

증권사는 지금

PF 잔불진화와 사업환경 변화





CONTENTS

PART 1 부동산 PF 넘어서기

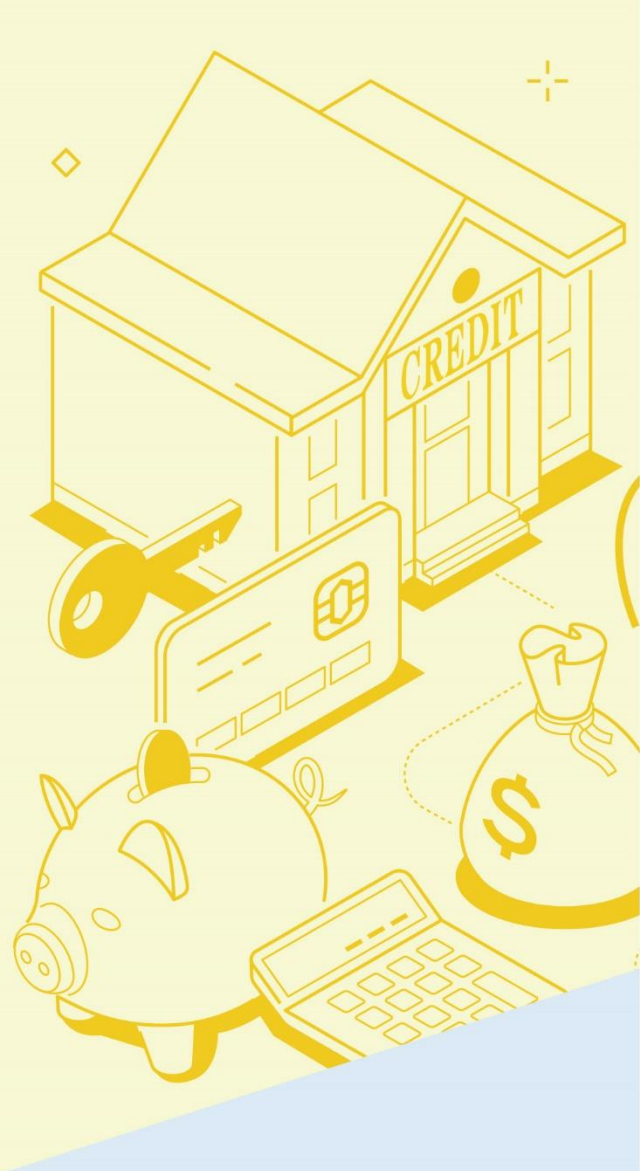
04

PART 2 증권사별 검토

13







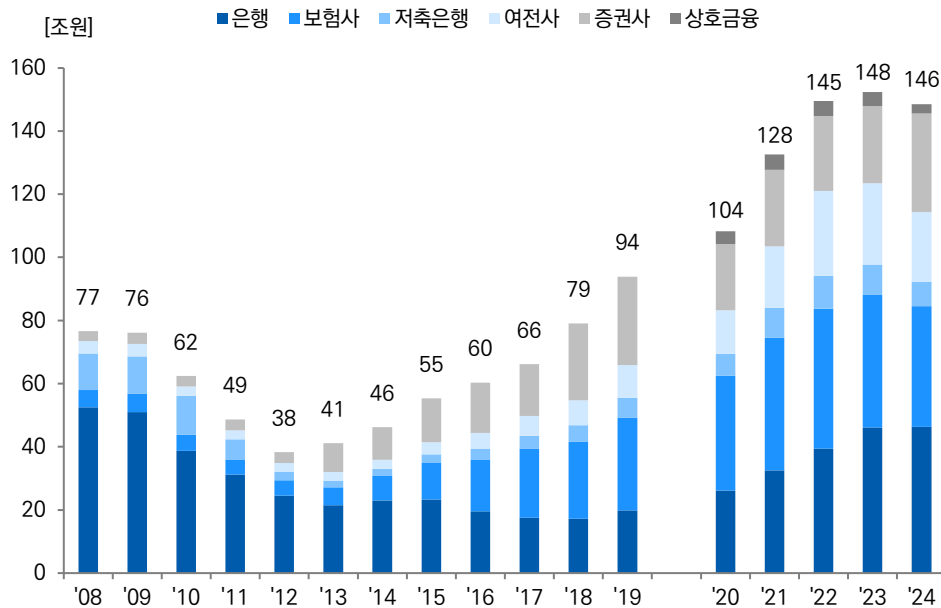
PART 1

부동산 PF 넘어서기

부동산 PF 규모는 재구조화·정리 등에 따라 감소 추세

- 2024년 말 기준 금융기관의 부동산 PF 규모는 약 146조원
- 부동산 PF와 실질이 유사한 토지담보대출 및 새마을금고 보유분 등을 포함하면 약 202조원으로 2023년 말 231조원 대비 감소
- 증권사는 토지담보대출은 보유하고 있지 않으며 2024년 말 기준 본PF 24조원, 브릿지론 7조원의 익스포저 보유
- 이는 2024년 6월 말 본PF 20조원, 브릿지론 7조원 대비 소폭 증가한 수치
- 부실 사업장 정리가 진행되고 있음에도 대형사를 중심으로 PF 신규 취급이 재개되며 증가하는 것으로 추정

금융업권별 부동산 PF 대출 추이

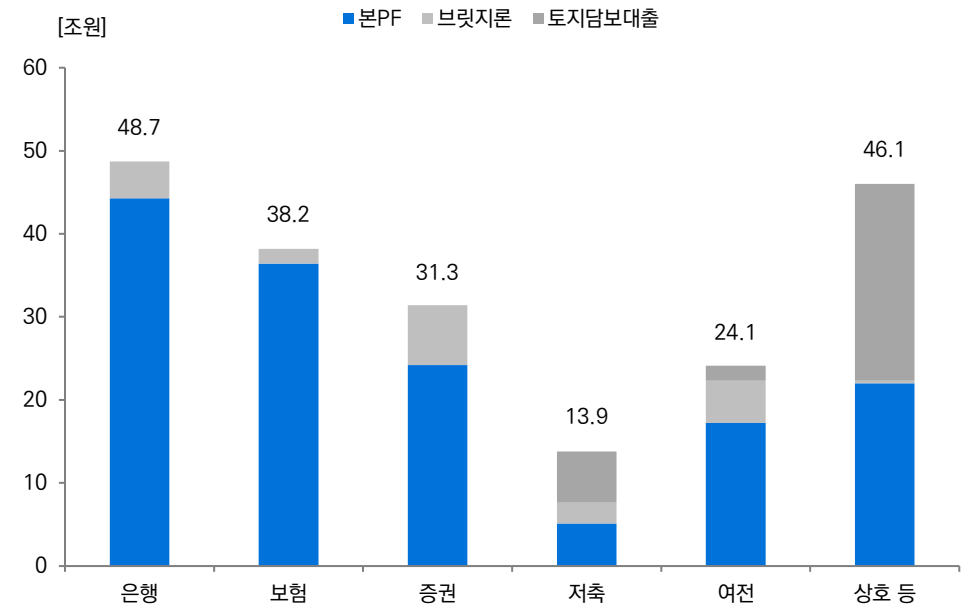


자료: 한국은행, 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

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

주2) 상호금융은 2020년 이후부터 데이터 존재

업권별 부동산 PF 익스포저 보유 현황

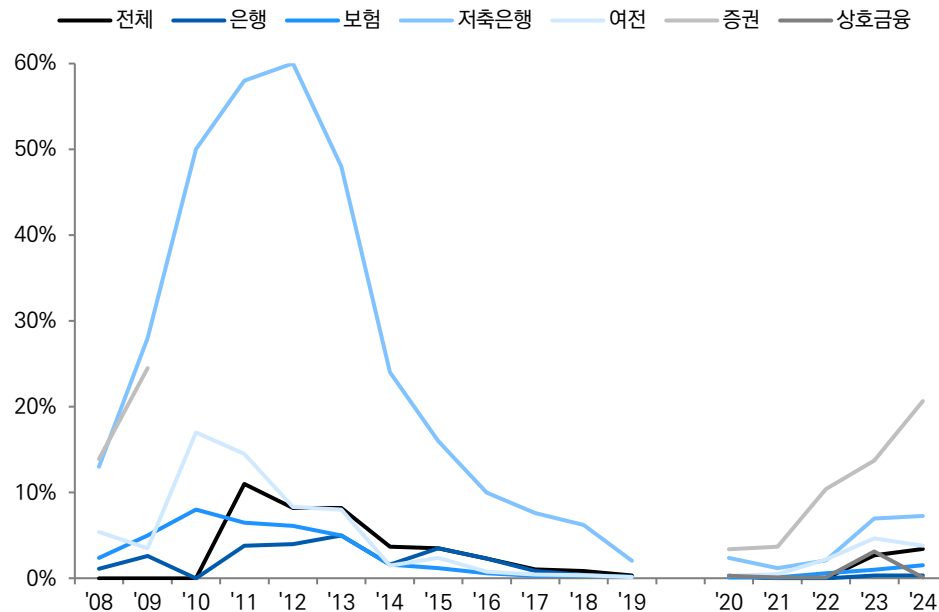


자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF 건전성 부담은 여전히 높은 수준

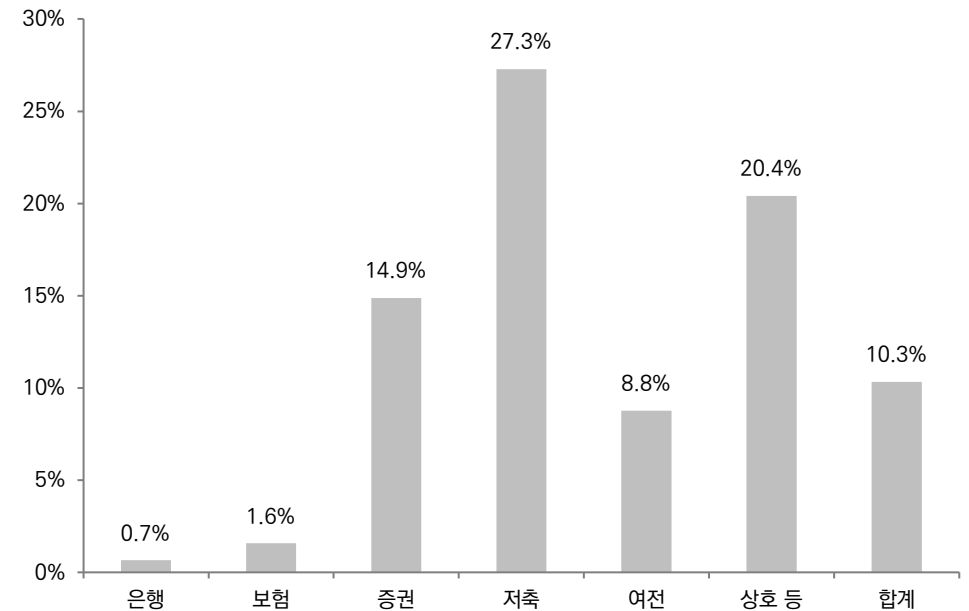
- 부동산 경기가 악화되기 시작한 2022년 이후 빠른 속도로 악화되던 PF 자산건전성은 정체 상태를 기록 중
- 은행 및 보험업권의 건전성 부담은 상대적으로 낮은 편이나 증권, 저축은행 등 제 2금융권의 부담 높은 수준
- 금융당국은 빠른 구조조정을 통한 PF 시장의 정상 재작동을 목표로 부실 사업장의 신속한 정리를 유도
- 2024년 5월 부동산 PF의 “질서있는 연착륙” 방안을 추진하여 PF 사업장의 사업장 평가기준을 개선하고 금융사들이 총당금을 적극적으로 적립하도록 하는 한편, 장기화된 부실사업장에 대한 재구조화와 정리 계획을 세우고 이행하도록 정책 추진

업권별 PF 연체율 추이



자료: 한국은행, 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

업권별 PF 고정이하여신비율 현황 ('24.12)



자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

부동산 PF의 “질서있는 연착륙”을 위한 정책 진행 ('24.5.)

부동산 PF의 “질서있는 연착륙” 방안

방향	주요 방안	시행 계획
사업성 평가기준의 객관적, 합리적 개선	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	업권별 「PF 리스크 관리 모범기준」 개정 (~'24.6월)
	단계적 평가 추진	PF 만기도래 시점에 따라 사업성 평가기준 적용대상 순차확대 (분기별)
정상 사업장 자금공급 강화	PF보증 확대: HUG·주공 PF 사업자 보증규모 순차 확대 (총 30조원)	'24년 3월 PF 보증 5조원 확대 발표 후 즉시 시행
	비주택 PF 보증 신설: 건설공제조합의 PF사업자 보증프로그램 신설(4조원)	관련 규정개정(~'24년 말) 등 완료 후 비주택사업장 보증제공 ('25년~)
	PF 보증 조건 개선: 정상PF 사업장에 추가자금 보증 제공	증액 공사비 관련 PF 추가보증 조건 범위 등 세부 사항 마련 후 시행
	캠코펀드 신규 자금 대여: 정상화 가능 사업장에 대한 추가필요자금 대출 허용	캠코펀드 투자운용계약서 개정 후 추가대출 업무 실시 ('24.6월)
	수수료 점검	
사업성 부족 사업장 재구조화, 정리 지원	- 대주단협약: 사업장의 만기연장, 이자유예 조건 강화하는 방향으로 협약 개정 2회이상 만기 연장 시 외부 전문기관의 PF 사업성 평가 의무화. 만기연장 동의기준 조정 - 이자유예는 기존 연체이자의 상황을 전제로 추진. 연체이자 고려한 건전성 분류 적용 - 대주단 만기연장, 이자유예 내용 의무 통보. PF 사업장 재구조화, 정리상황 상시 모니터링	전 금융권 「PF대주단협약」 개정+업권별협약 개정(~'24.6월)
	- 경공매 기준: 경공매 대상, 계획 등에 대한 세부 기준 제시해 사업장 매각 유도 - 저축은행업권의 경우 6개월 이상 연체 PF 채권에 대해 3개월 내 경·공매 실시 원칙 - 경공매 미흡 사업장은 공시지가로 평가하는 등 정리유인 강화	저축은행업권 先추진 중('24.4월~), 타업권으로 확대 예정
	- 신디케이트론 조성: 금융회사가 PF 경·공매 매입자금 공동으로 1조원 규모 조성 - 필요 시 단계적으로 최대 5조원까지 확대	조성방식, 금융회사별 규모 등 구체화 후 집행 실시 ('24.3Q~)
	LH 토지 매입: 사업성 회복 어려운 사업장 LH가 토지매입하고 원 소유자에 재매입 우선권 부여	토지매입 방식·일정 공고 후 시행사로부터 토지매입 추진('24.4월~)
	캠코 자금공급: PF 등 부실채권 정리 필요자금 마련	캠코펀드 투자계약서 개정(~'24.5월), 「조세특례제한법」 개정(~'24.2분기)
시장·건설사·금융회사 지원	- 한시적 규제 완화: 민간자금공급 촉진, 원활한 PF 재구조화, 정리 촉진 위해 한시적 규제완화 - 신규자금공급에 대한 건전성 기준 완화, 추가자금으로 사업성 개선 시 재평가 근거 마련	금융업권 등과 지속소통. '24.6월말까지 비조치의견서 발급 등 조치
	충당금 적립: 요주의이하여신에 대한 제2금융권 충당금 적립률 모니터링	상시점검 중. 추가적인 충당금 적립 적극 유도
	제2금융권 자본확충: 경영에 문제 없는 범위 내 자체적인 자본금 확충 유도	자본금 확충 독려, 자본금 상황을 상시 모니터링
	시장안정조치: 「94조원+α」 시장안정 프로그램 집행, 상황 모니터링	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

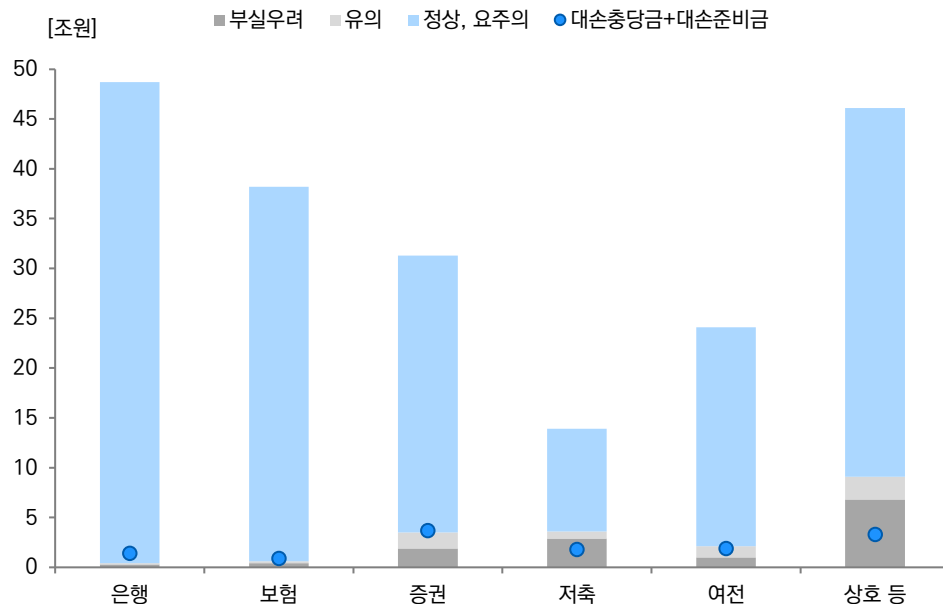
현행		개선			
구분	평가기준(예시)	구분	〈평가예시〉 다음 중 2개 이상 해당 시 등급 부여		
악화우려	- 주택도시보증공사의 보증사고 - 중대한 권리 침해 발생으로 인한 진행 불가 - 계획 대비 2년 이상 장기 지연 - 비우량 시공사 지급보증·채무 인수 & 사업장이 양호 등급이 아닌 경우	유의	브릿지론	토지매입	• 최초 대출 만기도래 & 토지매입 미완료
				인허가	• 최초 대출 만기도래 후 상당한 기간 경과(예:6개월) & 인허가 미완료
				본PF 전환	• 인허가 완료 후 상당한 기간 경과(예:12개월) & 본PF 미전환
				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
				기타	• 시행사·시공사 구조조정(자율협약, 워크아웃, 회생절차) 중단
			공통		• 여신만기 3회 연장 / 연체이자 납부 없이 만기 연장 • 경공매 2회 유찰 /연체 중
		부실우려	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		• 여신만기 4회 이상 연장 / 연체이자 납부없이 만기 연장 • 경공매 3회 이상 유찰 /연체 중

자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

사업성 평가 및 사후관리 진행 중

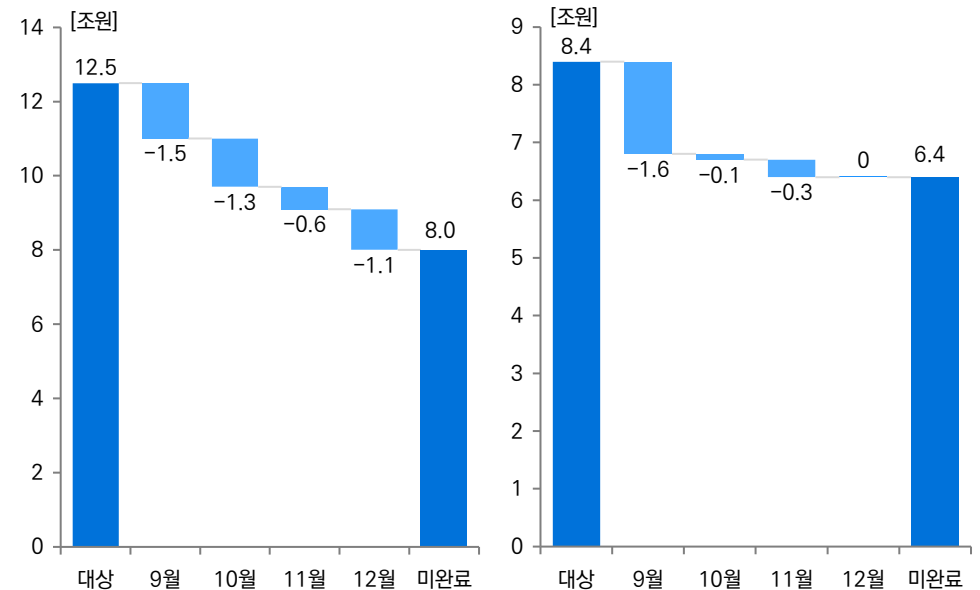
- 2024년 12월 이후 사업성 평가는 상시평가 체계로 전환됨. 모든 PF 사업장은 매 분기 말 1개월 내 사업성 평가가 확정되어야 하며 2개월 내 재구조화·정리 계획을 확정해야 함
- 2012년 12월 기준 부실우려 및 유의로 분류된 사업장은 총 19조원(본PF 4조원, 브릿지론 4조원, 토지담보대출 11조원)으로 증권사는 31조원의 익스포저 중 유의로 1.6조원, 부실우려로 1.9조원을 분류하고 있음
- 은행, 보험, 증권, 여전은 대손충당금(대손준비금 포함)을 부실우려·유의 부동산 익스포저 이상으로 적립하고 있음
- 부실 사업장의 정리·재구조화도 진행 중. 정리는 계획대로 진행되고 있으나 재구조화는 부동산 경기 불확실성 등으로 사업성 개선이 쉽지 않아 진행이 더딘 모습. 재구조화 지연 시 향후 정리 대상이 될 가능성 상존

금융 업권별 사업성 평가 결과 및 대손충당금 적립 현황 ('24.12)



자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

정리, 재구조화 실적 ('24.12)

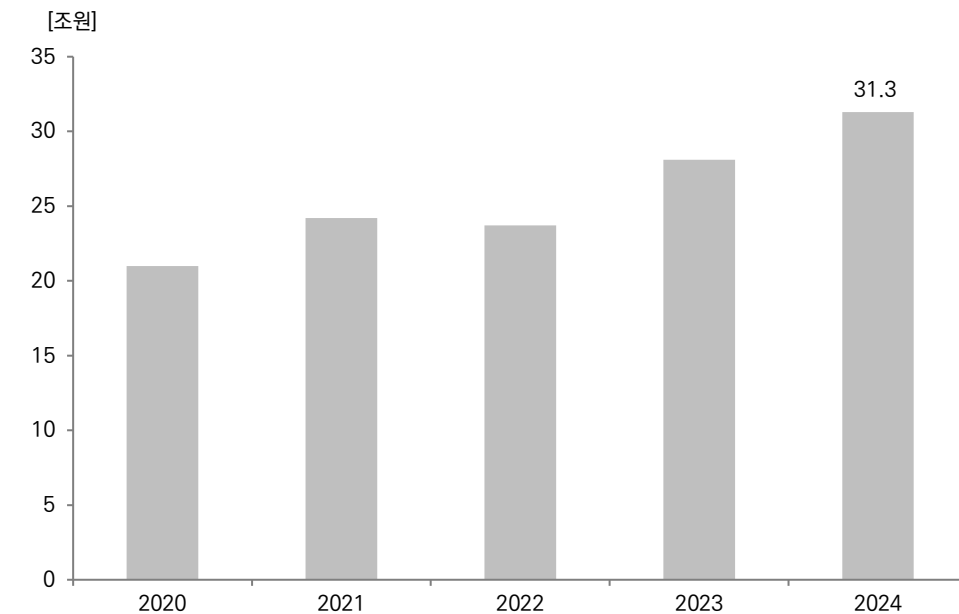


자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

증권사 부동산 PF 규모는 완만한 증가세

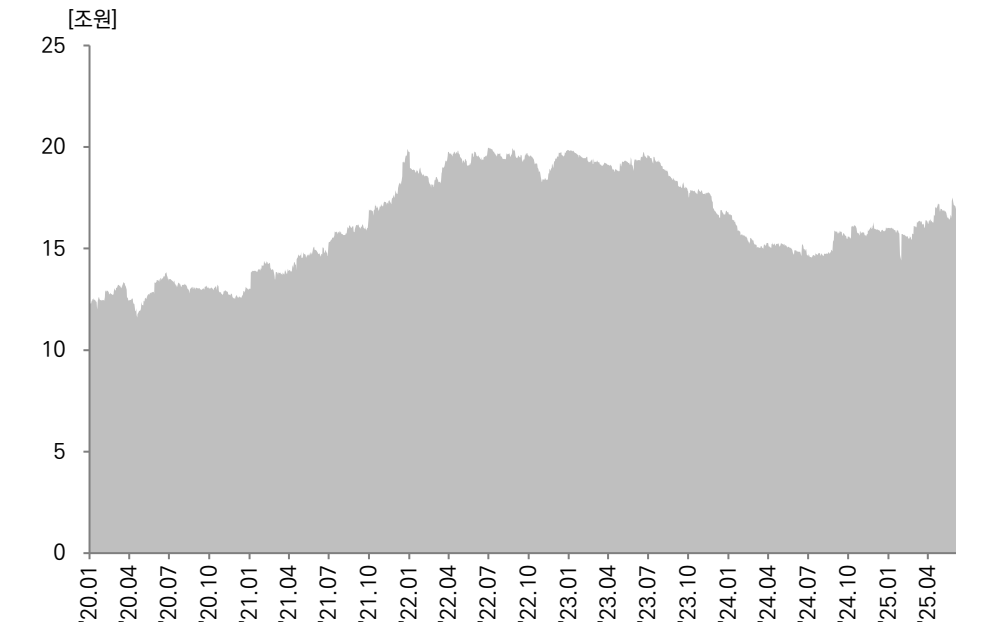
- 2022년 소폭 감소했던 증권사 PF 익스포저는 증가세 유지
- PF 유동화증권 규모는 부동산 호황으로 가파르게 증가하다가 2022년 10월 레고랜드 사태로 유동화증권 금리 급등 및 유동성 위기를 겪으며 규모 정체되었음. 2023년 이후 부동산 경기 악화로 사업장이 부실화되며 사모사채 매입확약 이행에 따라 부동산 PF의 난내자산화 진행
- 유동화 시장 안정, 대형사 중심의 부동산 PF 취급 재개 등에 따라 유동화증권 규모는 2024년 말부터 완만한 증가세 기록 중

증권사 PF 익스포저 규모 추이



자료: 한국은행, 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

증권사 PF 유동화증권 규모 추이

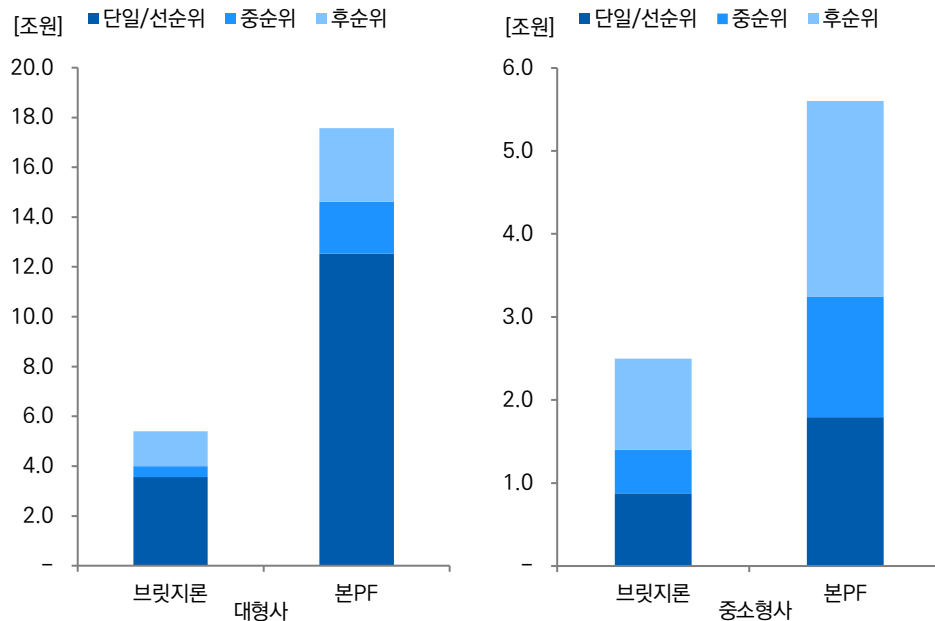


자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

중소형사의 고위험자산 보유 비중 높은 수준

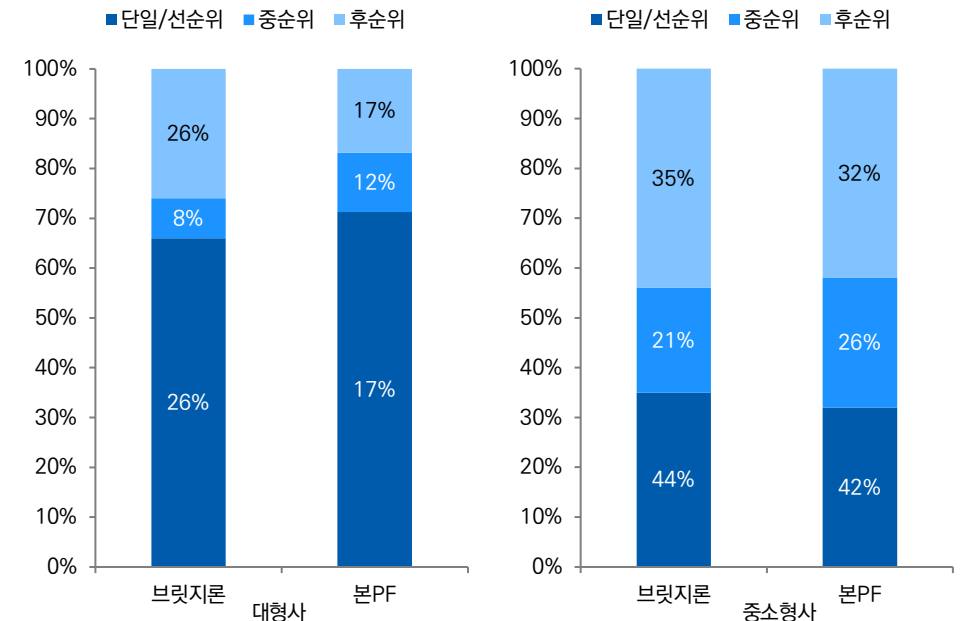
- 대형사는 브릿지론 5.6조원, 본PF 17.6조원으로 브릿지론 보유 비중이 23.5%인 반면 중소기업사는 브릿지론 2.5조원, 본PF 5.6조원을 보유하여 브릿지론 비중이 30.9%를 기록하고 있음
- 변제순위로 분석 시 대형사는 단일순위 및 선순위 비중이 70.0%를 차지하는 반면 중소기업사의 단일순위 및 선순위 비중은 32.9%에 불과
- 대형사 대비 중소기업사가 위험도 높은 부동산 PF 자산을 많이 보유하고 있어 고수익을 영위하기 용이할 수 있으나 부동산 경기 하락기에 건전성 부담으로 작용할 개연성 높음

증권사 종류별, 변제순위별 부동산 PF 보유 규모



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 부동산 PF 변제순위 구성

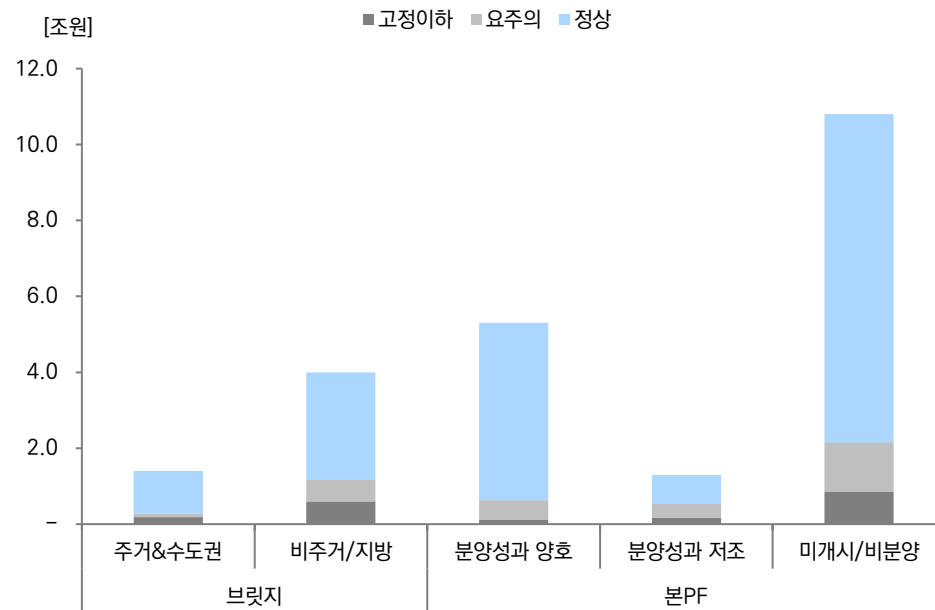


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

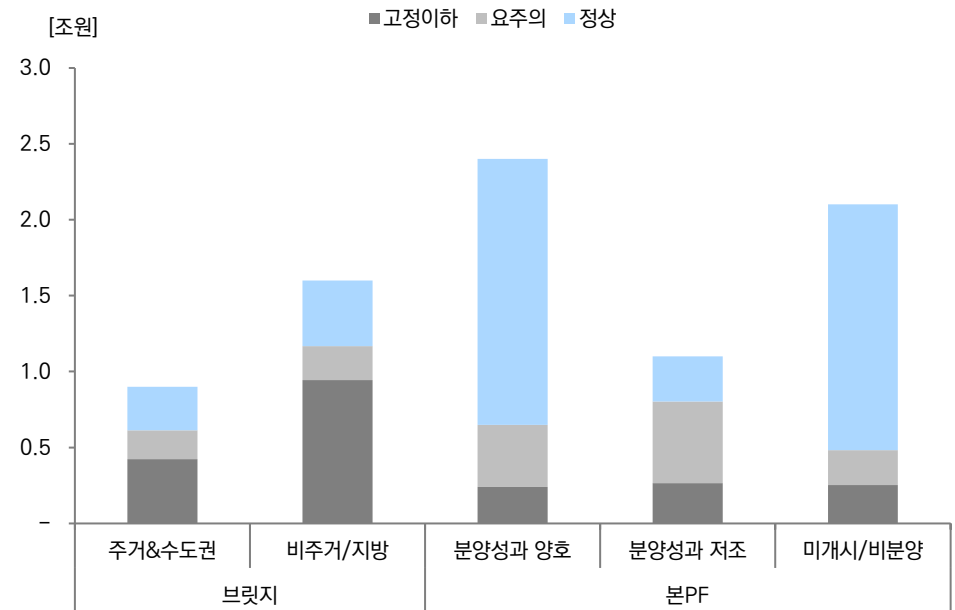
중소형사의 자산건전성 부담 높은 수준

- 중소기업의 고위험자산 보유 비중이 높음에 따라 건전성 부담 또한 높은 수준으로 나타남
- 대형사 브릿지론의 26.7%, 본 PF의 19.1%가 요주의이하자산으로 분류되는 한편 중소기업은 브릿지론의 71.2%, 본PF의 34.5%가 요주의이하자산으로 분류되어 있음
- 향후 분양 개시 전 및 비분양 본 PF의 건전성 부담이 확대될 수 있는 점은 우려 요인. 특히 중소기업은 중·후순위 비중이 높아 부실 현실화 가능성이 대형사 대비 높은 수준일 것으로 추정

대형사 보유 PF 익스포저 현황



중소형사 보유 PF 익스포저 현황



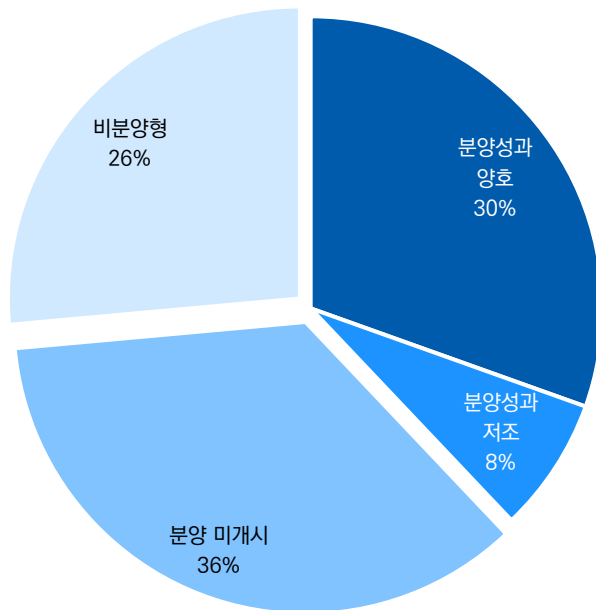
자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

대형사는 비교적 우량 자산 위주로 본 PF 구성

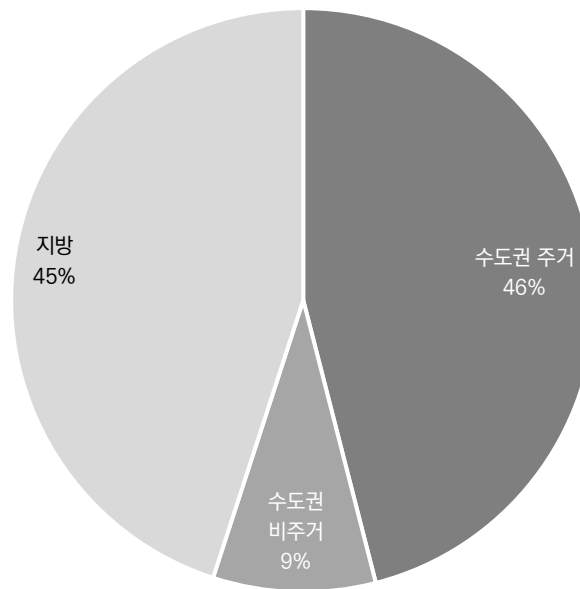
- 대형사 본PF 중 분양성과가 저조한 물건은 8%에 불과
- 단, 향후 부실화 가능성 상존한 분양 개시 전 혹은 비분양형 본 PF의 비중이 62%로 상당히 높은 수준
- 분양 전 본PF의 46%가 수도권 주거물로 구성되어 있고 비분양형 본PF 또한 비교적 임차 환경 등이 양호한 오피스 구성 비중이 41%를 차지하고 있음.

본PF 구성 현황



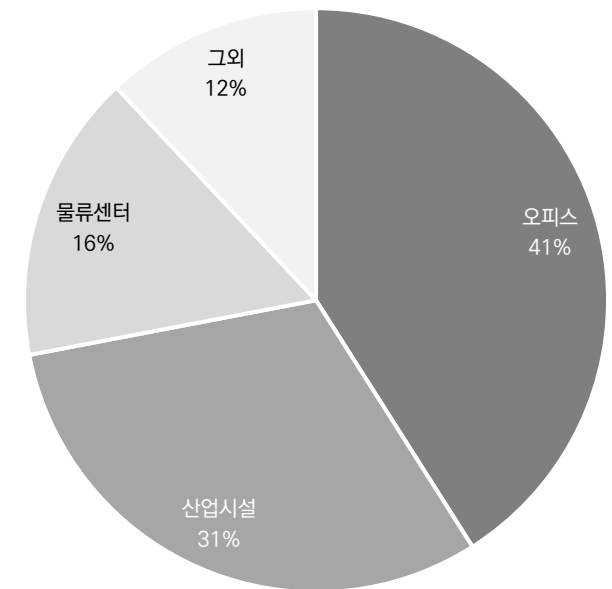
자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

분양 개시 전 본PF 지역별 구성



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

비분양형 본PF 종류별 구성

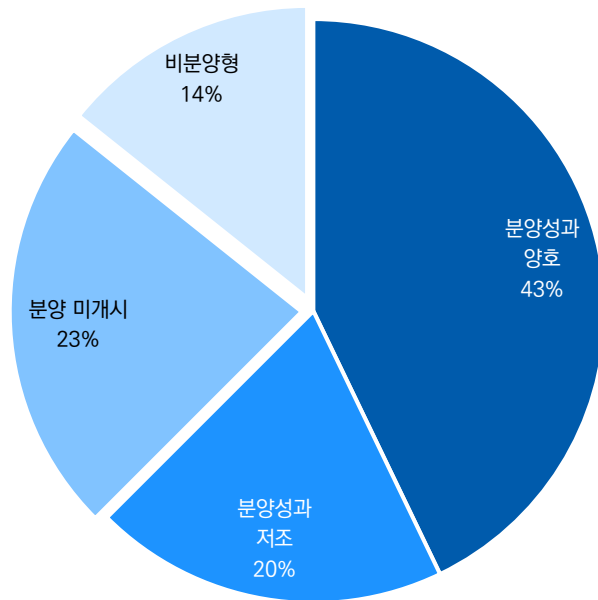


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

중소형사 지방 익스포저 및 물류센터 비중 유의

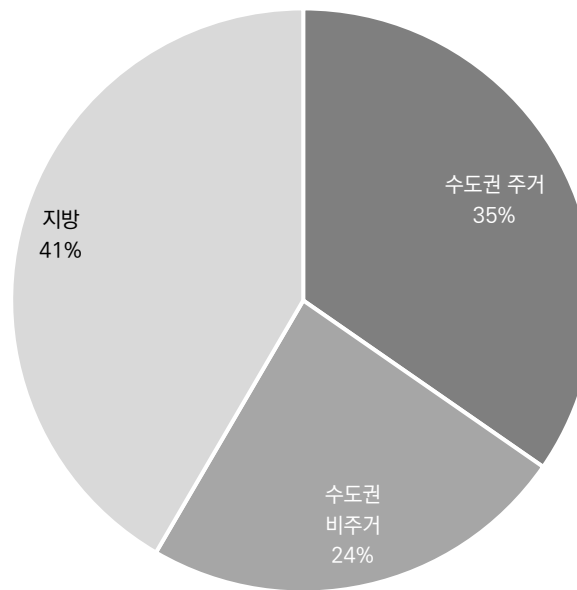
- 중소기업은 분양성과가 저조한 본PF 비중이 20%로 높은 수준. 분양성과 저조 본PF 대부분의 자산건전성 또한 훼손된 상태
- 향후 자산건전성 저하 가능성 상존하는 분양 개시 전 및 비분양형 본PF는 각각 23% 및 14%를 차지하여 대형사 대비 비중은 낮음
- 단, 위험자산 비중 및 높은 중·후순위 비중을 감안하면 향후 건전성 악화 가능성은 높은 수준
- 특히 물류센터 공급 부담 지속되는 가운데 비분양형 본PF 중 56%가 물류센터로 구성된 점은 부담 요인

본PF 구성 현황



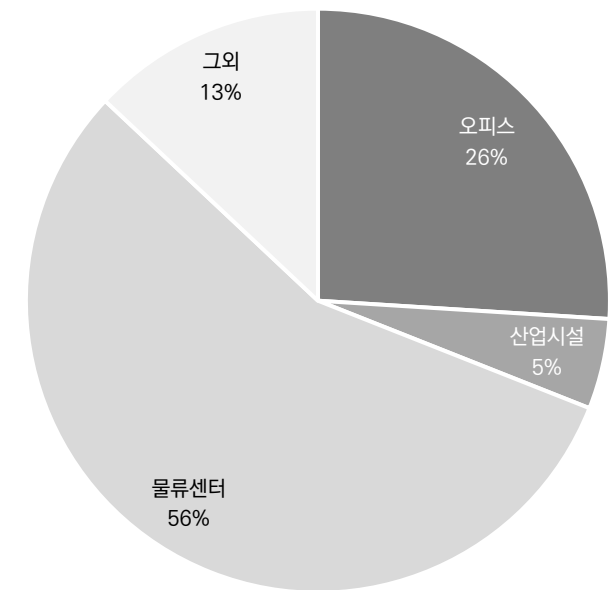
자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

분양 개시 전 본PF 지역별 구성



자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

비분양형 본PF 종류별 구성

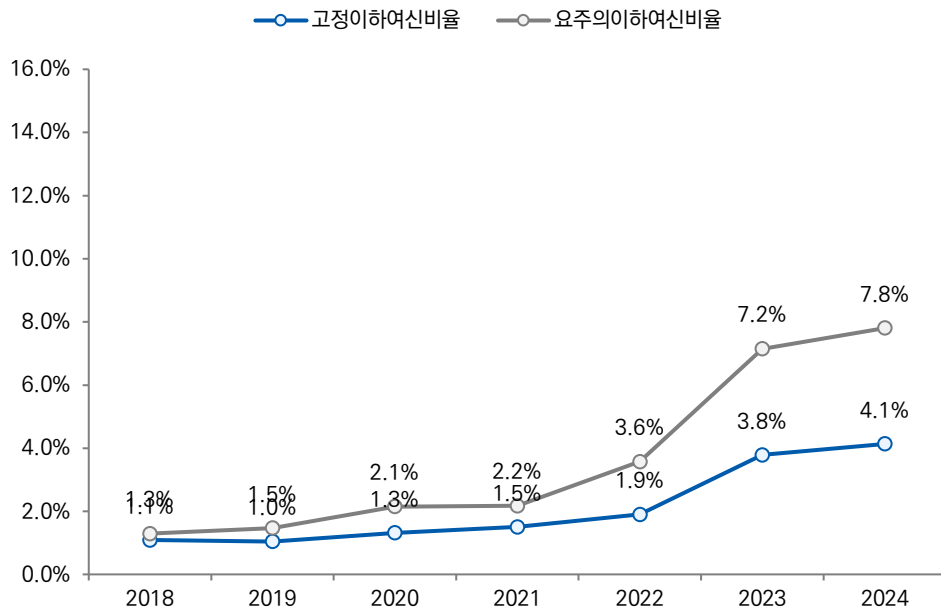


자료: KIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 자산건전성은 IB 중심으로 악화

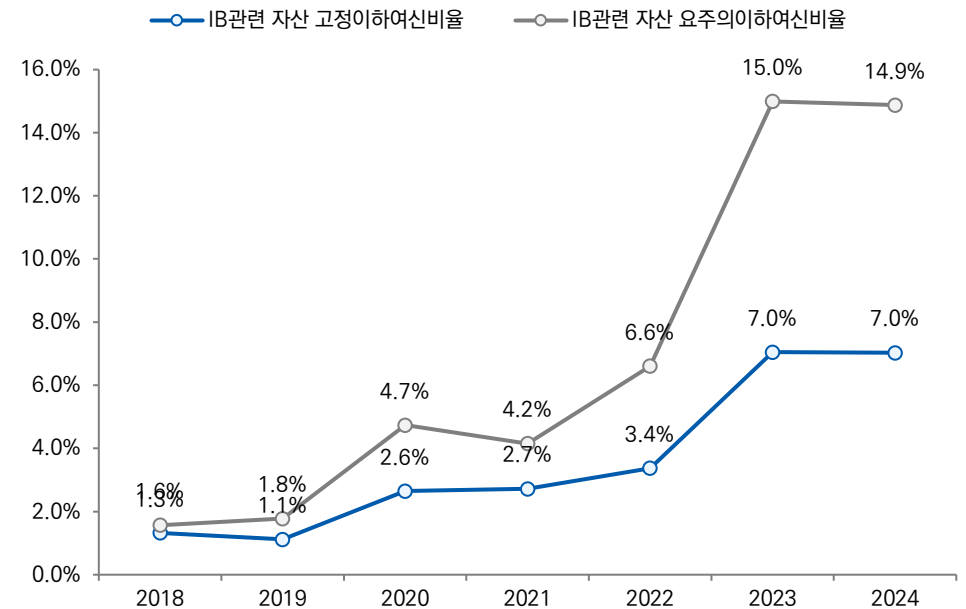
- 증권사 자산건전성 지표는 2022년 이후 빠르게 악화
- 건전성분류대상자산 중 IB관련 자산으로 추정되는 항목의 자산건전성 지표는 전사 건전성 대비 더 가파르게 악화되는 모습
- 부동산 경기 악화로 부동산 PF 자산의 회수가 어려워진 것에 기인
- 2024년 10월 이후 금융당국의 정책 방향에 따라 부실 사업장에 대한 정리가 이루어지며 2023년 말 IB관련 자산의 건전성 지표는 2023년 말 대비 소폭 개선된 것으로 추정

증권사 건전성 지표 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 IB관련 자산 건전성 지표 추이

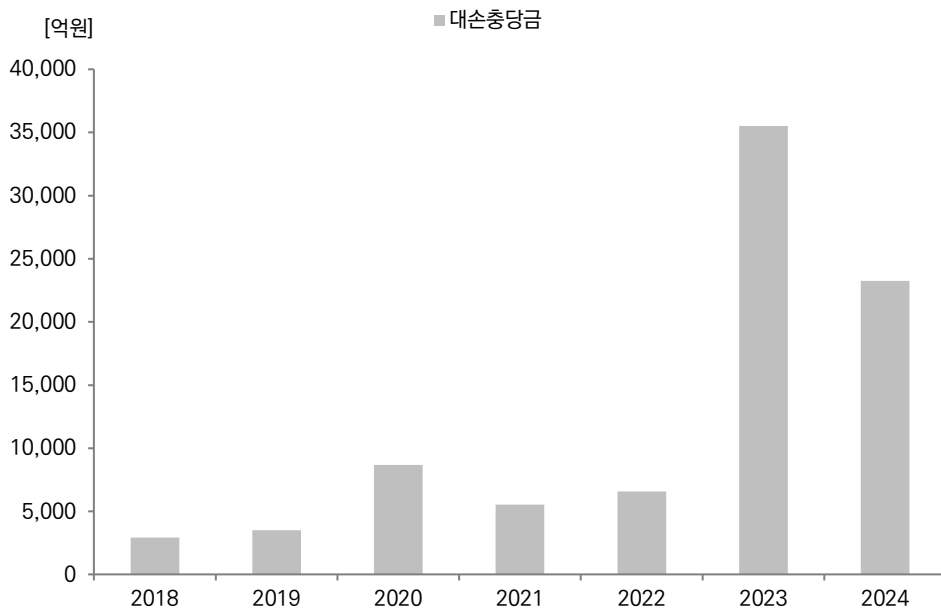


자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

대손비용 증가에도 총당금 커버리지 감소세

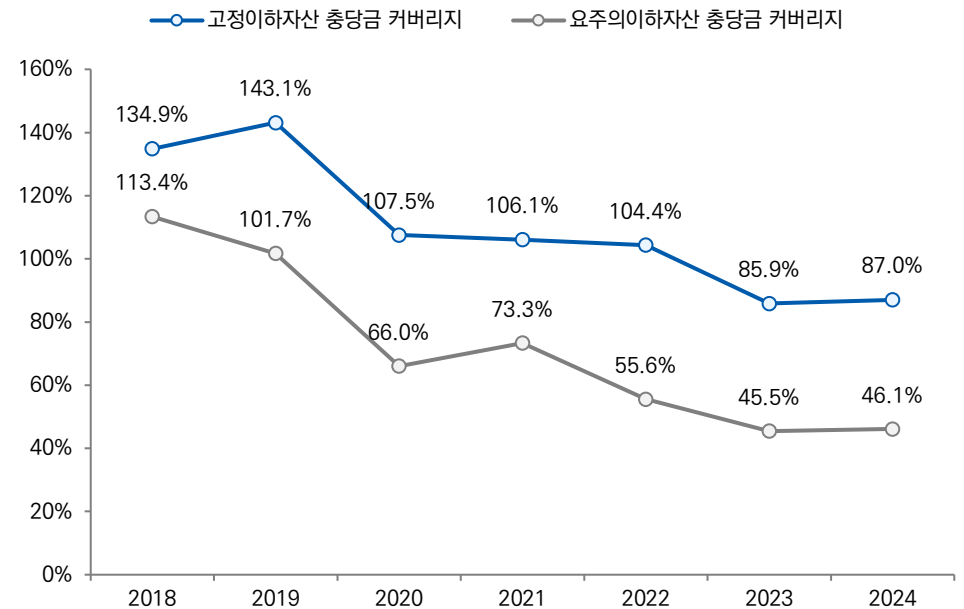
- 금융당국의 부동산 PF에 대한 총당금 적립 강화 기조에 따라 2022년 이후 증권사의 대손비용은 빠르게 증가
- 대손비용 증가에도 부동산 자산의 건전성이 가파르게 악화되며 2023년까지 총당금 커버리지는 오히려 감소하는 모습을 보임
- 2024년에도 대규모 대손충당금 적립이 이어지는 가운데 부실 사업장 정리가 이루어지며 총당금 커버리지 감소세는 멈춘 모습
- 단, 여전히 100%를 넘기지 못하는 수준으로 향후 부실 현실화 정도에 따라 총당금 추가 적립 가능성 상존

증권사 대손비용 추이



자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

증권사 총당금 커버리지 추이

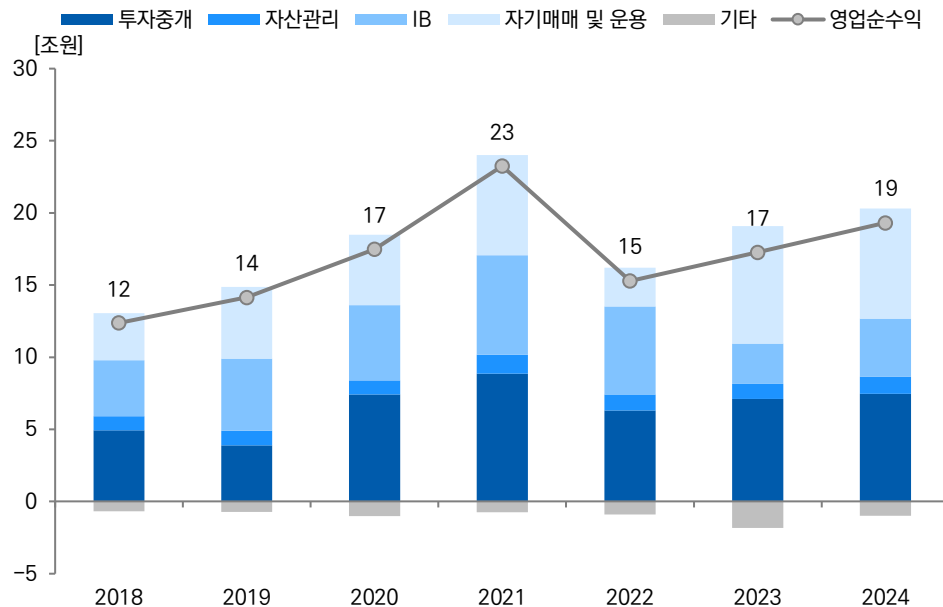


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

높은 대손 부담으로 수익성 악화

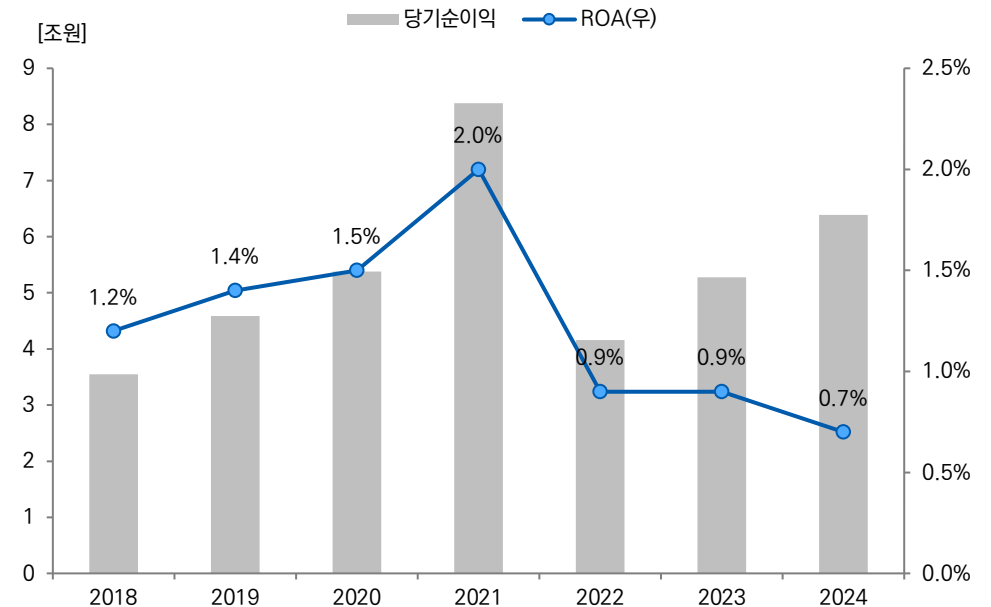
- 2021년 이후 주식 매매 감소에 따른 투자중개 수익 감소, 부동산 PF 환경 악화에 따른 IB 수익 감소 등에 따라 영업순수익 감소
- 2023년부터 미국주식 매매 증가에 따른 해외주식 수수료수입 증가, 시장금리 하락에 따른 채권 위주 운용수익 증가, 파생상품 운용수익 개선 등으로 일부 증권사 수익 회복
- 단, 대형사 대비 사업내용이 다각화되지 않은 중소형사의 실적 회복은 저조한 수준
- 부동산 PF, 해외 부동산 투자, 주식 변동성으로 인한 고객 미수금 관련 대손 등으로 대손 부담 이어지며 수익성은 감소

증권사 영업순수익 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 수익성 추이

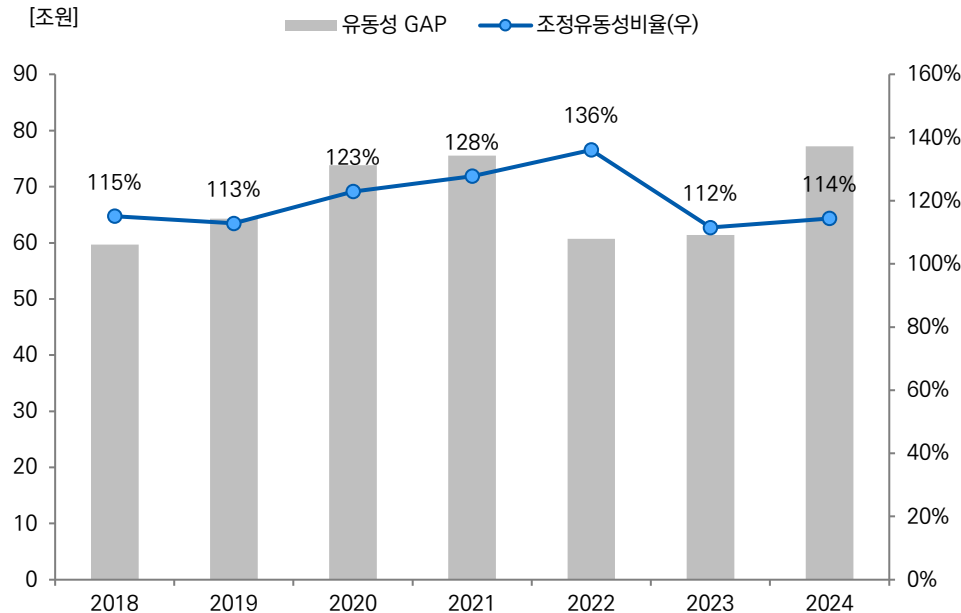


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

수익 누적, 증자 등을 통해 자본비율 유지

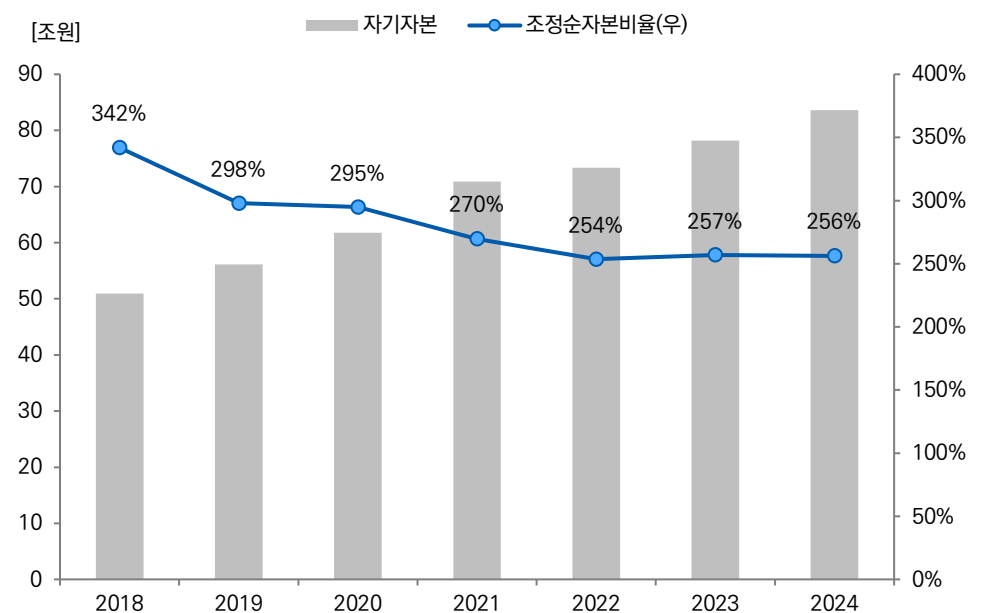
- 레고랜드 사태가 있던 2022년 이후 유동성 GAP 축소되었으나 2024년 회복된 모습
- 유동성 지표 안정되고 있으나 만기 시점 부동산 PF 등의 상환이 원활히 이루어지지 않는 경우 지표 대비 부진할 수 있음에 유의
- 증권사들은 이익 누적, 증자, 신종자본증권 발행 등을 통해 자본을 확충하고 있음. 2023년 교보증권에 2,500억원, 한국투자증권에 4,000억원의 증자가 이루어졌으며 2025년 현대차증권도 1,620억원의 증자 대금을 수취함
- 보수적인 리스크 관리 체계로 전환에 따라 위험자산 확충 속도를 조절하며 순자본비율 또한 2022년 이후 추가 하락은 제약되는 모습

증권사 자본적정성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 유동성 추이



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사들의 영업환경 변화: 부동산 PF 관련 규제 강화

부동산 PF 제도 개선방안 ('24.11, 증권사 관련)

주요 항목	주요 내용	현행	개선방안	조치 계획
안정적인 수준의 자기자본 확충 기반 마련	리스크 관리 강화를 통한 자본 확충 유도	국내 PF사업의 자기자본 비율은 약 5% 내외로 30%를 상회하는 타국 대비 과도하게 낮은 수준	- PF 대출시 일정수준(예: 20%)의 PF사업 자기자본비율을 기준으로 하여 위험가중치와 총당금 차등화 - PF사업의 자기자본비율이 낮을수록 금융회사가 PF대출에 대해 적립해야하는 자본금, 총당금 비율을 높게 적용함으로써 시행사의 자기자본비율 확충 유인 제공	금융권 TF 운용(~'25 상반기) →업권별 감독규정세척, PF리스크 관리 모범규준 개정
	금융 건전성 규제체계 합리화	- PF대출은 기업대출보다 연체율이 높으나 PF 대출에 대한 위험가중치, 총당금 규제는 이를 충분히 반영하지 못하고 있음 - PF대출 위험가중치가 기업대출 대비 높지 않고 취급형태(대출, 보증 등)에 따라 위험가중치에 과도한 차이, 업권간 연체율 차이가 있음에도 PF 대출 총당금 규제 동일 - 거액신용공여 한도 규제는 전체여신에 대해서만 도입되어 있고 업권별 부동산 익스포저 한도규제는 업권별로 상이 - 은행: 한도규제 없음, 보험: 총자산의 25%초과시 위험가중치 상향, 증권: PF 대출은 자기자본의 30%, 보증은 100% 한도	- PF대출의 연체율 수준 등을 감안하여 금융업권별 위험가중치, 총당금 규제 정비 - 부동산 PF에 대한 거액신용공여 한도 규제를 필요한 업권에 마련하는 한편, 업권별 부동산 익스포저에 대한 한도규제 정비	
부동산 PF 시장의 공정 질서 확립	PF대출시 사업성 평가 강화	PF사업은 시공사, 신탁사 신용보강으로 리스크가 완화됨에 따라, 금융사의 면밀한 사업성 분석 유인 부족	PF 사업성 평가 기준, 절차(수수료 원칙 등)를 마련하고, 객관적 평가를 수행하는 전문평가기관 인증, 대출 시 평가기관 사업성 평가 의무화	평가기준, 절차, 인증방안을 도출. 부동산개발사업관리법에 근거 마련(25 上)→PF리스크 모범규준 반영(25 下)
	불합리한 관행 개선	- 책임준공 합리화: PF대출계약과 신탁계약은 책임준공 연장 사유가 제한적이어서 시공사 귀책이 아닌 경우에도 책임준공 의무 부담 - PF수수료 관행 개선: PF 수수료 점검결과 일부 불합리한 수수료 부과관행 및 차주에 대한 정보제공 부족 등의 문제점 확인	- 책임준공 개선 TF를 운영하여 책임준공 개선방안 마련 - PF 수수료의 투명성 제고를 위해 업계, 전문가 등이 참여한 PF 수수료 개선 TF('24.5~)를 통해 개선방안 도출, 시행 - 수수료 항목의 분류 및 정의, PF 수수료 부과 원칙, 차주에 대한 정보제공 절차	책임준공 개선 TF 통해 제도 개선방안 마련('25.1Q) 금융업권별 수수료 관련 모범규준 제정('24.12)
역량있는 한국형 디벨로퍼 육성	기관투자자의 부동산 개발신탁 참여 활성화	- 부동산신탁사는 개발사업에서 큰 비중을 차지하나 토지신탁 이후 기관투자자의 지분투자는 받지 못하고 차입 위주 자금 조달만 진행 - 현재 신탁사는 기관투자자의 투자를 받기 위한 별도의 인가를 받지 못하고 있는 상황	- 토지신탁 사업에 기관투자자(연기금, 은행, 증권, 펀드, 리츠 등)가 사업비(토지비 제외)의 일정부분(15%)까지 투자할 수 있도록 허용 검토 - 자기자본, 내부통제(투자금 관리 관련 이해상충방지 체계, 투자자보호 기준 마련 등) 등 충분한 요건을 갖춘 신탁사가 기관투자자의 투자를 통한 원활한 자금조달 가능(→대출 비중 ↓)	업계 협의 등을 거쳐 허용방안 마련(25 下)

자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

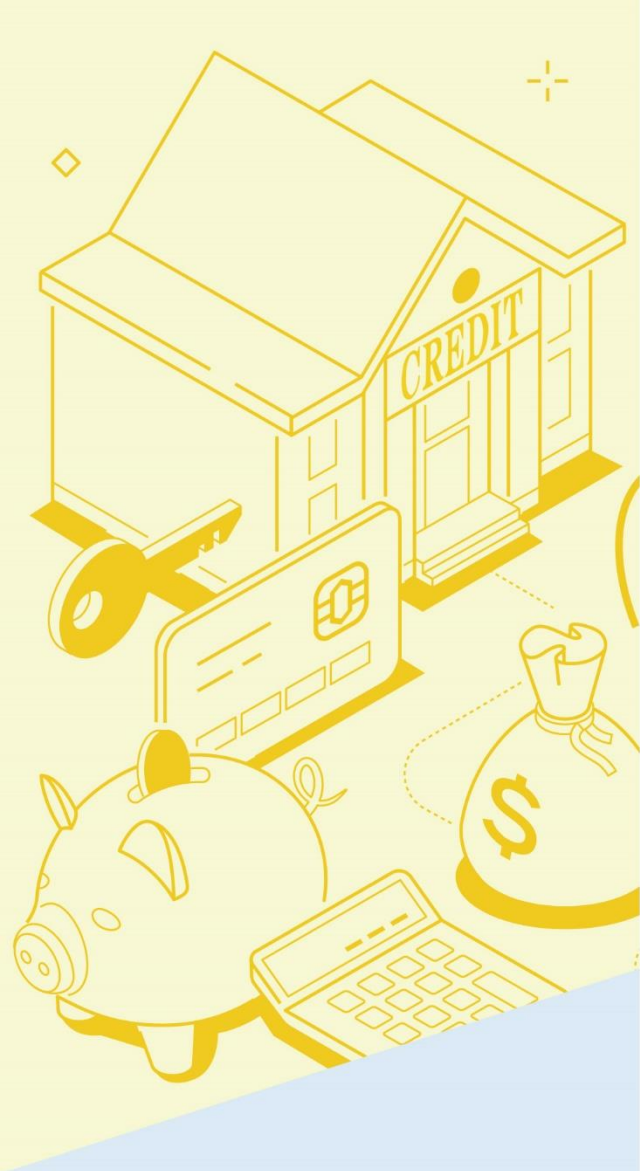
증권사들의 영업환경 변화: 기업금융 위주 활성화 예정

증권업 기업금융 경쟁력 제고방안 주요 내용 ('25.04)

주요 항목	주요 내용	세부 내용	추진 일정
종투사 운용규제 개편	기업신용공여 범위 조정·추가 한도 적용	- 중견, 재무구조 개선기업, 상생결제 관련, M&A 리파이낸싱 신용공여 추가 한도 적용 - 금융회사, 부동산SPC에 대한 신용공여 조정 등	25년 하반기 개정
	발행어음 제도 개선	- 모험자본 공급의무('26년 10% → '28년 25%) - 부동산 관련 한도(30% → '27년 10%, 점진적 하향) 등	
	종합투자계좌 (IMA) 제도 구체화	- 만기 원금지급의무 - 만기 1년 이상 자산 편입 비율(70% ↑) - 모험자본 공급의무('26년 10% → '28년 25%) - 부동산 관련 한도(10%, 즉시도입) - Seeding 투자 의무화(5%) - 손실충당금강화(5%+평가손실) - 자기자본 대비 한도(발행어음과 합산 200%+100%) 등	
종투사 지정	지정요건 강화 및 신설	- 자기자본 요건 2기간 충족, 사업계획, 본인 제재이력, 대주주 요건(8조원) - 각 단계별 2년 이상 영위 후 상위 단계 지정 가능 (3조원/4조원/8조원)	
증권업 제도정비	해외진출 인센티브 제공	- 해외 현지법인의 현금성 이익잉여금 유동자산 인정 - 해외 현지법인의 주식 개별위험값 완화(12%→8%)	25년 3분기 방안 확정
	은행계열 증권사 제약 해소	지주 연결 BIS비율 산출 시 증권업 특성 고려	
	파생결합증권·사채	- 내부대여 한도 도입('26년 20%→'27년 10%) - 파생결합사채의 레버리지비율 가산(12.5%~50%)	25년 하반기 개정
	기타 제도 개선	- 고유 외화증권 집중예탁 폐지 - 전담중개업무 확대 (사모, VC, 리츠, 신기술조합 등)	
건전성·유동성 관리 강화	부동산금융 익스포저 한도	부동산 총 익스포저 한도규제 신설 (현재는 채무보증 기준 자기자본 대비 100%)	25년 6월 방안 확정
	부동산금융 NCR 위험값 변화	진행단계, LTV, 분양·보증 여부 등의 실질 리스크 반영하여 NCR 산출	
	유동성 규제체계 개선	중·소형사에도 1·3개월 유동성비율 규제 준수 의무 적용, 자산가격 변동리스크 반영하여 산출	
	종투사 건전성 제도 개편	종투사 NCR 산출체계 개편 및 위험값 강화 (현 순자본비율 → 영업용순자본/총위험액)	25년 6월 방향 발표

자료: 금융위원회, KIS, 유안타증권 리서치센터





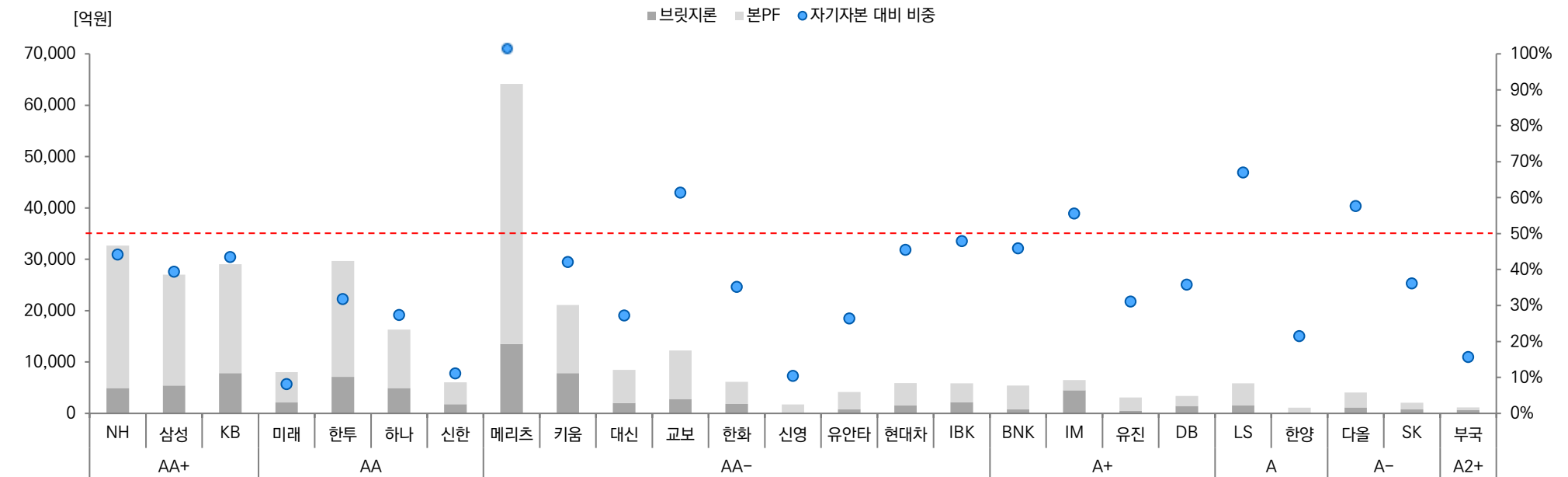
PART 2

증권사별 검토

부동산 PF 양적 부담은 과거 대비 소폭 감소

- 부동산 PF 리스크가 부각된 2022년 말 이후 증권사의 자기자본 대비 PF 익스포저는 소폭 감소
- 대형사 대비 사업다각화 수준이 낮은 중소형사의 자기자본 대비 PF 비중이 비교적 높게 나타남
- 부동산금융에 활발히 참여하는 메리츠증권의 경우 PF 비중은 자기자본 대비 100%를 소폭 상회하고 있음
- 자기자본 대비 부동산 PF 비중 50%를 상회하는 곳은 메리츠, 교보, IM, LS, 다올 5개사로 추산
- 질적 부담, 계열 지원 가능성 등을 함께 감안하여 판단할 필요

증권사 PF 익스포저

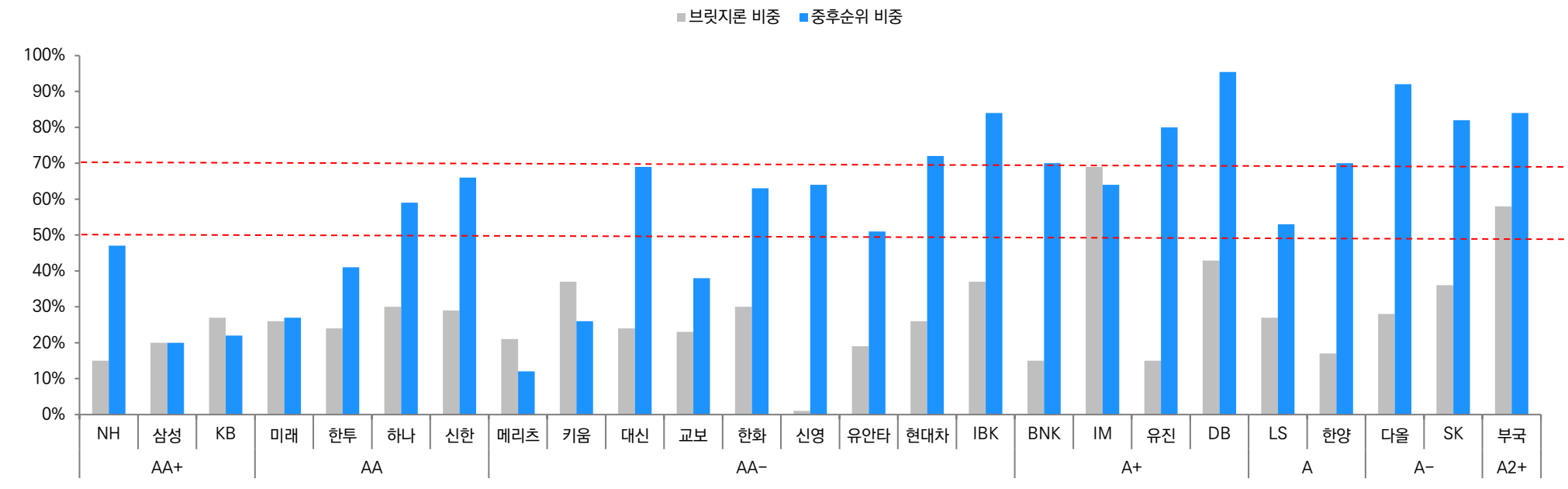


자료: KIS, KR, NICE, 유안타증권 리서치센터
 주) 자료의 한계로 '24.09, '24.12, '25.03 혼재

중소형사의 부동산 PF 질적 부담 높은 수준

- 중소기업의 브릿지론 부실화 비중이 높은 점을 감안하면 브릿지론 비중이 높은 중소기업의 건전성 및 대손 부담이 높은 상황일 것으로 추정
- 부동산 PF 익스포저 중 브릿지론 비중이 30% 이상인 곳은 하나, 한화, IBK, IM, DB, SK, 부국 7개사
- 증권사는 PF 주관권 확보 목적 등으로 중·후순위 참여 비중이 높음. 대다수 증권사의 중·후순위 비중이 50%를 상회하고 있으며 중소기업 대부분은 70%를 상회하고 있음
- 지방 부동산 경기 회복이 지연되고 미분양 적체되는 상황. 사업장의 위치 및 물건에 따라 중·후순위 부동산 PF의 회수 가능성이 낮아질 수 있음에 유의

증권사 고위험 부동산 PF 비중



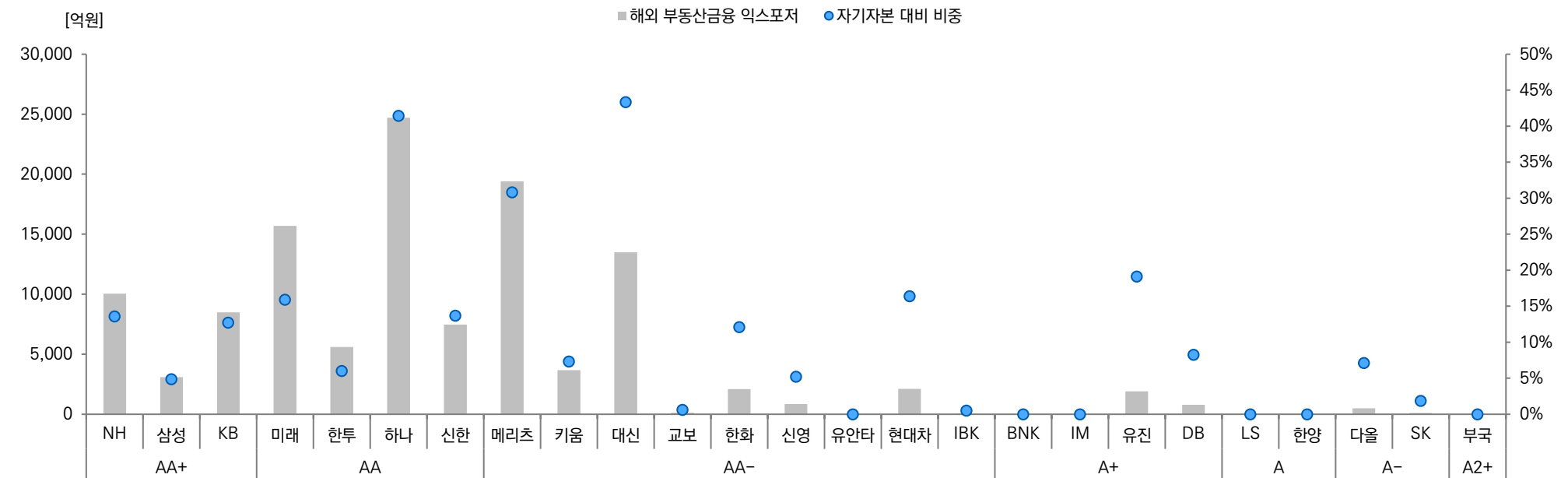
자료: KIS, KR, NICE, 유안타증권 리서치센터

주) 자료의 한계로 '24.09, '24.12, '25.03 혼재

일부 증권사는 해외 부동산 투자 부담 존재

- 해외 부동산은 투자 상황 파악이 쉽지 않고 문제 발생 시 대응이 어려움
- 건당 대출잔액이 큰 편이며 해외 부동산 투자는 대부분 국내 부동산 투자와 같이 대출 형식의 참여보다는 부동산 펀드에 참여하여 Equity 성 참여 비중이 높음. 자산 부실화되는 경우 부담으로 작용할 수 있음
- 미국 및 유럽의 오피스 공실률이 해소되지 않는 가운데 글로벌 경기침체로 상업용 부동산 등으로 불황 확산 가능성 존재
- 증권사들은 2024년 ~2026년 만기 도래하는 해외 오피스 투자에 대하여 평균적으로 약 30% 내외의 평가손실을 인식한 것으로 파악됨
- 향후 추가 손실 발생 여부에 대한 관찰 필요

증권사별 해외 부동산금융 익스포저 현황

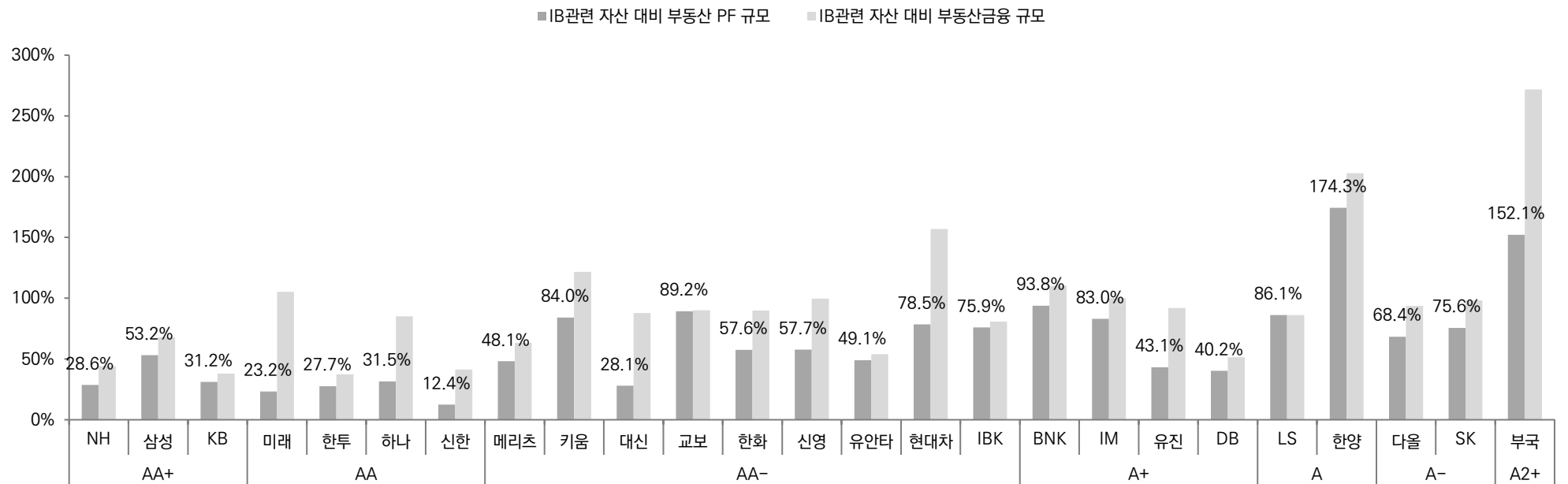


자료: KIS, KR, NICE, 유안타증권 리서치센터
 주) 자료의 한계로 '24.09, '24.12, '25.03 현재

IB관련 자산의 부동산 PF 집중도

- 대형사의 IB관련 자산 중 부동산 PF 비중은 평균 36.8%인 반면 중소형사는 69.1%로 높게 나타나고 있음
- 기업금융, DCM/ECM 등의 타 부문이 활성화된 경우 비중이 상대적으로 낮게 나타나는 것으로 추정
- 일부 중소형사의 경우 IB 자산 중 부동산 PF 의존도가 80%를 상회하는 등 상당히 높은 수준으로 나타나고 있음
- 부동산 경기 둔화에 따라 PF 딜의 절대 물량이 감소하고 있어 부동산 PF 의존도가 높은 증권사는 향후 사업 경쟁력 약화 가능성 존재
- 충당금 부담 심화 가능성도 내재되어 있어 기적립 충당금 점검 필요

증권사별 IB관련 자산 중 부동산 PF 비중 ('24.12)

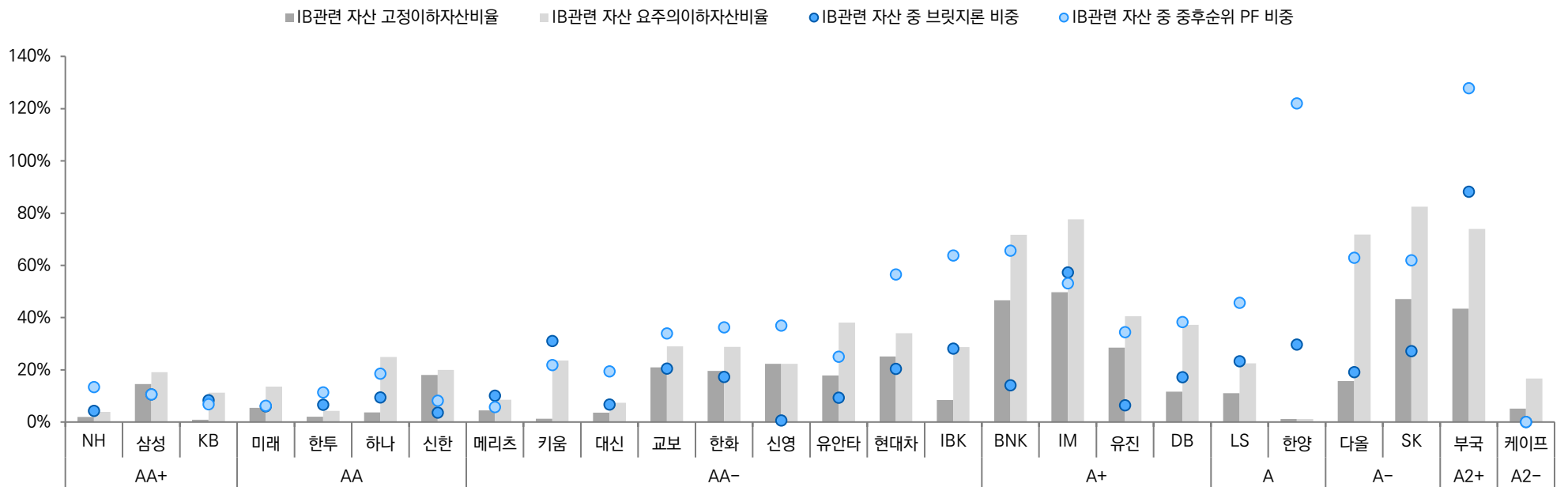


자료: FISIS, KIS, KR, NICE, 유안타증권 리서치센터

부동산 경기 악화에 따라 건전성 지표 저하

- 2024년 5월 발표된 '부동산 PF의 “질서있는 연착륙”을 위한 향후 정책 방향’에 따라 구체적 분류 기준이 정립되며 이에 따른 분류 진행
- 다수 증권사의 건전성 지표가 부동산 경기 악화에 따라 저조해진 모습으로 특히 중소형사의 건전성 부담이 심화된 점을 확인할 수 있음
- 위험도가 높은 브릿지론 및 중·후순위 PF의 경우 현재 건전성 지표가 양호하더라도 향후 악화 가능성 내재되어 있음
- 고위험 부동산 PF 비중이 높은 증권사의 자산건전성 악화 가능성 모니터링 필요

증권사별 IB관련 자산의 자산건전성 현황 ('24.12)

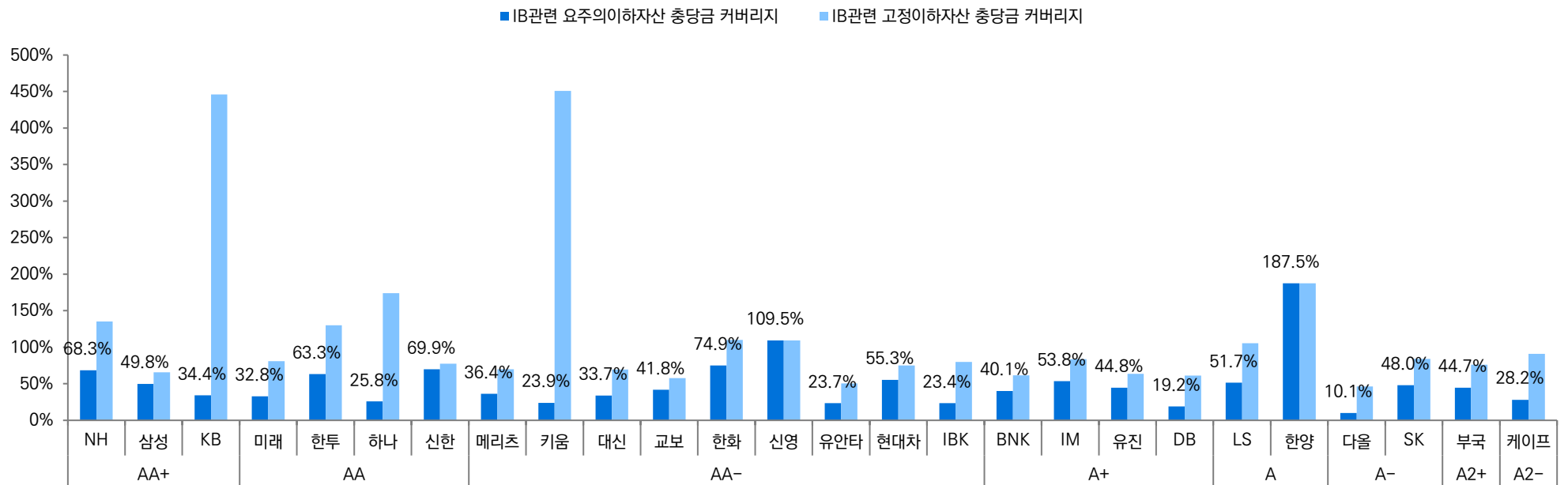


자료: FISIS, KIS, KR, NICE, 유안타증권 리서치센터

대다수 증권사의 총당금 커버리지 저조한 모습

- 증권사의 건전성분류대상자산 중 IB관련 자산으로 추정되는 항목은 대출금, 매입대출채권, 사모사채, 기타대출채권, 채무보증, 대지급금 등
- 증권사는 부동산 PF를 주로 채무보증으로 보유해 왔으나 레고랜드 사태 이후 유동화증권의 차환이 원활히 이루어지지 않는 등 유동성 이슈가 발생. 이에 따라 이를 직접 인수하거나 장기 대출로 전환하기도 함. 이에 따라 사모사채, 대출채권 등의 형태로 보유한 PF 익스포저 증가
- 사업장 부실화로 부동산 PF 만기 시점 상환이 이루어지지 않는 채무보증 사업장은 채무보증 이행 과정에서 대지급금 증가
- 다수 증권사의 IB관련 자산 총당금 커버리지는 100%를 하회하고 있음

증권사의 IB관련 자산 총당금 커버리지 현황 ('24.12)



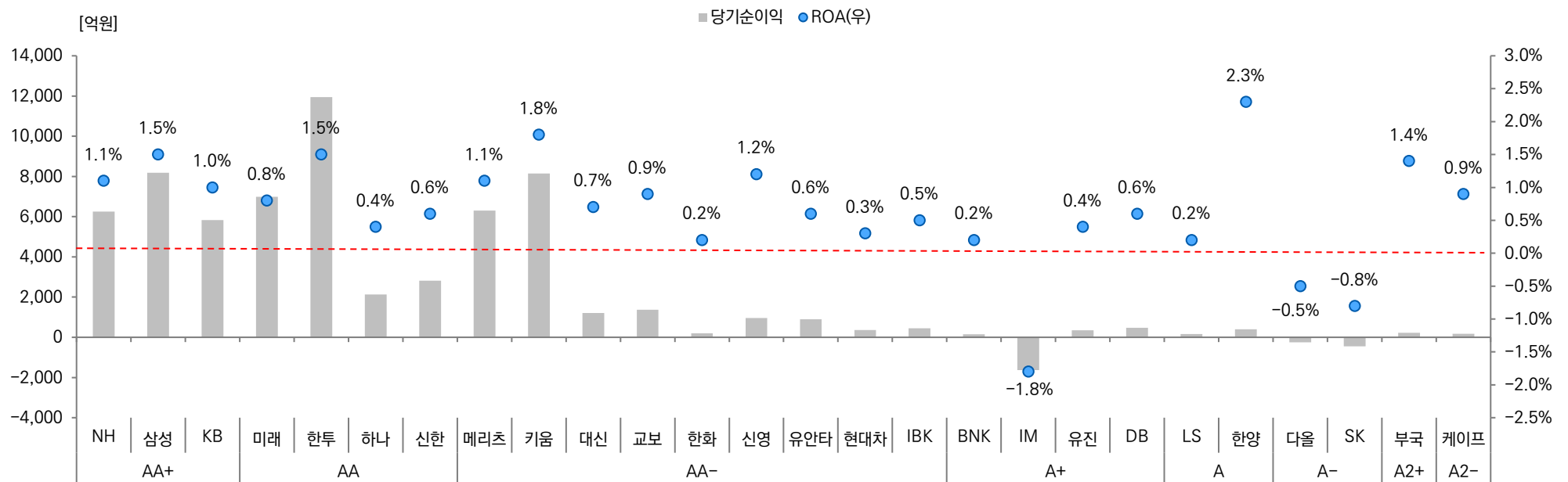
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

주) 채무보증 총당부채 및 대손준비금 포함

대손 부담에 따라 전반적인 증권사 수익성 저조한 상황

- 대손비용 증가에 따라 증권사의 수익성 감소. 다수 증권사 ROA는 1.0%에 미달하고 있음
- 자산 부실화로 인한 대손 부담이 특히 크게 나타난 IM, 다올, SK의 경우 2024년 적자 기록. 3사 모두 대규모 충당금 적립 기저 효과에 힘입어 2025년 1분기 흑자 전환. 단, 향후 추가 충당금 적립 부담 혹은 시장 환경 변화에 따른 수익성 변동 가능성 내재
- 대형사의 수익 규모가 중소형사 대비 크고 수익성 또한 비교적 양호한 모습

증권사별 수익성 현황 ('24.12)

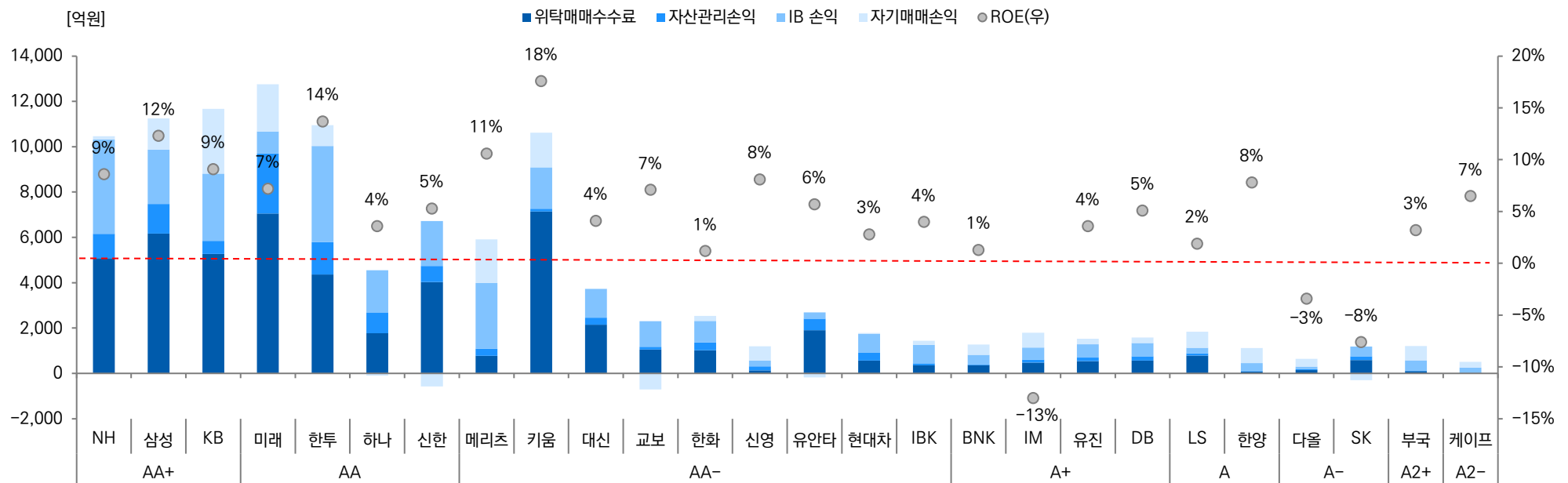


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

수익구조가 다변화된 증권사의 수익성이 상대적으로 양호한 모습

- IB 부분 외 위탁매매, 운용 등으로 수익이 다변화되거나 IB 내에서도 부동산 PF 외 DCM/ECM 등으로 사업구조가 다변화된 대형사의 ROE가 높게 나타나고 있음
- 다각화된 수익 기반을 가진 증권사는 다른 부문의 수익을 바탕으로 부동산 PF를 중심으로 발생한 대손비용 방어
- 부동산 PF에 대한 의존도가 높았던 중소형사의 수익성 유지가 어려워지고 있음
- 자본 규모에 따라 종합금융투자사업자 인가를 받고 발행어음 등 신규 사업 영역에 진출 가능. 증권업 경쟁강도가 높아지는 가운데 대형사의 시장 지위가 강화될 가능성

증권사별 영업수익 현황 ('24.12)

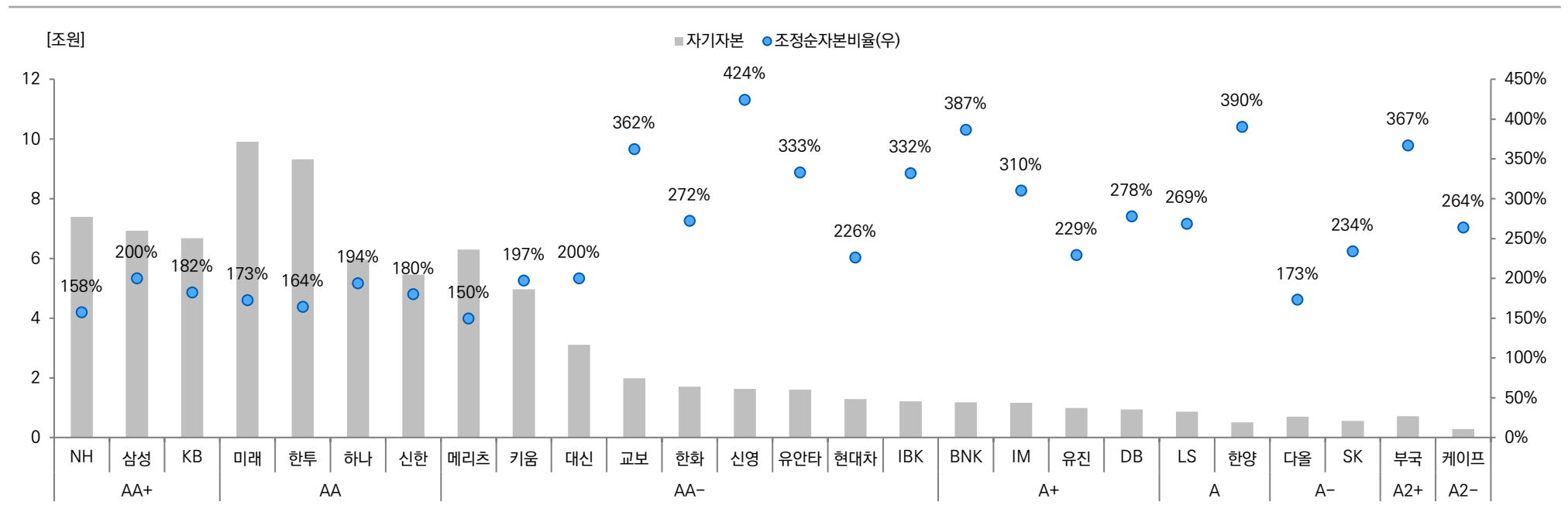


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

업계 전반 자본완충력 존재

- 증권사 순자본비율은 전반적으로 양호한 수준을 유지 중. 대형사는 대신증권을 제외하고 전부 1,000%를 상회하고 있으며 중소형사 또한 500% 내외를 유지 중. 다올투자증권과 SK증권의 경우 순자본비율이 250%를 하회하고 있는 점은 유의
- 위험을 더 엄격하게 반영한 조정순자본비율의 경우 다수 증권사가 신용평가사의 증권산업 평가방법론 Mapping Grid의 등급 별 정량 지표에 미달하는 모습
- 일부 증권사는 신규 인가를 받거나 자본적정성 지표를 보완하기 위해 증자, 신종자본증권 혹은 후순위채 발행 등을 통해 자본을 확충한 바 있음
- 이익규모, 기적립 총당금, 모회사로부터의 지원 가능성 등 감안 시 업계 전반 대응력은 존재

증권사 자본적정성 현황 ('24.12)

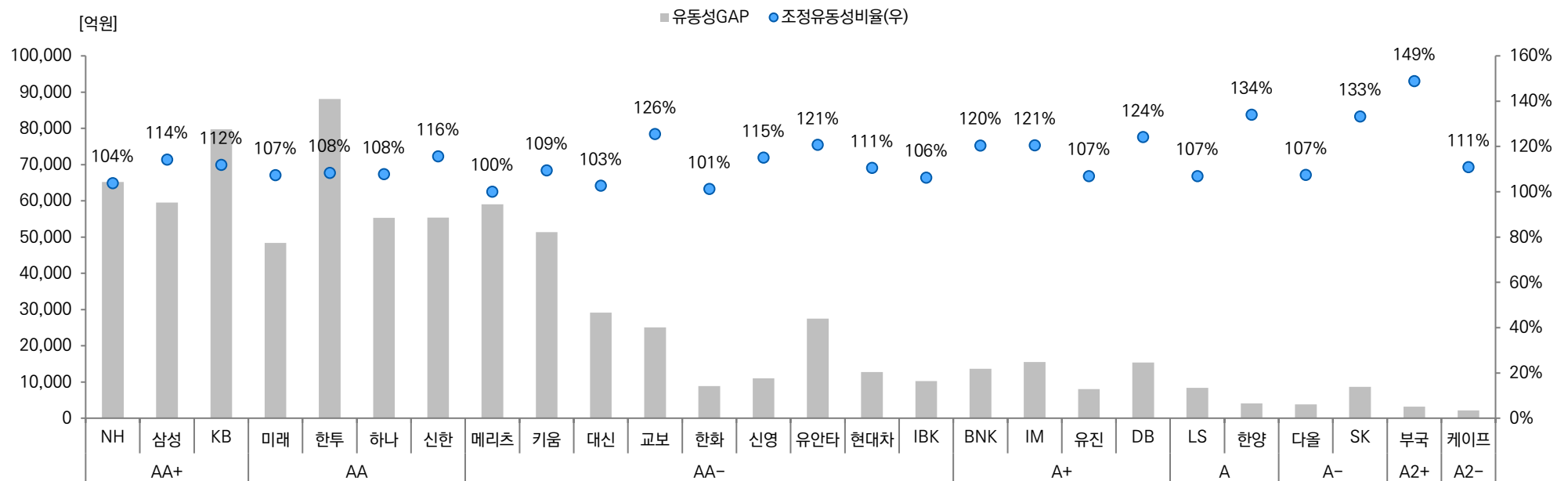


자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

금융시장 불확실성 높은 상황으로 유동성 지표 관리 필요

- 증권사 유동성비율은 최저 기준인 100%를 상회하고 있으나 대다수 증권사가 100% 초반으로 유동성 여력이 크지는 않은 상황
- 2022년 레고랜드 사태로 인한 단기자금시장 경색 이후 부각되었던 유동성 리스크는 현재 안정된 상태
- 단, 글로벌 경기 불황, 지방 부동산 회복 지연 등 전반적인 시장 불확실성 높은 상황으로 주의 필요

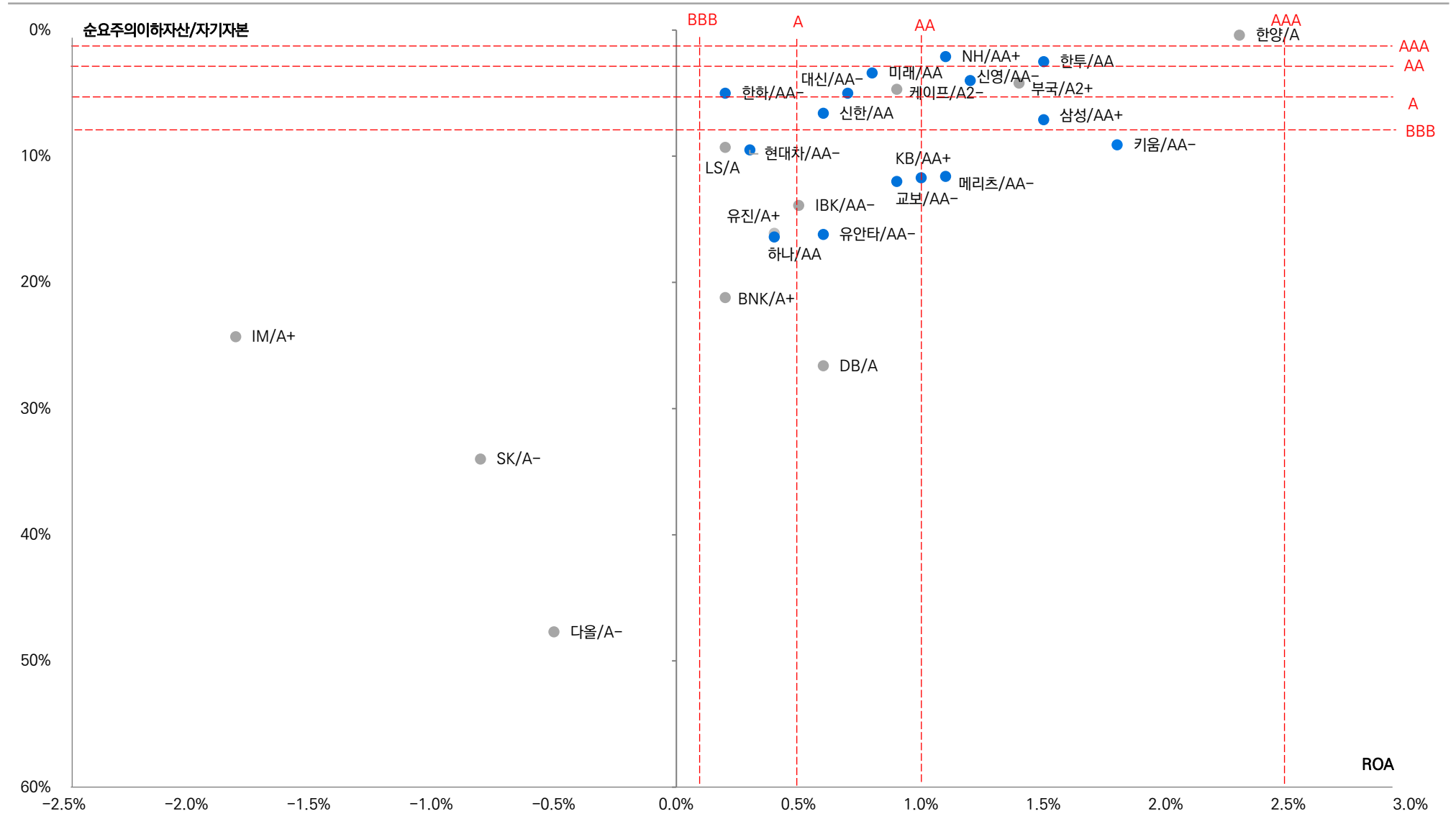
증권사별 유동성 지표 현황 ('24.12)



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자산건전성 vs 수익성

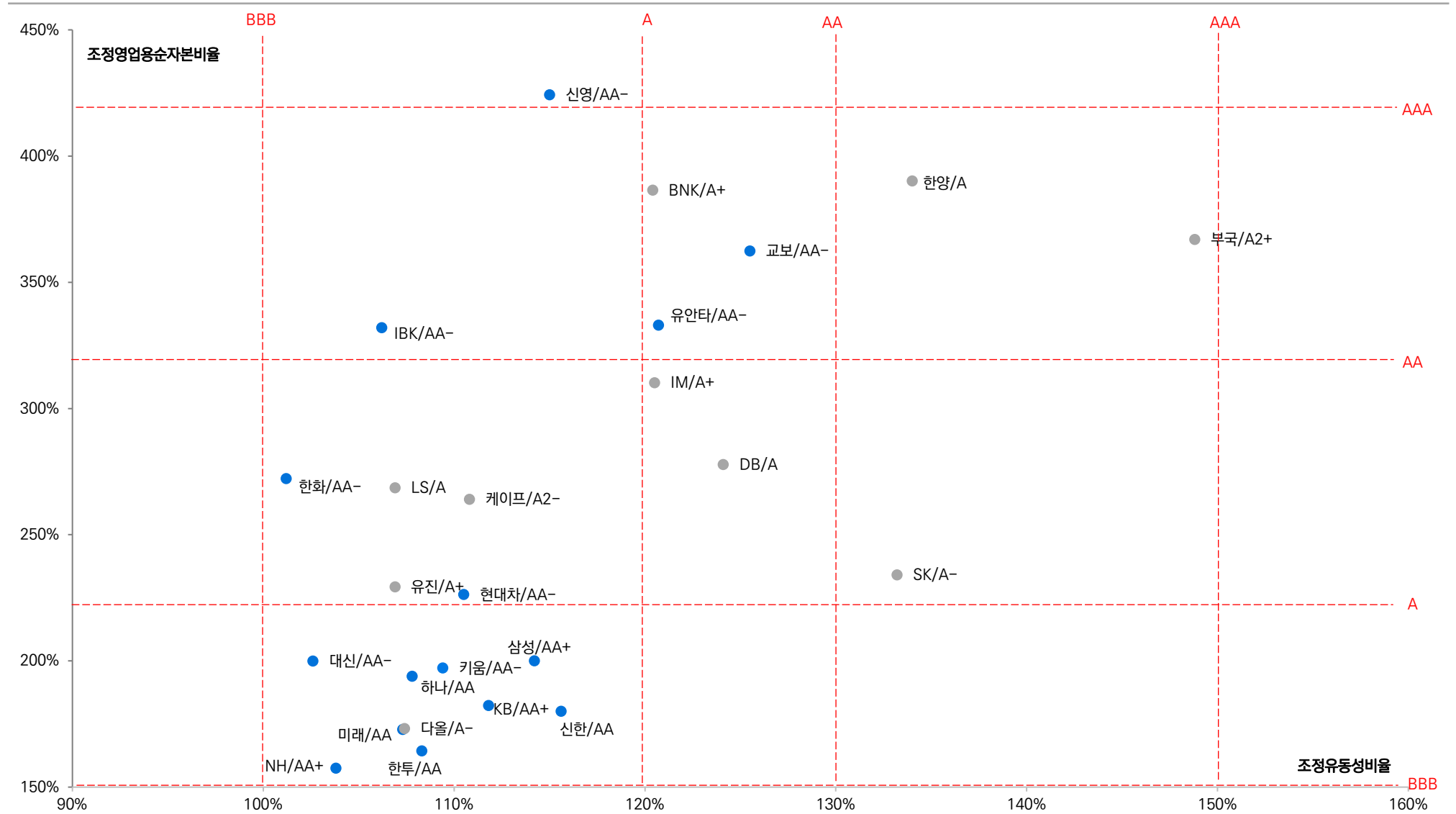
순요주의이하자산/자기자본 vs ROA ('24.12)



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

자본적정성 vs 유동성

조정영업용순자본비율 vs 조정유동성비율 ('24.12)



자료: NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 계열사 현황

증권사 계열사 현황

지주	NH금융지주	AAA/S	삼성		KB금융지주	AAA/S	미래에셋		한국투자금융지주	AA-/S
은행	농협은행	AAA/S			국민은행	AAA/S				
증권	NH투자증권	AA+/S	삼성증권	AA+/S	KB증권	AA+/S	미래에셋증권	AA/S	한국투자증권	AA/S
캐피탈	NH농협캐피탈	AA-/S			KB캐피탈	AA-/S	미래에셋캐피탈	AA-/S	한국투자캐피탈	A/S
카드			삼성카드	AA+/S	KB국민카드	AA+/S				
저축은행	NH저축은행	A/N			KB저축은행	A/N			한국투자저축은행	A/S
생명보험	농협생명보험	AA/S	삼성생명보험	AAA/S(IFRS)	KB라이프생명보험	AA/S	미래에셋생명보험	AA-/S		
손해보험	농협손해보험	A+/S	삼성화재해상보험	AAA/S(IFRS)	KB손해보험	AA/S				
부동산신탁					KB부동산신탁	A2			한국투자부동산신탁	BBB+/N
자산운용							미래에셋자산운용	AA/S		
기타							미래에셋컨설팅	A2+		

지주	하나금융지주	AAA/S	신한금융지주	AAA/S	메리츠금융지주	AA/S	다우기술	A/S	대신	
은행	하나은행	AAA/S	신한은행	AAA/S						
증권	하나증권	AA/S	신한투자증권	AA/S	메리츠증권	AA-/S	키움증권	AA-/S	대신증권	AA-/S
캐피탈	하나캐피탈	AA-/S	신한캐피탈	AA-/S	메리츠캐피탈	A+/S	키움캐피탈	A-/S		
카드	하나카드	AA/S	신한카드	AA+/S						
저축은행	하나저축은행	A/N	신한저축은행	A/S			키움저축은행	A-/N	대신저축은행	A-/N
							키움에스저축은행	BBB/S		
생명보험			신한라이프생명보험	AA+/S						
손해보험	하나손해보험	BBB/S(신종)			메리츠화재해상보험	AA/S				
부동산신탁									대신자산신탁	BBB+/S
자산운용										
기타	하나에프앤아이	A+/S					키움에프앤아이	A-/S	대신에프앤아이	A/S

자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 계열사 현황

증권사 계열사 현황

지주	교보		한화	A+/S	신영		현대자동차	AAA/S	IBK	
은행									IBK기업은행	AAA/S
증권	교보증권	AA-/S	한화투자증권	AA-/S	신영증권	AA-/S	현대차증권	AA-/S	IBK투자증권	AA-/S
캐피탈							현대캐피탈	AA+/S	IBK캐피탈	AA-/S
							현대커머셜	AA-/S		
카드							현대카드	AA+/S		
저축은행	SBI저축은행	A/S	한화저축은행	A-/S					IBK저축은행	A/S
생명보험	교보생명보험	AA+/S	한화생명보험	AA+/S						
손해보험			한화손해보험	AA-/S						
부동산신탁	교보자산신탁	A-/N			신영부동산신탁	BBB/S				
자산운용										
기타									IBK연금보험(IFRS)	AA-/S

지주	BNK금융지주	AAA/S	IM금융지주	AAA/S	유진	A3	DB		LS	A+/S
은행	경남은행	AA+/S	IM뱅크	AAA/S						
	부산은행	AAA/S								
증권	BNK투자증권	A+/S	IM증권	A+/S	유진투자증권	A/S	DB증권	A+/S	LS증권	A/S
캐피탈	BNK캐피탈	AA-/S	IM캐피탈	A+/S			DB캐피탈	BBB+/S		
카드										
저축은행	BNK저축은행	A/N					DB저축은행	A-/S		
생명보험							DB생명보험	A+/P		
손해보험			IM라이프생명보험(IFRS)	A+/S			DB손해보험	AA/P		
부동산신탁										
자산운용										
기타										

자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

증권사 신용등급 추이

증권사 신용등급 추이

회사명	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025.05	등급방향
미래에셋증권	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	유지
한국투자증권	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	유지
NH투자증권	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	유지
삼성증권	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	유지
KB증권	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	AA+ / 안정적	유지
하나증권	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 부정적	AA / 안정적	상향
메리츠증권	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
신한투자증권	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	AA / 안정적	유지
키움증권	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
대신증권	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
교보증권	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
한화투자증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
유안타증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
신영증권	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
iM증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
현대차증권	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
BNK투자증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
IBK투자증권	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 긍정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	AA- / 안정적	유지
유진투자증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
LS증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	유지
DB증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 긍정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	A+ / 안정적	유지
다올투자증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A- / 안정적	A-안정적	하향
부국증권	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	유지
SK증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 부정적	A / 부정적	A- / 안정적	A- / 안정적	하향
한양증권	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	A / 안정적	-	유지
케이프투자증권	A2-	A2-	A2-	A2-	A2-	A2-	A2-	유지

자료: KR, KIS, NICE, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 공문주)
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 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.

