



Sector Comment

부채구조조정의 의미와 시사점 I

임대사업자 대출 구조조정 가능성 점검



실적이 좋으면 주가가 좋을 것이라는 많은 분석가의 예상을 빗나갔다. 원인은 은행의 실적 호조가 장기간 저금리 정책과 은행의 대출 경쟁에서 비롯된 신용 버블 탓으로 연속적일 수 없다는 시장의 판단 때문이다. 따라서 은행업종 상승 반전의 모멘텀은 실적 개선과 배당증가가 아니라 잠재 부실을 떨어내 불확실성을 해소하는 정부와 은행 주도의 구조조정이 될 것이다.

>>> 하반기부터 구조조정 본격 추진 예상

구조조정의 핵심은 채무상환 능력이 떨어지는 차주를 분류해 만기 연장, 원리금 조정 등을 통해 한계 차주가 채무상환이 가능하도록 재조정하는 것. 4월 15일부터 한국은행과 금융감독원 공동으로 4대 은행의 개인사업자 대출 공동검사를 실시함. 6월부터 국민은행을 시작으로 4년 만에 처음으로 종합검사를 시작. 여기에 주택가격 시장 침체가 구조조정 속도를 가속화시키는 요인이 될 것. 현재 추세대로라면 빠르면 2/4분기 실적 발표 시점, 늦으면 3/4분기 실적 발표 시점에서 은행들은 구조조정을 시작 할 가능성이 높음. 하반기 은행업종 주가를 긍정적으로 보는 이유가 여기에 있음.

>>> 임대사업자대출이 구조조정 대상인 이유

1) 먼저 임대사업의 사업성이 갈수록 악화될 수 있다는 점임. 내수 및 부동산 시장 침체로 전방산업인 자영업 업황은 악화되는 반면 공급은 갈수록 늘어 공실률이 가파르게 상승하고 있음. 2) 사업성 악화에도 대출이 증가하면서 자산 가치가 상승하는 시장 왜곡 현상이 초래되고 있다는 점임. 그 결과 과도한 대출로 LTV 상승, 채무자의 상환 능력 크게 악화의 문제 발생. 3) 자산 가격 하락에 따른 신용 위기 위험이 높아지고 있음. 상가 경매 낙찰가율이 1/4분기 55%까지 하락한 데다 주택시장 조정 시 상가가치 하락 가능성도 높아짐.

>>> 주택가격 하락은 은행업종 약세요인으로 작용 할 듯

구조조정 방식은 은행이 IFRS를 적극 적용, 공실 발생 등의 이유로 사업성이 낮아진 사업장에 대한 구조조정을 추진하는 방안이 될 것. 정부는 또한 풍선 효과를 차단하기 위해 은행뿐만 아니라 상호금융, 새마을금고 등 제2금융권과 통합하여 구조조정을 추진하려 함.

은행 내에서는 KB금융이 가장 선제적이며 적극적인 구조조정을 추진할 가능성이 높음. 장기적 관점에서 볼 때 임대사업자대출의 신용 위험 대비 수익성이 낮고 부대 수입도 크지 않다는 판단하기 때문. 금감원 종합검사가 구조조정이 구조조정의 촉매제가 될 수 있음. 우리는 은행의 구조조정이 은행업종 주가에 긍정적일 것으로 판단, 이에 대해 계속 팔로우 업 할 계획.

상가담보대출 LTV 비율 비중 추이



자료: 금융감독원, 민주당 제윤경 위원 자료 인용

Compliance Notice

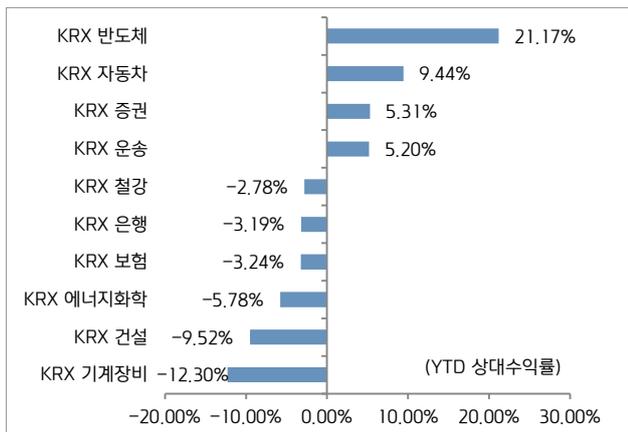
- 당사는 5월 9일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

정부 주도 구조조정, 은행업종 주가 상승 반전의 모멘텀 될 것

은행업종은 시장 기대치를 초과하는 실적과 높은 배당률에도 장기간 시장 대비 부진한 수익률을 기록해 왔다. 실적이 좋으면 주가가 좋을 것이라는 많은 분석가의 예상을 빗나간 원인은 실적 호조가 장기간 저금리 정책과 은행의 대출 경쟁에서 비롯된 신용 버블 탓으로 연속적일 수 없다는 시장의 판단 때문이다. 더욱이 경기 침체가 본격화되고 신용버블을 유발하였던 자산가격이 하락 반전하면서 투자자들의 은행업종에 대한 시장의 판단은 좀 더 분명해지고 있다. 따라서 은행업종 상승 반전의 모멘텀은 시장 기대치를 넘는 실적 개선이 아니라 잠재 부실을 떨어내 불확실성을 해소하는 정부와 은행 주도의 구조조정이 될 것이다. 구조조정의 핵심은 채무상환 능력이 떨어지는 차주를 분류해 만기 연장, 원리금 조정 등을 통해 한계 차주가 채무상환이 가능하도록 재조정하는 것이다. 이 조치의 주된 목적은 부실률을 낮추고 금융회사의 경쟁적 대출 회수를 제한, 신용 위기 가능성을 사전에 차단하는 것이다. 과거와 달리 IFRS9이 도입되어 은행 스스로 선제적 구조조정이 가능해졌다. 은행 스스로 주가 상승 반전의 모멘텀을 만들 수 있게 되었다는 점이다.

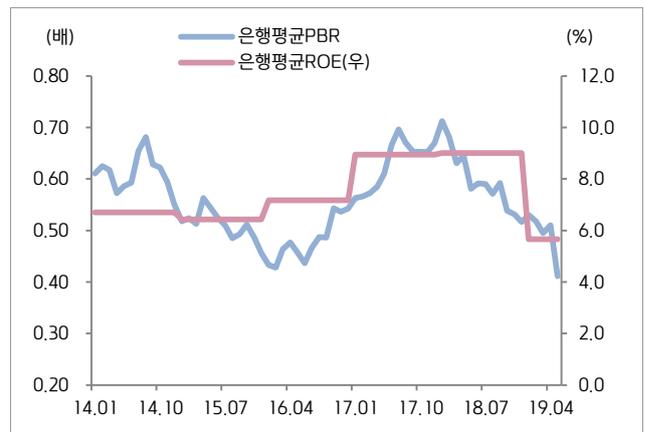
4월 15일부터 한국은행과 금융감독원 공동으로 4대 은행의 개인사업자 대출 공동검사를 실시하였다. 담보 및 보증 과정을 확인하는 등 대출 실태 파악이 주된 목적이다. 여기에 6월부터 국민은행을 시작으로 4년 만에 처음으로 종합검사를 시작한다. 여기에 입주물량이 늘어나는 하반기부터 주택가격 하락 속도가 빨라지면서 구조조정 필요성이 대두될 것이다. 따라서 현재 추세대로라면 빠르면 2/4분기 실적 발표 시점, 늦으면 3/4분기 실적 발표 시점에서 은행들은 구조조정을 시작 할 가능성이 높다. 하반기 은행업종 주가를 긍정적으로 보는 이유가 여기에 있다.

부진한 수익률을 기록해 왔던 은행주



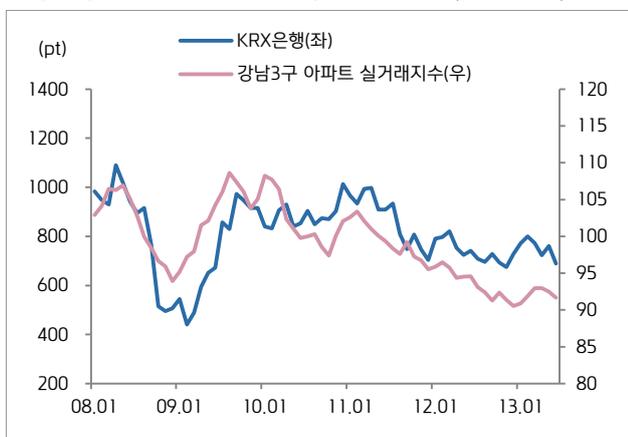
자료: Dataguide

시중은행 평균 PBR과 ROE 비교



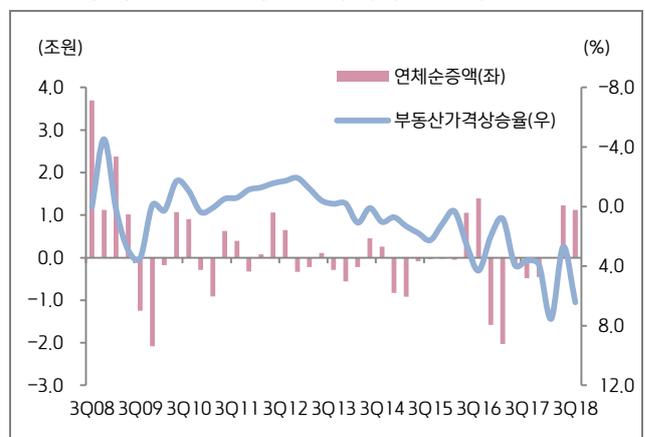
자료: Dataguide, 키움증권

은행업종 주가와 아파트가격지수의 관계(08~13년)



자료: KRX, 부동산114

연체순증액 규모와 부동산가격 상승률의 상관관계



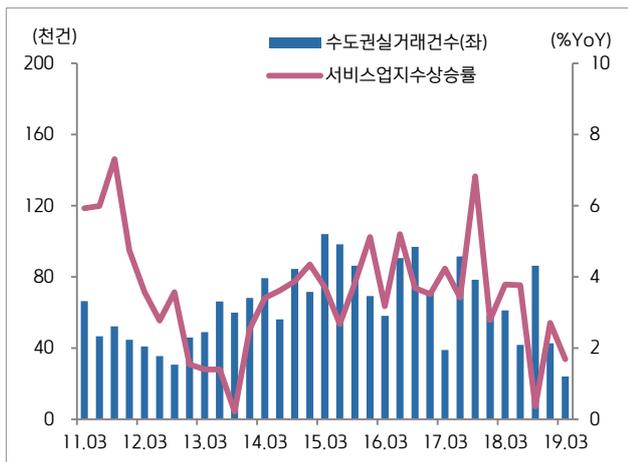
자료: 금융감독원, 한국감정원

임대사업자 대출, 선제적 구조조정의 대상이 될 것

한편 구조조정의 대상은 채무상환능력이 낮고 자산가격 하락의 영향이 큰 임대사업자 대출, 가계대출 등이 될 것으로 예상된다. 이 가운데 가장 먼저 임대사업자대출이 우선적으로 구조조정 대상이 될 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

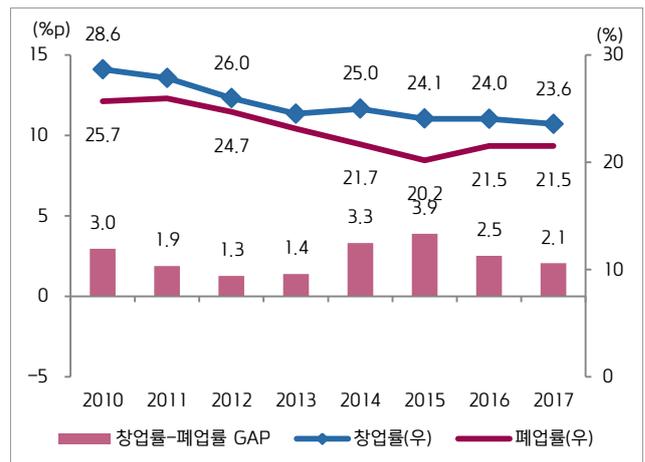
먼저 임대사업의 사업성이 갈수록 악화될 수 있다는 점이다. 전방산업인 자영업이 내수 부진, 52시간 근무제 도입 등의 영향으로 영업환경이 갈수록 악화되고 있다. 여기에 내수에 결정적인 영향을 미치는 주택거래가 정부 규제로 급감, 영업환경이 더욱 나빠지고 있다. 이처럼 영업환경이 악화되고 있지만 자영업의 비용에 절대적 비중을 차지하는 임대료는 소폭 하락하는데 그치고 있는 것이다. 그 결과 폐업률은 상승하는 반면 창업률은 하락 추세다. 상가에 대한 수요가 급격히 감소하고 있다. 두 번째, 경기 부진 등의 요인으로 상가의 수요는 급격히 축소되고 있는 반면 상가 공급은 빠르게 증가하고 있다는 점이다. 2018년 상가 분양 규모는 12,334호로 전년 동기 대비 11% 증가하였다. 그 결과 전국 중대형 상가의 공실률은 2018년 1분기 10.4%에서 11.3%까지 상승하였다. 기존에 상권이 형성된 지역을 기반으로 산출한 공실률로 새로 공급된 상가를 포함할 경우 공실률은 5%p에서 10%p 이상 높을 것으로 예상된다. 여기에 공실률 상승과 무관하게 분양가가 상승하면서 소득 수익률은 서울지역 기준 3.73%까지 하락하였다. 상가의 평균 소득 수익률이 은행 대출금리를 넘지 못하는 것이다.

내수 경기와 부동산 거래와의 관계



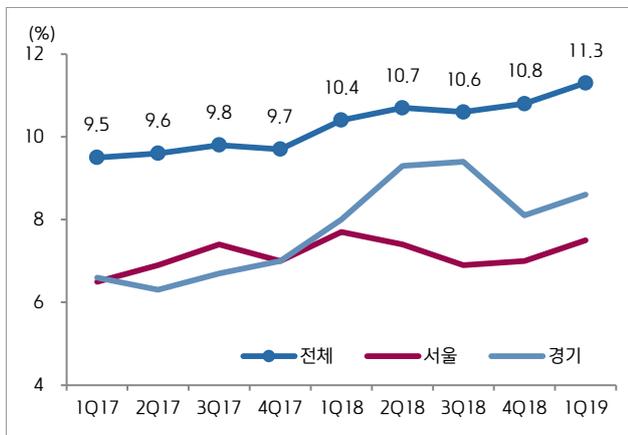
자료: 국토교통부

경기 부진으로 폐업률 상승, 창업률 하락



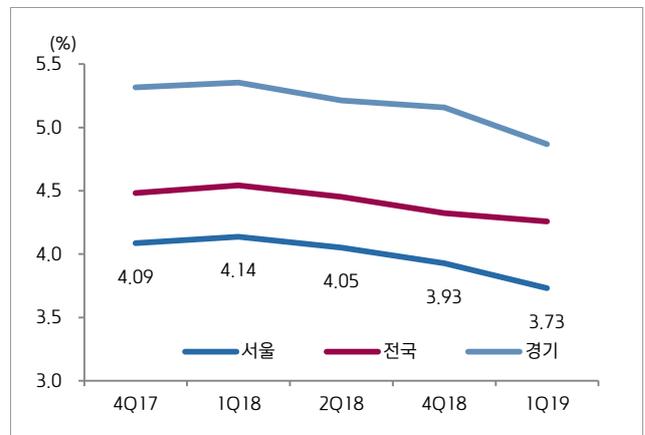
자료: 국세청

중대형 상가 공실률 상승 추세 지속



자료: 한국감정원

중대형상가 소득 수익률 하락 추세 지속



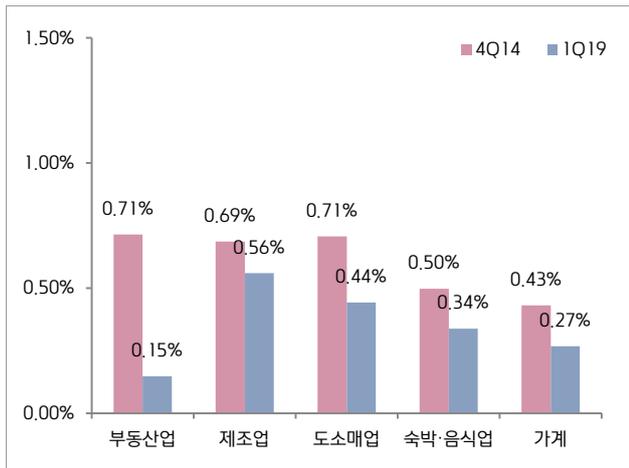
자료: 한국감정원, 주: 소득수익률은 실질 임대수익을 자산가격으로 나눈 수치

은행의 대출 증가, 시장 기능을 왜곡 시키는 요인으로 작용함

자영업 업황 악화로 상가에 대한 수요가 줄어드는 데 공급이 늘어나고 가격이 상승하는 현상은 매우 이례적이다. 가격 기능이 역할을 할 때에는 금융이 시장 기능을 왜곡하는 경우 가능하다. 금리 인하 이후 상가에 대한 투자가 활성화되면서 임대수익보다는 투자 가치에 초점이 맞추어 진 것이다. 그 결과 임대 수익률, 공실률 등 수익가치보다는 자산 가격 상승 기대로 임대사업자는 부동산 투자를 늘렸다. 여기에 정부의 가계 대출 규제 이후 은행은 사업성이 낮아짐에도 임대사업자 대출을 계속 늘린 것으로 판단된다. 규제가 적고 단위당 대출금액이 큰 데다 금리도 높아 수익성 측면에서는 가계대출보다 긍정적이기 때문이다.

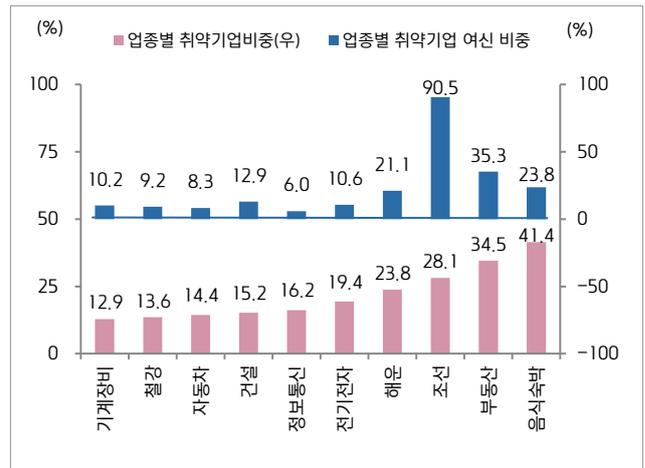
2017년과 2018년 각각 14조원, 12.3조원 순증, 기업대출 순증액의 47.5%, 41.6%를 차지했다. 순증 기준으로는 산업별로 볼 때 가장 높은 대출 증가율과 비중을 차지하고 있다. 1/4분기 역시 개인사업자 대출 순증액이 19.1조원으로 가계대출의 3배를 넘고 있어 임대사업자 대출 증가 추세는 계속되고 있는 것으로 추정된다. 이에 따라 5대 은행의 임대업 대출은 2018년 말 현재 전체 원화대출금의 11.7%, 기업대출의 25.9%인 125.8조원으로 늘어났다. 이에 따라 사업성은 주요 산업 가운데 가장 부진함에도 가장 많은 자금이 유입되었으며 그 결과 연체율은 가장 낮은 수준을 기록한 것으로 나타났다.

자금 공급 증가로 연체율은 최저 수준 지속



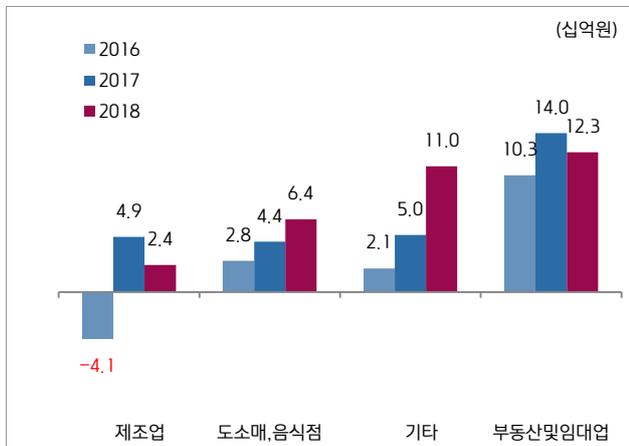
자료: 4대 은행, KEB하나, 우리, 국민, 신한

부동산업종은 취약 기업이 가장 많은 업종



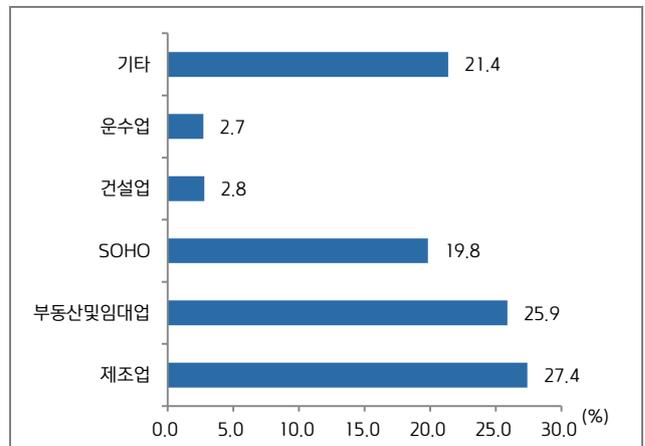
자료: 한국은행 금융안정보고서

5대은행의 산업별 대출 순증 추이



자료: 금융감독원

5대 은행의 산업별 기업 대출구성



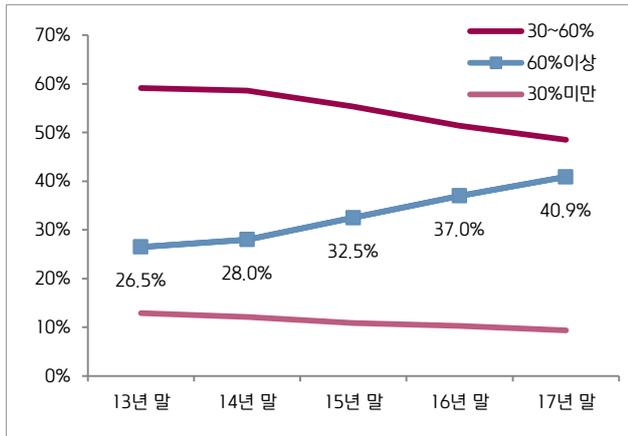
자료: 금융감독원

상가 공급 증가, 은행간 대출 경쟁이 임대사업자 대출 증가 요인

임대사업의 사업성이 갈수록 악화되는 것이 자명함에도 은행이 대출을 늘릴 수 있었던 것은 다음과 같다.

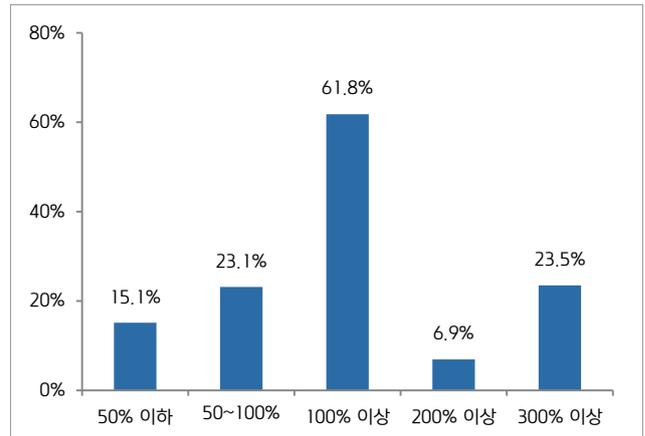
첫째, 상가 분양이 증가한데다 분양가도 동반 상승함에 따라 이에 임대사업자 대출도 이에 맞추어 늘어난 것이다. 경기 주요 신도시, 지방 혁신도시에 상가가 수요대비 과도하게 공급되면서 대출이 이루어졌다. 둘째, 은행간 과열 경쟁으로 대출건의 단위당 금액이 증가하였기 때문이다. 고객을 유치하기 위해 경쟁사보다 더 좋은 한도와 금리를 제공했으며 결과적으로 LTV 상승의 요인으로 작용하였다. 국회 정무위 제윤경 위원 보도자료에 따르면 '13년 말 26.5%이었던 상가 대출의 LTV 60% 이상 비중은 건수 기준 '17년 말 40.9%로 상승하였다. 이런 관행은 상환 능력 대비 과도한 대출을 유발하였고 그 결과 '18년 4월~6월에는 신규 차주의 DSR이 223%까지 상승하였다. 여기에 비체계적 담보 평가 시스템 또한 기여를 한 것으로 보인다. 대출이 실행될 때에만 부동산 평가법인에게 수수료가 제공되는 관행이 담보가치를 우호적으로 평가하는 사례를 만들었던 것으로 보인다. 이론적으로 공실률을 반영한 현금흐름 방식을 적용하면 부동산 가치는 하락해야 한다. 그러나 한국감정원의 자본수익률을 고려해 볼 때 부동산 가치는 계속 상승하였다. 실제 임대 가능 점포가 4개이지만 10개로 평가해 가치를 평가했던 전 청와대 대변인의 상가 담보대출이 이례적이지 아니라 통상적이라는 게 업계의 판단이자 감독당국의 평가이다.

상가담보대출 LTV 비율 비중 추이 (건수 기준)



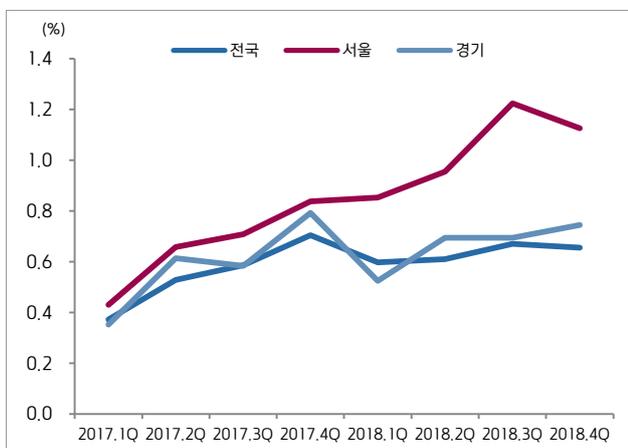
자료: 금융감독원, 민주당 제윤경 위원 자료 인용

상가담보대출의 DSR 현황(2018년 4~6월 신규 기준)



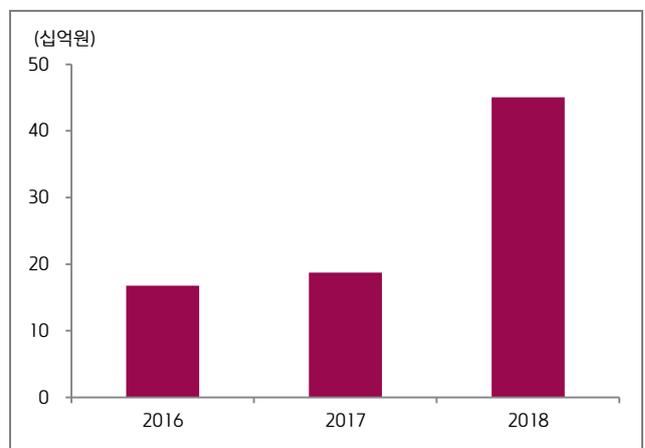
자료: 금융감독원, 민주당 제윤경 위원 자료 인용

중대형 상가의 자본 수익률 추이



자료: 한국 감정원

은행의 감정평가사 미지급금액 추이



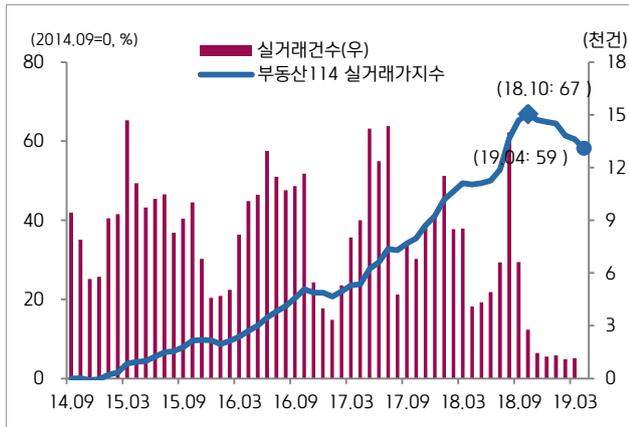
자료: 금융감독원, 머니투데이 4월 28일자 인용

정부 주도 구조조정 추진
할 가능성 높음

임대사업자 대출 구조조정은 정부나 은행 모두 매우 부담스러운 사안일 수 밖에 없다. 구조조정 비용 문제뿐만 아니라 은행의 우량 고객인 임대사업자의 반발을 낳을 수 있어 매우 부담스러울 수 있기 때문이다. 그럼에도 정부 입장에서 볼 때 임대사업자 대출 구조조정은 현 시점에서 반드시 필요한 사안으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

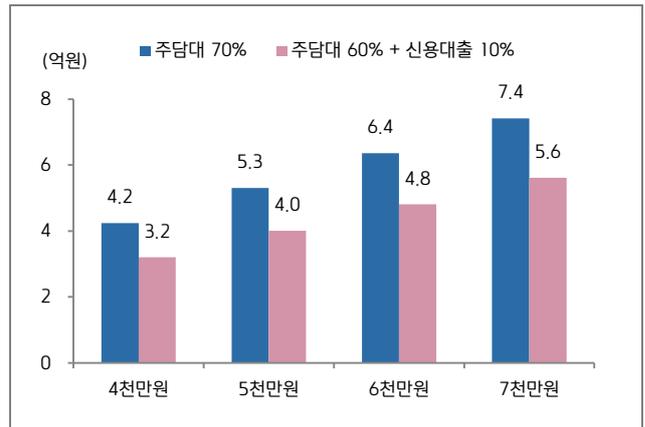
첫째, 주택가격 조정 가능성이 높아지면서 상가 등 상업용 부동산 시장의 침체 가능성도 배제할 수 없게 되었다는 점이다. 공실률 상승, 임대료 하락 등 제반 여건이 악화되는 상황에서 주택가격 하락이 본격화되면 상가 가치도 동반 하락할 수 밖에 없다. LTV 비율 60% 이상이 40%를 넘지만 이미 '19년 1분기 경매 시장 낙찰가율은 감정가의 55%로 하락하였다. 만일 하락 추세가 가속화되면 은행은 만기가 짧은 대출을 적극 회수하려 할 것이며 이는 신용 경색 요인으로 작용할 수 있다. 둘째, 은행 대출이 사업성이 낮은 비생산적인 분야로 대출이 집중, 자금 배분의 왜곡 현상이 발생하고 있기 때문이다. 경기 침체가 지속되는 상황에서 정책당국은 자금의 효율적 배분을 고려할 수 밖에 없다. 셋째, 자영업 활성화를 위한 임대료 조정의 수단으로 임대사업자 대출 구조조정이 적절한 수단으로 활용될 수 있기 때문이다. 전 대변인의 임대사업자 대출 사례에서 보듯이 현행 가치 평가 방식에서는 임대료를 낮추어 상가의 현금흐름을 개선하는 것보다 공실로 두는 것이 상가가치에 유리하다는 것이다. 은행의 과도한 임대사업자 대출 공급이 임대료 상승 요인으로 작용, 자영업자 부담을 늘리는 데 일조하였음을 추론해 볼 수 있다.

서울 아파트가격과 거래건수 추이



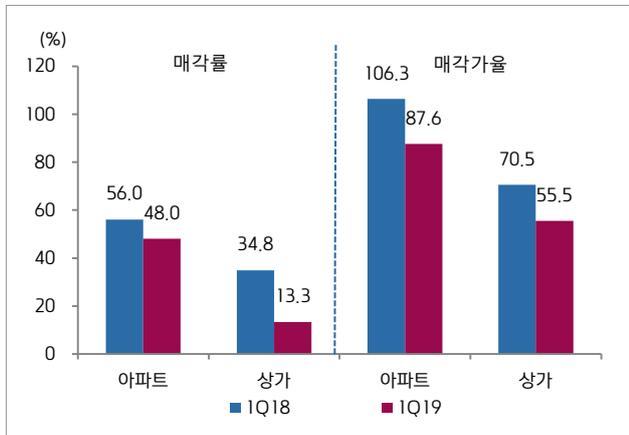
자료: 국토교통부

소득별 구매 가능 주택가격 추정



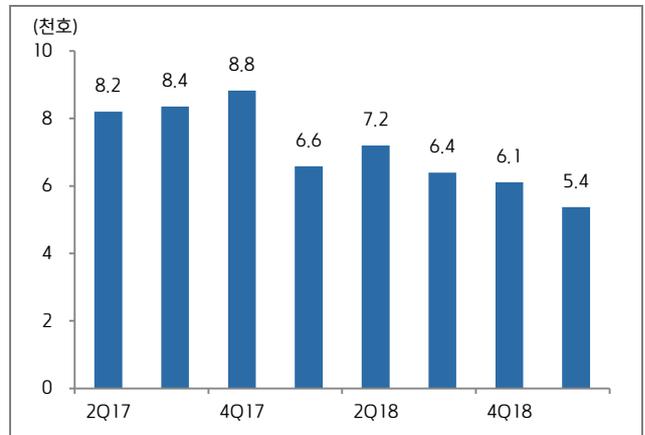
자료: 키움증권 추정, 주택담보대출 만기 30년, 3.5% 가정. 신용대출은 10년, 금리는 4.0% 가정

서울지역 상가 경매 매각가율, 매각률 추이



자료: 대법원경매통계

정부 규제로 서울 상가 거래 감소 가속화



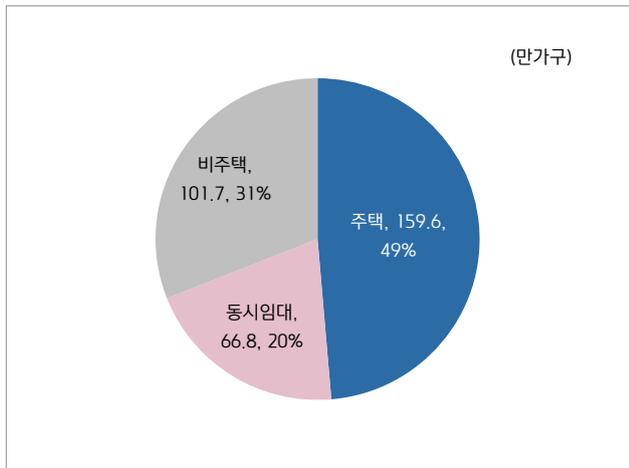
자료: 한국감정원, 국토교통부, 부동산114

구조조정을 통해 자산 가격 하락으로 인한 신용 경색 가능성 차단 목적

정부와 은행 주도의 구조조정 목표는 임대사업자대출에 쓰였던 자금 공급을 정상화하고 자산 가격 하락으로 인해 발생할 수 있는 신용 경색 문제를 차단하는 데 있다. 따라서 향후 정부의 구조조정은 다음과 같은 방식으로 진행할 가능성이 높다.

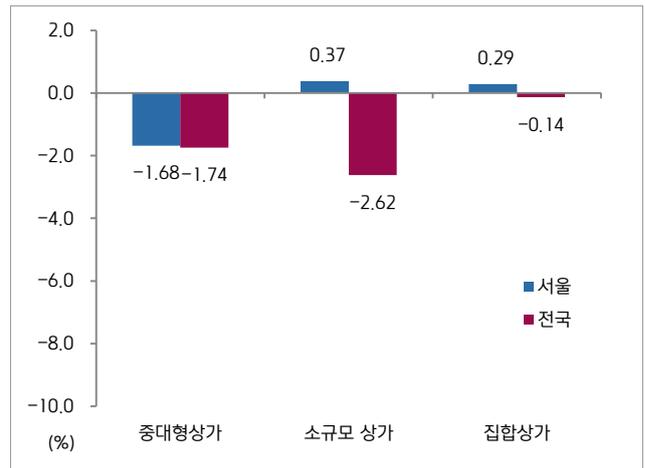
첫째, 사업성이 낮아 채무상환 능력이 떨어지는 사업자를 분류해 만기 연장 등 채무재조정 대상에 편입하는 것이다. 예를 들면 공실 여부, 임대료 수준 등을 파악해 RTI가 1배를 넘지 못하는 임대사업자에 대한 워크아웃을 추진하고 수익성 개선 등 사업 계획을 요구하는 방식이다. 둘째, 구분상가대출 등 금액이 작은 임대사업자대출은 가계성 대출로 분류해 만기를 늘리는 한편 원금 상환을 유도하는 것이다. 상당수 대출이 사실상 투자 목적의 가계 대출로 자산가격 하락에 따른 부실 확대를 차단하기 위해서는 기존 가계대출과 통합 관리가 필요하다. 셋째, 은행과 상호금융, 새마을금고 등 비은행 등 제도권 금융을 통합한 체계적 구조조정을 추진하는 것이다. 은행업계만 구조조정을 추진할 경우 한계 임대사업자가 비은행으로 이동, 구조조정을 회피하려 할 가능성이 높기 때문이다. 실제 5월 9일 금융위원회는 제2금융권 가계, 개인사업자 대출 관계 기관 회의를 개최하였다. 여기서 금융당국은 제2금융권에 대해서도 RTI 규제 이행 여부를 점검하고 부동산 임대업 대출에 대해 한도 설정을 요구하고 준수하도록 하였다.

임대형태별 임대가구 수 시산



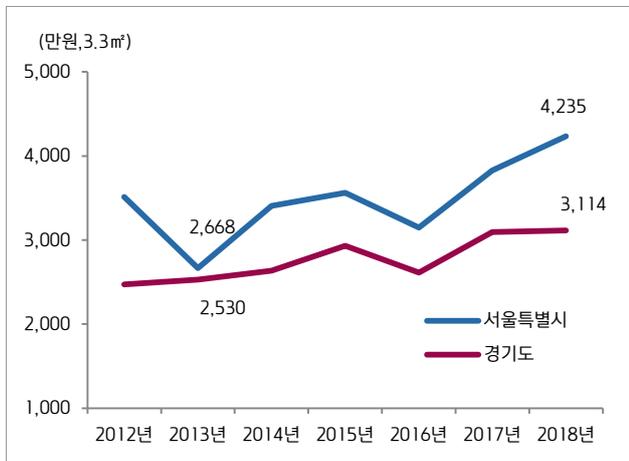
자료: 한국은행(2018년 가계금융복지조사)

공실률 상승에도 임대료 조정은 미미함



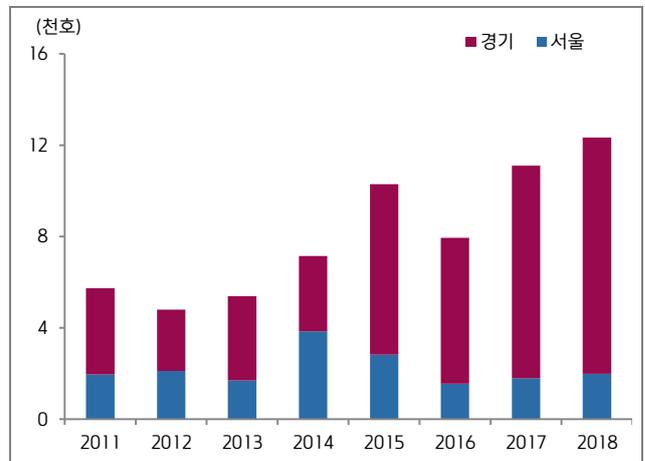
자료: 한국감정원

수도권 상가의 평당 분양가 추이



자료: 부동산114. 주: 1층 기준

연간 상가 분양 호수 추이



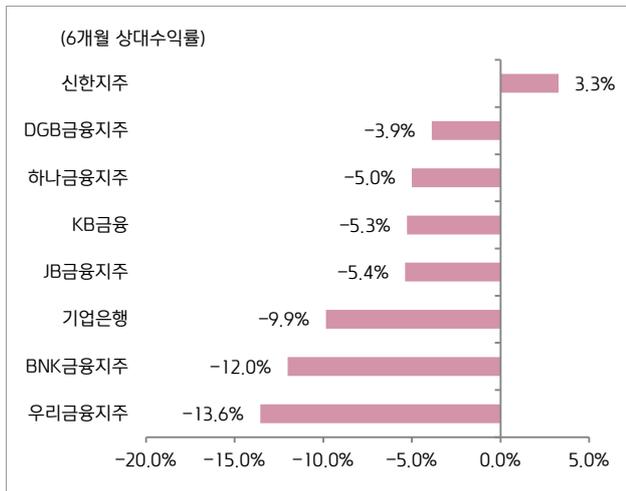
자료: 부동산114

은행의 선제적 구조조정, 주가상승의 변수 될 듯

IFRS9의 도입으로 은행 자발적으로 구조조정이 가능해졌다. 그러나 IFRS9을 활용한 부채 구조조정은 신규 고객 확보가 마땅치 않은 상황에서 기존 고객을 구조조정 해야 한다는 점에서 여전히 소극적이다. 지난 연말 한계기업에 대해 IFRS9을 활용한 기업 구조조정을 추진했으나 20~30억 이상 한도를 설정, 실질적 영향은 미미했다. 반면 한도를 10억 원으로 낮추었던 DGB금융지주, BNK금융지주 등은 구조조정 영향으로 비용부담이 컸다. 따라서 정부의 구조조정 의지뿐만 아니라 은행의 적극적 구조조정 노력이 구조조정 정도, 속도를 결정짓는 요소가 될 것이다. IFRS9의 특성상 인건비 등 적지 않은 시간과 비용이 소요되고 고객과의 갈등에 따른 고객 이탈을 감수해야 하기 때문이다.

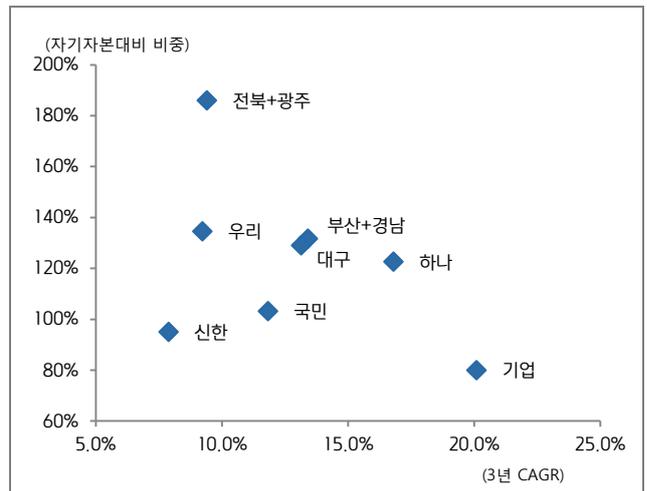
한편 은행 내에서는 KB금융이 가장 선제적이며 적극적인 구조조정을 추진할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 1/4분기 실적에서도 신한, 우리, 하나 등과 달리 개인사업자대출을 적극 디마케팅한 것으로 알려져 있다. 장기적 관점에서 볼 때 임대사업자대출의 신용 위험 대비 수익성이 낮고 부대 수입도 크지 않다는 판단이다. 더욱이 금감원 종합검사가 일단락 된 이후 구조조정을 본격적으로 추진할 가능성이 높다. 우리는 은행의 구조조정이 개별은행 주가에 긍정적일 것으로 판단, 이에 대해 계속 팔로우 업 할 계획이다.

은행별 상대 수익률 비교



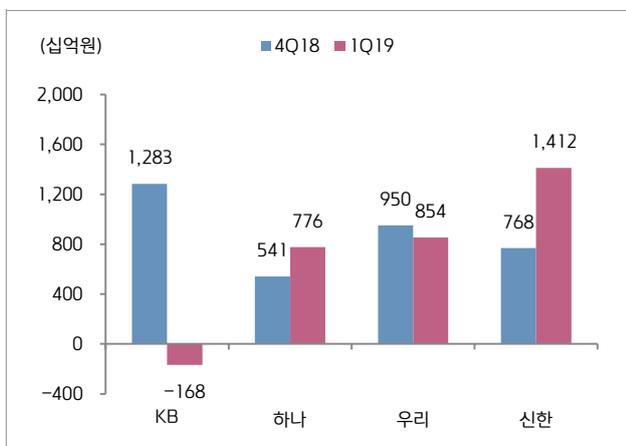
자료: Dataguide

은행별 임대사업자대출 비중과 성장률 비교



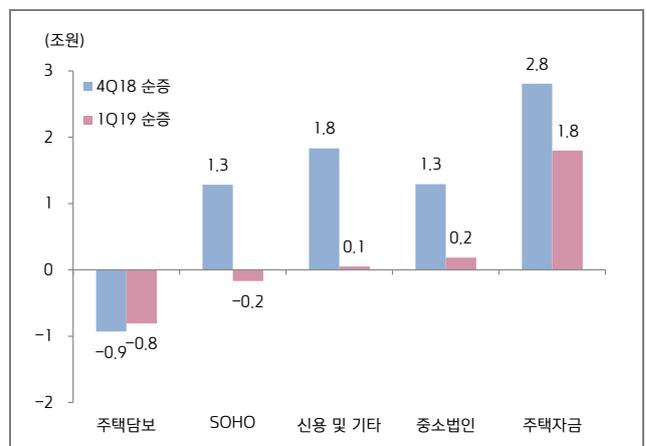
자료: 각사, 2018년 말 기준

은행별 개인사업자 대출 순증 비교



자료: 연합뉴스 보도자료 참조 주: KB, 신한, 우리, KDEB하나, 농협 기준

국민은행의 부문별 여신 순증 비교



자료: KB금융

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%