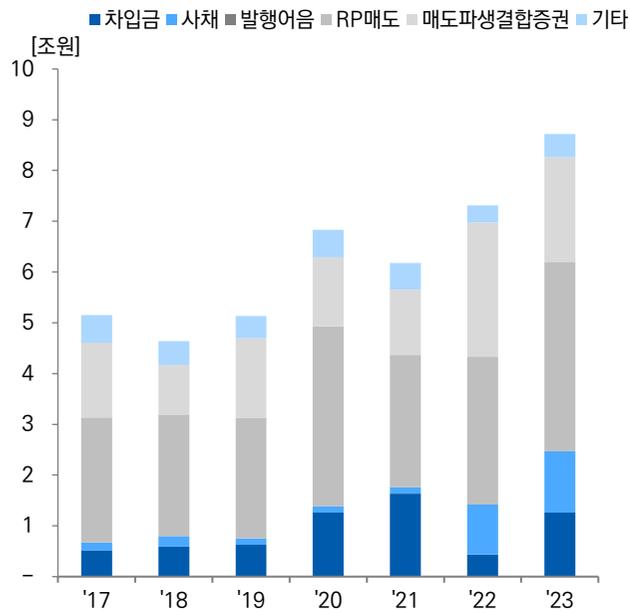


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

현대차증권(AA-/S, A1): 2022년 이후 사채 비중 증가

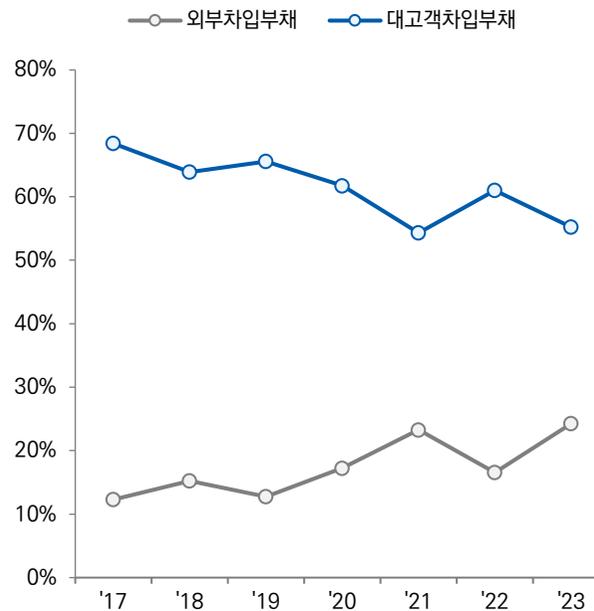
- 2022년 이후 사채 발행을 통한 조달 증가
- 현대차증권은 2022년 회사채 발행에서 미매각이 발생했으나 2024년 2월 진행한 1,000억원의 회사채 발행은 6,600억원의 수요를 모으며 흥행
- 2023년 말 기준 외부차입부채 금액 2.6조원, 비중 24%를 기록 중
- 2024년 5월 기준 3개월물 CP 민평금리는 3.7% 내외에서 형성되고 있음

차입부채 구성 추이



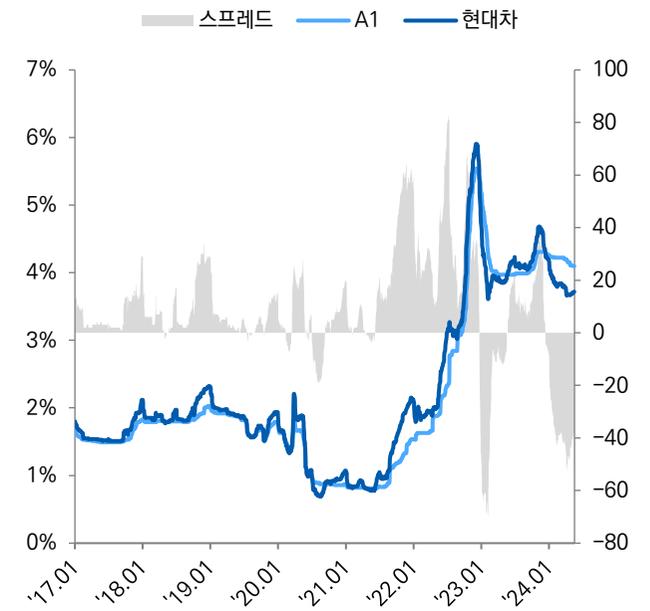
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

부채 및 자본 조달 대비 부채 형태별 비중 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

금리 추이(회사채 3년물, CP 3개월물)

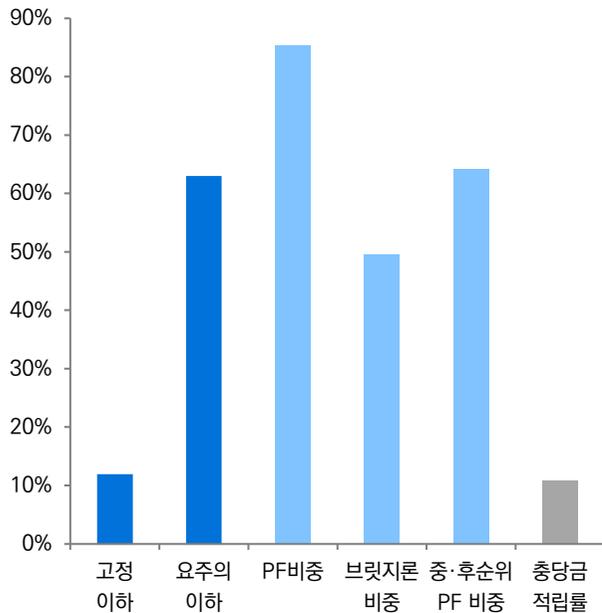


자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

하이투자증권(A+/S, A1): DGB 금융그룹의 중형 증권사

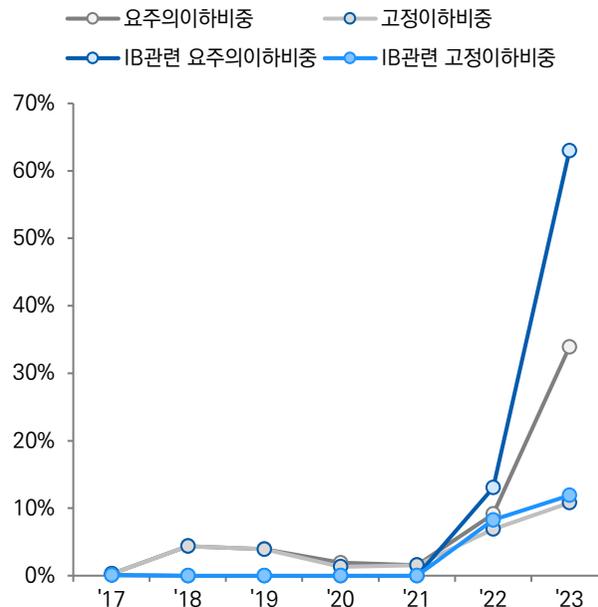
- 2023년 말 총자산 10.7조원, 자기자본 1.3조원의 중형 증권사
- 2018년 9월 DGB금융지주가 인수하며 DGB 금융그룹으로 편입
- 2023년 말 기준 DGB 금융지주가 지분의 87.9% 보유
- 자기자본 대비 부동산 PF 비중이 약 69%에 달하는 가운데 브릿지론 58%, 중·후순위 비중 75% 수준으로 질적 위험 또한 매우 높은 수준
- 부동산 PF 익스포저를 중심으로 자산건전성 지표가 크게 훼손된 모습
- 브릿지론 대부분이 요주의이하로 분류된 것으로 파악됨

IB관련 자산 대비 건전성 관련 지표 현황



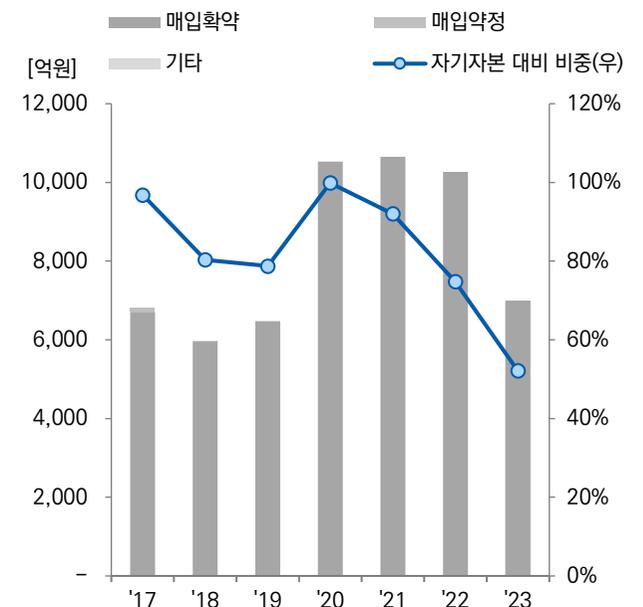
자료: FISIS, KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 지표 추이



자료: NICE, FISIS, 유안타증권 리서치센터

PF신용공여 유동화증권 추이

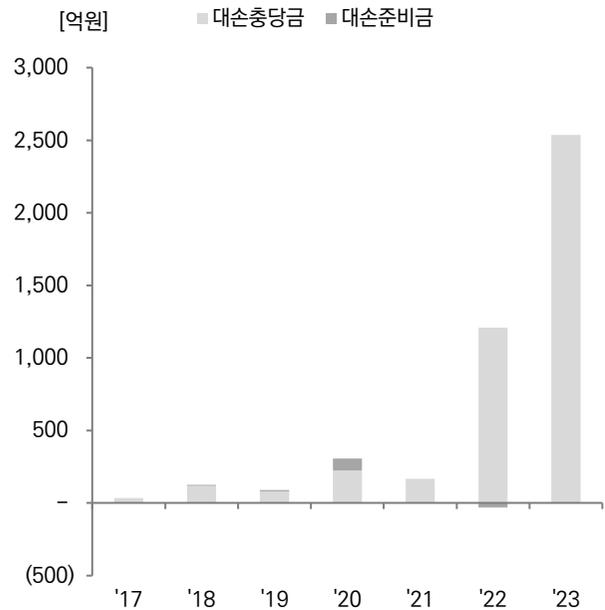


자료: Infomax, FISIS, 유안타증권 리서치센터

하이투자증권(A+/S, A1): 브릿지론 중심의 수익성 저하 우려

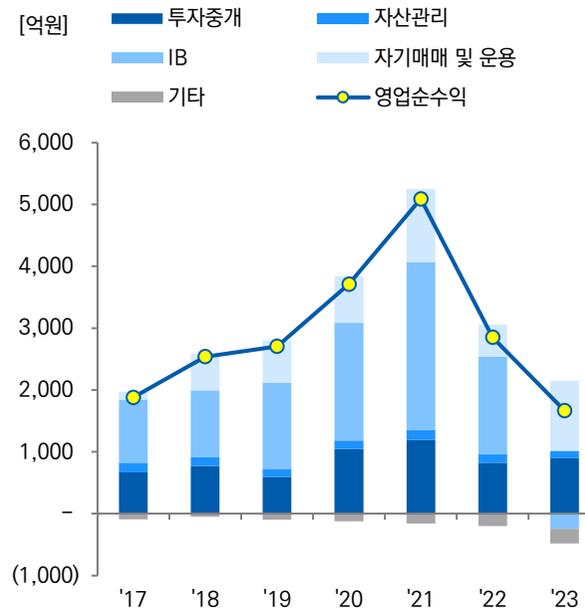
- PF 시장 위축으로 수익 성장을 견인하던 IB부문 수익이 크게 감소하며 영업순이익 감소 추세
- 부동산 PF 관련 총당금 2022년 1,120억원, 2023년 1,324억원을 적립하는 등 대손비용 증가에 따라 수익성 크게 감소
- 2024년 만기도래하는 브릿지론 규모 감안 시 추가 대손부담 예상됨

대손비용 추이



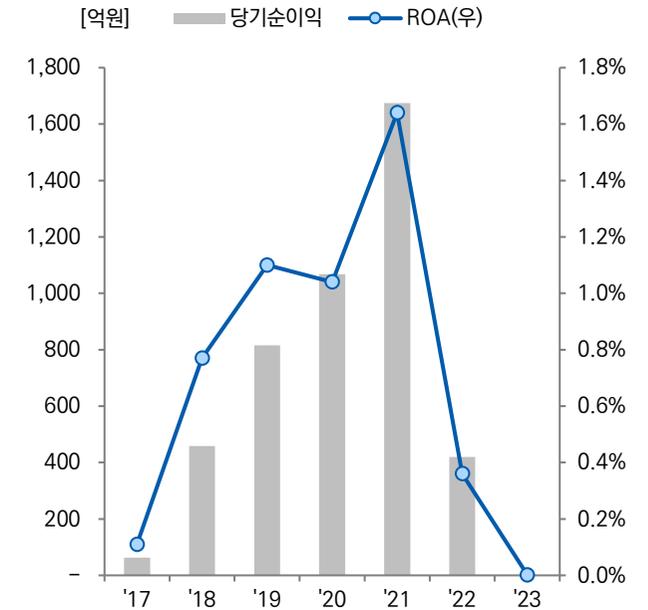
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

영업순이익 추이



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

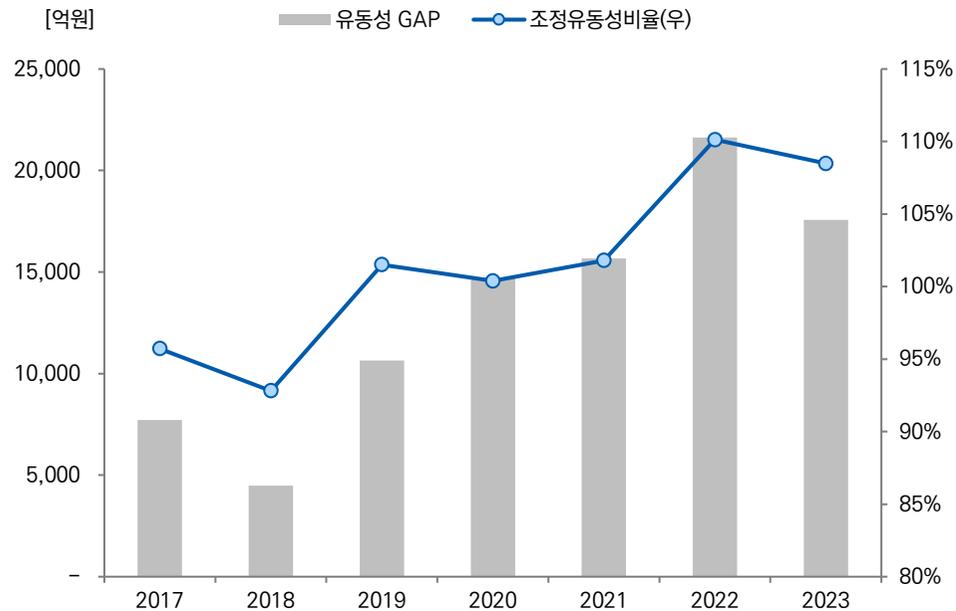


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

하이투자증권(A+/S, A1): DGB 금융지주의 지원 가능성이 대응력 보완

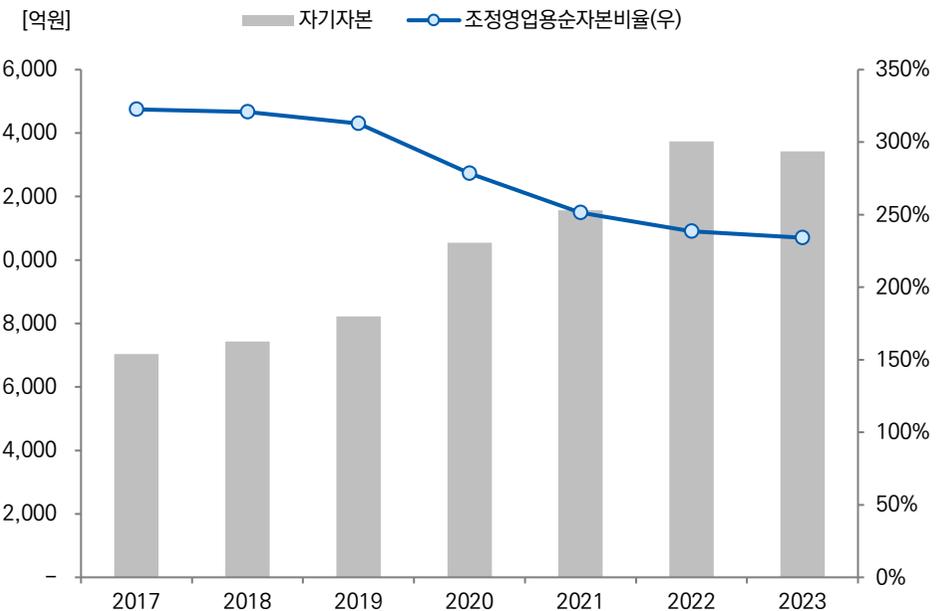
- 2023년 말 유동성비율과 조정유동성비율은 각각 125.3%, 108.7%로 양호한 수준
- 레고랜드 사태로 인한 유동성 위기 시 유동성 확보를 위해 DGB금융지주가 2022년 11월 3,000억원 한도의 지급보증 제공하여 12월 보증채 3,000억원을 발행한 바 있음
- 이익유보 및 2020년 유상증자 2,000억원, 2022년 신종자본증권 2,000억원 발행 등을 통해 자기자본 규모 확대
- 위험액 증가에 따라 영업용순자본비율 하락 추세. 2023년은 총위험액의 감소에도 이익규모 감소, 배당 지급, 후순위채의 자본인정액 차감 영향으로 영업용순자본비율 하락
- DGB금융그룹의 지원이 지속해서 이루어지고 있는 점은 긍정적

유동성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 추이

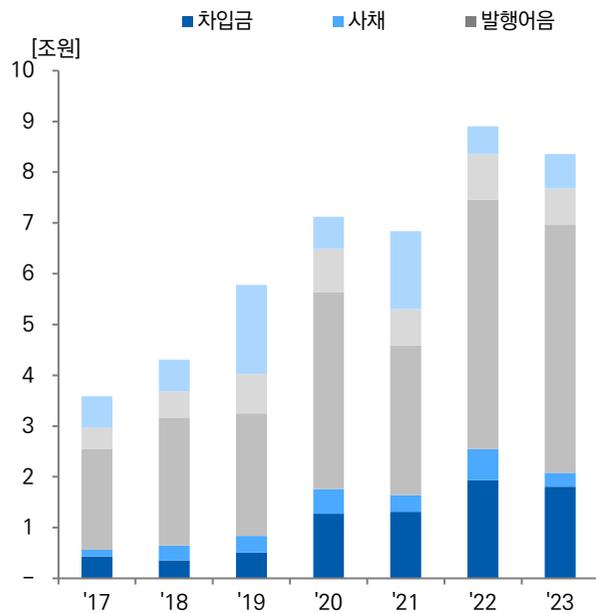


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

하이투자증권(A+/S, A1): 시장성 차입조달 증가 추세

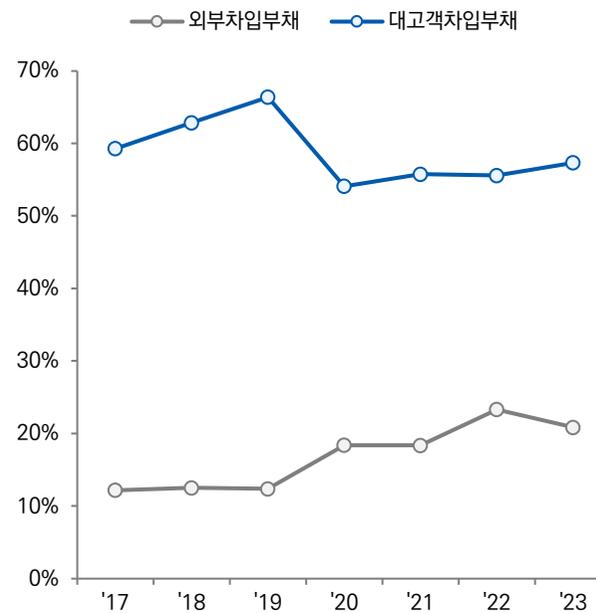
- 외부차입부채 금액은 2017년 6,114억원에서 2023년 말 2.2조원으로 증가했으며 비중 또한 12%에서 21%로 증가
- 2024년 5월 기준 3개월물 CP 민평금리는 3.9% 내외에서 형성되고 있음

차입부채 구성 추이



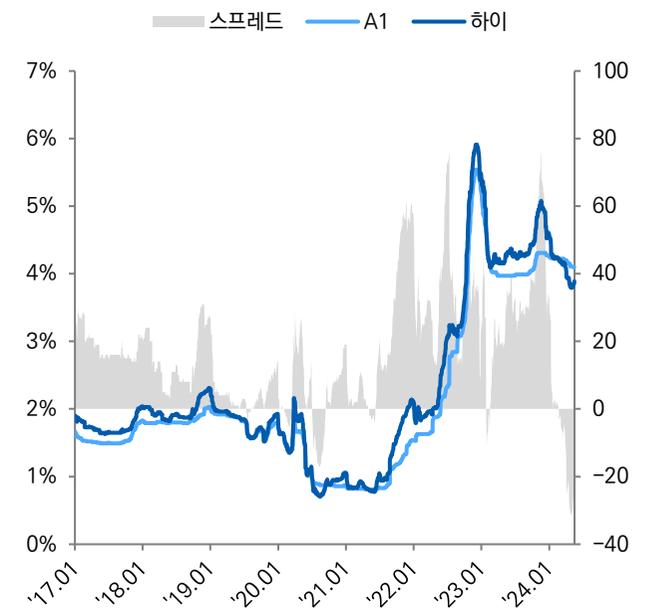
자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

부채 및 자본 조달 대비 부채 형태별 비중 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

CP 금리 추이 (3개월물)



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

증권사 신용등급 추이

증권사 신용등급 추이

회사명	2019	2020	2021	2022	2023	2024.05	등급방향
미래에셋증권	AA / 안정적	유지					
한국투자증권	AA / 안정적	유지					
NH투자증권	AA+ / 안정적	유지					
삼성증권	AA+ / 안정적	유지					
KB증권	AA+ / 안정적	유지					
하나증권	AA / 안정적	AA / 부정적	하향				
메리츠증권	AA- / 안정적	유지					
신한투자증권	AA / 안정적	유지					
키움증권	AA- / 안정적	유지					
대신증권	AA- / 안정적	유지					
교보증권	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	유지				
한화투자증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
유안타증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
신영증권	AA- / 안정적	유지					
하이투자증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
현대차증권	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
BNK투자증권	A+ / 안정적	유지					
IBK투자증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
유진투자증권	A / 안정적	유지					
이베스트투자증권	A / 안정적	유지					
DB금융투자	A / 안정적	A / 안정적	A / 긍정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
다올투자증권	A / 안정적	A / 부정적	하향				
부국증권	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	유지
SK증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 부정적	A / 부정적	A / 부정적	하향
한양증권	A / 안정적	유지					
케이프투자증권	A2-	A2-	A2-	A2-	A2-	A2-	유지

자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터



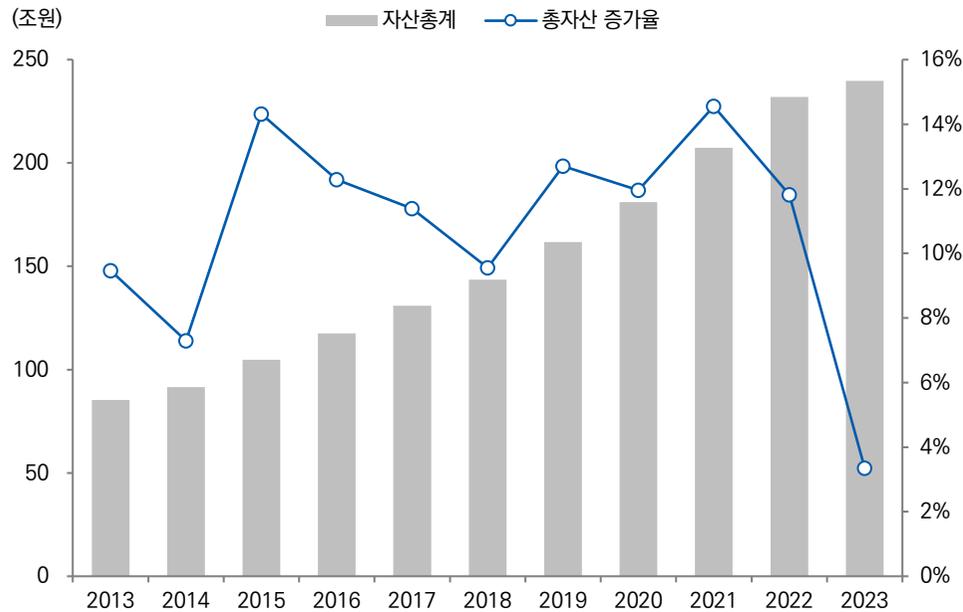
PART 4

캐피탈: 에어백을 점검해야 할 때

2022년 이후 총자산 증가율 둔화. 2023년 대출채권자산 역성장

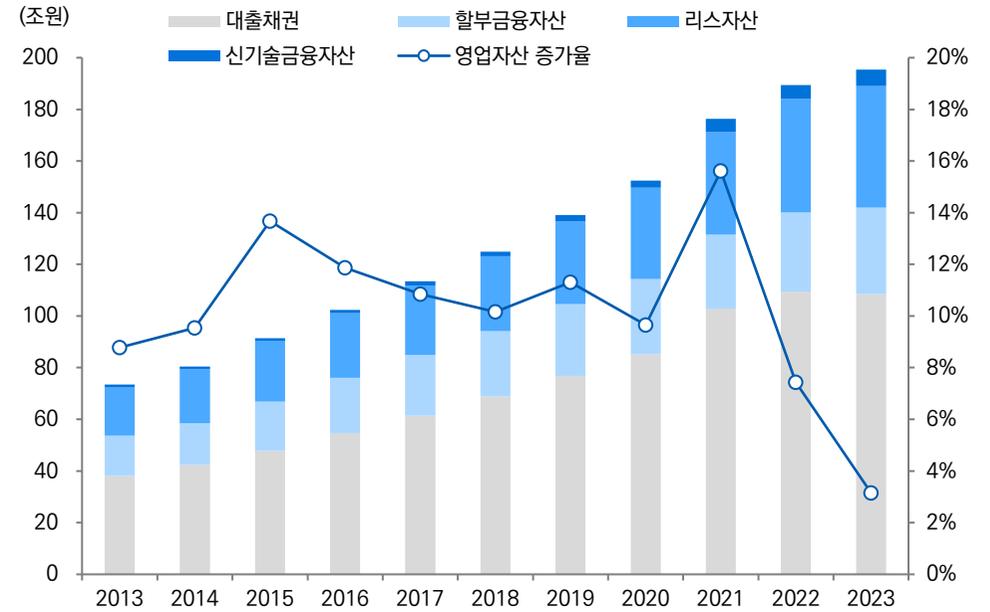
- 2023년 12월 말 기준 리스사, 할부금융사, 신기술금융사 등 통칭 캐피탈사의 합산 총자산 규모는 약 240조원을 기록했음
- 2019~2022년 총자산 규모 연평균 12.7% 증가해왔으나, 2023년말 기준 전년 대비 증가율은 3.3%에 그침
- 영업자산은 2019~2022년 연평균 11% 성장했음. 2021년 성장률 약 16%로 급상승했으나, 2022년 7.4%, 2023년 3.1%로 증가율 둔화
- 가장 규모가 큰 대출채권은 2021년 전년 대비 약 21% 증가했으나, 2022년 6.4%로 둔화하다가 2023년 말 기준 전년 말 대비 0.9% 감소
- 할부금융, 리스, 신기술금융자산 합산 평균 전년 대비 약 11% 증가했음에도 불구하고, 대출채권자산 감소로 영업자산 성장세 둔화

리스사, 할부금융사, 신기술금융사 합산 총자산 규모 추이



자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

리스사, 할부금융사, 신기술금융사 합산 영업자산 규모 추이

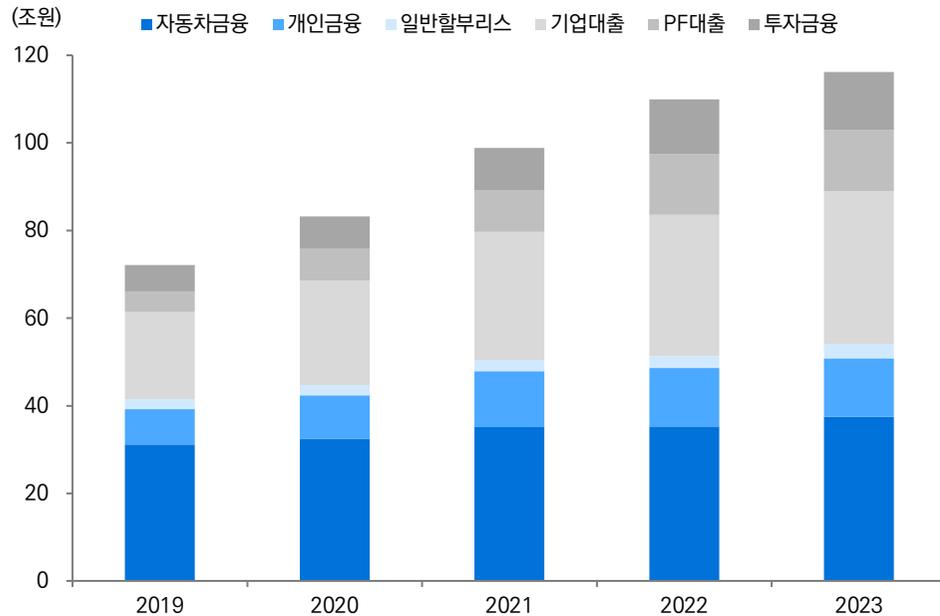


자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

2021년 이후 기업, 투자금융 중심의 영업자산 성장

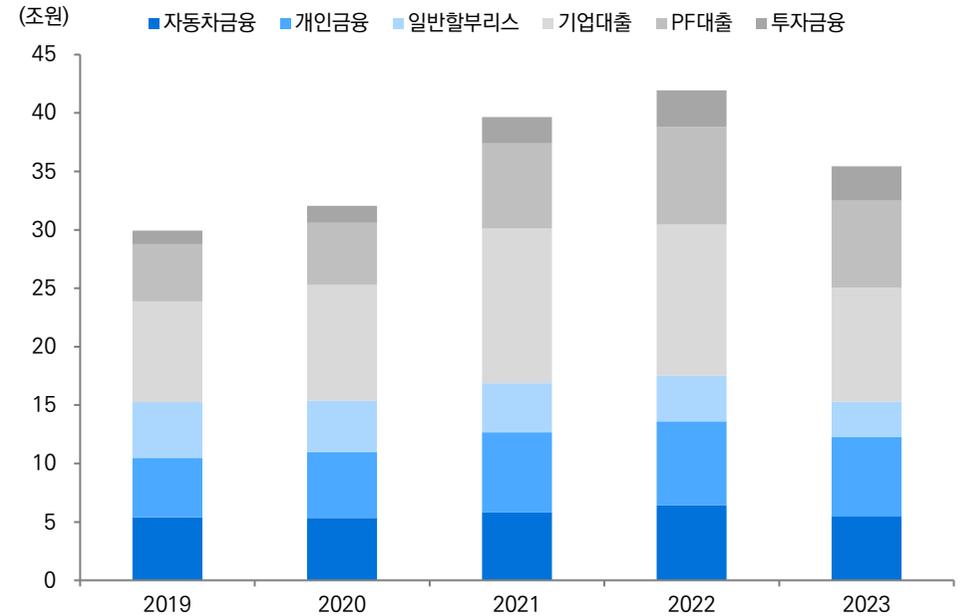
- AA급 분석 대상: KB, 하나, 신한, 현대커머셜, 우리금융, IBK, 산은, 미래에셋, BNK, NH농협, JB우리캐피탈 이상 11개사
- A급 이하 분석 대상: 롯데, 메리츠, DGB, 한국투자, 애규온, 한국, 롯데오토리스, M, 키움, 오케이, DB캐피탈 이상 11개사
- AA급 및 A급 이하 모두 2021년에 영업자산 규모가 전년 대비 크게 증가
- 2021년 이후 영업자산은 자동차, 개인, 할부리스금융보다 기업대출(PF대출 포함)과 투자금융을 중심으로 성장
- 2023년 12월 말 기준 AA급 캐피탈사 영업자산은 기업대출, 투자금융 중심으로 전년 말 대비 소폭 증가한 반면,
- A급 이하 캐피탈사는 각 영업자산 부문에서 모두 전년 대비 자산 규모 감소

AA급 캐피탈사 영업자산 구성 추이



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 영업자산 구성 추이

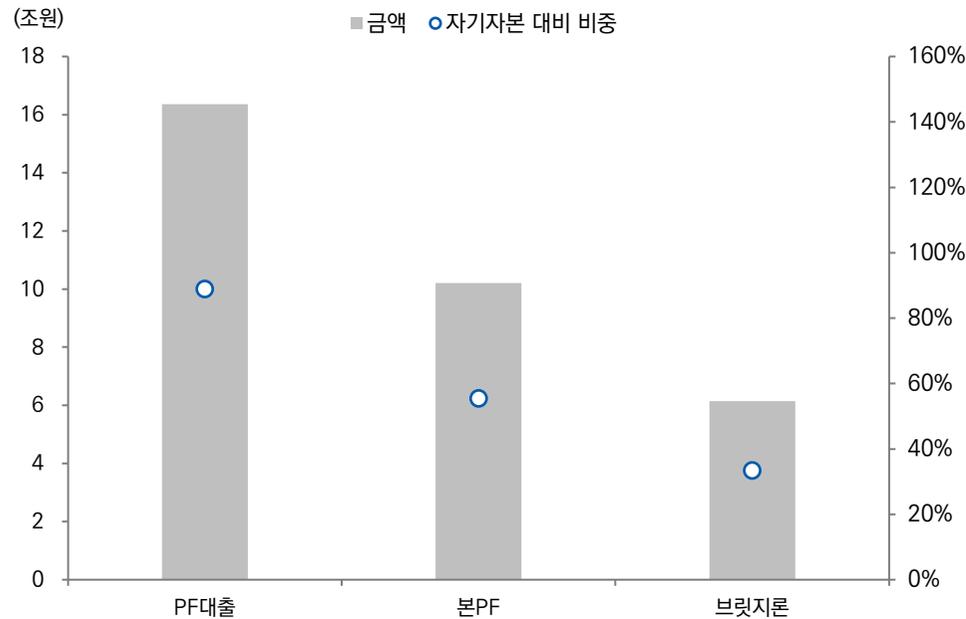


자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

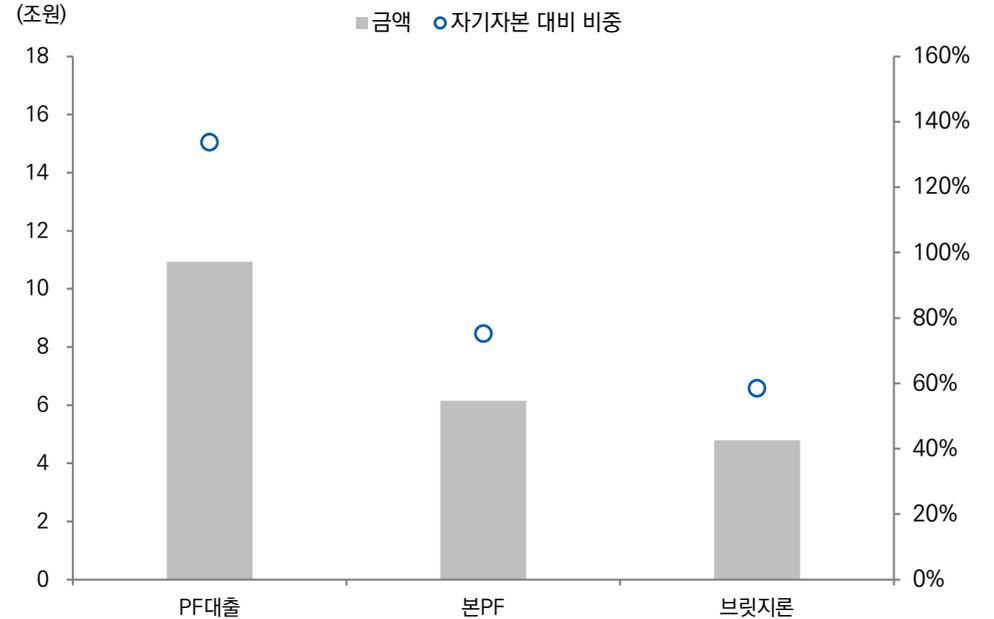
A급 이하 캐피탈사 합산 기준 자기자본 규모 상회하는 PF 대출 보유

- 2023년 말 기준 캐피탈사 PF 대출 규모 27.2조원(본PF 16.3조원, 브릿지론 10.9조원(일반대출로 분류된 토지담보대출 등 포함))으로 집계됨
- AA급 캐피탈사 합산 PF 대출 16.4조원. 자기자본 대비 88.8% 규모로 집계됨
- 본PF 10.2조원, 브릿지론 6.1조원, 비중은 각각 62%, 38%로 구성되어 있음
- A급 이하 캐피탈사 합산 PF 대출 10.9조원이며, 자기자본 대비 133.8%에 달하는 규모. AA급 대비 절대 규모는 작지만, 자기자본 대비 익스포저는 크게 나타남
- 본PF 6.1조원, 브릿지론 4.8조원으로 비중 각각 56%, 44%로 구성. 상대적으로 위험 수준이 높은 브릿지론 비중이 AA급 대비 많은 것으로 나타남

AA급 캐피탈사 PF대출 규모 및 자기자본 대비 비중



A급 이하 캐피탈사 PF대출 규모 및 자기자본 대비 비중



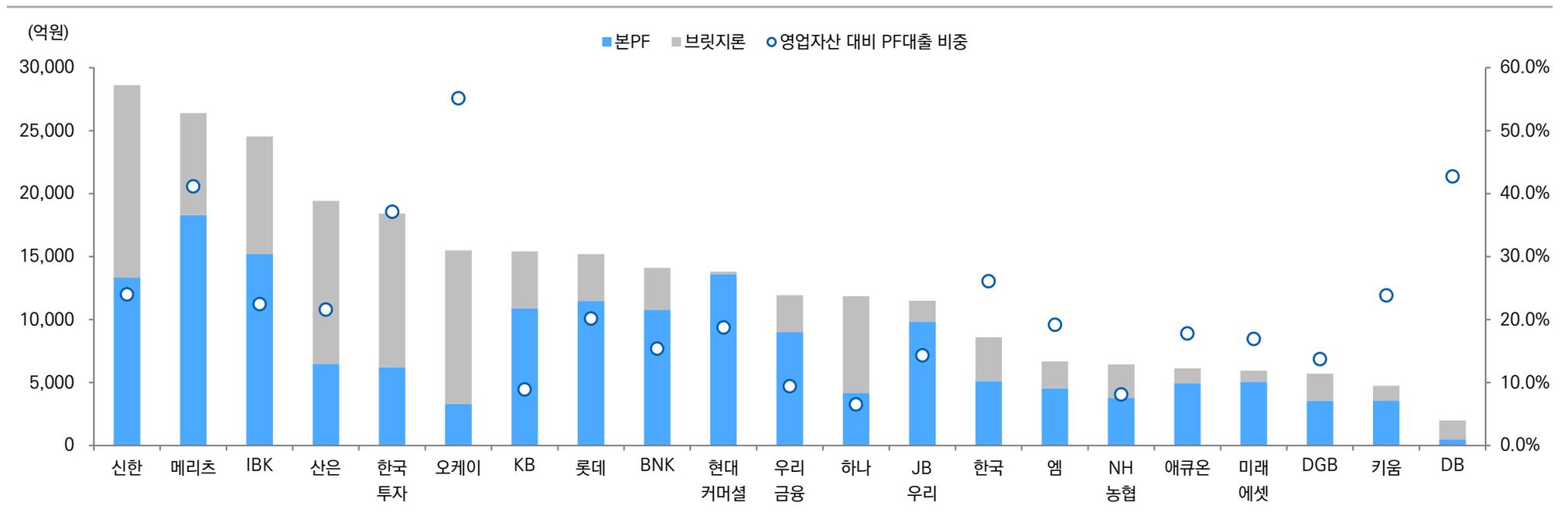
자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

개별 캐피탈사 영업자산 대비 PF 대출 비중 약 21%

- 2023년 12월 말 기준 신한캐피탈이 PF 대출 약 2.9조원 보유. 개별 캐피탈사 중에서는 가장 큰 규모로, 브릿지론도 1.5조원으로 가장 많음
- 신한캐피탈, 메리츠캐피탈, IBK캐피탈 PF 대출 규모 2조원 상회함
- AA급 캐피탈사는 대체로 1조원 상회하는 규모의 PF 대출 보유. NH농협캐피탈(6,447억원), 미래에셋캐피탈(5,939억원)이 1조원 미만 보유함
- AA급 캐피탈사 영업자산 대비 PF 대출 비중은 평균 15.1%로 산출됨
- A급 이하에서는 메리츠캐피탈이 2.6조원 규모로 가장 많은 PF 대출 보유. 한국투자캐피탈, 오케이캐피탈은 총 PF대출 각각 1.8조원, 15조원 중 브릿지론 규모가 약 1.2조원으로 구성되어 있음. 오케이캐피탈은 영업자산 대비 PF 대출 비중 55.1%로 캐피탈사 중 가장 높은 수준임
- A급 이하 캐피탈사 영업자산 대비 PF 대출 비중은 평균 28.7%로 산출됨

캐피탈사 PF 대출 규모



자료: 한국기업평가, 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF 사업성 평가기준 개선안 적용 시 관련 대손 부담 확대 예상

- 2019년 4월 여신금융협회는 부동산 PF 규모 증가에 따른 제반 리스크를 최소화하기 위해 부동산 PF 리스크관리 모범규준을 제정함
- 2023년 8월 PF 분류기준 및 사업성 평가 기준을 구체화하는 방향으로 부동산 PF 리스크관리 모범규준 개정(2023년 9월부터 적용)함
- 기존 일반기업대출로 분류되던 유효담보가액 130% 이상(LTV 약 77% 이하)의 브릿지론이 부동산 PF로 분류되며 사업성 평가기준 중 보통 ('요주의' 자산으로 분류) 사업장 분류 예시가 구체화됨
- 2024년 5월 부동산 PF 평가기준 개선안 제시. 평가등급 세분화해 부실우려 등급 사업장은 총당금을 회수의문 수준으로 적립하도록 함
- PF 사업성 평가기준 개선안에 따라 캐피탈사의 추가적인 건전성 분류와 대손충당금 인식이 예상됨에 따라 대손 부담이 확대될 것으로 전망됨

부동산 PF 리스크관리 모범규준 적용 범위 및 자산군 별 총당금 적립 비율

구분		변경 전	변경 후
본 PF		부동산 PF	부동산 PF
브릿지론	유효담보가액 130% 미만 (LTV 약 77% 초과)	부동산 PF	부동산 PF
	유효담보가액 130% 이상 (LTV 약 77% 이하)	기존 건	일반기업대출
		신규 건 (기존 건의 리파이낸싱 포함)	일반기업대출
건전성 분류	가계대출	기업대출	부동산 PF
정상	1%	1%	2%(원만기 경과 시 3%)
요주의	10%	1%	10%
고정	20%	20%	30%
회수의문		75%	
추정손실		100%	

자료: 여신금융협회, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF 사업성 평가등급 세분화 ('24.5.)

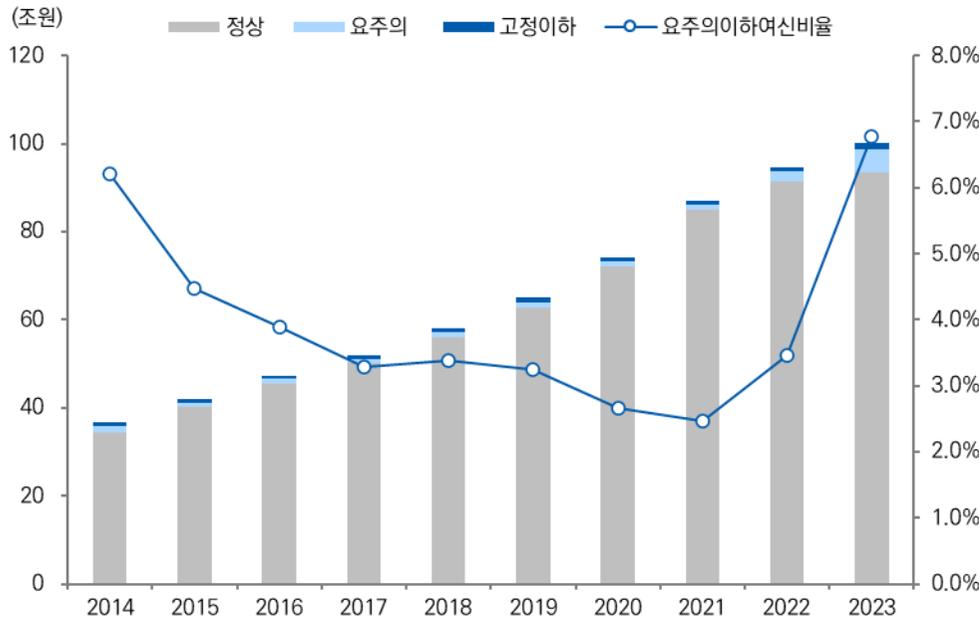
현행		개선	
양호	사업성 및 사업 진행 상황이 양호	양호	사업성 및 사업 진행 상황이 양호
보통	향후 사업성 저하 잠재요인 존재	보통	일시적 애로요인이 있으나 사업 진행에 큰 차질이 없다고 판단
악화우려	사업 진행 지연, 사업성 미흡 등으로 사업 추진이 곤란	유의	지속적·중대한 애로요인으로 사업 진행에 상당한 차질 예상
		부실우려	지속적·중대한 애로요인으로 추가적인 사업진행 곤란

자료: KR, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

건전성 분류 기준 강화로 요주의이하여신 비중 증가

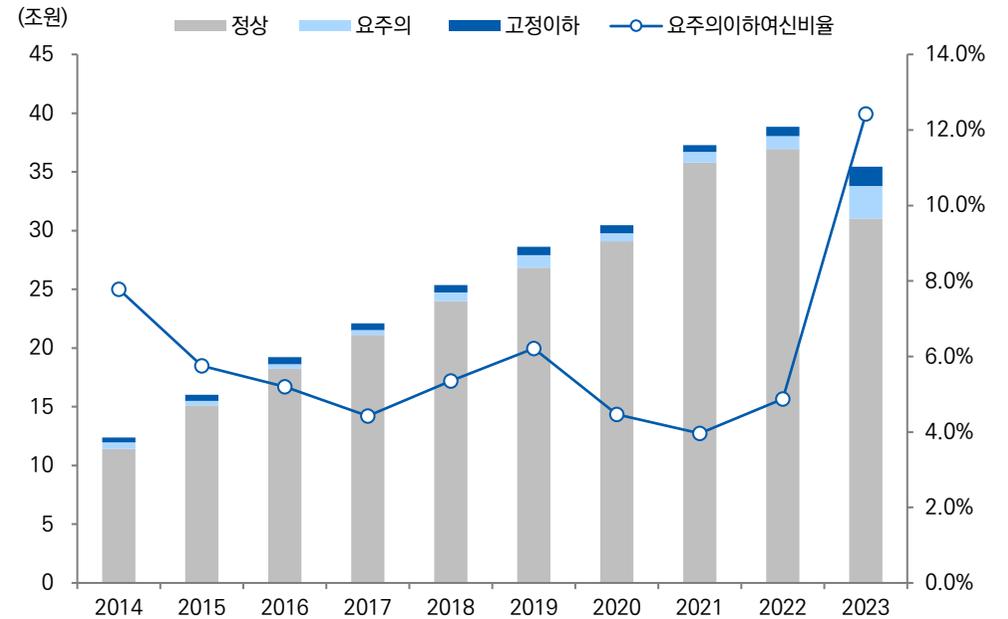
- 2023년 9월부터 개정된 부동산 PF 리스크관리 모범규준이 시행됨에 따라 이전 대비 강화된 건전성 분류 기준 적용됨
- 2023년 12월말 기준 AA급 캐피탈사 건전성 분류대상 채권은 약 100조원으로 집계됨. 요주의이하여신은 6.8조원으로 전체 대비 6.8% 비중. 요주의여신이 2022년 2.3조원에서 2023년말 5.1조원으로 증가했음. 동기간 고정이하여신도 1조원에서 1.6조원으로 증가했음
- A급 이하 캐피탈사 건전성 분류대상 채권은 약 35조원으로 2022년 약 39조원 대비 감소함. 영업자산 감소 및 부실채권 상각·매각에 기인한 것으로 추정됨. 2023년 12월 말 기준 요주의이하여신 4.4조원으로 전체 채권 대비 12.4% 구성. 요주의여신이 2022년 1조원에서 2023년 2.8조원으로 증가했으며, 고정이하여신 0.8조원에서 1.6조원으로 증가했음

AA급 캐피탈사 건전성 분류 대상 자산 구성 추이



자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 건전성 분류 대상 자산 구성 추이

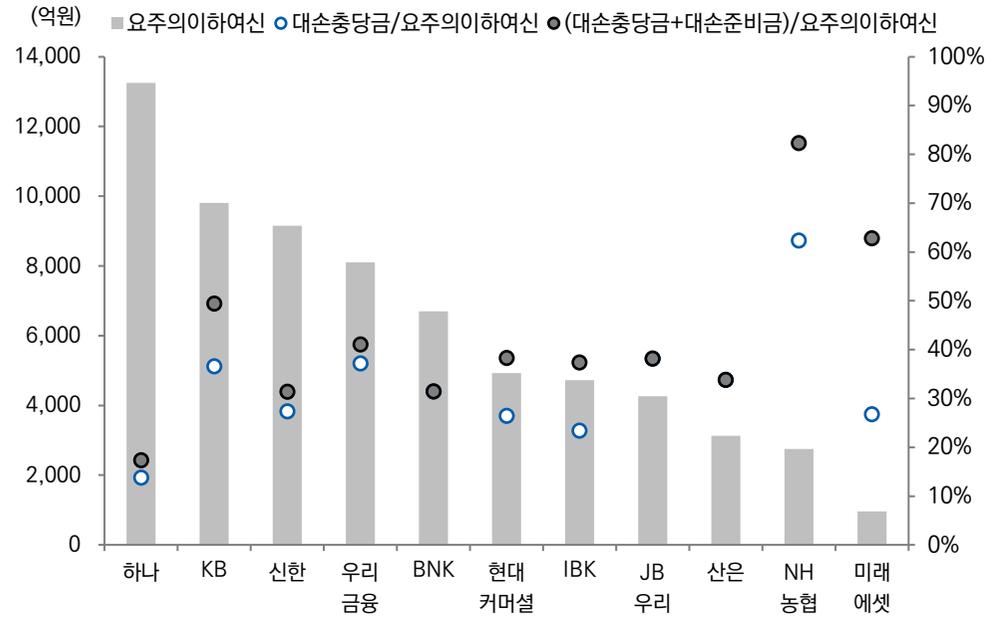


자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

요주의이하여신 대비 대손충당금적립률은 높지 않은 수준

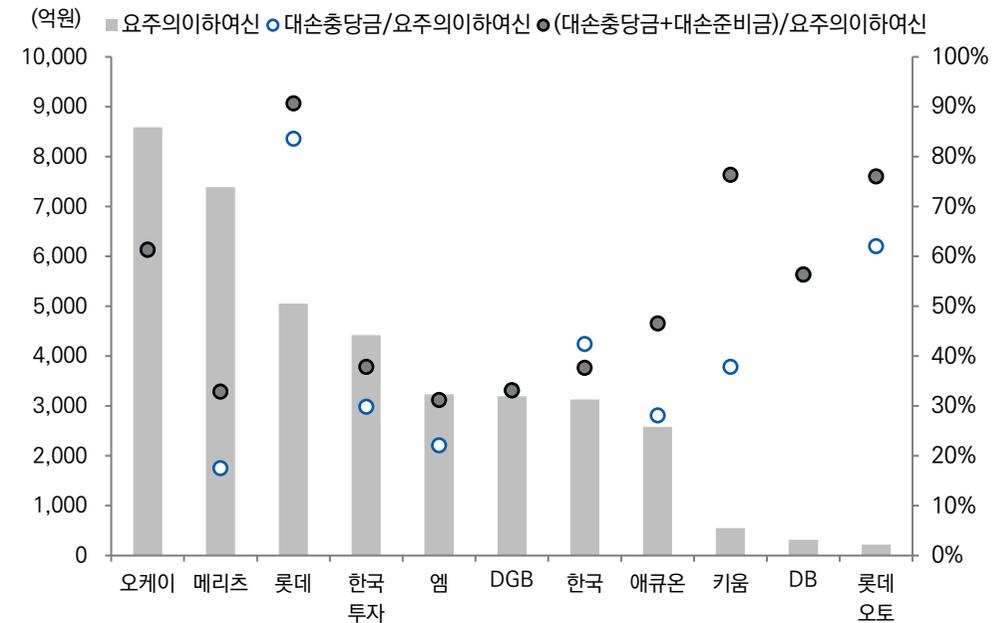
- 2023년 12월 말 기준 AA급 캐피탈사 중 요주의이하여신 규모 가장 큰 곳은 하나캐피탈로 1.3조원 요주의이하여신 보유. 요주의이하여신 대비 대손충당금적립비율은 13.8%로 Peer 대비 낮은 수준임
- AA급 캐피탈사 평균 요주의이하여신 대비 대손충당금적립률 32.5%로 높지 않은 수준. PF 익스포저가 크지 않은 NH농협캐피탈, 미래에셋캐피탈이 요주의이하여신 규모가 작아 상대적으로 대손충당금적립률이 높게 나타남
- A급 이하 캐피탈사 중에서는 오케이캐피탈이 8,586억원으로 가장 큰 규모의 요주의이하여신 보유. 요주의이하여신 대비 대손충당금적립률은 61%로 Peer 대비 높은 수준. A급 이하 캐피탈사 평균 요주의이하여신 대비 대손충당금적립률 41.5%로 산출
- 요주의여신이 고정이하여신이 될 가능성을 고려했을 때, 요주의여신에 대해서도 보수적인 기조로 총당금 적립할 것이 요구되고 있음

AA급 캐피탈사 요주의이하여신 대비 대손충당금적립률



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 요주의이하여신 대비 대손충당금적립률

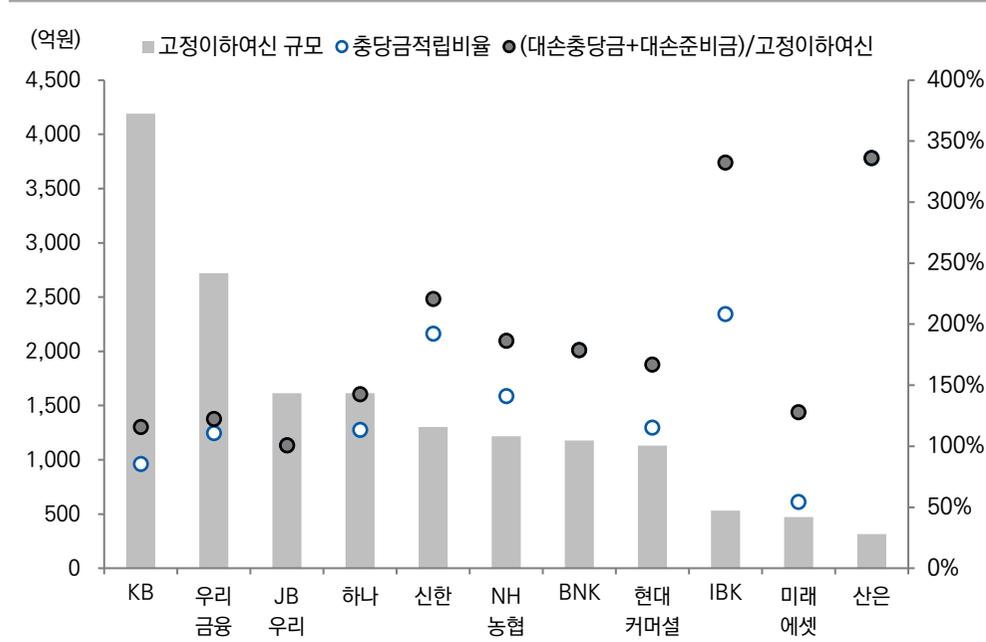


자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

고정이하여신 대비 대손충당금적립률

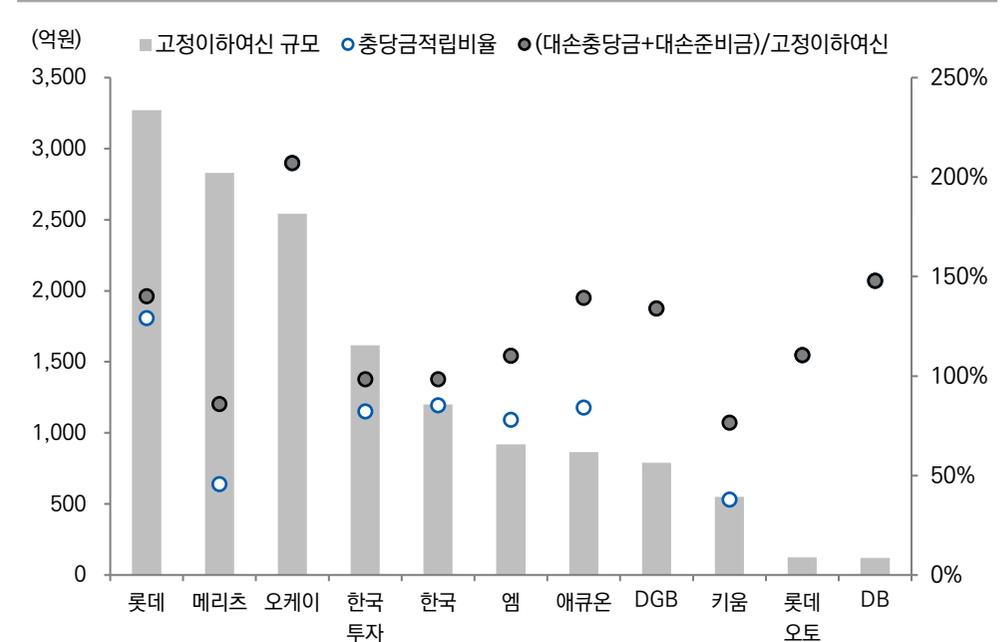
- AA급 캐피탈사 건전성분류대상채권 중 평균 고정이하여신 비율 1.6%, 고정이하여신 대비 대손충당금 적립률은 124%로 산출됨
- KB캐피탈이 4,190억원으로 가장 많은 고정이하여신 보유. 고정이하여신비율 2.8%로 Peer 대비 높은 수준이며, 고정이하여신 대비 총당금 적립률은 85%로 충분치 못한 수준으로 판단됨
- A급 이하 캐피탈사 평균 고정이하여신 비율 4.6%, 고정이하여신 대비 대손충당금 적립률 111%로 산출됨
- 롯데캐피탈이 3271억원으로 가장 많은 고정이하여신 보유. 고정이하여신비율 4.4%로 Peer 대비 소폭 낮은 수준이며, 고정이하여신 대비 총당금 적립률은 129%로 A급 이하 캐피탈사 중 가장 높은 수준 기록
- 오케이, 롯데, DGB, 롯데오토, DB를 제외한 A급 이하 캐피탈사 대손충당금은 고정이하여신 총액을 하회하는 규모로 파악됨

AA급 캐피탈사 고정이하여신 대비 대손충당금적립비율



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 고정이하여신 대비 대손충당금적립비율

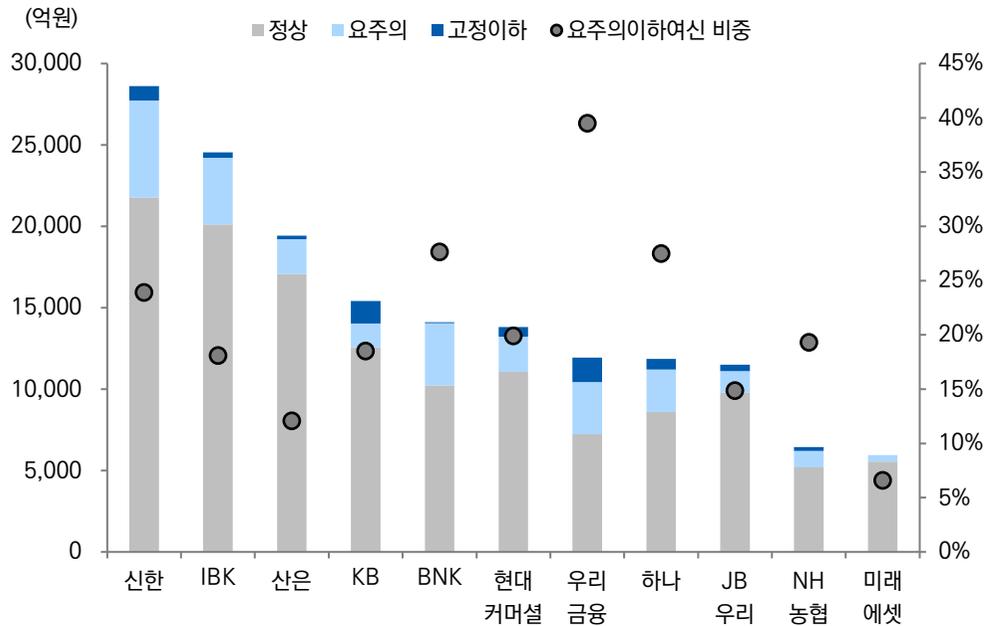


자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

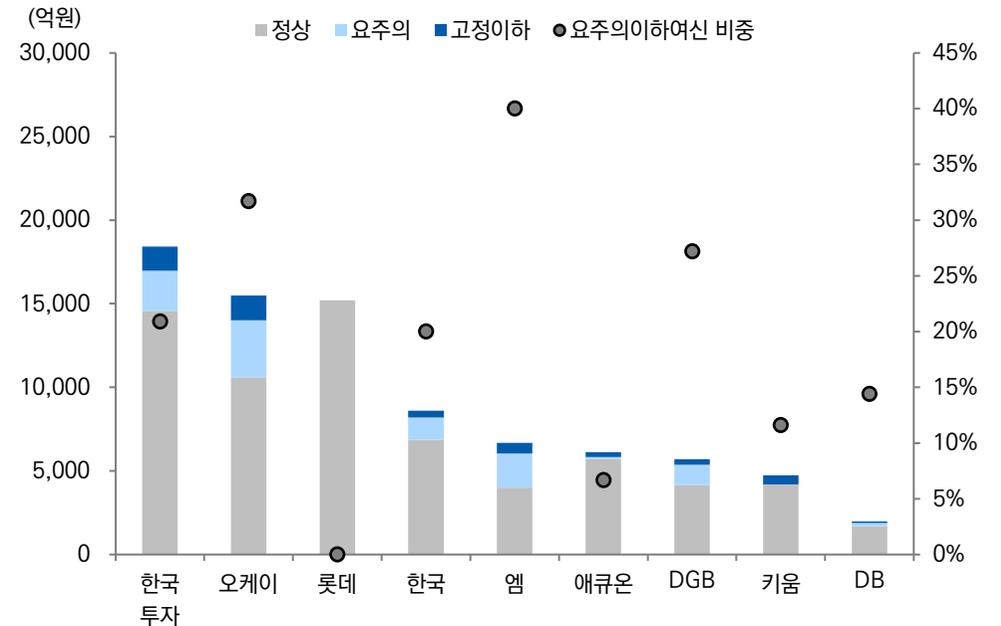
PF 대출 자산 건전성 분류 현황

- 2023년 12월 말 기준 AA급 캐피탈사 PF 대출 중 요주의이하여신이 가장 많은 곳은 신한캐피탈로 5,953억원으로 집계됨
- AA급 캐피탈사 부동산PF 대손충당금 기적립액 1조원. 2023년말 부동산PF 대출 대손충당금 적립률 5.4%(KR), 0.6조원(KIS)
- AA급 PF 대출 요주의이하여신 대비 대손충당금 적립률 16%~26%로 추정
- 2023년 12월 말 기준 A급 이하 캐피탈사 중에서는 오케이캐피탈이 가장 많은 PF대출 요주의이하여신 보유(3,438억원)
- A급 이하 캐피탈사 부동산PF 대손충당금 기적립액 0.5조원. 2023년말 부동산PF 대손충당금 적립률 5.9%(KR), 0.8조원 (KIS)

AA급 캐피탈사 PF 대출 중 요주의이하여신 비중 (2023.12.)



A급 이하 캐피탈사 PF 대출 중 요주의이하여신 비중 (2023.12.)



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

주: 애뮤온캐피탈 2023년 6월말, 오케이캐피탈 2023년 9월말 기준
 자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

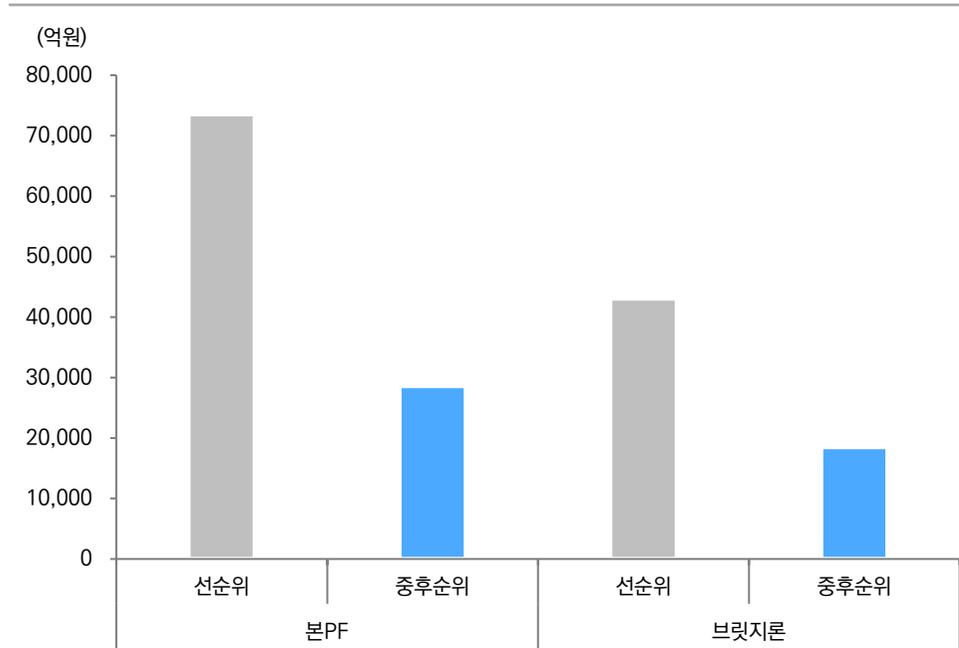
AA급 PF 예상 손실 규모 추정

AA급 캐피탈사 PF대출 예상 손실 규모 산출 가정

구분	변제 순위	비중	지역 및 물건	비중	낙찰가율 가정
본PF	선순위	72%	서울 수도권 주거	41%	70%
	중후순위	28%	서울 수도권 주거 외	20%	50%
지방			39%	50%	
브릿지론	선순위	70%	서울 수도권 주거	36%	70%
	중후순위	30%	서울수도권 주거 외	35%	50%
			지방	29%	50%

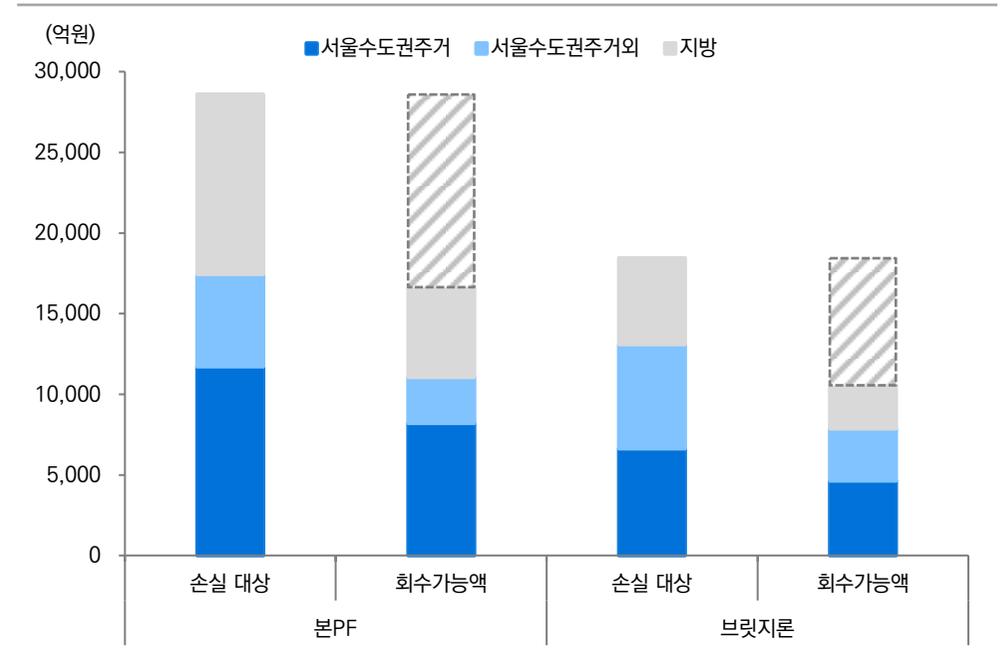
자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

AA급 캐피탈사 PF 대출 트랜치별 규모



자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

AA캐피탈사 PF 대출 예상 손실 규모



자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

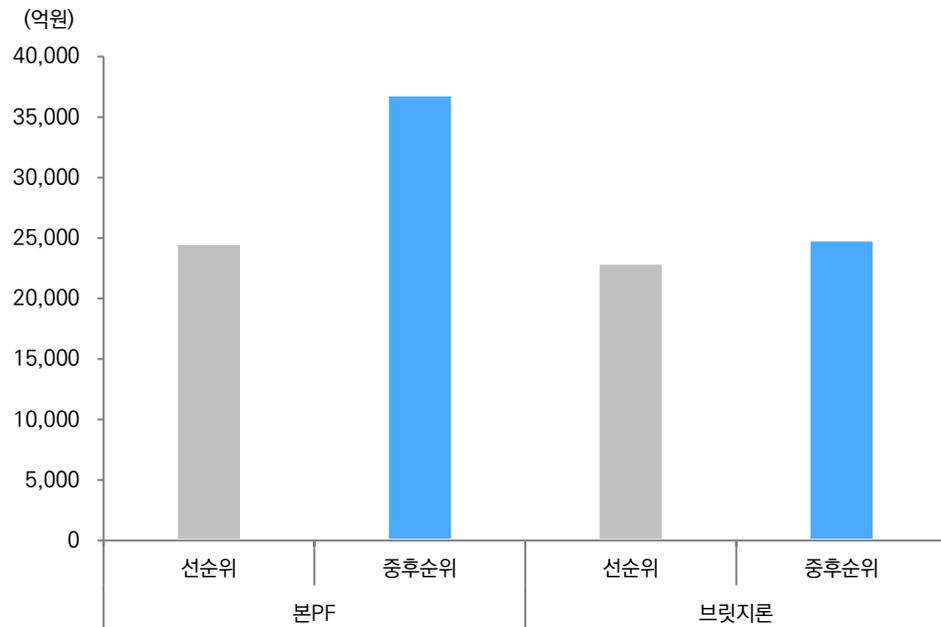
A급 PF 예상 손실 규모 추정

A급 이하 캐피탈사 PF대출 예상 손실 규모 산출 가정

구분	변제 순위	비중	지역 및 물건	비중	낙찰가율 가정
본PF	선순위	40%	서울 수도권 주거	31%	70%
			서울 수도권 주거 외	32%	50%
	중후순위	60%	지방	37%	50%
브릿지론	선순위	48%	서울 수도권 주거	17%	70%
			서울수도권 주거 외	48%	50%
	중후순위	52%	지방	35%	50%

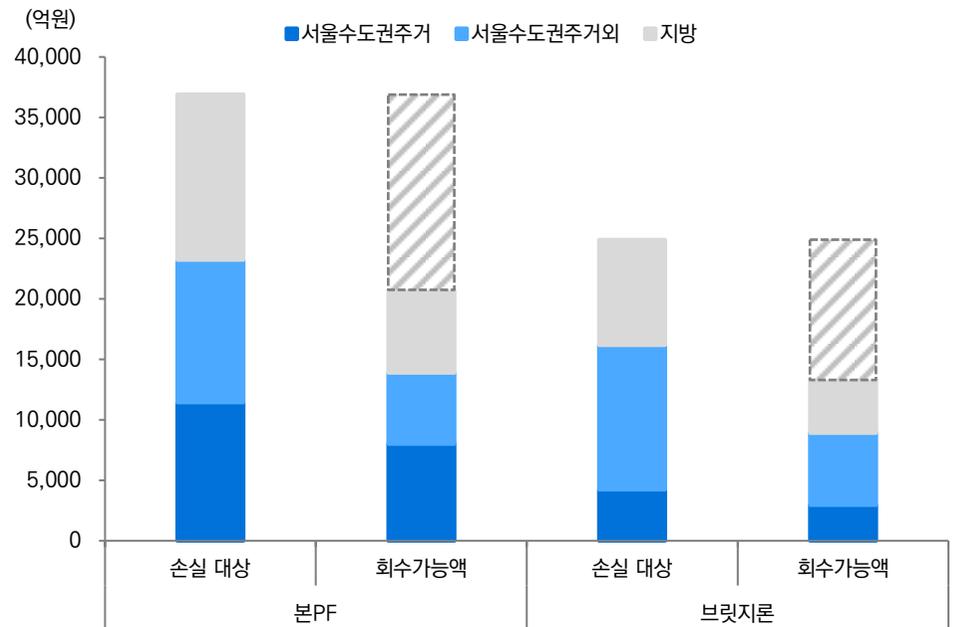
자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 PF 대출 트랜치별 규모



자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 PF 대출 예상 손실 규모

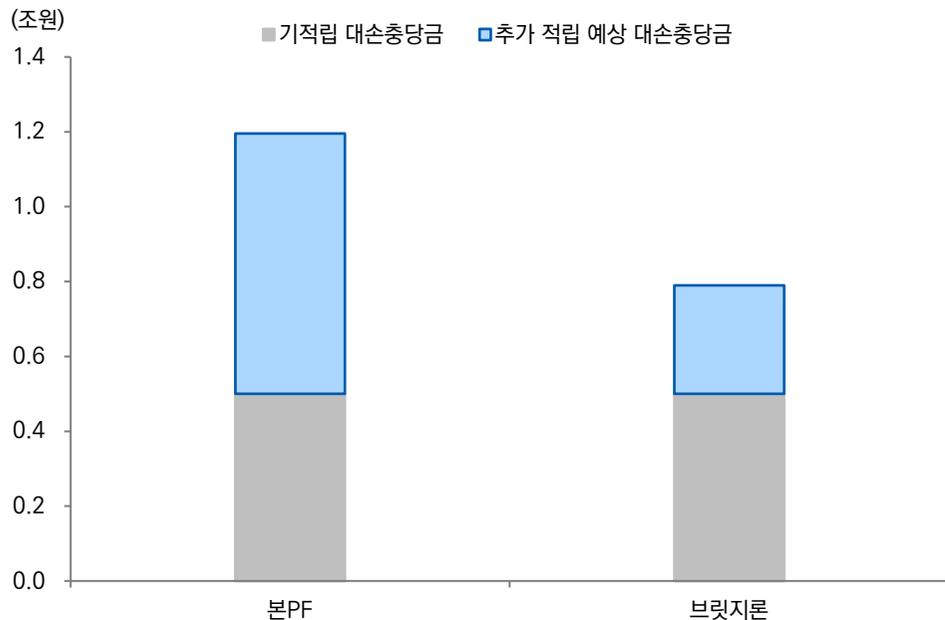


자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

PF 추정 손실 규모 고려 시 추가 적립 대손충당금 부담 확대 예상

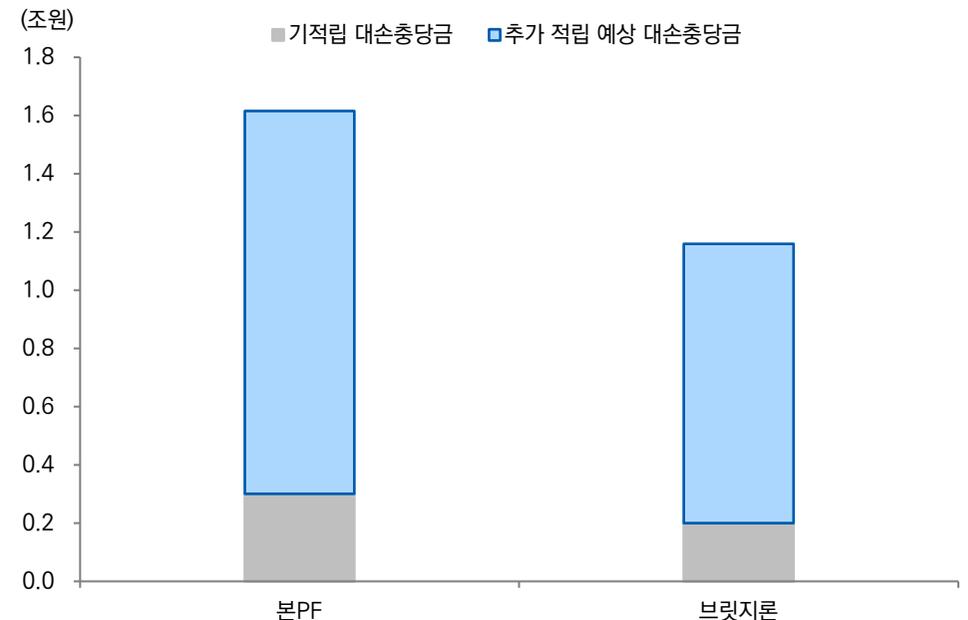
- AA급 PF 대출 관련 예상 손실 본PF 1.2조원, 브릿지론 0.79조원으로 추정됨
- 기적립 총당금(본PF 0.5조원, 브릿지론 0.5조원) 감안한 추가 적립 예상 대손충당금은 본PF 0.7조원, 브릿지론 0.3조원으로 예상됨
- A급 이하 캐피탈사 PF 대출 관련 예상 손실 본PF 1.6조원, 브릿지론 1.6조원으로 추정됨
- 기적립 총당금(본PF 0.3조원, 브릿지론 0.2조원) 감안한 추가 적립 예상 대손충당금은 본PF 1.3조원, 브릿지론 1.0조원으로 예상됨
- A급 이하 캐피탈사의 PF 자산 익스포저가 AA급 대비 변제순위, 입지, 물건 특성 등 측면에서 열위에 있어 손실 가능성이 크게 산출됨
- A급 이하 캐피탈사의 대손충당금 추가 부담이 확대될 것으로 예상됨

AA급 캐피탈사 추가 적립 예상 대손충당금 규모



자료: 유안타증권 리서치센터, NICE신용평가

A급 캐피탈사 추가 적립 예상 대손충당금 규모

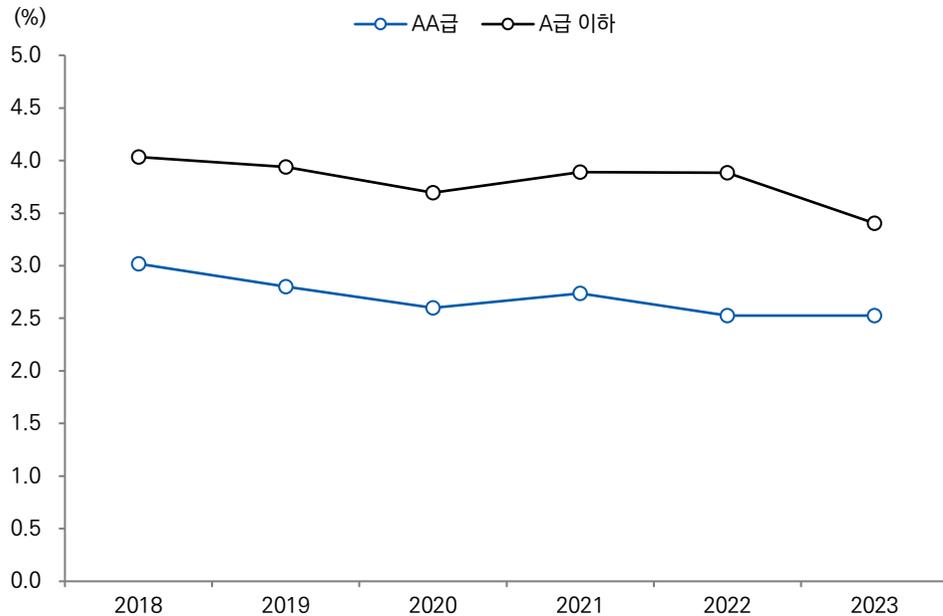


자료: 유안타증권 리서치센터, NICE 신용평가

조달 환경 악화로 A급 이하 캐피탈사 수익성 저하

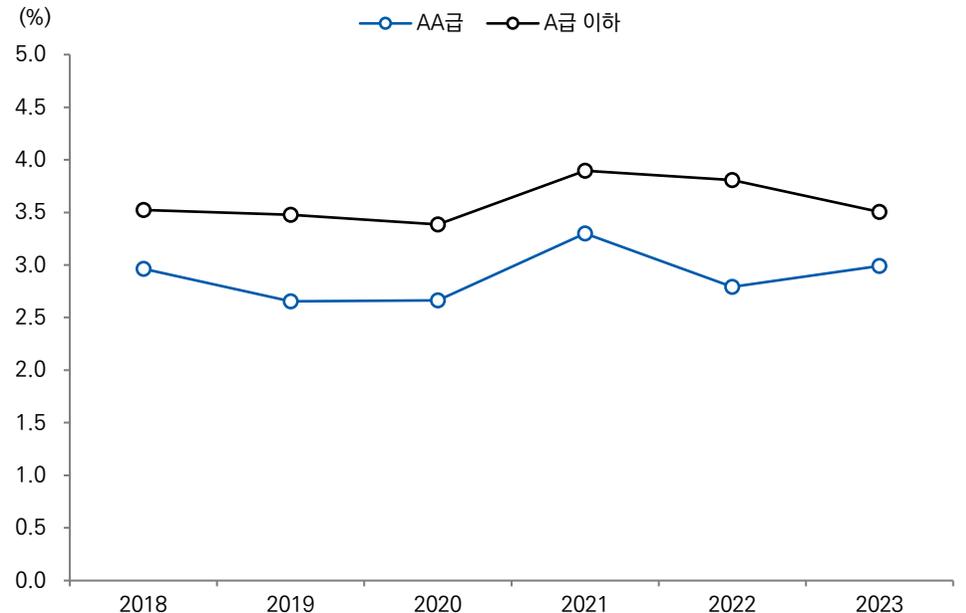
- 2023년 AA급 캐피탈사 총자산 대비 이자마진은 전년 대비 유지된 반면, A급 이하 이자마진을 전년 대비 0.5%p 하락했음
- 2023년 운용수익률-조달비용률 스프레드가 전년 대비 AA급 34bp, A급 이하 84bp 축소되었음
- A급 이하 캐피탈사의 자금 조달 환경이 악화되며 조달비용 상승했음
- 총자산 대비 총당금적립전영업이익도 AA급은 전년 대비 0.2% 상승한 반면, A급 이하는 0.3% 하락했음
- AA급 캐피탈사 수익성은 전년 대비 소폭 개선된 반면, A급 이하 캐피탈사 수익성 저하된 것으로 나타남

이자마진/총자산 비율 추이



자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

PPOP/총자산 비율 추이

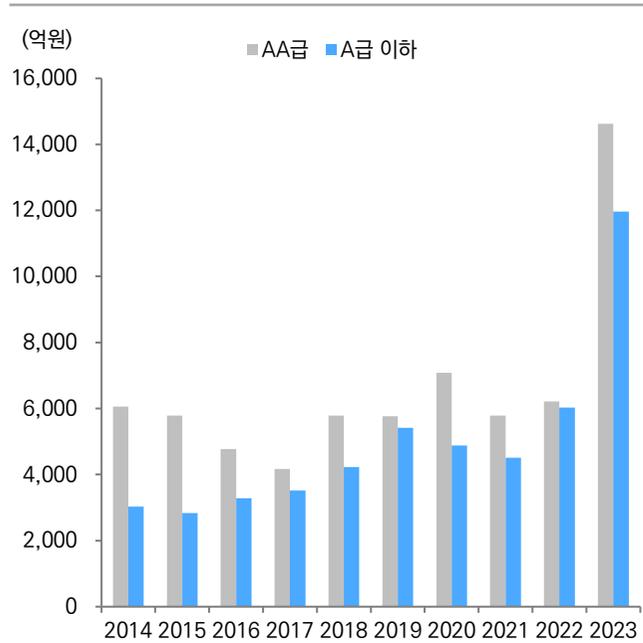


자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

2023년 대손비용 적립 규모 전년 대비 2배 증가

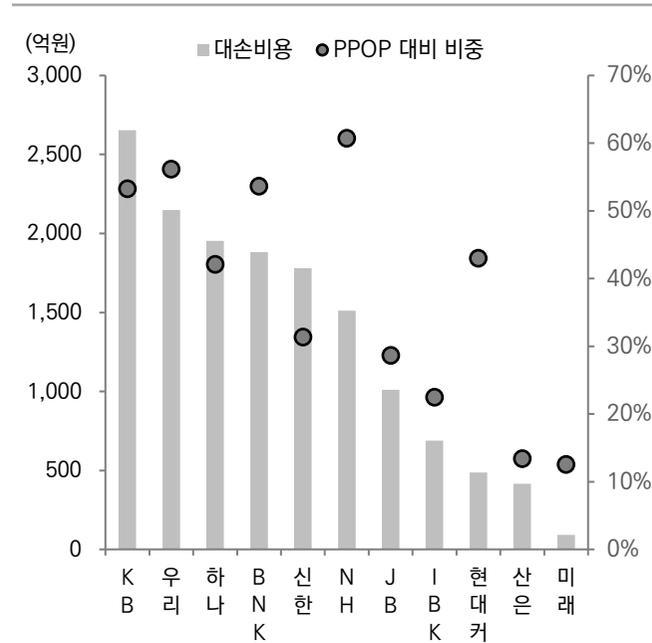
- 2023년 9월 건전성 분류 기준이 강화되며 캐피탈사 전반적으로 총당금 적립 규모가 확대되었음
- 2023년 AA급 캐피탈사 대손비용 1.46조원, A급 이하 캐피탈사 1.2조원으로 집계됨. 2022년 각각 6,000억원 대비 약 2배 이상 증가했음
- AA급 캐피탈사는 PPOP의 약 40%를, A급 이하 캐피탈사는 약 67%를 대손비용으로 인식한 것으로 파악됨

캐피탈사 합산 대손비용 추이



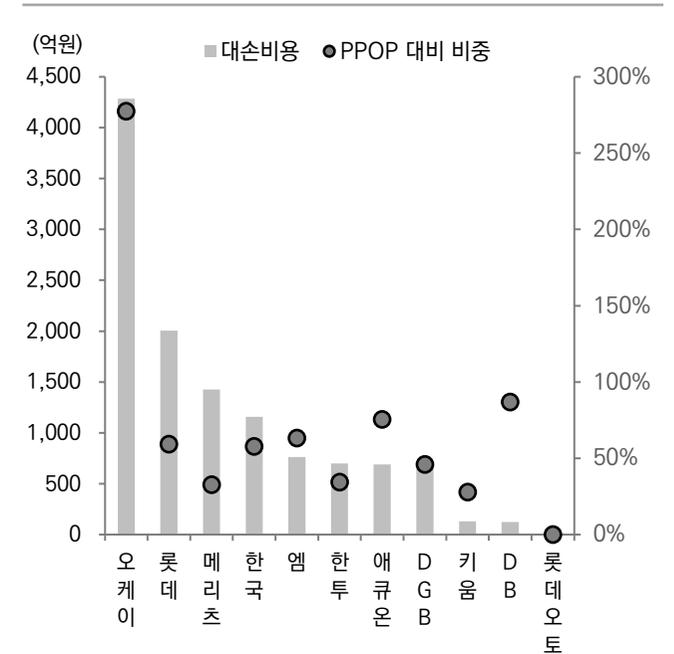
자료: 한국기업평가, 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

AA급 캐피탈사 대손비용 및 PPOP 대비 비중 (2023)



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 대손비용 및 PPOP 대비 비중 (2023)

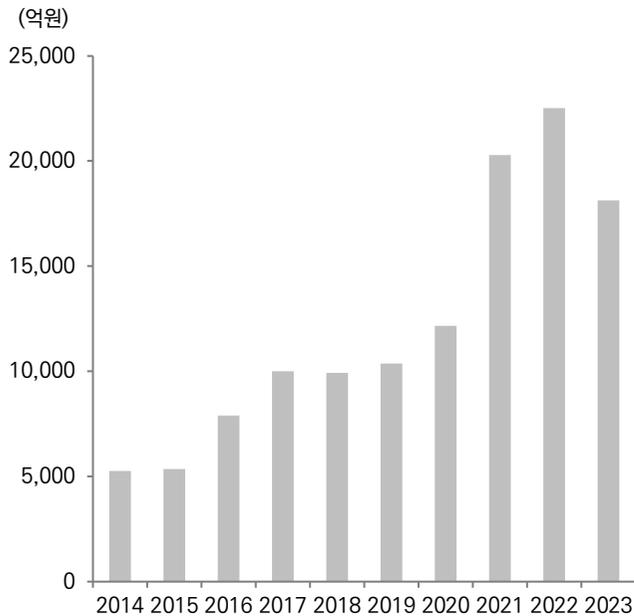


자료: 한국기업평가, 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

2023년 당기순이익 전년 대비 감소. A급 이하 당기순이익 급감

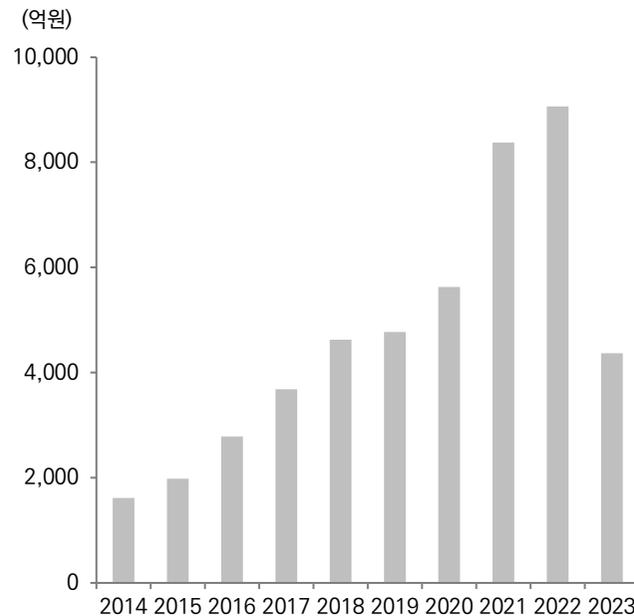
- 2021~2022년 캐피탈사 당기순이익 크게 성장했으나, 2023년 AA급, A급 이하 모두 당기순이익 전년 대비 급감했음
- AA급은 전년 대비 평균 13% 감소. 현대커머셜, 우리금융, 미래에셋, BNK 당기순이익 감소 폭 크게 나타남
- A급 이하는 한국캐피탈 제외 개별 캐피탈사 모두 전년 대비 당기순이익 감소했음. 오케이캐피탈이 2,203억원 당기순손실을 기록했으며, 그외 애큐온, M, DB캐피탈의 당기순이익 전년 대비 감소 폭이 컸던 것으로 파악됨
- ROA도 전년 대비 하락. AA급 평균 ROA 1.5%, A급 이하 평균 ROA 0.6%로 산출됨
- 대손비용 추가 부담으로 수익성 저하 예상되는 가운데, PPOP 기준 총당금 적립 완충력 열위에 있는 캐피탈사 중심으로 모니터링이 필요함

AA급 캐피탈사 합산 당기순이익 추이



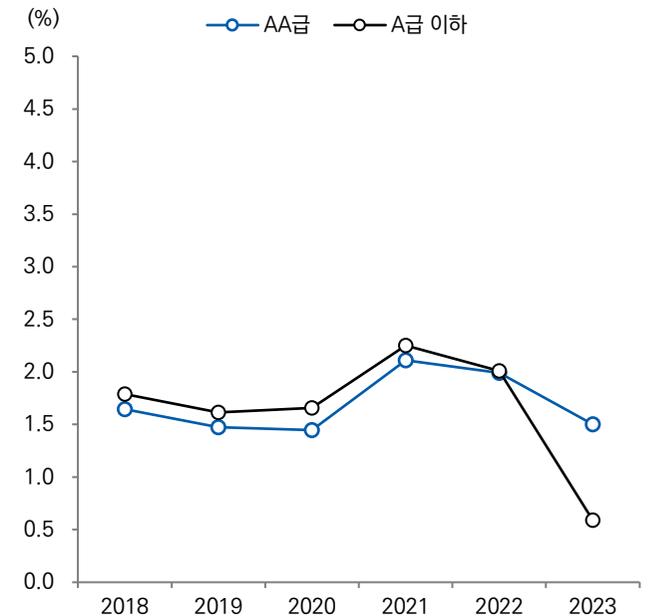
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 합산 당기순이익 추이



자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

평균 ROA 추이

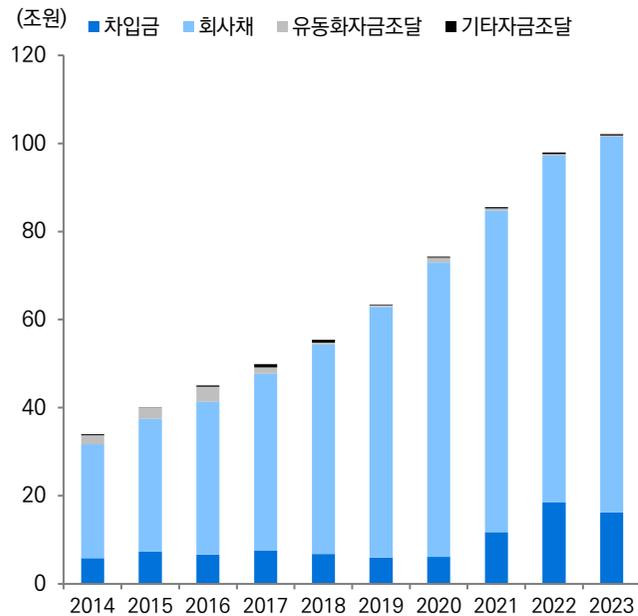


자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

캐피탈채 비우호적 수급 환경 지속. 신용등급별 채권 발행 규모 격차 확대

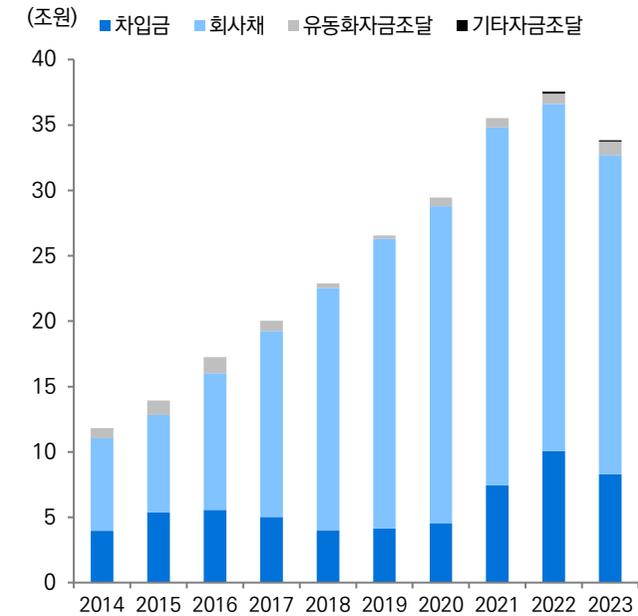
- 캐피탈사의 주요 자금 조달은 회사채 발행을 통해 이루어짐. 2023년 말 기준 부채 중 AA급 84%, A급 이하 72%가 회사채로 구성됨
- 금리 상승에 따른 시장 유동성 감소와 투자심리 위축으로 캐피탈채 수요 축소됨
- 기타금융채 발행규모는 AA급 캐피탈사가 압도적이었으나, A급 이하 캐피탈사와의 채권 발행 규모의 격차가 더욱 확대되고 있음
- 기타금융채 만기도래 물량 2024년 54조원, 25년 48조원, 26년 31조원 등으로 차환 발행 부담 상존함

AA급 캐피탈사 자금 조달 구조



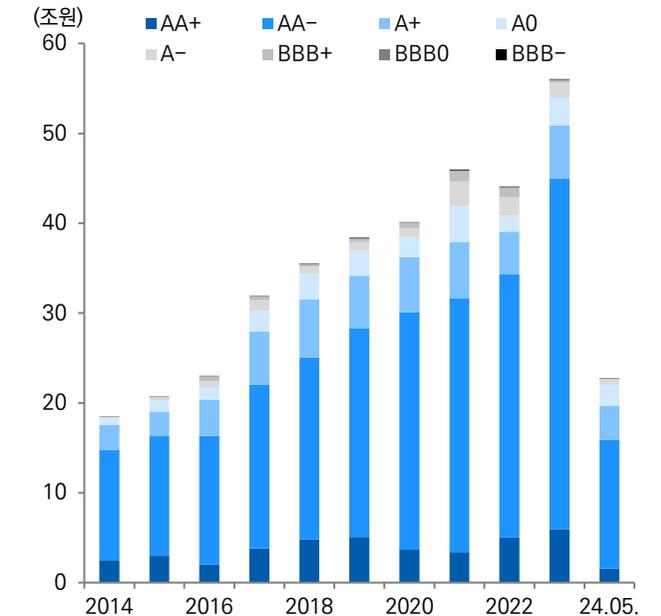
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 자금 조달 구조



자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

신용등급별 기타금융채 발행 규모 추이



자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

A급 이하는 단기성차입부채 고려한 단기 유동성 대응 능력 모니터링 필요

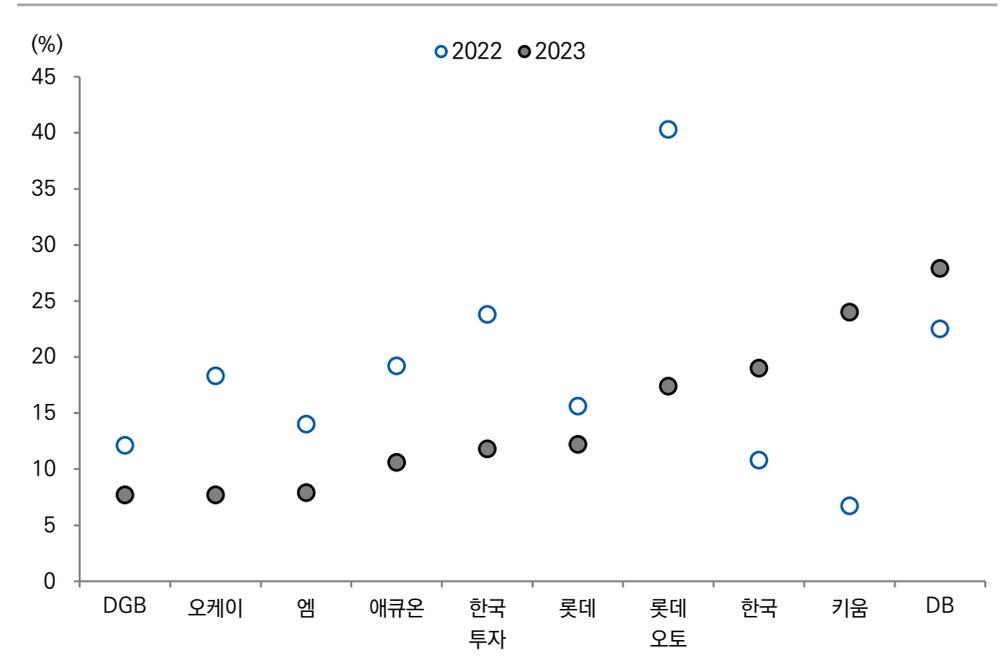
- 캐피탈채 수요 약화, 2023년 고금리 상태 지속되어 왔으며, 2024년에도 금리 관련 변동성 확대되는 구간 지속
- 신용도 열위에 있는 캐피탈사들의 발행 만기의 단기화 추세 지속되고 있음. 금리 상승기에 만기 격차 확대될 수 있어 모니터링 필요함
- 2023년 말 기준 AA급 단기차입의존도는 4.4%이나, 잔존만기 1년 이내인 단기성차입부채 합산 단기차입의존도는 46%로 산출됨
- 신한캐피탈, JB 우리캐피탈이 전년 대비 단기차입의존도가 상승했으며, Peer 대비 단기차입의존도도 높게 나타났음
- A급 이하 캐피탈사 단기차입의존도는 12.6%이며, 단기성차입부채 합산 시 단기차입의존도는 65%로 산출됨
- 단기성차입부채 합산한 단기차입의존도 높게 나타나는 캐피탈사들의 차환 부담 고려한 실질 유동성 대응 능력 모니터링 필요함

AA급 캐피탈사 단기차입의존도



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 단기차입의존도

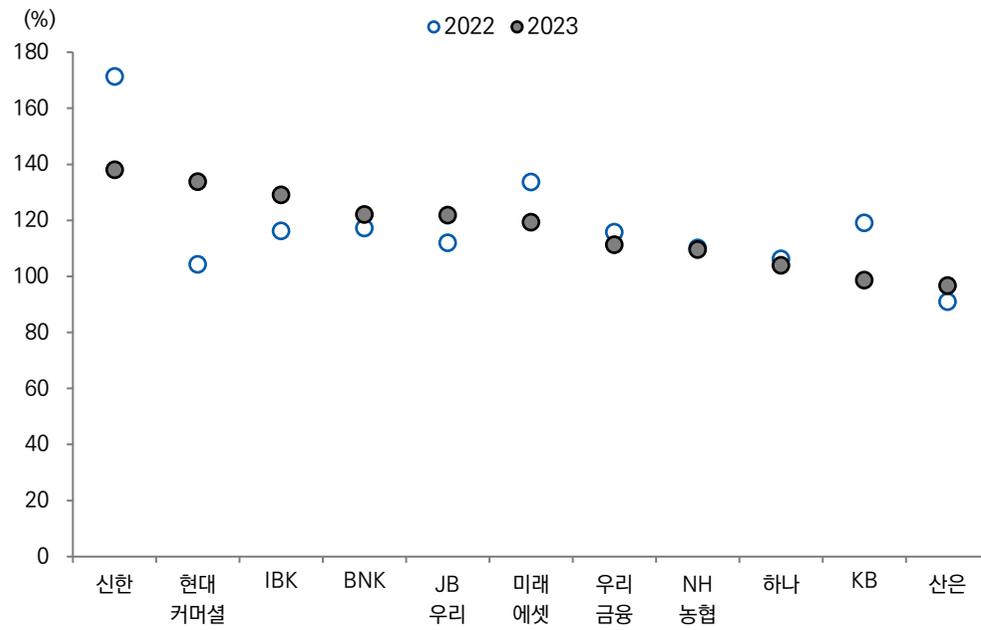


자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

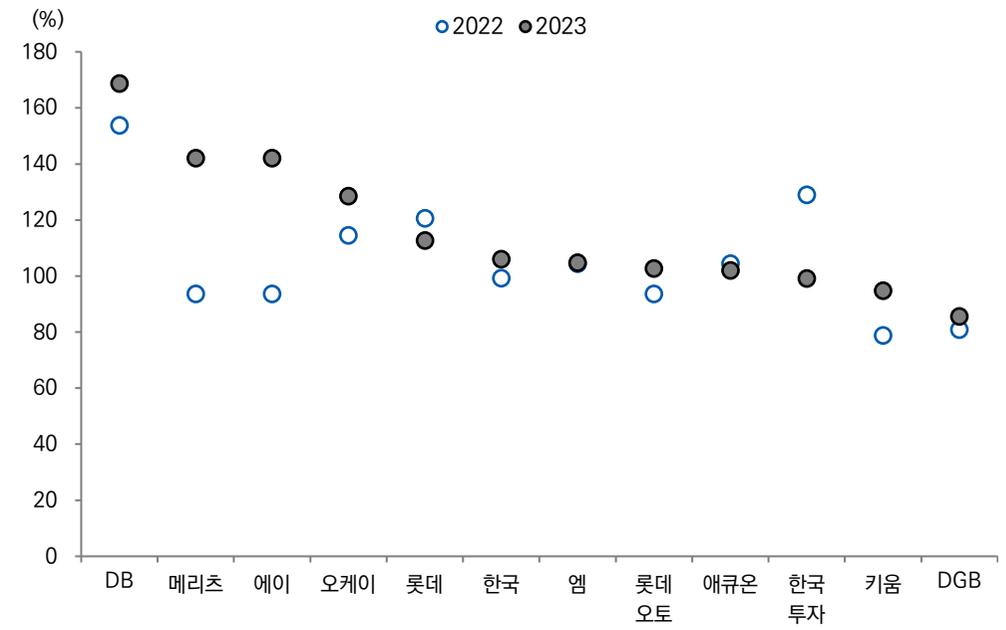
부동산PF 만기 연장에 따라 1년 이내 만기도래 자산/부채 지표 변동 폭 확대

- 2023년 AA급 1년 이내 만기도래 자산/부채비율은 116.7%로 2022년 117.8% 대비 소폭 하락
- 2023년 A급 이하 1년 이내 만기도래 자산/부채비율은 113.2%로 2022년 107.7% 대비 상승
- 잔존만기 1년 이내인 자산 일부가 만기 연장될 경우 지표 산식상 분자에 해당하는 유동자산 규모가 감소하게 되어 유동성 비율 하락하게 됨. 1년 이내 회수 예정이었던 운용 자산의 만기가 연장되면서 1년 이내 만기 도래 유동 부채에 대한 상환부담이 증가하게 됨
- 최근 부동산PF 자산을 중심으로 만기 연장이 빈번하게 이루어짐에 따라 단기 유동성 지표 변동 폭 확대됨
- 1년 이내 만기 도래 자산에 포함된 부동산 PF의 실질 회수 가능성을 고려할 필요가 있음

AA급 캐피탈사 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율



A급 이하 캐피탈사 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율



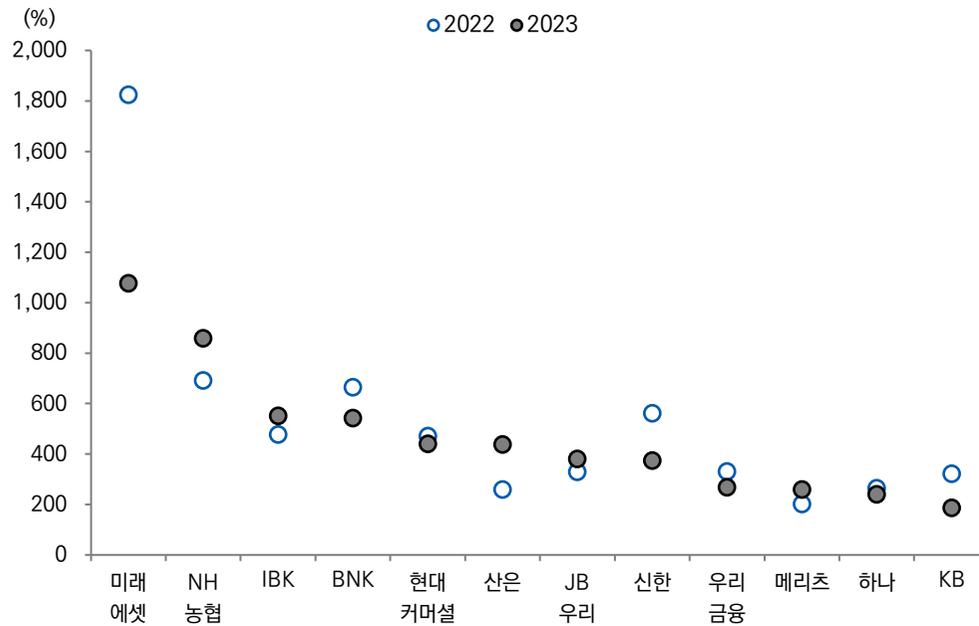
자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

즉시가용유동성비율 전년 대비 하락

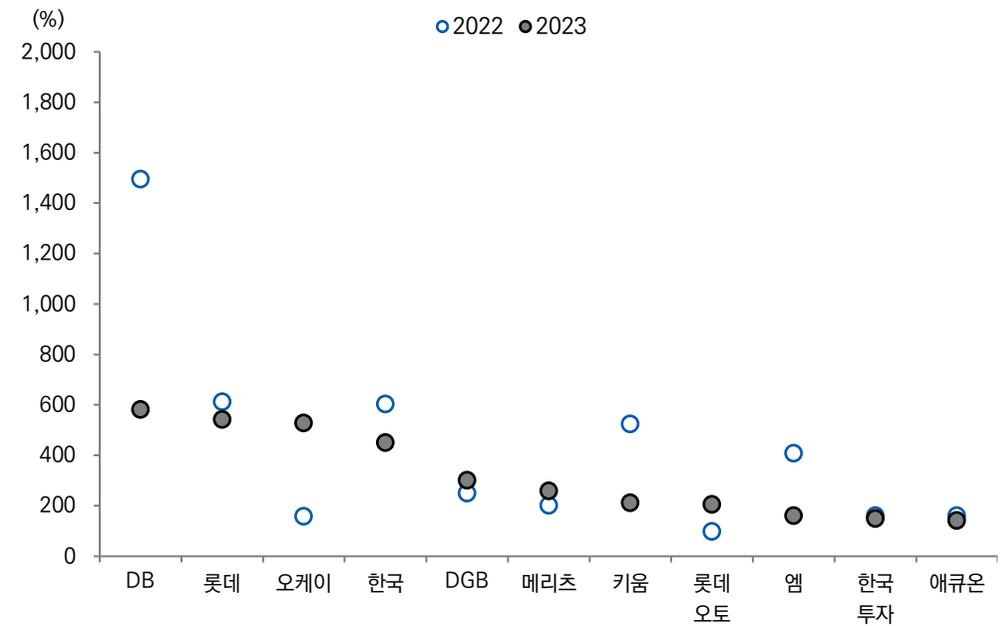
- 즉시가용유동성비율 = 즉시가용유동성자산/1개월 이내 만기도래 부채
- 즉시가용유동성은 발행 환경과 금리 상황에 따라 지표 변동성이 큰 편
- AA급 캐피탈사 '22.12. 442.4% → '23.12. 408.8%. 즉시가용유동성자산 규모 증가했으나, 1개월 이내 만기 도래 부채가 더 큰 비율로 증가
- A급 이하 '22.12. 292.0% → '23.12. 289.6%. 자산, 부채 공히 약 28% 증가해 유사한 비율 유지

AA급 캐피탈사 즉시가용유동성비율



자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 즉시가용유동성 비율

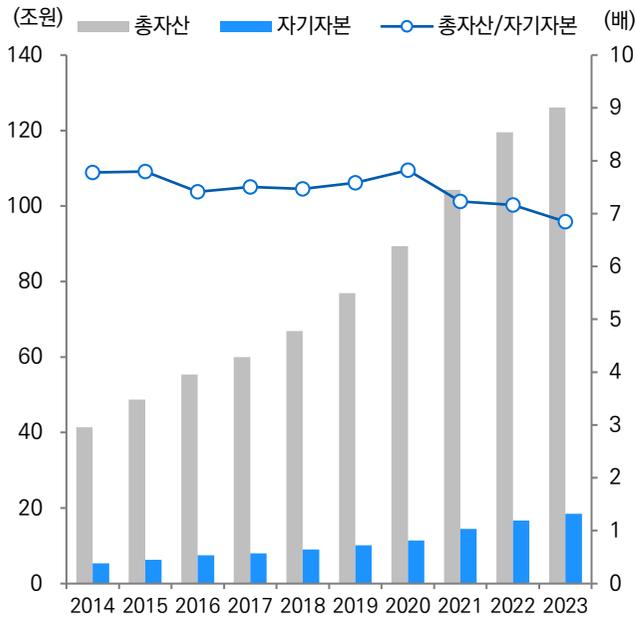


자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

규제 수준 충족하는 자본적정성

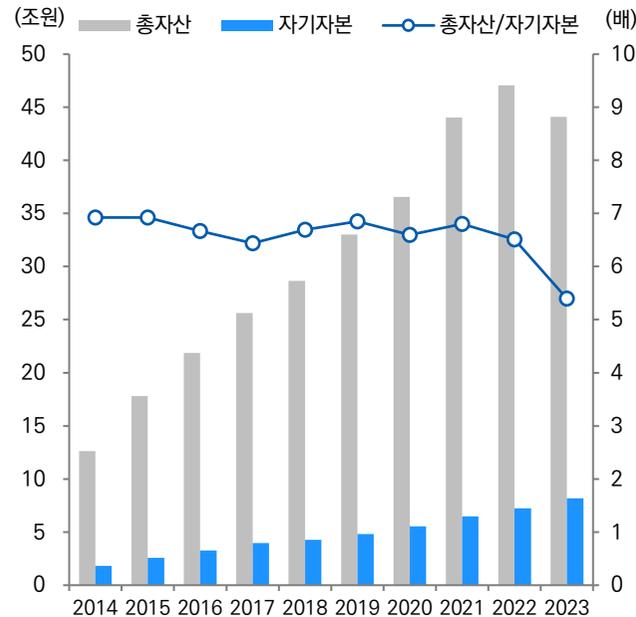
- 2021년 2월 非카드사의 레버리지 한도를 조정하는 감독규정이 개정됨. 2021년 10배, 2022~2024년 9배, 2025년 8배까지 단계적 축소
- 자본 확충을 통해 캐피탈사의 유동성 관리 능력 제고하는 동시에 과도한 영업자산 확대를 제한하는 효과
- 단기적으로는 캐피탈사의 성장성이 제한될 수 있으나, 자본적정성 및 유동성 관리 측면에서는 긍정적
- 2023년 12월 말 기준 총자산/자기자본 비율은 AA급 6.9배, A급 5.4배로 산출
- 개별 캐피탈사 기준 자본적정성 규제 수준은 충족하는 것으로 파악됨

AA급 캐피탈사 평균 총자산/자기자본 비율 추이



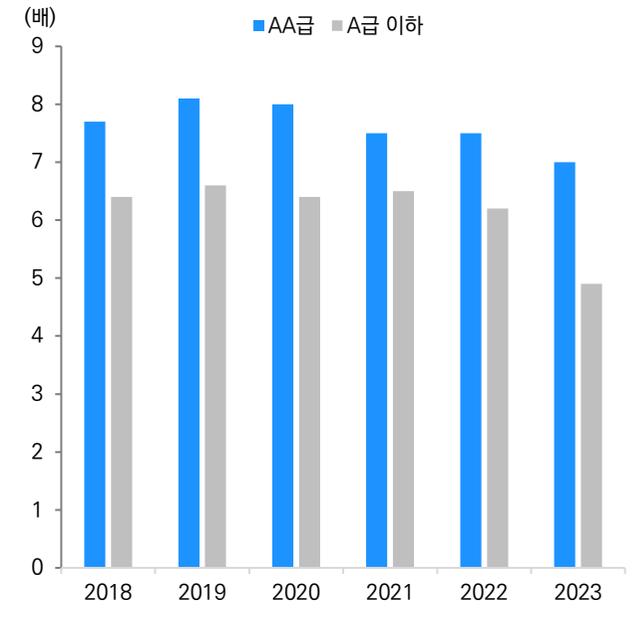
자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

A급 이하 캐피탈사 평균 총자산/자기자본 비율 추이



자료: 한국기업평가, 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

조정레버리지

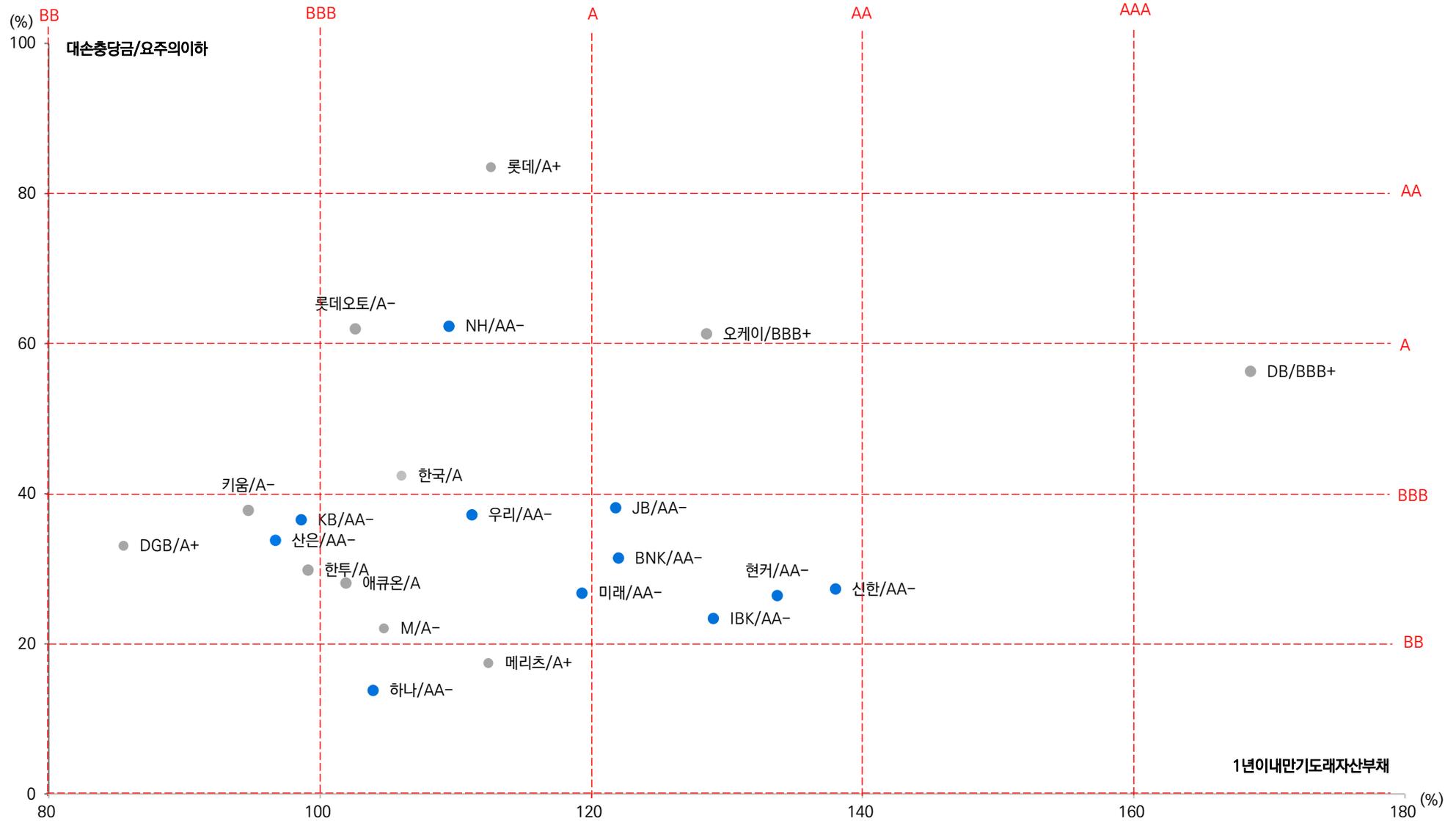


주: 조정레버리지=자산/(자본-자본성증권*(1-자본인정비율))

자료: 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 vs 유동성

캐피탈사 대손충당금/요주의이하여신 vs 1년 이내 만기도래 자산/부채



자료: 한국기업평가, NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

개별 캐피탈사 2023년 실적 및 지표 점검

AA급 캐피탈사

업체명	신용등급	주요 내용
KB캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 8.9%. PPOP 전년 대비 23% 증가했으나, 대손충당금 53.3% 수준 적립하며 당기순이익은 전년 대비 감소. ROA 1.2%로 전년 대비 하락 • 고정이하여신비율 2.8%, 건전성자산 분류기준 강화로 PF대출 관련 고정이하여신 비율 급증. 대손충당금/고정이하여신비율 85.6%로 Peer 대비 열위 • 레버리지 배율 9.1배로 Peer 대비 자본적정성 지표 열위. 단기차입의존도는 3.9%로 낮은 수준이나, 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율 98.6%로 전년 대비 저하
하나캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 6.5%로 리스크 높지 않은 수준. PPOP 42% 수준의 총당금 인식하며 순이익 감소. ROA 1.2%로 전년 대비 하락 • 고정이하여신 비율 1%로 자산건전성 지표 우수한 수준이나 저하 추세. 2023년 11월 2,000억원 규모 유상증자로 자본적정성 개선(레버리지배율 8.2배) • 단기차입의존도 2.3%로 낮은 수준. 1년 이내 만기 도래 자산/부채 비율 103.9%로 보수적 관리 필요. 즉시가용유동성 1.1조원으로 보유 유동성 양호
신한캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 24%로 Peer 대비 높은 수준. 전년 대비 PPOP 증가했으나, 31.4% 수준의 총당금 인식. 양호한 수준의 ROA 2.3% 시현 • 건전성 분류 기준 강화에 따라 요구이하여신 비율이 크게 증가(12.2%). 자산건전성 저하 추세. 우수한 수익성 시현에 따라 레버리지배율 6.9배로 개선 • 단기자금 조달 증가하면서 단기차입의존도 7.9%, 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율 138%로 전년 대비 저하. 지표는 안정적인 수준
현대커머셜	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 18%로 다소 높은 수준. 전년 대비 PPOP 감소, 43% 수준의 총당금 적립. ROA 전년 대비 하락한 1.2% 시현 • 고정이하여신비율 1.5%로 우수한 수준이나, 저하되는 추세. 레버리지배율 8.7배로 Peer 대비 열위 • 단기차입의존도 4.3%, 1년 이내 만기도래 자산/부채 133.7%로 유동성 지표 양호한 수준
우리금융캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 9.4%. PPOP 전년 대비 4.6% 증가했으나, 56% 대손충당금 인식하며 ROA는 전년 대비 하락한 1.0% 시현 • PF대출 요구이하여신비율 39.8%, 고정이하여신비율 12.6%로 건전성 저하. 대손충당금/고정이하여신비율 111%로 Peer 대비 열위 • 레버리지배율 8.5배로 양호한 수준. 단기차입의존도 2.0%, 1년 이내 만기도래 자산/부채 111.2%로 유동성 우수.
IBK캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 22.5%로 Peer 대비 높은 수준. PPOP 증가했으나, 22.5% 총당금 적립하며 ROA는 1.7%로 전년 대비 소폭 하락 • 요구이하여신 비율 5.4%로 양호한 수준이나 빠르게 증가하는 추세. 레버리지배율 6.8배로 Peer 대비 우수한 수준 • 단기차입의존도 6.1%, 1년 이내 만기도래 자산/부채 129%로 양호한 수준. 즉시가용유동성 규모 1조3549억원으로 보유 유동성 양호
산은캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 21.6%로 Peer 대비 높은 수준. 전년 대비 PPOP 61% 증가. 13.4% 총당금 적립. ROA 2.3%로 양호한 수준 기록 • 브릿지론(9527억원) 비중이 67%로 높음. 고정이하여신비율 0.5%, 대손충당금/고정이하여신 비율 335.9%로 양호한 수준. 레버리지배율 6.4배로 Peer 대비 우수 • 단기차입의존도 4.6%로 양호하나, 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율이 96.7%로 Peer 대비 낮은 수준. 투자 회수 지연 시 지표 저하 가능성 상존
미래에셋캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 16.9%로 다소 높은 수준. 해외 부동산 펀드 평가손실로 전년 대비 PPOP 47.6% 감소, 당기순이익 감소. ROA 0.9%로 YoY 하락 • 고정이하여신 비율 1.8%이나, PF대출 관련 고정이하여신은 전무. 영업자산 감소세 지속되고 있어 모니터링 필요. 레버리지배율 4.9배로 양호한 수준 • 단기차입의존도 5.2% 양호. 1년 이내 만기도래 자산/부채 119.3%. 전년 대비 저하. 현금및예치금, 미사용차입약정잔도 등 보유 유동성 양호한 수준
BNK캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 15.4%로 Peer 평균 수준. 전년과 유사한 수준의 PPOP 시현하였으나, 53.7% 총당금 적립하며 당기순이익 감소. ROA 1.4% 시현 • 브릿지론 비중 높지 않으나, 본PF 대출 건전성 저하로 요구이하여신비율 증가 추세. 대손충당금/고정이하여신비율 178.8%로 양호한 수준 • 레버리지배율 6.7배로 자본적정성 양호. 단기차입의존도 4.9% 등 유동성 지표 양호. 즉시가용유동성 1조308억원으로 보유 유동성 양호한 수준
NH농협캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 8.1%로 포트폴리오 리스크 다소 낮은 수준. 전년 대비 PPOP 증가했으나, 60.7% 총당금 인식. ROA 1%로 전년 대비 하락 • 고정이하여신비율 3.5%, 대손충당금/고정이하여신 141%로 양호한 수준. 레버리지배율 7.4배로 양호한 수준 • 단기차입의존도 1.0%로 양호. 1년 이내 만기도래 자산/부채비율은 109.5%로 Peer 평균 소폭 하회. 즉시가용유동성 1조307억원으로 보유 유동성 양호한 수준
JB우리캐피탈	AA-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 14.3%로 Peer 평균 수준. PPOP 전년 대비 증가했으나, 28.7% 총당금 적립. ROA는 2.35%로 전년 대비 상승 • 고정이하여신비율 2.0%로 지표상 양호하나, 저하되는 추세 대손충당금/고정이하여신 비율 100.7%로 Peer 대비 낮은 수준. 레버리지배율 8.2배로 양호한 수준 • 단기차입의존도 9.5%로 양호하나, Peer 대비 높은 수준. 즉시가용유동성규모 9,162억원으로 보유 유동성 양호한 수준

자료: 금융감독원, 금융위원회, 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

개별 캐피탈사 2023년 실적 및 지표 점검

A급 이하 캐피탈사

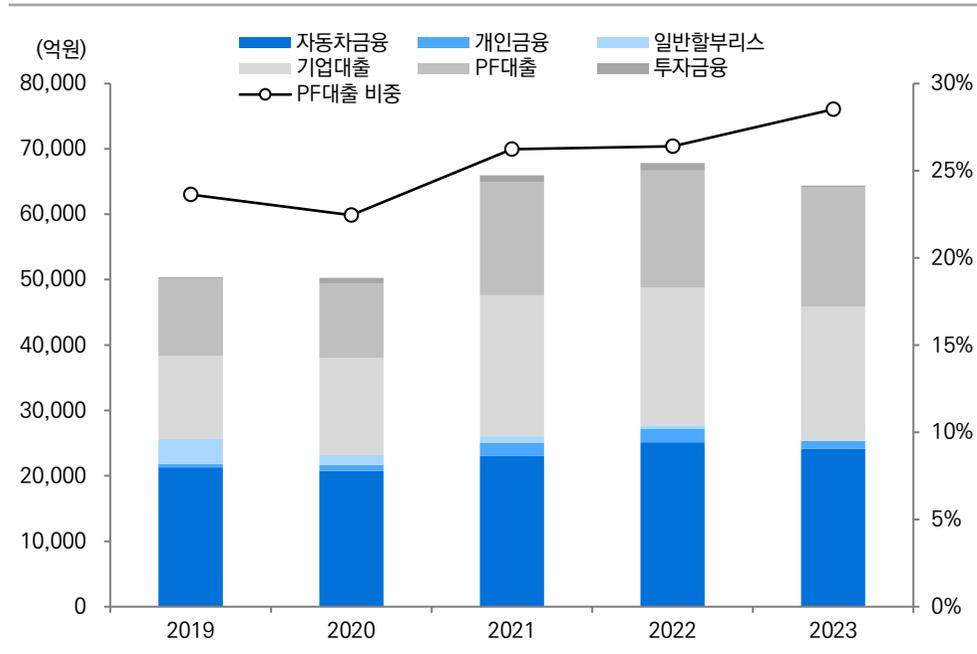
업체명	신용등급	주요 내용
롯데캐피탈	A+/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 20.2%로 다소 높은 수준. 전년대비 PPOP 감소. PPOP의 59.3% 총당금 적립. 당기순이익 전년 대비 감소. ROA 1.2% 시현 • 고정이하여신비율 4.4%, 부실채권 상각 통해 PF대출은 모두 무연체, 정상여신으로 양호한 건전성 유지. 대손충당금/고정이하여신 비율 129%로 양호 • 레버리지배율 6.4배로 양호한 수준. 단기차입의존도 12.2%, 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율 112.6%. 단기 차입 차환부담 증가
메리츠캐피탈	A+/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 41.1%로 매우 높은 수준. 전년과 유사한 수준의 PPOP 시현하였으나, 32.7% 총당금 적립하며 당기순이익 감소. ROA 2.6% • 고정이하여신 4.4%로 지표상 양호하나, 대손충당금/고정이하여신 비율이 45.6%로 Peer 대비 매우 낮은 수준임 • 1년 이내 만기도래 자산/부채비율은 112.6%로 전년 대비 하락. 즉시가용유동성 1.1조원 보유
디지털캐피탈	A+/P	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 13.7%. PPOP 증가했으나, 46.1% 대손충당금 적립해 당기순이익 감소. ROA 1.5% • 요주의이하, 고정이하여신비율 지표상 양호하나 증가하는 추세. 대손충당금/고정이하여신 비율이 133.9%로 Peer 대비 높은 수준 • 2020년 500억원 유상증자 후 레버리지배율 7.9배 유지. 1년이내만기도래자산/부채 비율 85.5%로 Peer 대비 열위. 즉시가용유동성 3617억원
한국투자캐피탈	A/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 37.1%로 매우 높은 수준. PPOP 34.5% 총당금 적립하며 당기순이익 감소. ROA 2.1%로 전년 대비 하락 • 브릿지론 비중 66%로 높은 수준. 요주의이하, 고정이하여신비율 증가 추세. 대손충당금/고정이하여신비율 82.2%로 Peer 대비 열위 • 레버리지배율 5.0배로 양호한 수준. 단기차입의존도 11.9%, 1년이내 만기도래 자산/부채 99.1%로 모니터링 필요. 지주보증차입 유동성 보유
애쿠온캐피탈	A/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 17.8%로 다소 높은 수준. PPOP 전년 대비 33% 감소. 75.5% 총당금 적립. 당기순이익 급감. ROA 1.5% 시현 • 요주의이하 및 고정이하여신비율 증가하는 추세. 대손충당금/고정이하여신 비율 84.1%로 Peer 대비 열위 • 레버리지배율 4.0배로 양호한 수준. 단기차입의존도 10.6%, 1년 이내 만기도래 자산 부채 101.9%로 모니터링 필요. 애쿠온저축은행에 대한 지원부담
한국캐피탈	A/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 26.1%로 높은 수준. PPOP 전년 대비 30% 증가. 58% 총당금 적립. ROA 1.8%로 전년수준 유지 • 요주의이하 및 고정이하여신비율 양호한 수준이나, 증가하는 추세. 대손충당금/고정이하여신비율 전년 대비 크게 하락한 85.3%로 Peer 대비 열위 • 레버리지배율 7.3배로 양호한 수준. 단기차입의존도 19%, 1년이내 만기도래 자산/부채 비율 106%. 군인공제회 지급보증 및 ABS 발행가능성 상존
롯데오토리스	A-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 자동차 금융위주 영업자산 구성으로 자산 포트폴리오 리스크 낮은 수준. 전년대비 PPOP 21% 감소. ROA도 전년 대비 하락한 1.7% 기록 • 부동산PF 익스포저가 없어 요주의이하여신 3.4%, 고정이하여신 1.9%로 양호한 수준의 자산건전성 시현. 대손충당금/고정이하여신비율 111% • 레버리지배율 3.7배로 양호한 수준. 단기차입의존도 17.4%. 1년이내 만기도래 자산/부채비율 103%로 전년 대비 개선
엠캐피탈	A-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 19.2%. PPOP 전년 대비 35% 증가. 63% 대손충당금 적립. 전년 대비 총자산 12.5% 감소. ROA 0.8%로 Peer 대비 열위 • PF 대출중 중후순위 비중 70%. 요주의이하 및 고정이하여신 급증. 대손충당금/고정이하여신 비율 77.9%로 미흡한 수준. • 레버리지 배율 5.9배로 양호한 수준. 단기차입의존도 6.4%로 전년 대비 개선. 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율 104.7%. 즉시가용유동성 3375억원
키움캐피탈	A-/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 23.85%로 다소 높은 수준. PPOP 전년 대비 23% 감소. 28% 총당금 적립. ROA 1.2%로 전년 대비 저하 • 요주의이하 및 고정이하여신 비율 양호한 수준이나 저하 추세. 대손충당금/고정이하여신 비율 37.9%로 전년 대비 크게 저하 • 2023년 8월 500억원 유상증자. 레버리지 6.3배로 개선. 단기차입의존도 24%, 1년이내 만기도래 자산/부채 95%로 Peer 대비 열위. 즉시가용유동성 3315억원
오케이캐피탈	KR:BBB+/S KIS:BBB+/N	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 비중 55.1%로 매우 높은 수준. PPOP 전년대비 39% 감소. PPOP의 277% 총당금 적립. 당기순손실 2203억원. ROA -7.1% 기록 • 요주의이하 및 고정이하여신 비율 급증. 대손충당금/고정이하여신비율 207%로 Peer 대비 양호한 수준이나 저하 추세. • 레버리지 배율 3.3배로 양호한 수준. 단기차입의존도 7.7%, 1년이내 만기도래 자산/부채 128.5%. 계열사 신용공여로 유동성 기반 유지
디비캐피탈	BBB+/S	<ul style="list-style-type: none"> • 영업자산 중 PF 대출 42.7%로 매우 높은 수준. PPOP 전년 대비 31% 감소. 87% 대손충당금 적립. ROA 0.3%로 전년 대비 저하 • PF대출의 76% 브릿지론. 84% 중후순위 대출. 고정이하여신 비율 2.8%로 증가. 대손충당금/고정이하여신비율 147.6%로 양호한 수준이나 전년 대비 저하 • 레버리지배율 2.9배이나 총자산 감소에 기인. 1년 이내 만기도래 자산/부채비율 168.6%로 양호한 수준이나 단기차입의존도 27.9%로 차환부담 상존

자료: 금융감독원, 금융위원회, 한국신용평가, 유안타증권 리서치센터

메리츠캐피탈(A+/안정적): 메리츠금융지주 계열 캐피탈사

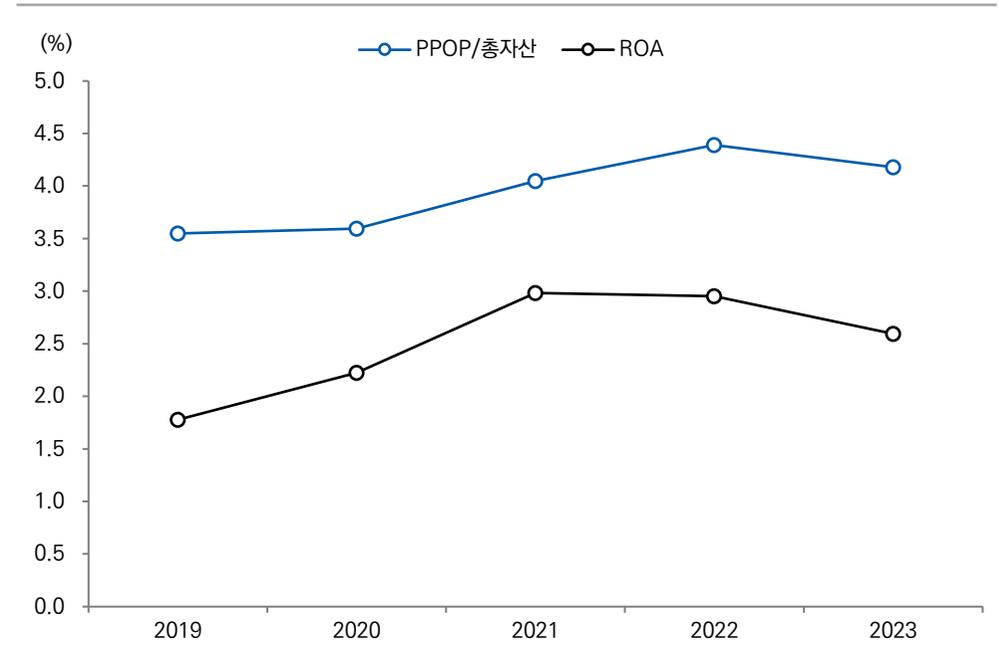
- (주)메리츠증권의 100% 자회사
- 2023년 12월 말 별도 기준 영업자산 규모 약 6.4조원. 자동차금융 35%, 기업금융 63%(기업대출 34%, 부동산 PF 29%) 등으로 구성
- 그룹과의 사업 긴밀성 높아 연계 영업으로 사업 기반 확보
- 부동산 PF, 부동산 담보대출 등 부동산 관련 영업자산의 익스포저가 높아 부동산 경기 민감도가 높음
- 2022년 PPOP/총자산 4.4%로 높은 수준을 기록했으나, 2023년 4.2%로 하락. 조달비용 부담으로 수익성 저하
- 2023년 대손비용 전년 대비 증가해 당기순이익 감소. ROA 2.6%로 전년 대비 하락

영업자산 규모 및 PF 자산 비중 추이



자료: 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

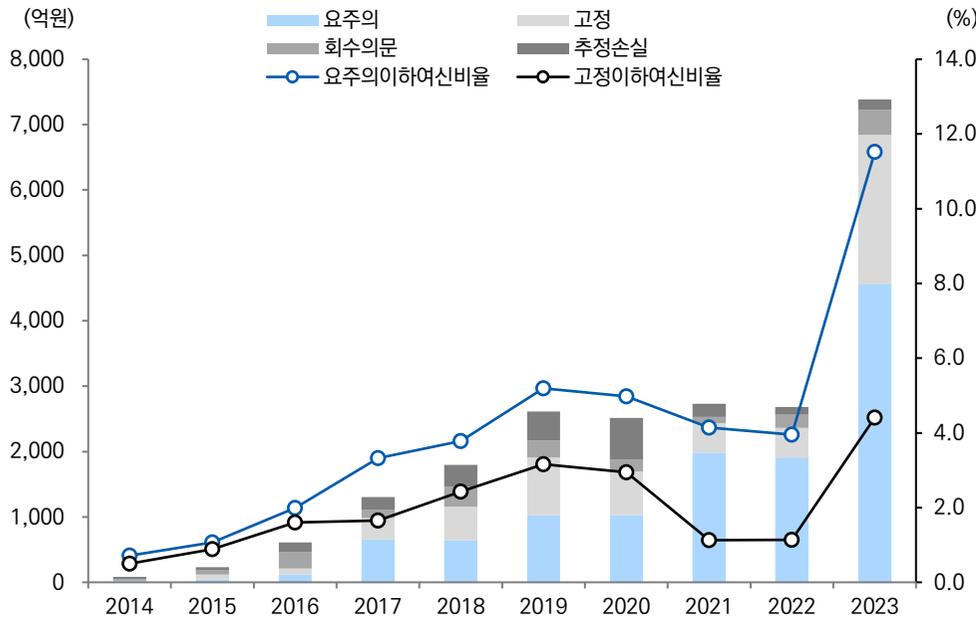


자료: 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

메리츠캐피탈: 요주의이하여신비율 증가. 총당금적립률은 Peer 대비 열위

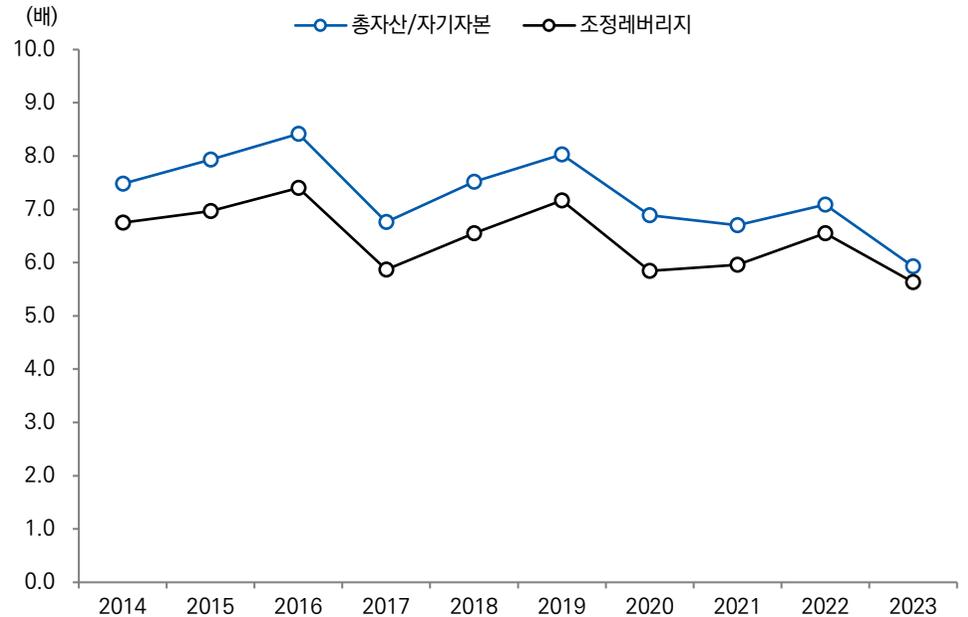
- 2021년까지 부실여신비율 하락. 부실자산에 대한 회수, 상각 등으로 지표 관리
- 2021년부터 요주의여신 규모가 증가했으며, 2023년 12월 말 기준 요주의이하여신 7,386억원으로 급증. 요주의이하여신비율 약 11.5%
- 고정이하여신규모도 2,829억원으로 증가했으며, 고정이하여신비율 4.4% 기록
- 요주의이하여신 및 고정이하여신 대비 대손충당금 적립률 각각 17.5%, 46.5% 보이고 있음. Peer 대비 열위에 있는 수준
- 부동산 익스포저가 큰 사업 포트폴리오를 보유하고 있어 부동산 경기 둔화에 따른 자산건전성 저하 위험 확대되고 있음
- 총자산/자기자본 5.9배, 조정레버리지 5.6배로 지표상 자본적정성 규제 충족

자산건전성 추이



자료: 금융통계정보시스템, 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 추이

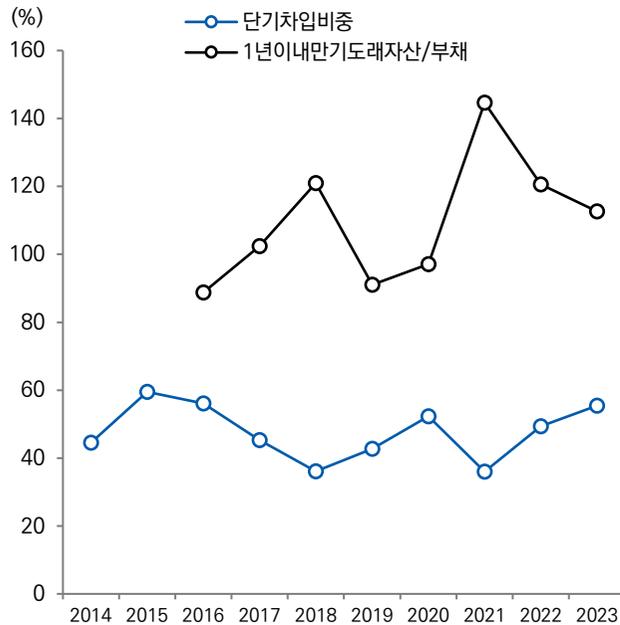


자료: 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

메리츠캐피탈: 단기 차입 비중 증가했으나, 가용 유동성 일정 수준 보유

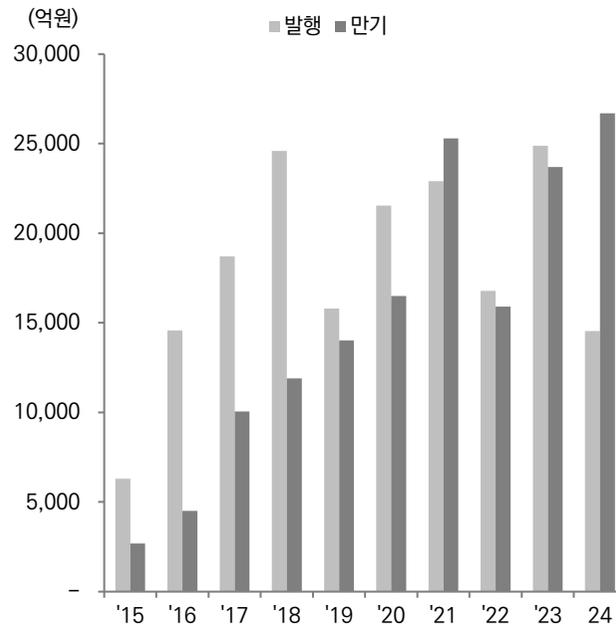
- 2023년 6월 말 차입부채 약 6.5조원. 단기차입비중 60%로 사채 만기 도래 규모가 증가하면서 2021년 말 이후 상승
- 1년 이내 만기도래 자산/부채 비율 112.4%로 전년 대비 하락
- 메리츠증권의 완전 자회사로 지원 능력 보유하고 있는 모회사의 비경상적 지원가능성 인정
- 2023년 말 기준 즉시가용유동성 1.1조원, 메리츠 금융지주의 회사채 권면보증 잔여 한도 0.49조원, 미사용여신한도 0.25조원 보유
- 회수 기간이 상대적으로 긴 부동산 영업자산 비중 감안 시 조달구조 안정성 및 가용 유동성 확충 추이 모니터링 필요

유동성 추이



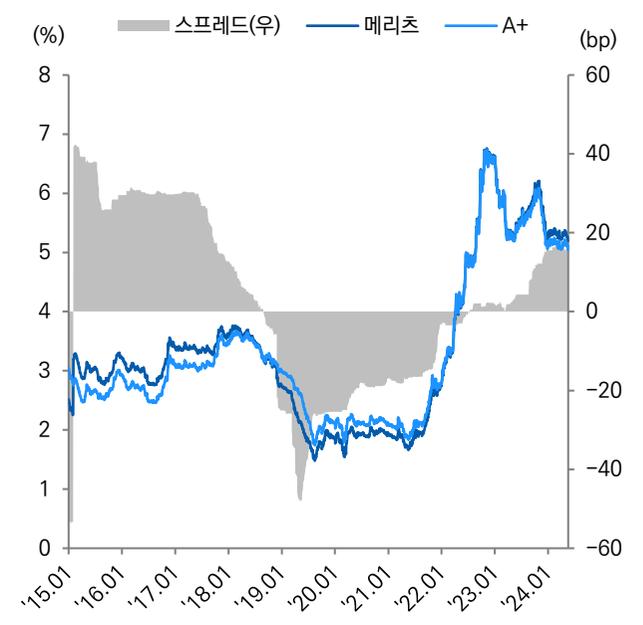
자료: 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행만기 규모 추이



자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드

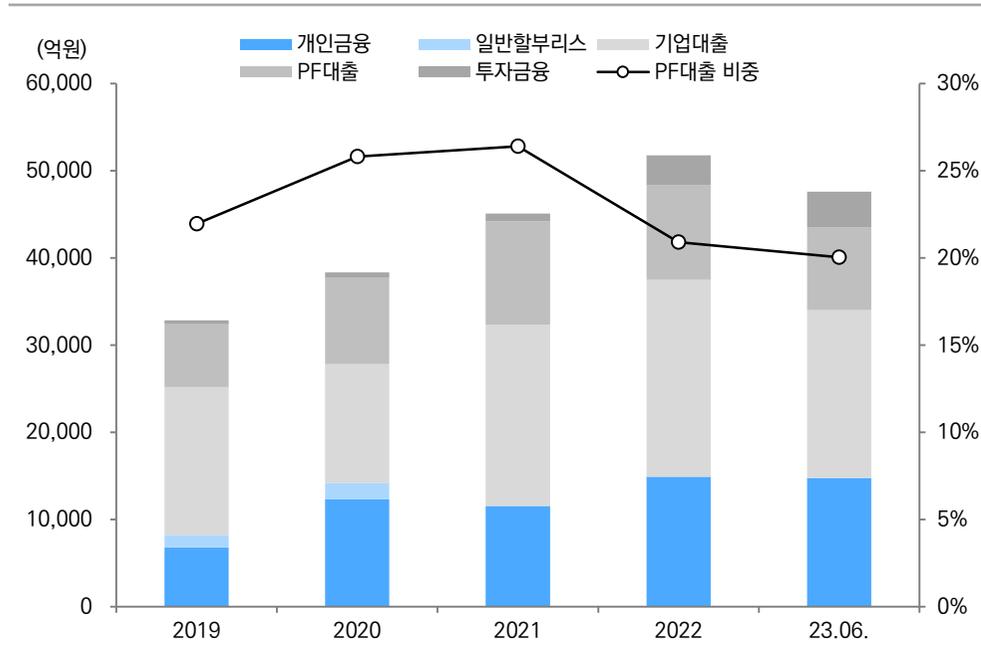


자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

한국투자캐피탈(A/안정적): 한국투자금융지주 계열 영업 기반 보유

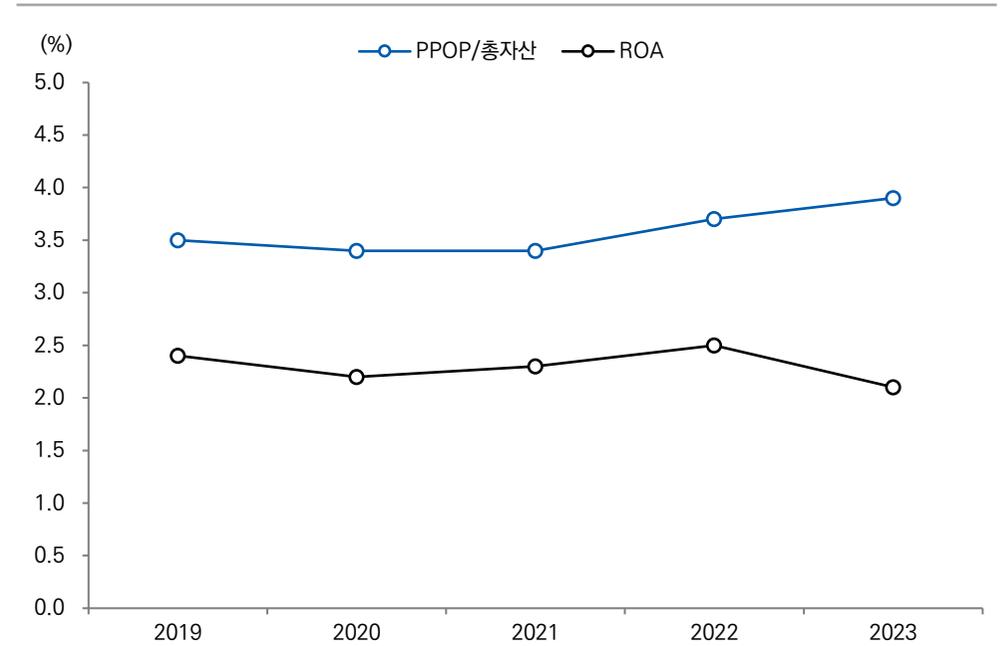
- 한국투자금융지주 100% 자회사
- 2023년 12월 말 별도 기준 영업자산 규모 약 4.9조원. 개인금융 35%, 기업금융 65%(기업대출 47%, 부동산 PF 18%) 등으로 구성
- 그룹의 IB 영업 기반을 바탕으로 부동산/기업금융을 주로 취급해왔음
- 2021년까지 부동산 금융을 중심으로 영업자산 증가했으나 2022년 이후 부동산 금융 자산의 취급을 축소함에 따라 자산 규모 감소
- 2023년 조달비용 상승에도 불구하고, 높은 운용수익률을 시현하며, 총자산 대비 PPOP 비율 3.9%로 전년 대비 수익성 상승
- 2023년 ROA 2.80%로 전년 대비 하락. 대손비용 증가로 당기순이익 감소한 것에 기인

영업자산 규모 및 PF 자산 비중 추이



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

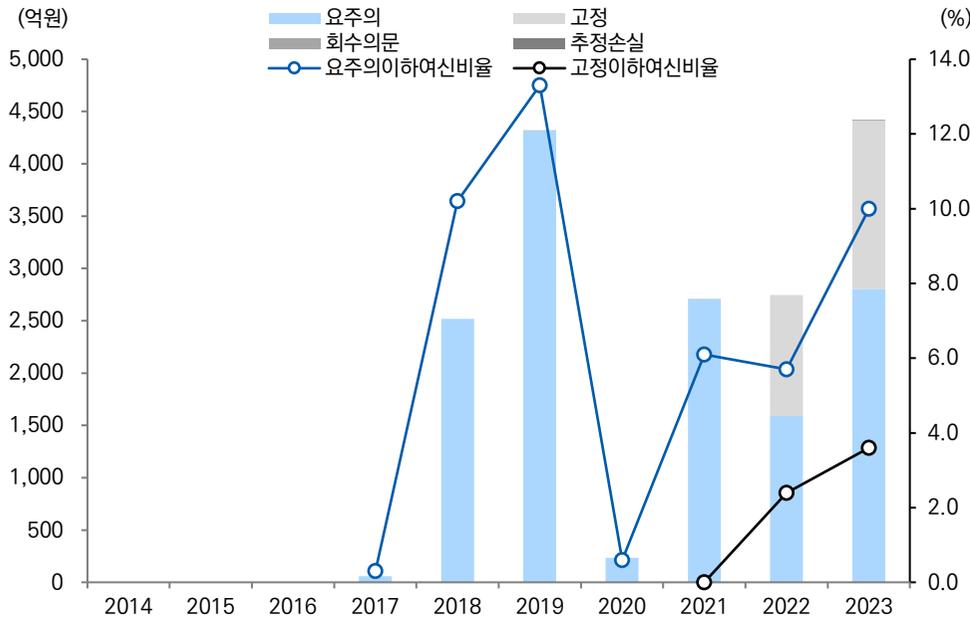


자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

한국투자캐피탈: 높은 브릿지론 비중이 우려 요인

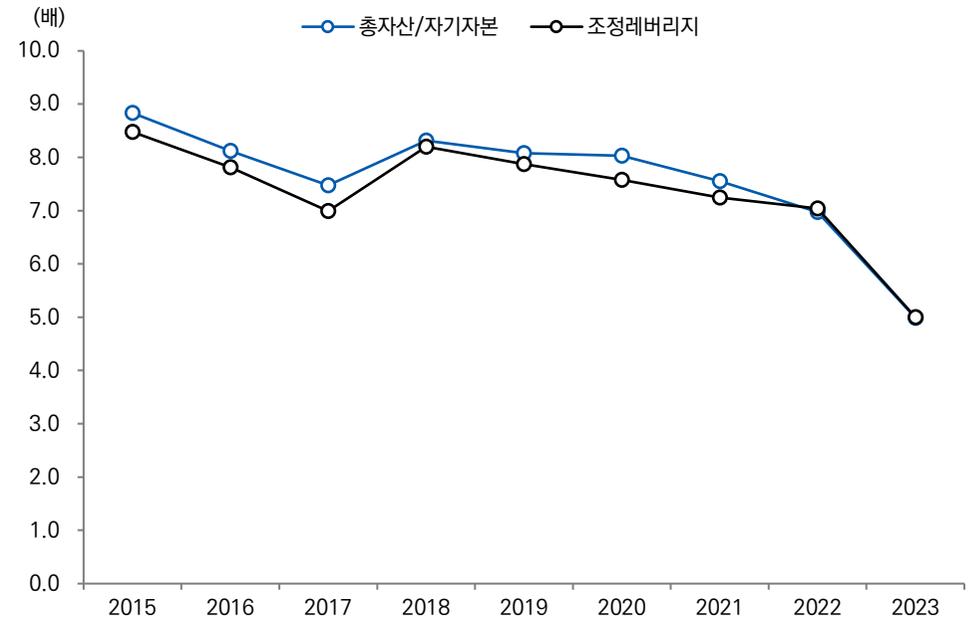
- 부동산 금융 포함 기업금융의 건당 여신 규모가 커 신용집중위험이 높은 수준. 일부 여신 부실로도 건전성 지표 변동 폭 커질 수 있음
- 2022년 이후 부동산 경기 위축으로 실질 자산건전성 저하. 2023년 요주의이하여신비율 10%로 지표 저하
- PF 대출 중 브릿지론 비중 66%로 높은 수준. 대손충당금/고정이하여신 비율 92.2%로 Peer 대비 열위에 있는 수준
- 2023년 주력 자산인 부동산금융 자산 취급 축소로 자산 규모 감소하면서 레버리지 배수가 5.0배로 전년 말 대비 개선
- 2023년 3월 4,400억원 유상증자로 자본 완충력 제고되는 듯 했으나, 6월 중간배당 3,800억원 소요로 자본 완충 효과 희석

자산건전성 추이



자료: 금융통계정보시스템, 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 추이

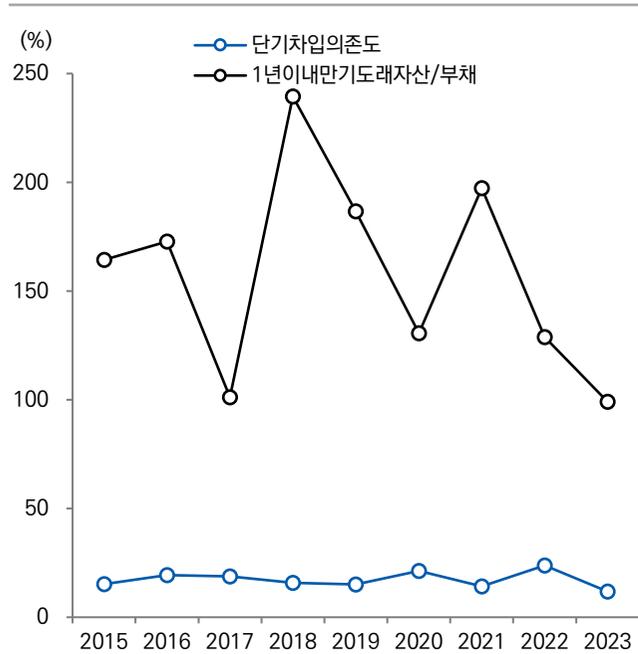


자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

한국투자캐피탈: 지표 상 단기 유동성 열위에 있으나, 그룹 지원으로 대응

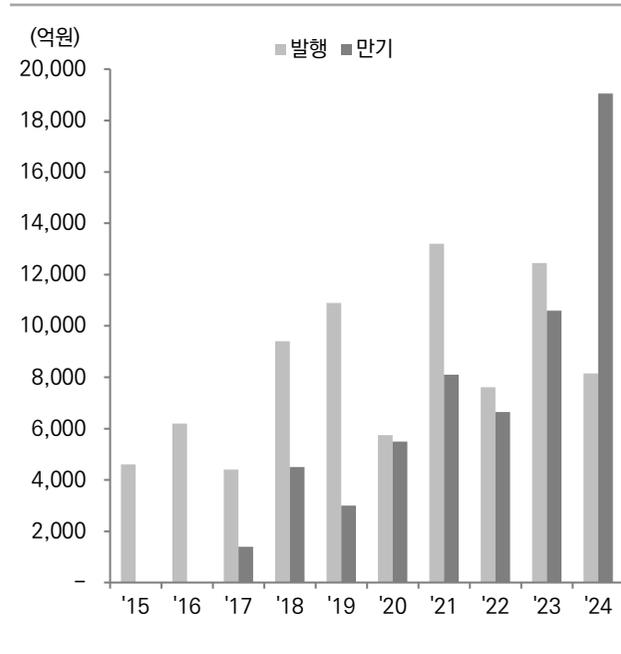
- 2023년 12월 말 기준 1년 이내 만기 도래하는 부채 대비 자산 비율 99.1%로 전년 말 대비 지표 저하
- 단기차입금의존도 12%로 지표 개선됨. 1개월 이내 만기 도래 부채 대비 즉시가용유동성은 149%로 Peer 대비 열위에 있는 수준
- 2023년 회사채 발행 전년 대비 증가했으나, 2024년 1.9조원 만기 도래 예정돼 차환 부담 상존
- 지급보증거래 약정 통한 한투금융지주의 지원 지속. 2024년 1월 계약 기준 지급 보증 한도 2.4조원
- 그룹의 신용도와 재무안정성 기반으로 비우호적 조달환경에 대응할 것으로 예상

유동성 추이



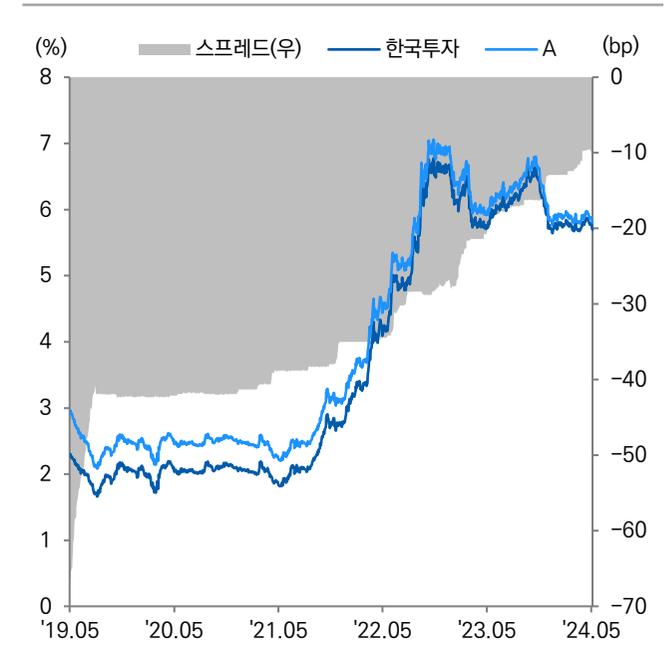
자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행만기 규모 추이



자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평 스프레드

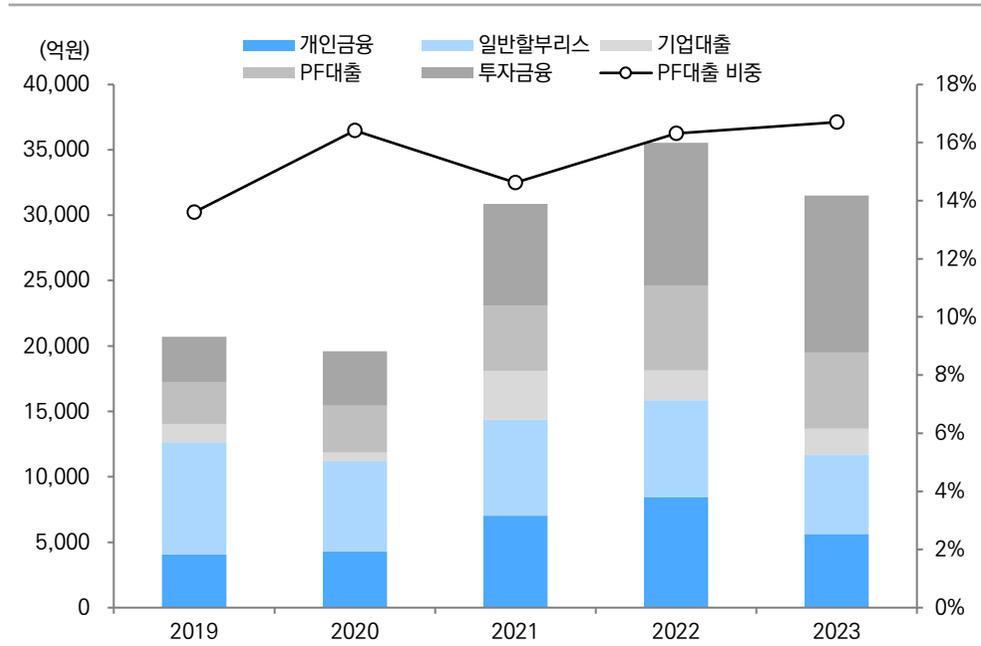


자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

엠캐피탈(A-/안정적): 새마을금고중앙회 연계 영업기반 보유

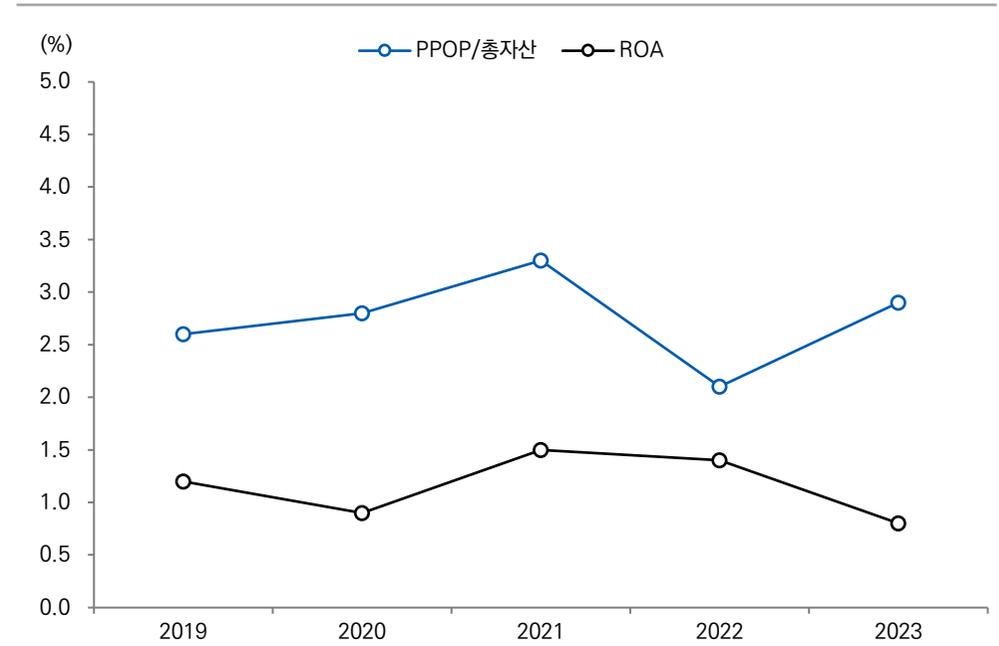
- 2020년 12월 최대주주 변경. 스마트리더홀딩스 지분 98.37% 보유
- 스마트리더홀딩스의 최대주주인 에스티엘제14호스마트금융사모투자합자회사는 새마을금고중앙회가 지분 59.8% 보유
- 2023년 12월 말 별도 기준 영업자산 규모 약 3.5조원. 기업금융 22.4%, 설비금융 17.4%, 투자금융 33.7%, 자동차금융 9.6%, 리테일금융 16.2%. 이중 브릿지론 포함 부동산금융은 19.2% 구성
- 2021년 이후 기업금융, 투자금융 중심으로 영업자산 증가. 2023년은 개인금융 감소하며 영업자산 규모 전년 대비 감소
- 2023년 조달비용 증가에도 투자금융 배당수익 확대되며 PPOP 증가. 대손비용 증가로 ROA 전년 대비 하락한 0.8% 기록

영업자산 규모 및 PF 자산 비중 추이



자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

수익성 추이

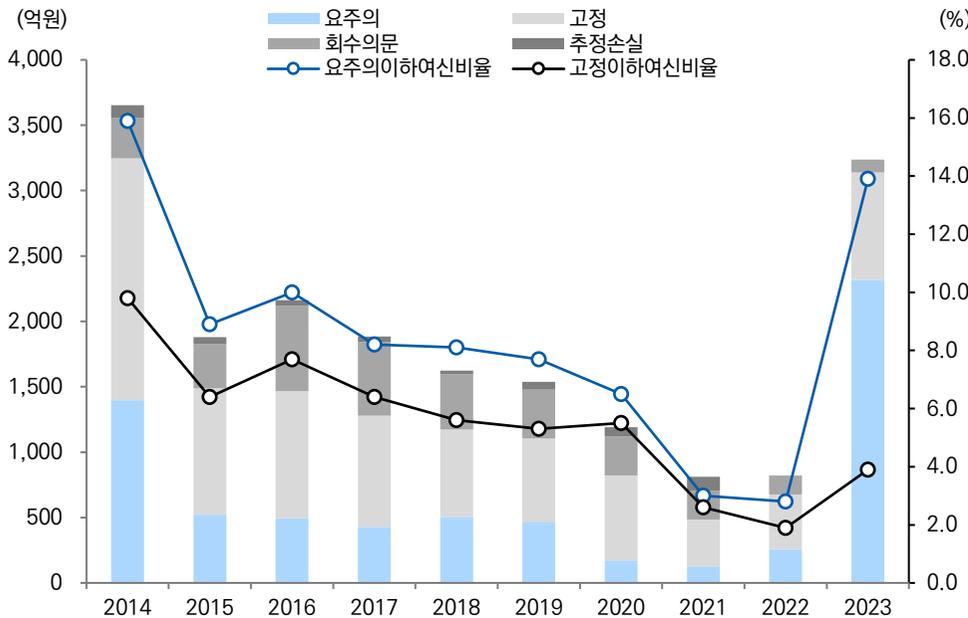


자료: 한국기업평가, 유안타증권 리서치센터

엠캐피탈: 부실여신 증가로 자산건전성 저하. 총당금적립률 미흡한 수준

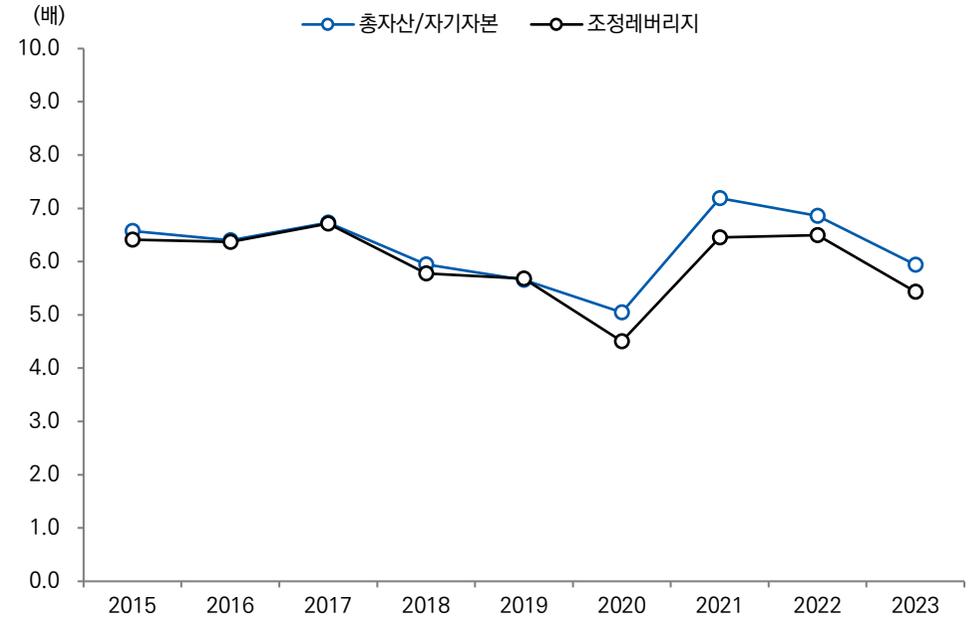
- 2022년까지 자산건전성이 점진적으로 개선되는 모습을 보였으나, 2023년 하반기부터 부동산PF 관련 부실 및 연체 확대
- 2023년 요주의여신 2,318억원으로 전년 대비 10배 이상 증가했으며, 고정여신도 821억원으로 증가
- 거액 대출 실행 사업장 비중이 커 부실 발생할 경우 재무건전성에 미칠 영향 클 것으로 예상
- 고정이하여신 대비 대손충당금 적립률 77.9%로 전년 대비 상승했으나, 아직 Peer 대비 미흡한 수준
- 2020년 말 최대주주 변경되면서 유상증자 748억원 실시했으며, 2022년 5월 500억원 유상증자 실시
- 레버리지 배율 개선되는 추세로 2023년 말 5.9배 기록. 자본 규제 한도까지 완충력 보유

자산건전성 추이



자료: 금융통계정보시스템, 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 추이

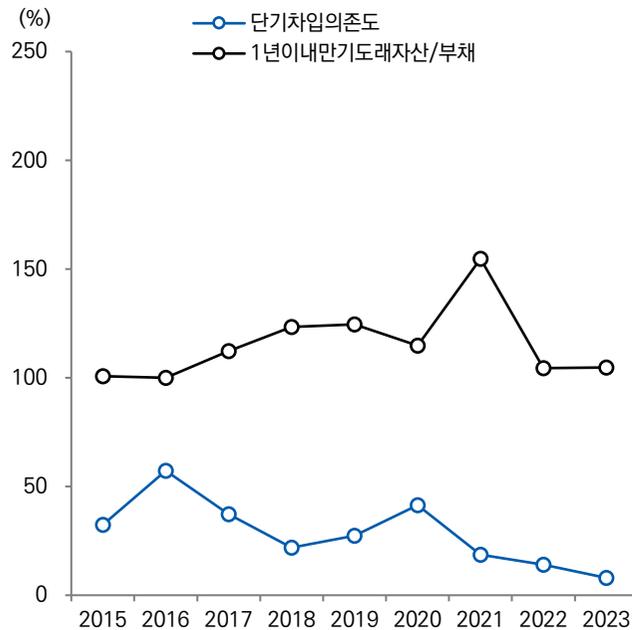


자료: 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

엠캐피탈: 투자금융 자산 통한 유동성 확보 여부 모니터링

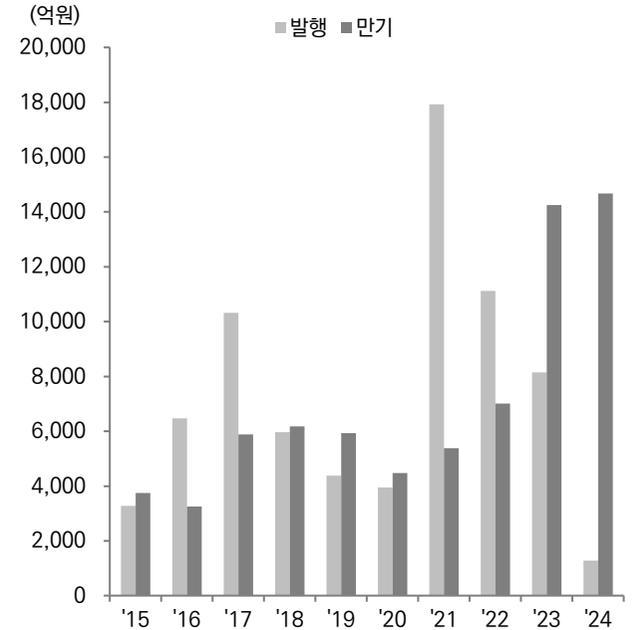
- 2023년 12월 말 총 차입부채 2.7조원으로 전년 대비 감소. 회사채 비중 77.5%로 전년 대비 감소
- 2023년 단기차입금의존도는 6.4%로 개선되었으나, 장기 회사채의 유동성 대체 효과 등으로 단기차입 비중은 72%까지 상승
- 1년 이내 만기 도래하는 부채 대비 자산 비중이 104%로 유지
- 투자금융, 부동산금융 등 투자회수 지연 시 자산 부채 만기구조 측면의 변동성 확대될 가능성 상존
- 투자금융자산 담보부 차입 등을 활용한 유동성 및 조달안정성 개선계획 실행 중
- 2024년 만기 도래 회사채 약 1.5조원으로 차환 부담 상존. 실질적인 조달 안정성 개선 여부 모니터링 필요

유동성 추이



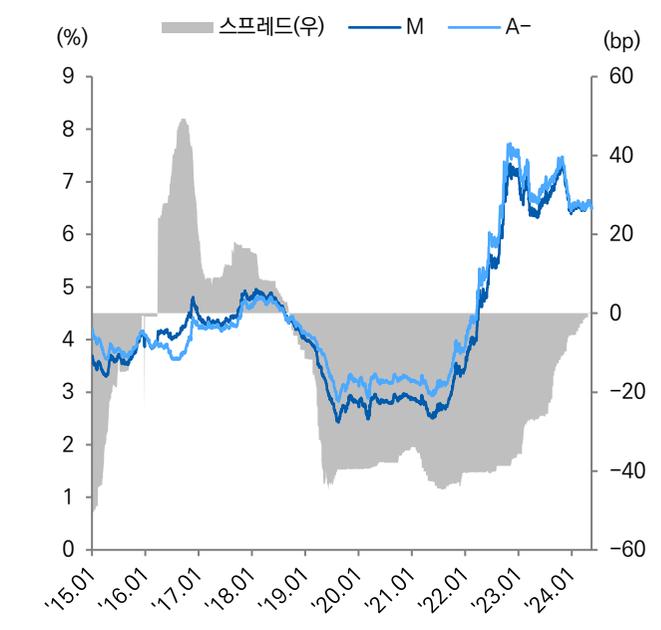
자료: 나이스신용평가, 유안타증권 리서치센터

회사채 발행만기 규모 추이



자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

개별민평금리 스프레드



자료: 인포맥스, 유안타증권 리서치센터

캐피탈사 신용등급 추이

캐피탈사 신용등급 추이

회사명	2019	2020	2021	2022	2023	2024.05.	등급방향
현대캐피탈(주)	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA+ / 안정적	AA+/안정적	유지
케이비캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
하나캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
신한캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
현대커머셜(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
우리금융캐피탈(주)	A+ / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
(주)아이비케이캐피탈	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
산은캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
미래에셋캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
비엔케이캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
엔에이치농협캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
제이비우리카피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
롯데캐피탈(주)	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	A+/안정적 *	A+/안정적 *	하향
메리츠캐피탈(주)	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
(주)디지털캐피탈	A / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적 *	A+ / 긍정적 *	상향
비엠더블유파이낸셜서비스코리아(주)	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
메르세데스벤처파이낸셜서비스코리아(주)	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
알씨아이파이낸셜서비스코리아(주)	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
폭스바겐파이낸셜서비스코리아(주)	-	-	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
한국투자캐피탈(주)	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
(주)애규온캐피탈	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
한국캐피탈(주)	A- / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
엠캐피탈(주)	A- / 부정적	A- / 부정적	A- / 안정적	A- / 긍정적	A- / 안정적	A- / 안정적	유지
키움캐피탈(주)	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 긍정적	A- / 안정적	A- / 안정적	A- / 안정적	유지
롯데오토리스(주)	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A- / 안정적 *	A- / 안정적 *	하향
오케이캐피탈 (주)	BBB+ / 안정적	BBB+ / 긍정적	A- / 안정적	A- / 안정적	BBB+ / 안정적 *	BBB+ / 안정적 *	하향
한국자산캐피탈(주)	-	-	-	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	유지
디비캐피탈(주)	-	-	BBB / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	BBB+ / 안정적	유지
에이캐피탈(주)	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	유지
도이치파이낸셜(주)	-	-	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	BBB / 안정적	유지
(주)농심캐피탈	A3+(BBB+/부정적)	A3+	A3+	A3+	A3+	A3+	유지
무림캐피탈(주)	A2-(BBB- / 안정적)	A3	A3	A3	A3	A3	유지
(주)에코캐피탈	-	-	-	A3-	A3	A3	유지
(주)케이카캐피탈	-	-	-	-	A3	A3	유지
웰컴캐피탈(주)	-	-	A3-	A3-	A3-	A3-	유지

자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김현수, 신연화, 공문주)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

잔액이 부족합니다

건설 · 증권 · 캐피탈 부동산 PF와 유동성 점검