

1st

Dec. 2023

한국투자증권 박범수

pbs330@gmail.com

부동산개발실무

부동산금융 증권사 역할 및 최근 딜 동향



RSC



Topic 1

부동산금융 개관

Topic 2

증권사 역할과 참여구조/CASE

Topic 3

최근 딜 트렌드



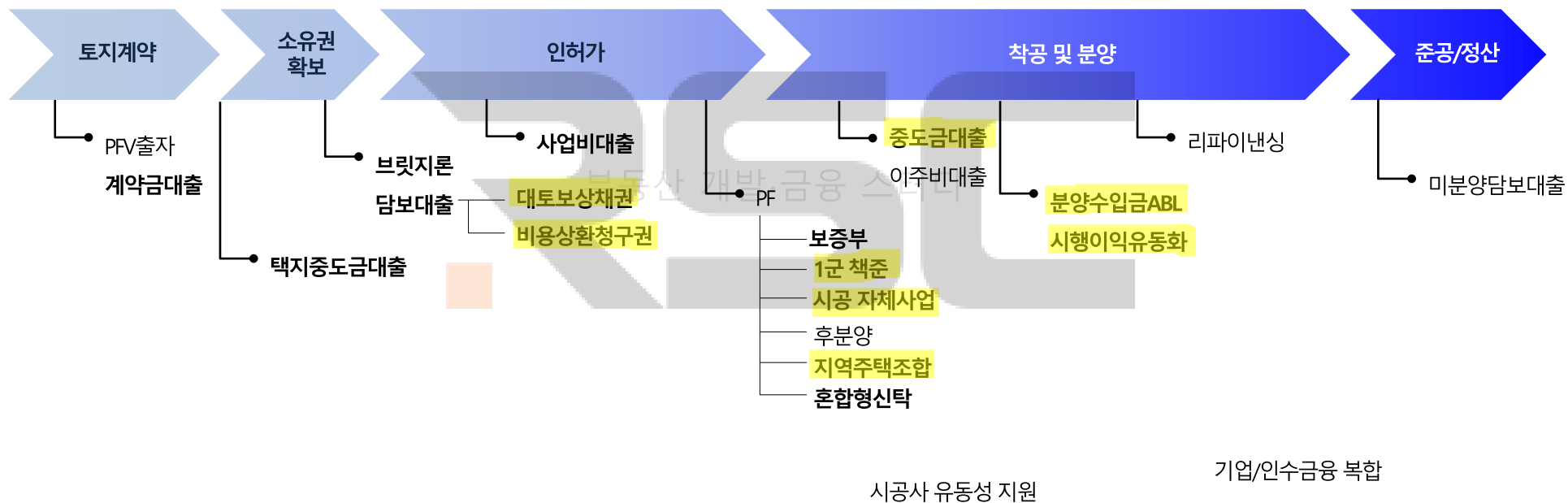
1. 부동산금융 개관

부동산금융 시기별 특징

구 분	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
시기	1990 ~ 1999	2000 ~ 2011	2012 ~ 2017	2018 ~ 2021	2022 ~ 현재
사업주체	시공사	시행사/PFV/SPC	시행사/PFV/SPC/펀드		
금융조달 방식	Corporate Financing (시공사 자체 조달)	Project Financing (Loan + 시공사 유동화)	Project Financing (Loan + 시공사/증권사 유동화)		PF + CF
주요 대주	회사채 시장 등 (회사채, CP, 담보대출)	은행, 저축은행 위주	보험사, 여전사, 증권사, 펀드, 상호금융조합, 공제회 등		
채권보전	시공사 Credit Line 시공사 담보자산		시공사 책임준공확약 토지신탁 우선수익권		
유동화	-	시공사 신용공여	증권사 유동성공여	증권사 매입확약 증가	차환리스크 관리 유동화→론 전환
주요 금융상품	-	PF 태동	PF/미분양담보대출확약 차입형토지신탁	PI대출/시행이익유동화 책준신탁	PF (1군/보증부) 시공사 유동성지원
비고	시공사 개별PJT 리스크 노출	시공 - 시행 분리	참여 금융기관 다양화	소형 시행사 증가 신규 개발건수 폭증	대형사/전통상품 위주 유동성관리

1. 부동산금융 개관

사업단계별 금융상품

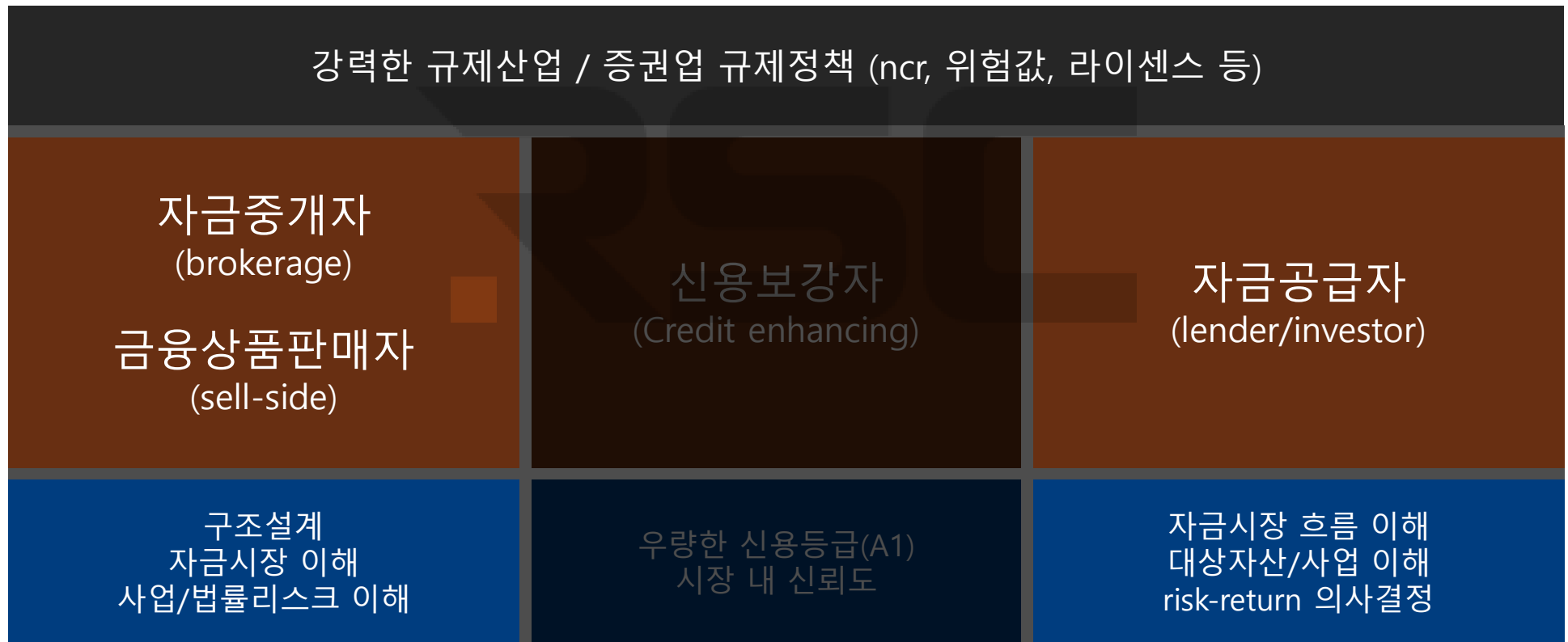


2. 증권사 역할과 참여구조

구조설계/자금공급

✓ 부동산금융시장 : 정보비대칭, 정부규제, 높은 거래비용, 매물/호가 유한(유일) 등으로 타 금융시장에 비해 낮은 효율성

⇒ 수급 간 미스매칭 해소 필요 (최적 조달구조 설계 / 신용·유동성공여 / 직접참여 등)



2. 증권사 역할과 참여구조

구조설계/자금공급

① 00건설 분양수입금 ABL

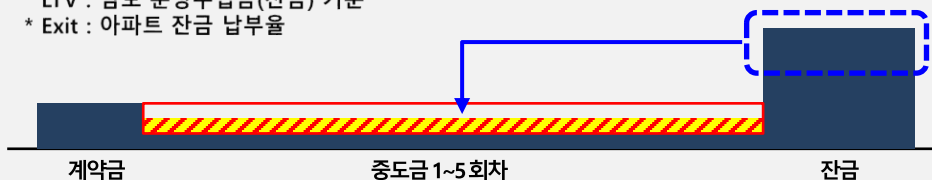
[사업장개요]

구분	내용
위치	경북 00시 소재
건축 규모	지하 2층 ~ 지상 25층 (공동주택 1,555세대 및 근생시설)
사업방식	지구단위계획구역 내 주택건설사업
시공사	00건설(주) ICR: BBB0, CP: -, 시평 50위권 이내
신탁사	00투자증권(주) 금전채권신탁 (or 담보신탁+자금대리)
사업현황	- 전 세대 100% 분양완료 - 준공 8개월 내 예정

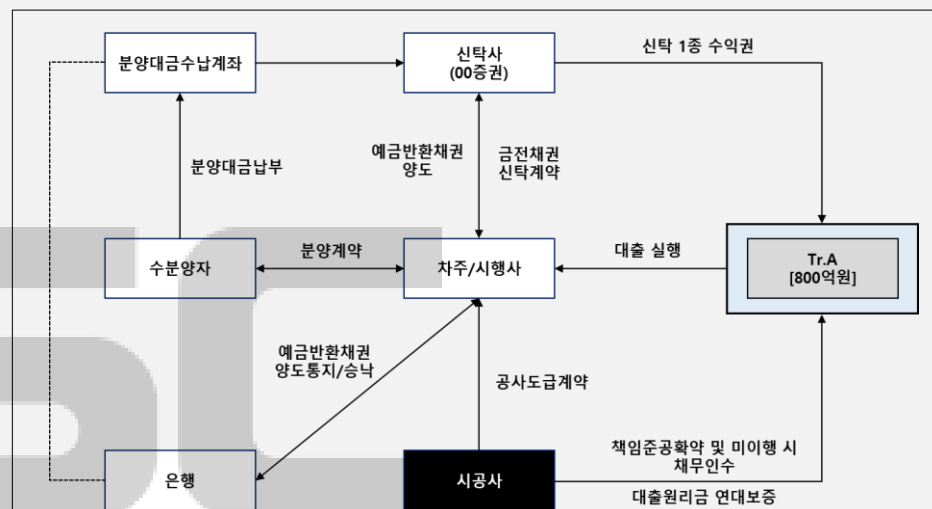
[금융조건]

구분	금액	All-in	기간	LTV	Exit	비고
Tr.A	800억원	9.0%	12개월	43.4%	43.4%	금채신탁 2종수익권
합계	800억원					

* LTV : 담보 분양수입금(잔금) 기준
* Exit : 아파트 잔금 납부율



[구조도]



[배경/구조 설명]

- 00건설 자체 사업 담보로 사업비 및 시공사 운영자금 조달 요청 건
- 분양수입계좌 예금반환채권에 대한 금전채권신탁 1종 수익권 설정을 통해 상환재원 통제 (또는 분양수입계좌 신탁 자금대리사무)

[주요 이슈]

- 입주 risk (시장리스크)
- 상환재원 통제

2. 증권사 역할과 참여구조

구조설계/자금공급

① 00건설 분양수입금 ABL

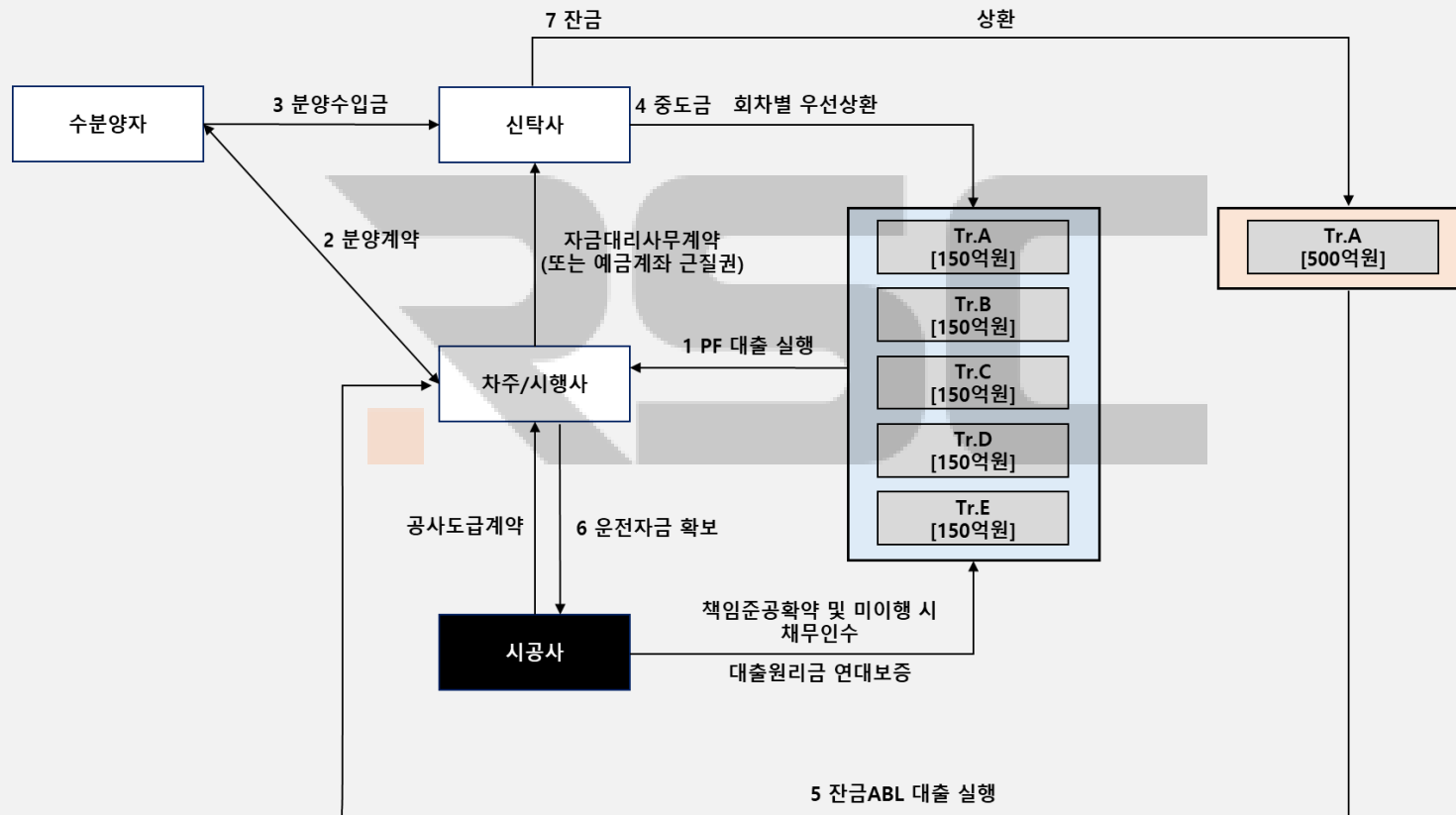
[시행이익유동화구조와 비교]

구 분	분양수입금 ABL	시행이익유동화
구조도		
상품수요	시공사 자체사업, 중견건설사	시행사
상환재원	분양수입금(매출액)	시행이익(매출액-사업비용)
리스크	시장리스크	시장 리스크, 사업비 리스크, 차주 우발채무 리스크
채권보전	자금대리사무 또는 차주계좌 예금근질권	관토신탁 위탁자 수익권 근질권 (대항요건 구비)
주요 대주	보험사, 여전사, 공제회, 상호금융 등	저축은행, 여전사, 증권사 등
비고	통상 LTV 60% 이내	통상 LTV 40% 이내

2. 증권사 역할과 참여구조

구조설계/자금공급

② PF + ABL 혼합



2. 증권사 역할과 참여구조

신용·유동성보강

✓ 부동산금융시장 : 정보비대칭, 정부규제, 높은 거래비용, 매물/호가 유한(유일) 등으로 타 금융시장에 비해 낮은 효율성

⇒ 수급 간 미스매칭 해소 필요 (최적 조달구조 설계 / 신용·유동성공여 / 직접참여 등)

강력한 규제산업 / 증권업 규제정책 (ncr, 위험값, 라이선스 등)

자금중개자
(brokerage)

금융상품판매자
(sell-side)

구조설계
자금시장 이해
사업/법률리스크 이해

신용보강자
(Credit enhancing)

우량한 신용등급(A1)
시장 내 신뢰도

자금공급자
(lender/investor)

자금시장 흐름 이해
대상자산/사업 이해
risk-return 의사결정

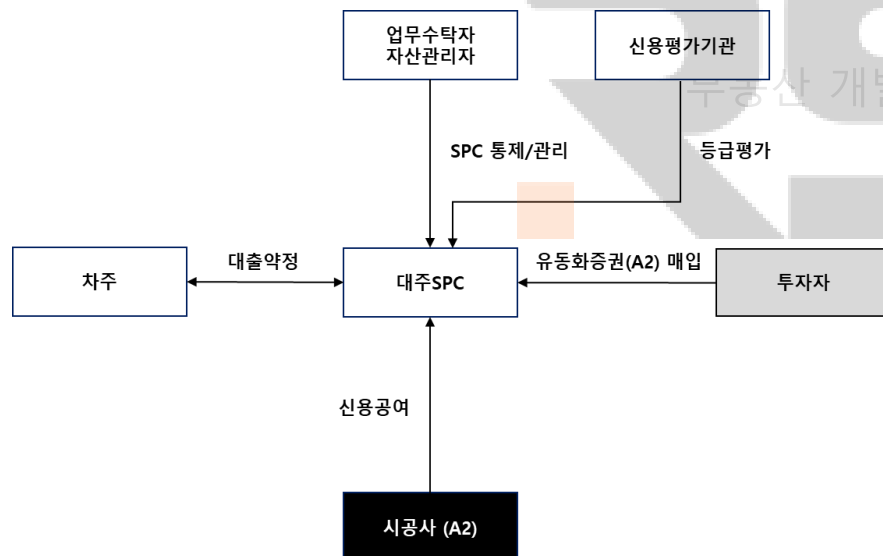
2. 증권사 역할과 참여구조

신용·유동성보강

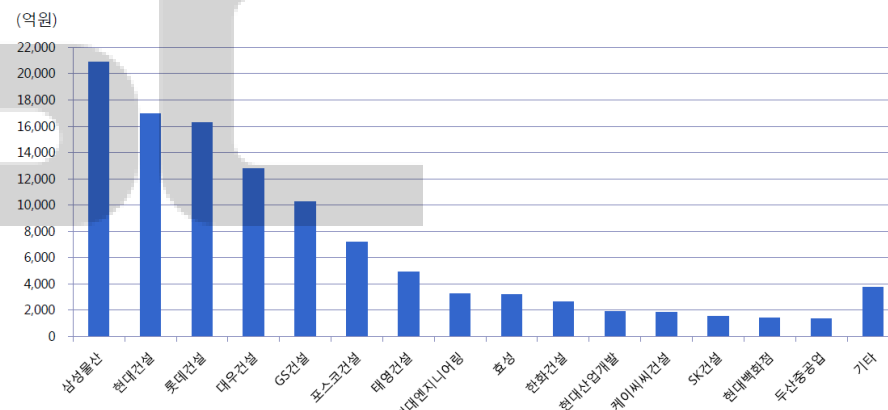
[유동화증권 개요]

- ✓ PF 유동화시장은 '05년부터 본격화 : 초기 유동화시장은 시공사 보증부 + 은행의 외부보강 위주
- ✓ '09~'10년 이후 은행의 건설업 익스포저 축소되며 '10~'12년 **시공사 보증 위주** 유동화시장 (시공사 우발채무에 대한 우려로 시장 위축)
- ✓ '12년 개정 자본시장법에 종투사(초대형IB) 도입되며, **증권사 외부 신용보강 주체로 참여** 기틀 마련

[시공사보증 유동화증권 발행 구조]



[2015년 시공사지급보증 유동화증권 현황]



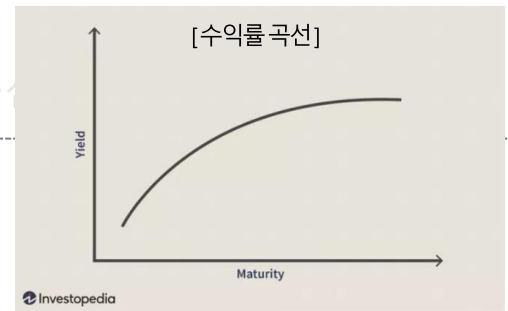
주) 롯데건설에는 호텔롯데, 롯데쇼핑과 공동 신용보강 7,464억원 / KCC건설과 공동 신용보강 1,400억원 포함

2. 증권사 역할과 참여구조

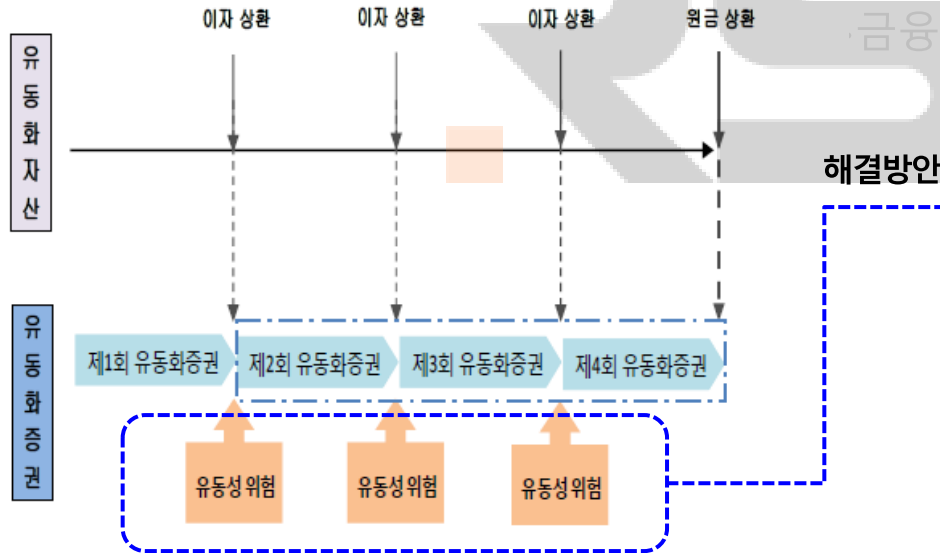
신용·유동성보강

[단기 유동화증권 발행 니즈와 시공사 유동화구조 한계]

- ✓ 장기간 진행되는 개발사업 특성상 PF채권은 통상 3~4년 이상의 장기채 ⇒ 기초자산 만기보다 더 **단기로 자금조달해 조달비용 감축** 수요
 - ✓ 기초자산과 유동화증권 간 **만기 미스매칭(Mismatching)**에서 오는 **유동성/차환(Roll-over) 리스크**
 - ✓ IMF, 서브프라임, 저축은행 사태 이후 시공사 디폴트 리스크(신용)에 대한 우려 가중
 - ✓ 평정기관의 관점에서 시공사(A1~A3+) 우발채무 부담이 유동화증권 차환 실패에 따른 유동성 리스크로 전이 가능 ⇒ **등급 부여 불가**
- ⇒ 시공사는 ①기존대로 장기채의 높은 비용으로 조달하거나 ②기초자산도 단기로 잘라서 조달비용은 낮추되 유동성 리스크에 노출되는 이슈



[유동화증권 차환 리스크]



1) 기초자산 만기도 단기로 축소

2) 제3자의 유동성 보강

3) 무등급 사모사채 발행

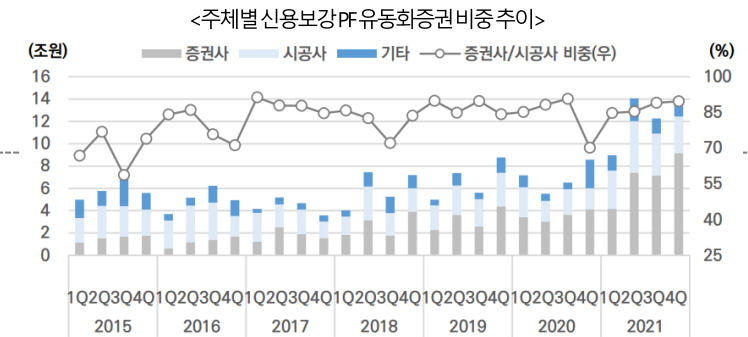
부동산 개발·금융 스터디

2. 증권사 역할과 참여구조

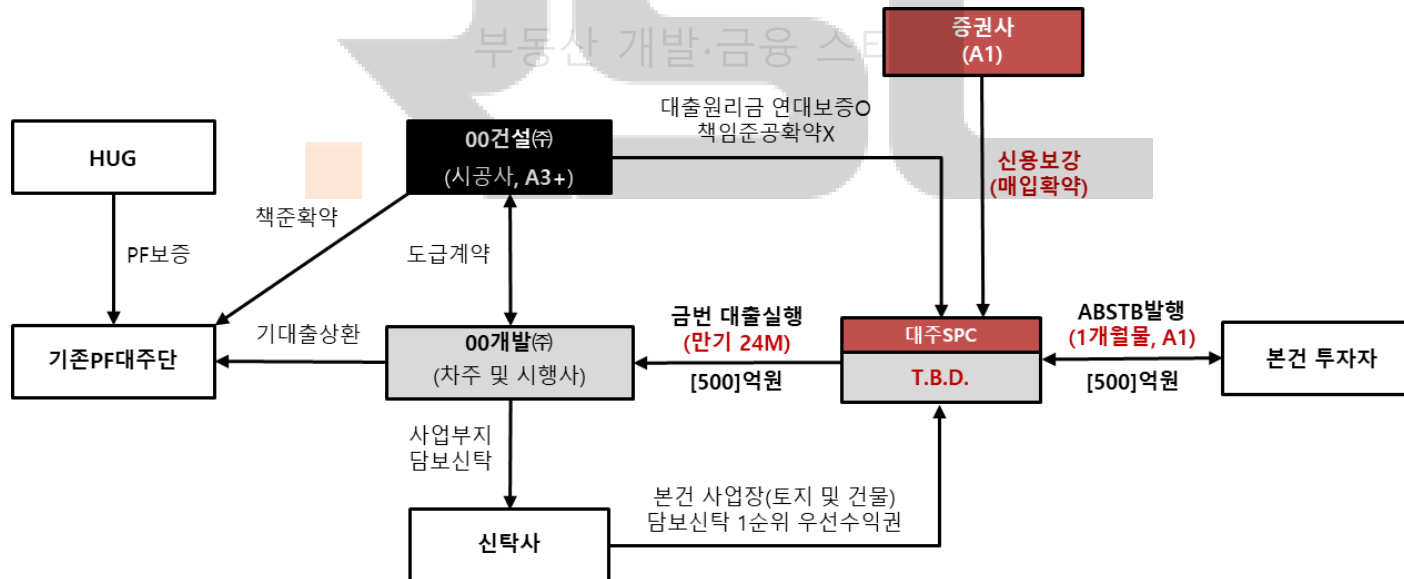
신용·유동성보강

[증권사 신용보강 방식]

- ✓ 자본시장법 개정에 기반하여 증권사(A1)가 유동화증권에 유동성공여 또는 신용공여를 제공하여 단기 유동화증권 차환/신용 리스크 통제가능
 - 매입약정 : “특정 조건에 한하여” 매출되지 않은 잔여 유동화증권 일정 할인율을 상한으로 인수 (parital support)
 - 매입확약 : “항변 불가한” 무조건적인 기초자산 매입을 통한 유동화증권 상환 (full support)
- ✓ 즉, 매입약정은 단기 유동화증권 조달시 시공사가 직면하던 유동성 리스크를 증권사가 소화해주는 상품
- ✓ 여기에 신용까지 보강해 조달금리를 더욱 낮춘 상품이 매입확약



[증권사 신용보강 유동화증권 구조]



부동산 개발·금융 스터디

3. FY2023 클로징 딜 트렌드

부동산 개발·금융 스터디

부동산금융 시기별 특징

구 분	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
시기	1990 ~ 1999	2000 ~ 2011	2012 ~ 2017	2018 ~ 2021	2022 ~ 현재
사업주체	시공사	시행사/PFV/SPC	시행사/PFV/SPC/펀드		
금융조달 방식	Corporate Financing (시공사 자체 조달)	Project Financing (Loan + 시공사 유동화)	Project Financing (Loan + 시공사/증권사 유동화)		PF + CF
주요 대주	회사채 시장 등 (회사채, CP, 담보대출)	은행, 저축은행 위주	보험사, 여전사, 증권사, 펀드, 상호금융조합, 공제회 등		
채권보전	시공사 Credit Line 시공사 담보자산		시공사 책임준공확약 토지신탁 우선수익권		
유동화	-	시공사 신용공여	증권사 유동성공여	증권사 매입확약 증가	차환리스크 관리 유동화→론 전환
주요 금융상품	-	PF 태동	PF/미분양담보대출확약 차입형토지신탁	PI대출/시행이익유동화 책준신탁	PF (1군/보증부) 시공사 유동성지원
비고	시공사 개별PJT 리스크 노출	시공 - 시행 분리	참여 금융기관 다양화	소형 시행사 증가 신규 개발건수 폭증	대형사/전통상품 위주 유동성관리

부동산 개발·금융 스터디

3. FY2023 클로징 딜 트렌드

부동산 개발·금융 스터디

기존 대주 참여 축소

증권사 참여비중 확대
공모조달(abs등)
신탁계정대

기업금융화(PF+CF)

신용장

1군 시공사 분양불

우량등급 구조화상품

택지 중반채(AAA)
수분양자중도금(AAA)
보증보험(AA~AAA) 등

부동산 개발·금융 스터디

