2023년 부동산/리츠 전망

리서치센터 대체투자팀 | 이경자 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

※ 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

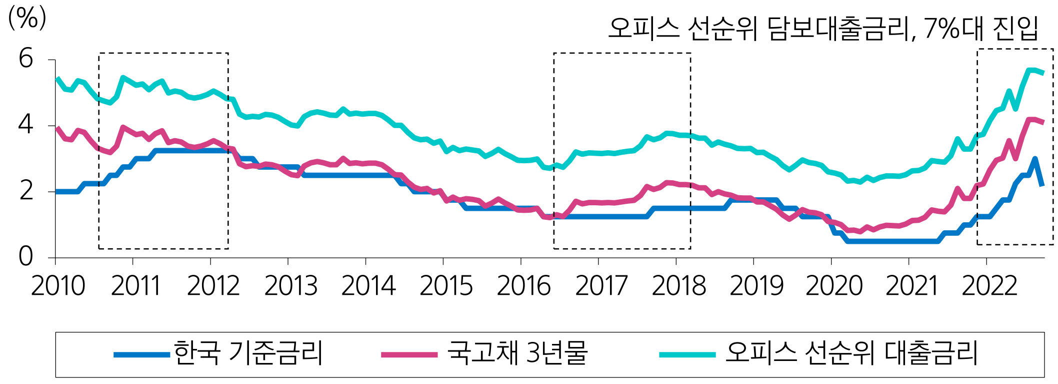
삼성증권

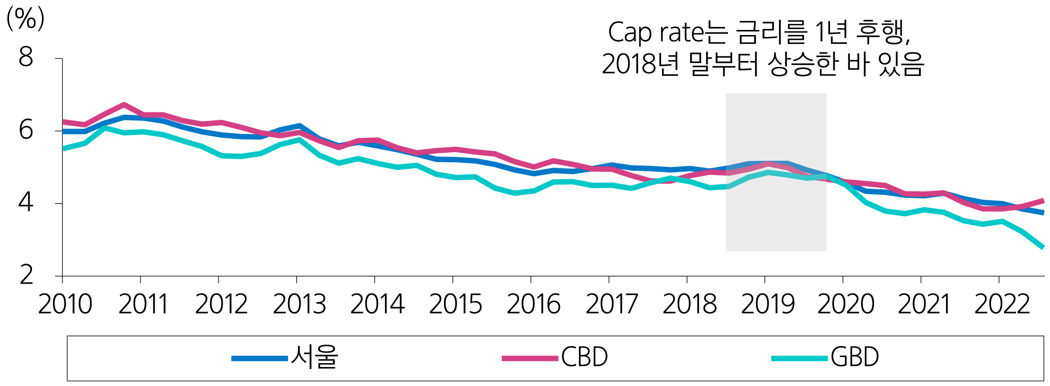
PART 01

국내 상업용 부동산 시장

Cap rate: 금리를 후행

금리와 오피스 cap rate





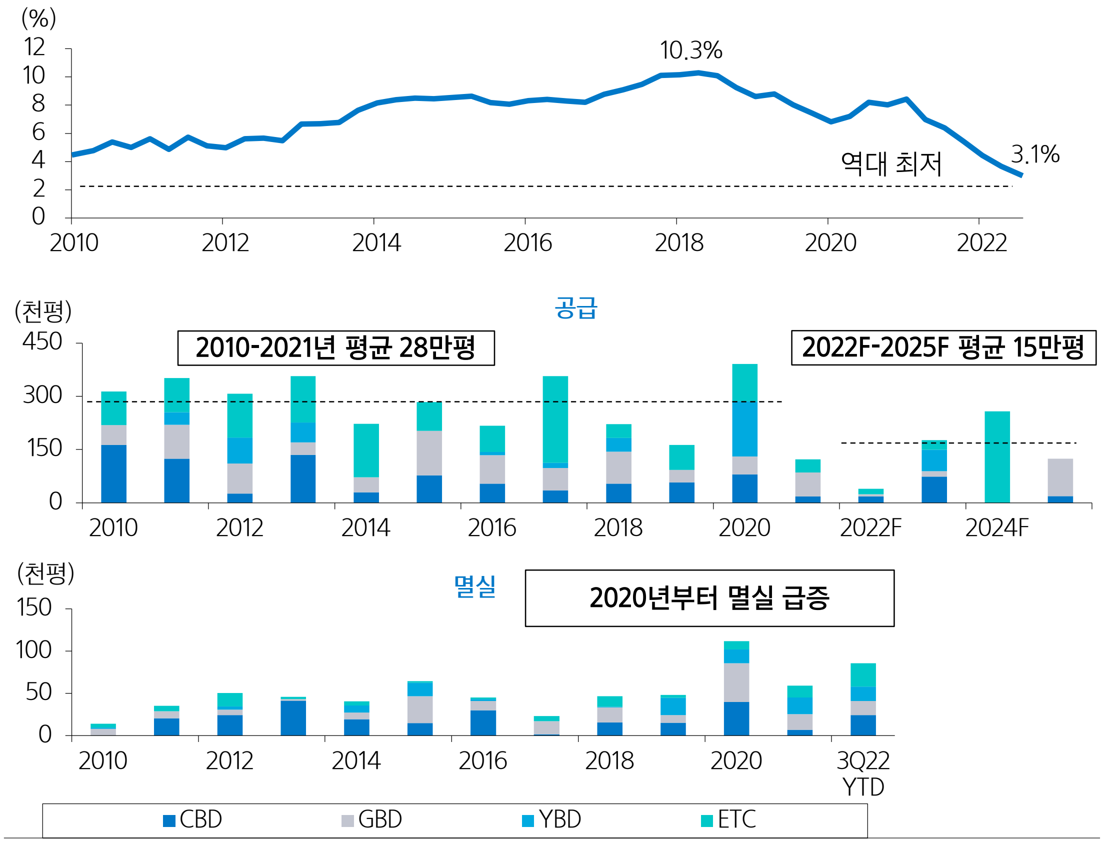
자료: Bloomberg, 한국은행, 국토부, 삼성증권

- 부동산 시장은 금리를 1년 후행
- 2017~2018년, 금리 인상기 cap rate는 소폭 하락하다가 2019년 본격적 상승
- 2023년 상업용 부동산 시장의 가격 조정 예상, 특히 물류자산

1) 오피스

수급: 수요>공급

서울 오피스 시장의 공실과 공급



자료: 젠스타메이트, 삼성증권

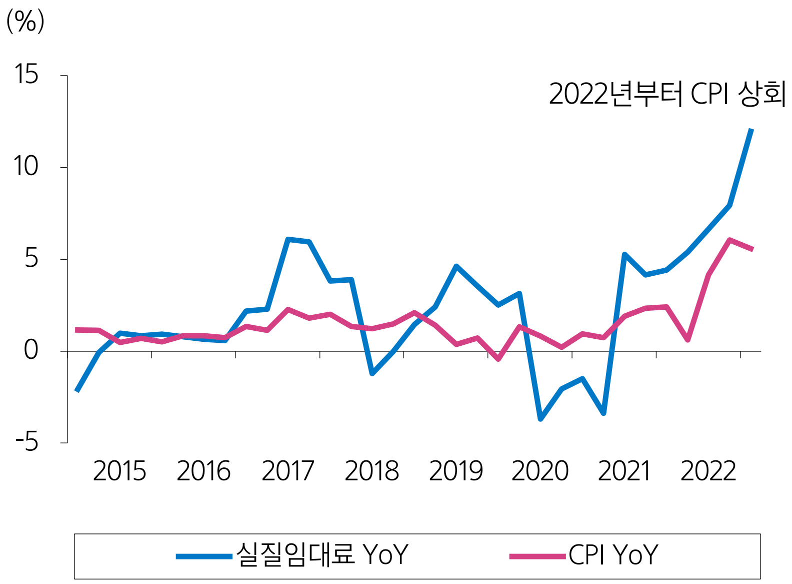
- 오피스, 2021년부터 공실 하락
- **공급여건 악화로 오피스 시장의 key는 수요보다 공급**
- 2018년부터 순흡수면적은 공급을 초과, **재고는 2022년부터 감소세**
- 연평균 30만평의 순흡수면적 (신규 임대차 활동) 발생
- 기업들은 서울에 본사를 두고자 하므로 향후 구조적인 수요 초과 현상 불가피

1) 오피스

2022년 실질임대료 상승률: 14%

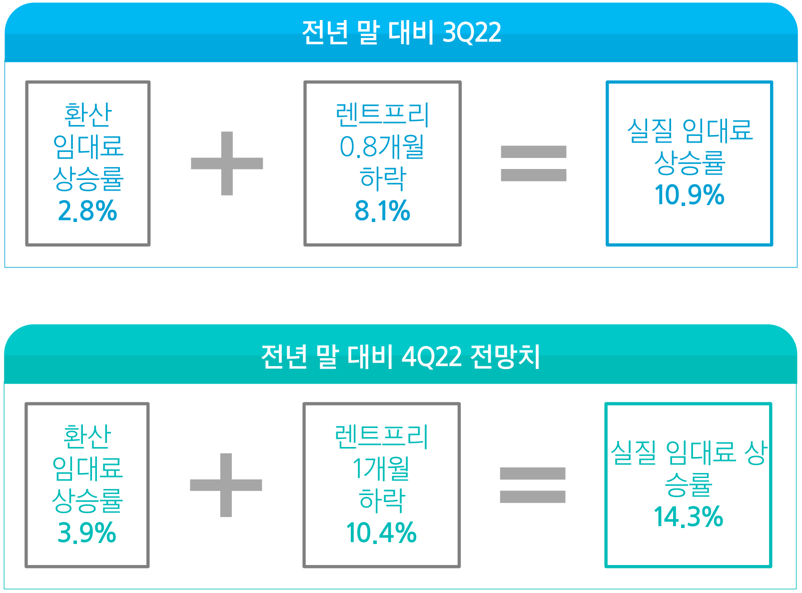
- **공급부족은 인플레이션 영향을 임대료에 전가할 수 있는 동력**
- 2021년부터 실질 임대료 인상률은 CPI를 상회, 렌트프리 해소가 결정적
- 3분기까지 실질 임대료 인상률은 10%, 연말까지 14.3% 상승 전망

실질 임대료와 CPI 증가율



자료: 젠스타메이트, 한국은행, 삼성증권

서울 오피스 실질 임대료 상승률과 전망치



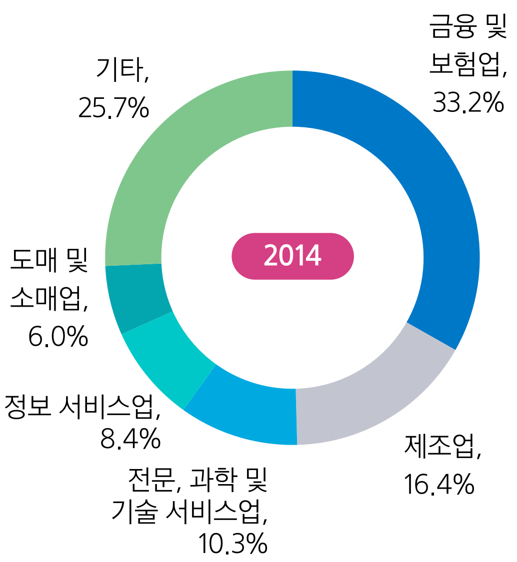
자료: 젠스타메이트, 삼성증권

1) 오피스

수요: 임차인 산업구조의 재편

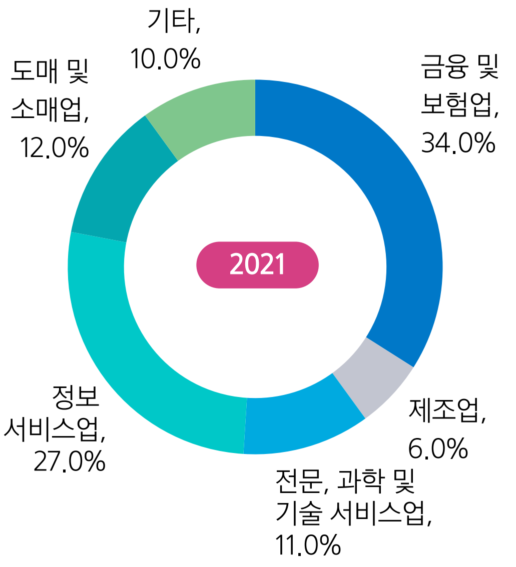
- 임차인 구성, IT 중심 신산업으로 재편되며 수요가 강해지고 있음
- IT 관련 산업과 대기업 중심으로 증평 증가(인당 1.8평→ 2.5평)
- 서울 오피스 임대료는 홍콩의 24%, 도쿄의 42%에 불과해 상승여력 ↑

오피스 임차인 구성 (2014)



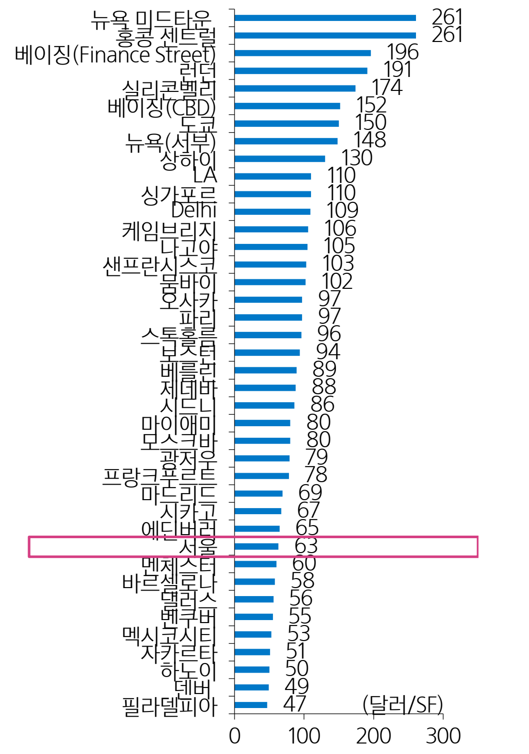
자료: JLL

오피스 임차인 구성



자료: JLL

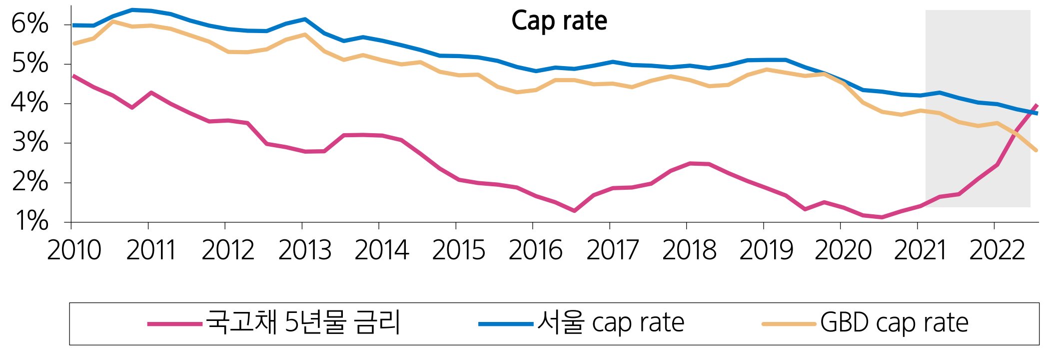
글로벌 프라임 오피스 임대료 비교

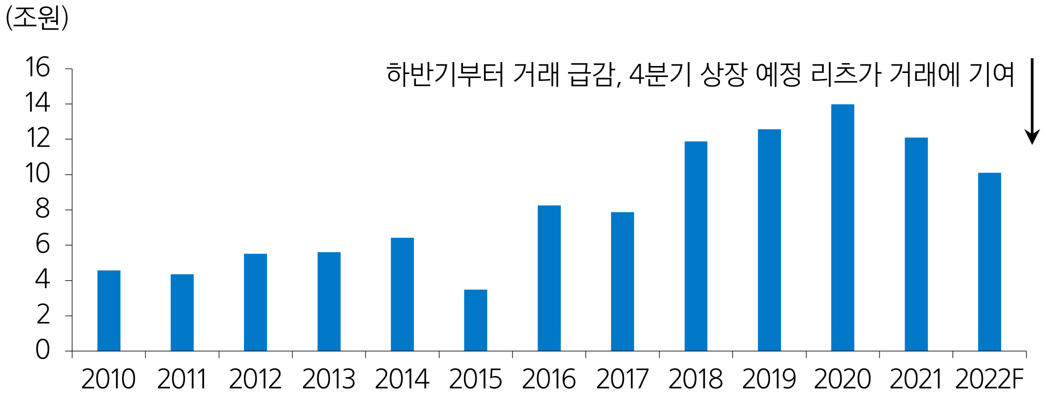


자료: JLL

단기적으로 역마진 불가피

서울 오피스 거래액, Cap rate와 평당 거래가





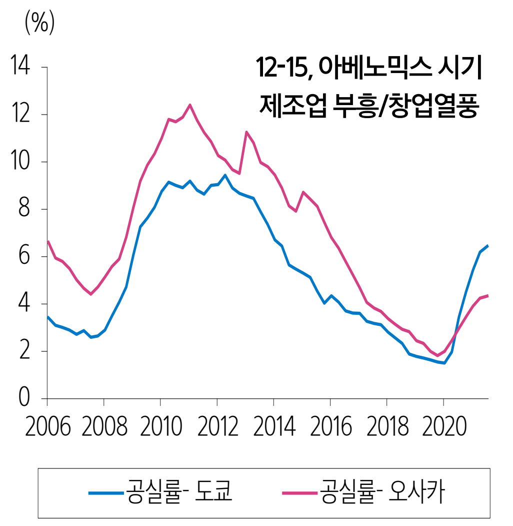
참고: 2022년 하반기부터 기준금리는 삼성증권 추정치, 3대 권역은 CBD(중심 업무권), YBD(여의도권), GBD(강남권), BBD(분당권)
자료: 젠스타메이트, 한국은행, 삼성증권

- 2022년 대출시장 경색으로 오피스 거래 위축, 2023년 1분기부터 소폭 개선
- 서울 오피스의 cap rate는 3.76%로 전분기 대비 하락 지속
- 단기적으로 2023년에도 역마진 지속 전망
  - 임대료 인상 시작
  - 투자주체가 영속형 상장리츠, 블라인드 펀드 등 장기 투자자가 늘며 급매 사례 감소, 전형적인 매도인 위주의 시장

비교) 일본 아베노믹스 시기

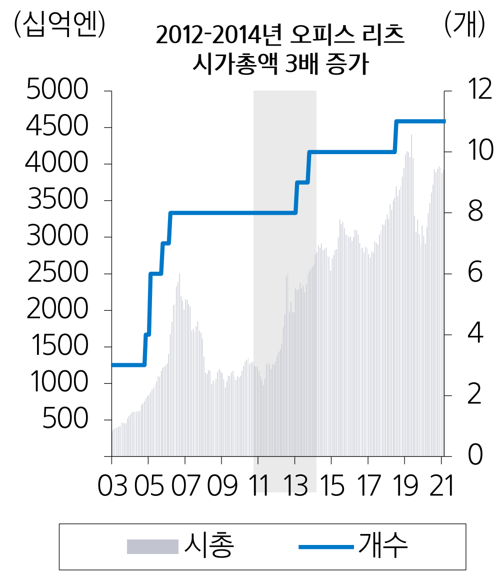
- 현 **시점은 2012-2015년 아베노믹스 시기 도쿄 오피스 시장과 유사. 기업실적 호전, 창업열풍, J-REIT의 성장 등**
- 10%에 육박했던 도쿄 오피스 공실률, 2013년부터 빠르게 하락. 오피스 임대료는 4~5%의 연평균 상승률 기록하기 시작
- 한국 기업은 사옥이나 점포를 리츠에 편입하거나 세일앤리스백으로 전환하는 등 사옥문화에서 벗어나고 있음

일본 오피스 공실률



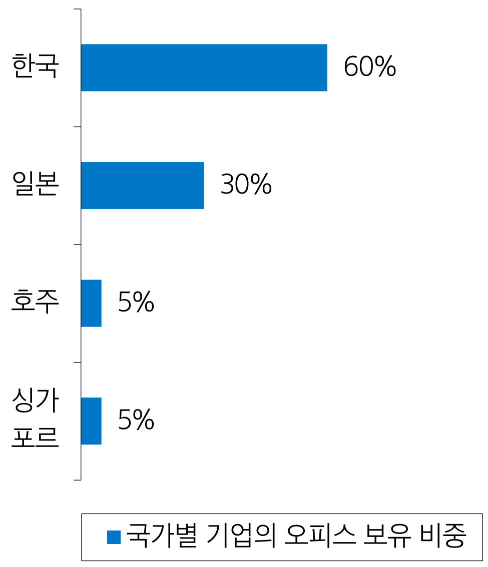
자료: JLL

J-REITs, 오피스 리츠 개수와 시총 변화



자료: Bloomberg

기업이 보유한 오피스 비중



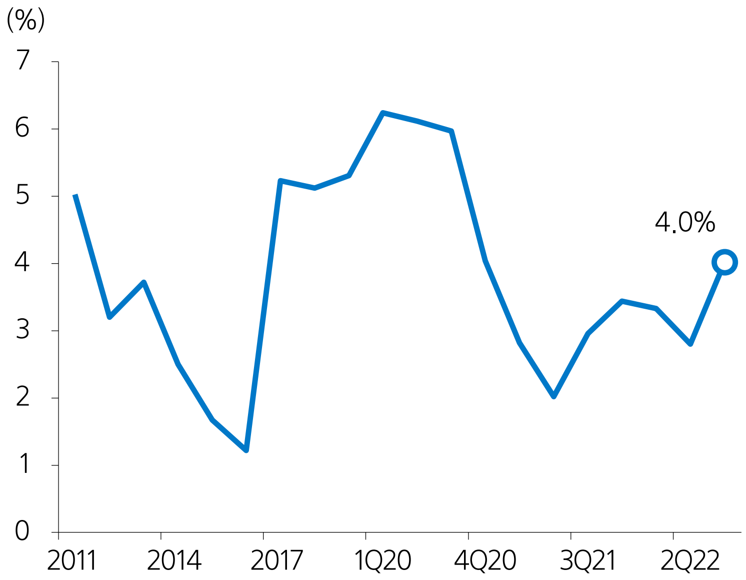
자료: DWS

2) 물류자산

공실 재상승

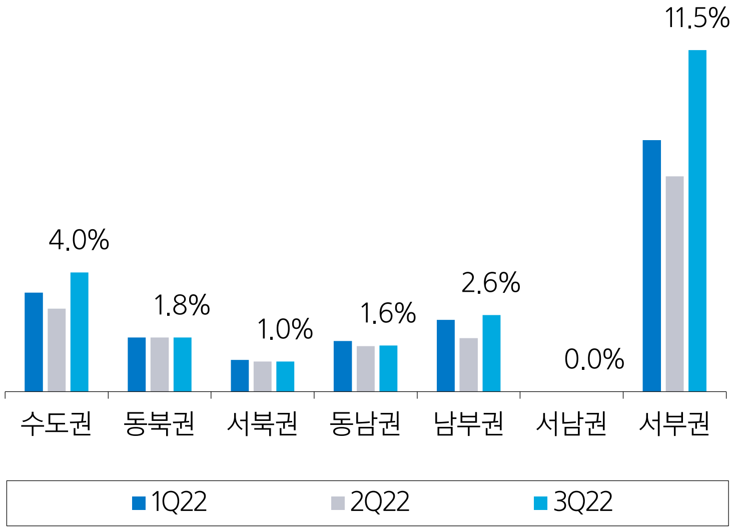
- 3분기 수도권 상온 물류센터의 평균 공실률은 2020년 이래 가장 높은 수준으로 회귀 중
- 2022년 서부권 중심의 공급 증가 영향
- 연말부터 **인천 공급이 집중될 예정이라 서부권 공실은 추가 상승 여지가 높음**

수도권 상온 물류센터 공실률 추이



자료: WRC, 삼성증권

권역별 공실률 - 서부권이 전체 공실에 영향



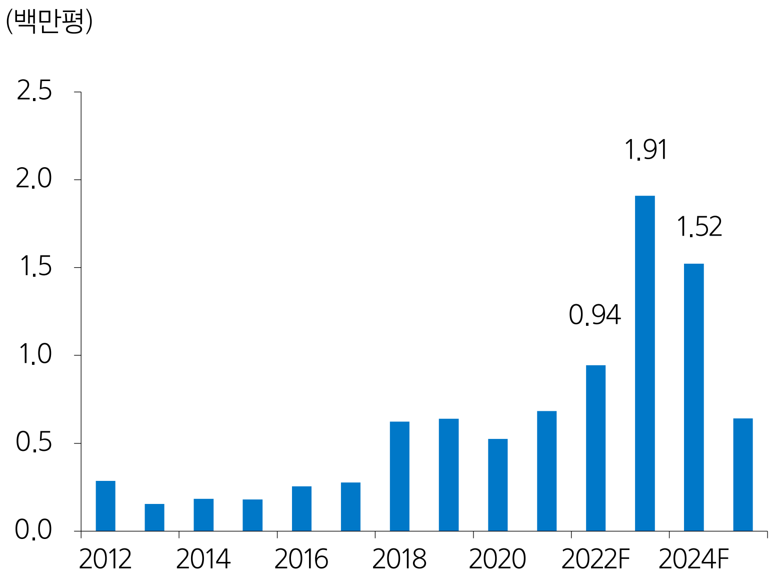
자료: WRC, 삼성증권

2) 물류자산

지연 물량의 공급 본격화

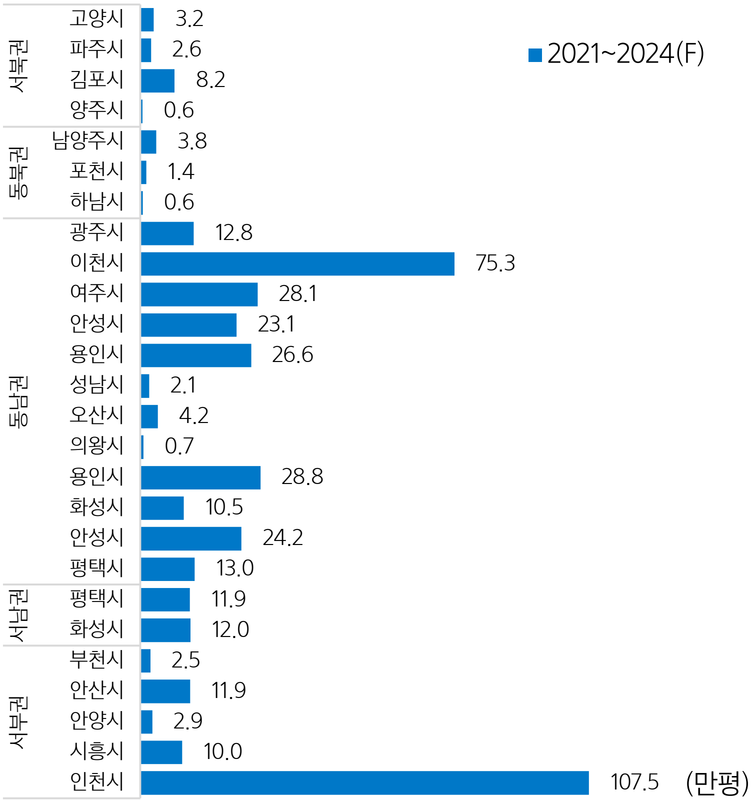
- 3분기까지 64만평 공급, 초기 기성에 필요한 철근/시멘트 등 골조용 건축자재 가격 급등이 완화되며 최근 기성 속도 빨라져
- 4분기 말부터 공급 리스크가 불거질 것
- 2023-2024년, 역대 최대 물량 대기

물류센터의 공급량 전망치



자료: WRC, 삼성증권

세부지역별 공급량 전망

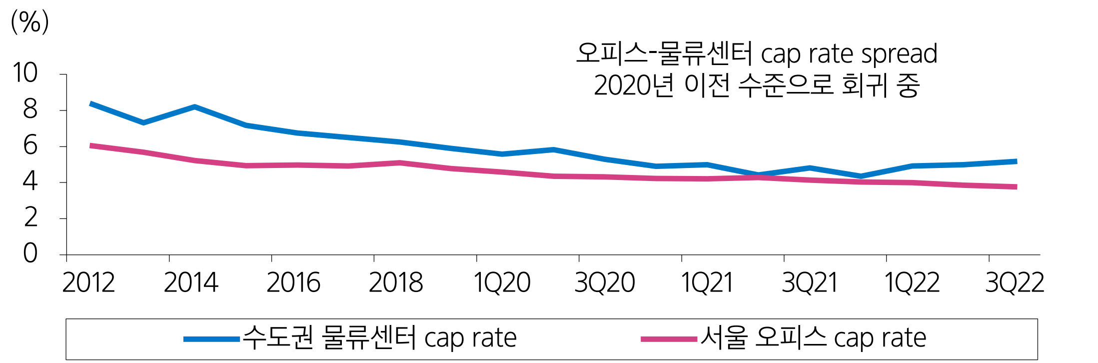


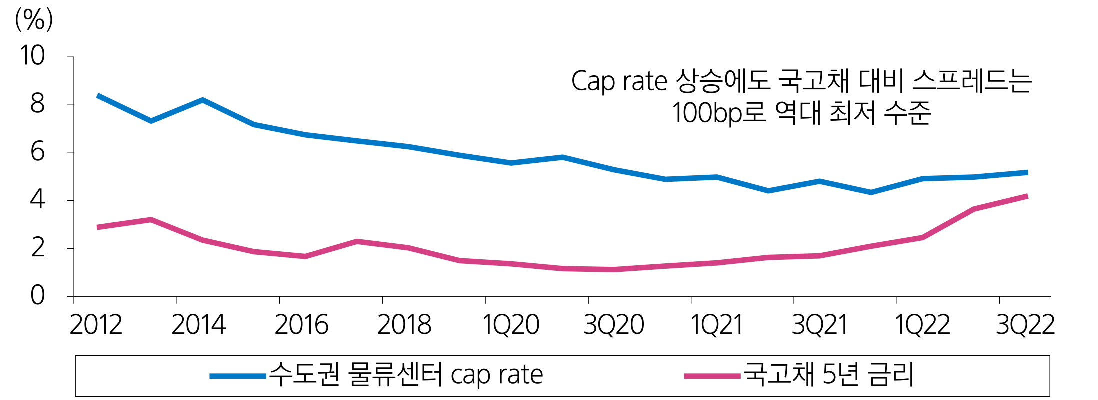
자료: WRC, 삼성증권

2) 물류자산

2019년 수준으로 밸류에이션 회귀

서울 오피스 Cap rate와 평당 거래가





자료: WRC, Bloomberg, 삼성증권

- Cap rate는 2019년 수준으로 회귀 전망, 6%대 예상
- **매물 적체와 가격 하락 압력.** 코로나19로 팽창되었던 밸류에이션은 정상화 과정을 지날 것
- 실물보다 PF시장의 리스크가 더 큰 상황, 사업 초기 부실화 될 경우 토지매각이 이뤄지더라도 원금 회수 가능성 낮음

리테일/호텔- 자산 컨버전

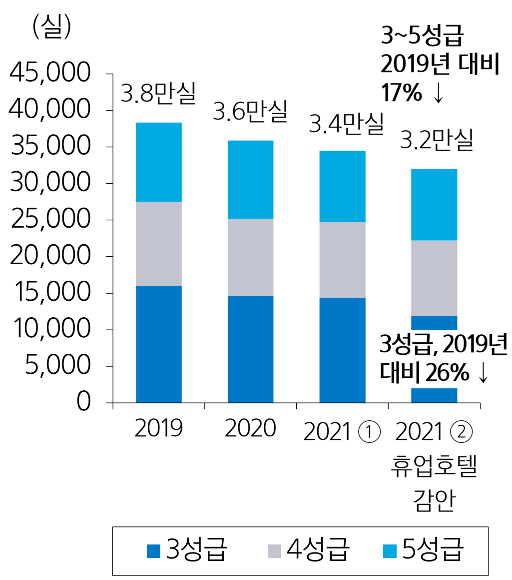
- 대형 리테일과 호텔, 산업의 변화와 팬데믹으로 매각을 통한 타 용도로 전환 진행으로 매각 거래 크게 증가(연 2조원→ 5조원대)
- 전면 멸실 후 주거/오피스 등 타 용도로 개발 활발. 호텔 영업은 어려워진 반면 자산 가치 하락은 크지 않음, 재개발 잠재력 때문
- 2년간 3성급 호텔 객실의 26%가 감소하며 구조조정 가속화
- 향후 리테일/호텔군의 거래 증가와 개발 가속화 전망

리테일/호텔의 매각 사례

구분	매각시기	자산	매수자	개발용도
호텔	2020	경남관광호텔	더랜드영	오피스텔, 상업시설
	2021	르메르디앙 호텔	현대건설 컨소시움	주거용 오피스텔
	2021	쉐라톤 서울 팔래스 강남	더랜드	고급 공동주택
	2021	머큐어 앰배서더 홍대	현대자산운용	미정
	2021	티마크호텔 명동	이지스자산운용	미정
	2021	아벤트리 종로	제이알투자운용	오피스텔
	2021	쉐라톤디큐브씨티	케펠자산운용	오피스
	2021	밀레니엄힐튼 서울	이지스자산운용	호텔 및 복합시설
	진행 중	크라운관광호텔	현대건설 컨소시움	고급 주거시설
	진행 중	프리마호텔	마스턴투자운용	고급 주거단지
	진행 중	글래드 라이브 강남	티마크 등	호텔 재개장/오피스
구분	**매각시기**	**자산**	**매각가 (십억원)**	**매수자**
리테일	2019	13개 점포 및 부지	953	부동산 펀드
	2020	마곡 부지	816	태영건설 컨소시움
	2020	장충동 부지	64	신세계백화점
	2021	별내점 부차장 부지	75	신세계프라퍼티
	2021	가양점	682	현대건설 컨소시움
	2021	성수동 본사 매각	1,000 (예상)	크래프톤+현대건설

자료: 언론기사, 삼성증권

국내 호텔 객실 수



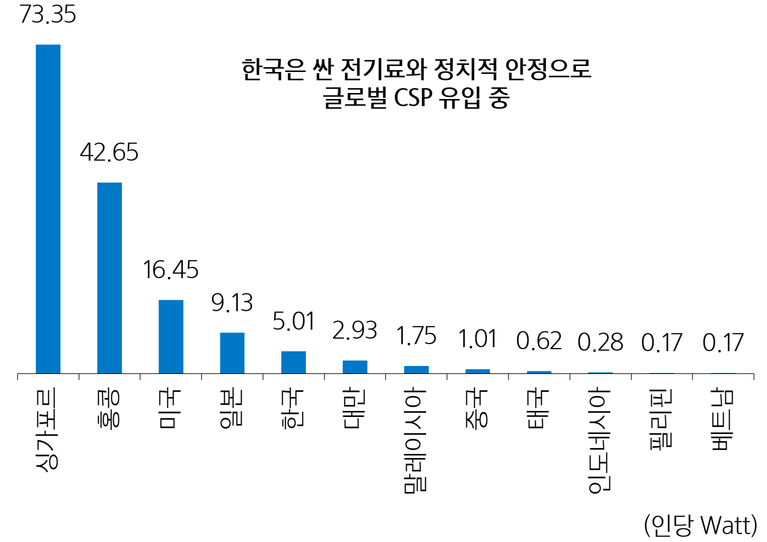
참고: 2021 ①은 폐업호텔만 감안, ②는 휴업중 호텔까지 감안
자료: 호텔업협회, 삼성증권

4) 데이터센터

한국의 IDC 확장: 하이퍼스케일 수요 ↑

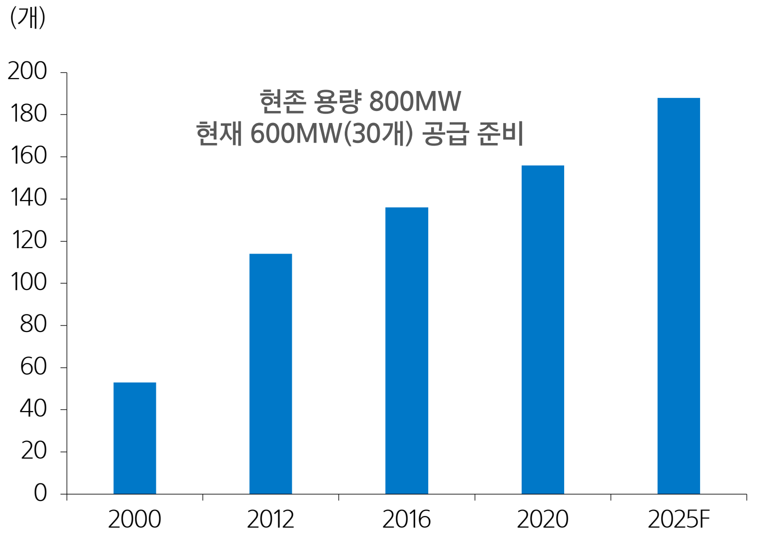
- 클라우드 데이터 트래픽은 2016 - 2021년 4배 증가, 이론적으로 하이퍼스케일 용량이 부족한 상태
- CSP 사업자들이 시장을 확대하며 하이퍼스케일은 처리수요 급증, 대형화에 따른 운영비 절감 효과 부각
- 한국은 아시아 데이터센터 허브로 기능할 잠재력. 싱가포르는 전력 모라토리엄 선언, 홍콩 정치 리스크, 일본의 지진 등에 근거
- 국내에서도 2025년까지 하이퍼스케일 데이터센터 5개 포함, 30여개가 늘어날 전망 (연평균 16%)

국가별 인당 데이터센터 용량



자료: 거캐피탈, 삼성증권

국내 데이터센터 용량 추이



자료: 데이터산업협회, 삼성증권

4) 데이터센터

진입장벽 ①: 도심형 IDC

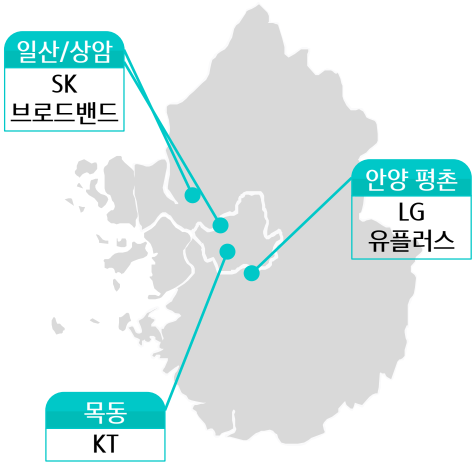
- 서울은 데이터센터 개발의 주요 입지로 약 15개가 운영 중이며 한국 데이터센터 용량의 50% 이상 차지
- AWS, MS, 구글 등 글로벌 CSP가 모두 서울 혹은 인접 지역에 데이터센터를 임차, 선호 입지는 목동>안양>일산>가산구로>용인>상암
- 2025-2026년 일시적 공급 과잉 우려가 있으나(연평균 15% 증가) 개발 차질 예상, 결국 임대료는 상승 가능성이 높음
- 개당 전력용량은 2000년 0.7MW → 2010년 1.3MW → 2021년 2.6MW로 전력 확보가 이슈

글로벌 CSP와 코로케이션 기업들의 한국 투자

시기	주체	내용
2015	구글	코로케이션 3곳을 임대해 데이터센터 구축
2016	IBM SoftLayer	클라우드 데이터센터 개소(SoftLayer 클라우드 및 AI(왓슨) 서비스 제공)
2017	MS	코로케이션 - 2곳 임대, 직접 구축 - 부산 글로벌 클라우드 데이터센터시범단지 내 총 12조원 규모로 착공 예정
2019	에퀴닉스	삼성SDS와 협력, 한국에 IBX SL1 설립 계획 발표
	디지털리얼티	서울시와 통신사 중립적 데이터센터 구축을 위한 토지계약 체결
2021	구글	서울에 데이터센터 구축
	에퀴닉스	GIC와 JV로 서울에 45MW 구축
	디지털리얼티	12MW의 상암 IDC 개소, 두번째 IDC 건설 예정 (64MW)
	디지털엣지	강남에 1개 IDC 취득, 부산 센텀시티에 신규 건설 추진 인천에 SK에코플랜트와 MOU(120MW, 1조원)

자료: 각 사, 삼성증권

통신 3사 거점



참고: 메인 센터에서 10km 반경 내 신규 건설, 데이터 전송 딜레이나 끊김 현상 방지 위함
자료: 각 사, 삼성증권

진입장벽 ②: 금융자본

- 성장하는 시장에 빠른 투자가 필요하나 막대한 투자비 소요, 직접 보유는 한계가 있음
  낮은 LTV(KDB, IBK 등 정책 자금 중심, 토지비중 15%로 약한 담보력), 빠른 개발을 위해서는 블라인드펀드 유리
- 최근 국내 IDC 개발 시장의 특징은 운용사 진출 뚜렷, 투자비가 큰 IDC 특성 상, 운용사는 펀딩과 구조 확립에 유리

운용사별 개발 현황

개발주체	특성	현황	협력 구도
액티스	영국계 사모펀드 운용사	▪ 안양평촌(21MW): 액티스+GS건설이 에포크PFV 조성 ▪ 영등포 1(45MW) ▪ 영등포 2(45MW)	➢ Opco ADIK, KT, 현대건설 참여 ➢ IBK가 PF 참여
이지스자산	국내 부동산 운용사	▪ 하남, 삼송, 김포 개발 혹은 부지 확보 중 ▪ PAG와 인천가좌동에 부지 확보 예정	➢ LG유플러스 마스터리스 임차인
퍼시픽자산	국내 부동산 운용사	▪ 죽전(120MW): 최대 규모 건설 중, 2024년 6월 완공 계획 (CPPIB와 MOU, 2024년 6월 완공) Dreammark 1, GS리테일, 신한금융지주 등이 투자 ▪ 가산, 부천, 부산 미음지구 등 3개 사업지 개발 추진	➢ CPPIB와 JV, LG CNS가 운영
GIC-에퀴닉스	싱가포르 국부펀드, 데이터센터 리츠	▪ SL2x, SL3x (45MW) 건설	➢ GIC와 5억달러 JV 설립 (에퀴닉스 20%)

자료: 언론 기사, 삼성증권

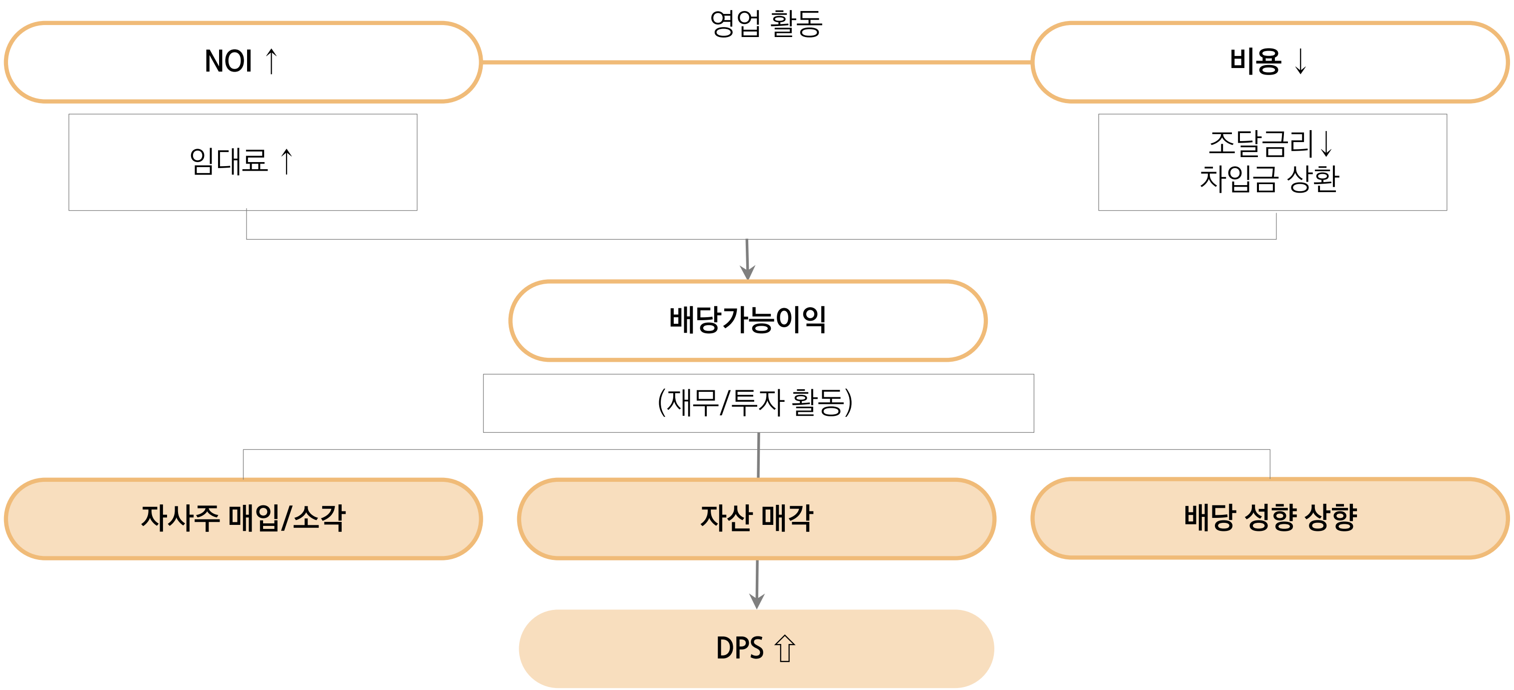
PART
04

K-REITs: 상장리츠, 주주환원의 요구

주주환원의 요구

- 경기 침체, 고금리 시기에는 외형 성장보다 bottom line 개선과 주주환원 노력이 중요해짐

DPS 증대방안 - 주주환원의 중요성 상승

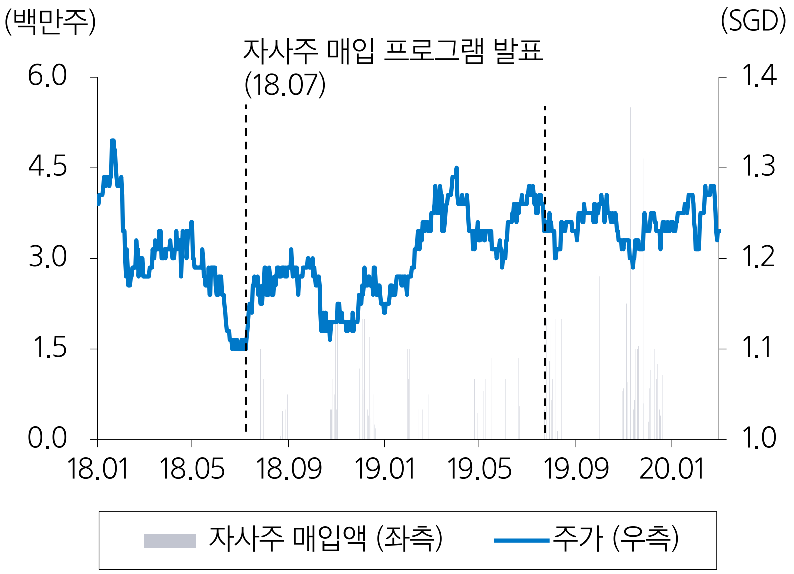


자료: 삼성증권

주가 부양의 이유

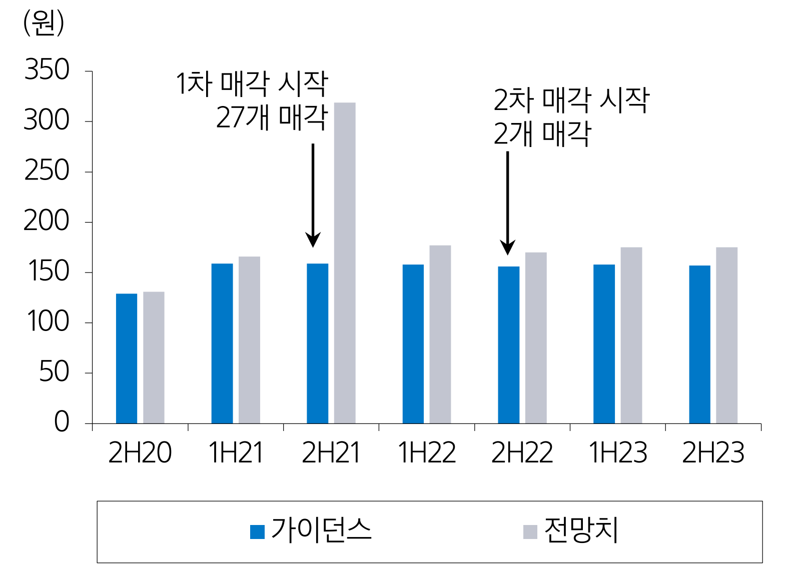
- 싱가포르 리츠는 낮은 차입비율에도 케펠리츠는 자사주 매입 실행, NAV 할인을 해소하고 신규 자산 편입을 용이하게 하기 위함
- 해외 리츠는 자산 개선화 작업으로 NAV 상향 , 이는 리츠AMC의 역량에 비례
- 국내 리츠는 자산재평가가 의무가 아니라 NAV를 파악하기 어려움, 자산 매각으로 포트폴리오의 가치 검증과 함께 처분이익 배당
- 나아가 매각 원금을 타 자산 취득에 재투자하기보다 지금과 같은 시기는 차입금 감축이 궁극적으로 주주가치에 더욱 유리

케펠리츠의 자사주 매입 프로그램 이후 주가 흐름



자료: Bloomberg, 삼성증권

코람코에너지리츠 자산 매각에 따른 DPS 증가



자료: 코람코에너지리츠, 삼성증권

K-REITs, 주주 가치 제고 필요

- 아시아 리츠 시장에서는 일찍이 주주가치에 위배되는 리츠의 의사결정과 운용으로부터 주가 하락 혹은 자산 취득 무산 사례 발생
- 대표적으로 스폰서로부터 자산의 고가 매입, 과도한 유상증자 등. 이 사례마다 주주들이 적극 반대하고 주주가치의 인식이 높아짐

주주가 반대한 리츠 의사결정 사례

리츠	국가	종류	내용	결과
Fortune REIT	홍콩	관계기업 거래	• 지분 40%를 보유한 스폰서에게 19억HKD의 유상증자 통해 3건 자산 매입 발표 • **프라임급이 아닌 자산들을 고평가된 가격에 매입** • 주당 NAV는 7.5HKD → 4.8HKD로 감소, 연간 배당률은 9% → 7.2%로 감소	자산 취득일에 주가 10% 이상 폭락
FC Residential Investment Corporation	일본	유상증자	• 스폰서로부터 자산을 매입하기 위해 스폰서 **관계기업인 Ichigo group에게 증자** • 종가 대비 25% 낮고 자산 가치 대비 61% 할인된 가격에 주식 발행	주주들의 강력한 반대로 자산 취득 무산
Keppeland REIT	싱가포르	관계기업 거래	• 스폰서인 Keppel Land에게 Keppel Tower와 GE Tower를 5.7억SGD에 매도 • Ocean Financial Center 지분 87.5% 20억SGD에 매입 • Ocean Financial Center 거래는 **유사 거래 대비 고가 매입 논란**	자산 스왑을 발표한 당일, 주가는 10% 이상 폭락
Macarthurcook REIT	싱가포르	유상증자	• 2009년 리파이낸싱에 어려움을 겪을 때 모기업이 AIMS 금융지주에 인수됨 • Cambridge Industrial Trust가 인수를 제안했으나 AIMS는 이에 불응하는 대신 유상증자를 실행, **유통주식의 85%에 달하는 물량 발행**	기존 주주가치의 상당한 희석이 발생, 주가는 50% 이상 폭락

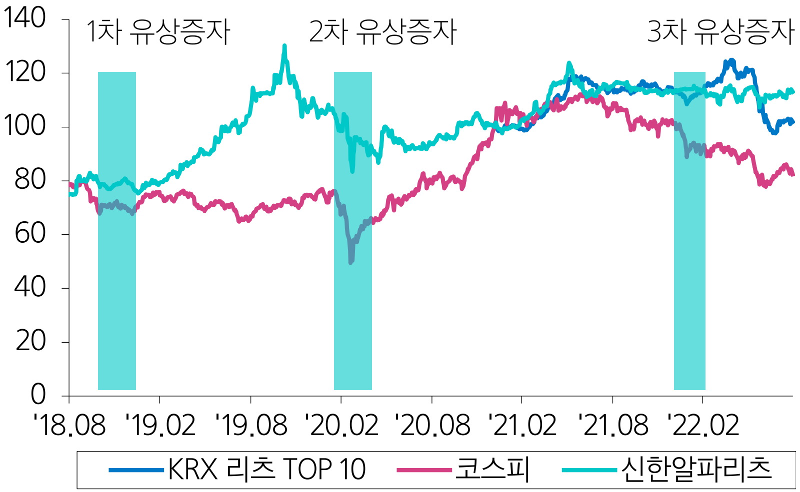
자료: 각 사, 삼성증권

자본 확충의 방식- 싱가포르

최근 싱가포르 리츠의 제3자 배정 유상증자 사례

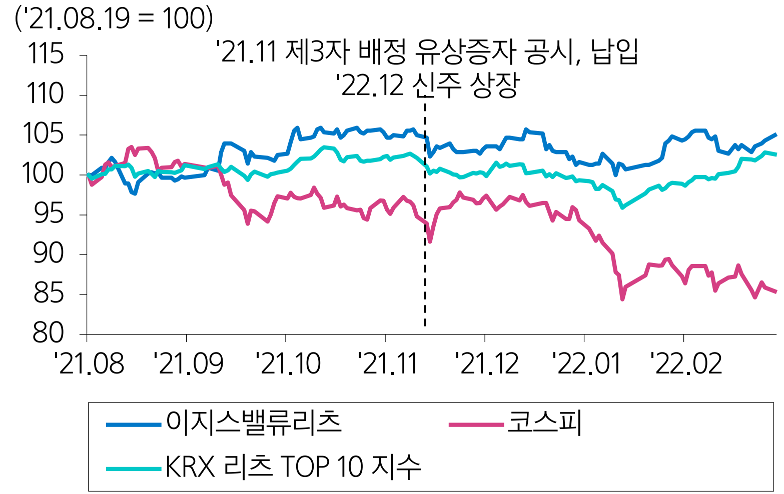
리츠	유상증자 시기	유상증자 물량 (기존 주식수 대비, %)	할인율 (%)	특징
케펠리츠	21-Feb	6.98	-5.04	인수자는 BNP Paribas, Citigroup Global Markets Singapore Pte Ltd와 DBS Bank
Mapletree Industiral Trust	21-May	8.09	-2.32	인수자는 BOA, DBS 그룹, OCBC 금융지주, UBS 등
Manulife US Real Estate Investment Trust	21-Nov	9.63	-8.59	인수자는 DBS 은행, OCBC 은행 등

신한알파리츠 유상증자와 주가



자료: 신한알파리츠, 삼성증권

이지스밸류리츠 제3자 배정 유상증자와 주가



자료: 이지스밸류리츠, 삼성증권

- 싱가포르 리츠, **제3자 방식의 유상증자 시 패턴** 1) 장기 보유가 가능한 연기금, 운용사, 고액자산가 대상을 초청해 주주분산 2) 유상증자는 주가 안정기에 실시, 3) 잦은 유상증자를 할지언정, 그 규모는 시총의 20%를 넘지 않음

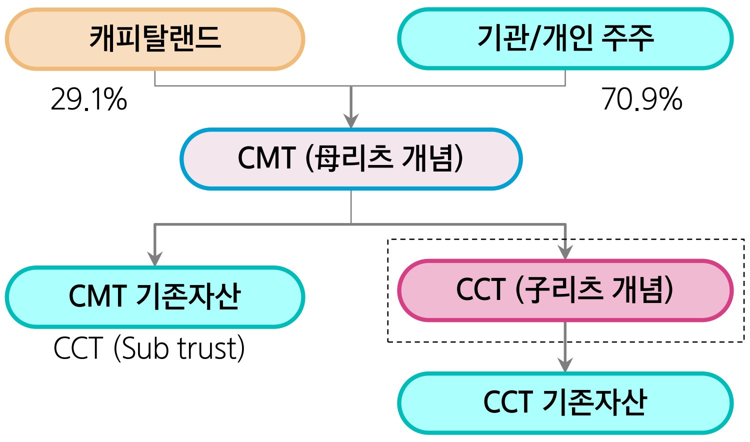
대형화 과정도 주주배려가 필요

자산 획득 방식의 다변화

- 자산 취득 역시 기존의 단순 매입에서 주주가치를 보호하는 방향으로 다변화되어야
- 리츠간 M&A, 지분 인수 등의 방식 고려할 필요
- 싱가포르의 CMT와 CCT, 자리츠 개념인 CCT를 인수 합병

- 국내 리츠의 경우 만기가 도래하는 사모리츠의 인수 효용성 높아. 적기의 자산 확보 가능, 사모리츠의 LP는 상장리츠 투자자로 전환 가능

싱가포르 CMT와 CCT 합병 구조



자료: CMT, CCT

싱가포르 리츠의 주요 인수합병 사례

시기	인수 리츠 (존속법인)	피인수 리츠 (소멸법인)	방식	인수/합병 후 법인명
2018	ESR-REIT	Viva Industrial Trust	인수	ESR REIT
2019	OUE Commercial REIT	OUE Hospitality Trust	인수	OUE Commercial REIT
2019	CapitaLand 산하 Ascott Residence Trust	Ascendas Hospitality Trust	합병	Ascott Residence REIT
2020	Frasers Logistics & Commercial Trust	Frasers Commercial Trust	합병	Frasers Logistics & Commercial Trust
2020	CapitaLand Commercial Trust	CapitaLand Mall Trust	합병	CapiaLand Integrated Commercial Trust
2022	ESR-Logos REIT	ARA Logos Logistics	인수	ESR-Logos REIT
2022	Mapletree Pan Asia Commercial Trust	MapletreeNorth Aisa Commercial Trust	인수	Mapletree Pan Asia Commercial Trust

자료: 각 사, CCT

수요는 넘침

해외 연기금의 자산배분 사례

- 지난 5년간 미국 연기금의 포트폴리오에서 부동산 비중 증가, 2019년부터 상장리츠 증가
- 대체로 총 운용액의 15%를 부동산에 배분, 부동산 내 상장리츠 투자 비중은 10-25%
- 국내의 경우, 단순화하면 상장리츠로 유입될 수 있는 잠재자금은 200조원 vs 상장리츠 시가총액 7조원

CALSTRS(캘리포니아 교사 퇴직연금)의 자산배분 사례

Asset (십억달러)	Net asset value	Actual (%)	Current target (%)	Difference (%)	Range (%)
Real Estate	**51.6**	**17.9**	**15**	**2.9**	**+/- 3**
Public Equity	106	36.7	43	-6.3	+/- 6
Fixed Income	30.3	10.5	12	-1.5	+/- 3
Private Equity	46.1	16	13	3	+/- 3
RMS	31	10.7	10	0.7	+/- 3
Inflation Sensitive	17.1	5.9	5	0.9	+/- 3
Cash / Liquidity	2.2	0.8	2	-1.2	+/- 3
Innovative Strategies	3.4	1.2	0	1.2	+/- 2.5
Strategic overlay	0.8	0.3	0	0.3	
Total investment assets	288.6	100	100		

자료: CALSTRS

상장리츠 시장에 유입 가능한 자금 현황

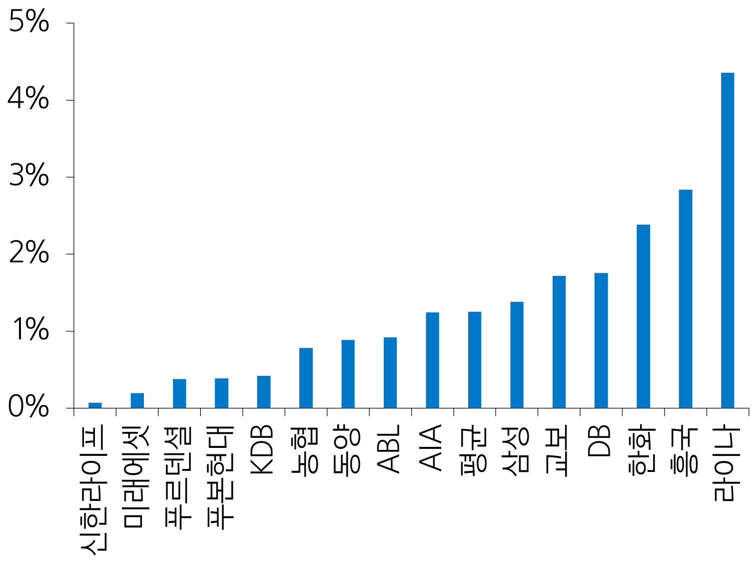
구분	(조원)	비고
퇴직연금 적립액 (DC형)	77.6	2021년 말 기준
개인연금 저축펀드	24.3	2021년 말 기준, 삼성증권/미래증권 등 상장리츠 매매 시스템 2022년 10월 개시
부동산 사모펀드	136.6	2022년 10월 기준, 국내 66.7조원, 해외 69.9조원
부동산 공모펀드	2.7	2022년 10월 기준, 국내 0.7조원 해외 2.1조원

자료: 금융투자협회, 삼성증권

보험사 스폰서형 리츠

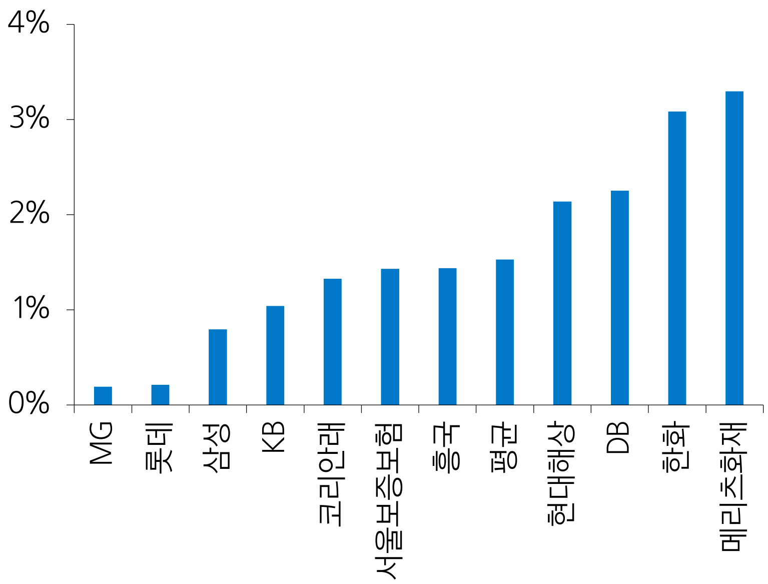
- IFRS 17 실행으로 보험사들은 부동산을 유동화할 수 있는 상장리츠 출시 본격화 전망
- 보험사는 전통적으로 우량 오피스를 장기간 보유하고 있었다는 점에서 K-REIT 시장의 우수한 공급자 역할
- 이는 미쓰비시 계열 대형 보험사들이 오피스를 유동화하며 리츠 역사가 시작되었던 J-REIT의 시장 환경과 유사
- 고금리로 자산가격 조정기는 리츠 투자자에게 기회

생명보험사의 자산대비 부동산 비중



자료: 각 사, 삼성증권

손해보험사의 자산 대비 부동산 비중

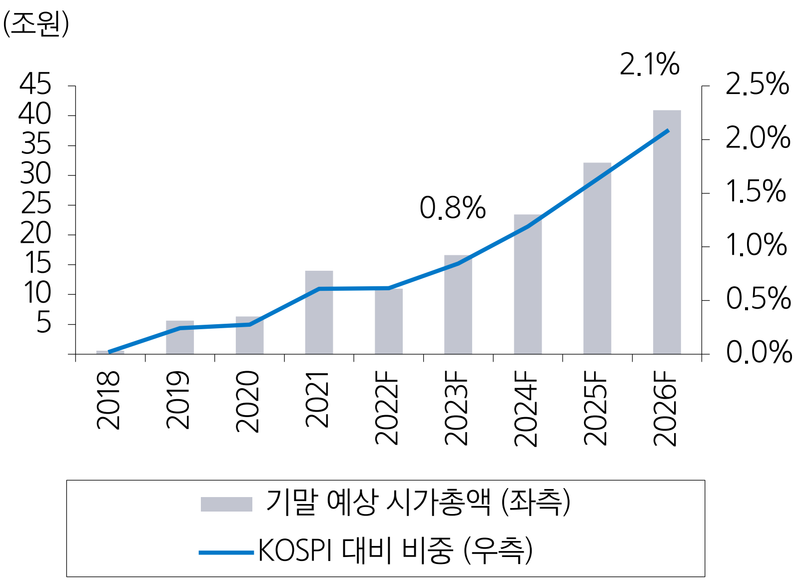


자료: 각 사, 삼성증권

2026년 KOSPI 대비 비중 2%

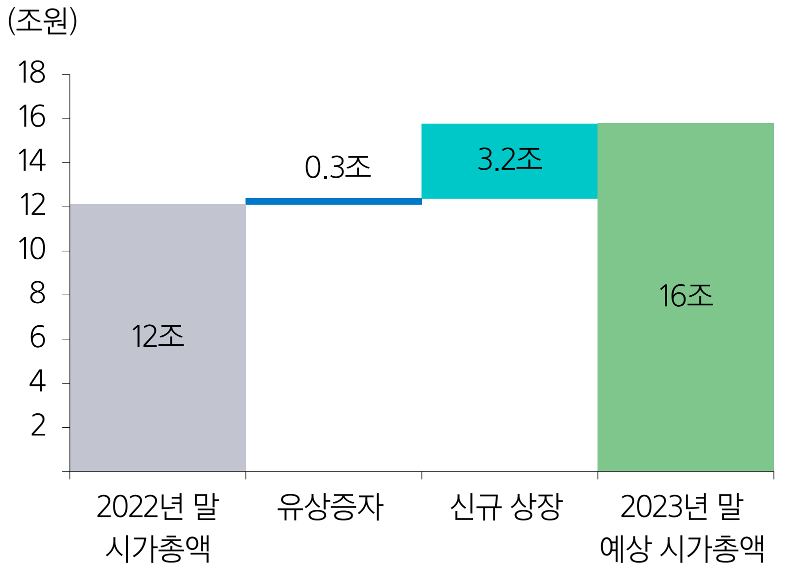
- 신규 상장과 유사증자 고려 시 2023년 말 예상되는 리츠/인프라펀드의 시가총액은 16조원, KOSPI 대비 비중은 0.8%
- 2026년 KOSPI 대비 비중 2% 전망

상장리츠/인프라펀드의 시가총액 비중 추정



자료: Bloomberg, 삼성증권

2023년 말 상장리츠/인프라펀드의 예상 시가총액



자료: Bloomberg, 삼성증권

NAV

- 국내 리츠, 오피스 리츠 중심으로 P/NAV 저평가. 2023년 저평가를 해소하기 위한 리츠의 자구적 노력 예상
- 자산 처분으로 특별배당을 통한 주주환원, NAV 저평가 해소 예상
- 신한알파리츠, 코람코에너지리츠, ESR켄달스퀘어리츠, 이지스밸류리츠 등

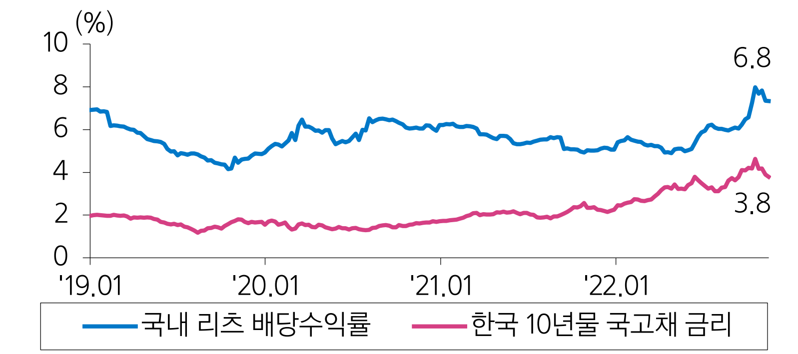
주요 리츠별 P/NAV 현황

종목코드	종목명	매입가 (십억원)	공정가 (십억원)	차입금	NAV (십억원)	P/NAV (배)
A330590	롯데리츠	2,301	2,634	1,137	1,497	0.61
A365550	ESR켄달스퀘어리츠	2,389	2,409	1,293	1,116	0.73
A395400	SK리츠	2,277	2,421	1,392	1,029	0.89
A348950	제이알글로벌리츠	2,039	2,366	1,192	1,174	0.71
A293940	신한알파리츠	1,817	2,135	1,390	745	0.69
A357120	코람코에너지리츠	1,360	1,377	792	585	0.75
A088260	이리츠코크렙	728	901	430	471	0.73
A377190	디앤디플랫폼리츠	413	500	-	500	0.47
A404990	신한서부티엔디리츠	530	534	265	269	0.80
A417310	코람코더원리츠	485	550	292	258	0.71
A334890	이지스밸류리츠	647	829	464	365	0.46
A400760	NH올원리츠	636	829	397	432	0.31
A357430	마스턴프리미어	122	132	-	132	0.67
A357250	미래에셋맵스리츠	278	299	151	148	0.47
A350520	이지스레지던스리츠	104	277	55	222	0.51

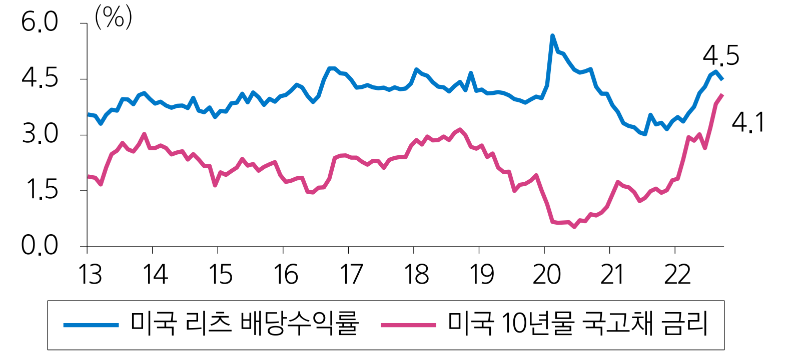
참고: NAV는 공정가(감평가 등 참조)에서 차입금을 차감한 수치
자료: 각 사, 삼성증권

K-REITs와 글로벌 리츠 비교

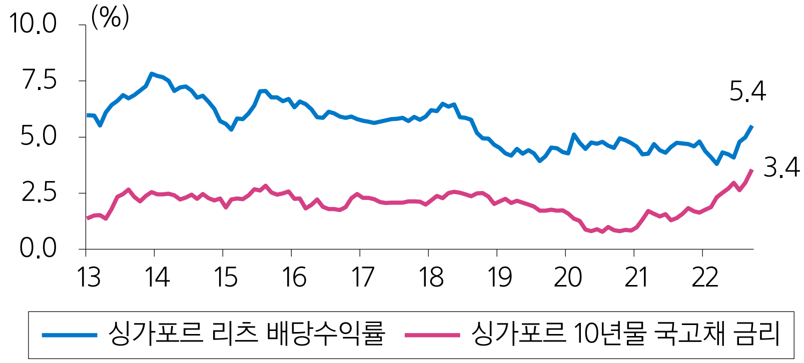
국내 리츠의 배당수익률



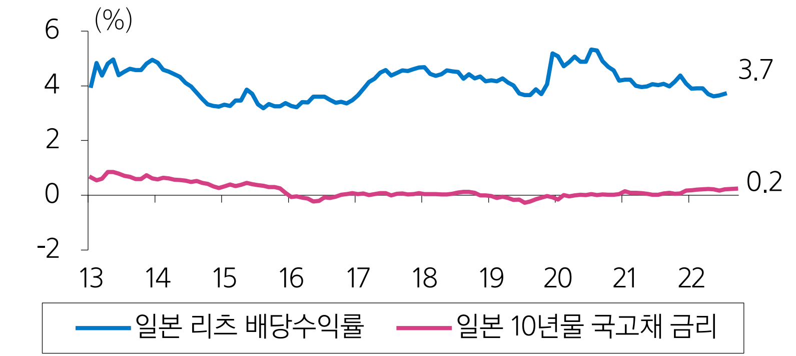
미국 리츠의 배당수익률



싱가포르 리츠의 배당수익률



일본 리츠의 배당수익률



자료: Bloomberg, FnGuide, 삼성증권

- 배당수익률 7%가 주주에게 과연 긍정적인가?

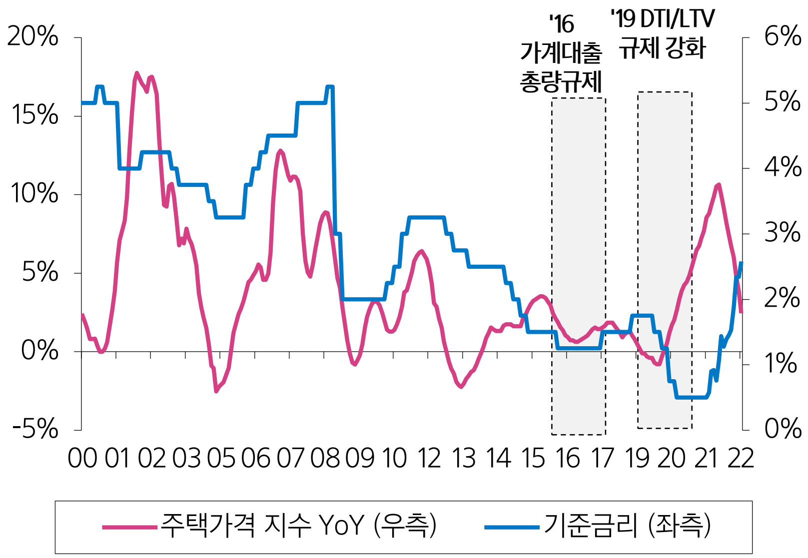
PART 03

주택시장과 PF 현황

금리

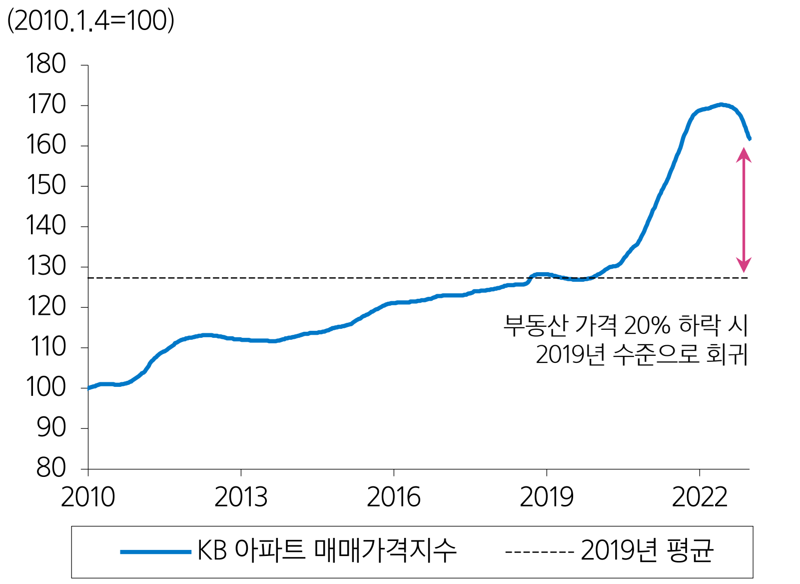
- 역대 최대 속도의 금리 상승, 1980년대 일본 부동산 버블붕괴, 2008년 서브프라임 모기지 등 대형 경제 위기시마다 시작은 금리
- 현재 미국 기준금리 인상속도는 역대 최대, 주택시장 변수는 복합적이나 현 시점은 과거 대비 금리 인상 속도가 너무나 가파르다는 점
- 역사적으로 주택담보대출 금리가 6%대 진입 시(하단 기준) 주택가격 조정 시작
- 한은은 부동산 가격이 20% 하락할 경우 대출자의 5%가 상환 불능이 될 것으로 예상 → 침체 징후가 강해질수록 더 강력한 지원 암시

한국 금리와 주택가격



자료: Bloomberg, 한국은행, 국토부, 삼성증권

부동산 가격 지수

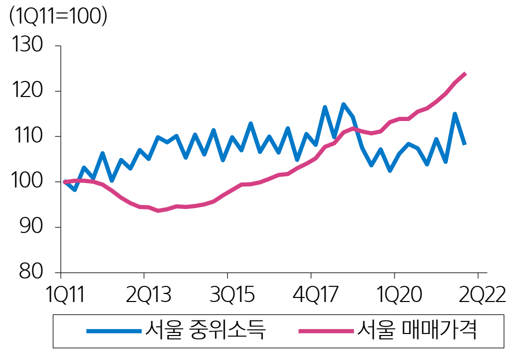


자료: 한국은행, 삼성증권

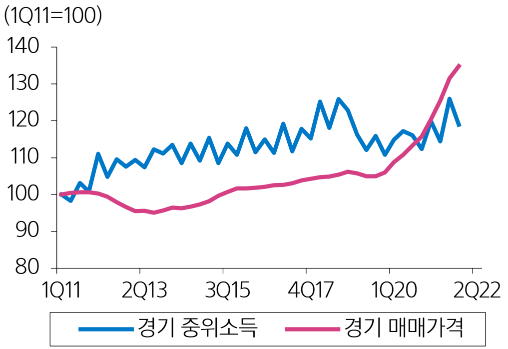
수요 변수

구매력

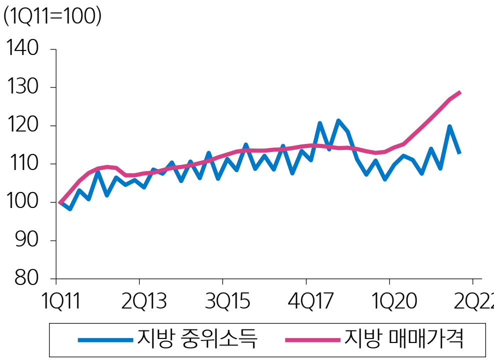
서울 중위소득과 매매가격



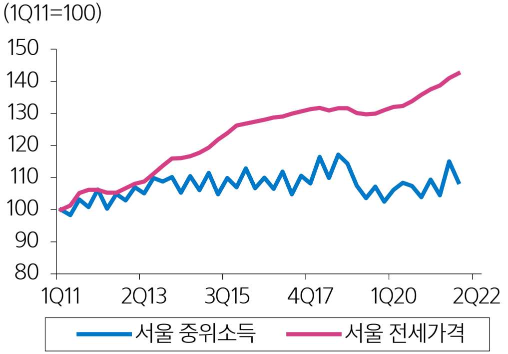
경기 중위소득과 매매가격



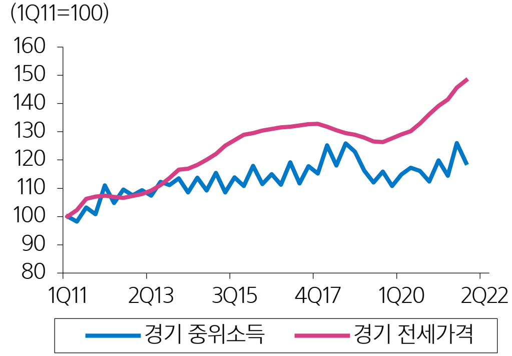
지방 중위소득과 매매가격



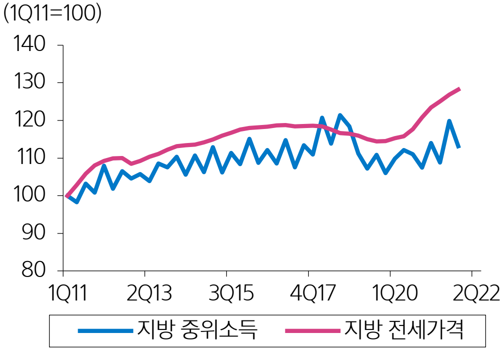
서울 중위소득과 전세가격



경기 중위소득과 전세가격



지방 중위소득과 전세가격



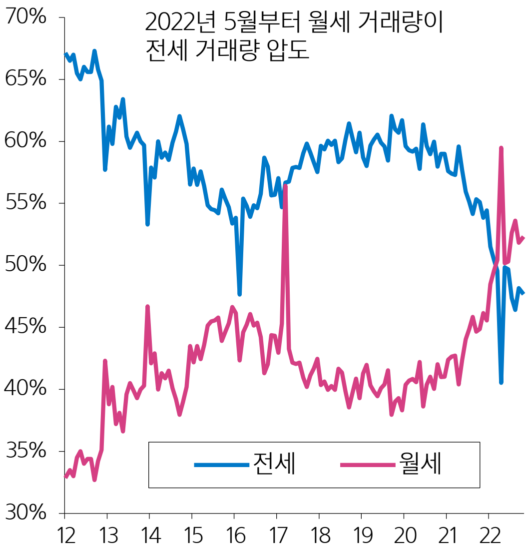
자료:한국은행, 삼성증권

수요 변수

임대차 시장- 월세 가속화

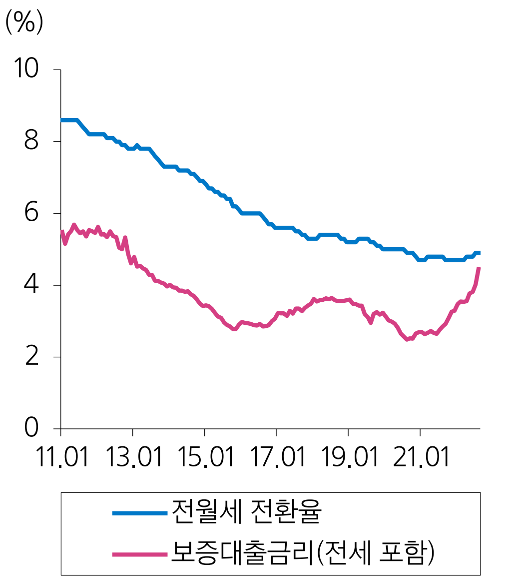
- 이번 사이클의 매매가격 하락은 전세가격 하락에서 시작. 2022년 하반기부터 월세 비중이 전세를 압도하기 시작
- 전세대출금리는 7% 육박, 반면 전월세 전환율은 4%대로 전세시장 이탈 가속화. 전세사고 증가도 월세로 이탈하는 요인
- 금리 상승→전세담보대출금리 상승 → 전세수요 이탈 → 역전세난, 주택가격 하락 반복
- 2020년 주택가격 상승의 동력은 임대차 시장 불안, 전세가격 상승이 매매가 상승 견인. 이번 하락 사이클의 트리거는 전세가격 하락

전월세 거래 비중- 전세시장 이탈



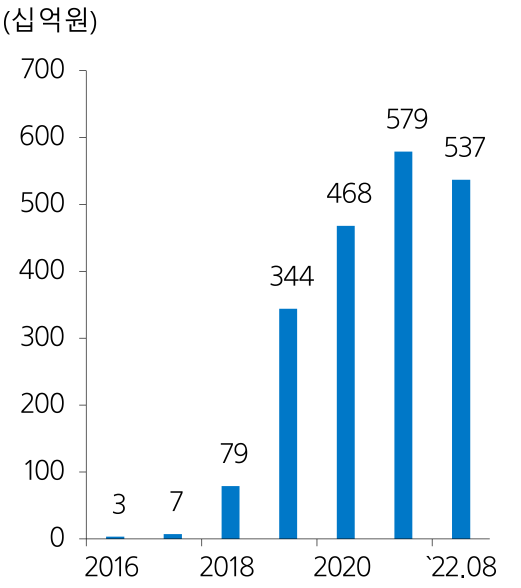
자료: 국토부, KB은행, 삼성증권

전월세전환율과 전세대출금리 추정



자료: 국토부, KB은행, 삼성증권

전세 보증금 사고액 추이



참고: 집주인에게 세입자에게 미반환
자료: HUG(주택도시보증공사)

위험: 대구/울산/경북/충남

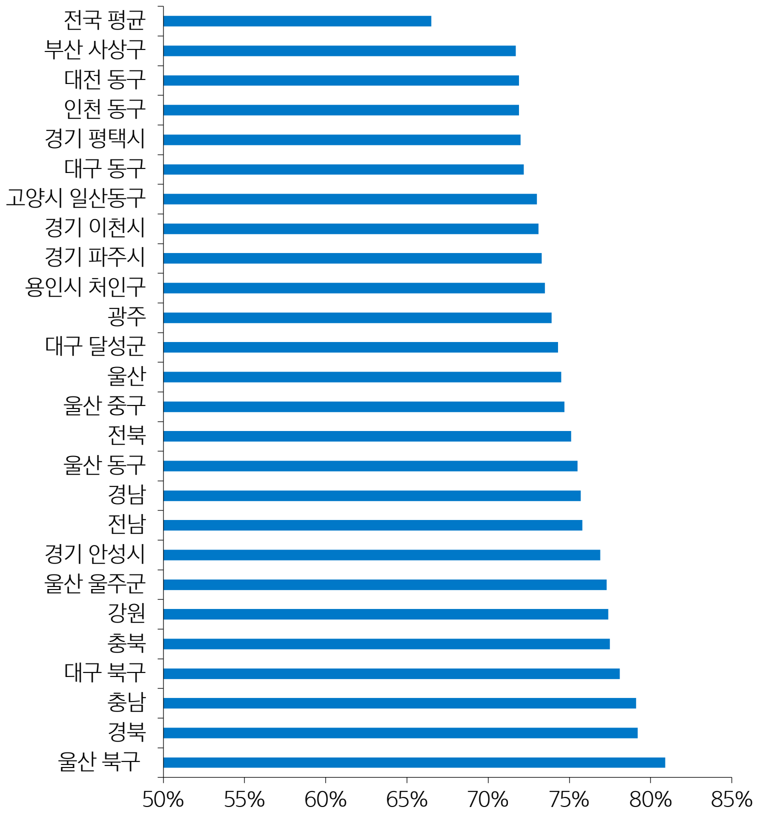
- 미분양, 입주예정 물량, 전세가율로 판단시
- 울산, 경북, 충남, 대구, 충북의 펀더멘털 취약
- 입주량이 급증하며 전세가율이 급등할 경우, 역전세난 우려

기준별 위험지역

재고 비중	입주량 증가	인구 유출	고 전세비율
대구	울산	부산	울산
경북	대구	대구	경북
제주	인천	울산	충남
전남	경북	전남	대구
강원	충남	충북	충북
충북	전남	경북	강원
충남			안성
울산			전남
경남			경남

자료: 삼성증권

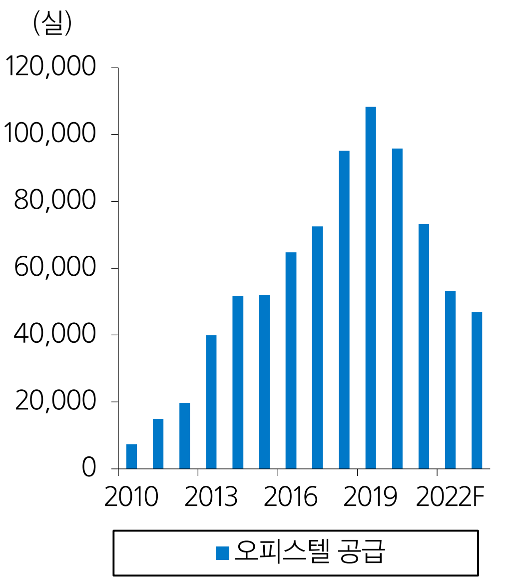
아파트 전세가율 상위 25개 (2022년 8월 기준)



위험: 소형 주거

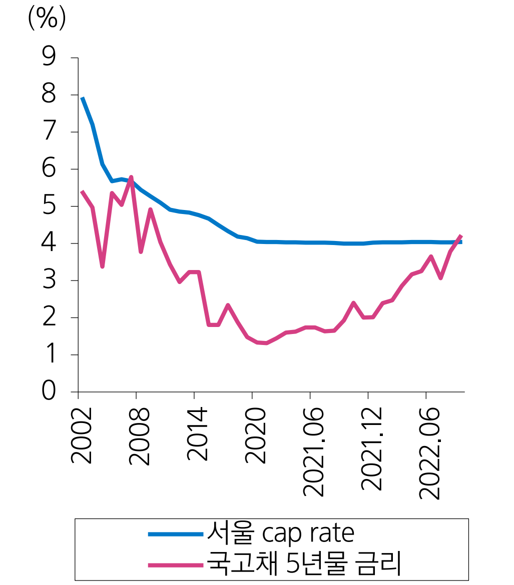
- 오피스텔과 생숙 등 소형주거는 짧은 사업기간, 아파트와 달리 세금과 분양권 전매에서 자유롭다는 장점으로 공급 증가
- 그러나 오피스텔의 cap rate는 금리 하락과 공급과잉으로 빠르게 하락, 임대료 인상이 어렵기 때문
- 역사적으로 오피스텔의 가격 상승률은 아파트를 하회- 높은 전세가율을 의미
- 생숙, 2021년 인허가 최대치. 2024년까지 공급 증가 전망, O&M 업체 위탁운용 의무 등 운영의 까다로움

오피스텔 공급(입주)량



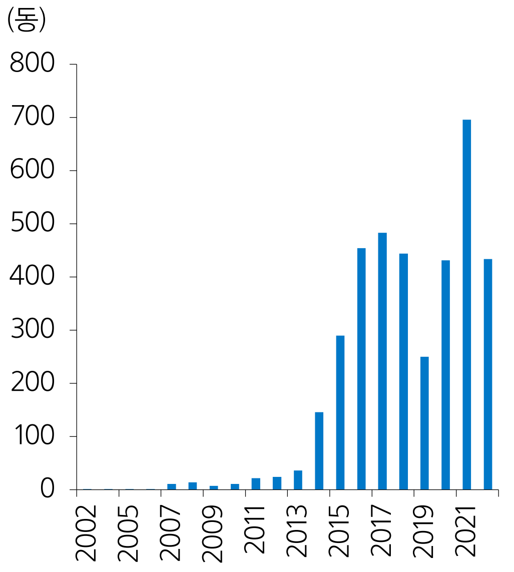
자료: R114, 삼성증권

오피스텔 cap rate와 금리



자료: R114, 삼성증권

생활형숙박시설 인허가

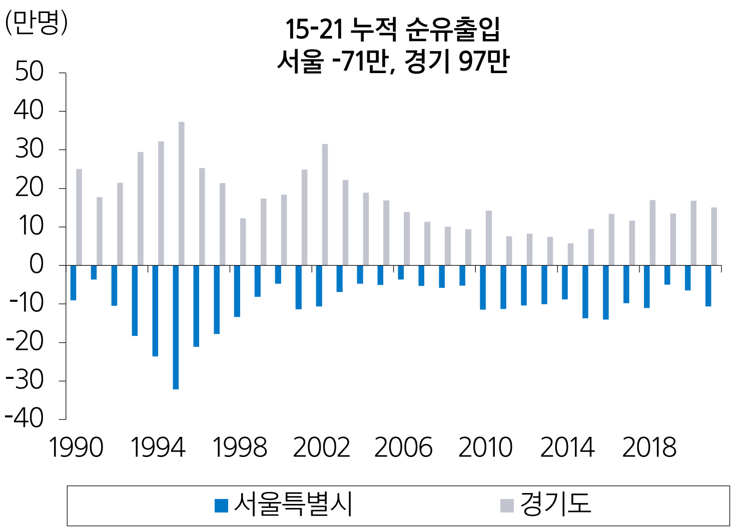


자료: R114, 삼성증권

기회: 경기

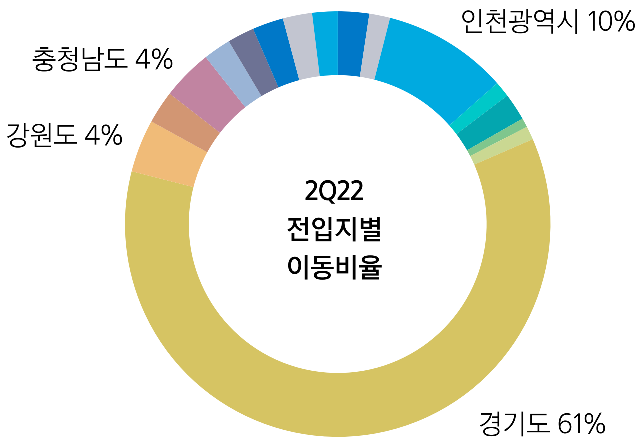
- 경기 지역은 서울에서 이탈, 순유입이 가장 강력한 지역이나 지역별 세분화
  예) 평택 브레인시티, 평택 안중, 파주운정 테크노밸리 등
- 2021년까지 서울은 71만 유출, 경기는 97만 순유입 , 서울은 가장 강력한 수요가 있는 도시이나 주택가격 부담으로 외곽으로 분산
- 주로 경기, 인천 등으로 유입

지역별 순이동자 수 추이



자료: 통계청

서울에서 유출된 인구의 이동 지역



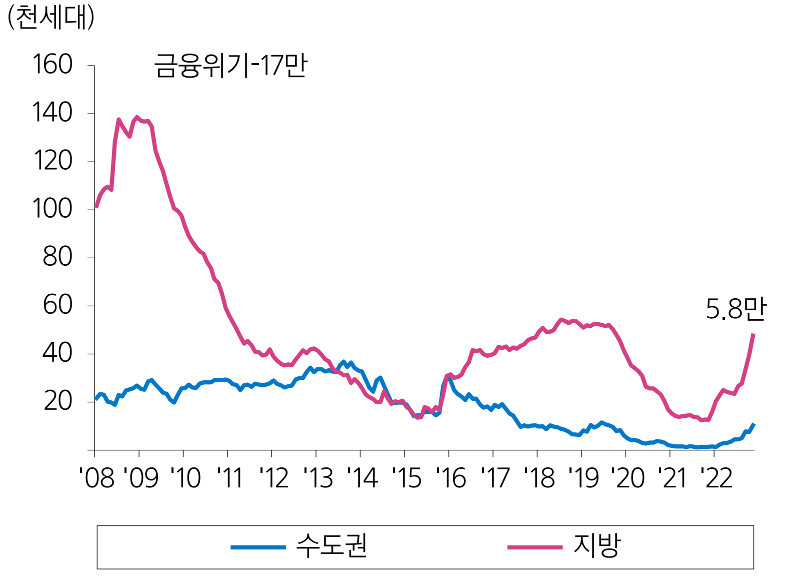
자료: 통계청

공급 변수

2023년 분양 감소: 공급 조절

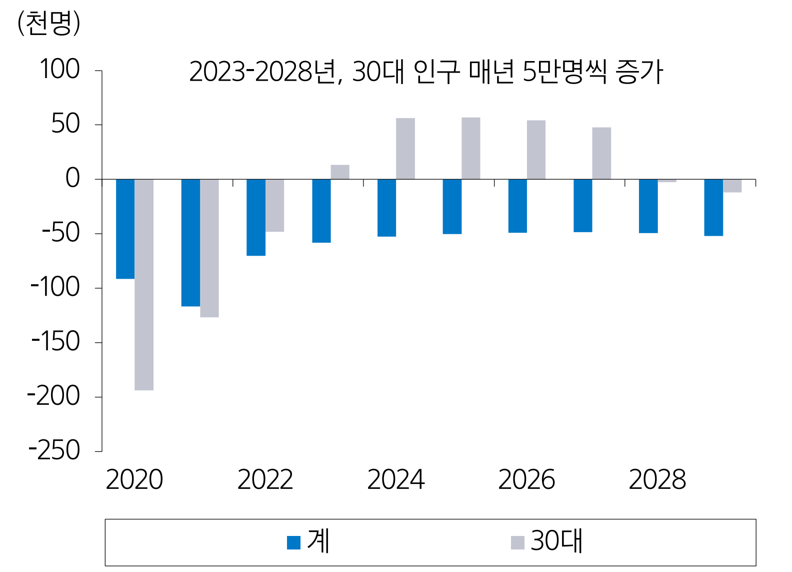
- 현 정부의 기조는 민간 중심의 공급 촉진이지만 PF 시장 침체로 2023년부터 분양 감소 전망
- 3~4년 뒤 공급 부족과 수요 증가로 주택가격 상승 잠재력 내재
- 30대 인구는 2023년부터 증가 반전해 2028년까지 연평균 5만명씩 증가하게 됨

미분양



자료: 국토부, 삼성증권

30대 인구 증분



자료: 통계청, 삼성증권

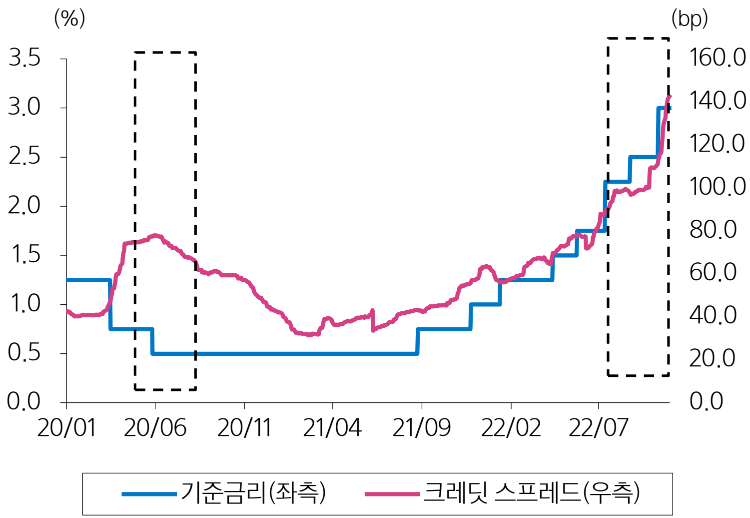
정책 변수

부동산 지원책: 시황 반전 시 촉매제 역할

- 경기 침체로 부동산 지원책은 더욱 강해질 가능성이 높음. 구매력 있는 다주택자 우대 정책을 펴기 시작했다는 점이 특징적
- 최근 정책이 단기에 부동산 가격 반전을 이끌기에는 역부족이나 금리 안정 시 회복 속도와 그 폭을 더욱 확대시킬 것

정책 방향	정책
부동산 수요 회복	규제지역 완화 (서울 강남,서초,송파,용산 외 모두 규제지역 해제, 23/01/05), 취득세/종부세/다주택자 LTV 완화 (22/12/21), 양도세 완화 (논의 중)
미분양 리스크 해소	분양권 전매제한 기간 축소 (최대 10년에서 최대 3년으로, 23/01/03), 중도금 대출 제한 폐지 (23/01/03), 실거주 의무기간 폐지 (23/01/03)

크레딧 스프레드, 코로나19 당시보다 높음



참고: 회사채 AA- 3년물과 국고채 3년물 금리 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

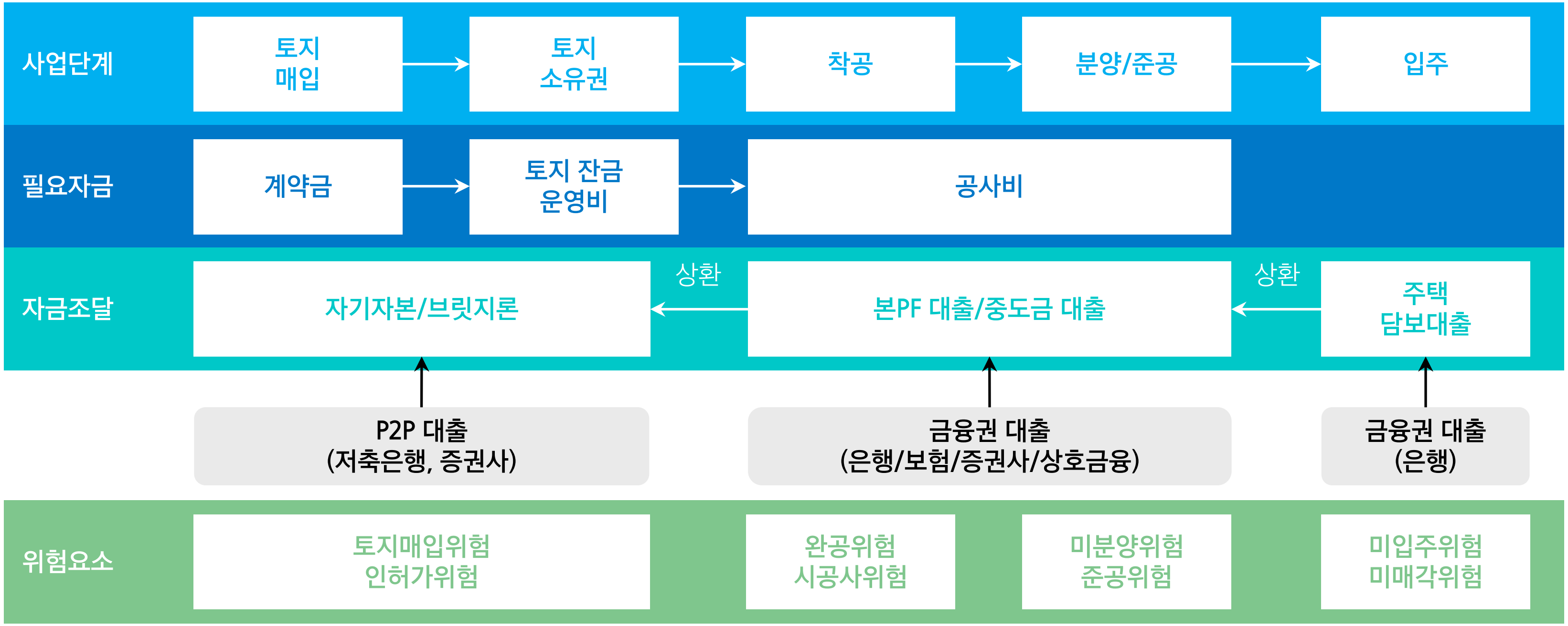
금융시장 안정화 대책

프로그램명	지원한도 (조원)	지원 내용
채안펀드	20	• 잔여자금 1.6조원: 시공사 보증 ABCP 등 회사채, CP 매입 • 11월 초 추가 펀드 자금 요청
회사채 및 CP 매입 프로그램 (8→16)	5.5→10	• 산은·기은 회사채·CP 매력 여력 확대 • 증권사 등 금융회사 발행 CP도 지원
	2.6→5.6	• 신보 P-CBO 매입 여력 확대 • 건설사·여전사 지원도 가능
증권사 유동성 지원	3	• 증권금융을 통한 3조원 추가 지원 • 적격담보 대상 증권을 다양하게 확대
PF 사업자 보증 지원	10	• 우량 PF 사업에 HUG, 주택금융공사의 10조원 신용보증 제공

자료: 금융위원회

브릿지론, 리스크 표면화

- 2023년 상반기까지 PF시장에서 리스크가 표면화되는 구간은 브릿지론 단계
- 인허가, 토지매입, 본PF 전환을 위한 대주단 모집에 실패하며 개발 초기 단계에서 좌초
- 이는 2024년 이후 공급 부족을 가속화시키는 결과를 빚을 것



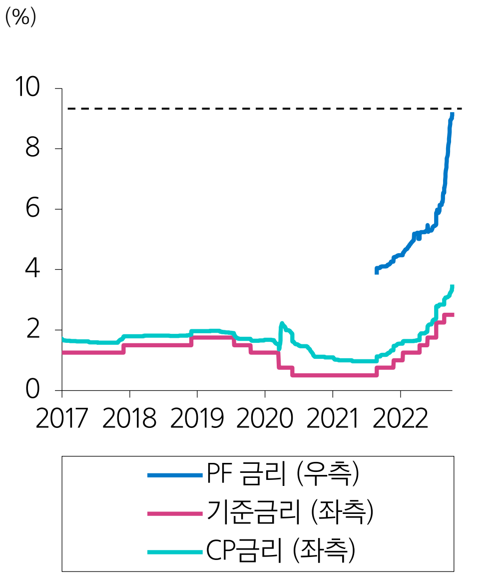
자료: 삼성증권

PF시장

브릿지론, 리스크 표면화

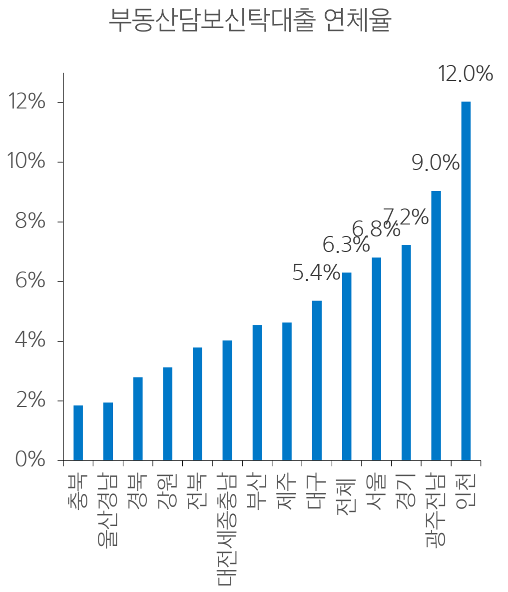
- 브릿지론의 본PF 전환이 어려워지며 상반기 EOD 다수 예상. 상호금융 등 PF시장 주요 player들의 대출 중단
- 금리 상승과 건축원가 상승으로 수익성 저하. 수요 저하로 민간아파트 초기 분양률 하락
- 현재의 PF 리스크는 사업장 부실이라기보다 일시적 자금 경색에서 야기, 연말-연초, 정부의 강력한 유동성 공급 조치, 연말 북클로징 영향 완화 시 우량 사업장은 본PF 전환과 사업 진행 가능

PF금리 추정



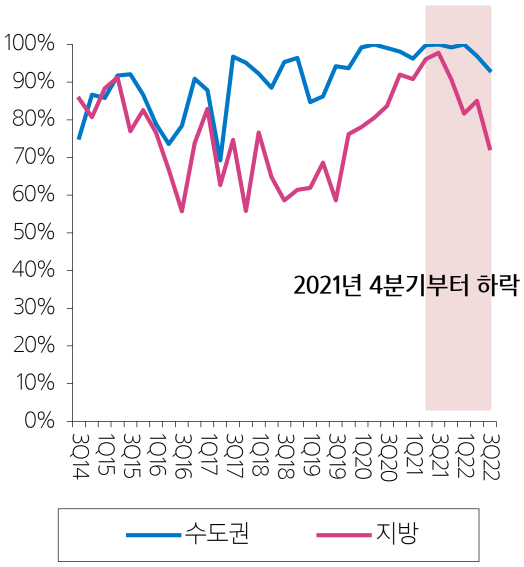
자료: 한국은행, 삼성증권

새마을금고 부동산신탁 연체율



자료: 언론기사

민간아파트 초기 분양률



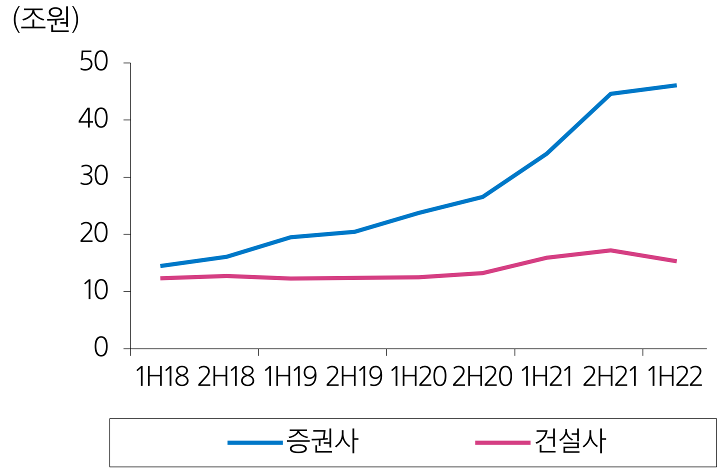
자료: 국토부

참여자별 위험

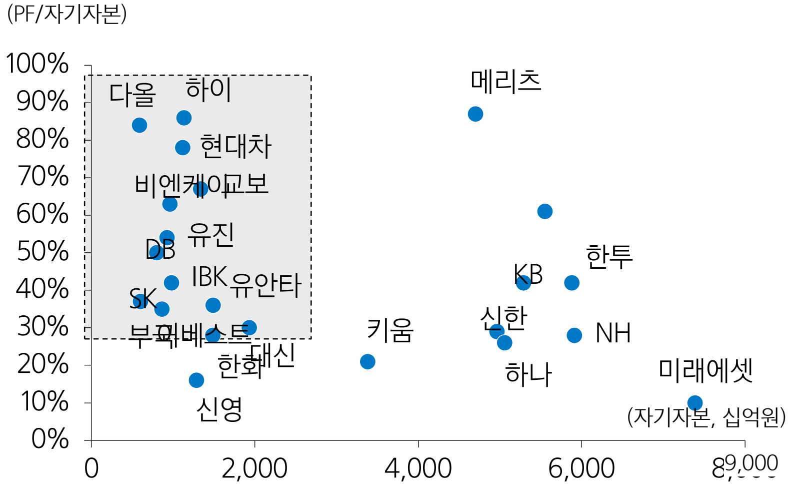
증권사: 저자본, 고위험 PF

신용보강 유형	내용
연대보증/채무인수	• 시공사가 차주(시행사)의 PF대출채무에 연대해 채무를 부담 • 대출약정상 기한이익 상실 사유가 발생, 차주의 채무 불이행 시 채무인수인인 시공사가 채무 인수
자금보충	• 유동화회사(SPC)에 대한 신용보강. 자금보충 의무자인 시공사, 유동화증권 발행자인 SPC 사이에 약정 체결 • PF대출 기한이익 상실, 채무불이행, SPC의 유동화증권 상환재원 부족 시 시공사가 부족자금을 대여
책임준공	• 가장 보편적 형태의 시공사 신용보강, 계약일정에 따라 공사비가 지급되는 경우 건설사가 건축물을 완공시킬 의무 • 책임준공 미이행시 PF대출에 대한 채무인수 의무 부여

증권사 및 건설사 신용보강에 의한 유동화 발행잔액



증권사 자본과 PF익스포저



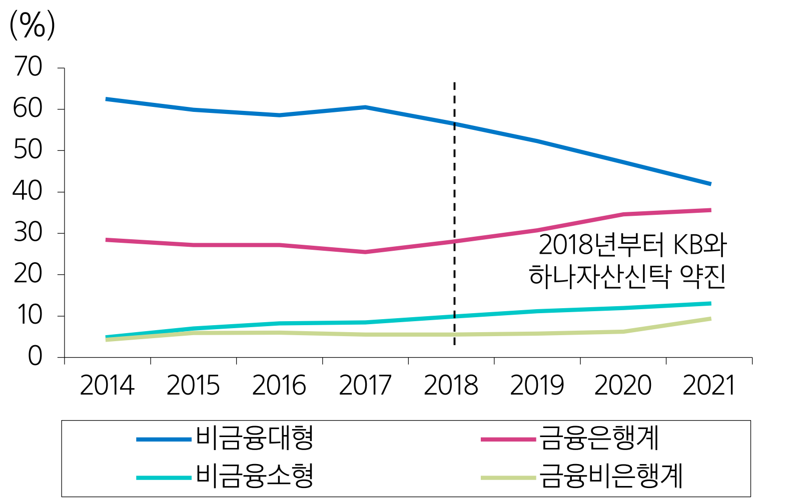
자료: 나이스신평

- 금융위기 당시 PF시장은 건설사와 저축은행에 리스크 집중
- 이후 증권사와 신탁사가 PF시장을 주도하며 다수의 참여자에게 트랜치를 구분, 위험분산과 동시에 다양한 참여자 유입

신탁사: 책준에서 리스크 표면화

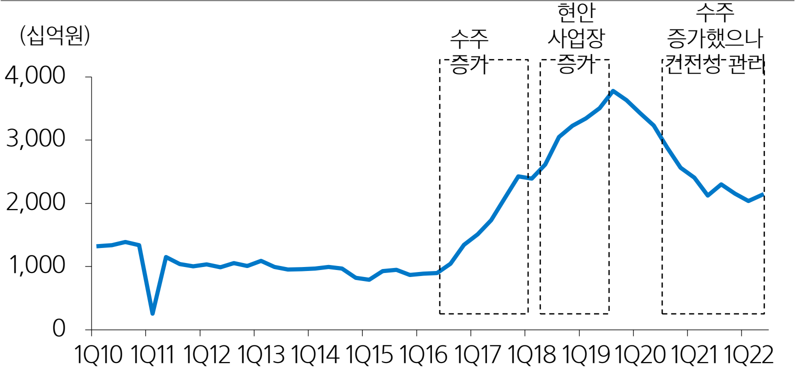
- 신탁사의 약점은 주력시장이 지방이고 높은 소형주거 비중
- 2020년 시장 회복으로 신탁사의 수주 증가, 재건축 시장까지 진출
- 최근 신탁사 리스크는 금융계열 신탁사의 책준에서 발생

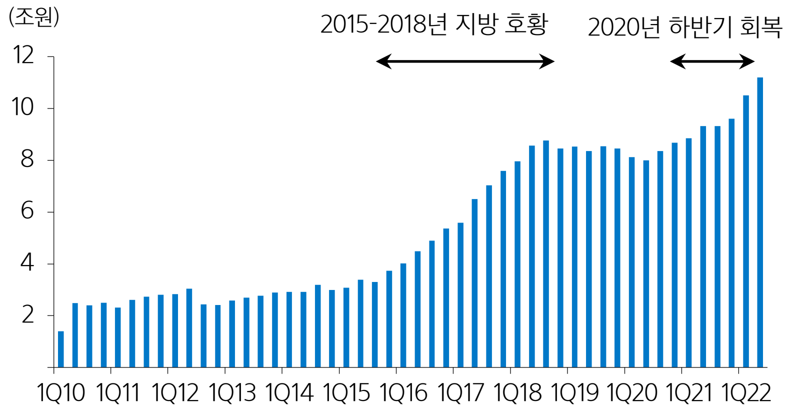
계열별 신탁사의 영업수익 점유율 추이



자료: 각사

14개 신탁사의 차입형토지신탁 원본과 신탁계정대





PART 04

부동산 개발 환경의 변화와 기회산업

기회산업

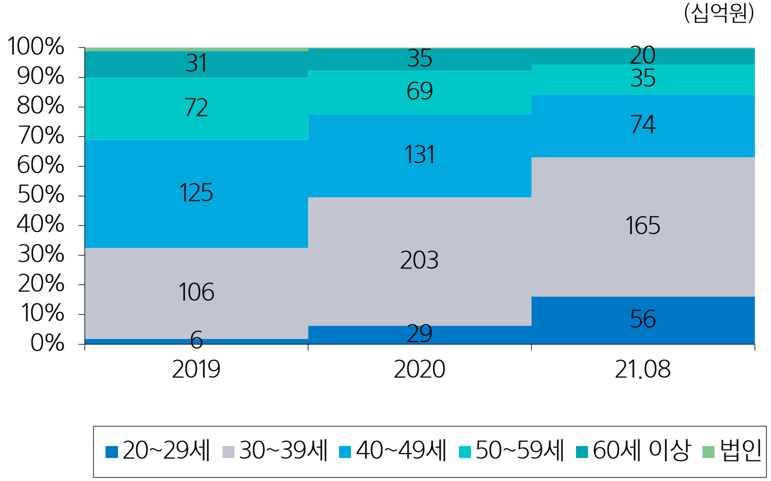
1) 코리빙

1998년 공유주거

2023년 공유주거- 맹그로브 신설점

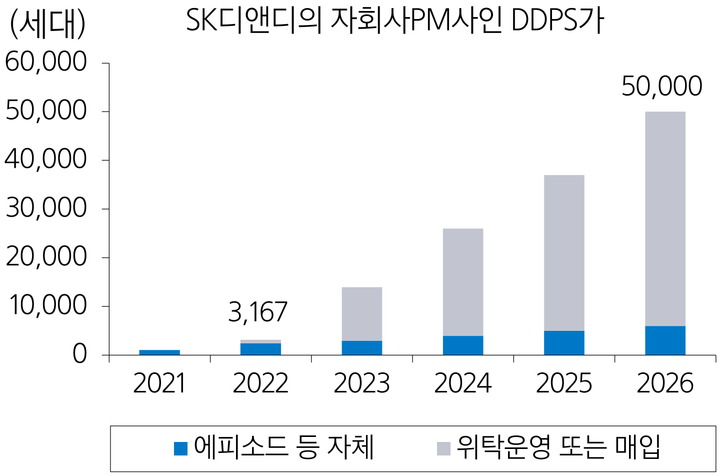
- 공유주거에 임차하는 세입자는 비용 절감
- 도심 거주 욕구, 네트워크, 편의성과 유연성 추구
- 코리빙 개발과 운영 기업) SK디앤디, 로컬스티치, 맹그로브, 홈즈컴퍼니, 이지스자산운용, 코오롱글로벌

연령별 전세금 반환보증 가입자 사고액- 2030세대 피해 급증



자료: 더불어민주당 장경태 의원실, HUG

SK디앤디의 코리빙 '에피소드' 세대수



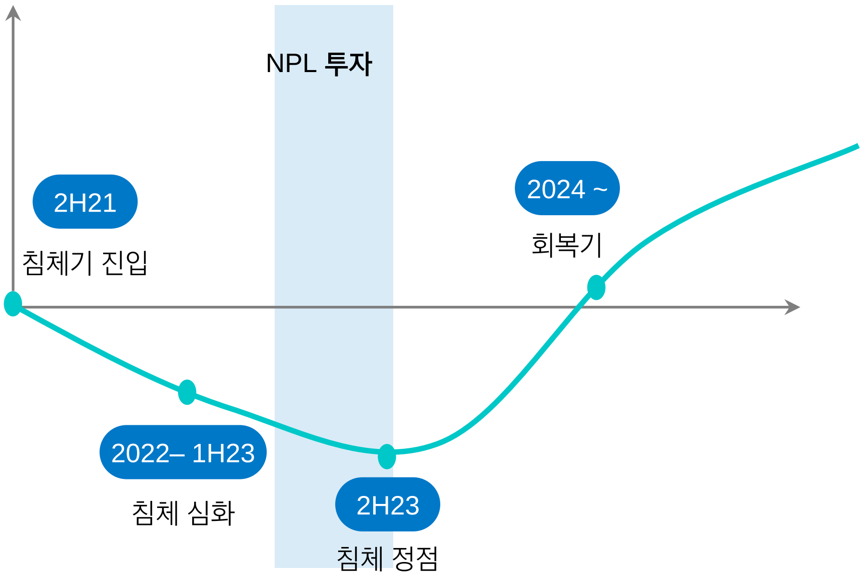
자료: SK디앤디, 삼성증권

기회산업

2) NPL

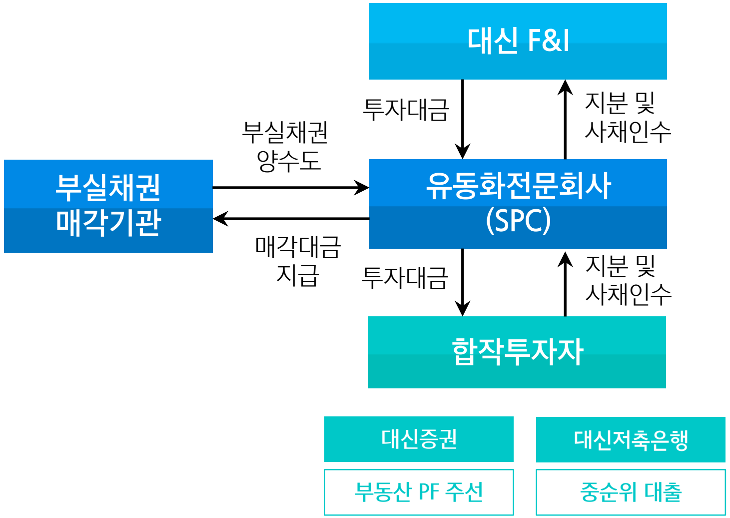
- 2023년 5월 시장금리 고점 이후 하반기 안정화 예상, 상반기 경공매 물건 증가 예상
- 부동산의 NPL 사업은 단순 실물 매입이 아닌, LTV 상승에 따른 중후순위 채권/equity 갭 발생시 대주단으로 참여하는 방식
- 중후순위 채권이 equity로 전환 가능성이 높아 적극적인 운용 의지와 역량이 필요함
- 국내 부동산 NPL 사업에 해외 유수의 운용사가 관심을 갖기 시작

NPL 투자 시점



자료: 삼성증권

대신F&I의 NPL 사업 구조- 계열사간 협력 구조

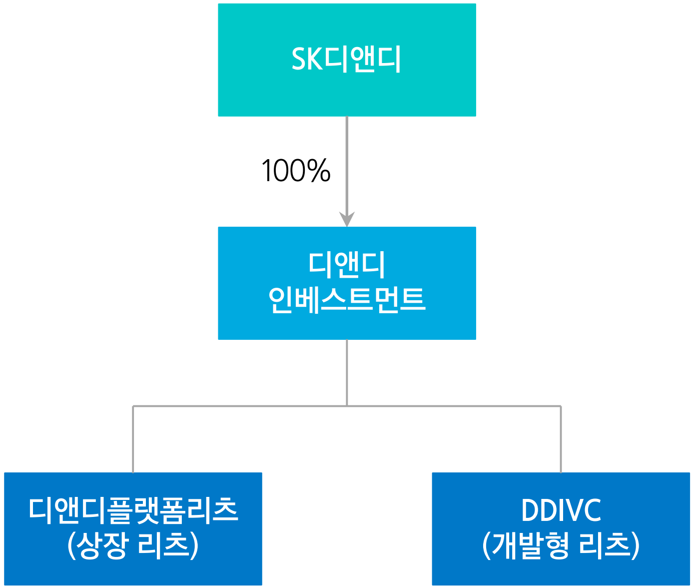


자료: 대신F&I

금융의 역할 확대: SK디앤디 사례

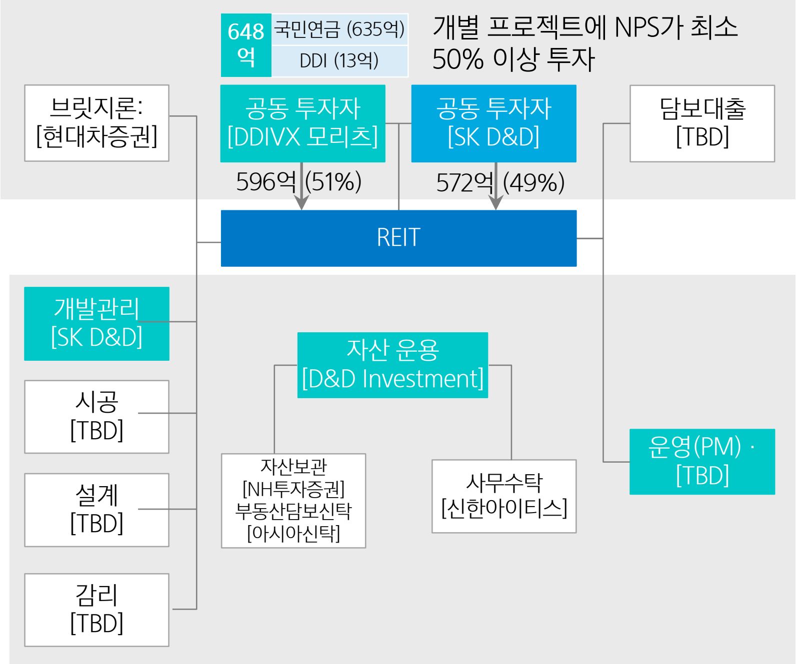
- SK디앤디, 리츠AMC인 디앤디인베스트먼트(DDI) 설립으로 상장리츠 시장 진출
- 2022년 국민연금과 2,600억원 규모의 JV 공동협약 체결, 개발형 리츠인 'DDIVC' 설립
- 개발/증축/리모델링/용도변경 프로젝트, 첫 프로젝트는 서울역 봉래3지구 개발로 Build to core 전략 추구

SK디앤디와 금융 vehicle 구조



자료: SK디앤디

국민연금과 SK디앤디가 JV로 설립한 블라인드 개발리츠 'DDIVC'



참고: DDIVC 제1호 리츠 투자 구조
자료: SK디앤디, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA