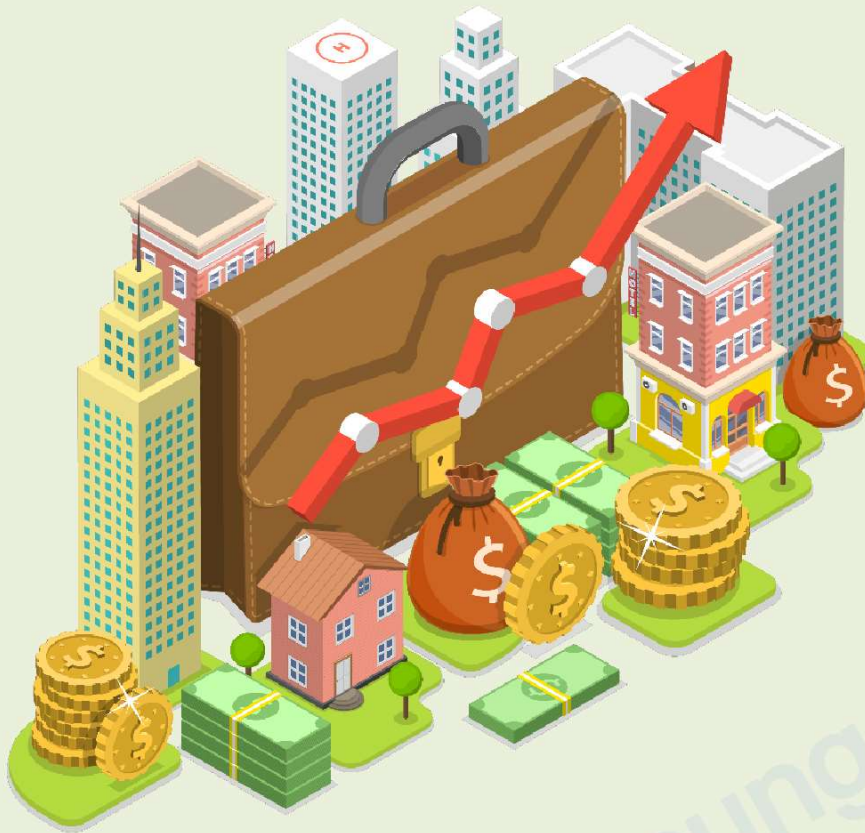




2025년 국내 부동산 전망

세미나용

▶ 리서치센터 대체투자팀 | 이경자 팀장

※ 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

Summary

PF점검

- '22년 시작된 PF위기는 마무리 단계지만 취약 주체(영세 시행사, 시공사, 신탁사, 제2금융권)의 구조조정은 이제 시작
- 금융당국은 프로젝트 리츠 도입, 증권사의 부동산 투자비중 축소 등 반복되는 PF위기의 근원적 해결을 위해 제도 도입
- PF시장은 자본비율 상향 추세로 부동산 공급 축소 예상, 동시에 대형 player 중심의 시장 재편 본격화 전망

주택

- 인플레이션과 고금리로 인한 주택부족은 전세계적 현상, 국내는 PF위기로 주택 공급이 더욱 축소
- 아파트의 대안인 빌라 및 오피스텔 공급도 급감하며 최소 '28년까지 수도권 주택 부족 심화 예상
- PF위기의 근원지는 수도권 아파트가 아닌 비주거(물류센터, 지식산업센터), 오피스텔 등 비아파트 상품이었음
- 정부의 전세대출 축소, 해외 자본의 임대주택 시장 진출, 월세 전환, 1인 가구 증가 등으로 전세 소멸과 주거비 부담 상승 예상

상업용 부동산

- 서울 오피스 시장은 장기간 자연 공실률 미만의 타이트한 수급을 보였으나 '24년 마곡에 대량 공급으로 공실 상승 추세
- '28년부터 연 60만평의 오피스 공급(현 재고 1,200만평)예고, 30년까지 공실 상승 예상, 기업실적 악화는 임대료 인상에 제약
- 임대 시장은 약세이나 시장 금리 하락, 실수요 목적의 기업 등 매수 주체 다양화로 오피스 거래 시장은 활성화 예상
- 물류센터는 장기간 공급과잉이 마무리되고 '25년부터 공급 절벽, '25년 하반기부터 상온 물류센터 위주로 임대료 상승 전망

자료: 삼성증권

PART 01

국내 PF 시장 점검

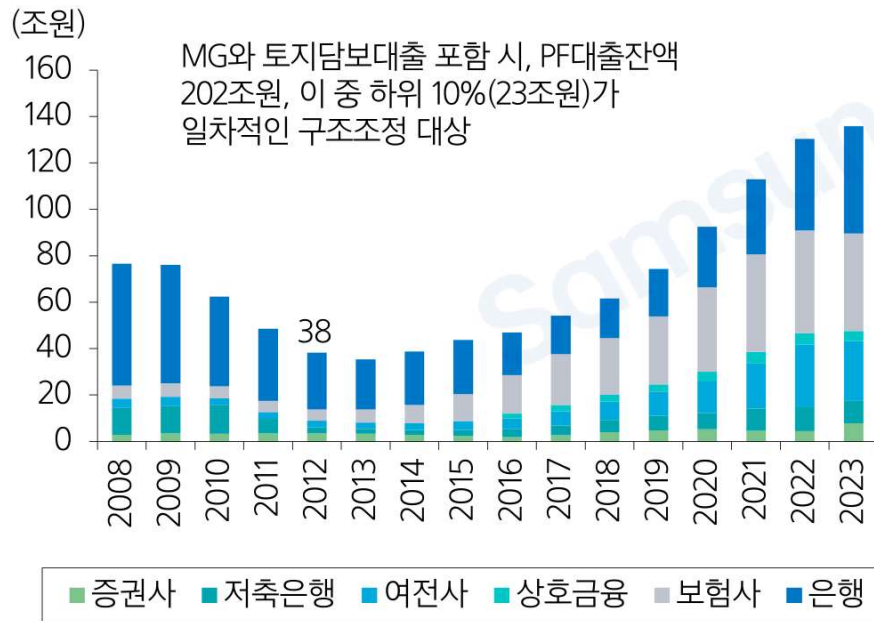
Samsung Securities



PF 점검: 202조원의 PF시장, 연락처

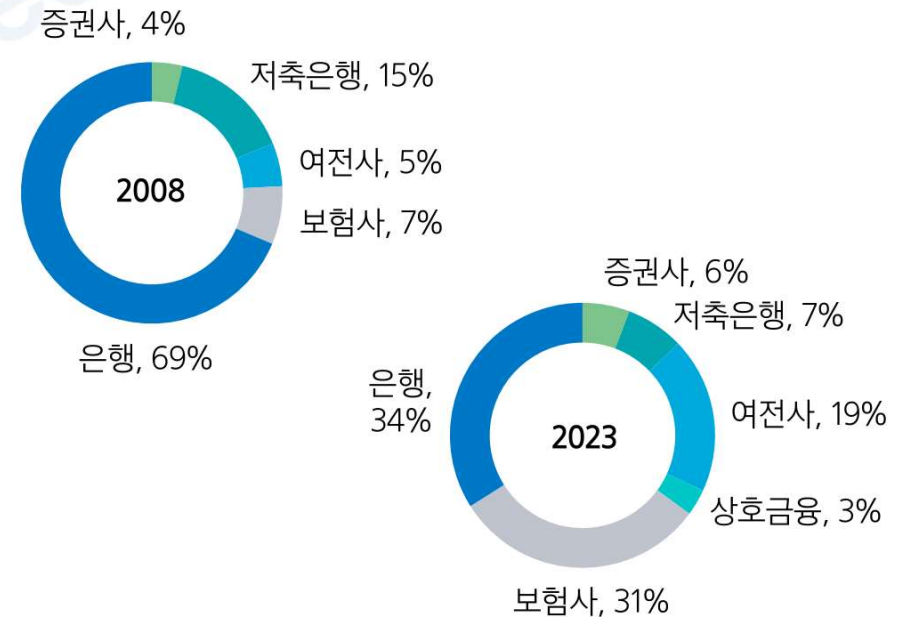
- 국내 부동산금융 시장은 총 2,700조원: 주택담보대출 1,300조, PF와 건설사 대출 1천조, 펀드/리츠/회사채 등 300조 등
- 현재 금융권의 PF대출잔액은 136조원, 이 외에 새마을금고와 토지담보대출 포함 시 PF잔액은 203조원
- 금융위기 이후 특징은 ① PF 유동화증권 발달, ② 다양한 주체로 익스포저 확대. 장점은 위험분산, 단점은 다수 주체가 PF위기에 노출
- 이번 PF리스크는 특히 새마을금고(MG)/저축은행/여전사 등 제2금융권에 집중

부동산 PF대출잔액 추이



자료: 금융감독원, 한국은행, 삼성증권

업권별 PF대출시장 비중 변화



자료: 금융감독원, 삼성증권

해결 방안 ①

NPL(부실채권) 펀드: 자금집행 속도 탄력

- 2024년 3분기 말 업권별 PF 정상화 지원펀드의 조성 규모 목표는 7조원, 향후 4조원 이상 증가할 수 있음
- PF부실 우려가 컸던 여전업권과 저축은행에서 펀드의 소진율이 높음

금융업권별 PF정상화펀드 조성 및 집행 현황

(십억원)	펀드 개수 (개)	조성액	집행 현황	현황
여전업권	2	421	160	2차 펀드는(2,610억원) 9월 말 집행 완료 예정
캠코	5	1,100	230	캠코가 0.5조 출자 등 1.1조원, 1개 사업장 회수 완료
저축은행	2	544	429	대부분 집행 완료, 3호 펀드는 금융 당국과 협의 예정
은행/보험(신디케이트론)	1	1,000	-	1조원 조성, 향후 5조원까지 확대, 현재 10여 개 사업장 협의 중
증권	12개 계획	3.3조원 목표	-	12개 증권사가 펀드 조성, 증권사 자체 자금 5,857억원 투입
은행/금융지주	4	597	203	NH, 우리, 하나, IBK금융그룹은 캠코 펀드와 별도 PF 펀드 조성
합계	26	6,962	4,322	
사업장	사업장 상황	대출지원 및 재구조화와 성과		
용인 은화삼지구 공동주택 (3,724세대)	금리 인상, 공사비 상승으로 추가 사업비 필요 사업성은 양호하나 일시적 환경 변화로 부실화	자체 PF 펀드로 신속한 대출 지원 8월 청약에서 경쟁률 1.23:1, 정상적 사업 진행 중		
대구 대명동 재개발	2022년 8월 착공, 2024년 12월 분양 계획 전단채(시공사 신용보강)을 통해 자금 일부 조달	자금 조달 구조를 단기물→2년 이상 장기물 전환 자금 조달 구조의 안정성을 확보하는 재구조화		
대전 도룡동 브릿지론	M대학교가 교내 캠퍼스 목적으로 매입 용도변경이 이뤄지지 않아 10년 이상 방치 2023년 시행사가 주상복합 개발 목적으로 매입계약 체결, 시장 검색으로 브릿지론 조달 어려움	자체 PF 펀드에서 적정 수준의 금융 조건으로 선순위 브릿지론 지원 주주 자본금 증액, 주주사의 메자닌성 대여금 확보 등으로 건전성을 높이는 방식으로 재구조화		
강남역 업무시설 개발	과도한 브릿지론 조달(높은 LTV, LTC)에 금리 인상, 공사비 상승의 환경 변화 본PF 대출 실행 지연, EoD(기한이익 상실)에 처함	PF 펀드를 통한 선순위 채권 할인매입 및 중후순위대출 출자전환 안정적 자본 구조 수립, 금융 비용 절감 지원 차주는 금융 비용 상당 부분을 후취 조건으로 해 조달액 최소화, 현재 시공사 선정 중		

자료: 금융감독원, 삼성증권

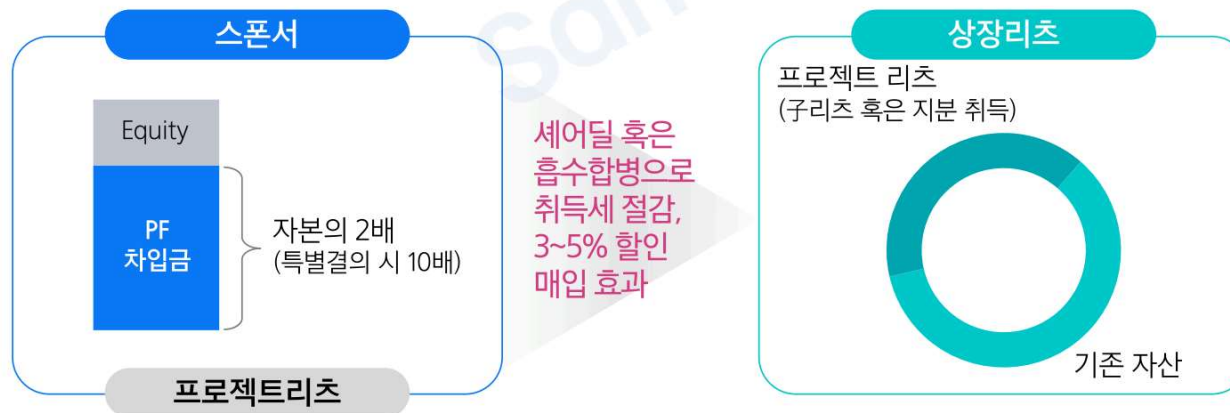
해결 방안 ②

자본비율 상향: 프로젝트리츠 도입

프로젝트리츠 VS PFV

	프로젝트리츠	PFV
세제	법인세 소득공제 O 준공 후 공모 시, 분리과세 혜택 - 재산세 경감 - 종합부동산세 감면	현행상 2025년 말 일몰 준공 후 운영해도 분리과세 혜택 미적용 - 재산세 2~4% - 종합부동산세 적용
차입비율	자기자본의 2배 내에서 차입 가능 (특별 결의시에 한해 10배)	제한 없음 강화되는 PF 규제 도입 시 사업 차질
준공 후 투자자 exit 방식	영업인가 후 운영 가능 리츠 지분 매각 혹은 공모로 구주매출	임대업 불가, 준공 후 Asset deal로 매각 실물자산 매각
취득세	세어딜 가능, 간주취득세 2% 합병 시 합병취득세 0.9%	에셋딜만 가능, 취득세율 4.6%
배당	감가상각비 초과 배당 가능	이익 내 배당

상장리츠의 개발 프로젝트 참여 (개발초기 → 완공후)



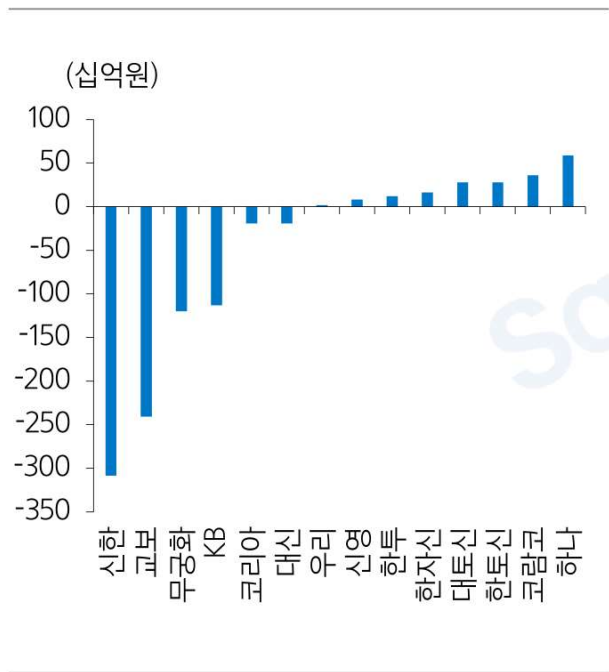
- 반복되는 PF위기를 해결하기 위해 프로젝트리츠 제도 도입
- PFV의 대안, 프로젝트리츠는 차입비율이 낮지만 완공 후 매각 시 취득세, 보유세 등 각종 세제혜택으로 경쟁력
- 프로젝트 리츠, 공급<운용의 중요성이 높아지며 적합한 투자기구가 될 것
- 공급자의 책임 운영을 강조하는 프로젝트 리츠는 자본력 있는 대기업과 계열리츠에게 활용도가 높아질 것
- 리츠AMC가 프로젝트 리츠를 운영하고 준공 후 계열 리츠에 편입하는 경우 개발과정 안정성과 양질의 자산을 매력적 가격에 취득

채결 방안 ③

제도 개선: 채준 모범기준 제정

- 신탁사 리스크는 채준에서 발생, 14개 신탁사의 2023년 합산 순이익 전년대비 61% 하락하고 2024년 합산 순손실 6천억원
- 시공사의 도산 사례가 늘며 준공 책임을 지닌 신탁사에 위험 전이, 채준신탁의 채준기한 도래는 2025년까지
- 금융지주 계열 신탁사의 타격으로 모회사의 자금 보충이 지속될 전망
 - 예) 신한자산신탁, 우리자산신탁, KB자산신탁 - 모회사의 자금 대여 혹은 유상증자, 2~3천억원 규모로 실시
- 최근 무궁화신탁의 경영개선 명령으로 매각 절차 돌입, 향후 신탁사의 추가 인가 가능성 희박

14개 부동산 신탁사 순이익



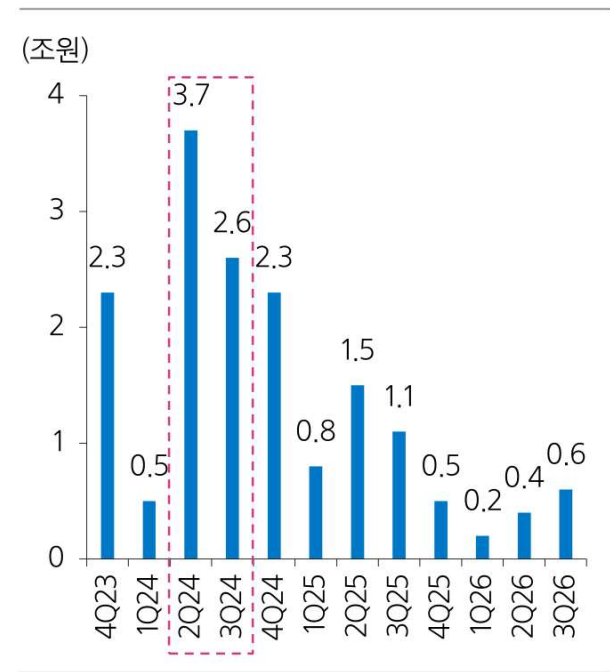
참고: 2024년 연간 기준
자료: 금융통계정보시스템, 삼성증권

채준 업무처리 모범기준 제정안

손해배상 범위 한정	직접적으로 입게 된 손해액으로 한정
준공 관련 필수 사업비 확보	토지취득 • 제세공과금 • 금융 관련 비용 등 확보 여부 점검
책임준공 의무 이행기간 합리화	‘시공사 + 6개월’ 또는 공사기간의 100분의 20 중 긴 기간
시공사 교체	원할한 시공사 교체 가능하도록 명시 시공권 및 유치권 포기각서 징구
시행시기	2025년 1월 2일

자료: 금감원, 삼성증권

채준신탁의 채준기한 도래 사업비 규모



자료: 한신평, 삼성증권

PART 02

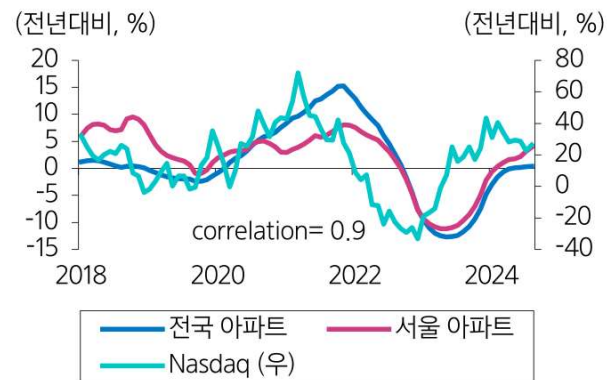
주택시장

Samsung Securities



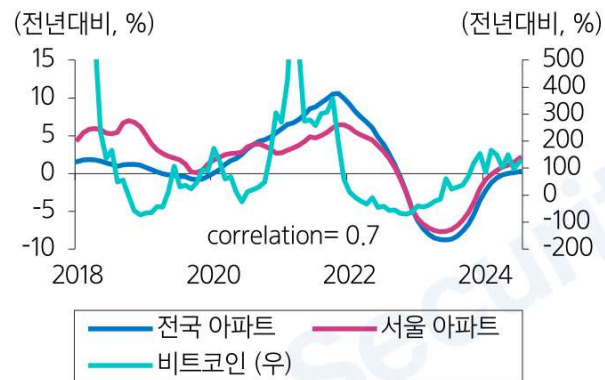
유동성: 자산간 동조화

나스닥과 아파트 가격

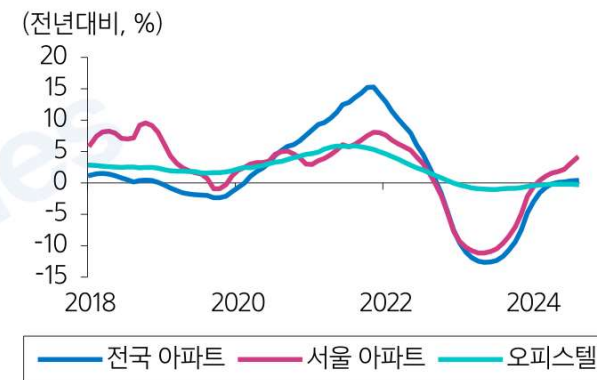


자료: Bloomberg, 부동산원, 삼성증권

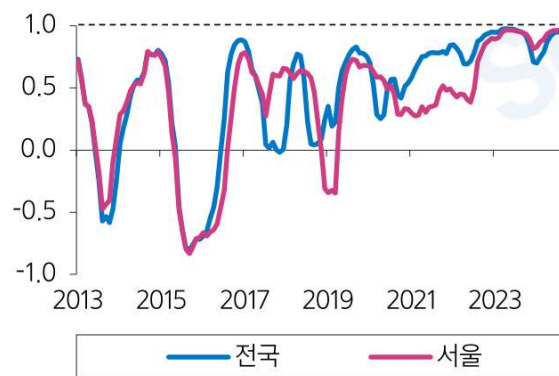
비트코인과 아파트 가격



수익형 부동산(오피스텔)과 아파트 가격

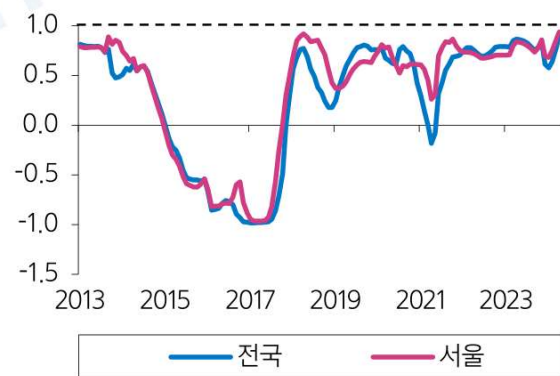


나스닥과 아파트 가격 correlation

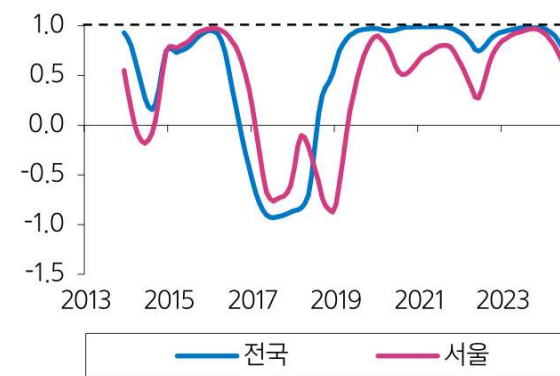


자료: Bloomberg, 부동산원, 삼성증권

비트코인과 아파트 가격 correlation



오피스텔과 아파트 가격 correlation



유동성: DSR규제, 금리인하 시 무력화

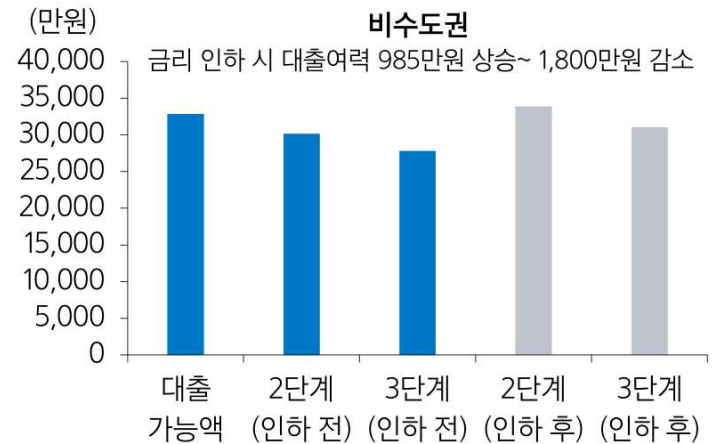
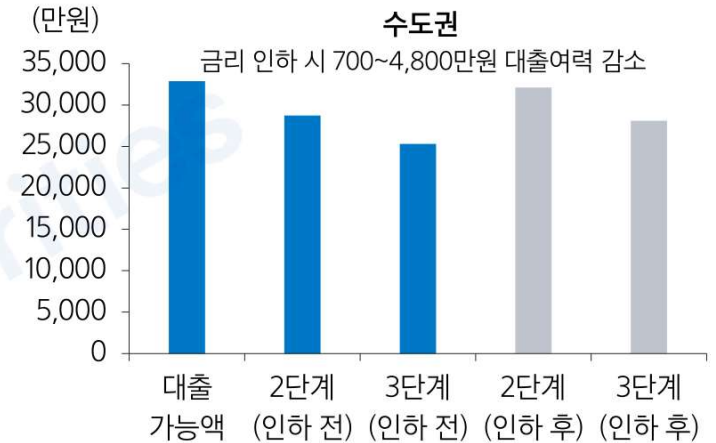
- 2024년 9월, 스트레스 DSR 2단계 도입으로 대출시장 긴축
- 그러나 금리 100bp 인하 가정 시 스트레스 DSR 도입 영향 무력화
- 지방의 경우 스트레스 DSR 3단계 도입 시에도 대출여력 상승

스트레스 금리에 따른 대출 가능액 시뮬레이션

(만원)		적용 전	2단계		3단계	
			비수도권	수도권	비수도권	수도권
금리 4.5% (인하 전)	DSR	40%	40%	40%	40%	40%
	연상환액	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
	월 상환액	167	167	167	167	167
	월 금리	0.375%	0.438%	0.475%	0.500%	0.575%
	납입 횟수	360	360	360	360	360
	대출 가능 금액	32,894	30,182	28,716	27,799	25,306
금리 3.5% (인하 시)	DSR	40%	40%	40%	40%	40%
	연상환액	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
	월 상환액	167	167	167	167	167
	월 금리	0.292%	0.354%	0.392%	0.417%	0.492%
	납입 횟수	360	360	360	360	360
	대출 가능 금액	37,116	33,879	32,135	31,047	28,099

참고: 연봉 5,000만원, DSR 40%, 은행 금리 4.0%, 40년 만기 주담보 가정
자료: 한국은행, 삼성증권

스트레스 DSR 도입 시 대출한도 변화

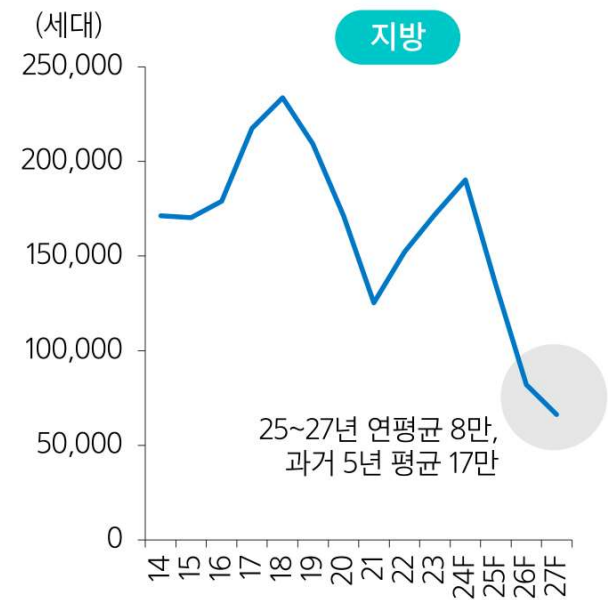
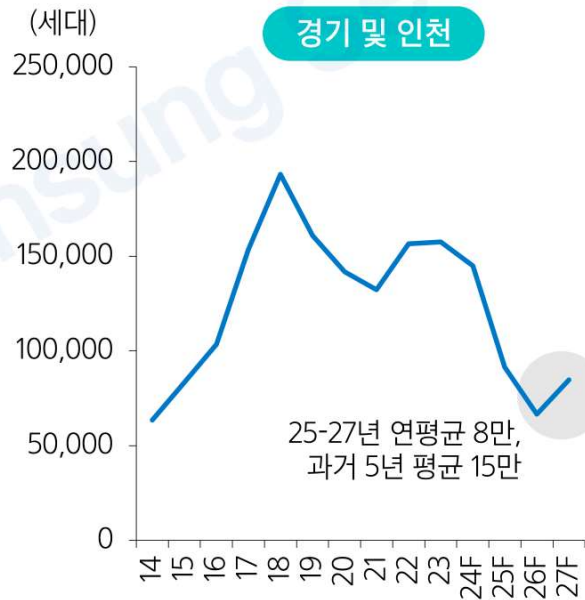
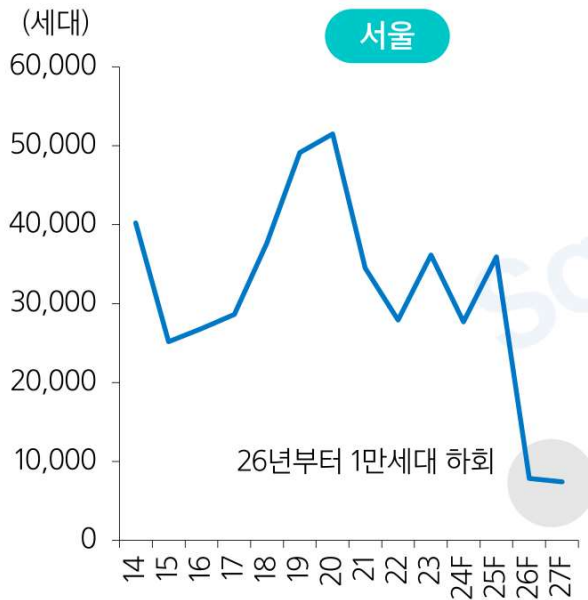


참고: 연봉 5,000만원, DSR 40%, 은행 금리 4.0%, 40년 만기 주담보 가정
자료: 한국은행, 삼성증권

공급: 2028년까지 공급 부족

- 2022~2024년 PF 경색으로 2025~2027년 전국 아파트 공급 감소 불가피, 아파트의 대안이던 빌라 공급 급감으로 전세가격 불안
- 정부의 전방위적 공급정책에도 2025년 분양은 정치적 불확실성으로 전년 대비 20% 이상 감소 전망, 금융위기 이후 역대 최저
- 2023년부터 예년 평균의 70% 수준의 분양이 이어지고 있음

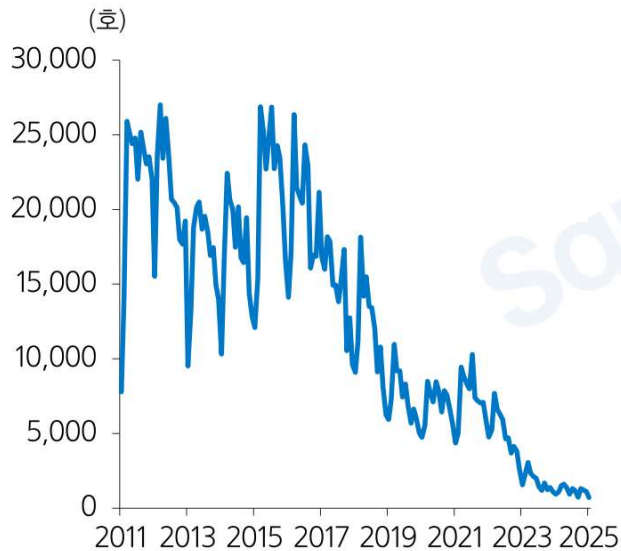
아파트 입주량 지역별 구분



수요: 전세가격 상승

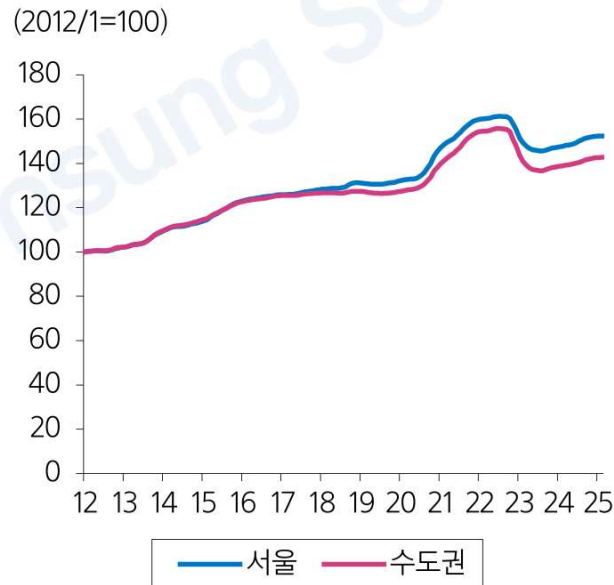
- 빌라와 오피스텔 공급 감소로 빌라부터 전세가격 상승→아파트 가격 상승 → 매매가 상승
- 입주량과 전세가격 상관관계는 매우 높음
- 2014년, 전세가격 상승이 장기화되며 지방→수도권 → 서울 순의 주택가격 상승,역대 최장 기간의 주택가격 상승사이클을 그림

빌라 공급(착공)



자료: 통계청

전세가격 지수



자료: 부동산원, R114, 삼성증권

오피스텔 공급량(입주)



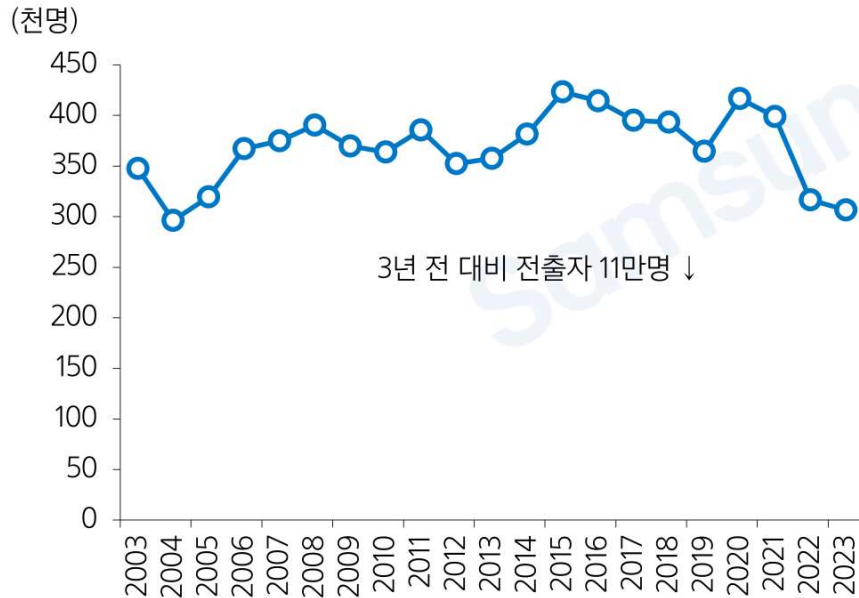
자료: 부동산원, 삼성증권

주택시장 변수

수요: 양극화와 고령화

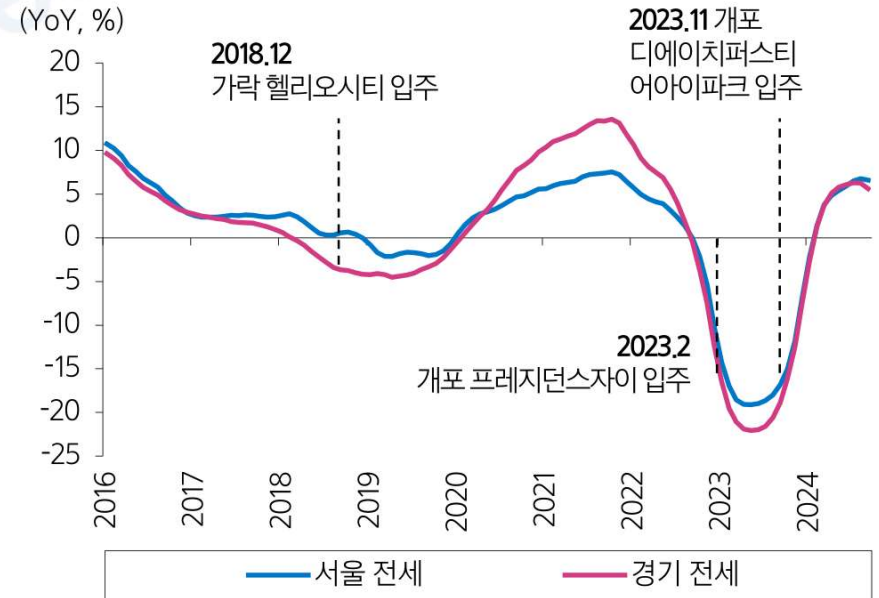
- 이번 주택가격 상승은 서울 전세가격 상승에서 시작, 2025년 수도권으로 전세가격 상승세가 확산될 전망
- 50대 이상의 서울 유출 속도 둔화, 2029년부터 서울 공급이 증가해도 풍부한 대기수요로 인근 경기지역에 영향을 줄 가능성이 높음
- 2024년 초 개포에 7천세대의 입주장이 있었지만 가격 조정은 6개월도 지속되지 못함
- 둔촌주공 1.2만세대 입수도 서울시 전체 입주량 감소로 영향 최소화
- 한국은 역세권 영향을 크게 받음, 1인가구와 고령층 중심의 수요

50대 이상 장년층 서울 전출자



자료: 통계청, 삼성증권

서울과 경기지역 아파트 전세가격 증가율

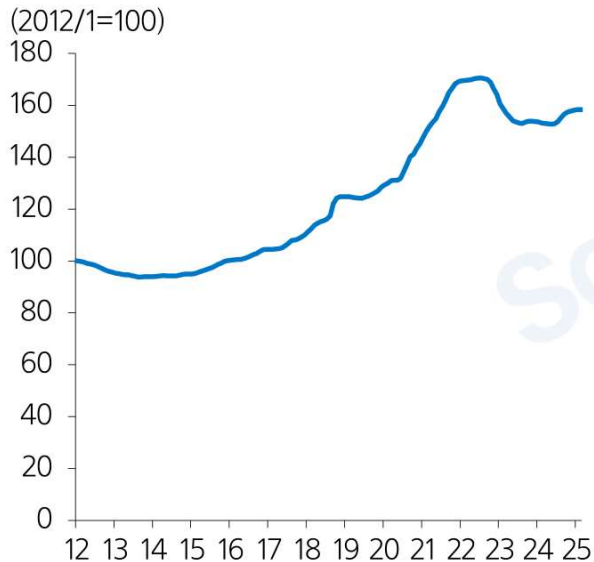


자료: 부동산원, 삼성증권

토허제 폐지: 거래 촉진 효과

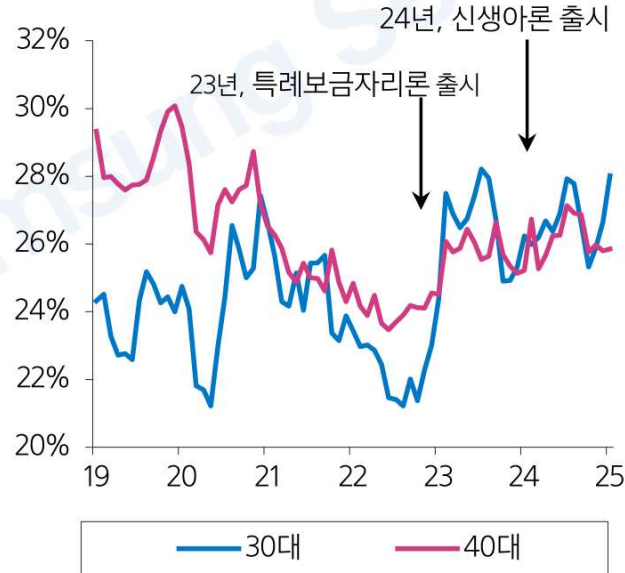
- 토허제 폐지로 매각하지 못하던 수요가 매각하고 교체수요 발생
- 2024년 하반기, DSR 규제, 은행권의 대출 축소, 금리 상승, 둔촌주공 입주, 계엄 등으로 서울 거래량은 하락했으나 다시 회복
- 그러나 연초 대출 총량제 완화
- 현재 거래 주체는 실수요층이라는 점이 중요, 토허제와 무관한 재건축 중심의 가격 상승

서울 아파트 가격 지수



자료: 통계청

매입자 연령별 아파트 거래



자료: 부동산원, R114, 삼성증권

주택담보대출 금리



참고: 7월 주담대 3.54%→11월 4.58%(금리 4회 인상효과)
전세금리 3.8%→4.5%
자료: 부동산원, 삼성증권

PART 03

기업형 임대주택 시장

Samsung Securities



거주 형태: 900만가구의 임대 수요

- 국내 주택시장은 뿌리 깊은 전세 제도로 월세가 저렴한 구조
- 그러나 지난 5년 평균 대비 서울 월세 수요는 40% 증가하며 월세 대전환
- 민간임대 중 사적 임대 비중 90%, 법인 비중 5%에 불과
- 공공지원 임대주택이 분양전환되며 민간주택으로 편입되는 구조라 공공임대 비율의 30%는 허수
- 기업형 임대주택 player의 부재. 반면 일본은 임대주택의 60%를 임대 전문 기업이 운영
- 정부, 기업형 장기임대주택 시장 개방하며 변화 예고
- 1인가구 주거 시장은 2020년 서울 6조, 전국 22조→ 2030년 8조, 33조원 전망

국내 주택시장 구조

	가구수 (만가구)	공공임대	민간임대 (개인)	민간임대 (기업)
무주택자	1,027	186	643	34
1주택자	921			
2주택자	240			
3주택자 이상	84			
합계	2,272			

자료: 통계청, 홈즈컴퍼니, 삼성증권

1인가구 주거 시장 추정

		1인가구 수 (만명)	1인가구 주거시장 (조원)
2020	서울	136	5.8
	전국	648	21.9
2025 (예상)	서울	155	8.1
	전국	765	32.7

자료: 통계청, 홈즈컴퍼니, 삼성증권

해외자본 진출: 조단위 투자

- 국내 민간 임대주택은 1) 코리빙, 2) 오피스텔, 3) 시니어하우징으로 구분
- 최근 모건스탠리, KKR 등 글로벌 주요 기관들이 부동산 가격 하락을 기회로 기업형 임대주택 시장 진출
- 주로 오피스텔 통매입 후 임대주택으로 운영 후 매각하는 방식
- 100가구 이상 임대주택을 20년 이상 장기 운영할 수 있는 '기업형 장기 임대주택' 방안으로 시장 개방



해외자본의 2024년부터 임대주택 투자 사례

주체	구분	지역	매입가	세대 (실)	비고	협력사
모건스탠리	임대주택	길동 '지웰홈 라이프강동'	200억원		2016년 준공 오피스텔 공매로 매입	그래비티운용, SLP
	임대주택	독산동	300억원	195	오피스텔 매입	SK디앤디
	임대주택	안암동	200억원	60	오피스텔 매입	홈즈컴퍼니
	소계		700억원			
KKR	고급레지던스	양평동			더스테이션유호텔 매입	위브리빙
	임대주택	휘경동		98	오피스텔 매입	
ICG	코리빙	수원			호텔 매입	홈즈컴퍼니
		가산			오피스텔 매입	
		강남			운영 중 코리빙	
		명동			호텔 매입	
	소계		3천억원 펀드 활용			
하인즈	임대주택	신촌	348억원 폴 에쿼티 투자		매입 중	
JLL	임대주택				진출 검토	
M&G	임대주택	서울			2025년 상반기 공급 예정	

자료: 각 사, 언론기사, 삼성증권

해외자본 진출: 조단위 투자

- 해외기관은 오피스 등 전통 상업용 부동산에 투자했으나 코로나19 이후 임대주택으로 전환하는 추세
- APAC에 투자하는 펀드들은 중국과 오피스 비중을 줄이면서 한국 비중 상향, 일본에서 축적한 임대주택 투자 경험을 바탕으로 다음 타겟을 한국으로 설정
- 국내 시행사는 분양 중심, 해외 자본은 성숙기 시장임을 고려해 임대운영 중심

해외 자본의 임대주택 진출 현황

투자사	자산명	지역	베드수	협력사	투자사	자산명	지역	베드수	협력사
하인즈	신촌 베로니스	서대문구	106개	마스턴 투자운용	모건스탠리	지웰홈스 라이프 강동	강동구	104개	에스엘 플랫폼
					모건스탠리	신독산역 청광플러스원	금천구	195개	SK디앤디
						수산리빙텔	성북구	60개	홈즈컴퍼니



모건스탠리의 신독산역 오피스텔

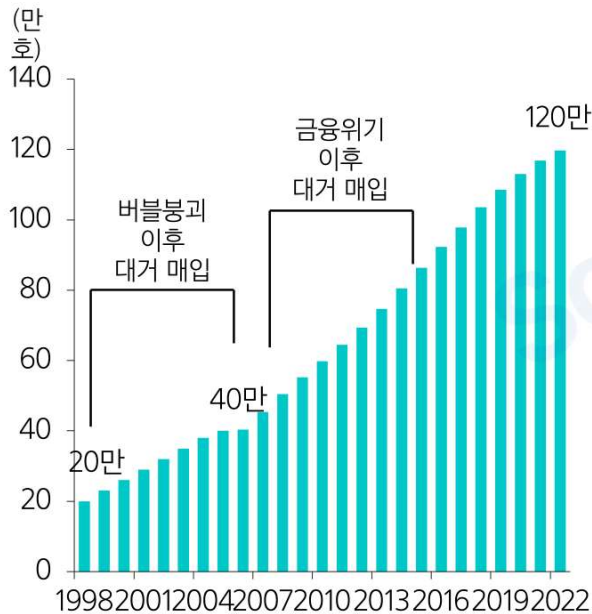


투자사	자산명	지역	베드수	협력사	투자사	자산명	지역	베드수	협력사
KKR	위브플레이스 회기	동대문구	98개	위브리빙	ICG	홈즈튜디오 선정릉	강남구	61개	홈즈 컴퍼니
						홈즈스테이 지밸리 가산, 수원	금천구, 경기 수원시	180개-242개	홈즈 컴퍼니
	위브스위트 선유파크사이드	영등포구	157개	위브리빙		홈즈레드 명동	중구	112개	홈즈 컴퍼니

진출 이유 ①: 가격 매력

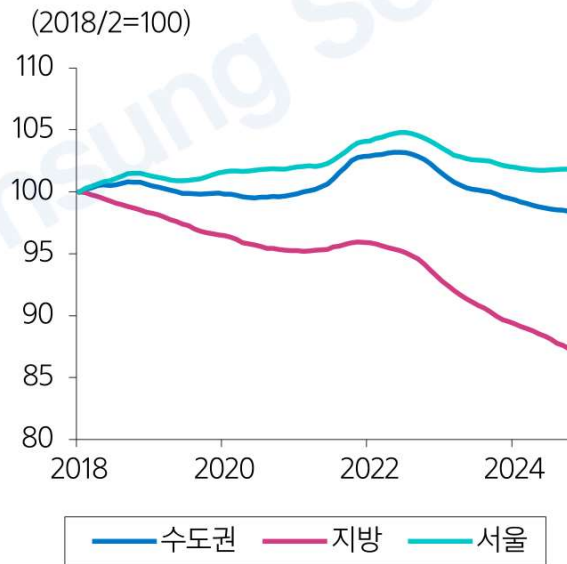
- 해외기관은 자금력을 활용해 부실화된 준공자산의 저가 매입으로 임대주택 시장 진출, 특히 고환율은 가격 매력 극대화
- 국내기관은 프로젝트리츠, 향후 제도 개선이 예상되는 토지 현물출자(UpREIT) 구조를 활용해 건설형 임대주택 진출(LH매입형)모색
- 임대주택은 공실이 낮고 원가가 중요하기에 세어딜로 수익자 변동이 용이한 프로젝트리츠 구조가 적합
- 금리 인하, 주택 부족, 대학교의 유학생 유입 증가 등으로 기업형 임대주택 시장은 성장 잠재력 높은 시기

일본 다이토켄타쿠의 임대주택 확보 사례



자료: 다이토켄타쿠, 삼성증권

오피스텔 매매가격 지수



자료: 부동산원, 삼성증권

오피스텔 매매거래량



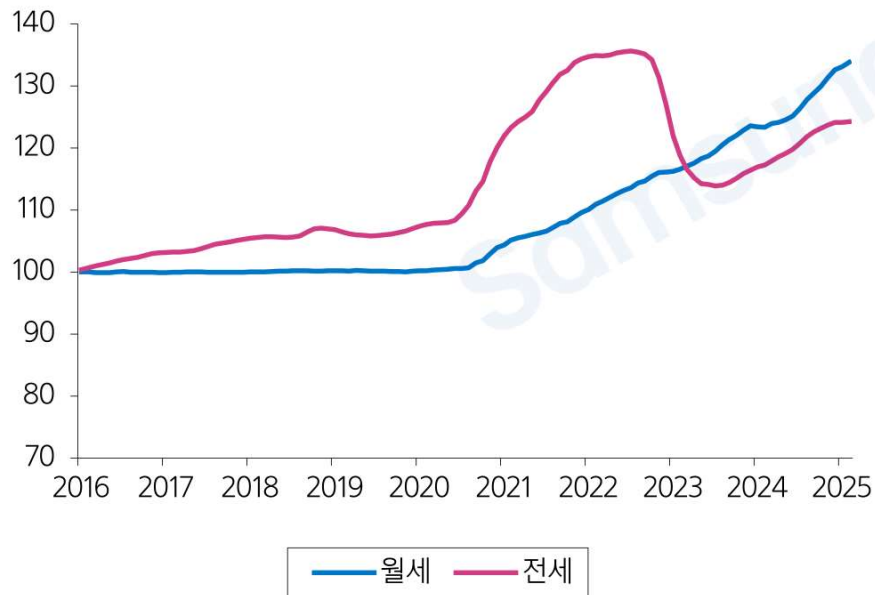
자료: 부동산원, 삼성증권

진출 이유 ②: 월세화

- 전세사기, 전세가격 상승 등으로 2022년부터 월세거래 증가
- 서울 아파트 월세가격지수는 역대 최고치 경신 중. 반면 전세가격은 초저금리였던 2021~2022년 급등 후 하락
- 월세 거래는 연 2만건이었으나 '22년부터 급증, 23년 4.7만건 기록, 현재 3.7만건 내외
- 정부는 전세의 소멸을 인정. 갭투자와 가계부채 급등의 주요인으로 지목

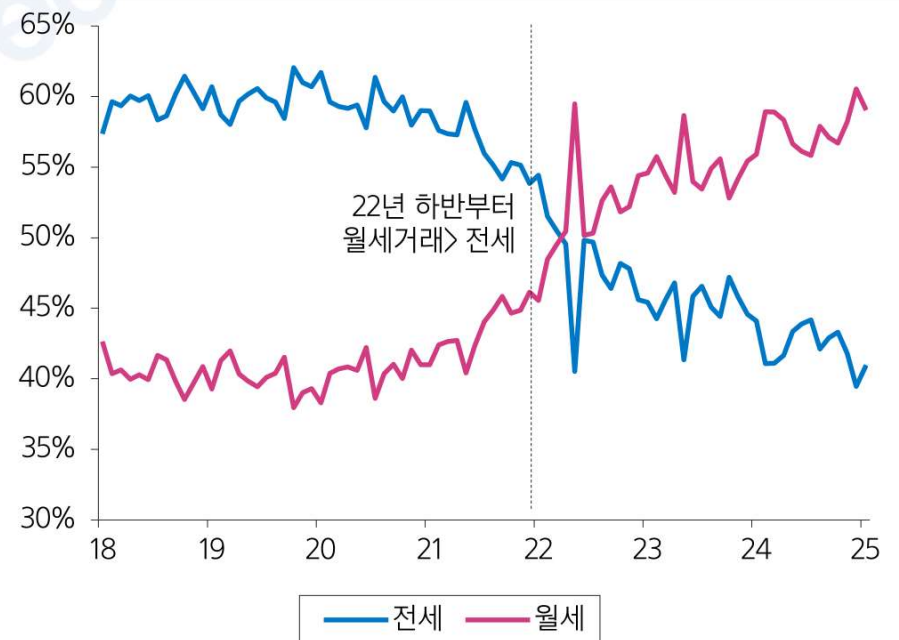
서울 월세가격과 전세가격 지수

(2022/1=100)



자료: KB부동산, 삼성증권

전월세 비중 변화

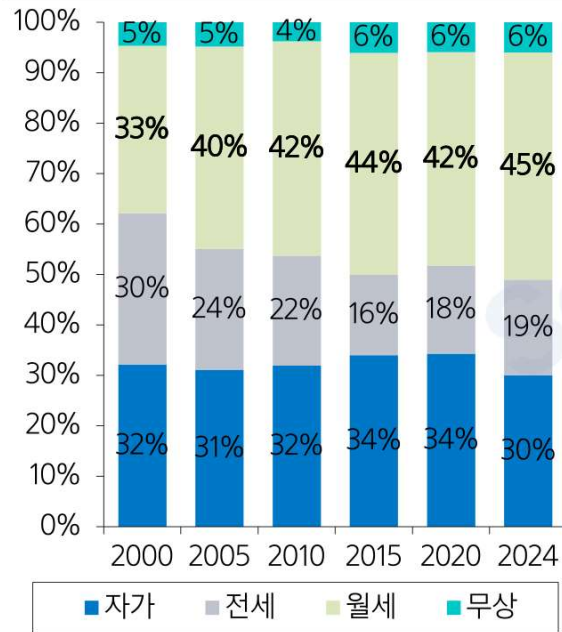


자료: 국토부, 삼성증권

진출 이유 ③: 1,2인가구와 역유학생

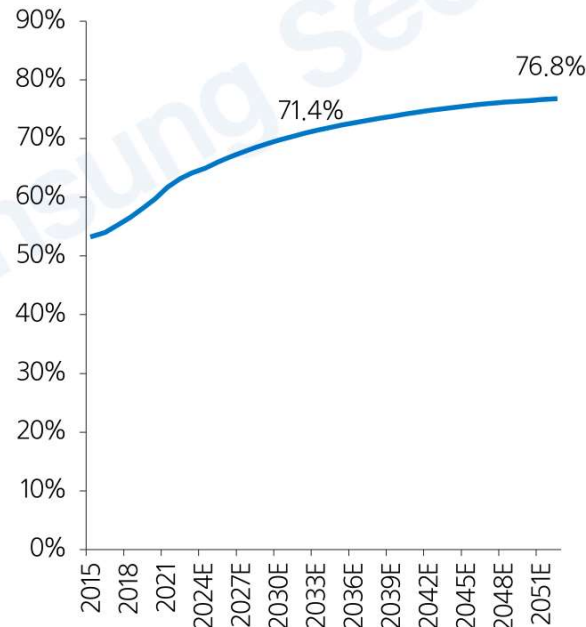
- 국내 1, 2인가구 비율 22년 63%→32년 71%로 급증
- 2024년 기준 1인가구의 45%가 월세에 거주, 2022년 대비 8.9%p↑, 반면 전세, 자가는 하락
- 역유학생 급증, 서울 내 대학의 기숙사 부족 현상으로 신촌 일대의 월 임대료는 평균 100만원대 돌파 (2024년)

1인가구 주택 점유형태



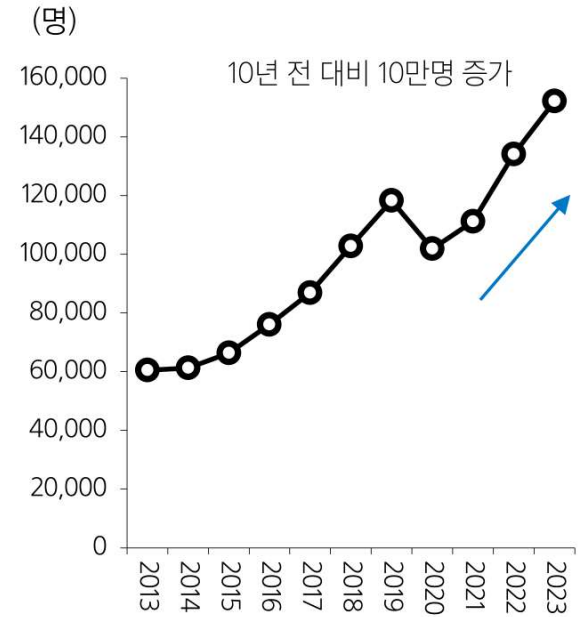
자료: 통계청, 삼성증권

1,2인가구 비율



자료: 통계청, 삼성증권

역유학생 추이



참고: 유학 목적 체류중인 외국인이며
유학목적 입국 외국인은 25만명
자료: 통계청, 삼성증권

해외자본 임대주택 시장 진출

진출 이유 ④: 제도 개선 가능성

정권별 기업형 임대주택 제도 비교

	명칭	대상	특징	현황
박근혜 정부	뉴스테이	중산층	8년 의무임대 기간, 임대료 상승률 5% 제한 외에 모든 규제 해제(초기 임대료 규제 x)	고가 임대료 논란
문재인 정부	공공지원 민간임대	서민	규제중심, 의무 임대기간 10년, 초기 임대료를 시세의 95%로 제한	사업성 부재, 기업 참여 저조
윤석열 정부	기업형 장기임대주택	모든 계층	규제와 지원 혼합, 100세대 이상을 등록임대 기간을 10년→20년이면 각종 혜택	관련 법안 계류 중

- 2024년 8월, 정부는 전문성과 자금력 있는 기업이 대규모 장기임대 사업에 참여하도록 임대료 규제를 풀고 세제혜택을 제공하기로
- 2035년까지 기업형 임대주택 10만가구 이상 공급 목표, 리츠 등 법인이 100가구 이상 임대주택을 20년 이상 의무 임대 요건
- 임대가능 주택 형태에 제한은 없으며 각종 세제혜택 계획, 그러나 20년간 의무 임대료 사업자 자금이 묶이는 부담

기업형 장기임대주택 추진 제도

- 임대료 상한 규제 완화
- 기준 준수 시 법인 취득세 중과(12%) 및 종부세 합산·법인세 추가과세(20%) 미적용, 재산세 감면
- 장기임대주택 건설 시 용적률을 상한의 1.2배까지 상향
- 보험사가 장기임대주택 보유 시 지급여력비율 위험계수를 25%에서 20%로 적용
- PF 보증 및 기금 출·융자 등 금융지원, 취득·재산세 감면 등 세제혜택

참고: 상업지역 비주거 비율 20%를 10%로 완화, 주차장 기준 완화 검토
자료: 국토부

1인가구 상품 규제 저촉 여부

	오피스텔	도시형 생활주택	생활형 숙박시설	분양형 호텔	임대형 기숙사 (코리빙)
연면적 제한	X	X	X	X	X
주차장 기준	O	O	X	X	X
주거 사용규제	O	X	O	O	X
임대사업 제한	X	X	O	O	X
비고	가구수 증가가 어려움		주거용 사용 불허		제한 없음

모건스탠리/KKR: NPL/밸류어드 전략

- 모건스탠리는 국내 기업형 임대주택 시장에 투자한 **최초의 외국계 펀드 ‘프라임 프라퍼티스 펀드’**(목표 IRR 10% 초반)
- 공급부족 시장에서 멀티패밀리/1인가구/기숙사 재개발이 메인 전략. 도쿄 임대주택 투자 성공 후 2024년 국내 임대주택 시장 진출
- KKR, 국내 임대주택을 밸류어드 펀드로 투자, 높은 기대수익률, 일본 임대주택 사업에서 리츠 상장으로 exit 했던 것처럼 AMC 설립 **이지스와 합작해 크리에이트자산운용을 설립**, 홍콩계 임대주택 공급업체 Weave Living 과 함께 JV 설립 (1,200 세대 공급 목표)
- KKR의 한국 부동산 전략은 오피스와 물류센터에 투자하는 오퍼튜니스틱 펀드 비중이 높았지만 코어+ 전략 비중 확대 계획

KKR-위브리빙 임대주택 보유 현황

건물	지역	세대 수	비고
위브스위트 선유파크사이드	영등포구	157개	더스테이트 선유 호텔 매입 후 고급 레지던스로 변환
위브플레이스 회기	동대문구	98개	휘경동 오피스텔 인수 후 임대주택 전환

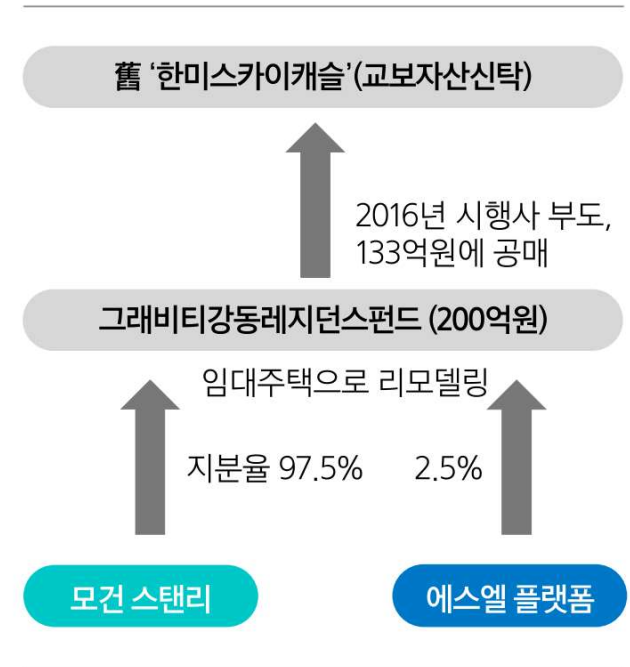
자료: 삼성증권

모건스탠리 운영 임대주택 현황

건물	지역	세대 수	오퍼레이터	비고
지웰홈스 라이프 강동	강동구	104개	에스엘 플랫폼	준공 후 방치된 오피스텔 공매 매입
수산리빙텔	성북구	60개	홈즈 컴퍼니	
신독산역 청광플러스원	금천구	194개	SK 디앤디	준공 후 EOD 발생한 물건

자료: 삼성증권

모건스탠리, 지웰홈스 강동 매입 딜 구조

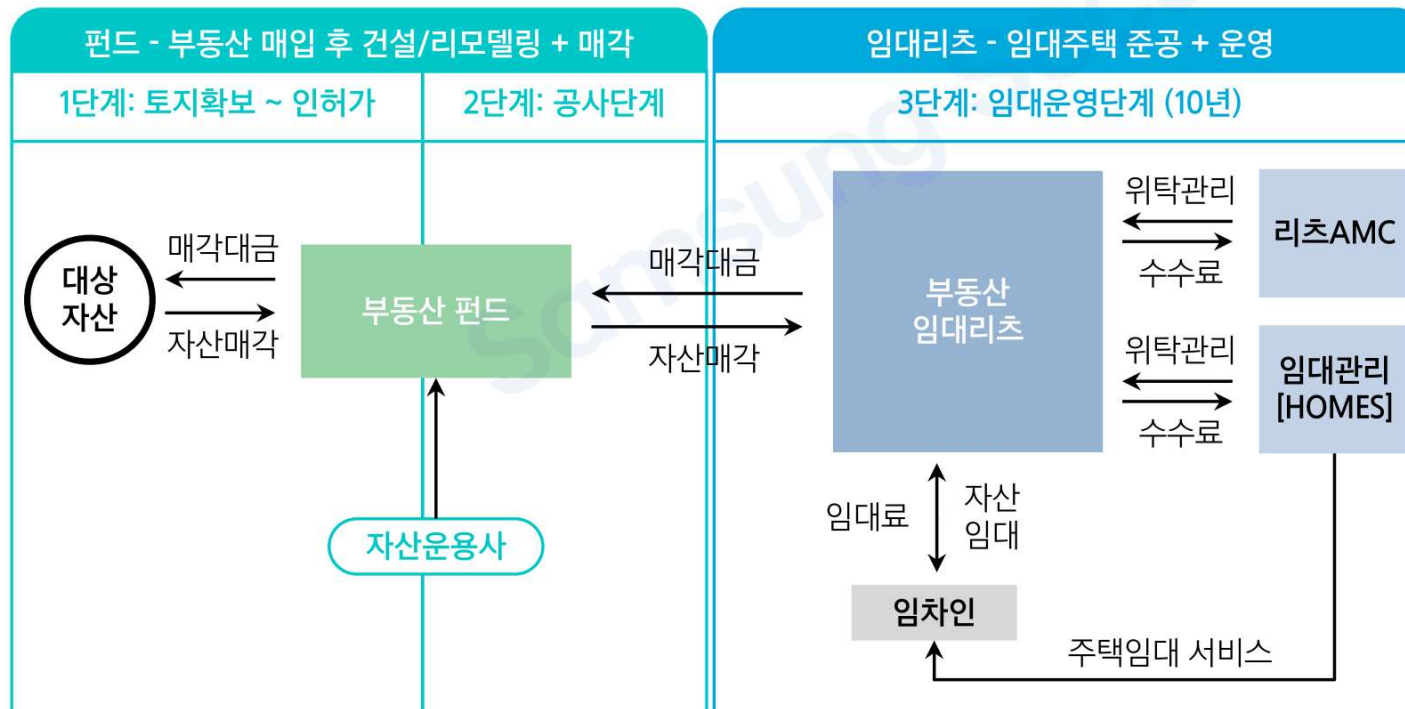


자료: 삼성증권

홈즈컴퍼니: ICG 펀딩

- 2023년 ICG는 3,000억원 블라인드 펀드 조성, 홈즈컴퍼니의 매입 및 개발 코리빙 사업에 투자
- 홈즈컴퍼니는 1호 코리빙인 선정릉을 ICG펀드에 매각하며 exit 성공. 펀드와 리츠를 적극 활용
- - ICG가 97.5%, 홈즈컴퍼니 2.5% 출자, 7년 투자와 운영기간 이후 청산 시 매각차익의 10~15%를 수취
- - 6천억원 규모의 코리빙 개발 가능, 18개 프로젝트에서 2,70실 개발 운영, 운영기간에 홈즈 매출은 2,175억원, 연평균 300억원 매출
- 이외의 펀드를 추가 조성함으로써 총 5,300여실 코리빙 운영 가능, 연간 운영매출 400억원

홈즈의 부동산 vehicle 활용 방식



ICG-홈즈컴퍼니 코리빙 현황 (1호 ICG펀드의 기초자산)

건물	비고
홈즈스테이 수원	'홀리데이 인 익스프레스 호텔' 인수
홈즈스테이 지밸리 가산	'독산 SI 호텔' 인수
홈즈 스튜디오 선정릉	'시티라이프61 오피스텔' 인수
홈즈 레드 명동	'디어스 명동호텔' 인수 후 코리빙, 단기 주거용 섞은 하이브리드 모델 운영 및 해외 고객 유치 집중

자료: 홈즈컴퍼니, 삼성증권

부동산 매입 후 건설, 리모델링 한 뒤 임대리츠에 매각함으로써 exit, 홈즈컴퍼니는 매각 후에도 마스터리스 운영 계획

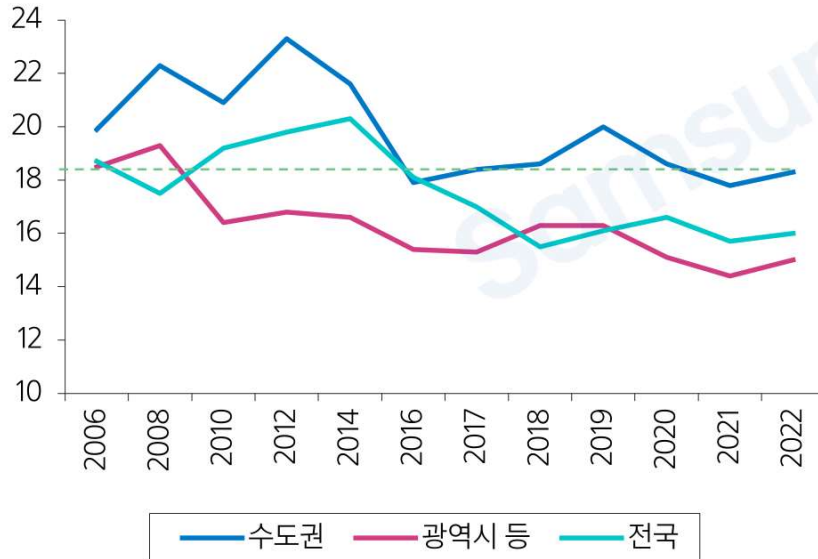
전망

주택가격: 주거비용 상승

- 월세화는 주거비용에 인플레이션 반영을 용이하게 함
- 한국은 글로벌 주요 도시 대비 소득 대비 주거비용이 가장 낮은 국가. 월세화는 RIR을 높일 수 있음
- 한국의 무주택자 비중은 서울 51.7%(전국 최고)로 뉴욕과 도쿄와 유사한 수준
- 소득대비 임대료는 낮음. 뉴욕 소득대비 임대료 58%, LA 32%, 한국은 20% 미만
- 이는 주택가격 상승요인, 전세의 소멸로 단기적으로는 레버리지 활용이 어려워지더라도 버블이 아닌 건전한 가격 상승 야기

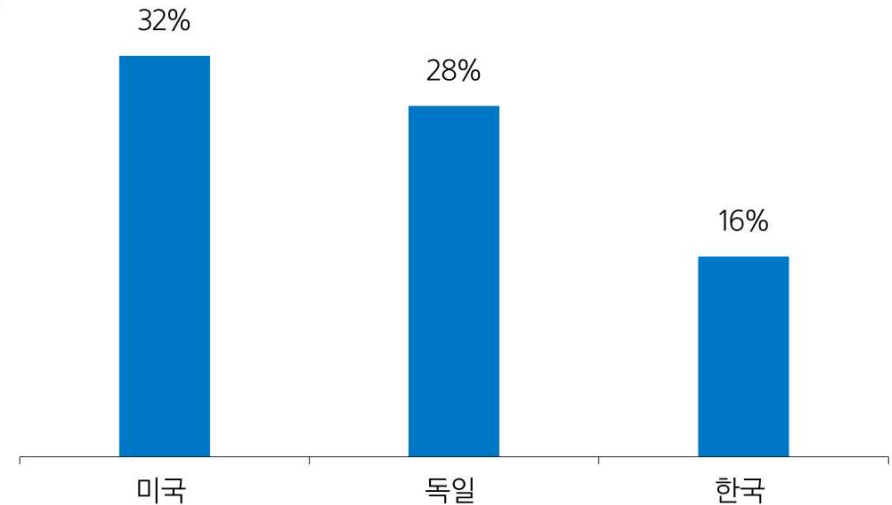
임대가구의 소득 대비 임대료(RIR) 비교

(%)



참고: RIR= (월임대료/월가구소득), 중위값 기준
보증금은 부동산원 월세전환율을 적용
소득은 가구 총소득으로 세금 등을 제외한 월평균 실수령액
자료: 국토부 '주거실태조사' 삼성증권

RIR 비교



자료: 부동산원, 삼성증권

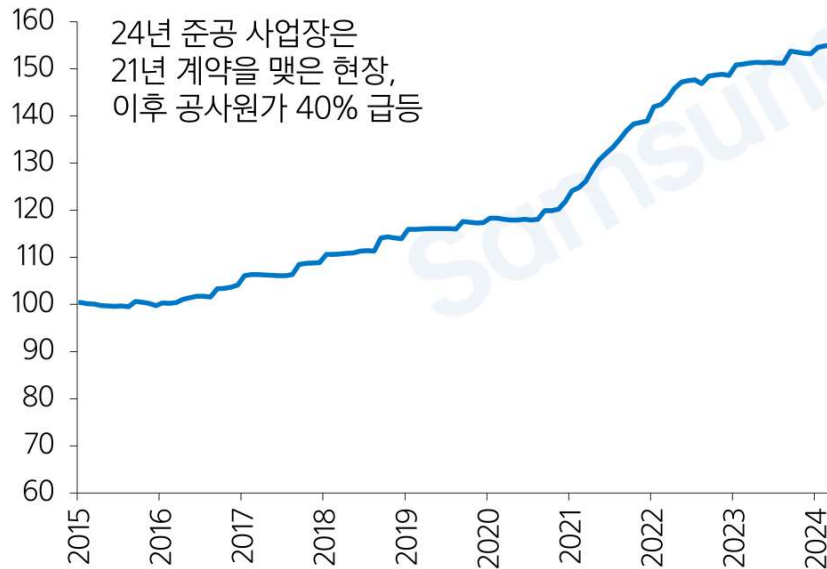
전망

주택가격: 물가 반영 압력

- 임대주택 시장이 활성화되며 임대서비스의 표준화, 임대료가 낮아지기 어려울 것
- 전세가 사라지며 매매가격 하락 압력이 단기적으로 발생할 수 있으나 장기적으로는 도심 중심의 월세 상승, 매매가격 상승으로 이어져
- 유럽과 미국의 경우 기업 소유 임대주택이 증가할수록 임대료 상승했던 사례
예) 영국 맨체스터시의 신규주택 50%는 기업이 소유, 이 중 1%만 시중 월세 대비 20% 저렴,
기업형 임대주택의 보유 주체는 리츠 39%, 펀드 24%, 보험사 14% 등 금융 vehicle

공사비 지수

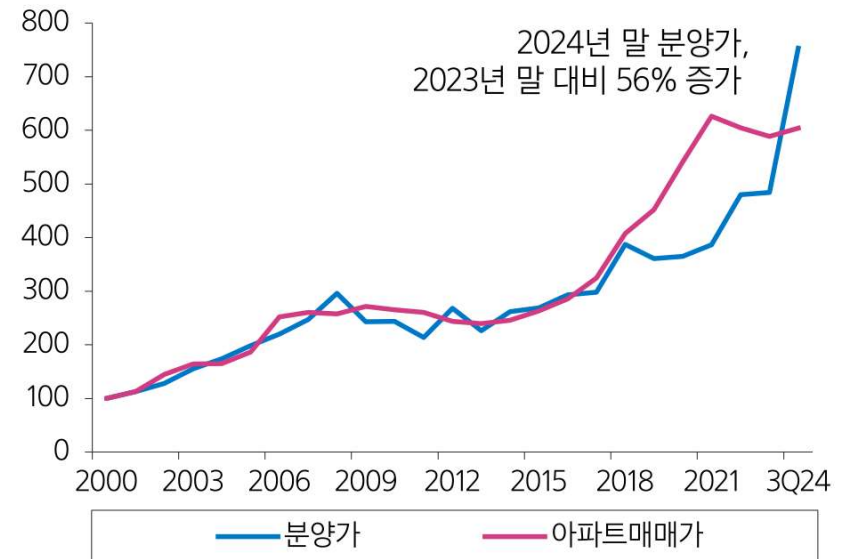
(2015/1=100)



자료: 통계청

서울 분양가와 아파트 가격

(2000/12=100)



자료: 부동산원, R114, 삼성증권

PART 04

국내 상업용 부동산

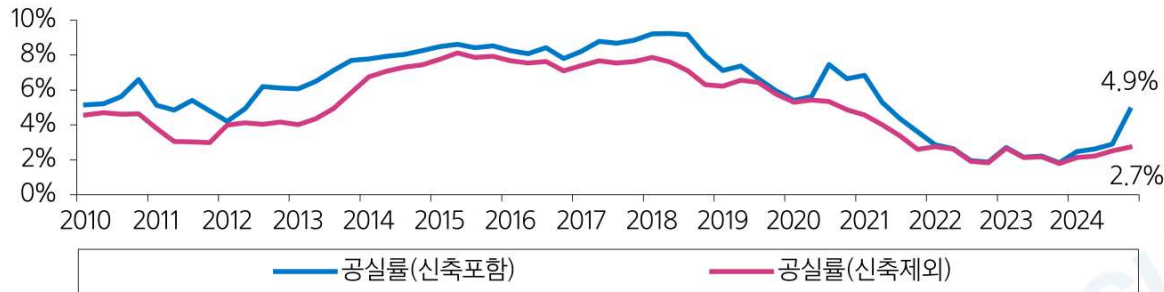
Samsung Securities



1) 오피스

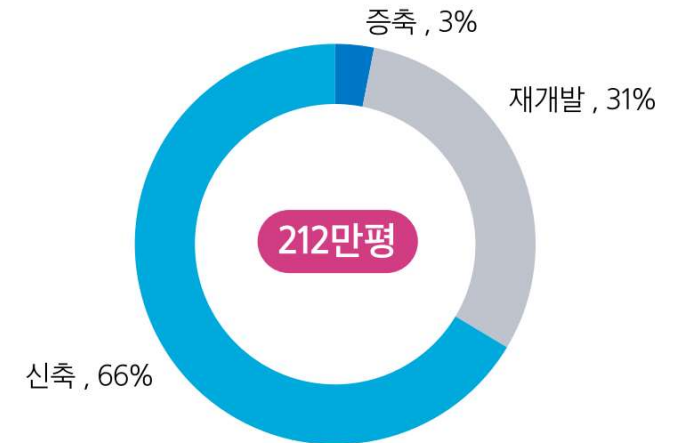
공급: 2028년부터 증가

서울 오피스 시장의 공실과 공급



- 2020년부터 타이트한 수급을 누림
 - ✓ PF 경색으로 공급 감소
 - ✓ 2028년부터 CBD에 재개발 물량 대기 단, GBD는 여전히 제한적 공급
- 수요 우려 ↑: 기업 실적 악화

서울 및 분당 공급 예정 물량 구분



자료: 알스퀘어, 삼성증권

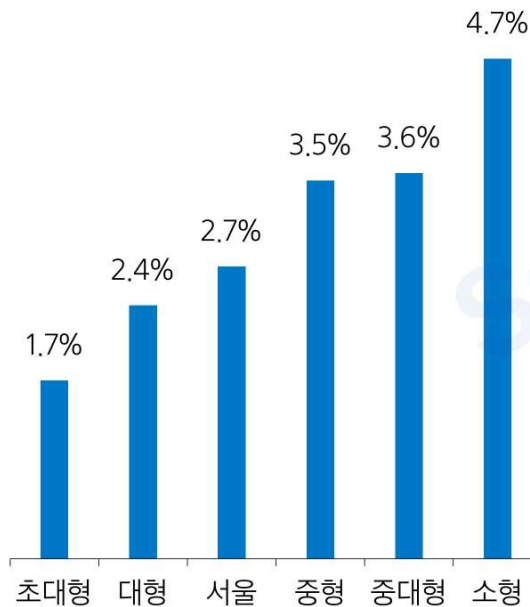
자료: 알스퀘어, 삼성증권

1) 오피스

수요: Flight to Price

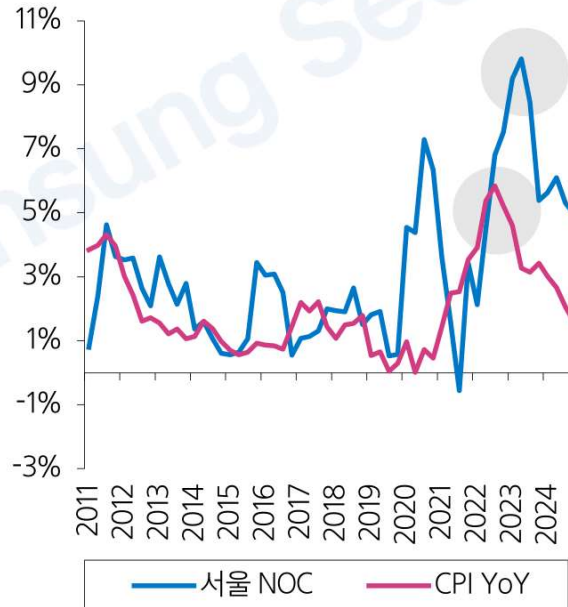
- 2022년부터 엔데믹으로 오피스 근로자수 증가, 팬데믹 이후 안전과 복지 강화 차원에서 기업의 공간수요 증가
- 공급부족과 인플레이션이 맞물리며 NOC는 CPI를 크게 상회, 그러나 최근 임대료 부담으로 임차인 이탈과 이전 나타남
- 임차인 이동에서 증평 수요가 가장 높았던 시기는 2023년, 이후 임대차 활동에서 증평수요는 하락
- GDP 성장률 둔화는 부담 요인. 2028년을 기점으로 공급 부담까지 안고 있어, 장기 우량 임차인 선호 현상 강화될 것

규모별 공실률 (4Q24)



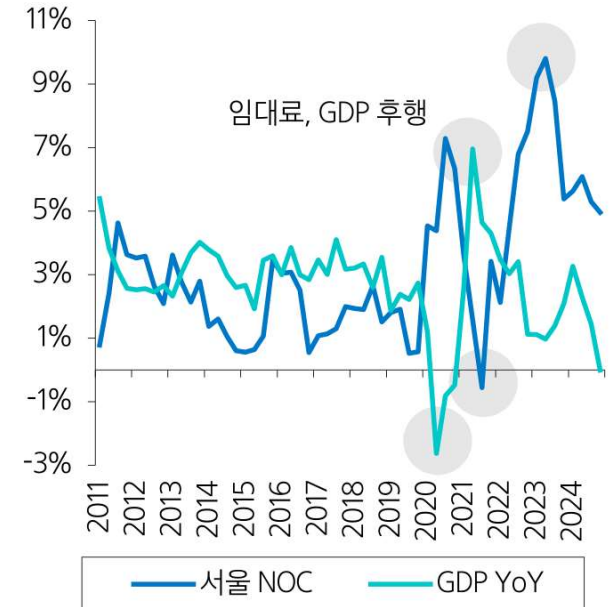
자료: 알스퀘어, 삼성증권

NOC와 CPI 증가율



자료: 알스퀘어, 삼성증권

실질 임대료와 GDP 증가율 비교



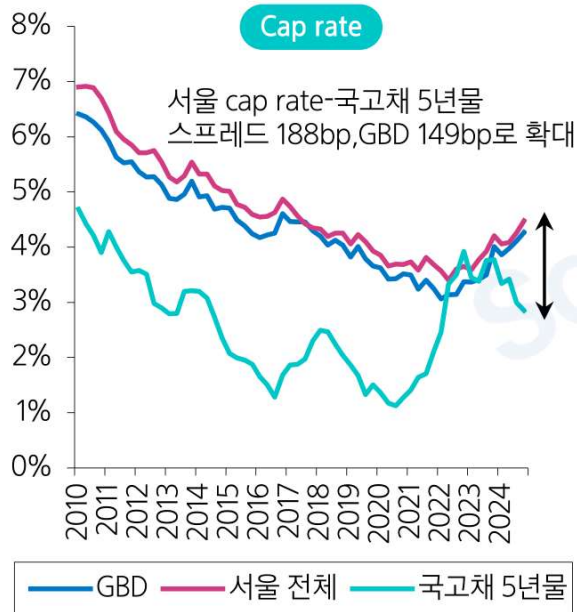
자료: 알스퀘어, 삼성증권

1) 오피스

거래: Cap rate>대출금리

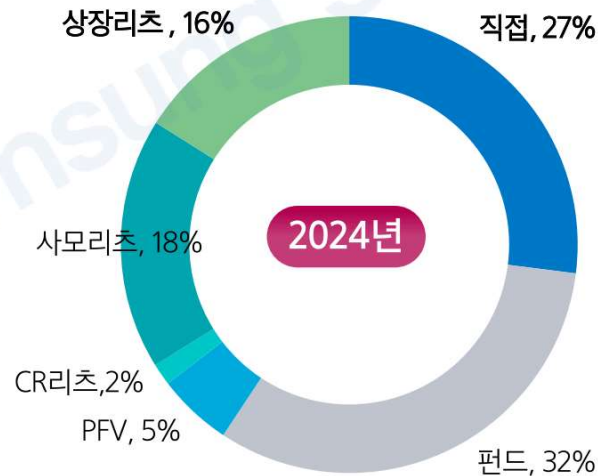
- 2024년 오피스 거래시장은 시장금리 하락과 함께 예상 외의 선전, 거래액 12조원으로 높은 수준(최고치 2020년 14조)
- 금리 정점으로 대출펀드와 우선주에 관심 높았으나 다시 에쿼티 투자 활성화 전망, 최근 대출금리는 4.2%로 22년 대비 200bp 하락
- 실수요 목적의 SI가 펀드 및 리츠와 협력하며 오피스 거래 시장 주도, GBD 중심으로 가격 견인 요인
- 임대차 시장은 둔화되는 반면 투자시장은 호조 전망

금리와 오피스 cap rate



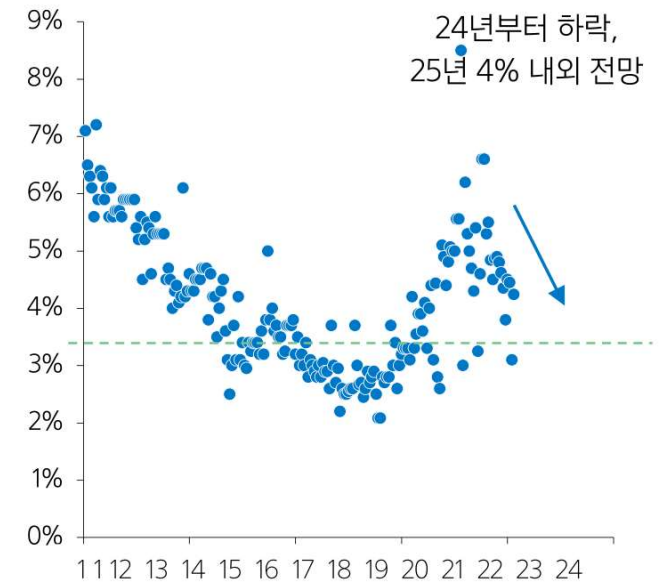
자료: 한국은행, 알스퀘어, 삼성증권

서울 오피스 거래액 구분



자료: 알스퀘어, 삼성증권

오피스 선순위 담보대출 금리 사례



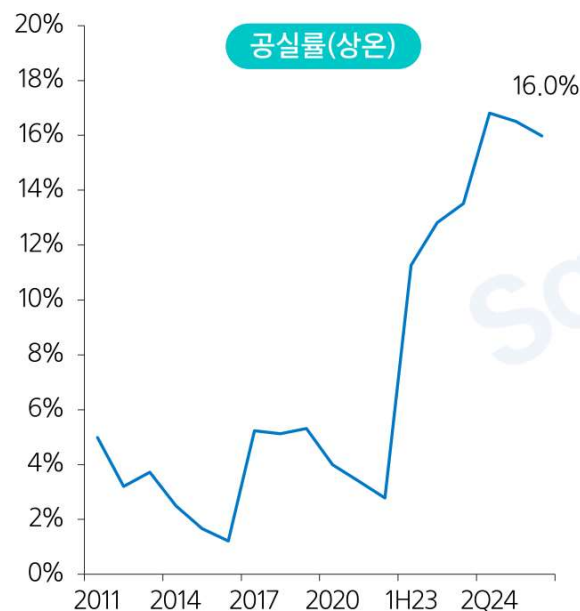
자료: 한국은행, 젠스타메이트, 삼성증권

2) 물류센터

공급: 터널의 끝

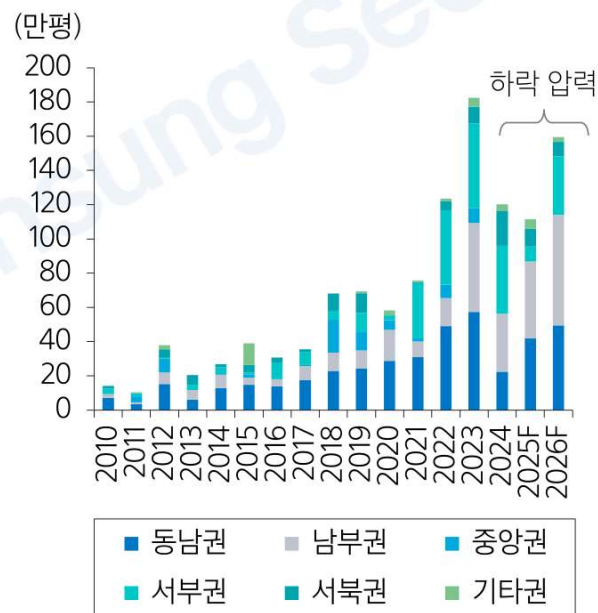
- 수도권 상온 물류센터(복합 포함)은 2024년 말 16%, 2024년 2분기를 정점으로 점차 하락세, 저온은 39%, 2024년 1분기 41%
- 2023년 예년 평균의 3배 이상 공급. 2022년부터 인허가와 착공 급감, 2024년부터 공급 급감
- 물류센터 인허가 및 착공은 2022년부터 급감, 착공면적은 허가면적의 1/3 이하

수도권 물류센터 공실률 추이



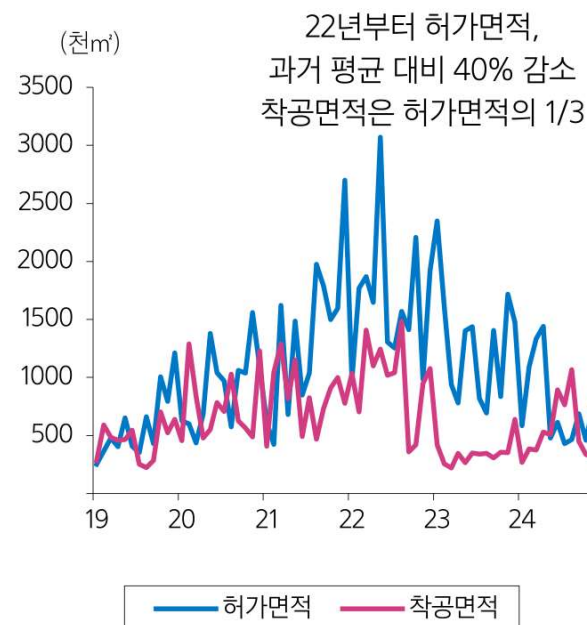
자료: 알스퀘어, 삼성증권

수도권 물류센터 공급량



자료: 알스퀘어, 삼성증권

전국 물류센터 인허가 및 착공면적



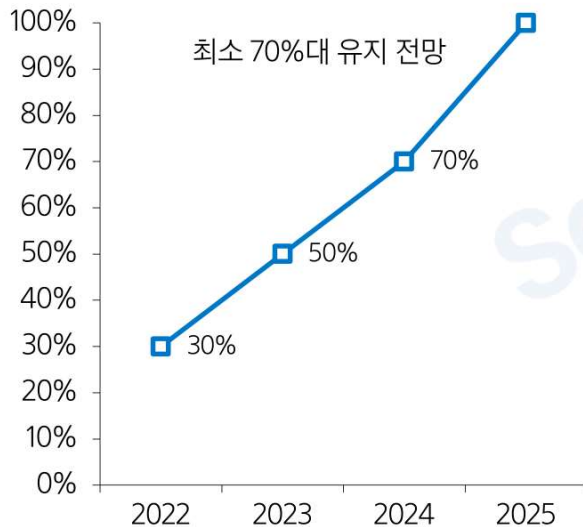
자료: 세움터, 삼성증권

2) 물류센터

수요: 저온 물류센터

- 2022년 군 급식식당은 급식의 질 개선 및 효율화를 위해 민간 개방. 연 2조원 대 규모의 시장이라는 점에서 주목
- 군 식당 민간개방과 단체급식 시장의 성장에 따라 대형 식자재 유통기업들의 연평균 매출이 2021년부터 급증
- 품질 유지가 중요한 식자재 유통기업 중심으로 저온 물류센터 임차 수요가 증가하면서 저온 공실률은 2024년 하반기부터 하락세

군 급식식당 민간 개방 비중 계획



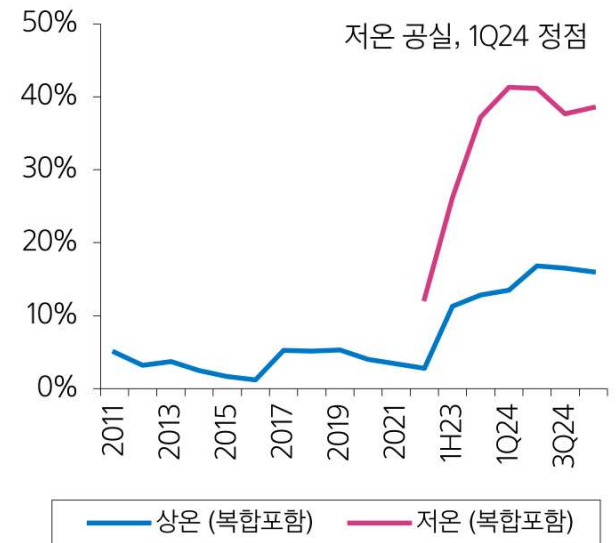
자료: 국방부

주요 9개 식자재 기업 매출 추이



자료: 각 사, 삼성증권

물류센터 유형별 공실률 추이



자료: 알스퀘어, 삼성증권

2) 물류센터

거래: ① 해외기관

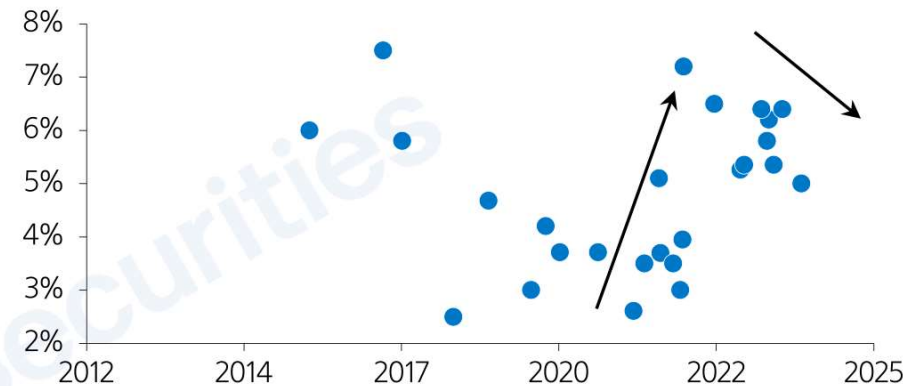
- 해외기관, 저가 매수로 시장 주도(GIC, KKR, 브룩필드, 아폴로)
- 선순위 대출금리 하락. 최근 5.1%에 거래 사례
- 반면 PF대출금리는 여전히 8~9%대라 자금력 있는 해외기관은 full equity로 개발 시작하기도

해외기관의 국내 물류센터 투자 사례

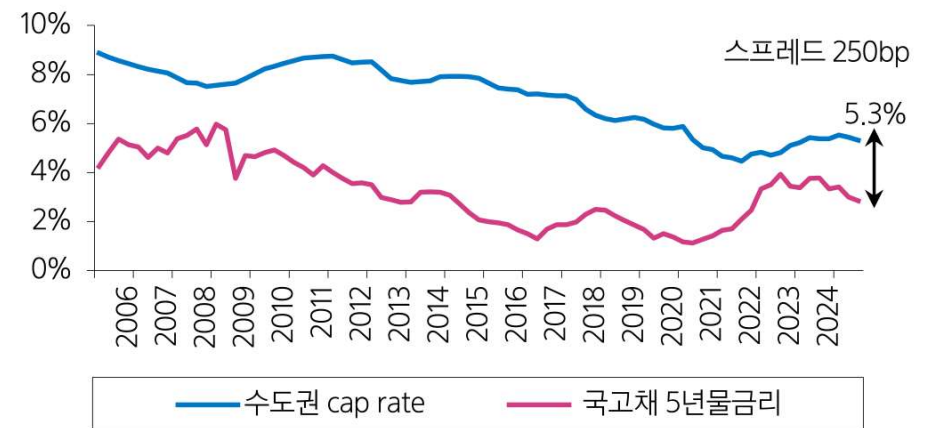
시기	투자기관	프로젝트	지역	연면적 (m ²)	매입가 (십억원)	비고(GP 등)
2023	KKR	오산 로지스폴리스 물류 오산	오산	미확인	미확인	YNP자산운용
2023	AEW 캐피탈	로지스허브 물류	여주	158,791	284	페블스톤자산운용
2023	브룩필드	인천 청라 물류센터	인천	130,152	659	브룩필드
4Q24	GIC	부천 내동 물류센터	부천	82,134	300	그래비티운용
2024	블랙스톤	김포 성광 로지스틱스	김포	29,999	84	페블스톤
2025	UAE 무바달라	안성 대덕물류센터	안성	117,437	603	라살운용
1Q25	위버그핀커스	삼성로지스(상운)	안성	34,155	54	큐브인더스트리얼
1Q25	싱가포르계	시흥물류센터	시흥	231,000	미확인	JB자산운용
1Q25	오크트리 캐피탈, 이지스	회덕리 물류센터(복합)	이천	44,652	미확인	오크트리, 한국 물류 최초 투자

자료: 언론 기사, 삼성증권

물류센터 선순위 담보대출 금리



물류센터 cap rate



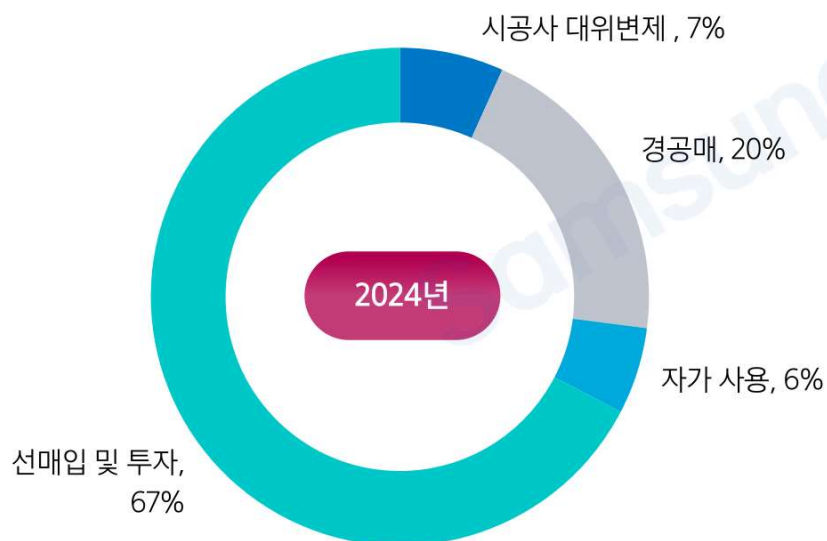
자료: 알스퀘어, 삼성증권

2) 물류센터

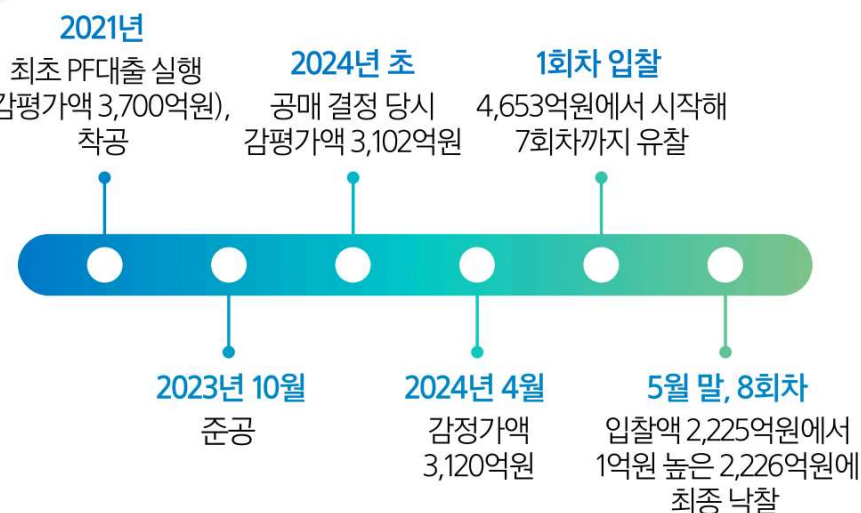
거래: ② NPL 거래 증가

- NPL 거래 증가(2024년 상반기 경공매 6건, 시공사 채무 인수 4건 등)로 물류센터 cap rate는 2025년 상반기 일시적으로 상승 전망
- 2021년 선매입 약정을 맺은 자산의 완공으로 계약 해지 사례 증가 (남청라IC복합물류II 선매입건- '브랜드' 계약금 몰취)
- 분당 야탑동 물류센터는 전형적인 NPL성 거래

2024년 거래 구분



분당 야탑동 물류센터 NPL 거래 사례



자료: 알스퀘어, 삼성증권

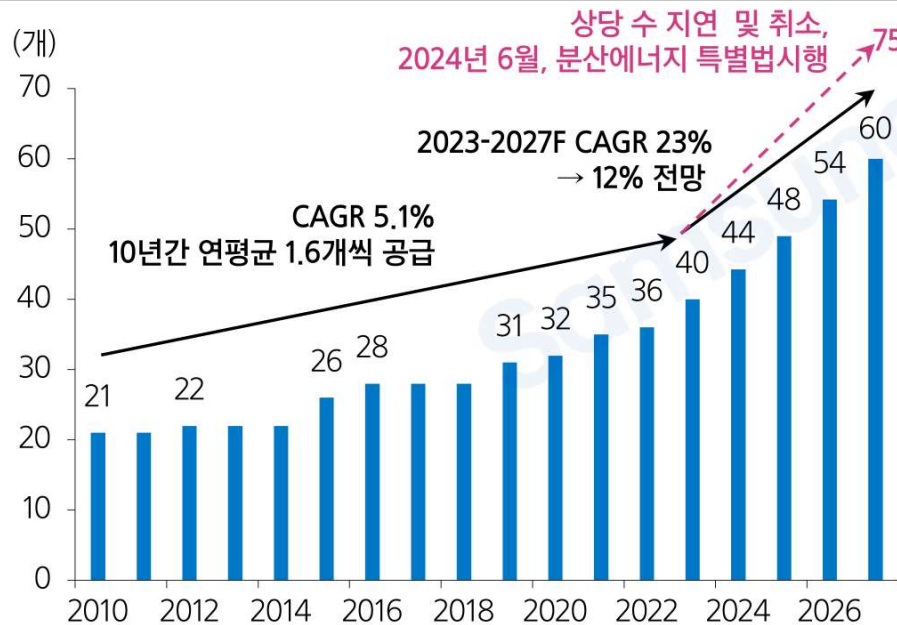
참고: 저온 물류센터를 혼합 물류센터로 변경, 쿠팡을 임차인으로 확보
자료: 삼성증권

3) 데이터센터

데이터센터: 새로운 투자의 축

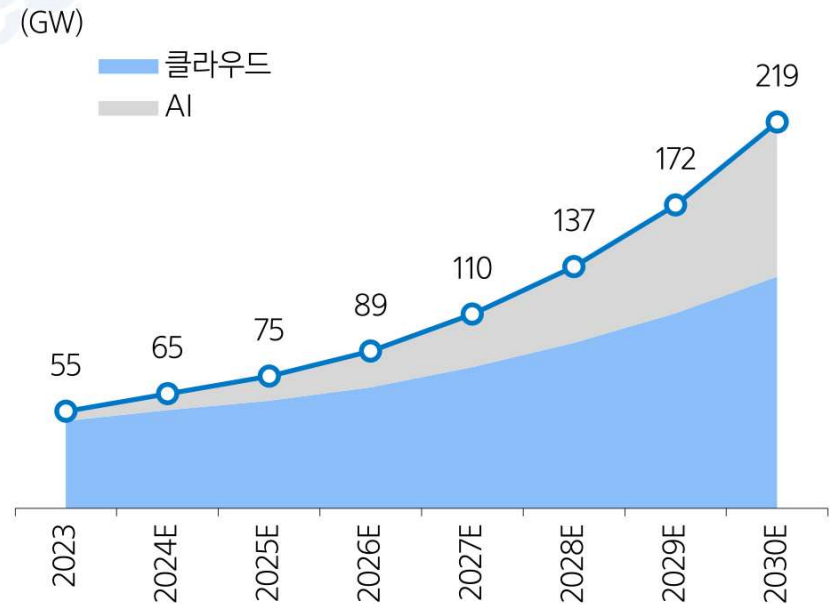
- 데이터센터 시장은 CSP의 하이퍼스케일이 성장을 주도, 다음 성장동력은 AI
- 국내 상업용 데이터센터 개수는 2024년 45개(700MW)로 추정, 2024~2027년, 13~25개 공급 전망(250~500MW)
- 글로벌 하이퍼스케일 데이터센터 용량은 2015년 대비 2배 증가한 상태, 그러나 한국은 동기간 5개 건설에 불과
- 추진 프로젝트의 절반 이상이 착공 지연. 전력계통영향평가/분산에너지 특별법 도입으로 2029년 일시적인 공급 휴지기 예상

국내 데이터센터 시장 전망 - 개수 기준



자료: 데이터센터에너지효율협회, 삼성증권

글로벌 데이터센터 필요 용량



자료: Blackrock

3) 데이터센터

개발: 수도권 선호

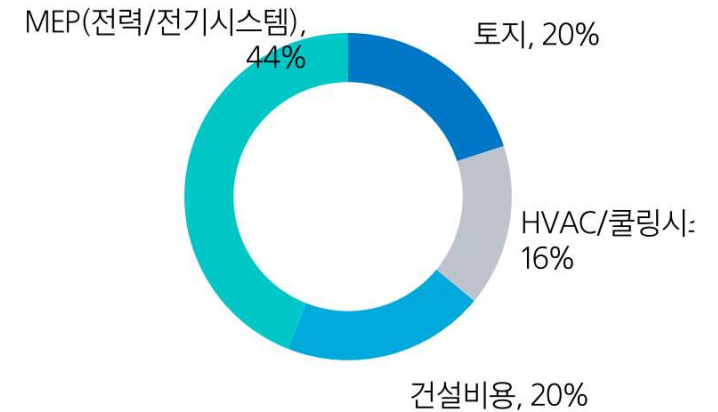
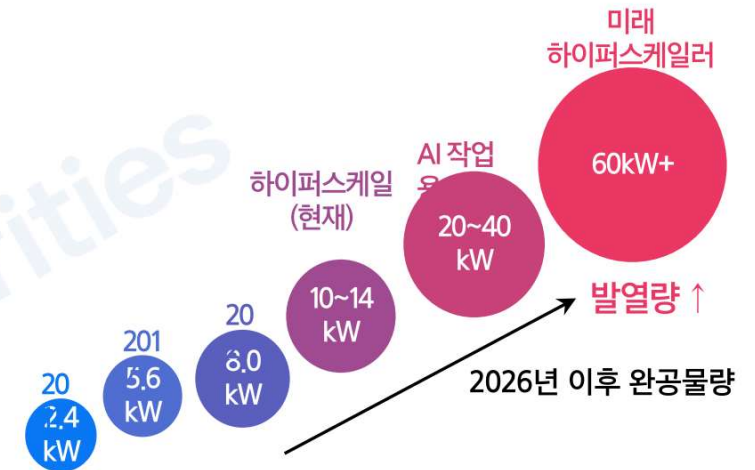
- 수도권 선호. 1) 엔지니어 수급이 용이하고, 2) 글로벌 CSP의 데이터센터 메인 축은 목동/안양/일산/가산/구로/용인/상암을 거점으로 수도권의 서쪽과 북쪽에 형성돼 있기 때문
- 현재 집중 건설되는 지역은 안산/용인. 산단으로 전력공급이 용이하고 민원 리스크가 낮음, 변전소와의 거리가 짧아 공사기간과 공사비 단축 가능

국내 주요 데이터센터 권역



자료: 삼성증권

데이터센터 랙당 요구전력 밀도와 사업비 분해



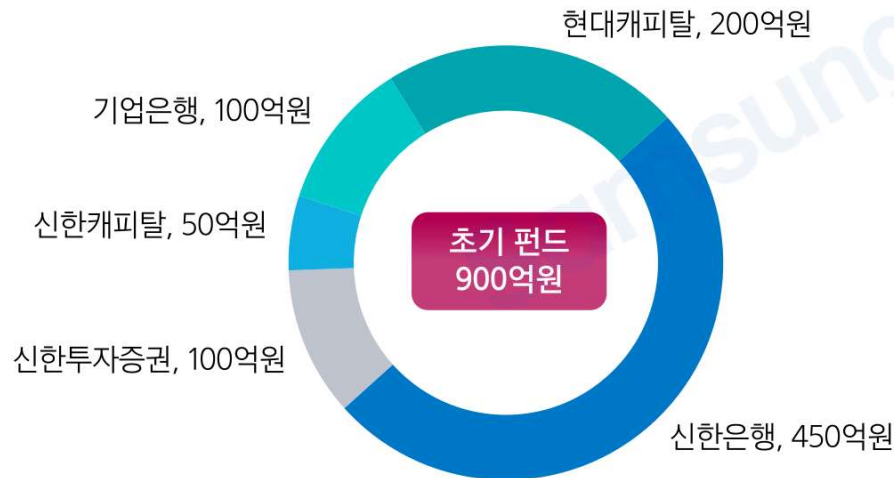
자료: Keppel DC REIT, 삼성증권

3) 데이터센터

개발: 매크로를 이기며 성장

- 4천평 부지(1.5만평 연면적) 40MW의 IT Load로 사업비 5천억원 이상이 일반적. 높은 투자비로 진입장벽↑
- 데이터센터는 높은 equity 비율(25% 이상)을 요구하므로 LP가 중요. 금융권은 PF대출 외에도 equity 투자로 디지털인프라 선점 계획
 - 신한금융그룹: 데이터센터개발 블라인드펀드 설정, 퍼시픽 써니 등에 1호 펀드 소진, 이어 1,500억원 규모의 블라인드펀드 2호 설정
 - NH증권: 액티스의 안산데이터센터 PF 9천억원(사업비 1.7조)총액인수, 2025년 3월 착공 계획
- 해외 LP 진입: CPPIB, 퍼시픽과 1조 규모의 하이퍼스케일 데이터센터 개발 중.
2022년 시드 프로젝트에 2,760억원 출자를 시작으로 두번째 JV 프로젝트인 ‘써니 죽전’ 데이터센터 개발 중

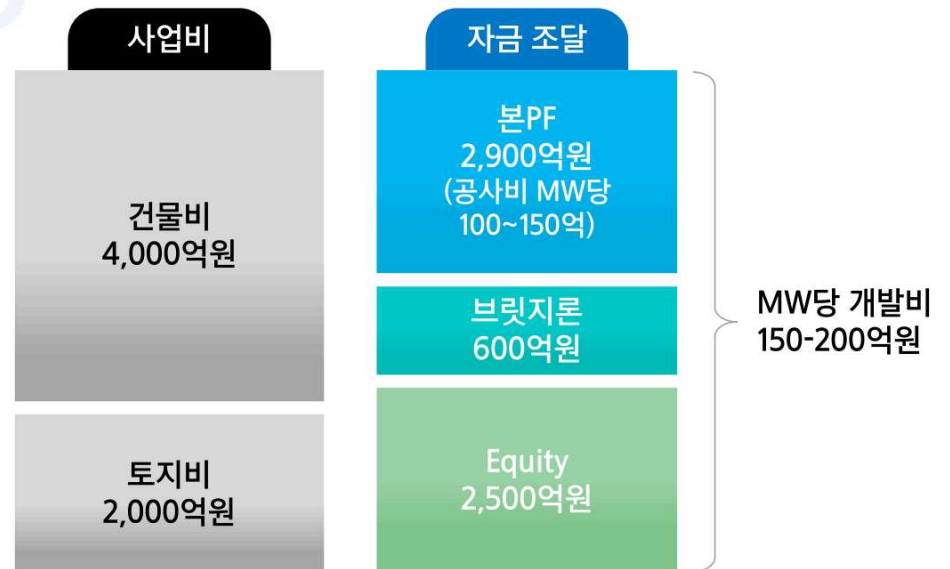
신한금융그룹의 데이터센터 블라인드펀드 1호 LP 구성



- 펀드 활용 계획: Equity 55% 미만, PF 45%
- 목표 IRR 14% 설정

자료: 언론기사, 삼성증권

데이터센터 PF 구조 예시



자료: 삼성증권

3) 데이터센터

개발: New player, 부동산 운용사

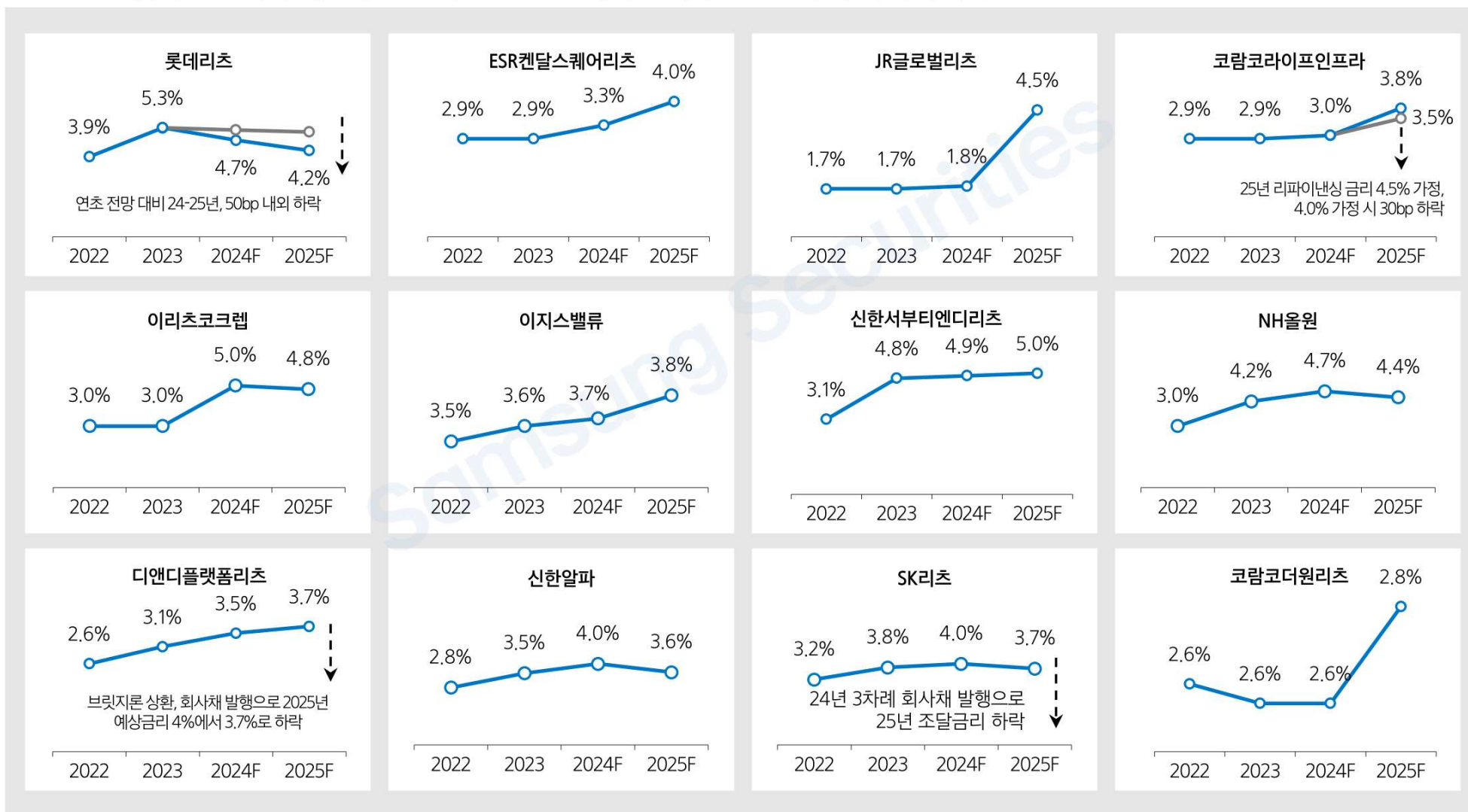
국내 데이터센터 개발 현황

구분	사업주체	프로젝트	수전 용량MW (IT Load)	협력사	현황	임차인 (End user)
운용사	액티스	안양	(26)	GS건설	2024년 완공	글로벌 CSP
		양평 1	(26)	현대건설, ADIK(Opco)	2024년 완공	글로벌 CSP
		양평 2	(26)	ADIK(Opco)	설계 중	미정
		안산 시화		ADIK(Opco)	액티스 블라인드펀드로 에쿼티(25%), 27년 완공	미정
	이지스	하남	(25)	JLL, 삼성물산, LG CNS	맥쿼리인프라가 매입	LG CNS, (카카오)
		삼송		LG CNS	2024년 착공	
		안산글로벌클라우드	40	삼성물산, 인베스코, NH증권	25년 초, 인베스코가 2천억원의 에쿼티 투자약정	LG CNS
		김포			인허가 중	
		인천		PAG, AWS(직접 설계)		(AWS)
		경북 영천	200	LG CNS	2027년 준공 목표	LG CNS
	퍼시픽	죽전	100	CPPIB(JV), 신한금융투자, 현대건설	2025년 완공 목표	MS, AWS
		KT 가산				
	코람코	안산 성곡	(24)		2024년 착공	
		케이스케어 가산	(26)	현대건설	2025년 상반기 준공	
	한국리얼에셋	하남AI Hub	20	한투금융그룹의 계열사 딜	인허가 단계	
	한국대체	안산 캄스퀘어	80	현대건설, 삼성증권	본PF전환, 27년 준공 목표	(카카오50%)
	마스턴	메이플클라우드 시흥	(52)	가평군, 엔필드	2024년 상반기 인허가	
	캡스톤	개봉동		현대건설, 한국투자증권	25년 초 착공, PF정상화펀드 활용	KT클라우드(15%)
디벨로퍼	신영	안산 글로벌메타	30(19.8)	신한금융투자	클라우드→AI 전환, 하인즈를 대체할 파트너 물색	
코로케이션 사업자	디지털리얼티	김포 디지털 2	40		2024년 착공 목표였으나 민원으로 지연	
	KNIX	과천 데이터센터	64		2024년 개소	
	드림마크원	인천 가좌	10	한화건설	2023년 12월 준공	
건설사	GS건설	덕이동	10	디씨브릿지(Opco)	2024년 말 착공 예정	
	SK에코플랜트	인천부평 (SEL 2)	20	디지털엠텔지	2024년 8월 준공 (120MW 캠퍼스 중 1단계)	AWS

자료: 언론 기사, 삼성증권

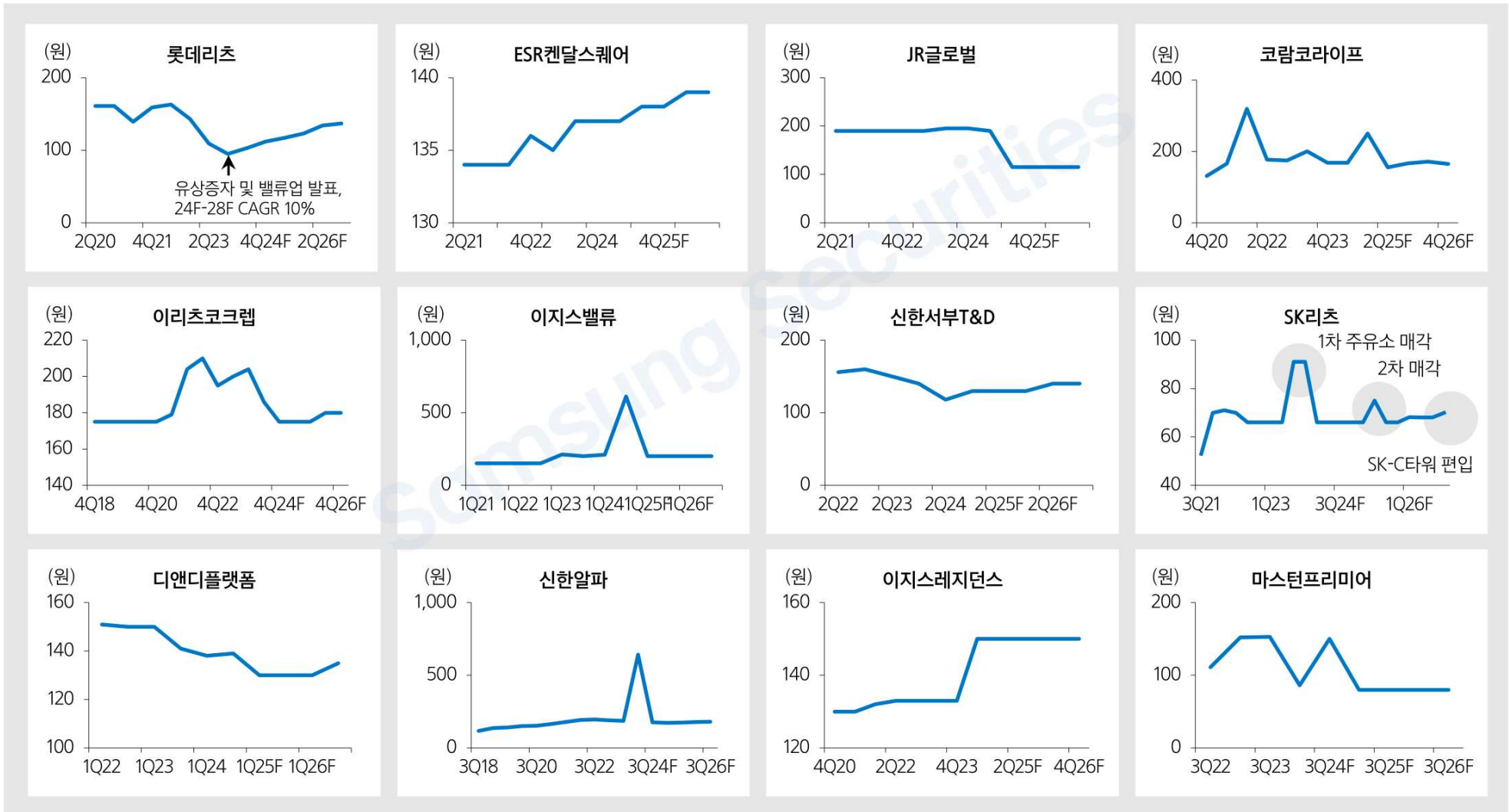
2025년부터 조달금리 하락

- 2025년 가중평균금리 수치는 정점. 일부는 2024년이 정점이며 2025년부터 하락세 시작



배당 증대가 최고 catalyst

- 2025년 가중평균금리 수치는 정점. 일부는 2024년이 정점이며 2025년부터 하락세 시작



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

Samsung Securities

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