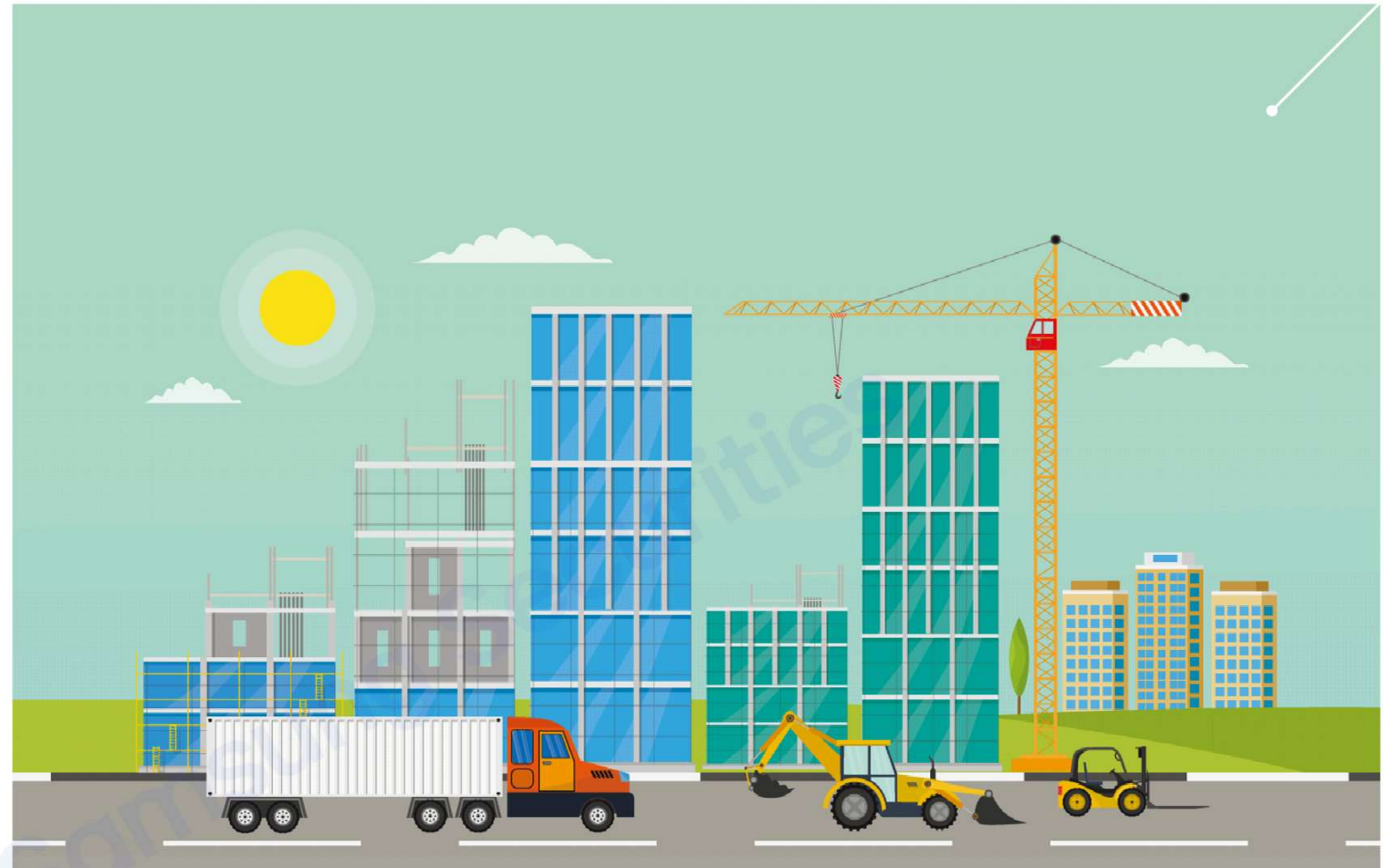


SECTOR UPDATE

2025.12

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com



대체투자

2026년 전망

글로벌 부동산: 가격 반등에도 부채 스트레스는 후행

삼성증권

글로벌 부동산

글로벌 부동산 시장은 고금리의 충격으로 대체투자 시장에서 가장 회복이 느린 시장입니다. 최대 규모인 미국 상업용 부동산(CRE)은 2023년 CRE 리스크가 크게 불거졌고 2024년 금리 하락으로 잠시 안도했습니다. 2025년에도 희망적으로 시작했으나 예상보다 더딘 금리 하락, 잔존하는 부채 리스크, 관세정책 등의 불확실성으로 회복은 더딥니다.

2026년 미 CRE 시장은 대출의 구조조정이 이뤄질 것으로 예상합니다. CRE 대출 규모는 총 4.9조 달러로 2028년까지 만기 도래 예정인 대출은 1.7조 달러인데 2025~2026년 만기가 집중돼 있습니다. 금융기관은 그간 대출 연장으로 즉각적인 손실을 회피함에 따라 부실채권이 크게 늘었습니다. 대출의 부실은 오피스와 멀티패밀리에 집중돼 있습니다. 멀티패밀리의 수요는 강하지만 초저금리 시기 과도한 레버리지로 개발돼 리파이낸싱 부담이 커졌습니다. 특히 만기 예정인 대출에 CMBS가 최대 비중을 차지하고 있는데 CMBS의 연체율이 2025년 지속 상승하고 있음에 유의해야 합니다.

반면, 신규 대출 시장은 회복세입니다. CRE 대출이 다양한 주체로 분산되고 대주에게 유리한 구조로 엄격하게 구조화되기 시작하며 신규 투자자는 금리의 정점에서 변동성은 줄이고, 일반 기업채 대비 높은 스프레드를 누릴 수 있는 국면입니다. 이처럼 전환기를 맞이한 CRE 대출 시장은 사모신용의 영향력 확대와 리파이낸싱 물량이 많아지며 다양한 투자 기회를 제공할 것입니다.

섹터별 특징은 그간 거래 시장에서 최대 지위를 유지했던 오피스의 영향력은 크게 줄고 안정적 특성을 지닌 멀티패밀리, 신성장섹터인 시니어하우징, 데이터센터 등의 비중 증가입니다. 2026년 오피스 시장은 용도전환 등 적극적 전략을 구사하는 오퍼튜니스틱과 대출 중심의 투자가 예상됩니다. 물류센터는 관세정책 타격으로 항만 인근의 자산 가격 조정이 예상되나 이커머스 3PL 수요는 꾸준히 증가할 전망이며 공급 축소로 점차 임대료 회복이 예상됩니다. 멀티패밀리는 누적적 공급 부족으로 우호적 수급여건 속, 금리가 유의미하게 하락 시 가장 빠른 턴어라운드가 예상됩니다. 데이터센터는 중기적으로 가장 활발한 투자자금이 몰릴 전망이지만 이제 공실이 아닌, 착공 지연이 새로운 리스크로 부상함에 따라 전력 및 토지 확보 여부가 중요합니다.

2026년 투자전략으로는 대출과 신성장섹터 집중 전략을 제시합니다. CRE대출 만기 집중에 따른 리파이낸싱 투자 기회가 확대되고 금리 정점을 확인하며 이자수익은 큰 변화가 없을지라도 변동성이 축소되는 구간입니다. 매매거래의 감소세가 지속되겠으나 대출 투자로 기존 자산의 재구조화 기회가 늘어날 전망입니다. 결론적으로 2026년은 글로벌 부동산 시장은 낙관적 희망보다 부채의 구조조정 속에서 기회를 찾아야 할 것입니다.

EXECUTIVE SUMMARY

미국 상업용 부동산

- 미국 상업용 부동산은 27조 달러 규모의 시장, 대부분의 주체에서 자금이 순유출되었으나 해외 투자자는 지속 유입되며 최대 시장의 지위
- 2024년 금리 하락으로 가격 반등이 시작되었으나 2025년 회복은 예상보다 더뎼. 부채 리스크 잔존, 관세정책 불확실성 등에 기인
- 2025년 가격 반등폭은 하락폭이 컸던 오피스가 가장 컸지만 오피스 거래 비중은 2020년 20%대 후반에서 13%로 급격히 축소
- 금리 인하로 cap rate 압력은 완화되었으나 초저금리 시기로 회귀는 어려움, 상업용(물류센터) 외에 cap rate 하락 속도 더딜 전망

CRE 대출 리스크 점검

- 미 CRE 대출은 4.9조 달러, 2028년까지 만기 도래 예정인 CRE 대출은 1.7조 달러이며 2025~2026년 집중, 대부분 오피스 대출
- 금융기관은 6천억 달러의 대출 연장으로 즉각적인 손실은 회피했으나 부실 채권은 1,219억 달러로 2012년 이후 최고 수준
- 대출 부실은 오피스와 멀티패밀리에 집중. 멀티패밀리는 수요는 강하나 저금리 시기 공격적 레버리지로 리파이낸싱 리스크
- CRE대출 연체율은 CMBS 중심으로 상승세. 부동산 가격과 거래가 반등해도 부채 스트레스는 후행적으로 2026년 시장에 부담을 줄 전망

신성장 섹터 부상

- 오피스: 출근율 상승으로 2024년 강한 반등, 그러나 공급 축소에도 선벨트 중심으로 공실 상승 지속. 2026년 용도 전환, NPL 거래 증가 예상
- 물류센터: 공급 감소는 관세정책으로 더욱 심화, 관세정책의 직접적 타격은 물류센터의 15%에 불과해 속도는 느리나 수요 회복 예상
- 멀티패밀리: 인구 증가와 공급 부족으로 수요 강세, 그럼에도 금리 하락 속도가 더뎼 느린 회복. 임대료는 2026년부터 개선 예상
- 데이터센터: 최대의 건설 호황기 구가. 리스크는 공실이 아닌, 전력 확보와 착공 지연 리스크. 전력을 찾아 2차 시장으로 전환 뚜렷

유럽 상업용 부동산

- 유럽 부동산 가격은 금융위기와 유사한 수준의 가격 조정을 겪은 뒤 2024년부터 안정화 추세, 2024년 4분기부터 거래도 반등
- 전 섹터에서 공급이 축소되며 임대료 지지하나 섹터별 편차는 여전히 큰 상황. 특히 주거용 부동산의 공급부족 심화 뚜렷
- 유럽에서도 CRE 대출 시장에 사모신용의 영향력 확대 중. 대출 스프레드는 2024년 초 정점에서 점차 하향 추세로 유동성 개선 중
- 유럽 상업용 부동산 시장에서 유망 시장은 수급 불균형이 극심한 주거용, 하위 전략은 대출전략으로 제시

결론

- ① 장기 침체이던 글로벌 상업용 부동산 시장은 2026년 부실 자산의 구조조정과 가격 재조정을 거쳐 2027년부터 점진적 회복 전망
- ② 기존 미 CRE대출은 구조조정이 필요하나 신규 대출은 투자 기회. 만기 집중과 금리 정점 확인으로 변동성 하락, 대출 전략이 유리한 전략
- ③ 주도 섹터의 변화. 오피스는 구조적 수요 하락, 멀티패밀리는 금리 하락과 함께 안정화, 신성장섹터인 데이터센터 및 시니어 하우징 투자 증가

REPORT

CONTENTS

01 미국 상업용 부동산과 대출 시장 05p

- 1) 2025년 리뷰: 미약한 가격 반등
- 2) 대출 시장 점검: 만기의 벽(Maturity wall)
- 3) 대출시장 변화: 부채 구조조정 솔루션
- 4) 투자전략: 대출전략과 신성장 섹터 선호

03 유럽 상업용 부동산 29p

- 1) 거래 시장: 정상화 단계
- 2) 수급: 공급 부족 심화
- 3) 주택시장: 주거난
- 4) 대출 시장: 완화적으로 전환하는 LTV
- 5) 투자 전략: 주거용 섹터 선호, 안정성이 핵심

02 섹터별 분석 17p

- 1) 오피스: 공급 감소에도 공실 상승세, 컨버전이 주요 전략
- 2) 산업용(물류센터): 관세정책 영향은 자산별 편차 야기
- 3) 멀티패밀리: NOI 바닥 구간
- 4) 시니어하우징: 확신의 자산
- 5) 데이터센터: 최대 건설 호황기

PART
01

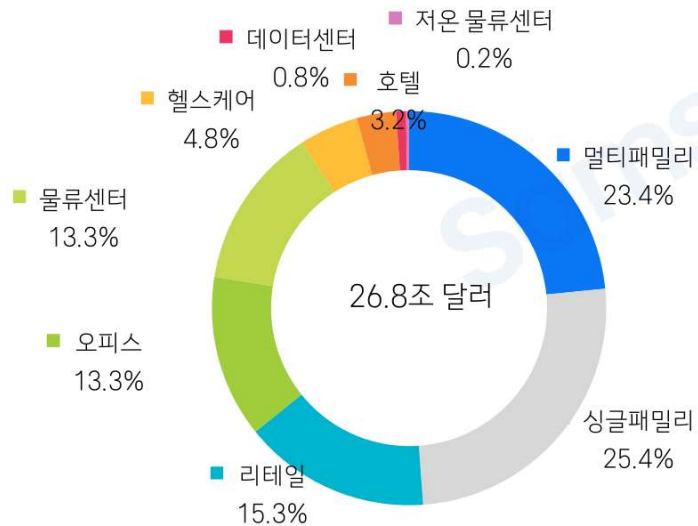
미국 상업용 부동산과 대출 시장

Samsung Securities

Overview: 27조 달러 시장

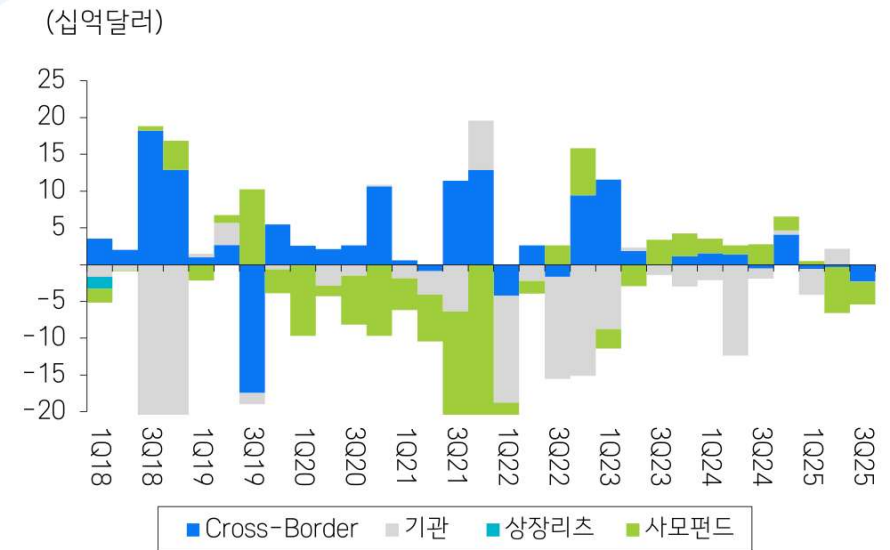
- 미국 CRE 자산시장은 총 26.8조달러로 추정, 45%는 주거용(임대주택), 55%는 비주거 상업용 부동산으로 구성
- 2023년 미국 CRE 리스크를 겪으며 부동산 시장 내 주요 자산군은 기존의 전통 오피스에서 헬스케어, 데이터센터 등 신성장 섹터로 전환 추세
- 지난 1년간 대부분의 주체에서 순유출이 발생했지만 해외 투자자는 오피스 43억달러, 물류센터에 16억달러가 순유입되며 부진 속 방어 주체
- 글로벌 1위 상업용 부동산 시장의 위상

미국 CRE 시장 구분



참고: 2025년 2분기 말 기준
자료: MSCIRCA, 삼성증권

투자 주체별 순 유입액



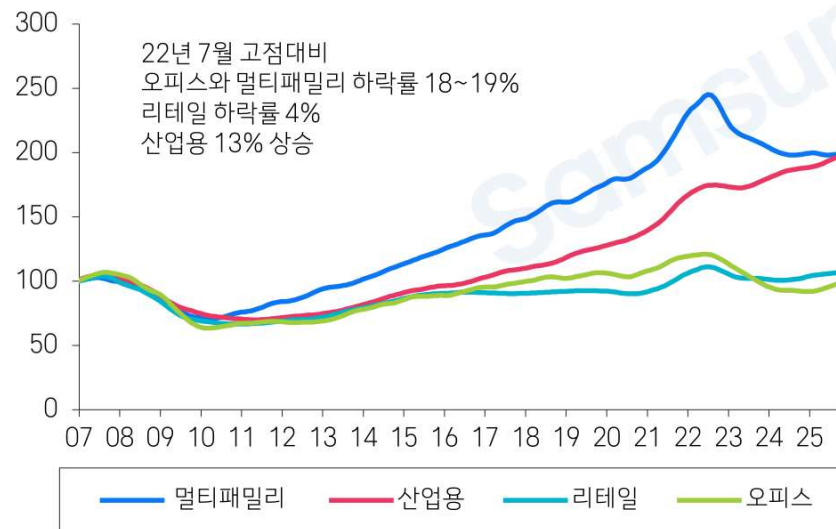
자료: MSCIRCA 삼성증권

2025년 리뷰: 부족한 가격 반등

- 2025년 초 미국 상업용 부동산 시장은 희망적으로 시작했으나 예상보다 더딘 금리 하락, 부채 리스크, 관세정책 등 불확실성으로 회복 속도가 느림
- CPPI(상업용 부동산 가격) 지수는 2025년 10월 말 기준 전년 말 대비 4.1% 상승
 - 멀티패밀리 0%, 물류센터 4.6%, 리테일 3.4%, 오피스가 7.1%의 상승폭 기록. 급락했던 오피스의 반등이 가장 큼
- 그러나 2022년 7월 고점 대비 전체 지수는 8.0% 하락한 상태, 멀티패밀리 18.7%, 오피스 18.6% 하락한 상황
- 전년대비 상승폭은 2025년 하반기 들어 점차 확대

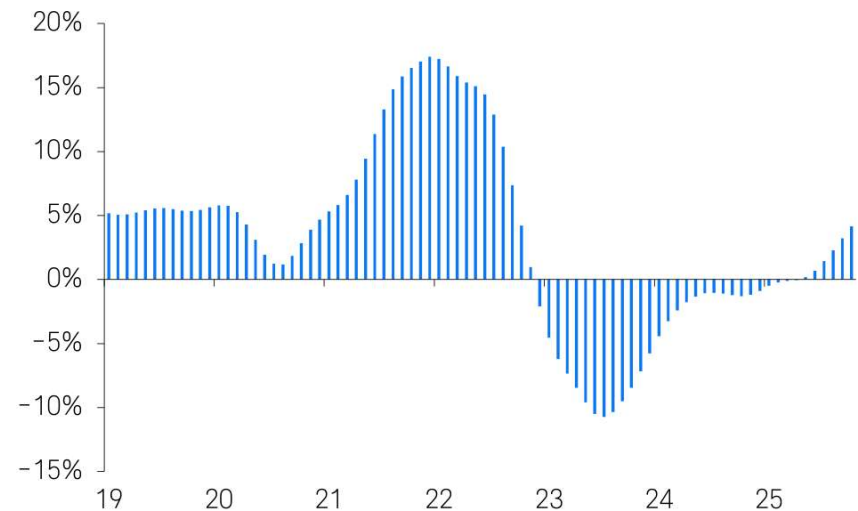
미국 상업용 부동산 지수(CPPI) 상승률

(2006/12 = 100)



자료: MSCIRCA, 삼성증권

미국 상업용 부동산 지수 YoY 상승률

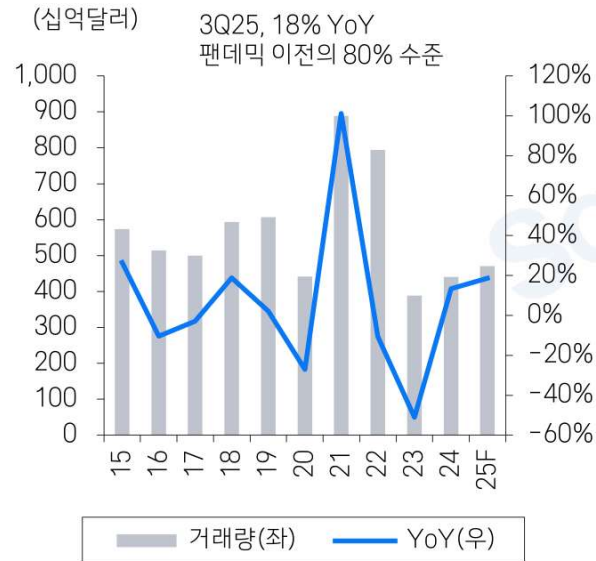


자료: MSCIRCA, 삼성증권

2025년 리뷰: 주도 섹터의 변화

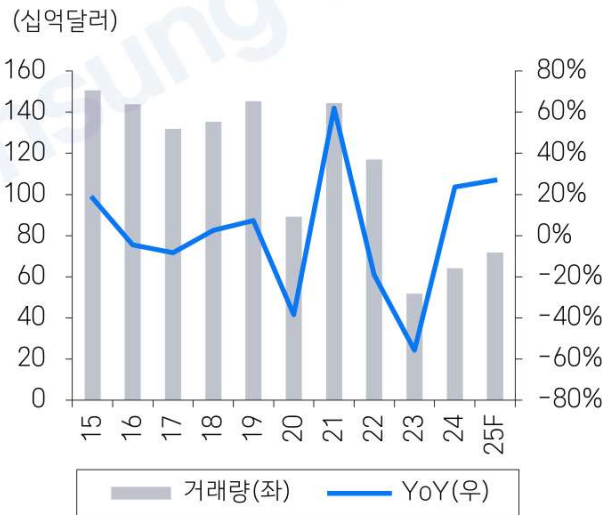
- 미국 CRE 거래시장은 부진에서 벗어나 2024년부터 거래액 회복, 팬데믹 이전 평균을 18% 하회 중
- 거래액 반등폭이 가장 큰 섹터는 오피스이나 전체 거래액에서 비중은 낮음
- 섹터별 거래 비중은 2020년까지 오피스가 20%대 후반으로 주요 섹터였으나 2023년 13%로 급격히 축소, 2025년도 3분기 누적 15.3%에 그침
- 산업용(물류센터)는 꾸준히 20%대 차지, 시니어하우징, 데이터센터 등 고성장 섹터 거래 비중은 2015년 8.7%에서 2025년 3분기 11.7%
- 사모 부동산 펀드는 2년간의 (-) 수익률 기록 후 2025년 1분기부터 3개 분기 연속 총 수익률 (+) 를 보이고 있음

미 상업용 부동산 거래액



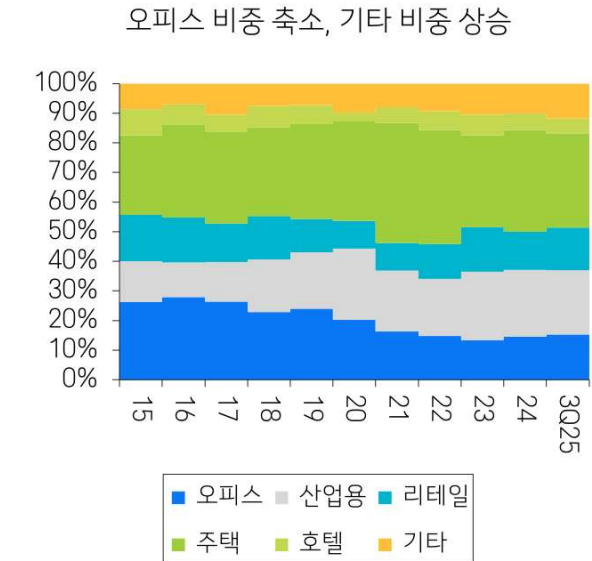
자료: MSCIRCA, 삼성증권

오피스 거래액 반등폭이 가장 크지만...



자료: MSCIRCA, 삼성증권

섹터별 거래액 비중에서 오피스 비중 급락

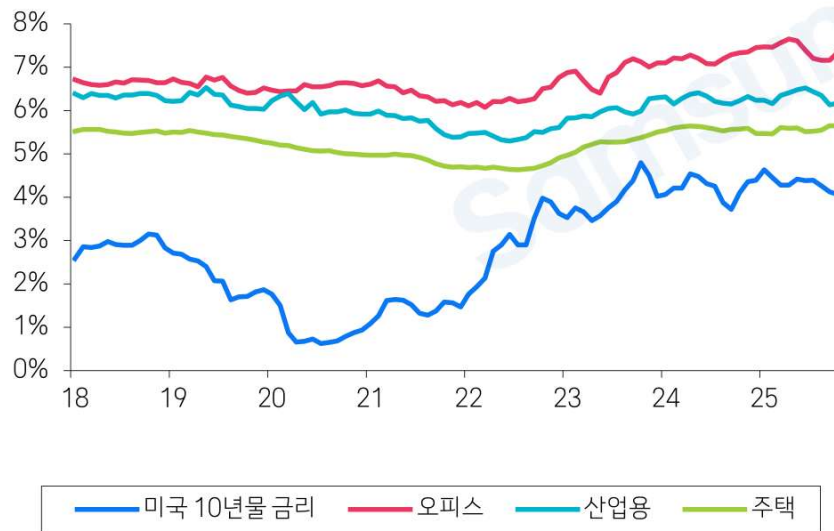


자료: MSCI, 삼성증권

2025년 리뷰: 높아진 cap rate

- 미 10년물 국고채는 2025년 10월 기준 2023년 고점 대비 80bp 하락하며 안정화, 점진적 금리 인하에도 정상 금리는 3%대 전망
- 즉, 2021년 초저금리 시기의 cap rate로 회귀는 불가능할 것, Cap rate 재조정 과정을 거쳐 오피스는 7%대에서 정체, 높은 요구 수익률을 보임
- 산업용 부동산(물류센터)의 cap rate는 하향 안정화 추세로 6%대 초반. 주택은 소폭 반등했으나 5%대 초반 유지
- 금리 부담이 지속됨에 따라 투자 관점은 자본차익보다 임대수익(NOI yield) 중심으로 형성될 전망. 자산관리의 필요성도 증가
- 관세정책 영향으로 섹터별 전망은 엇갈림. 대체로 단기 영향은 부정적이나 장기적으로 심각한 공급 제약 요인으로 작용할 전망

미국 상업용 부동산별 cap rate



자료: MSCI, 삼성증권

섹터별 관세정책 영향

관세정책	단기	장기	영향
산업용(물류)	부정적	부정적	해안 물동량 감소, 일부 재고 축적 수요
데이터센터	부정적	중립적	중국 반도체/서버에 관세 상향, 건설비용 상승
쇼핑몰	중립적	중립적	의류, 잡화 등 수입원가 상승, 임차인 마진 압박
멀티패밀리	부정적	중립적	철강, 알루미늄 관세로 건설비 상승과 개발 장애

섹터별 부동산 수급 전망

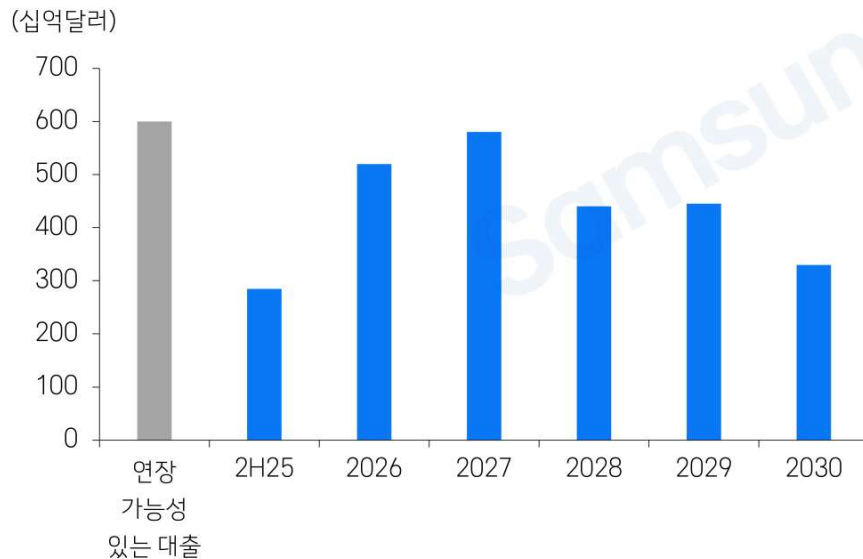
	공급	수요	수요-공급갭
산업용	2025년 공급 정점 통과	관세 불확실성으로 정체	↓
데이터센터	공급 확대	AI와 하이퍼스케일 수요로 구조적 성장	↑
시니어 하우징	만성적 공급 부족	80세 인구 증가로 구조적 성장	↑
리테일	공급 감소세	건조	=
셀프 스토리지	2025년 공급 정점 통과	주택시장 침체로 하락	↓
오피스	2023년 공급 정점 통과	AI, 경기 침체 등으로 하락	↓
멀티패밀리	2025년 공급 정점 통과	임대수요 증가로 상승	=

자료: 삼성증권

CRE대출 점검: 만기의 벽(Maturity wall)

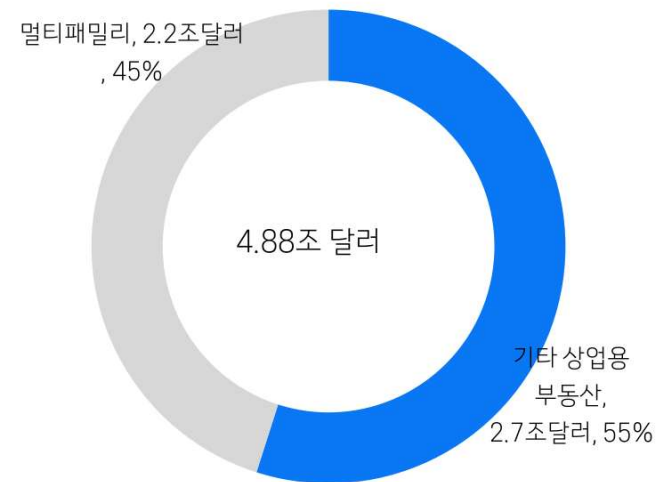
- 2028년까지 만기 도래 예정인 CRE 대출은 1.7조 달러, 2025년은 900억 달러 이상으로 부담, 게다가 대부분 오피스 대출
- 저금리 시기에 실행된 대출 만기는 2025~2026년 집중돼 리파이낸싱 리스크. 2022년 실행된 대출이 최대 비중(당시 대출 금리 3.9%, 현재 6%대 중반)
- 금융기관은 6천억 달러의 대출 연장으로 즉각적인 손실은 회피했으나 부실의 이연 리스크. 대출의 조건 변경 건수도 최근 1년간 66% 증가
- 부실채권은 1,219억달러로 2012년 이후 최고 수준, 대출 기관들은 부실 대출의 구조조정 중
 - 2025년 상반기에만 120억 달러의 신규 부실채권이 발생했지만 이보다 더 많은 부실 대출 해결로 순 부실 대출은 감소세로 손실 흡수 중
 - 상반기 잠재 부실 대출로 분류된 오피스 대출 규모는 764억달러, 2026년 대출기관 주도의 자산 매각, 담보권 포기, 경매 등이 늘어날 가능성
- 상반기 압류 건수 중 아파트가 가장 많아 2011년 이후 최대로 오피스 역전, 아파트 가격은 회복 중이나 저금리 시기 고 레버리지 후유증이 먼저 표면화

CRE대출 연도별 만기 도래액



자료: MSCIRCA, 삼성증권

CRE 대출 섹터별 구분

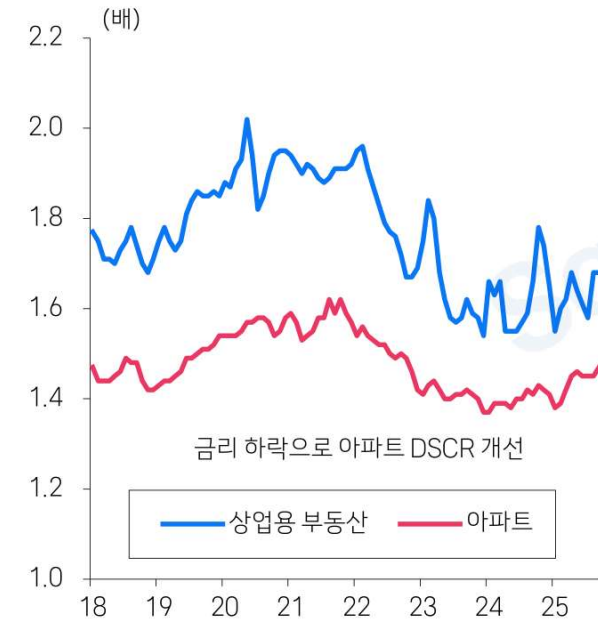


자료: MSCIRCA, 삼성증권

CRE대출 점검: 섹터별

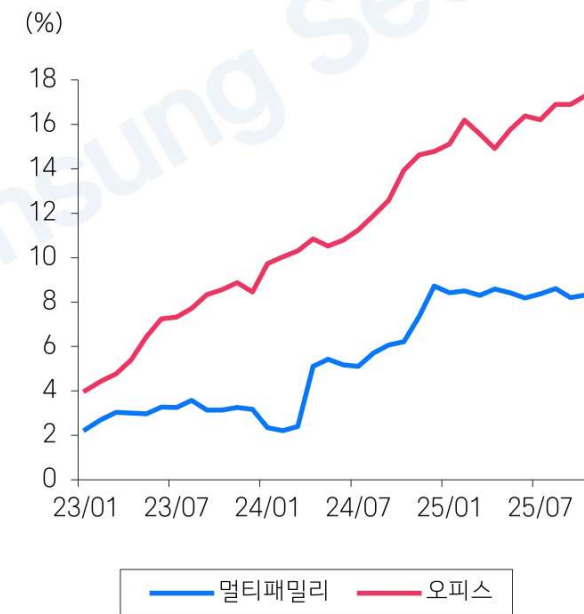
- 현재 CRE 대출 부실은 오피스와 멀티패밀리에 집중. 오피스는 이미 부실 현실화되며 실질 디폴트 증가, 회복도 더딤
- 멀티패밀리의 부실은 아직 적지만 높은 잠재 리스크. 선벨트 개발 붐이 저금리 시기에 이뤄지며 리파이낸싱의 어려움, 운영비와 cap rate 상승 압력
 - 대부분 변동금리에 단기대출(3~5년) 구조, 2020~2021년 초저금리 시기 LTV 75% 이상, DSCR을 겨우 맞춰 개발했으나 이자비용이 2~3배 증가
 - 기초 수요는 건전하나 공격적 금융구조로 대출 부실화. 운영이 원활해도 금융비용 커버가 어려운 상황
 - 특히 주택은 보험료, 재난(허리케인), 유지보수, 인건비 상승에 민감. 멀티패밀리 cap rate는 3.5~4.0%에서 현재 100bp 이상 상승한 5~6%
- 반면 수요가 저조했던 리테일과 호텔은 개발이 저조했고 가격 고평가 위험이 낮아 관리 가능한 수준의 잠재 부실

섹터별 DSCR 추이



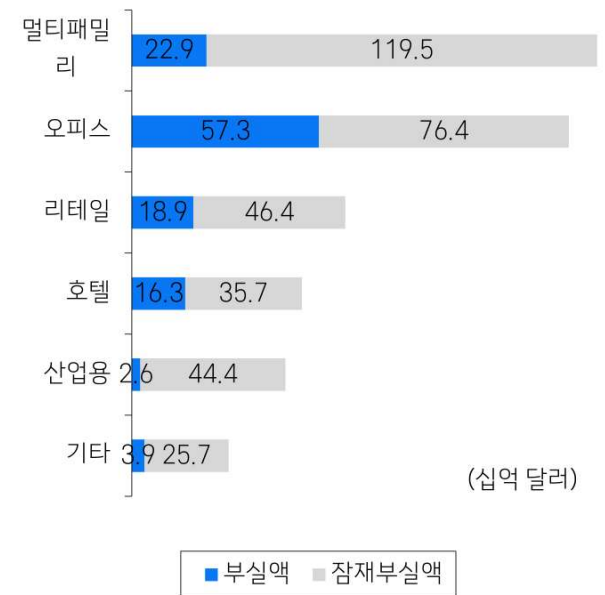
자료: MSCI RICA, 삼성증권

CMBS에서 특별관리(Special servicing) 비율



참고: Special service는 CMBS 대출이 부실 위험에 놓였을 때 전문 관리기관이 개입함을 의미
 자료: Trepp, 삼성증권

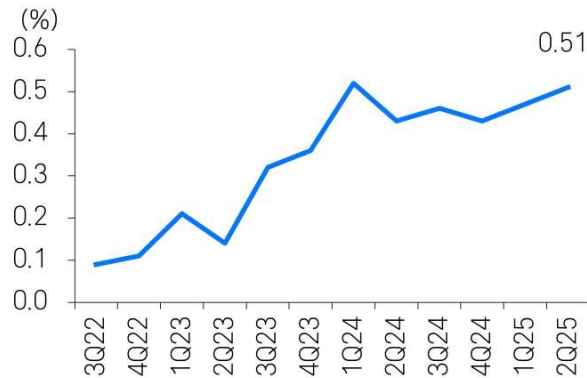
상업용 부동산 대출 부실 및 잠재부실액



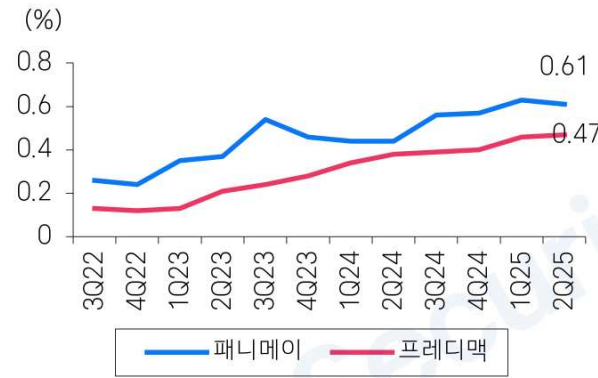
자료: CBRE

CRE대출 점검: 대주별

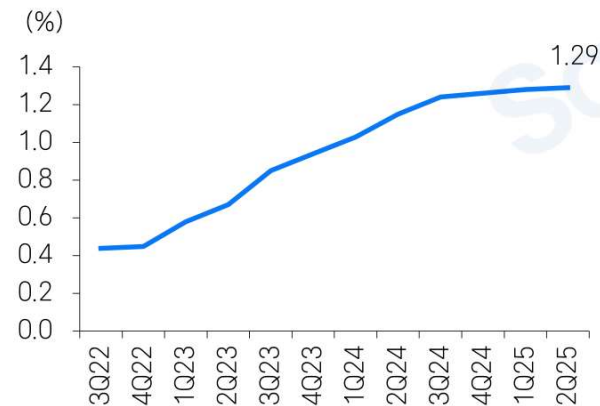
생명보험사의 CRE 대출 연체율



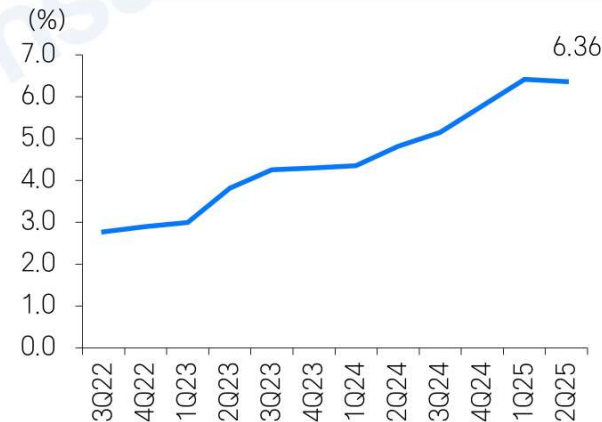
패니메이 및 프레디맥의 CRE 대출 연체율



은행 및 지역은행의 CRE 대출 연체율



CMBS의 CRE 대출 연체율



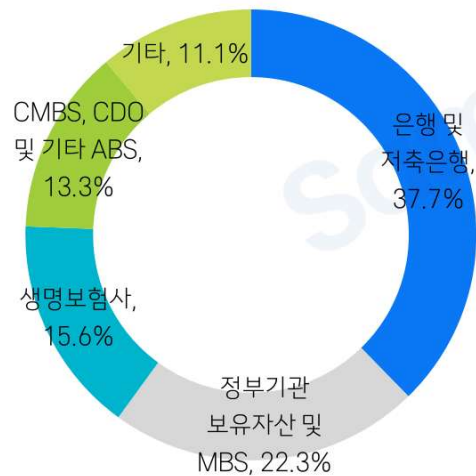
- CRE 대출 연체율은 상승세. 금융위기 당시 연체율 8.7%와 비교 시 위기는 아니지만 코로나 19 이전 대비 훨씬 높은 수준
- CRE 시장의 대주 중 취약 주체는 CMBS
- 가격 조정으로 금융손실 현실화 단계
- 생명보험사와 GSE의 CRE대출 연체율은 정상 범위. 보험사는 보수적 언더라이팅, 낮은 LTV, 우량자산과 낮은 레버리지로 방어력
- 은행은 과거 위기 당시보다 훨씬 낮지만 초저 연체 국면에서 상승 중. 특히 중소 오피스 익스포저 고려 시 추가 리스크 상승 여지. 아직은 에퀴티와 스폰서가 손실을 흡수하는 단계
- 섹터 및 유형별로 멀티패밀리/GSE 대출은 정책 지원과 저연체 구조라 리스크가 낮음
- 결론적으로 주요 주체인 은행과 보험사, GSE의 연체율은 낮아 시스템 리스크 가능성은 낮지만 CMBS는 2026년의 리스크로 잔존

자료: Trepp, 삼성증권

CRE대출 점검: CMBS

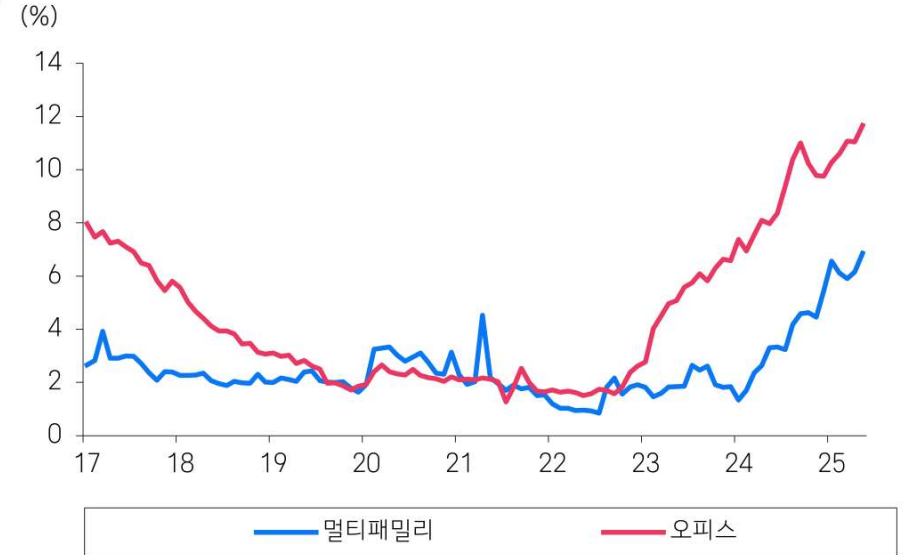
- CMBS는 CRE 대출 잔액의 13.3%이지만 2025년 하반기 만기가 도래하는 대출 3천억 달러 중 27%로 최대 비중을 차지
 - 주체별 비중은 지역은행 20%, 전국 은행 13%, 보험/기관/기타 비은행기관 합산 40%. 대출 만기를 둘러싼 리스크는 CMBS와 지역은행에 집중
- 섹터별로는 2025년 만기 예정 대출에 멀티패밀리가 35%로 최대, 다음은 오피스로 20%. 오피스는 이미 만기 연장 비중이 큰 상황
- 2023년 상반기까지 CMBS 발행은 전무했으나 2024년 들어 금리 하락을 모멘텀으로 발행 재개, 2025년 CMBS 오피스 발행액은 2021년 이후 최고
- 그럼에도 높은 연체율을 고려, 오피스 CMBS 시장은 A급 자산 및 단일 차입자(SASB)에 제한적으로 개방된 상황
 - CMBS 가격에 이미 오피스와 멀티패밀리 부실이 반영되며 프라임 오피스 담보의 상위 트랜치 CMBS의 경우 할인가에 매입 거래 증가
 - 은행과 CMBS 대출 기관은 장기 침체를 겪은 CRE 대출 시장에 더 엄격한 조건으로 신중히 재진입 중

미국 CRE 대출 구분



자료: FRED, 삼성증권

CMBS 연체율 추이

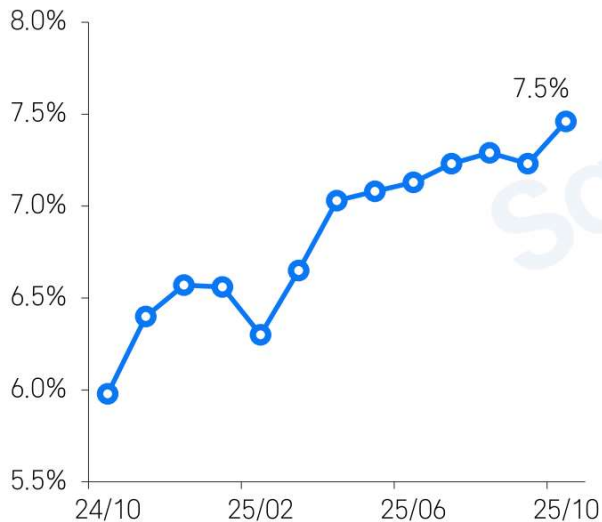


참고: 30일 이상
자료: Trepp, 삼성증권

CRE대출 점검: CMBS

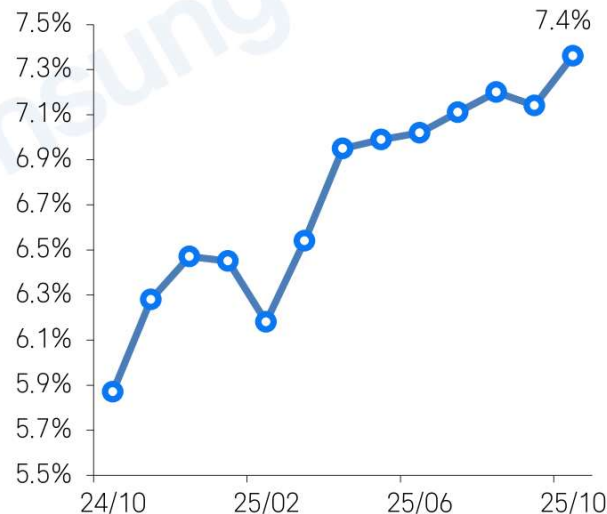
- CMBS 발행은 재개되었으나 기존 CMBS 시장은 리파이낸싱 스트레스 표면화 단계, 일반적으로 대출 부실화는 리파이낸싱 실패에서 야기됨
- 10월 기준 CMBS의 전체 연체율은 7.46%로 2025년 들어 지속적 상승세. 심각 연체율(60일 연체, 압류, REO 등)이 6.99%로 대부분은 손상된 수준
- 오피스: 역대 최고의 연체율을 보이는데 금리 부담뿐 아니라 구조적 수요 하락도 가세했기 때문
- 멀티패밀리: 과잉공급과 금리 영향으로 연체율은 7%대 진입, 리테일/호텔: 팬데믹 후 안정화돼 상대적으로 위험이 낮음, 산업용: 0.64%로 건전
- CMBS 2.0+(금융위기 이후 2010년 제도 강화 이후 발행)는 금리와 리파이낸싱 충격에는 여전히 취약해 연체율 차이가 크지 않음
- 부동산 가격이 반등해도 부채 스트레스는 6~12개월 늦게 반영되기 시작함을 고려해야 함, 2026년은 부채 구조조정이 활발할 전망

CMBS의 30일 이상 연체율



자료: Trepp, 삼성증권

CMBS 2.0+의 30일 이상 연체율



자료: Trepp, 삼성증권

연체율에 따른 대출채권 상황

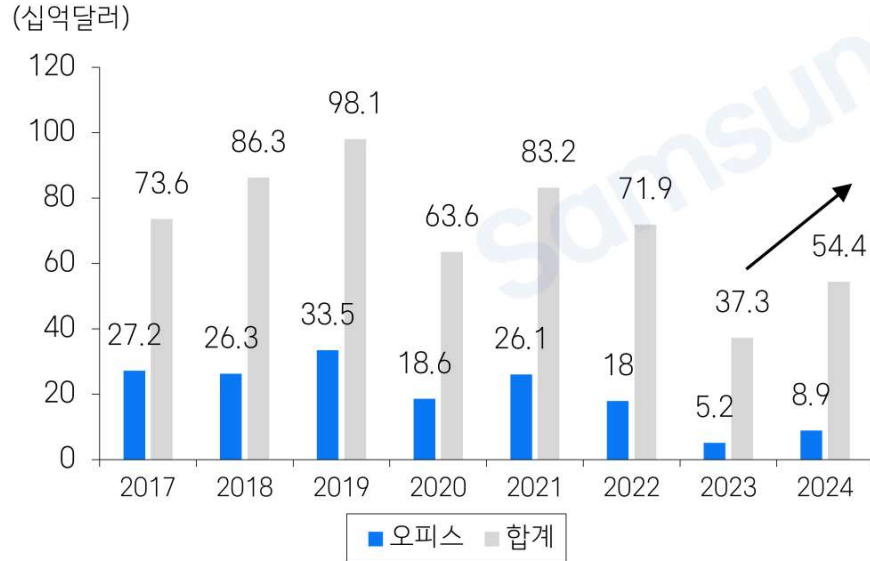
	비중	의미
현재	91.08%	정상적으로 원리금 납입 중
30일 연체	0.47%	연체 초기
60일 연체	0.16%	심화된 연체
90일 연체	0.53%	심각한 연체
Performing matured balloon	1.46%	만기 도래했으나 연장, 리파이낸싱을 못한채 이자만 납입
Non-performing matured balloon	2.41%	만기 연장 실패, 이자 납입 불가
압류	2.89%	압류 절차 진행 중
REO(Real estate owned)	1.00%	대주가 자산을 회수한 상태

참고: 삼성증권

대출 시장 변화: 신규 대출 회복, 부채 구조조정 솔루션

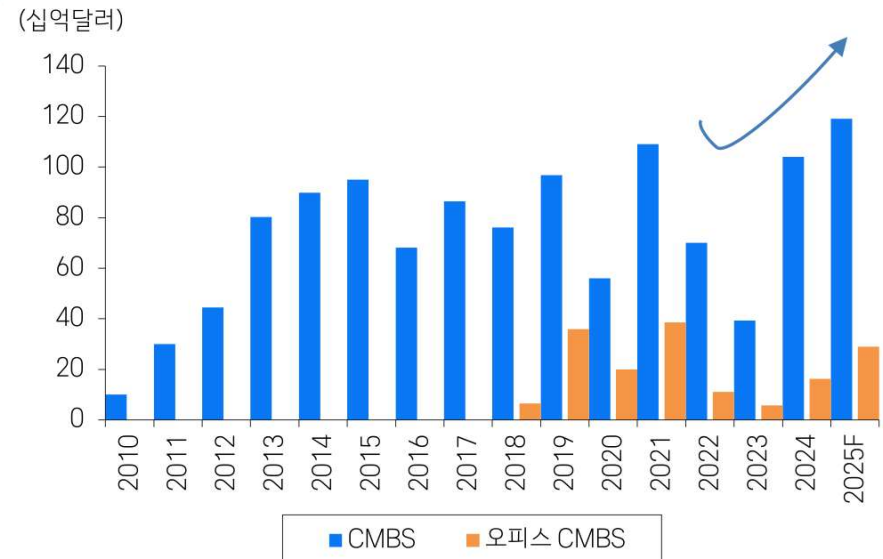
- 기존 대출 시장은 불안하나 신규 대출은 긍정적. 부동산 가격이 안정되고 신규 대출은 기존 대비 대주에게 유리한 구조로 전환 중
- 2025년 상반기 신규 대출은 2024년 말 대비 13%, 전년 동기 대비 90% 이상 증가하며 2023년 이후 최고 수준으로 회복
- 대출 스프레드도 2023년 대비 180~200bp 축소, 자산가격 안정으로 신규 대출의 LTV 하락. 폐쇄형 펀드 기준 60%, 오픈엔드 펀드 30% 등
- CRE 대출 시장은 전환기. 사모신용의 영향력 확대. 2024년 사모신용은 CRE대출의 24%를 차지하며 이전 10년 평균 14%를 상회하기 시작
 - CRE 대출 시장은 다양한 자본 출처가 공존하게 되며 리스크 분산, 그럼에도 자금조달 여건은 양극화. 신용이 우수하고 레버리지 낮은 자산에 쏠림 현상
- 매입 caprate가 대출금리를 상회하는 시기에는 신규 대출 수요가 증가하는데다, 만기 집중으로 리파이낸싱 거래 급증이 대출 시장 활성화의 주요인

오피스 신규 대출 발행액



자료: MSCIRCA, 삼성증권

CMBS 발행액 추이



참고: Trepp, 삼성증권

대출 시장 변화: 은행과 사모신용의 재진입

- 은행이 CRE 대출에 보수적으로 전환하며 비은행 기관인 사모대출, 보험사의 비중 확대
- 대주별 변화: 은행 33%(증가), 사모신용 14%(증가), CMBS 21%(소폭 하락), GSE(하락). 개발 펀드는 사모신용이 지배. 일반적으로 사모신용과 지역은행의 레버리지는 높음
- 은행, 사모신용이 CRE 대출 시장에 복귀하며 최근 CMBS의 경쟁력 약화. 대출 조건은 엄격해지고 금융 구조화, LTV, DSCR 등이 중요해짐
- 은행은 기존 대출의 잠재적 손실을 신규 대출 증가를 통한 수익기회로 상쇄 중. FRB에 따르면 인수 기준이 완화되는 추세. 추정치보다 낮은 손실 충당금 영향

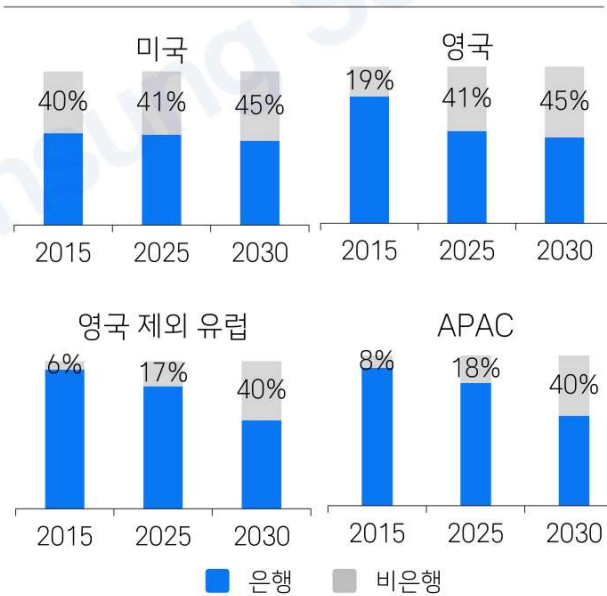
대출 주체별 LTV와 금액 변화

	대출액 평균 (백만달러)		LTV	
	1H25	1H24	1H25	1H24
정부기관 (GSE)	19.9	16.0	61.8%	60.4%
CMBS	27.9	26.4	63.5%	61.5%
국제은행	18.5	14.7	61.3%	62.5%
은행	12.3	10.6	63.4%	63.4%
지역은행	6.0	6.0	67.6%	66.7%
사모신용	19.9	18.0	68.6%	65.1%
보험사	20.2	18.0	60.0%	60.7%
합계	13.1	12.6	64.4%	62.8%

참고: 전통은행 Big 4는 Wells Fargo, Bank of America, JP Morgan
건설 금융 상위 대주는 Bank OZK, US Bancorp, Madison Realty
Capital 등 사모신용 위주

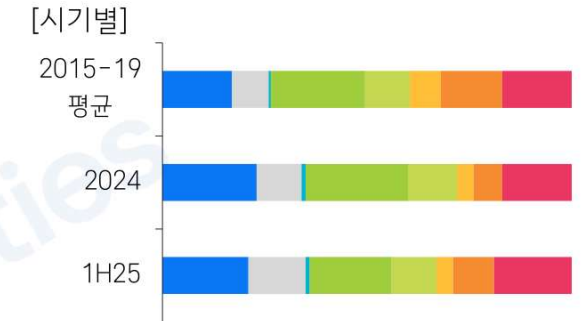
자료: MSCI RCA

대출 주체별 비중 변화(지역별), 비은행 60% 예상

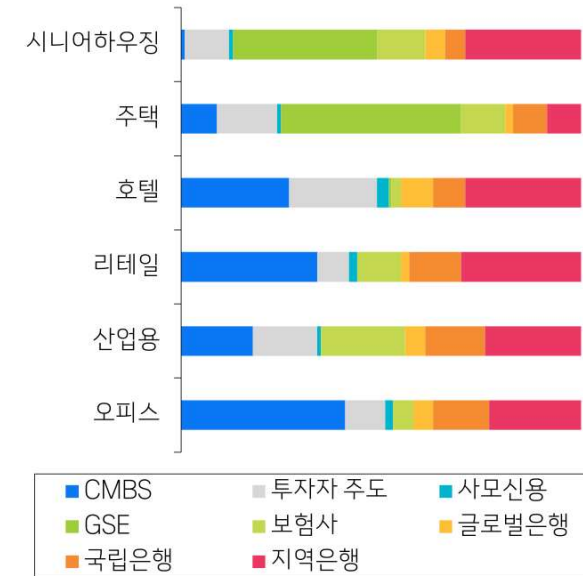


자료: DWS

미국 CRE 대출 주체 breakdown



[자산별]



자료: MSCI RCA, 삼성증권

PART
02

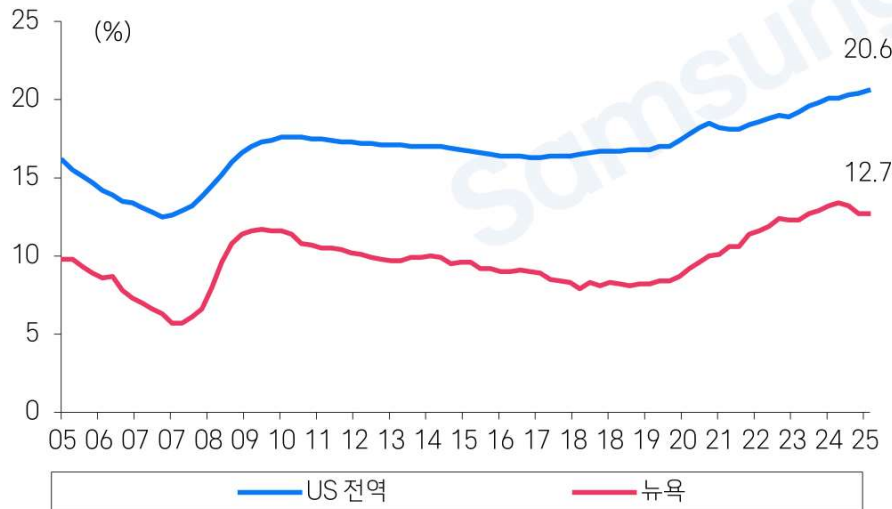
미국 상업용 부동산 섹터별 분석

Samsung Securities

① 오피스: 공급 감소에도 공실 상승

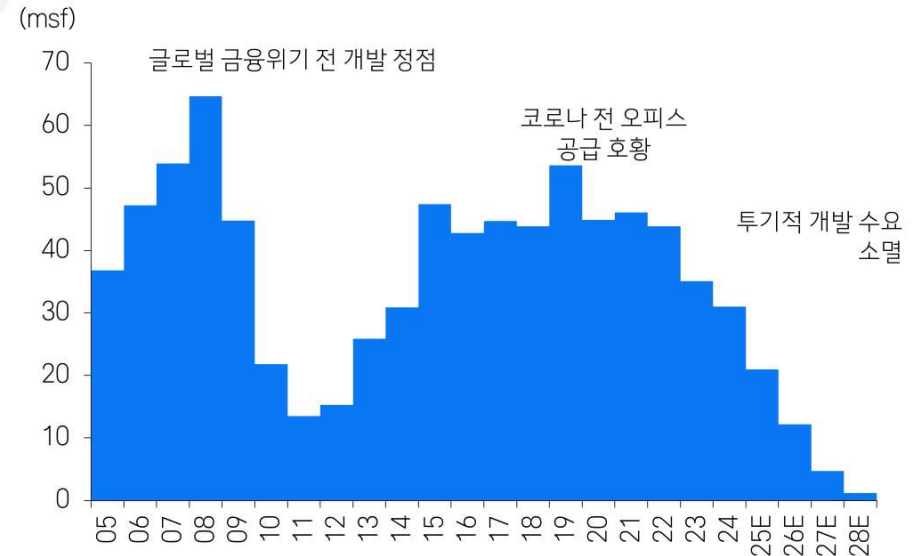
- 미국 오피스 시장은 2024년, 오피스 복귀 지침과 가격 급락 매력으로 강력한 거래 및 가격 반등을 보였으나 2025년 들어 지지부진
- 2025년 오피스 공급은 13년 만의 최저를 기록하는 등 공급 감소가 뚜렷하나 전역의 공실률은 선벨트 중심으로 상승세 지속
- 투기적 개발은 거의 소멸, 최상위급 오피스 공급 감소로 프라임 오피스 임대료는 상승하는 임대인 우위 시장, 이를 반영해 맨해튼 시장만 공실 하락
- 수요 거품이 해소되는 단계. 서브리스 공간은 7개 분기 연속 감소세. 서브리스 공급은 2023년 3분기 최고치 대비 21% 감소
- 프라임과 비프라임 자산간 격차 확대. 프라임 오피스의 공실률은 13.6%로 하락세이나 비프라임은 이보다 5%p 내외 높음
 - 2025년 들어 공실률 하락 상위 시장은 샌프란시스코, 덴버, 시카고, 시애틀 등. AI 산업 영향으로 연관산업 고용 증가 영향

미국 오피스 공실률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 오피스 공급량 전망치

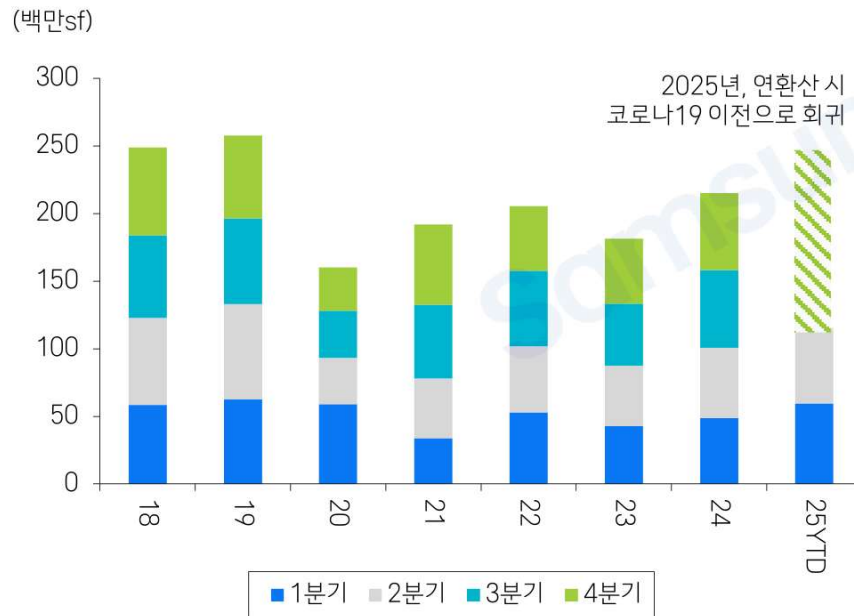


자료: CoStar Group, 삼성증권

① 오피스: 임대 활동 증가

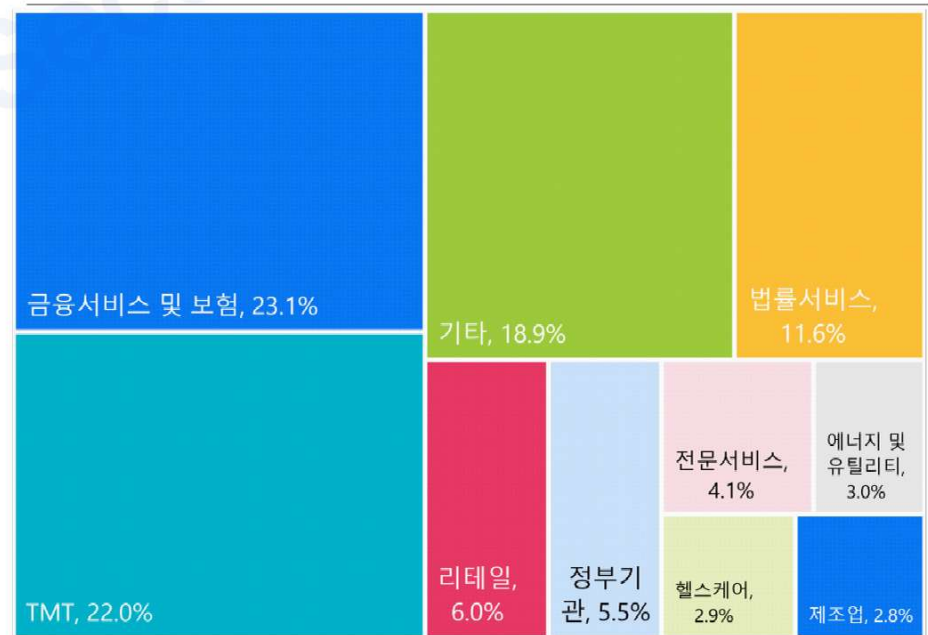
- 2024년부터 오피스 복귀 모멘텀이 강화되며 임대차 활동 증가. 2025년 상반기 임대차 활동은 전년 대비 15% 증가
- 수요 요인은 대부분 고용 증가보다 사무실 복귀 압력에 의한 것으로 하반기부터 임대차 활동은 다소 완만해짐
- 현재 1만~2만sf 내외의 중소 임차인 수요가 거래의 핵심, 상반기 기준 신규 임대차 활동의 주역은 금융서비스 및 보험. 주도 섹터인 TAMI를 상회
- 가장 활발한 임대차 활동을 보였던 지역은 맨해튼. 2024년 4분기 임대차 활동은 코로나19 이후 최대치를 기록
- 게이트웨이 프라임 오피스 중심으로 안정화 추세. 맨해튼, 샌프란시스코, 달라스, 샬럿 등은 공급 부족과 앵커 테넌트 수요가 지지

오피스 임대차 활동 실적



자료: CBRE

2025년 상반기 주체별 임차 비중



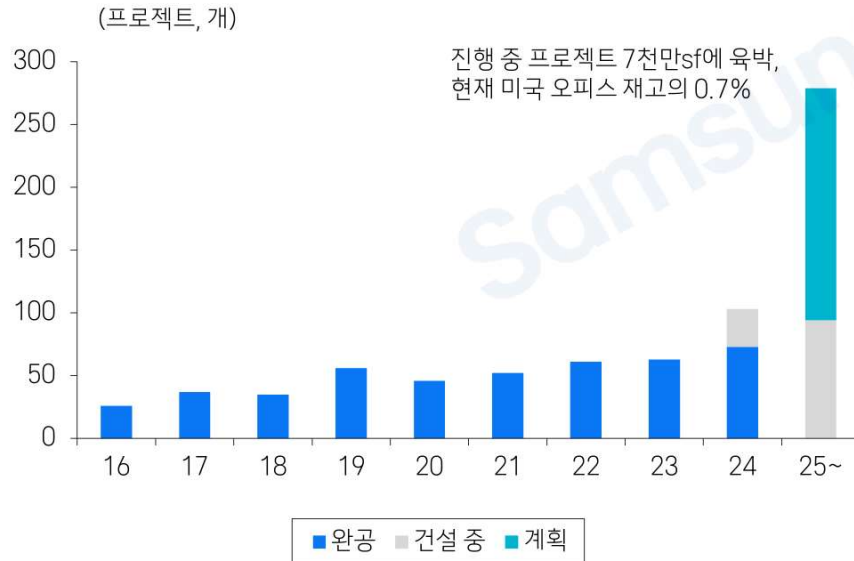
자료: Savills

전통 자산

① 오피스: 컨버전 활발

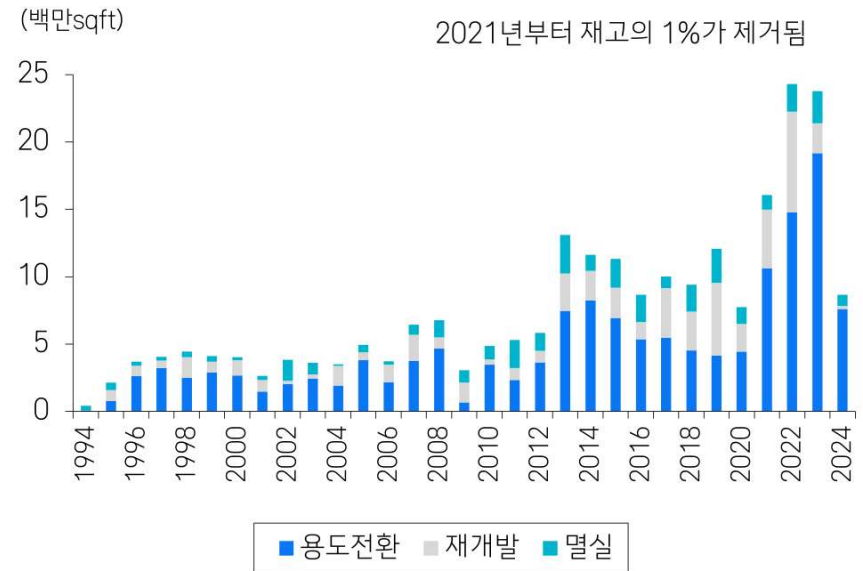
- 수급상 긍정적인 점은 오피스 멸실이 꾸준히 이뤄지고 있다는 점, 2021~2024년, 미 오피스 재고의 1%가 제거. 용도전환, 재개발, 자연 멸실 등
- 오피스 수요의 구조적 하락을 반영해 오피스 컨버전(용도 전환) 사례 증가. 2025년 기준 94건의 오피스가 용도전환 개발 중이며 185건은 계획 중
- 2026년은 본격적으로 NPL 증가 가능성. 오피스를 주거용이나 라이프사이언스 시설로 전환하는 움직임이 본격화될 것
- 이제 오피스 투자 전략은 Capital gain보다 배당 및 NAV할인율 축소를 주요 수익원으로 보는 접근으로 전환할 전망
- 에쿼티 투자는 높은 리스크 및 리턴을 고려해 코어자산보다 리포지셔닝(용도전환)을 목표로 한 밸류애드 전략 활성화 예상
- 대출 전략은 고금리 시기 압박이 심해진 오피스를 좋은 담보 위주로 선별해 구조화하는 방식으로 다운사이드 방어 예상
- 2026년 오피스 시장은 NPL 증가와 컨버전이 활발해질 전망, 2026년을 지나며 부실 정리, 가격 재조정 마무리 단계 예상

오피스 컨버전 현황



참고: 미국 오피스 재고는 100억sf로 추정(Costar기준)
자료: CBRE

미국 오피스 멸실 추이

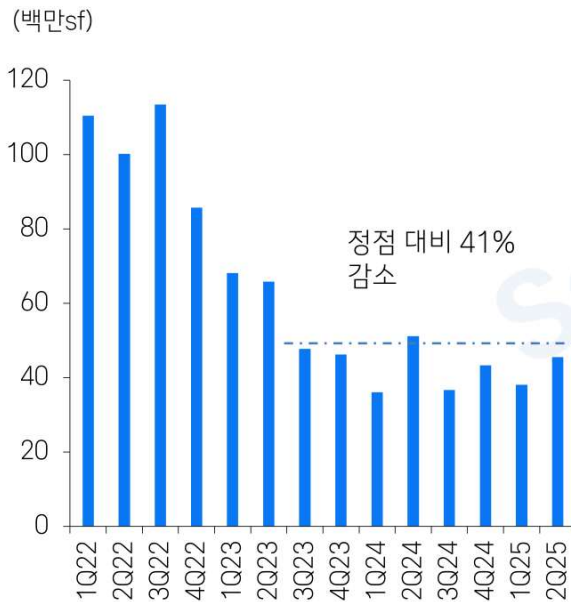


자료: JLL

② 산업용(물류센터): 수급 분석

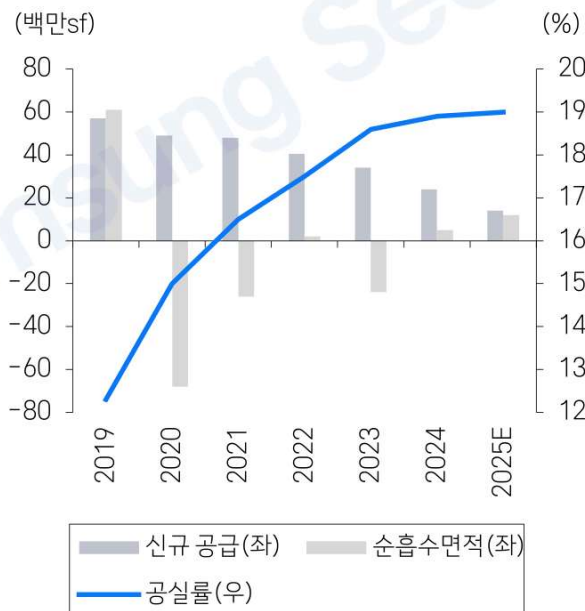
- 미국 부동산 공급은 전 섹터에서 하락세, 관세 정책이 이를 심화. 2025년 신규 공급량 급감, 13년 만의 최저(1,300만sf), 전년대비 37% 하락
- 2027년까지 공급 전망이 하향 조정되는 상황에서 물류센터는 가장 큰 공급 감소를 보이고 있어 자산 가격과 임대료에 긍정적 영향
- 최근 물류센터의 순흡수면적이 증가세이나 예상보다 낮은 수요 시사. 기업의 확장 지연, 보수적 고용, 관세정책 불확실성으로 공실은 공급 감소에도 불구하고 완만히 하락. 당초 2025년 하반기 공실 하락을 예상했으나 2026년 중반 정점 기록 후 하락 전망
- 장기 수요는 견조하나 2020년 이전 건설된 물류센터에서 대규모 퇴거 현상, 신축 선호(Flight to quality) 강화
 - 평균 임대료 상승률은 0.3~1.0%의 저성장 국면이나 2025년 말 이후 중기 평균으로 회귀 전망, 여기에 신축이 주도할 것

미국 물류센터 신규 착공



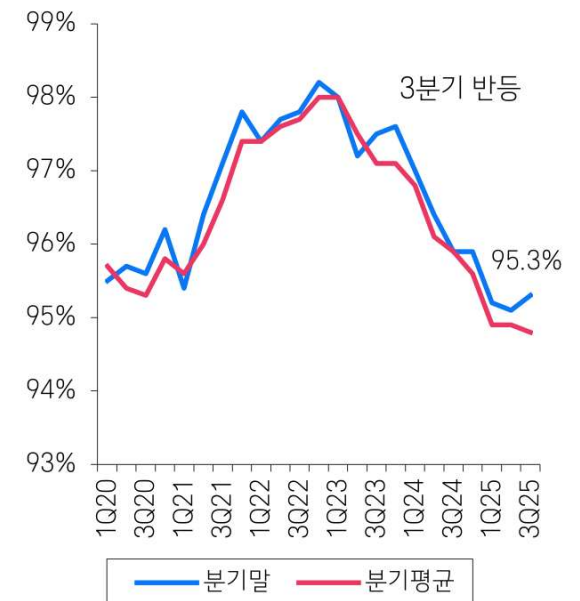
자료: CBRE

미국 물류센터 순흡수면적과 공급



자료: 프로로지스, 삼성증권

프로로지스, 3분기 말부터 임대율 반등

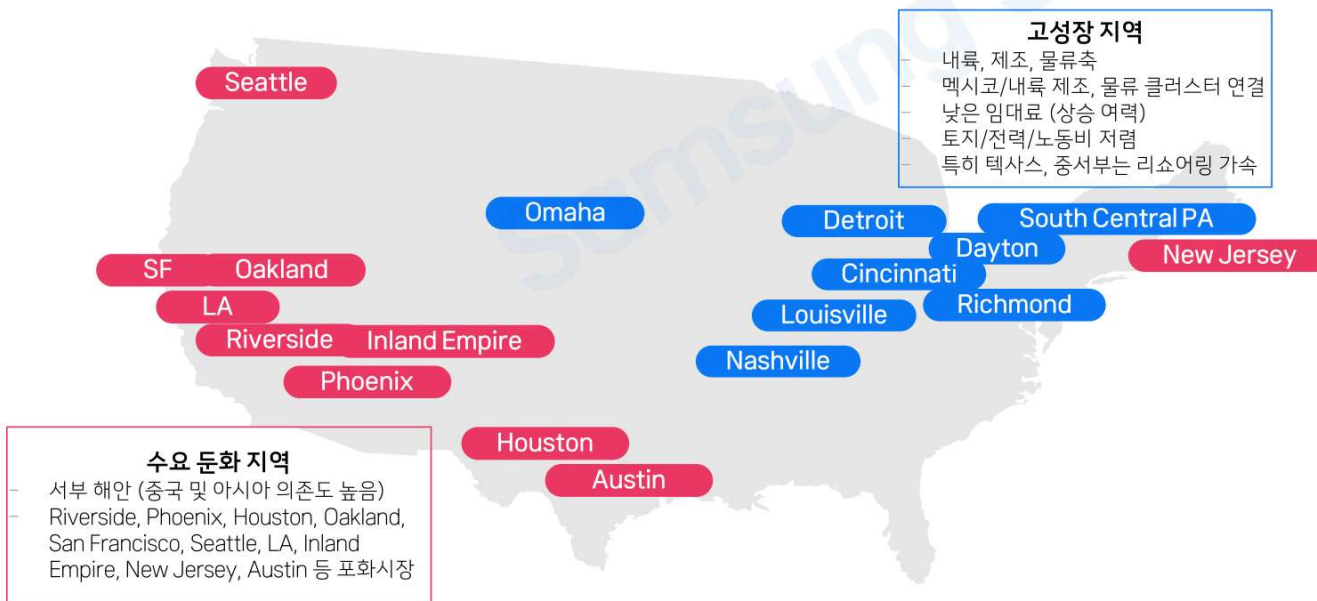


자료: 프로로지스, 삼성증권

② 물류센터: 관세정책 영향 완화

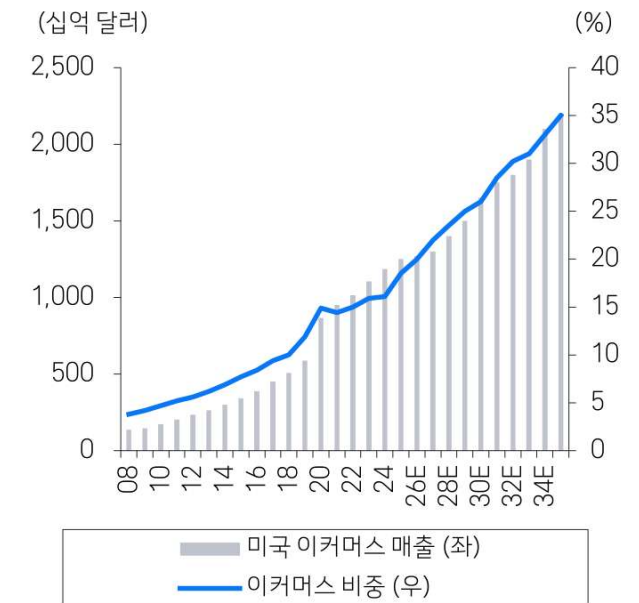
- 속도는 느리나 2026년부터 점차 수요 회복 예상. 관세정책으로 임차인의 글로벌 공급망 재편이 임차시장에 영향을 미쳤으나 불확실성 해소 중
- 관세정책으로 아시아 항구 → 서해안으로 선적되는 컨테이너 가격은 6월 이후 60% 하락하며 수입 감소의 영향이 반영되기 시작
 - 관세정책에 최대 취약지역은 서부 게이트웨이. 이 의존도가 서서히 줄고 동/걸프/선벨트/국경 경계의 물류센터 임차 비중 상승 예상
- 그러나 미 물류 수요의 15%만이 글로벌 무역과 직접적 연관. 75%는 미국 내 소비자 배송용이며 주요 대도시권 수요 기반
 - 이커머스 보급률, 현재 24% → 2030년 30%로 예상, 이는 1억 sf의 물류 수요 창출, 과도했던 이커머스 붐은 끝났어도 정상화된 높은 수요 유지
- 기업들은 BTS(맞춤형 개발) 구축 추세, 제조업의 온쇼어링 및 니어쇼어링으로 특수 제조시설 및 첨단 물류 수요 중심
 - 상대적 수혜 지역은 멕시코 접경, 내륙 제조축 도시. 연결성과 비용 효율성이 중요해졌기 때문
- Cap rate 정점 직후가 사이클상 upside가 높은 시기. 저평가된 지역 중심으로 2026년 거래 증가 전망, 상대적으로 대출 부실이 낮다는 점도 긍정적

관세정책 이후 임대료 반등 예상 지역: 게이트웨이 지역에서 내수 및 니어쇼어링 지역으로 관심 이동



자료: 삼성증권

미국 리테일 판매에서 이커머스 비중



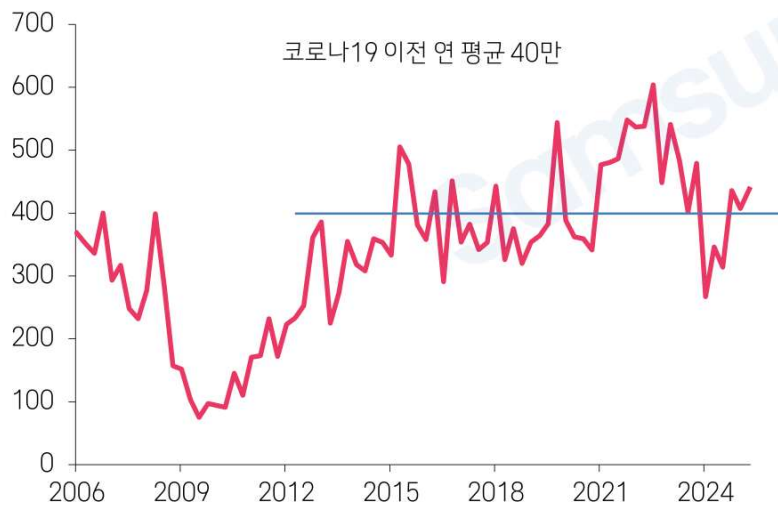
자료: FRED, 삼성증권

③ 멀티패밀리: 수급 분석

- 멀티패밀리 수요는 인구 증가와 공급 부족으로 강세. 금융위기 이후 주택 부족으로 60만 가구의 아파트 부족 현상, 2035년까지 430만가구 건설이 필요
- 2023년의 공급 속도를 유지한다고 가정해도 수급 균형을 위해서는 7.5년 소요, 그러나 최근 공급 여건은 더욱 악화
- 2023~2025년 멀티패밀리 착공은 과거 평균의 40% 이상 감소. 코로나19를 기점으로 공급이 급증한 선벨트 지역도 완공 물량이 2026년부터 감소 - 뉴욕, 보스턴, 시카고 등 재고 증가율이 연 1~2%에 불과한 일부 상위 시장은 공급 부족 표면화, 북동부/중서부 중심으로 임대료 상승 압력 시작 2024년 4분기부터 연간 순흡수가 공급을 상회하기 시작, 2022년 1분기 이후 처음. 공실은 2025년 들어 8%대로 안정화 추세
- 리스크는 수요 약세 동인 발생. 2년간 600만명의 이민자가 유입되었던 이민 붐이 종료되고 강경한 이민자 정책으로 이민자 비중이 높은 시장은 영향
- 멀티패밀리도 지리적 편차가 큼. 2025년 들어 샌프란시스코는 최대의 반전을 보인 도시. 연 흡수량은 지난 10년간 최대 수준, AI 분야 채용에 의한 것

미국 멀티패밀리 착공

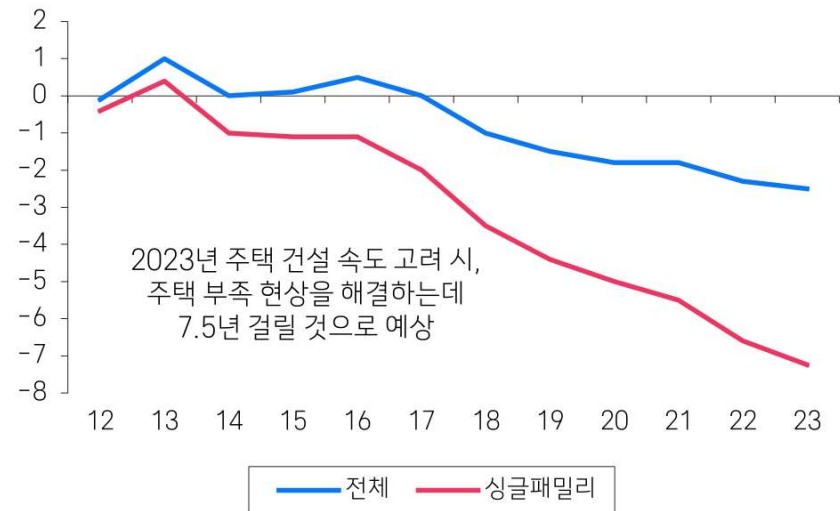
(천세대)



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국의 누적적 주택 공급 부족 현상

(천세대)

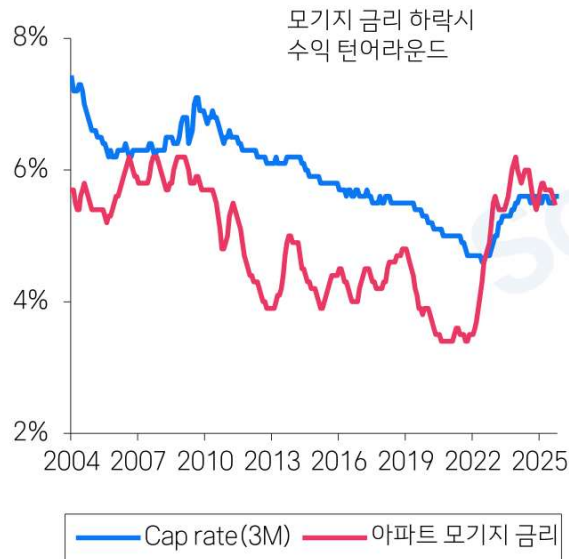


자료: Realtor, 삼성증권

③ 멀티패밀리: NOI 바닥 구간

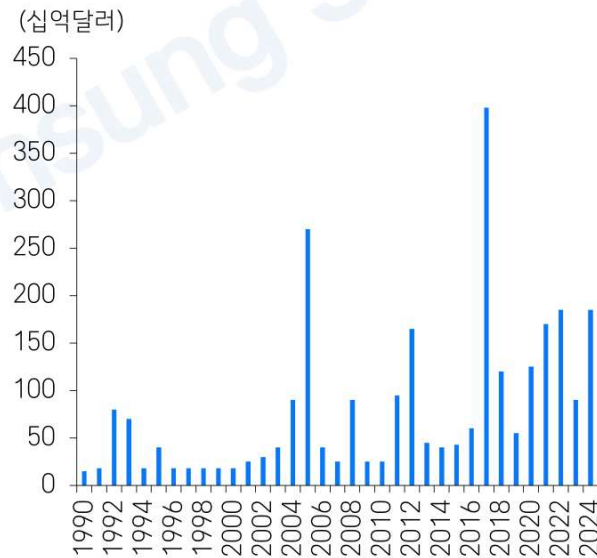
- 높은 수요에도 멀티패밀리의 대출 부실 표면화 이유는 건설비용, 보험료, 금리 영향으로 NOI가 압박을 받고 있기 때문
- 금리를 반영해 cap rate는 상승, 만약 10년물 금리가 4%대 미만으로 유의미하게 하락한다면 멀티패밀리의 cap rate는 재조정, 가격 상승 예상
- 임대료는 2024년 말에 바닥이었으며 2025년 (+) 전환했으나 미약. 5년 평균 임대료 성장률은 2%대 후반~3%대 초반으로 개선될 전망
- 최대 변수이던 비용 요인 완화. 더불어 에너지 스타인증 건물은 에너지 사용량이 35% 감소한 것으로 나타나 비용 절감과 ESG 자본 유치에 영향을 줄 전망
- 그러나 대형 자연재해 발생 건수와 비용이 증가하고 있음은 리스크

아파트 Cap rate와 모기지 금리



자료: Bloomberg, MSCI RCA, 삼성증권

재난 이벤트 증가



자료: NOAA National centers for Environmental information

지역별 임대료 상승 가능 지역

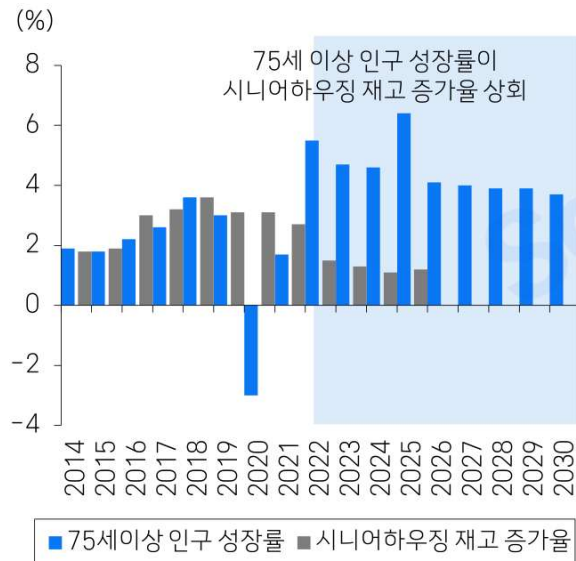


자료: 삼성증권

④ 시니어하우징: 확신의 자산

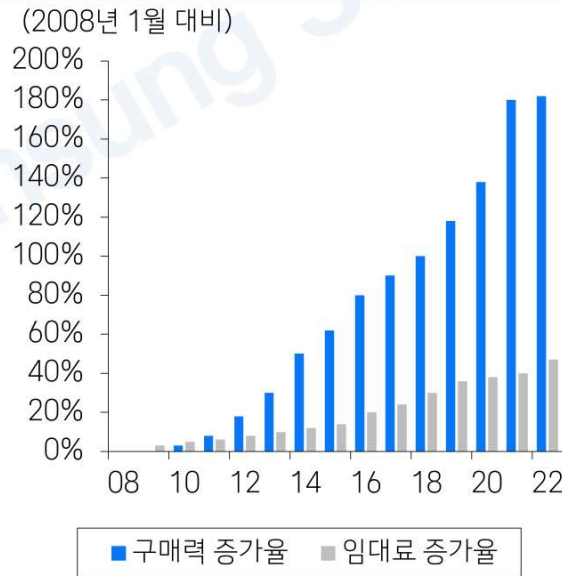
- 주거 섹터 내 시니어하우징의 수요 초과 현상 장기화. 인구 구조(베이비부머가 75세 이상 연령 진입)와 수급 불균형에서 투자 기회 풍부
- 75세 이상 인구는 2030년까지 400만명 이상, 연평균 4%씩 증가하는 반면 시니어하우징 공급 증가율은 연평균 1% 미만, 2006년 이후 최저치
- 임대료 상승에도 불구하고, 시니어하우징 임대료를 감당할 수 있는 시니어하우징 비율은 역사적으로 높은 수준, 소득과 가계자산 증가 영향
- 지난 2년간 인플레이션 완화로 시니어하우징의 인건비 완화도 긍정적
- 미국은 시니어하우징, 유럽은 학생 기숙사가 가장 성장성 높은 자산군으로 인식될 것

시니어하우징 공급 수요 불균형



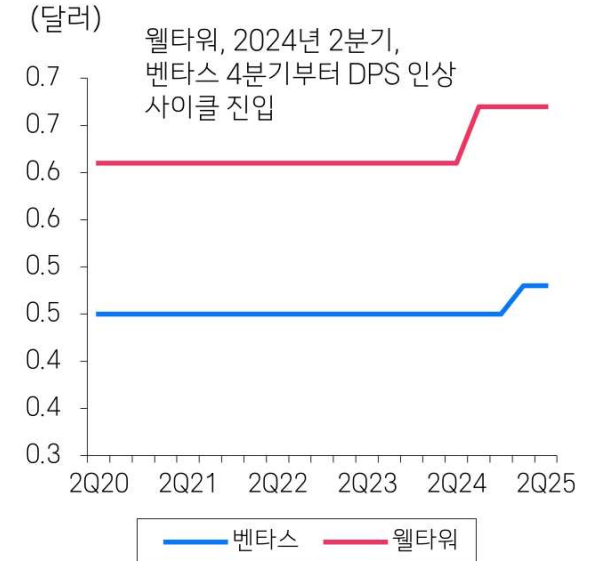
자료: NIC, 삼성증권

시니어의 구매력과 시니어 하우징 임대료 증가율



자료: Organization For Economic Co-operation and Development: Our World in Data

대표 헬스케어리츠인 2개사의 DPS 인상 시작



자료: 웰타워, 벤타스, 삼성증권

⑤ 데이터센터: 공급 사이클 시작

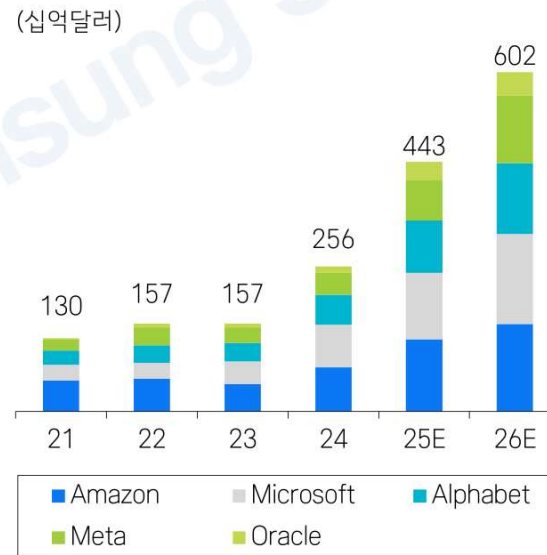
- 데이터센터는 최대의 건설 호황기. 완공 전 사전 임대 완료 사례가 증가하고 있음. 범용 코로케이션보다 AI전용 데이터센터 건설 사이클 영향
- 2025년 상반기 공실률은 1.6%로 역대 최저. 이는 임대료 상승 압력. 250~500kw 기준 평균 임대료는 200달러/kw까지 상승 예상(2013년의 2배)
- 임대료가 200달러를 넘기며 구조적 레벨업을 시사. 극심한 수요 초과 현상. 사전 임대비율도 2020~2024년 60~80%에서 2025년 80%로 상승
- 미국 내 건설중인 파이프라인은 전년 대비 3GW 증가한 6.4GW. 그러나 전력 인입과 자재 부족, 공사 지연으로 파이프라인 상태 장기화 경향
- 개발원가가 상승했지만 임대료는 더욱 빨리 상승해 yield에 문제는 없으나 착공 지연이 최종 IRR 하락 요인. 전력 부족이 최대 리스크로 부상

글로벌 하이퍼스케일 데이터센터 용량 전망



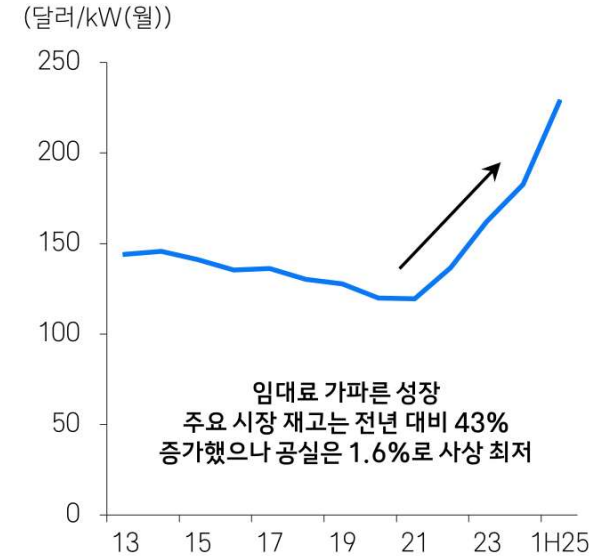
자료: Brookfield, 삼성증권

주요 CSP의 데이터센터 투자액



자료: 각사, 삼성증권

미국 데이터센터 임대료

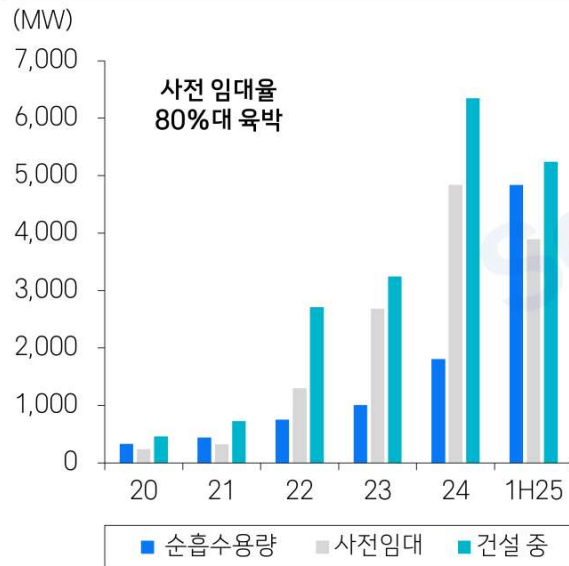


자료: 디지털리얼티, CBRE

⑤ 데이터센터: 전력 부족이 최대 리스크

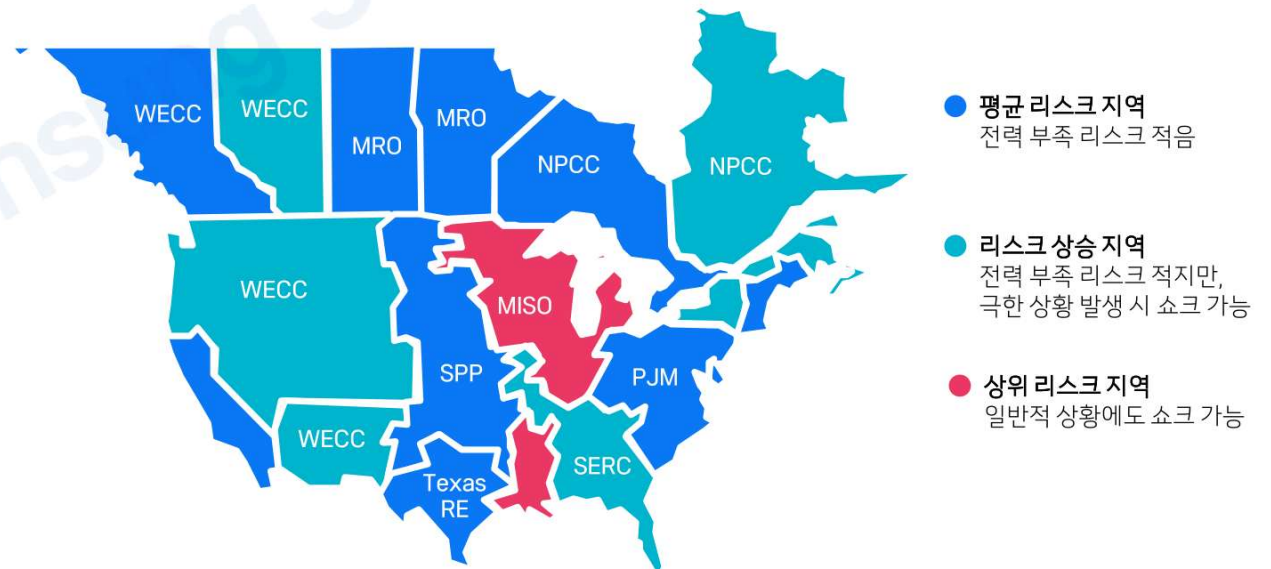
- 전력 공급망 안정성이 데이터센터의 핵심 투자 변수로 부상. 향후 10년간 북미의 절반 이상이 전력 부족 위험 지역이 될 가능성
- 데이터센터 개발 및 투자에 핵심 요인은 전력, 토지, 정책 인센티브. 이제 메인 시장은 기존의 1차 시장에서 전력이 가능한 2차 신흥시장으로 전환 중
 - Primary(1차) 시장: 실리콘밸리, 힐스버로, DFW 등. 토지/전력 인허가지연, 규제 강화로 진입장벽 상승, 기존 자산가치 상승
 - Secondary(2차) 시장: 오스틴-샌안토니오, 샤롯데 등. 전력 조달 기간이 짧고 토지비가싼 곳. 하이퍼스케일러가 분산 전략을 위해 데이터센터 구축
- 데이터센터의 에쿼티 투자시, 개발 및 JV 형태로 전력 및 부지 확보가 핵심
- 대출 전략 투자시 공사 지연 리스크를 감당할 수 있는 충분한 에쿼티 버퍼 확보가 중요해질 전망

미국 건설 중 데이터센터 용량



자료: CBRE

미국 내 에너지 부족 리스크 지역

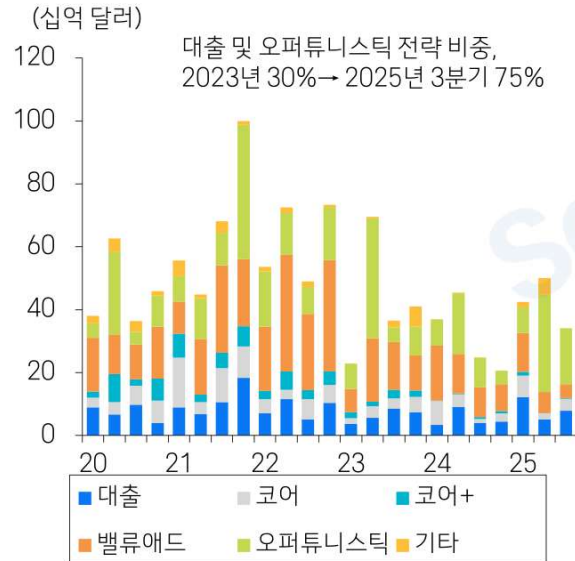


자료: EIA, 삼성증권

투자 전략: 대출 전략과 신성장 섹터 선호

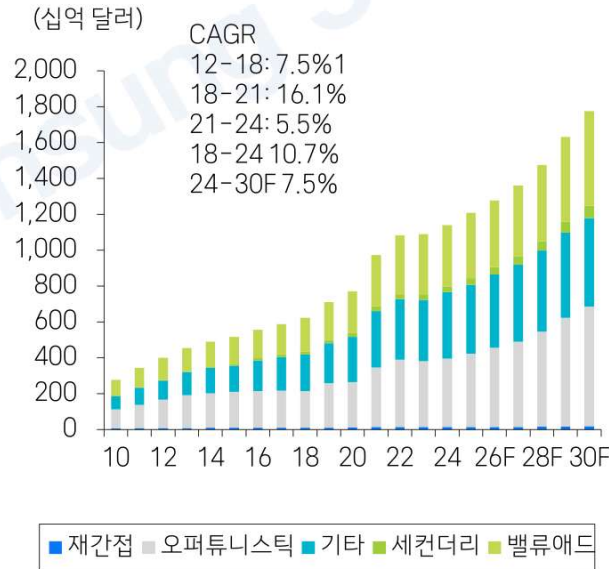
- 주요 기관의 포트폴리오에서 부동산의 비중 확대 가능성은 낮음, 최근 수익률 극대화를 위한 밸류애드 및 오퍼튜니스틱 투자에 집중
- 신규 매매거래는 감소세가 지속될 전망이므로 에퀴티 투자를 통한 자산 매입보다 대출 투자로 기존 자산을 재구조화하는 전략 기회가 늘어날 전망
- 2026년 유망 미국 부동산 투자 전략은 대출 전략으로 제시. ① 2026년까지 CRE 대출 만기 집중으로 투자 기회 확대, ② 대출 주체가 다양화되며 대주에게 비교적 유리한 조건으로 구조화 가능성, ③ 금리 정점 확인으로 이자수익은 큰 변화가 없이도 리스크 하락
- 금리 안정기인 2026년은 대출 수익률은 유지되며 변동성이 낮아지는 구간, 금리 급등기는 수익률은 높을지라도 변동성이 확대되므로 대출 전략에 부정적
 - 스프레드는 채권 대비 매력적. 선순위 사모대출은 일반 기업채 대비 수익률 우위, 보수적인 LTV와 구조적 보호 장치에 의해 하방 방어
 - 금리가 유의미하게 하락 시, 멀티패밀리 대출 안정성 부각 전망. 패니메이 등 GSE는 멀티패밀리 대출의 40%를 차지하며 시장 안정성에 기여
- 유망 섹터는 구조적 수요 증가, 과거 대출 부실 리스크가 적은 신성장 섹터인 데이터센터, 시니어하우징과 주거용 섹터

글로벌 부동산 펀드 자금조달- 대출 및 오퍼튜니스틱



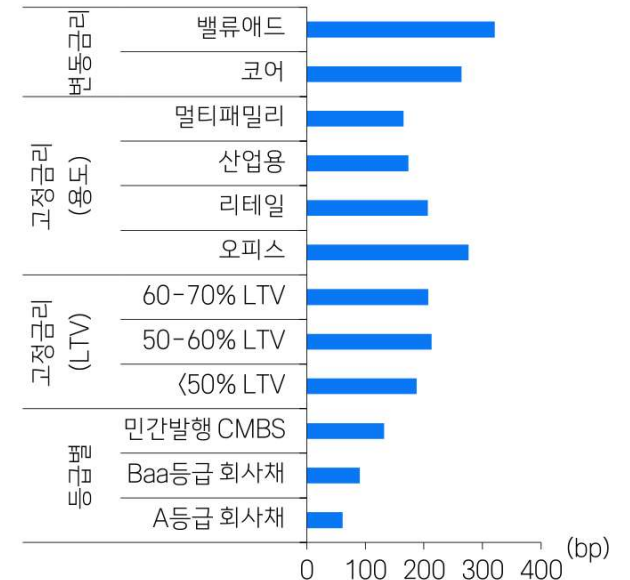
참고: 2025년은 3분기까지 수치
자료: Preqin, 삼성증권

미국 부동산 사모펀드 AUM 전망



자료: Preqin, 삼성증권

부동산 대출 스프레드 비교



자료: Bloomberg, Cushman&Wakefield, 삼성증권

PART
03

유럽 상업용 부동산

Samsung Securities

거래 시장: 정상화 단계

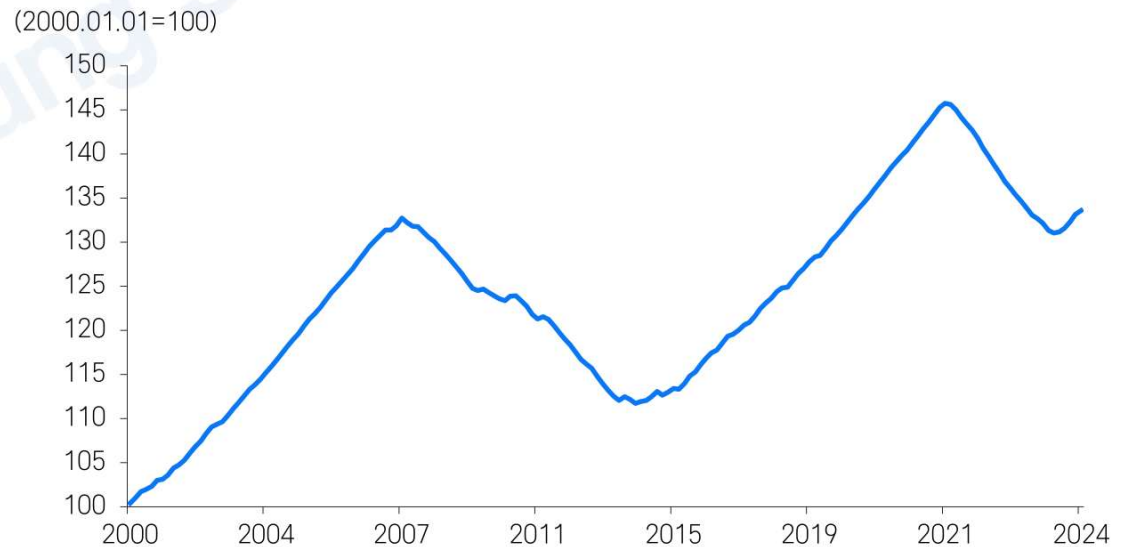
- 유럽 부동산 가격은 글로벌 금융위기와 유사한 수준의 가격 조정 이벤트를 경험한 이후 2024년부터 안정화 추세
- 가격 안정화와 함께 2024년 4분기부터 거래액 반등, 2025년 하반기 미국 정책 리스크로 미국 투자자 이탈로 일시적 위축되었으나 최근 대형 거래 발표
- 유럽은 금리 하락의 혜택으로 부동산 안정화 속도가 비교적 빠름, 대부분의 섹터에서 긍정적인 레버리지 효과가 가능해짐
 - 현재 선순위 대출 금리 4% 내외로 2023년 고점 대비 200bp 내외 하락
- 2025년 상반기 유럽 중심의 부동산 펀드들은 강한 자금조달 실적을 보임. 205억 달러를 모집하며 2020년 이후 가장 높은 수준, 거래량 증가 예상
- 낮은 신규 공급으로 점차 임대료 성장세가 견고해지고 있음. 그러나 섹터별 편차는 여전히 극심. 주거용 부동산과 우량 물류센터에 국한된 임대료 상승

유럽 사모 부동산 펀드 거래액



참고: 리츠, 기업간 인수 합병 등 배제, 사모펀드 기준
자료: Preqin, 삼성증권

유럽 부동산 가격 지수

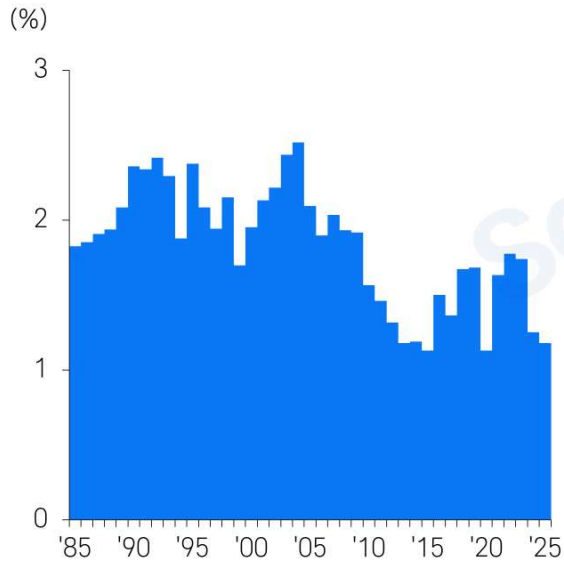


자료: MSCI RCI, Bank for International Settlements, 삼성증권

수급: 공급 부족 심화

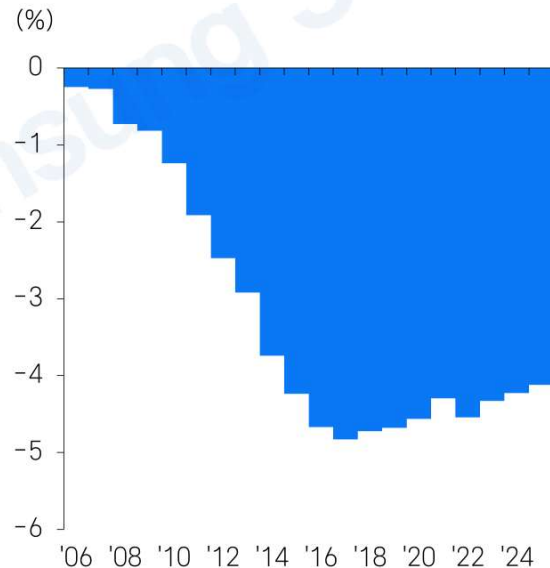
- 공급 부족이 심화되며 주요 섹터에서 임대료 회복 중. 건설비용 급등, 금리 부담으로 개발이 다수 취소되거나 지연된 영향
- 프로젝트 취소는 2023~2024년 급증하며 2025년부터 공급 부족 예고. 특히 주거난 심화. 아파트 임대료는 소득 증가와 공급 부족으로 가장 상승폭 큼
- 물류센터는 지역별/상품별 차별화. 수요 기반은 견조하나 공실이 여전하고 이미 임대료 부담이 큰 상황이라 추가 상승 여력 제한적
 - 핵심 물류허브인 네덜란드, 독일 라인-루르, 프랑스 일부 등 일부 지역은 공급 제한으로 임대료 상승 압력
- 오피스는 2025년까지 공급이 있었으나 2026~2027년 완공은 크게 감소할 것, 유럽 내 프라임 오피스가 희소해지며 B급 이하 자산과 격차 확대
- 수급 요건 고려 시 선호되는 지역은 유럽 CBD 오피스, 런던과 파리의 리테일, 이탈리아 물류센터, 독일의 아파트 등

유럽 전체 부동산의 순 공급량, 재고 대비 비중



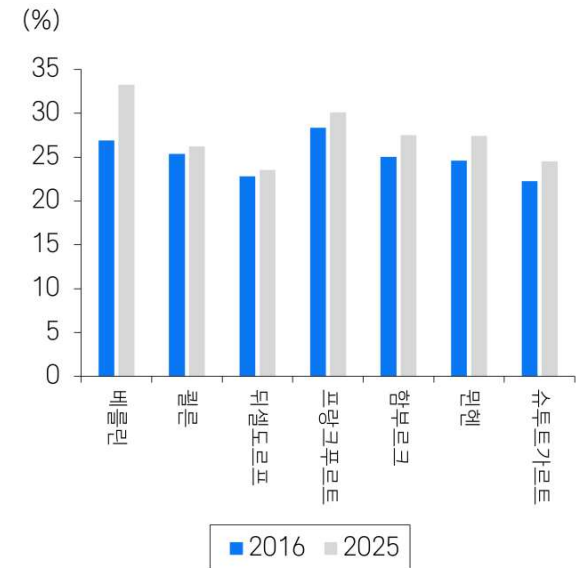
참고: 2025년 11월 기준
자료: PMA, 삼성증권

유럽 주택 공급 부족(총 세대 대비 부족 비중)



참고: 2025년 11월 기준
자료: Eurostat, 삼성증권

가처분소득 대비 임대료 부담 상위 도시

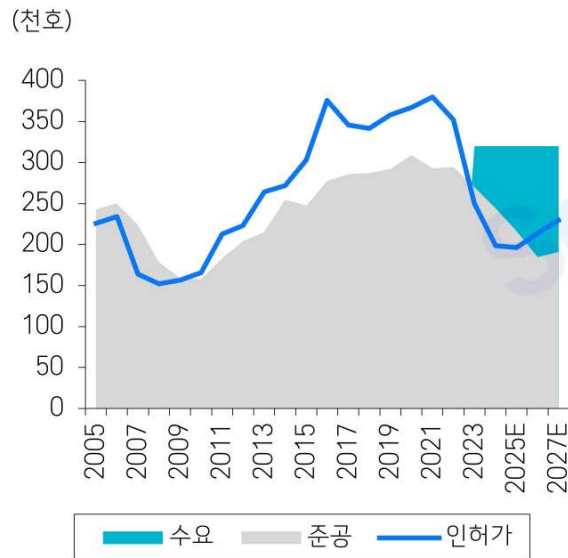


자료: CBRE, 삼성증권

주택시장: 주거난

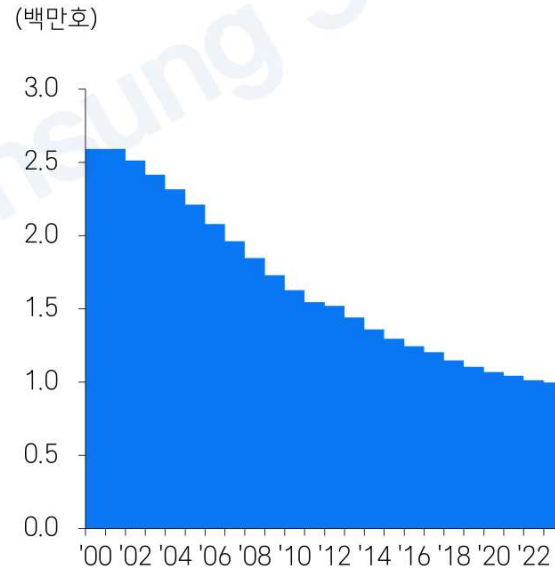
- 공급 부족과 수요 증가로 유럽의 주거 섹터는 확장 사이클 진입. 건설비 상승으로 신규 착공은 예상을 크게 하회
- 유럽 전역에서 주택가격과 월세가 소득보다 빨리 상승하며 주거 비용이 사회적 이슈로 확산. 사회주택 공급 축소도 주거난에 영향을 줌
- 독일은 다수의 주요 도시에서 주택공급 부족 직면, 이전 정부의 연 40만세대 신규 공급 목표는 미달성, 2024년 25만세대만 완공돼 2010년 이후 최저
 - 구조적 공급 부족과 이민(우크라이나, 시리아), 도시 집중 현상으로 2026년 임대료 상승 압력. 기관투자자에게 선호될 전망
 - 2015년 이후 대도시 임대료는 최대 50% 급등 이에 대비해 독일 정부는 건설 승인을 가속화하기 위한 촉진 계획 발표, 이에 따라 개발비용 절감 예상
 - 독일은 2024년부터 연 3~4%대의 임대료 상승이 예상돼 가장 NOI 상승폭이 클 국가
- 영국 역시 주거 시장의 성장 여력이 높음. 유럽에서 인구당 주택 수가 두번째로 적은 국가, 전국 650만채의 주택 부족

독일의 임대주택 수요와 공급



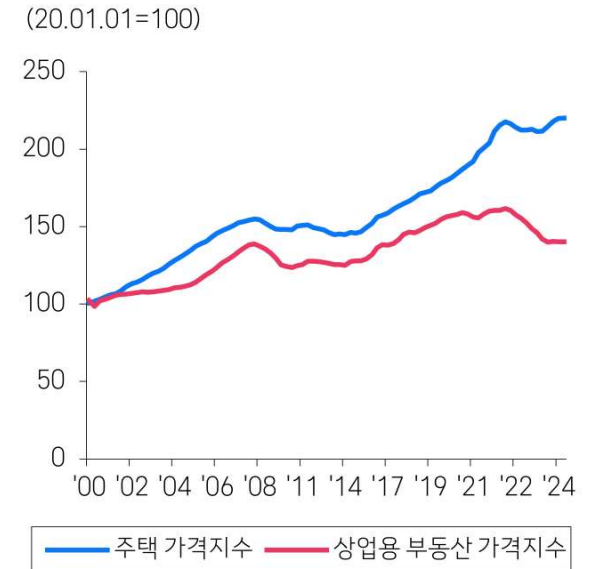
참고: 2025년 7월 조사 기준
자료: BBSR, 삼성증권

독일 사회주택 재고



참고: 2025년 7월 조사 기준
자료: BMW.SM.bund, 삼성증권

유럽 주택가격과 상업용 부동산 가격 지수 비교

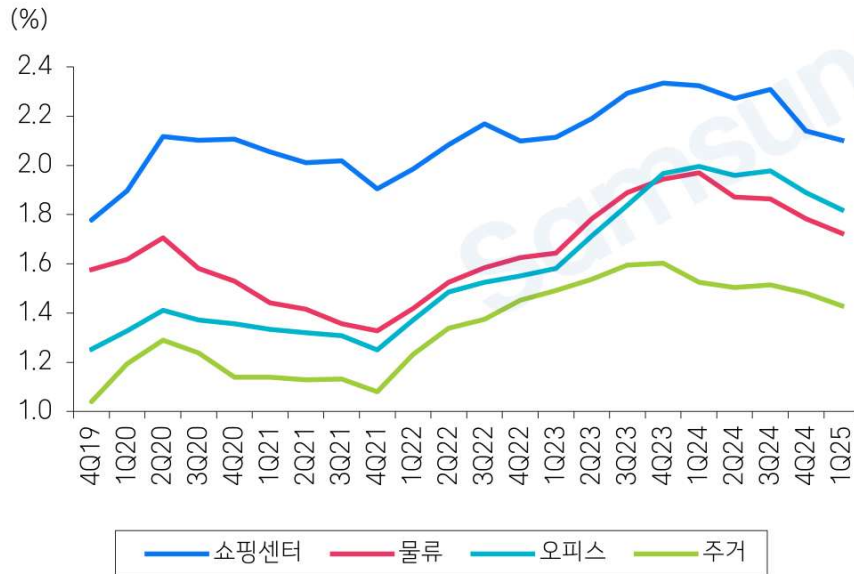


참고: 19개 유로존 기준
자료: Statista, 삼성증권

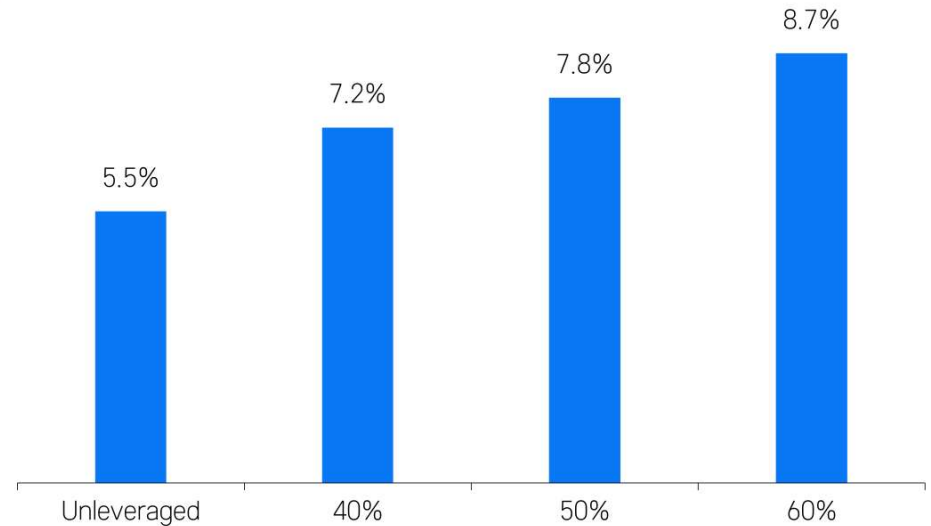
대출시장: 완화적으로 전환하는 LTV

- EU은행의 NPL 중 CRE 비율은 2024년 말 4.1%로 시스템 리스크 수준은 아님. 은행이 CRE 대출을 축소하고 있어 유럽도 사모신용 발달
- 2025년 유럽 CRE 시장은 부실 대출 구조조정 및 거래가 본격화되는 전환점이 될 전망, 최근 독일의 고레버리지 프로젝트에서 NPL 거래 증가 신호
- 대출 스프레드는 팬데믹 이전보다 여전히 높지만 2024년 초 정점에서 하향 추세. LTV는 보수적 수준이나 최근 자산가치 안정으로 조금씩 상승, 완화
 - 영국은 기존의 50~55%에서 60%로, 유럽 핵심 지역은 50%에서 55%까지 상승. 주로 주거용과 물류센터에서 LTV 완화 추세
 - 단, 약정(covenant)와 DSCR은 과거보다 크게 엄격해짐. 즉 대주에게 유리한 대출 조건이 많아 투자 기회로 검토
- 2024년까지 대출시장은 리파이낸싱 거래에 집중되었으나 2025년 들어 기회가 다양해짐. 사모신용의 역할이 커지고 금융 구조화 발달의 영향
- 유럽은 미국 대비 공급이 제한적이고 리스크는 낮지만 성장성 역시 제한적. 금리의 정점에 안정적 포트폴리오 배분 차원에서 대출 전략 중심의 접근

자산별 선순위 대출 스프레드



LTV에 따른 total return 변화율



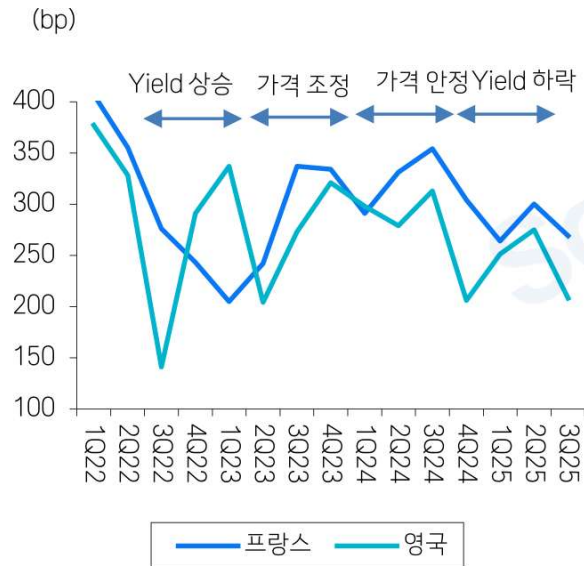
참고: 2025년 6월 기준
자료: DWS, Chatham

자료: Preqin, 삼성증권

투자 전략: 주거용 섹터 선호, 안정성이 핵심

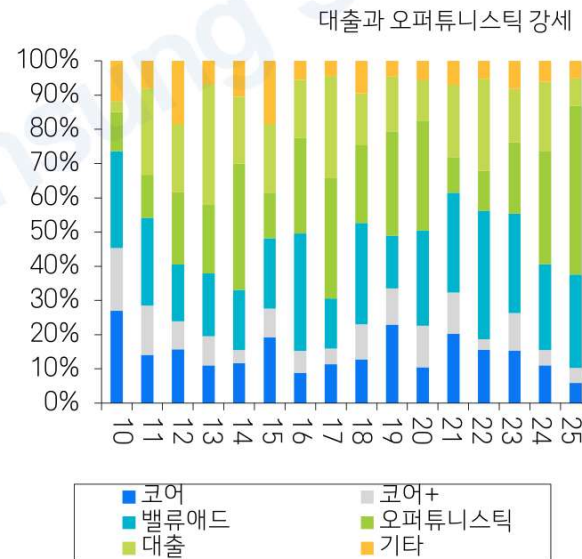
- 2025년 상반기 유럽 사모부동산 펀드는 오퍼튜니스틱 전략 중심으로 자금모집 증가. 밸류어드가 주도했던 2021~2023년과 다른 점
- 임대료 성장, 공실 낮은 코어 자산 가치 하락으로 재조정된 가격에 자산을 매입하고 레버리지 효과 활용은 안정적인 유럽 부동산에 적합
 - 특히 수급 불균형이 심한 주거 섹터 중, 주로 기숙사 자산에 오퍼튜니스틱 전략 활용도 상승
 - Yield 하락 추세이므로 부동산 가격 재조정이 끝나고 수익 여력 상승
- 유럽 상업용 부동산 거래에서 오피스 비중이 급락하는 대신 니치섹터 급등. 여기에는 PBSA(기숙사), 시니어하우징 등이 포함됨
- 2026년 유럽 부동산 투자 전략은 섹터는 주거용, 하위 전략은 대출이 유망. 유럽의 대도시 부동산 시장은 유동성과 투명성의 장점

국고채 금리와 cap rate 스프레드



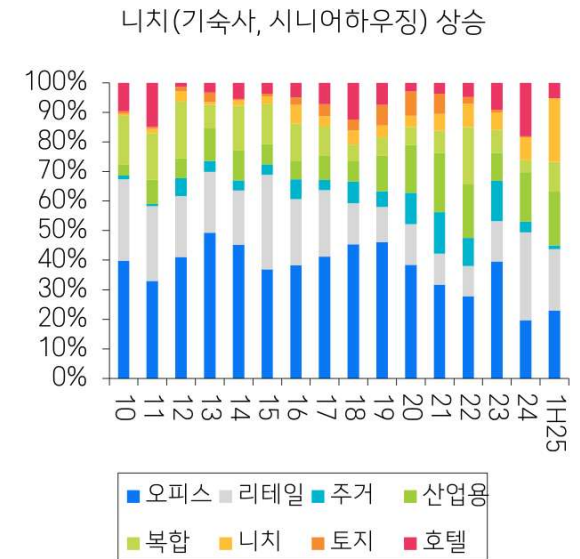
자료:MSCIRCA, 삼성증권

유럽 부동산 펀드 자금 모집에서 전략별 비중



자료:Preqin, 삼성증권

유럽 상업용 부동산 거래에서 오피스 비중 급락



자료:Preqin, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

Samsung Securities