

# 부동산PF 손실인식현황과 추가손실전망 II: 캐피탈

## - 캐피탈의 겨울은 아직 끝나지 않았다.

동영호 금융평가본부 수석연구원 02-2014-6223 yhtong@nicerating.com  
곽노경 금융평가본부 금융평가2실장 02-2014-6235 nkkwak@nicerating.com

2024.04.12.

### SUMMARY

#### 캐피탈 부동산PF 및 손실인식현황

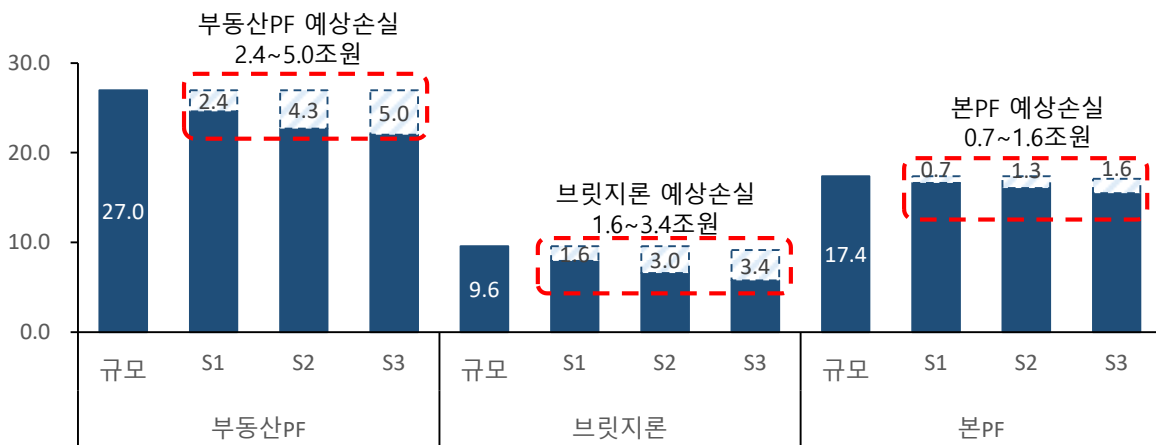
- 2023년말 기준 NICE Coverage 26개 캐피탈사 부동산PF는 27.0조원이며, 브릿지론은 9.6조원, 본PF는 17.4조원이다. 포트폴리오 내 부동산PF(Project Financing) 비중은 AA급 11%, A/BBB급 21%로 A/BBB급이 크며, 위험도가 높은 브릿지론 비중도 AA급 4.0%, A/BBB급 7.2%로 A/BBB급은 전반적으로 적극적인 투자 성향을 보인다. 손실가능성이 큰 브릿지론의 비수도권 비중과 중·후순위 비중도 A/BBB급이 더 크게 나타나, A/BBB급의 부동산PF 위험도가 더 높다.
- 캐피탈사의 2023년 수익성 하락은 조달비용률 및 대손비용률 상승이 원인이다. 고금리 지속에 따라 조달비용률이 상승하고 있으며, 부동산PF 대손비용이 증가하고 있다. 특히, A/BBB급의 조달비용률 및 대손비용률이 더 가파르게 상승하는 추세가 지속될 전망이다. 부실 사업장 증가 등으로 인해 유의미이하 부동산PF는 2022년말 5%에서 2023년말 19%로 확대되어 2023년 적립된 부동산PF 대손충당금은 대략 1조원으로 추산된다.

#### 캐피탈 부동산PF 예상손실 및 대응능력

- 시나리오 테스트 결과 캐피탈사 총 27.0조원의 부동산PF 중 2.4~5.0조원의 손실이 발생 가능한 것으로 추정되었다. 캐피탈사 부동산PF 27.0조원 중 9~18%(2.4~5.0조원)에서 손실 발생 가능성이 예상되며, 세부적으로는 브릿지론 9.6조원의 17~35%(1.6~3.4조원), 본PF 17.4조원의 4~9%(0.7~1.6조원)에서 손실 가능성이 추정된다.

캐피탈 부동산PF 시나리오별 예상손실

단위: 조원



자료: 각사 업무보고서 및 제시자료

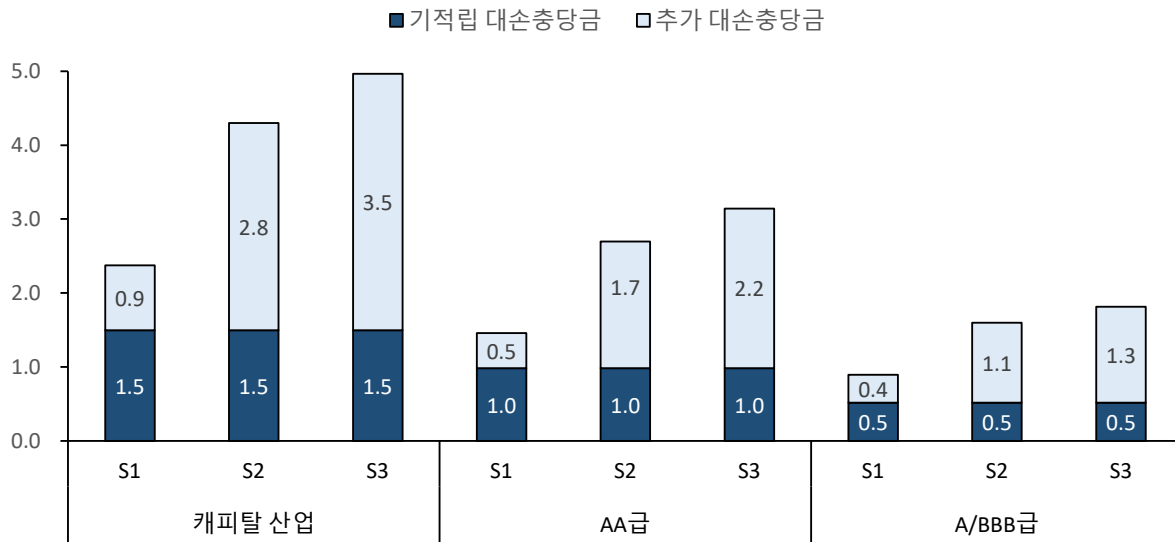
주: 2023년 평균 경락가율의 하위 40% 시나리오(S1), 하위 30% 시나리오(S2), 하위 25% 시나리오(S3)를 활용하여 예상손실 규모 산출

■ **캐피탈사 부동산PF의 대손충당금 추가 적립 필요액은 0.9~3.5조원으로 예상된다.**

부동산PF 예상손실 2.4~5.0조원과 기적립 대손충당금 1.5조원을 고려하면, 향후 추가로 적립해야 하는 대손충당금 규모는 0.9~3.5조원으로 예상된다. 그룹별로는 AA급 캐피탈사에서 0.5~2.2조원, A/BBB급 캐피탈사에서 0.4~1.3조원의 대손충당금을 추가 적립해야 할 것으로 예상된다.

캐피탈 부동산PF 추가 적립 필요 대손충당금

단위: 조원



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

■ **대손충당금과 자기자본을 고려한 전체적인 손실흡수능력은 AA급 캐피탈사가 A/BBB급 캐피탈사 대비 더 우수하다.**

대손충당금 적립 완료 전 부동산PF 손실이 현실화될 경우, 각 캐피탈사는 기적립 대손충당금 외에 자기자본 등을 통해 부족 여력에 대응해야 것으로 예상되며, 이를 고려한 손실흡수능력은 AA급 캐피탈사가 A/BBB급 캐피탈사 대비 더 우수하다.

**향후 신용평가 계획**

■ **캐피탈사별 예상손실규모와 손실흡수능력을 종합적으로 고려하여 신용평가를 진행할 계획이다.**

예상손실 대비 손실흡수능력은 AA급 캐피탈사가 대체로 우수한 반면, A/BBB급 캐피탈사는 다소 미흡한 것으로 판단한다. 다만, A/BBB급 캐피탈사라도 고위험 부동산PF 비중이 작아 예상손실금액이 크지 않거나, 유상증자 등 계열로부터의 지원가능성, 자체적인 수익창출력, 유동성과 같은 여러가지 보완 요소가 존재하는 경우도 있다. 이에 NICE신용평가는 고위험 부동산PF 비중이 크고, 손실흡수능력이 낮은 캐피탈사 중 계열의 지원가능성이 미흡한 곳을 중심으로 집중적인 모니터링을 수행할 예정이다.

## 제2금융권 부동산 PF 예상손실 및 추가 적립 필요 총당금

단위: 조원

		증권	캐피탈	저축은행(*)	합계
예상손실	S1	3.1	2.4	2.6	8.1
	S2	3.7	4.3	3.9	11.9
	S3	4.0	5.0	4.8	13.8
<b>기적립 대손총당금 및 준비금</b>		<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>5.0</b>
추가 적립 필요 총당금	S1	1.1	0.9	1.0	3.0
	S2	1.7	2.8	2.3	6.8
	S3	1.9	3.5	3.3	8.7

자료: 각사 업무보고서 NICE신용평가정리

주: 저축은행 업권 부동산 PF 익스포저는 금융감독원 보도자료, 언론 등 다양한 매체를 통해 추산한 금액(본PF8&amp;조원, 브릿지론 13.3조원)을 기준으로 추정

## 목차

I. 캐피탈 부동산 PF 현황 .....	5
1. 브릿지론과 본 PF 규모 .....	5
2. 부동산 PF 세부현황 .....	7
II. 캐피탈 부동산 PF 손실인식현황 .....	9
1. 캐피탈사 2023년 수익성 하락 요인 .....	9
2. 부동산 PF 손실인식현황 .....	10
III. 캐피탈 부동산 PF 예상 손실 규모 .....	13
1. 시나리오 테스트 .....	13
2. 그룹별 부동산 PF 예상손실 규모 .....	14
3. 추가 대손충당금 예상 적립 규모 .....	16
IV. 캐피탈 부동산 PF 손실 대응능력 점검 .....	18
1. 손실흡수능력 .....	18
2. 예상손실 대비 손실흡수능력 .....	19
V. 향후 신용평가 계획 .....	20

# I. 캐피탈 부동산 PF 현황

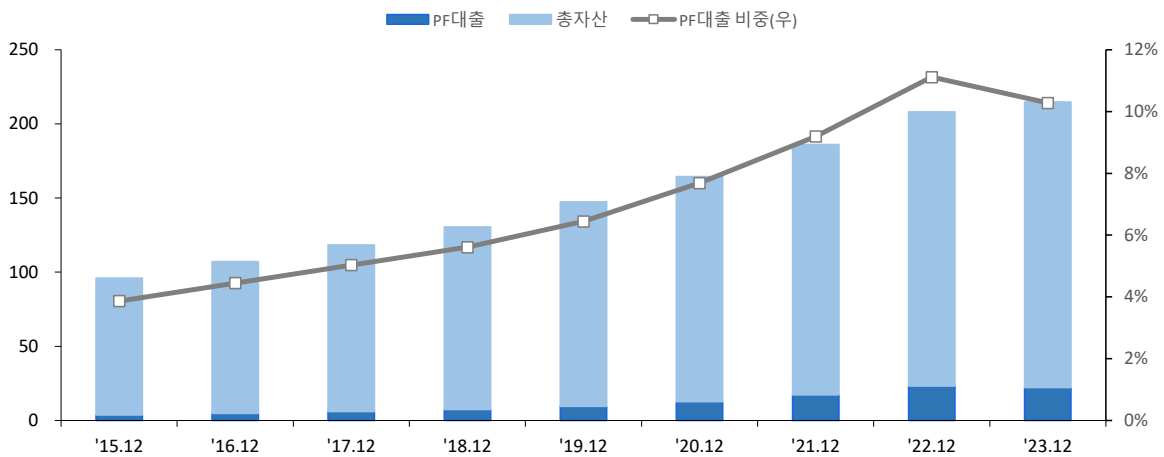
## 1. 브릿지론과 본PF 규모

브릿지론 위험도가 더 높으며,  
신용등급이 낮은 캐피탈사의  
브릿지론 비중이 높음

캐피탈사 사업포트폴리오 내 부동산PF(Project Financing)의 비중은 2022년까지 꾸준히 상승해왔다. 특히 시중 유동성 공급과 부동산 시장 호황의 영향이 컸던 2020~2021년의 성장세가 매우 가파르게 나타났다. 다만, 2022년 하반기부터는 시장 금리 상승, 유동성 축소, 경기 침체 등의 영향으로 성장이 둔화되어, 2023년에는 오히려 부동산PF 규모가 다소 축소된 모습이다. 그럼에도 불구하고 부동산PF는 여전히 캐피탈사 포트폴리오 내 높은 비중을 차지하고 있으며, 업무보고서 분류 기준상 PF대출 외에 브릿지론성 토지담보대출까지 포함한 실질 부동산PF의 규모와 비중은 업무보고서 상 PF대출 수준을 상회한다.

그림1. 업무보고서 PF대출 추이

단위: 조원, %



자료: 각사 업무보고서

2023년말 기준 NICE Coverage 26개 캐피탈사의 실질 부동산PF는 총 27.0조원(브릿지론성 토지담보대출 포함)으로, 증권사(27.1조원)와 유사하다. 본PF 대비 상대적 위험도가 높은 브릿지론의 규모는 9.6조원이다.

일반적으로 캐피탈사의 자산 및 자기자본 규모는 주요 금융업권에 비해 작고, 전반적인 신용도 또한 높지 않은 수준이다. 따라서 고위험 자산인 브릿지론의 규모가 유사하더라도 실질 위험수준은 캐피탈 업권이 상대적으로 높을 가능성이 있다. 또한 수신기능이 없는 여신전문금융사로 유동성 위기에 대응할 수 있는 수단이 미흡한 점도 캐피탈 산업의 유동성 위험 발생 가능성이 상대적으로 높게 나타나는 요인이다. 따라서 위험도별 부동산PF 규모와 해당 규모 대비 개별 회사의 손실흡수역량에 대한 검토가 필요하다.

표 1. 산업별 부동산 PF 구성

단위: 조원, %

구분	캐피탈(22개사)	증권(25개사)	저축은행(16개사)
부동산 PF	27.0	27.1	7.7
본 PF	17.4	20.1	3.8
브릿지론	9.6	7.0	3.9
자기자본	31.6	77.7	6.7
총자산	206.8	676.1	60.3
부동산 PF/자기자본	85.3%	34.9%	114.4%
부동산 PF/총자산	13.1%	4.0%	12.7%

자료: NICE Coverage 기준 각 사업부보고서, 제시자료 NICE신용평가 정리(2023년말 기준)  
 주: 캐피탈은 부동산 관련 익스포제가 없는 벤츠파이낸셜, RC파이낸셜, 폭스버겐파이낸셜, 롯데오토리스 제외

브릿지론은 본PF 진행에 앞서 토지매입 비용과 인허가단계 필요자금을 충당하기 위해 이루어지기에, 본PF 대출에 비해 기대 회수기간이 짧다. 대신 토지매입 및 인허가 지연 가능성, 시행사의 낮은 신용도, 본PF 전환 실패 가능성 등의 위험요소로 인해, 본PF에 비해 위험도가 높다. 본PF 단계에서도 시공사 신용위험 및 준공위험 발생 등의 가능성이 있으나 일반적으로 브릿지론 단계에 비해 그 위험도가 낮다. 부실 발생시 자금의 회수에 있어서도 브릿지론은 토지 매각에 의존하는 반면, 본PF는 대상 자산의 매각 외에도 할인분양, 담보대출전환 등 다양한 회수 방안이 존재한다.

이러한 위험 수준에 비례하여 브릿지론의 취급수수료 및 금리 수준은 상대적으로 높다. 따라서 고수익을 추구하는 제2금융권의 브릿지론에 대한 투자 비중이 크며, 신용등급이 낮아 조달금리가 높거나, 부동산PF에 적극적인 투자 성향을 보이는 캐피탈사의 브릿지론 비중이 더 큰 경향을 보인다.

본 보고서에서는 신용등급에 따라 캐피탈사를 두 그룹으로 나누어 분석을 진행하였다. 부동산PF를 보유한 22개 캐피탈사 중 신용등급이 AA- 이상인 12개사를 AA급으로, A+ 이하인 10개 캐피탈사를 A/BBB급으로 분류하여, 그룹별 실적 차이 및 향후 전망 등을 분석하였다.

표 2. 분석대상 그룹 구분

구분	분석대상 회사
AA급 (12개사)	현캐, KB, 하나, 신한, 우리금융, 현커, IBK, BNK, 산은, JB우리, NH, 미래에셋
A/BBB급 (10개사)	롯데, 메리츠, DGB, 한국투자, 애규온, 한국, 엠, 키움, 한국자산, DB

주: 부동산 관련 익스포제가 없는 벤츠파이낸셜, RC파이낸셜, 폭스버겐파이낸셜, 롯데오토리스 제외

포트폴리오 내 부동산PF 비중은 AA급 11%, A/BBB급 21%로 A/BBB급이 크며, 위험도가 높은 브릿지론 비중도 AA급 4.0%, A/BBB급 7.2%로 A/BBB급이 크다. 즉, A/BBB급은 부동산PF, 브릿지론 등에서 전반적으로 적극적인 투자 성향을 보인다.

표 3. 등급별 캐피탈 부동산PF 구성

단위: 조원, %

구분	캐피탈 산업	AA급	A/BBB급
부동산PF	27.0	18.2	8.7
본PF	17.4	11.7	5.7
브릿지론	9.6	6.6	3.0
총자산	206.8	165.1	41.6
부동산PF/총자산	13.1%	11.0%	21.0%
브릿지론/총자산	4.6%	4.0%	7.2%

자료: 각 사업무보고서, 제시자료 NICE신용평가 경리(2023년말 기준)

주: 부동산 관련 익스포제가 없는 벤츠파이낸셜, RCF파이낸셜, 폭스바겐파이낸셜, 롯데오토리스 제외

## 2. 부동산PF 세부현황

### 비수도권 소재 부동산PF 비중이 클수록 해당 캐피탈사의 위험도가 높은 것으로 판단

부동산PF가 원활하게 진행될 경우, 브릿지론은 본PF 전환 과정에서 원리금을 회수하고, 본PF는 분양수익을 바탕으로 원리금을 회수하게 된다. 그러나 최근 경기 불확실성 증대, 고금리 장기화, 공사비 상승 등의 영향으로 부동산 경기가 위축되며, 부동산PF 부실화 가능성이 높아지고 있다. 브릿지론이 본PF 전환에 실패하거나, 본PF 분양 성과 미진 등의 사유로 부동산PF 진행이 지연되는 경우, 경·공매 등을 통해 해당 자산을 시장가치에 매각한 후 각 대주들은 대출상환순위에 따라 자금을 분배 받게 된다. 따라서 특정 부동산PF의 회수 가능성을 추정하기 위해서는 브릿지론의 본PF 전환 가능성과 본PF의 분양 실적 외에도, 부동산PF가 원활하게 진행되지 않을 경우를 고려하여 해당 자산의 시장가치, 대출상환순위 등에 대한 분석이 필요하다.

해당 부동산에 대한 수요 및 사업성이 우수할수록 브릿지론의 본PF전환 가능성, 본PF의 분양실적, 자산의 시장가치가 우수할 가능성이 높다고 판단할 수 있다. 지역별 미분양 추이, 경력가율(경매낙찰가율; 낙찰가격/감정평가금액\*100) 등을 고려할 때, 비수도권 소재 부동산PF가 수도권 소재 부동산PF에 비해 손실 가능성이 높으며, 비수도권 소재 부동산PF 비중이 클수록 해당 캐피탈사의 위험도가 높은 것으로 판단한다.

부동산PF의 비수도권 비중은 AA급 38.0%, A/BBB급 34.1%로 A/BBB급이 더 작다. 그러나 위험도가 높은 브릿지론에 한정한 비수도권 비중은 AA급 33.9%, A/BBB급 35.2%로, A/BBB급이 더 크다. 즉, 브릿지론 대비 위험도가 낮은 본PF에서 비수도권의 비중은 AA급이 더 크나, 손실가능성이 큰 브릿지론의 비수도권 비중은 A/BBB급이 더 크게 나타나 소재지를 고려한 실질적인 위험도는 A/BBB급이 더 높은 것으로 판단한다.

표 4. 캐피탈 부동산 PF 비수도권 비중

구분	캐피탈 산업	AA 급	A/BBB 급
부동산 PF	36.8%	38.0%	34.1%
브릿지론	34.3%	33.9%	35.2%
본PF	38.1%	40.4%	33.5%

자료: 각 사업무보고서, 제사자료 NICE신용평가 정리(2023년말 기준)

경·공매를 통해 자산 회수를 추진하는 과정에서 회수가능금액에 영향을 미치는 또 다른 핵심적인 요소는 대출상환순위이다. 대출상환순위별 평균 LTV(Loan To Value), 최근 시장의 경락가율 및 부동산PF 경·공매 사례 등을 고려할 때, 부실 부동산PF 자산의 경·공매 낙찰금액이 대출 LTV를 하회할 가능성이 존재한다. 따라서 중·후순위 대출채권의 비중이 클수록 부동산PF 손실 가능성이 큰 것으로 판단한다.

브릿지론의 경우 부실 발생시 회수 방안이 토지 매각에 한정되어 있어 자금 회수 방식에 제약이 존재하고, 시장 침체기 토지의 시장 수요가 감소할 가능성이 더 크다는 단점이 있다. 따라서 본PF 보다는 브릿지론의 중·후순위 비중이 클수록 손실 발생 가능성이 높다. A/BBB급은 AA급에 비해 브릿지론과 본PF 모두에서 중·후순위의 비중이 크다. 브릿지론의 중·후순위 비중은 AA급 28.3%, A/BBB급 39.1%이며, 본PF의 중·후순위 비중은 AA급 26.4%, A/BBB급 33.5%이다. A/BBB급의 중·후순위 비중을 고려할 때, 손실 가능성이 다소 높은 것으로 판단한다.

표 5. 캐피탈 부동산 PF 중·후순위 비중

구분	캐피탈 산업	AA 급	A/BBB 급
부동산 PF	29.8%	27.1%	35.5%
브릿지론	31.7%	28.3%	39.1%
본PF	28.8%	26.4%	33.5%

자료: 각 사업무보고서, 제사자료 NICE신용평가 정리(2023년말 기준)

종합하면, A/BBB급은 상대적 위험도가 높은 브릿지론 비중이 상당하고, 브릿지론의 비수도권 비중이 더 크며, 대출상환순위도 중·후순위인 경우가 많아 자산의 회수가능성 측면에서 AA급 대비 불리한 것으로 판단한다. 향후 부동산 침체가 지속될 경우, 브릿지론, 중·후순위 등 고위험 부동산PF 비중이 큰 캐피탈사를 중심으로 대손발생 및 자산건전성 저하의 가능성이 높다.



## II. 캐피탈 부동산 PF 손실인식현황

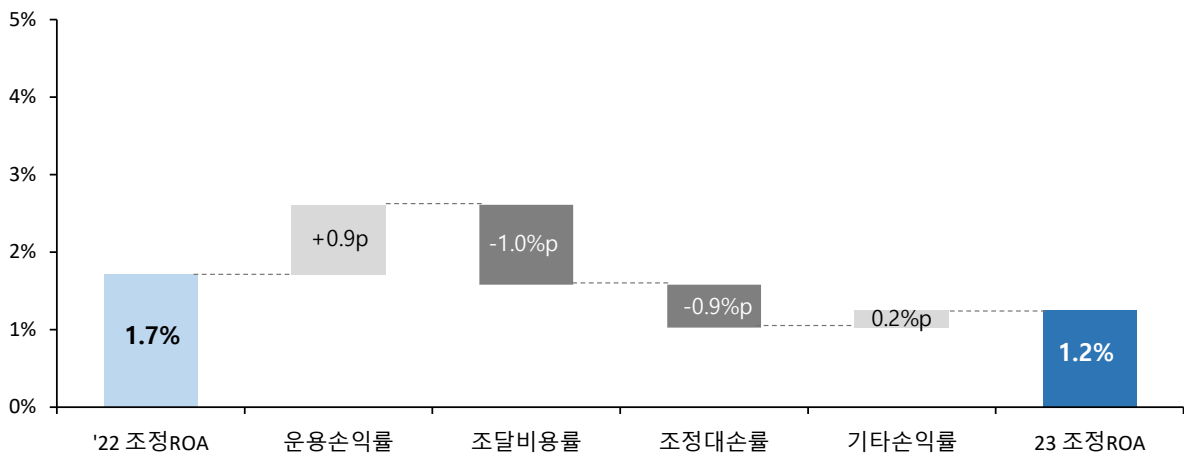
### 1. 캐피탈사 2023년 수익성 하락 요인

#### 조달비용률 및 대손비용률 상승으로 수익성 하락 지속 전망

NICE Coverage 캐피탈사의 2023년 조정ROA(조정 Return on Assets: 조정총자산순이익률)는 1.2%로 2022년 1.7% 대비 0.5%p 하락하였다. 캐피탈 산업의 수익성 하락은 금리 인상에 따른 운용수익률 상승에도 불구하고, 조정대손비용률(대손준비금 당기 적립액 포함한 대손비용률, 이하 “대손비용률”) 및 조달비용률 등이 더 가파르게 상승한 영향이다.

그림2. 캐피탈 산업 2022년 대비 2023년 수익성 변동요인 분석

단위: %



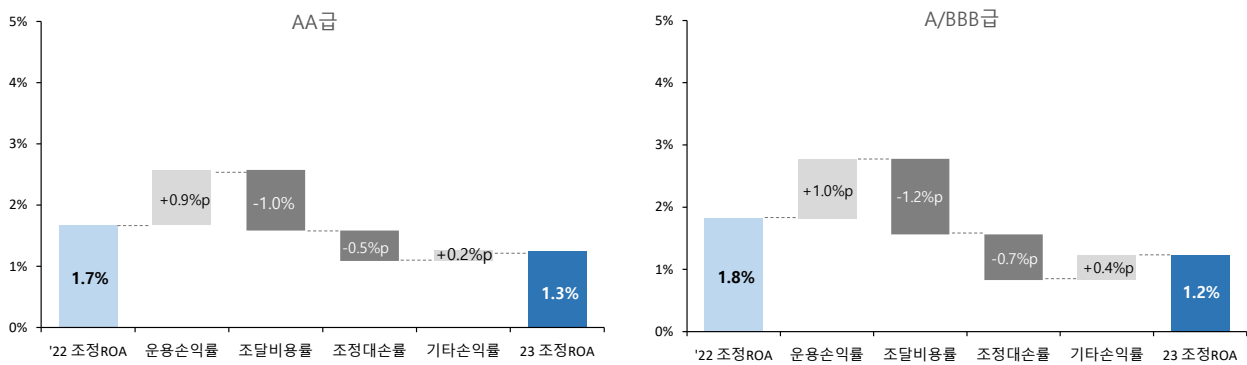
자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

과거 저금리 기간에 조달한 차입금이 현재의 고금리 차입금으로 차환 발행되어 조달비용률이 빠르게 상승하고 있으며, 사업 진행이 부진한 부동산PF 사업장 관련 대손비용이 점진적으로 증가하고 있다. 고금리 기조가 장기화되는 가운데, 만기연장과 PF대주단 협약 등으로 인해 대손 인식이 이연된 부동산금융 사업장이 상당한 수준으로 향후에도 비용 부담이 지속될 것으로 예상된다. 캐피탈 산업 내 높은 경쟁강도와 중소기업 및 저신용 차주에 집중된 포트폴리오를 고려할 때, 비용 상승분을 여신금리 등에 전액 반영하기 쉽지 않다. 따라서 향후에도 비용 상승분이 수익 상승분을 초과하며 수익성 하락이 지속될 것으로 전망한다.

그룹별로는 A/BBB급의 수익성 하락폭이 AA급 대비 더 크다. 이는 A/BBB급의 조달비용률, 대손비용률이 더 가파르게 상승한 영향이다. 금융시장이 불안정할수록 안전자산 선호도가 높아지는데, 부동산PF 비중이 높고, 상대적 위험도가 큰 A/BBB급 여전체에 대한 시장 선호도가 하락하고, 발행금리가 상승하며, 조달비용률이 더 상승하였다. 대손비용률 또한 A/BBB급에서 더 가파르게 상승하였는데, 브릿지론, 중·후순위 등 고위험 부동산PF의 비중이 더 큼에 따라, 관련 대손비용이 더 많이 발생하였기 때문이다.

그림3. 캐피탈 등급별 2022년 대비 2023년 수익성 변동요인 분석

단위: %



자료: 각 사업무보고서 및 제사자료

향후에도 캐피탈사 수익성 하락세가 지속될 것으로 전망되며, AA급 보다 A/BBB급의 수익성이 더 크게 하락할 것으로 예상된다. 기준금리 하향 가능성에도 불구하고, 여전히 각 캐피탈사의 시장조달금리가 평균조달금리 대비 높게 유지되고 있어, 조달비용률 상승이 전망된다. 또한 조달비용률이 높을수록 이에 대응하기 위한 고위험·고수익 부동산PF 비중이 높기에, 상대적 위험자산으로 평가받는 A/BBB급 여전채의 수요 감소가 예상되기 때문이다. 다만, 2022년 하반기 이후 고금리가 지속되며 캐피탈사 조달비용률 상당부분에 현재의 금리수준이 반영되어 있고, 기준금리 하향 전망 등으로 시장금리가 안정화되는 추세에 있어 조달비용률 상승 속도는 2023년 대비 다소 둔화될 것으로 판단한다.

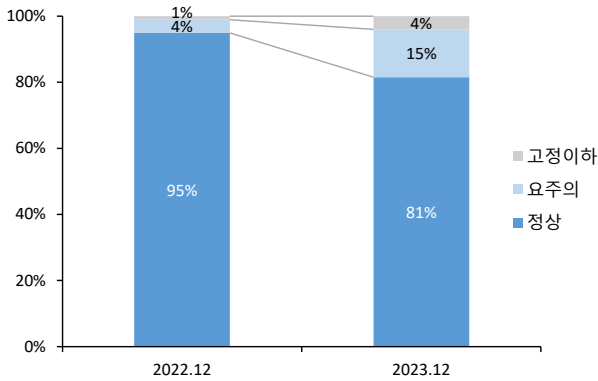
그러나 대손비용 확대 추세는 더욱 가파르게 이어질 것으로 전망한다. 2023년 중 부동산PF 관련 대규모 대손비용 인식에도 불구하고, 현재의 금리 수준과 부동산 경기 침체가 지속되며, 분양률 등 사업실적이 부진한 본PF 사업장과 상당수의 브릿지 사업장에서 본격적인 대손비용 확대가 전망되기 때문이다. 건당 규모가 큰 부동산PF 특성상 소수 사업장의 부실화만으로 대규모의 비용이 인식되기에, 부동산PF 자산 비중이 크고, 브릿지론, 비수도권, 중·후순위 등 고위험 부동산PF의 규모가 큰 캐피탈사를 중심으로 수익성 하락폭이 크게 나타날 것으로 예상된다.

## 2. 부동산PF 손실인식현황

### 브릿지론 등 고위험 부동산PF 비중이 큰 캐피탈사의 대손비용이 큼

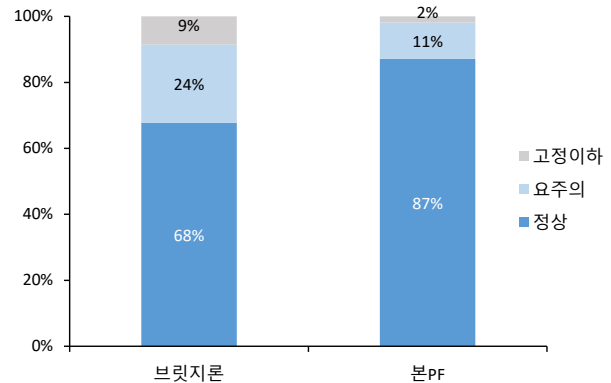
캐피탈사 수익성 하락의 주요 원인인 대손비용의 증가는 대부분 부동산PF에서 발생한 것으로 추정된다. 2023년 중 부실 발생한 부동산PF 사업장이 증가하였으며, 금융당국의 부동산금융 자산 건전성 판단기준 강화 요청에 따라, 사전적으로 요주의이하로 분류된 부동산PF 규모도 확대되었다. 여신전문금융업감독규정의 자산건전성 분류별 대손충당금 적립 기준상 자산건전성이 낮을수록 대손충당금(대손준비금 포함) 요격립률이 높아지는데, 2023년 중 부동산PF의 자산건전성 저하에 따라 필요 대손충당금 적립률이 상승하며 추가 대손비용이 발생한 것으로 판단한다.

그림4. 캐피탈 연도별 부동산PF 건전성 구성비



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

그림5. 캐피탈 2023년말 사업단계별 건전성 구성비



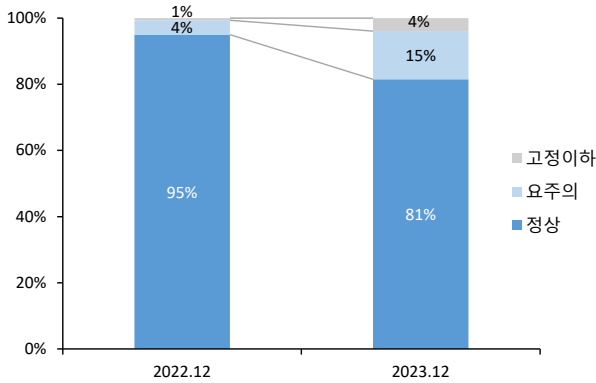
자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

요주의이하 부동산PF 자산은 2022년말 5%에서 2023년말 19%로 확대된 것으로 추정된다. 각 캐피탈사가 자산건전성 분류별 요격립 기준에 맞춰 대손충당금을 적립하였다고 가정할 때, 구성비 변화에 따라 2023년 중 부동산PF 관련 추가 적립된 대손충당금은 대략 1조원으로 추산되며, 이는 2023년 발생한 전체 대손비용 1.2조원 중 약 84%이다.

2023년말 기준으로 브릿지론에 누적 적립된 대손충당금은 0.8조원으로 본PF 대손비용 0.7조원 대비 크며, 각 자산 규모 대비 대손충당금 적립액인 자산별 대손충당금적립률도 브릿지론 8.5%, 본PF 4.0%로 브릿지론의 대손충당금적립률이 더 크게 나타난 것으로 판단한다. 이는 브릿지론의 자산건전성 저하가 더 크게 나타났기 때문이다.

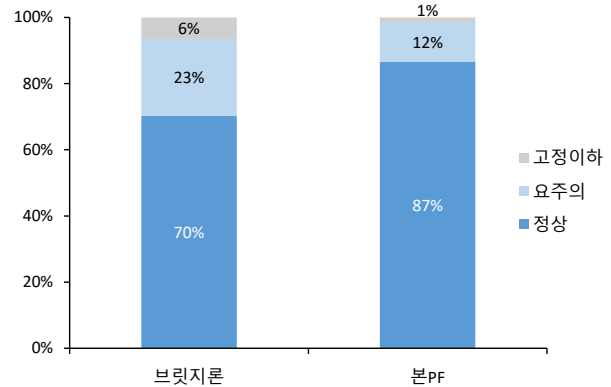
그룹별로는 AA급의 부동산PF 대손충당금 기적립액이 1조원으로, A/BBB급 대손충당금 기적립액 0.5조원 대비 더 큰 것으로 추산되었다. 그러나 부동산PF 규모 대비해서는 AA급의 대손충당금적립률이 5.4%로, A/BBB급 대손충당금적립률 5.9% 대비 더 낮게 나타났다. 이는 A/BBB급에서 브릿지론, 중·후순위 부동산 등 고위험 부동산PF의 비중이 더 커 자산건전성이 더욱 저하된 영향이다.

그림6. AA급 캐피탈 연도별 부동산PF 건전성 구성비



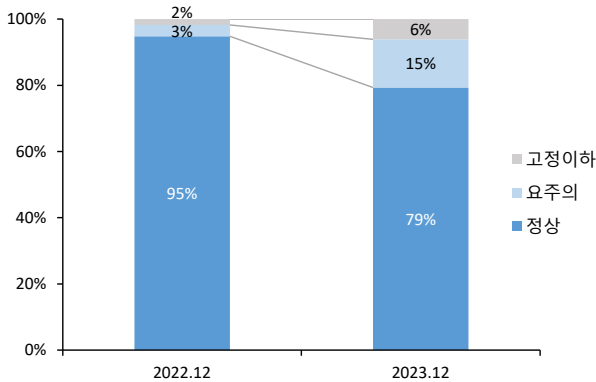
자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

그림7. AA급 캐피탈 2023년말 사업단계별 건전성 구성비



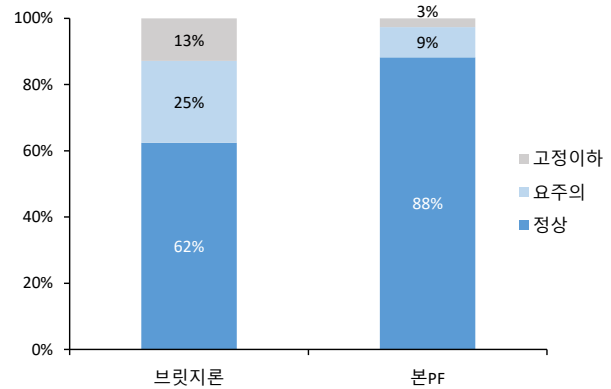
자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

그림8. A/BBB급 캐피탈 연도별 부동산PF 건전성 구성비



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

그림9. A/BBB급 캐피탈 2023년말 사업단계별 건전성 구성비



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

다만, 이러한 사전적인 대손비용 인식에도 불구하고, 대손충당금 적립규모는 예상 손실 대비 충분하지 않은 수준으로 판단한다. 포트폴리오별 예상위험수준에 맞춰 대손충당금을 적립하였음도 불구하고, 브릿지론, 비수도권, 중·후순위 등 고위험 부동산PF 관련 예상 손실이 대손충당금을 상회할 것으로 추정되기 때문이다. 이에 캐피탈사별 향후 부동산PF 예상 손실 규모와 기적립된 대손충당금과의 차이를 분석하고, 추가 대손충당금 필요 적립 규모에 대해 파악해보고자 한다.

### III. 캐피탈 부동산 PF 예상 손실 규모

#### 1. 시나리오 테스트

**평균 LTV와 경락가율 비교하여 시나리오 테스트 수행**

부동산PF의 향후 예상 손실 규모는 브릿지론/본PF, 수도권/비수도권, 선/중/후순위 등의 요인에 따라 큰 차이를 보일 것으로 예상된다. 따라서 캐피탈사 부동산PF 자산을 각 요인에 따라 분류한 후 해당 자산별 LTV와 경락가율을 기반으로 예상 손실 규모를 추정하였다. 또한 예상되는 손실 규모와 캐피탈사별 기적립된 대손충당금을 비교하여 추가로 적립해야 하는 대손충당금 규모를 산출하였다. 시나리오 테스트 상 경락가율은 부동산 경기 둔화 추세를 고려하여, 2023년 평균 경락가율의 하위 40%, 30%, 25% 수치를 활용하였다.

표6. 분석 관련 주요 내용

구분	내용
분석 대상 및 이용자료	<ul style="list-style-type: none"> <li>NICE신용평가 Coverage 부동산PF 보유 캐피탈사를 등급별로 그룹화</li> <li>대상기업의 2023년 업무보고서 및 제시자료 내 부동산PF 자료 활용</li> <li>2023년 경락가율을 백분위수별로 가공하여 사용</li> </ul>
주요 가정	<ul style="list-style-type: none"> <li>브릿지론: 지역(수도권, 비수도권), 대출상환순위(선/중/후순위) 구분</li> <li>본PF: 지역(수도권, 비수도권), 용도(주거용, 비주거용) 대출상환순위(선/중/후순위) 구분</li> <li>부동산 경기 둔화 추세를 고려 2023년 경락가율의 하위 40%, 30%, 25% 경락가율 적용</li> <li>경락가율에 따른 3가지 시나리오 S1(하위 40%), S2(하위 30%), S3(하위 25%)로 구성</li> <li>각 자산별 평균 LTV와 경락가율 비교하여 손실 규모 산출</li> <li>단일순위는 선순위에 포함</li> </ul>

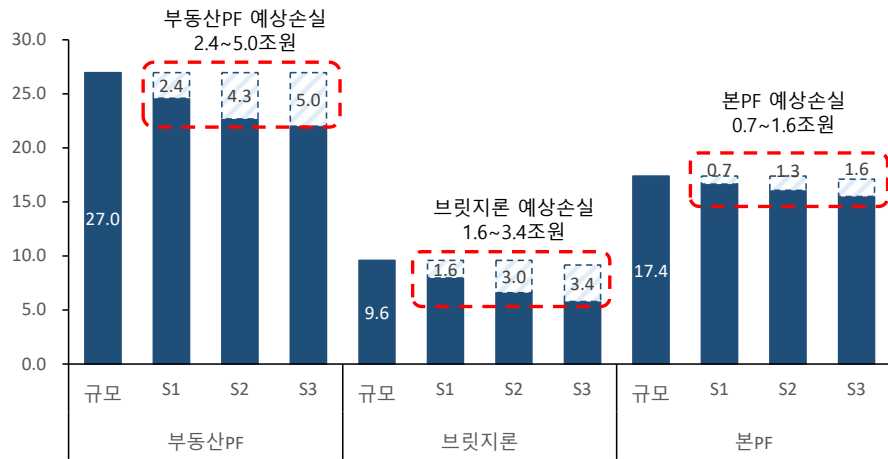
## 2. 그룹별 부동산PF 예상손실 규모

총 27.0조원의 부동산PF 중 2.4~5.0조원의 손실이 발생 가능한 것으로 추정

NICE신용평가 Coverage 캐피탈사를 대상으로, 향후 부동산PF 예상손실 규모를 시나리오 테스트한 결과, 총 27.0조원의 부동산PF 중 2.4~5.0조원의 손실이 발생 가능한 것으로 추정되었다. 브릿지론의 예상손실 규모는 1.6~3.4조원으로 전체 브릿지론 9.6조원 중 17~35%의 손실 발생 가능성이 있으며, 본PF의 예상손실 규모는 0.7~1.6조원으로 전체 본PF 17.4조원 중 4~9%의 손실 발생 가능성이 전망되었다. 브릿지론 규모 9.6조원이 본PF 규모 17.4조원 대비 크게 작음에도 불구하고, 예상 손실규모는 오히려 브릿지론이 크다.

그림10. 캐피탈 부동산PF 시나리오별 예상손실

단위: 조원



자료: 각 사업무보고서 및 계시자료

주1: 빚금 영역이 예상손실 규모

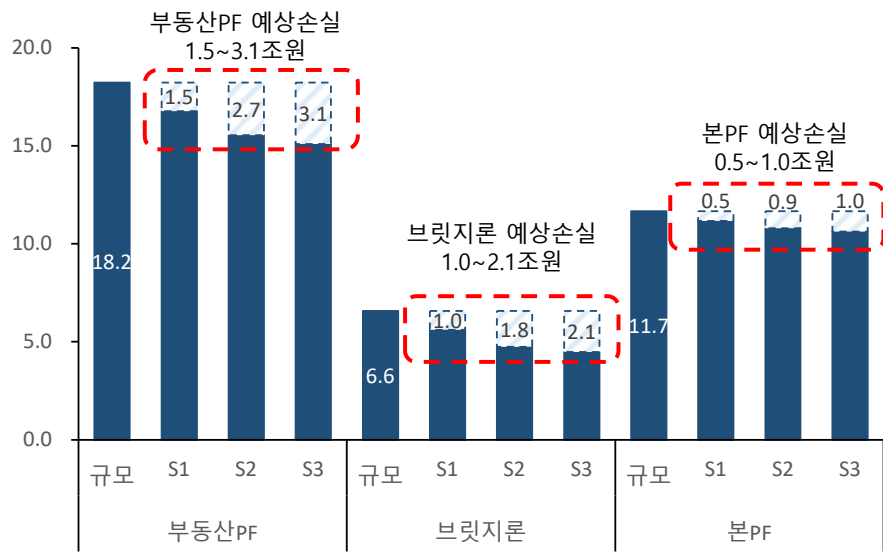
주2: 2023년 평균 경락가율의 하위 40% 시나리오(S1), 하위 30% 시나리오(S2), 하위 25% 시나리오(S3)를 활용하여 예상손실 규모 산출

이는 브릿지론의 주요 자산인 토지의 경락가율이 본PF 자산의 경락가율 대비 크게 낮아, 경·공매의 낙찰가격이 감정평가금액 대비 낮은 것에 주로 기인하였다. 즉, 브릿지론의 담보이자 LTV의 기준이 되는 토지의 감정평가금액이 현재 시장가치 대비 과대평가된 상태일 가능성이 있다. 브릿지론의 감정평가금액은 본PF 전환 및 개발을 가정하고 산정되었기 때문에, 본PF 전환에 실패한 브릿지론 토지의 감정평가금액은 시장가치보다 낮을 수 있다. 또한 캐피탈사 브릿지론의 62.5%가 부동산 호황기인 2022년 이전 기표되었기 때문에 당시의 부동산 시장가치가 현재 시장가치 대비 높았던 점도 고려할 필요가 있다. 따라서 최종 손실 규모 및 손실률은 브릿지론이 본PF보다 더 클 것으로 예상되었다.

AA급 부동산PF의 예상손실 규모는 1.5~3.1조원으로, 세부적으로는 브릿지론에서 1.0~2.1조원, 본PF에서 0.5~1.0조원의 예상손실이 발생할 것으로 추정되었다. 해당 손실규모는 AA급 부동산PF의 8~17%로 사업단계별로는 브릿지론의 15~32%, 본PF의 4~9%만큼 손실 가능성이 존재한다는 의미이다.

그림11. AA급 캐피탈 부동산PF 시나리오별 예상손실

단위: 조원

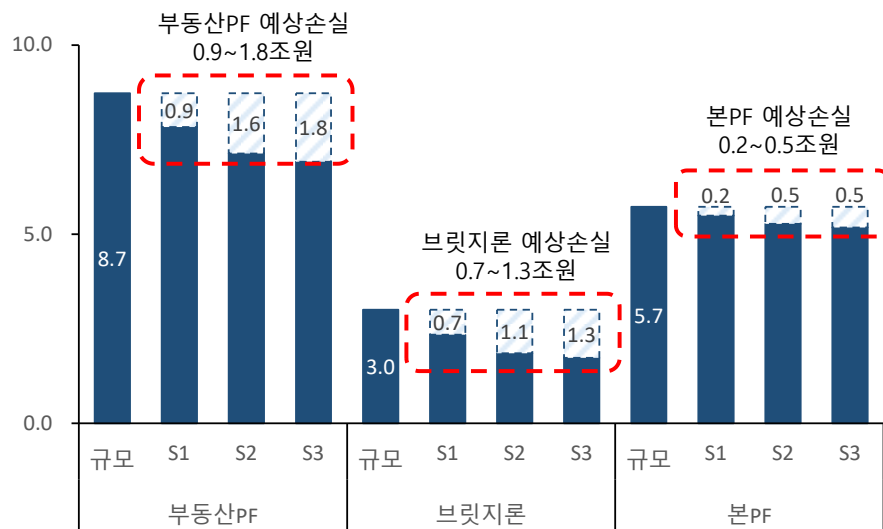


자료: 각 사업무보고서 및 제시자료  
주: 빚금 영역이 예상손실 규모

A/BBB급의 부동산PF 예상손실 규모는 0.9~1.8조원으로, 브릿지론에서 0.7~1.3조원, 본PF에서 0.2~0.5조원의 손실이 예상되었다. A/BBB급의 손실규모는 AA에 비해 작으나, 손실률이 부동산PF 중 10~21%로 AA급 대비 크게 나타났으며, 특히 브릿지론의 예상 손실률이 22~42%로 컸다.

그림12. A/BBB급 캐피탈 부동산PF 시나리오별 예상손실

단위: 조원



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료  
주: 빚금 영역이 예상손실 규모

부동산 경기 침체가 개선되지 않는다면, NICE Coverage 캐피탈사는 보유 부동산PF 27.0조원 중 2.4~5.0조원(기적립 대손충당금 1.5조원 미고려)에 대해 향후 수년에 걸쳐 손실 인식을 해야할 것으로 예상된다. 본PF 보다 브릿지론에서 더 큰 손실이 발생할 것으로 보이며, A/BBB급의 손실률이 AA급의 손실률 대비 크게 나타날 것으로 전망한다.

### 3. 추가 대손충당금 예상 적립 규모

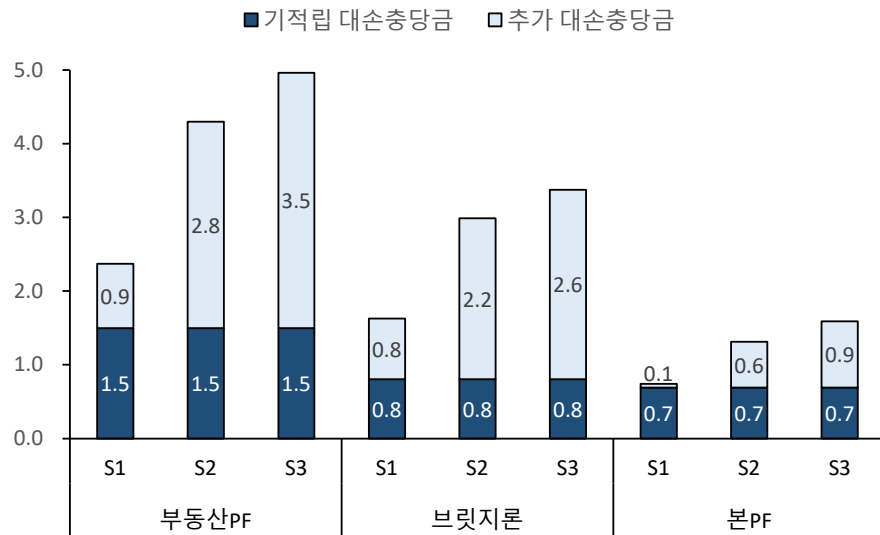
**추가로 적립해야 하는 대손충당금 규모는 0.9~3.5조원으로 추산**

금융당국의 부동산금융 자산 건전성 판단기준 강화 요청에 따라 2023년 상당 규모의 부동산PF 사업장이 주의의이하로 자산건전성이 분류되었으며, 대손충당금도 추가 적립되었다. 그러나 시나리오 테스트 결과, 향후 캐피탈사의 부동산PF 관련 예상 손실 규모는 2023년말 기적립된 대손충당금 규모를 넘어설 것으로 예상된다. 금번 시나리오 테스트는 부동산 경기 침체가 지속되며 경·공매 낙찰가격이 대체로 순대출금액(대출금액-대손충당금) 총액을 하회하는 보수적인 상황을 가정하였다.

또한 캐피탈사별 상환순위를 고려하였다. 여신전문금융업감독규정에 따른 대손충당금 적립은 대주별 대출상환순위를 감안하지 않고, 각 대출별 자산건전성 기준에 맞춰 일괄적으로 이루어진 것이다. 그러나 시나리오 테스트에서는 선·중·후순위 대출별로 구분하여, 낮은 순위 대출에 대한 추가 손실 발생 가능성을 고려하였다.

그림13. 캐피탈 부동산PF 추가 적립 필요 대손충당금

단위: 조원



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

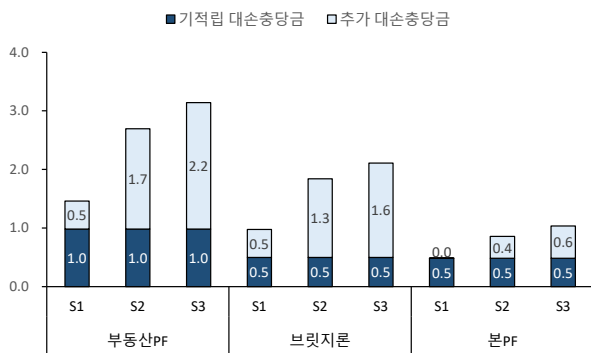
시나리오 테스트 결과, NICE Coverage 캐피탈사가 추가로 적립해야 하는 대손충당금 규모는 0.9~3.5조원으로, 이는 브릿지론 0.8~2.6조원, 본PF 0.1~0.9조원으로 구성된다. 브릿지론의 기적립 대손충당금 규모는 0.8조원으로 전체 브릿지론의 8%이며, 본 PF의 기적립



대손충당금 규모는 0.7조원으로 전체 본PF의 4%이다. 브릿지론의 대손충당금 기적립율이 본PF 대비 높음에도 불구하고, 추가 대손충당금 예상 적립규모는 브릿지론이 더 크다. 이는 대손충당금 기적립 규모에 브릿지론의 높은 위험도가 고려되었음에도 불구하고, 향후 예상되는 브릿지론의 추가 대손충당금 적립 규모가 본PF의 추가 대손충당금 적립 규모를 상회함을 의미한다.

그림14. AA급 캐피탈 추가 적립 필요 대손충당금

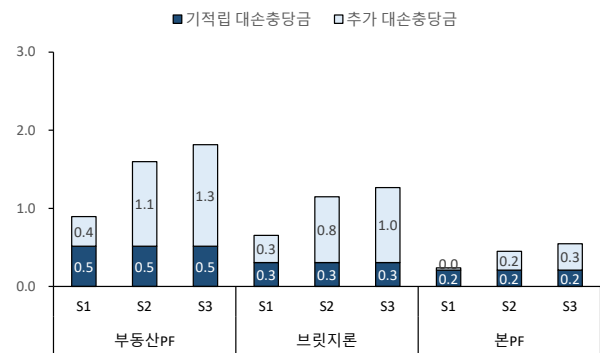
단위: 조원



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

그림15. A/BBB급 캐피탈 추가 적립 필요 대손충당금

단위: 조원



자료: 각 사업무보고서 및 제시자료

그룹별로는 AA급에서 0.5~2.2조원, A/BBB급에서 0.4~1.3조원의 대손충당금을 추가 적립해야 할 것으로 예상된다. AA급 브릿지론에서 0.5~1.6조원, 본PF에서 0.0~0.6조원의 대손충당금 추가 적립을 예상하며, A/BBB급 브릿지론에서 0.3~1.0조원, 본PF에서 0.0~0.3조원의 대손충당금 추가 적립을 전망한다. 두 그룹 모두 대손충당금 추가 적립이 필요하나, AA급 보다는 A/BBB급에서 대손충당금 추가 적립률이 크며, 본PF 보다는 브릿지론에서 더 큰 규모의 대손충당금 추가 적립을 예상한다.

시나리오 테스트 결과에 따른 추가 대손충당금 적립 필요성에도 불구하고, 대규모 대손충당금을 단기간에 적립하는 것은 쉽지 않을 전망이다. 따라서 대다수의 캐피탈사는 수년에 걸쳐 서서히 대손충당금을 적립하는 과정을 거칠 것으로 판단한다. 다만, 이러한 대손충당금 적립이 완료되기 전 관련 부동산PF 손실이 현실화 될 경우, 각 캐피탈사는 기적립 대손충당금 외에 자기자본 등을 통해 부족 여력에 대응해야 할 것이다.

## IV. 캐피탈 부동산 PF 손실 대응능력 점검

### 1. 손실흡수능력

부동산PF 대비 손실흡수능력은 AA급이 A/BBB급 대비 더 우수

대손충당금은 예상되는 손실에 대한 흡수능력을 사전에 적립하는 의미이며, 자기자본은 예상하지 못한 손실에 대응하기 위한 최종적인 손실흡수능력을 뜻한다. 지속되는 고금리와 부동산 경기 침체를 고려할 때, 예상 규모를 넘어서는 부동산PF 관련 손실 발생이 전망되며, 이는 기적립된 대손충당금 규모를 상회할 가능성이 높다. 따라서 대손충당금과 자기자본을 모두 포함한 전체 손실흡수능력에 대한 점검이 필요하다.

신용도가 높은 캐피탈사들은 상대적으로 낮은 조달금리로 인해, 고위험·고수익 자산에 대한 투자 필요성이 크지 않다. 따라서 AA급 캐피탈사들은 대체로 부동산PF 비중이 높지 않으며, 고위험 부동산PF에 대한 익스포져도 크지 않다. 따라서 AA급 캐피탈사들은 대체로 A/BBB급 캐피탈사 대비 부동산PF 예상 손실 규모가 크지 않다. 반면, 신용도가 낮을수록 통상 조달금리가 상대적으로 높아 수익성 확보를 위해 고위험 부동산PF에 대한 투자 필요성이 높으며, 관련 위험성도 높다. 자기자본 규모 측면에서도 AA급이 A/BBB급 대비 크다. 따라서 자기자본을 통한 대응능력은 대체로 AA급이 우수하게 나타난다.

표 7. 캐피탈 부동산 PF 대비 손실흡수능력

단위: 조원, %

구분	캐피탈 산업	AA 급	A/BBB 급
자기자본(A)	30.6	23.2	7.4
대손충당금(B)	1.5	1.0	0.5
손실흡수능력(A+B)	32.1	24.2	7.9
부동산 PF	27.0	18.2	8.7
손실흡수능력/부동산 PF	118.8%	132.6%	90.1%

자료: 각 사업무보고서, 제시자료 NICE신용평가 정리(2023년말 기준)

주: 자기자본은 대손준비금을 제외하고, 대손충당금은 부동산PF 관련 대손충당금으로 부동산PF 관련 대손준비금을 포함함

부동산PF 대비 대손충당금 기적립 비율은 AA급 5.4%, A/BBB급 5.9%로 A/BBB급이 높다. 이는 고위험 부동산PF에 대한 대손충당금 요적립 규모가 크고, A/BBB급의 고위험 부동산PF 비중이 높기 때문이다. 반면, 부동산PF 대비 자기자본 규모는 AA급이 크다. 이를 종합적으로 고려한 부동산PF 대비 전체적인 손실흡수능력은 AA급이 더 우수하다.

## 2. 예상손실 대비 손실흡수능력

### 예상손실 대비 손실흡수능력은 AA급 캐피탈사가 더 우수

고위험 추구 성향의 캐피탈사라도 충분한 손실흡수능력을 보유한 경우, 실질적인 위험도가 낮은 것으로 평가되며, 부동산PF 규모가 크지 않더라도 손실흡수능력이 미흡한 경우, 관련 위험도가 높다. 이에 시나리오 테스트 결과에 따른 부동산PF 예상손실 규모와 더불어, 대손충당금과 자기자본을 합산한 손실흡수능력을 비교하여 각 그룹별 예상 위험에 대한 손실흡수능력을 파악해보고자 한다.

표 8. 캐피탈 예상손실 대비 손실흡수능력

단위: 조원, %

구분	예상손실(A)	손실흡수능력(B)	A/B	
S1	AA급	1.5	24.2	6.0%
	A/BBB급	0.9	7.9	11.4%
S2	AA급	2.7	24.2	11.1%
	A/BBB급	1.6	7.9	20.3%
S3	AA급	3.1	24.2	13.0%
	A/BBB급	1.8	7.9	23.0%

자료: 각사 업무보고서, 제사자료 NICE신용평가 정리

주1: 손실흡수능력은 2023년말 기준

주2: 자기자본은 대손준비금을 제외하고, 대손충당금은 부동산PF 관련 대손충당금으로 부동산PF 관련 대손준비금을 포함함

부동산PF 비중이 큰 가운데, 고위험 부동산PF 비중 또한 A/BBB급 캐피탈사가 크게 나타난다. 따라서 부동산PF 규모 대비 예상손실은 A/BBB급 캐피탈사가 크다. 대손충당금 및 자기자본 규모 등 손실흡수능력은 AA급이 대체로 우수한 반면, A/BBB급은 다소 미흡한 것으로 판단한다. 이에 예상손실 대비 손실흡수능력은 AA급이 더 우수하다.

개별 캐피탈사 관점에서는 적극적인 투자성향으로 부동산PF 비중이 큰 캐피탈사라도 신용등급이 높고 손실흡수능력이 우수할 수 있으며, 보수적인 투자 성향을 가진 캐피탈사라도 손실흡수능력이 작을 수 있다. 이에 캐피탈사별 예상손실규모와 손실흡수능력에 맞춰 부동산PF 부실 여부에 대한 모니터링 및 자기자본 확충 여부에 대한 모니터링을 각각 수행할 계획이다.

## V. 향후 신용평가 계획

2023년 대규모 대손충당금 적립에도 불구하고, 대부분의 캐피탈사에서 추가적인 대손충당금 적립이 필요한 상황이다. 캐피탈사의 만기연장 승인, PF대주단 협약 등으로 인해, 실질적으로 발생한 부동산PF 부실 규모가 크지 않은 가운데, 고금리 및 부동산 경기 침체 상황이 지속되면서, 부동산PF 부실 발생가능성이 높아지고 있다. 따라서 향후 상당수 브릿지론 사업장과 사업실적이 부진한 본PF 사업장에서 부실이 발생하며 대손비용이 증가할 것으로 전망한다.

NICE Coverage 캐피탈사 부동산PF 27.0조원 중 9~18%(2.4~5.0조원)에서 손실 발생 가능성이 예상되며, 세부적으로는 전체 브릿지론 9.6조원의 17~35%(1.6~3.4조원), 전체 본PF 17.4조원의 4~9%(0.7~1.6조원)에서 손실 가능성이 존재한다고 추정된다. 이는 2023년말 기준 기적립된 1.5조원의 대손충당금을 상회하는 규모이며, 이러한 추가 손실은 부동산PF 비중이 큰 캐피탈사를 중심으로 발생할 것으로 보인다. 부동산PF 비중이 큰 캐피탈사 일수록 브릿지론, 비수도권, 중·후순위 등 고위험 부동산PF 비중이 큰 경향성을 보이기 때문이다.

각 캐피탈사별로 예상 손실 규모에 대응한 추가적인 대손충당금 적립이 필요할 것으로 보이며, 추가 적립 전 부실이 발생할 경우, 자기자본 등을 통해 이에 대응해야 할 것으로 판단한다. 다만, 개별 캐피탈사별로 예상손실규모와 이에 대응한 손실흡수능력이 다양하기 때문에 신용평가 시에는 이를 종합적으로 고려할 계획이다.

부동산PF 비중이 큰 가운데, 고위험 부동산PF 비중 또한 A/BBB급 캐피탈사가 크게 나타난다. 따라서 부동산PF 규모 대비 예상손실률은 A/BBB급 캐피탈사가 크다. 전체적인 손실흡수능력(대손충당금+자기자본)은 AA급 캐피탈사가 대체로 우수한 반면, A/BBB급 캐피탈사는 다소 미흡한 것으로 판단한다. 이에 부동산PF 예상손실 대비 손실흡수능력은 AA급 캐피탈사가 더 우수하다. 다만, A/BBB급 캐피탈사라도 고위험 부동산PF 비중이 작아 예상손실금액이 크지 않거나, 유상증자 등 계열로부터의 지원가능성, 자체적인 수익창출력, 유동성과 같은 여러가지 보완 요소가 존재하는 경우도 있다. 이에 NICE신용평가는 고위험 부동산PF 비중이 크고, 손실흡수능력이 낮은 캐피탈사 중 계열의 지원가능성이 미흡한 곳을 중심으로 집중적인 모니터링을 수행할 예정이다.

## APPENDIX.

제2금융권 부동산 PF 예상손실 및 추가 적립 필요 총당금

단위: 조원

		증권	캐피탈	저축은행(*)	합계
예상손실	S1	3.1	2.4	2.6	8.1
	S2	3.7	4.3	3.9	11.9
	S3	4.0	5.0	4.8	13.8
기적립 대손총당금 및 준비금		2.0	1.5	1.5	5.0
추가 적립 필요 총당금	S1	1.1	0.9	1.0	3.0
	S2	1.7	2.8	2.3	6.8
	S3	1.9	3.5	3.3	8.7

자료: 각사 업무보고서 NICE신용평가정리

주: 저축은행 업권 부동산PF 익스포저는 금융감독원 보도자료, 언론 등 다양한 매체를 통해 추산한 금액(본PF 8.8조원, 브릿지론 13.3조원)을 기준으로 추정

## 관련참고자료

[금융업권 2023년 신용등급 변동과 2024년 모니터링 대상 기업 - 예측할 수 있는 위기는 위기가 아니다 \(2024.01.02\)](#)

[할부리스 2023년 하반기 정기평가 결과 및 2024년 주요 모니터링 포인트](#)

[- 수익성 및 건전성 저하 본격화 전망, 2024.01.02](#)

[장기전에 대비해야 하는 금융업권 \(2023.12.06\)](#)

[2024 산업전망 - 할부리스 - 조달·대손비용 증가 및 부동산 경기 침체 등으로 수익성 및 건전성 저하 본격화 전망, 2023.12.06](#)

[제2금융권 자산건전성 점검 - 캐피탈 : 포트폴리오 변화의 명\(明\)과 암\(暗\), 2023.09.14](#)

[캐피탈사 실적 점검, 금리상승의 영향은 언제 얼마나 반영될 것인가, 2022.12.20](#)

[고위험 익스포져, 캐피탈사의 유동성을 압박할 것인가, 2022.09.07](#)

## 〈유의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주) 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 '발간물')는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무 불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시장에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가(주)를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(시·배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.