

2019. 10. 14

Sector Update

금융

부동산금융, 선진시장을 가다



장효선

Analyst, CFA
sean_chang@samsung.com
02 2020 7790



김재우

Analyst
jaewoo79.kim@samsung.com
02 2020 7848

- 최근 시장금리 하락과 연이은 대형 리츠의 상장으로 부동산금융에 대한 관심 증폭.
- 이미 부동산금융이 활성화된 선진국 탐방을 통해 아이디어를 도출. 1) 한국 기업들의 부동산 Off-Balance 전략으로 선회에 따른 부동산금융 시장의 가파른 성장, 2) 부동산금융의 핵심으로 금융사 부각, 3) 극단적인 주가 양극화 속 리츠의 독보적 수익률이 주요 시사점.
- 향후 국내 금융사가 부동산금융을 선점하기 위한 관건은 신한지주의 신한알파리츠, NH금융그룹의 여의도파크원 개발에서 보인 바와 같은 One-Stop 부동산금융 서비스 제공 역량이 될 것으로 전망.

WHAT'S THE STORY

일본 부동산금융 시장의 현황: 대다수의 사람들에게 '잃어버린 20년'으로 각인된 일본의 부동산 시장은 지난 수 년간 기관투자자로부터 소위 가장 '핫'한 부동산 시장 중 하나로 부상. 특히, 부동산금융 시장은 전통적 투자자인 디벨로퍼와 보험사, 2000년대 중반의 부동산 사모펀드를 넘어 이제는 리츠를 중심으로 재편 중.

리츠의 성패, 디벨로퍼가 결정: 일본 부동산 개발을 이해하기에 앞서 선행되어야 할 것은 디벨로퍼와 리츠간의 독특한 Sponsor 관계. 이를 통해 1) 디벨로퍼는 안정적 유동화 창구를 확보하고, 산하 AMC, PMC를 통해 장기적으로 안정적 수수료 수익 기반을 확보하고, 2) 리츠는 양질의 물건을 유리한 가격에 편입함으로써 배당수익률을 제고 가능. 결론적으로, 리츠의 성패는 디벨로퍼가 결정하는 구조.

일본 부동산금융의 다이내믹 분석: 한국 부동산금융의 핵심이 PF인 것과 달리, 일본 부동산금융의 핵심은 여전히 메가뱅크 중심의 은행. 대형 디벨로퍼는 은행으로부터 신용 대출을 활용, 부동산 개발에 투자하고 있으며, 리츠도 은행 대출을 통해 편입 자산을 확대. 특히, 리츠는 40% 내외의 목표 LTV를 설정하고, 신규 자산 편입으로 인해 목표 LTV를 초과할 경우, 유상증자를 단행. 특히, 올해 2월 Master Fund의 유상증자는 Sponsor 리츠의 자산 편입에 대한 시장의 긍정적 시각을 보여주는 단적인 사례.

Lesson from Japan 1. 한국 고유의 부동산금융 시장 빠르게 성장 전망: 일본 기업들이 저성장 속 실적 악화를 극복하기 위해 취했던 부동산 Off-Balance 전략을 한국의 기업들도 점차 차용하기 시작하며 한국 고유의 부동산금융 시장의 성장을 견인할 것으로 전망. 실제로, 최근 대형 유통업체들의 보유 부동산 유동화를 위한 공모 리츠 출시는 국내 기업들의 변화가 이미 시작되고 있음을 반증.

Lesson from Japan 2. 부동산금융 핵심, 금융사 부각 전망 - 시장 선점이 핵심: 한국의 부동산금융의 성장 국면에서 주축 역할은 바로 금융사가 담당할 것으로 예상. 1) 한국에는 대형 디벨로퍼가 부재한 가운데, 2) 금융사들이 그 동안 자본력, 다양한 분야의 자회사, 그리고 구조화 노하우 등을 축적해왔기 때문. One-Stop 서비스 제공 역량을 보유한 금융사가 부동산금융 시장 선점에 있어서 유리한 입지를 확보할 것으로 판단.

Lesson from Japan 3. 극단적인 주가 양극화 - 리츠의 독보적 수익률: 부동산 호조에도 불구하고, 일본의 디벨로퍼, 건설사, 리츠는 극단적인 양극화 시현 중. 이는 저금리 기조 하에서 양질의 부동산 보유 여부보다는 주주환원의 중요성을 반증하는 결과로 판단. 저금리, 저성장 국면에 봉착한 한국 금융사들 또한 명확한 주주환원 정책의 확립이 관건.

Contents

I. 일본 부동산금융 시장의 현황	p2
II. J-REITs의 성패, 디벨로퍼가 결정	p9
III. 일본 부동산금융의 다이내믹 분석	p16
IV. Lesson from Japan	p24

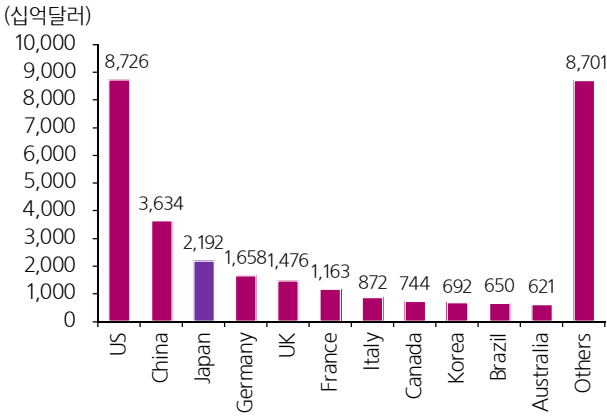
I. 일본 부동산금융 시장의 현황

일본 부동산금융 시장의 현황 - 1. 세계 3위 규모 시장

많은 사람들에게 일본의 부동산 시장은 여전히 ‘잃어버린 20년’으로 각인되어 있다. 90년대의 버블 붕괴 이후 주택가격의 폭락, 당시의 트라우마로 인한 개인들의 주택 구매 지양, 그리고 인구 고령화에 따른 주택 노후화 및 빈집 증가가 쉽게 그럴 수 있는 그림이다.

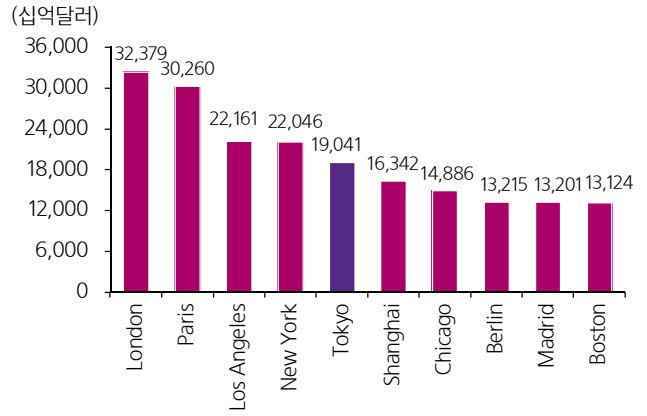
그러나, 일본, 특히 도쿄는 지난 수 년간 기관투자자로부터 소위 가장 ‘핫’한 부동산 시장 중 하나로 부각되어 왔다. 일본 3대 은행인 미쓰이스미토모 은행 산하의 SMTRI (Sumitomo Mitsui Trust Research Institute)는 일본 부동산 투자 시장 규모를 17년 기관등급 기준으로 2.2조 달러로 추산하고 있는데, 이는 전세계에서 미국과 중국 다음으로 3위에 해당되는 규모이다 (참고로, 한국은 0.7조 달러로 일본의 1/3 수준으로 추산). 특히, 도쿄의 부동산 거래액은 17년 기준 190억 달러로 런던, 파리, LA, 뉴욕 다음으로 거래가 활발히 이뤄지고 있다.

기관 등급 부동산 투자 시장 규모 추산 (2017년)



자료: SMTRI

부동산 거래 금액 (2017년)



자료: SMTRI

일본 부동산금융 시장의 현황 - 2. J-REITs가 핵심 투자자로 부상

일본 부동산금융 시장은 과거 전통적 투자자들 중심에서 사모 부동산 펀드 주도의 시장을 지나, 이제는 J-REITs가 주도하는 시장으로 진화하고 있다.

일본 부동산 투자 시장의 주요 투자자

Japan Companies			Global Companies
Domestic RE companies	Insurance	Private Funds	Global Funds
Mitsui Fudosan Mitsubishi Estate Sumitomo Estate Tokyu Land Nomura Estate Tokyo Tatemono AEON MALL Hulic Mori Building Itochu Porpoerty Development Nippon Steel Kowa Real Estate Nittochi Darbiru Heiwa Real Estate ORIX Estate Sekisui House Daiwa House Misawa Homes Etc.	Nippon Life Daiichi Life Meiji-Yasuda Life Sumitomo Life Mitsui Life Fukoku Life Tokio Marine Nichido Mitsui Sumitomo Insurance Sonpo Japan Insurance Etc.	Mitsui Fudosan Investment Advisors Tokyu Land Capital Management Tokyo Tatemono Investment Advisors Mitsubishi Jisho Investment Advisors KENEDIX Real Estate Fund Management Diamond Realty Management DBJ Asset Management ORIX Real Estate Investment Advisors Sumitomo Mitsui Trust Real Estate Investment Management Tosei Asset Advisors Etc.	Aetos Alpha Investment Partners Angelo Gordon Black Rock Black Stone CapitalLand CBRE Global Investors CLSA Fortress Gaw Capital Partners GIC GLP Goldman Sachs Green Oak Hudson Japan Invesco J.P. Morgan LaSalle investment Management Lone Star Morgan Stanley M&G PAG Prologis SC Capital Partners SEB Star Asia Touchstone Etc.
	Railways	J-REITs	
	East Japan Railway Company West Japan Railway Company Tokyu Corp. Keio Corp. Seibu Railway Tobu Railway Odakyu Railway Keihin Railway Keisei Railway Hankyu Corp. Keihan Railway Etc.	Nippon Building fund Japan Real Estate Nomura Real Estate Master Fund Japan Retail Fund ORIX JREIT United Urban Investment Corporation Daiwa House REIT Investment Corporation Nippon Prologis REIT Daiwa Office investment Corporation Advance Residence Investment Corporation GLP J-REIT Etc.	

자료: SMTRI

부동산금융의 전통적 투자자 - 디벨로퍼와 보험사

부동산금융 시장에서 전통적인 투자자는 디벨로퍼와 보험사이다.

디벨로퍼

일본에서 부동산 개발을 담당하는 것은 디벨로퍼들이다. 한국으로 보면 시행사와 유사한 개념으로 미쓰이 부동산, 미쓰비시 부동산 등이 대표적 디벨로퍼이다. 우리에게 잘 알려진 롯폰기힐스 재개발과 모리타워 건설을 담당한 것도 Mori Building이라는 디벨로퍼이다. 이들은 부동산을 직접 구매하여 개발한 이후, 이를 매각하거나 직접 임대하는 방식을 통해 수익을 창출하고 있다.

보험사

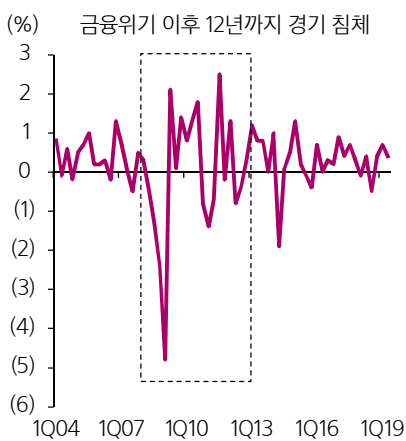
부동산 유통시장에서의 전통적 투자자는 보험사이다. 특히, 일본의 대형 생보사들은 극심한 초저금리 기조 하에서 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 부동산 투자를 늘려왔다. 가령, 일본생명의 경우, 리츠에 투자하는 것은 물론, 18년 3월 기준으로 일본 전역에 274개 빌딩을 보유, 직접 임대 사업도 영위하고 있다.

2000년대 중반의 다크호스 - 부동산 사모펀드

2000년대 중반을 기점으로 부동산 시장 투자는 부동산 사모펀드가 중심이 되었다. 이들은 1) 생보, 해외 기관 투자자들을 중심으로 2) 5~7년 간의 만기로 설정되어 부동산 투자 수익을 추구하되, 3) 임대수익보다는 부동산 개발을 통한 매각 차익에 초점을 뒀다. 일본 부동산 사모펀드의 AUM은 04년 2조엔 규모에서 08년 17조엔 내외까지 급격히 증가세를 보였다.

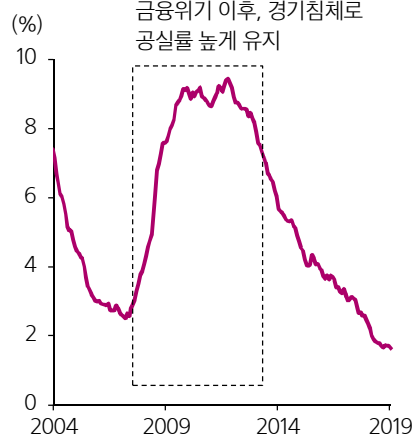
하지만, 글로벌 금융위기를 기점으로 부동산 사모펀드의 성장세는 급격히 둔화되었다. 07년 전후로 대거 설정되었던 부동산 사모펀드의 만기가 도래하며 상환됨에 따라 자연적으로 설정 잔액이 감소하는 영향도 있지만, 08년 글로벌 금융위기 이후 경기 침체가 이어진 점이 크게 작용하였다. 당시 공실률이 높게 유지됨에 따라 만기가 도래한 펀드들이 충분한 차익을 거두기가 어려웠던 것이다. 이는 사모펀드에 대한 투자 매력도가 낮아지는 요인으로 작용하였다.

일본 GDP 성장률 추이



자료: 한국은행

도쿄 5구 상업용 부동산 공실률 추이



자료: SMTRI

도쿄 5구 상업용 부동산 임대료 추이



자료: SMTRI

글로벌 금융위기 이후 - J-REITs를 중심으로 시장 재편

부동산 사모펀드가 주춤한 사이, 부동산금융 시장에서 공모리츠인 J-REITs가 빠르게 시장 점유율을 높여나가기 시작했다. J-REITs는 1) 만기가 없는 영속형으로 2) 기관 투자자뿐만 아니라 개인투자자도 참여가 가능하였고, 3) 상대적으로 리스크가 높은 매각차익에 초점을 두기보다는 장기적으로 안정적 임대수익을 지향하는 투자수단으로 기존의 부동산 사모펀드가 지닌 문제점들을 보완하는 성격이 장점으로 부각되었다.

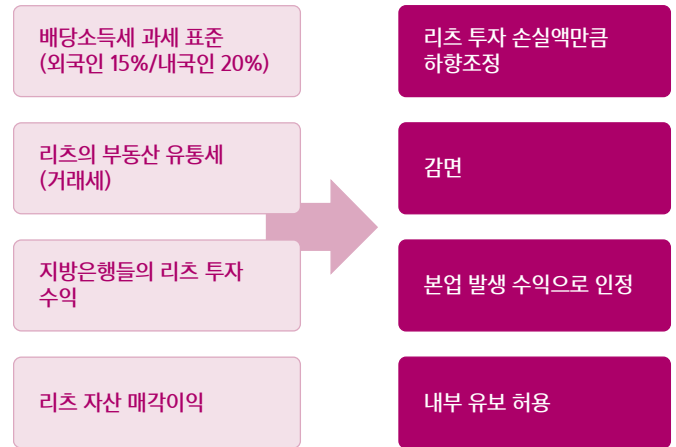
특히, 정부가 J-REITs 활성화를 위해 02년 내놓은 세제혜택은 J-REITs 성장의 도화선으로 작용했다. 1) 대상소득세 과세 표준 하향 조정, 2) 리츠의 부동산 유통세 감면, 3) 지방은행들의 리츠 투자수익 관련 수익 회계 처리 변경, 4) 리츠의 자산 매각이익 내부 유보 허용 등과 같은 혜택들은 리츠 투자에 따른 기대 수익률 상승으로 이어졌기 때문이다. 15년을 기점으로 J-REITs의 AUM은 부동산 사모펀드를 추월하였고, 최근에는 저금리 기조가 강화되며 배당 매력도가 더욱 부각되어 높은 성장세를 이어가고 있다.

부동산금융 주요 vehicle

부동산 사모펀드	1) 만기: 5년 2) 투자주체: 기관투자자 (생보, 해외 투자자 등 포함) 3) 초점: 임대수익 < 매각차익
J-REITs (공모리츠)	1) 만기: 없음 (영속형) 2) 투자주체: 기관, 개인 - 62개 J-REITs 상장 거래 중 3) 초점: 임대수익 > 매각차익
사모리츠	1) 만기: 없음 (영속형) 2) 투자주체: 기관투자자 (생보, 해외 투자자 등 포함) 3) 초점: 안정적 임대수익 + 매각차익

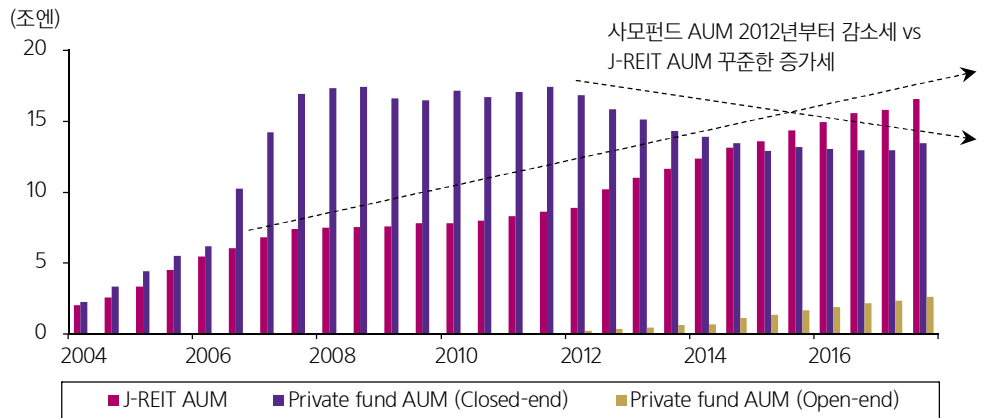
자료: 삼성증권 정리

JREITs 육성 위한 주요 세제 혜택



자료: 삼성증권 정리

일본 부동산 사모펀드/J-리츠 AUM 추이



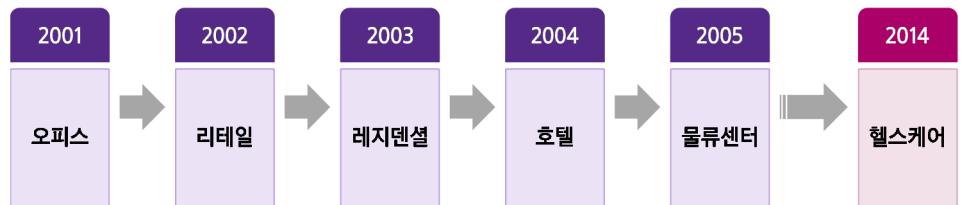
참고: 2017년 기준
 자료: SMTRI, 삼성증권

일본 부동산금융 시장의 현황 - 3. 리츠 자산의 다변화

J-REITs는 시대의 변화에 맞춰 편입 자산도 빠르게 다변화되고 있다. 01년 상업용 부동산 중 오피스를 중심으로 이뤄지던 리츠의 투자 포트폴리오는 02년부터 최근 한국의 이랜드, 롯데, 홈플러스 등 유통업체를 편입대상으로 하는 리테일 분야로 확대되었다. 그리고 03년 주택, 04년, 05년 물류센터로 편입 대상이 빠르게 넓혀졌다.

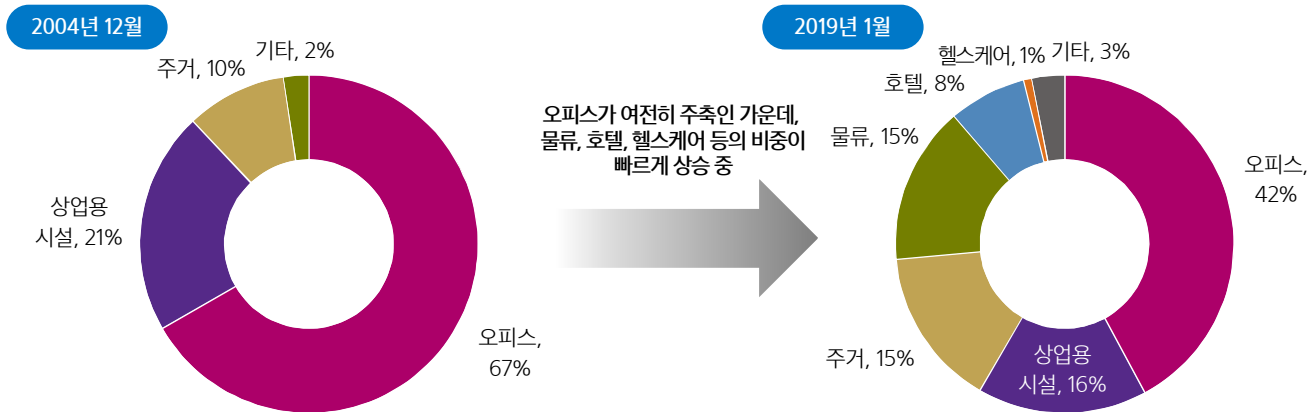
편입 자산의 다변화는 J-REITs 투자자들의 성향에 따른 선택지를 넓히며 더 많은 투자자들을 유인하는 결과로 이어지고 있다. 04년 말 기준으로 J-REITs의 편입 자산 중 67%와 21%가 각각 오피스 및 리테일이 차지하며 리츠는 상업용 부동산 경기 영향을 크게 받았다. 그러나, 19년 1월 기준으로 오피스와 상업용 시설의 비중은 각각 42% 및 16%로 낮아진 대신, 주거와 물류, 호텔 등 다양한 분야에 걸쳐서 자산 편입이 이뤄졌다.

J-REITs의 투자 포트폴리오 다변화



자료: Sumitomo Trust, 삼성증권

J-REITs 편입 자산 분류 구성 변화



자료: SMTRI, 삼성증권

일본 부동산금융 시장의 현황 - 4. 오피스 시장은 도쿄를 중심으로 활황

12년 12월 기점으로 오피스 시장은 활황

12년 12월을 기점으로 시작된 경기 회복은 오피스 시장의 활황으로 이어졌다. 특히, 도쿄 5구를 중심으로 오피스 시장이 호황을 누리고 있는데, 단적인 예로 이들 지역의 오피스 공실률은 지난 19년 8월 1.7%를 기록하며 역대 최저 수준을 경신 중에 있다. 오피스의 경우 자연 공실률을 통상 5%로 간주하는 것을 감안하면, 일본 도쿄 5구의 오피스는 극단적으로 공급자 우위의 시장이 형성되어 있는 것을 의미한다. 참고로, 한국은 1) 서울 오피스텔 평균 공실률이 10.2%, 2) 상가 공실률이 11.5%를 기록 중이다.

이처럼 부족한 오피스 수요를 충당하기 위해 대형 디벨로퍼를 중심으로 부동산 개발이 활발하게 이뤄지고 있다. 2000년대 초반부터 최근까지 올려진 도쿄도 내 100m 이상 초고층 건물은 313개에 이르는 가운데, 아직도 수많은 재개발 프로젝트가 진행 중이다. 1) 미쓰비시 부동산을 중심으로 1995년부터 시작된 마루노우치 재개발이 여전히 활발히 이뤄지고 있는 가운데, 2) 롯폰기힐스 재개발로 유명한 대형 디벨로퍼인 모리빌딩은 지난 8월 도쿄 대표 부촌에 일본 최고 높이의 빌딩 (330m, 지상 64층)을 비롯한 초고층 빌딩 3개 동 등을 건립하는 한화 기준 6조원 규모의 프로젝트를 발표하기도 했다

미쓰비시 부동산의 마루노우치 재개발



자료: 미쓰비시 부동산

모리빌딩의 도라노몬, 아자부다이 프로젝트

항목	주요 내용
위치	도쿄도 미나토구 도라노몬, 아자부다이, 롯폰기
구역 면적	8.1ha
사업비	약 5,800억엔 (한화 6조원)
주요 용도	주택, 사무소, 상점, 호텔, 문화시설, 국제학교 등
오피스 수용인원	약 2만명
주택 거주자수	약 3,500명 (1,400호)
착공	2019년 8월
준공	2023년 3월
디벨로퍼	모리빌딩

자료: 언론 보도

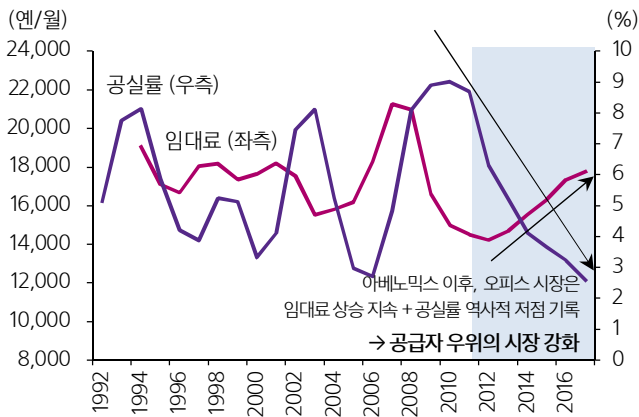
임대료 상승에도 불구하고 임대수익률은 하락 추세에 있다. 도쿄 5구의 임대료는 지난 12년 말을 기점으로 연이은 회복세를 보이고 있으며, 19년 9월 기준으로 12년말대비 29.5% 상승하였다. 하지만, 타이트한 수급 상황으로 인해 건물 가격 상승률은 임대료 상승률을 상회하며 오피스 임대수익률 하락을 야기하고 있는 것이다. 일례로, 마루노우치의 A등급 오피스의 임대수익률은 3.5%까지, 마루노우치 S등급 오피스의 임대수익률은 2% 초반까지도 하락한 것으로 알려져 있다.

일본 부동산금융 시장의 현황 - 5. 지역별 양극화 - 대형 J-REITs는 도쿄 핵심지역 중심 투자

다만, 지역별 양극화로 인해...

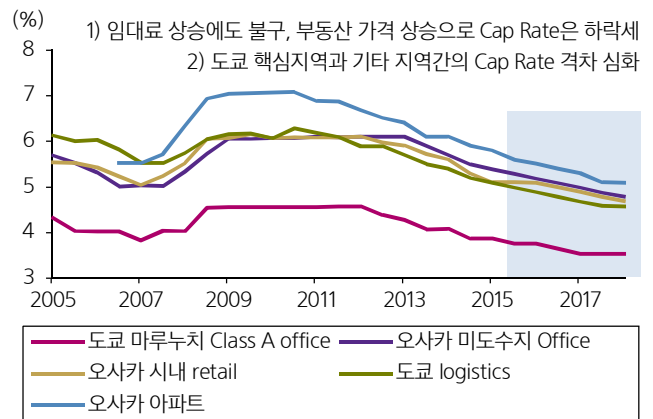
다만, 오피스 시장은 지역별로 양극화가 진행되고 있다. 도쿄를 중심으로 하는 오피스 시장은 극단적인 초호황을 보이고 있는 반면, 지방은 더딘 모습을 보이고 있다. 실제로 지역별 건물의 평균 임대수익률을 살펴보면, 오사카는 4.8%로 도쿄 중심지의 3.5%에 비해 1.3%p 높은 수준으로 글로벌 금융위기 이전의 Gap을 좁히지 못하고 있다.

월 평균 임대료 vs 공실률 (도쿄 5구)



자료: SMTRI, 삼성증권

일본 지역별 건물 평균 cap rate 추이

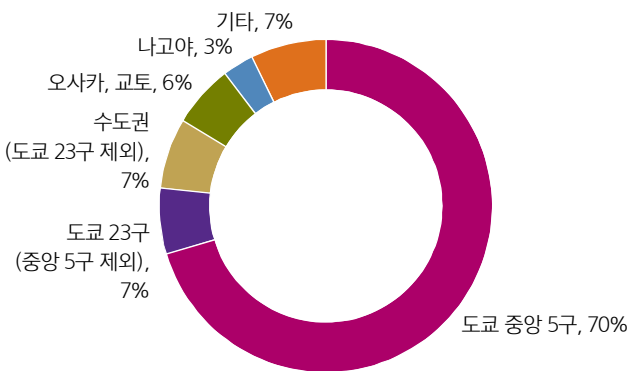


자료: Master Fund

대형 J-REITs는 도쿄 핵심지역 중심 투자

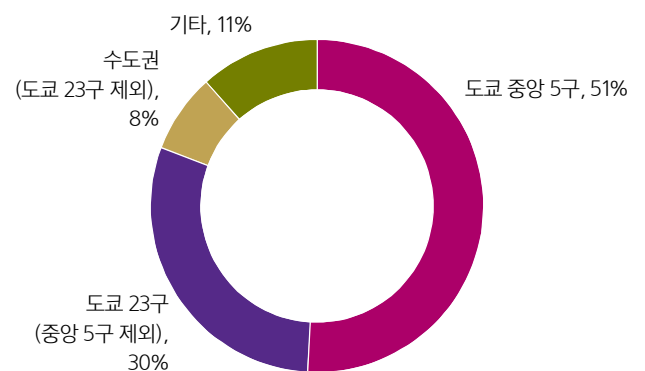
오피스 시장의 양극화는 J-REITs의 지역별 편입 자산 구성에도 영향을 미치고 있다. 즉, 낮은 임대수익률에도 불구하고, 대형사일수록 도쿄의 핵심 지역을 중심으로 자산을 편입하는 것이다. 일례로, 미쓰비시 부동산을 sponsor로 두고 있는 JRE (Japan Real Estate)와 미쓰이 부동산을 Sponsor로 두고 있는 NBF (Nippon Building Fund)의 도쿄 중앙 5구 비중은 각각 70%, 51%에 달하며 도쿄 인근을 포함한 수도권 물건이 차지하는 비중은 각각 80%를 넘는다.

JRE의 지역별 포트폴리오 구성



참고: 19년 3월말 기준
자료: JRE

NBF의 지역별 포트폴리오 구성



참고: 18년 말 기준
자료: NBF

Contents

I. 일본 부동산금융 시장의 현황	p2
II. J-REITs의 성패, 디벨로퍼가 결정	p9
III. 일본 부동산금융의ダイナ믹 분석	p16
IV. Lesson from Japan	p24

II. J-REITs의 성패, 디벨로퍼가 결정

디벨로퍼와 리츠간의 공생 구조

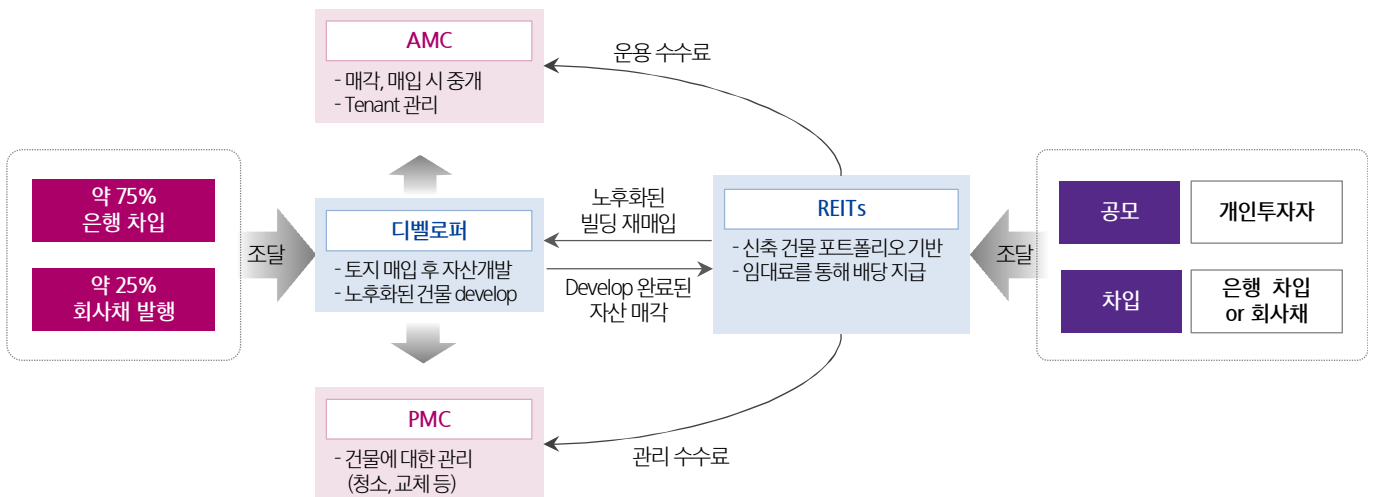
일본 부동산 개발을 이야기하기에 앞서 디벨로퍼와 리츠간의 독특한 공생 관계에 대한 이해가 선행되어야 한다. 일본에서 부동산 개발을 담당하는 것은 디벨로퍼들이다. 이들은 본인의 신용으로 직접 조달한 자금을 기반으로 부동산을 개발한 이후, 리츠를 통해 개발된 부동산을 유동화하는 절차를 거친다.

이 과정에서 중요한 것은 디벨로퍼와 리츠간의 Sponsor 관계, 즉 디벨로퍼와 리츠간의 베타적 공생 관계를 의미한다. 디벨로퍼는 직접 개발한 부동산을 베타적 관계 하의 Sponsor 리츠에게 우선적으로 배당하는 것이다.

디벨로퍼: 디벨로퍼는 Sponsor 리츠를 활용하여 1) 안정적으로 자산을 유동화하고, 2) 자산 매각 이후에도 AMC와 PMC를 통해 자산관리 및 부동산 관리 수수료를 지속적으로 수취하게 된다.

리츠: 리츠는 Sponsor 디벨로퍼로부터 1) 자산을 원활히 공급받고, 2) 디벨로퍼의 AMC와 PMC를 통해 자산관리가 용이하며, 3) 노후화된 자산은 재차 Sponsor 디벨로퍼를 활용하여 매각 혹은 재개발함으로써 가치를 제고시킬 수 있다.

디벨로퍼, REITs, AMC, PMC 간의 건물 매각, 매입, 수익창출 구조

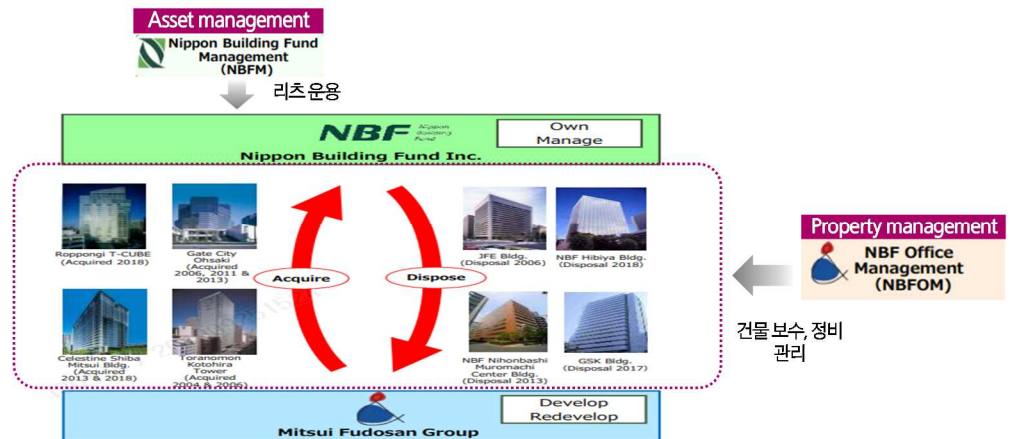


자료: 삼성증권

사례: 미쓰이 부동산의 리츠를 활용한 수익 창출 구조

일본 대형 디벨로퍼 중 상업용 부동산 개발 및 리츠를 활용한 유동화에 가장 적극적인 기업은 미쓰이 부동산이다. 동사는 산하 NBF (Nippon Building Fund)를 비롯하여 Nippon Accommodation Fund, Frontier Real Estate Fund Investment Corporation, MPLP 등 총 4개의 J-REITs를 Sponsor 리츠로 두고 있다. 동사는 개발한 부동산을 Sponsor 리츠에 매각한 이후, AMC인 Nippon Building Fund Management와 PMC인 NBF Office Management를 통해 펀드 및 건물관리 수수료 수익을 수취하는 것이다.

디벨로퍼, REITs, AMC, PMC 간의 건물 매각, 매입, 수익창출 구조: "NBF - Mitsui Fudosan" 사례

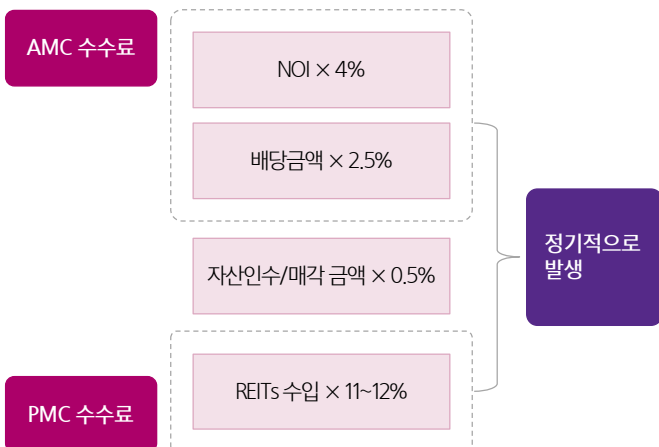


자료: NBF, 삼성증권

리츠를 통한 디벨로퍼의 수익 확장

디벨로퍼는 Sponsor 리츠로 자산을 유동화시킨 이후 총 4가지의 자산운용 및 건물관리 관련 수수료를 수취한다. 1) AMC가 정기적으로 NOI의 4%와 배당가능액의 2.5%를 운용 수수료로, 2) 자산 인수와 매각이 이뤄질 경우, 해당 금액의 0.5%를 거래 수수료로, 그리고 3) PMC가 REITs 수입의 11~12%를 건물관리 수수료로 받는 것이다. 앞서 살펴본 미쓰비시 부동산의 19년 사례를 보면, 동사는 총 24.7억엔의 AMC 수수료와 76.0억엔의 PMC 수수료를 Sponsor 리츠인 JRE로부터 받았으며, 이는 해당 리츠의 자산가치대비 연간 수수료율로 0.8%에 해당되는 수준이다.

JRE의 AM/PM 수수료 구성



자료: JRE

미쓰비시 부동산의 AM/PM 수수료 Breakdown

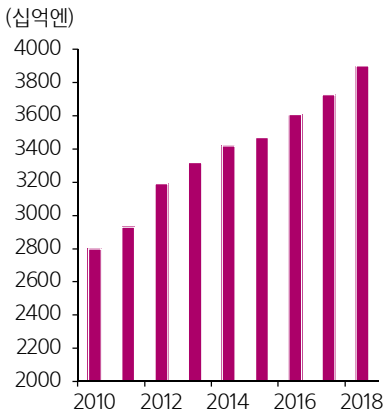
(백만엔)	2018
디벨로퍼에 지불하는 연간 수수료	10,065
AMC 수수료	2,465
1) NOI-linked fee	1,800
2) Distribution-linked fee	665
PMC 수수료	7,600
자산가치 대비 연간 수수료율 (%)	0.8

자료: 미쓰비시 부동산

즉, 디벨로퍼 입장에서 Sponsor 리츠의 자산 증가는 안정적 수수료 수익 기반의 확대를 의미한다. Sponsor 리츠로 유동화된 부동산은 디벨로퍼의 대차대조표에는 더 이상 존재하지 않지만, 유동화된 부동산이 늘어날수록 디벨로퍼는 산하 AMC 및 PMC로부터 안정적으로 받는 수수료가 증가하는 것이다.

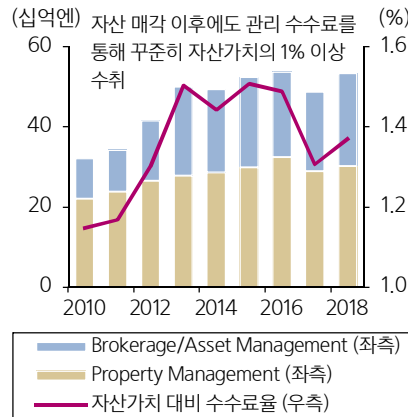
가령, 미쓰이 부동산의 부동산 관리 자산은 2010년 기준 2.8조원에서 2018년 3.9조엔까지 39.3% 증가하였으며, 같은 기간, 동사의 자산 및 건물관리 수수료는 321억엔에서 534억엔까지 66.4% 늘어났다. 참고로, 18년 기준으로 동사가 수취한 수수료의 관리자산가치대비 수수료율은 1.4%로 추산된다. 지속적인 유동화와 이에 따른 수수료 증가로 인해 미쓰이 부동산의 리츠 관련 수수료가 전체 영업이익에서 차지하는 비중은 18년 기준 20.4%까지 증가하였으며, 부동산 경기의 영향을 많이 받는 부동산 디벨로퍼의 실적 안정성이 그만큼 제고된 것을 의미한다.

미쓰이 부동산 관리 자산 규모



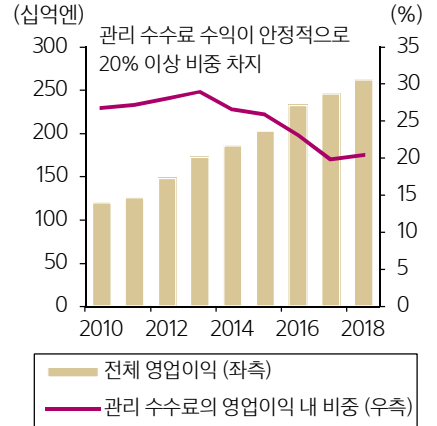
자료: 미쓰이 부동산

미쓰이 부동산 AM/PM 수수료 추이



자료: 미쓰이 부동산, 삼성증권

미쓰이 부동산 관리 수수료 vs 영업이익



자료: 미쓰이 부동산, 삼성증권

J-REITs의 성패는 Sponsor 디벨로퍼가 결정

디벨로퍼와 리츠간의 Sponsor 관계를 통한 구조 하에서 REITs의 성패를 가늠하는 가장 중요한 요건은 당연히 강력한 Sponsor의 유무이다. 즉, Sponsor 리츠의 입장에서는 Sponsor 디벨로퍼로부터 양질의 자산을 안정적으로 조달하는 것이 최대 성공 요인인 것이다. 그 결과, 현재 일본의 J-REITs 중 상위 3사는 일본 3대 디벨로퍼를 Sponsor로 둔 리츠들이며, 4위인 Nippon Prologis 또한 미국 최대 부동산 기업 중 하나인 Prologis Group을 Sponsor로 둔 리츠이다.

J-REITs 시가총액 상위 15개사 및 스폰서 현황: J-REITs의 성적은 Sponsor 디벨로퍼의 규모 순서

코드	REIT	스폰서	시가총액 (십억엔)	섹터
8951	Nippon Building	Mitsui Fudosan	1,162	오피스
8952	Japan Real Estate	Mitsubishi Estate	1,011	오피스
3462	Nomura Master	Nomura Real Estate Holdings	892	종합
3283	Nippon Prologis	Prologis Group	701	물류
8954	ORIX JREIT	ORIX Real Estate	647	종합
8960	United Urban	Marubeni Corporation	641	종합
8984	Daiwa House REIT	Daiwa House Industry	629	종합
8953	Japan Retail	Mitsubishi Corporation	584	상업시설
3281	GLP J-REIT	GLP Group	534	물류
3269	Advance Residence	Itochu Property Development	469	주택
8955	Japan Prime Realty	Tokyo Tatemono	466	종합
3279	Activia Properties	Tokyu Land Corporation	421	종합
8976	Daiwa Office	Daiwa Securities Group	409	오피스
8963	Invincible	-	398	호텔
3309	Sekisui House Reit	Sekisui House	397	종합

3대 디벨로퍼 Sponsor 리츠

금융사 Sponsor 리츠

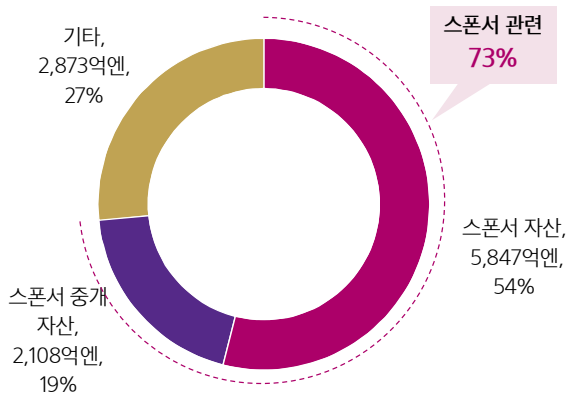
자료: Japan-REIT, 삼성증권

리츠와 디벨로퍼간의 Sponsor, 불가분의 관계

Sponsor 리츠는 대부분의 자산을 Sponsor 디벨로퍼로부터 공급 받는다. 가령 미쓰비시 부동산을 Sponsor로 둔 JRE의 경우, 1) Sponsor로부터 인수한 자산이 54%에 이르며, 2) 또 다른 19%는 Sponsor가 중계한 자산이다. 물론, 자체적으로 시장에서 인수하는 자산도 27% 가량 차지하지만, 편입자산의 인수는 대부분 Sponsor를 중심으로 이뤄지는 것이다.

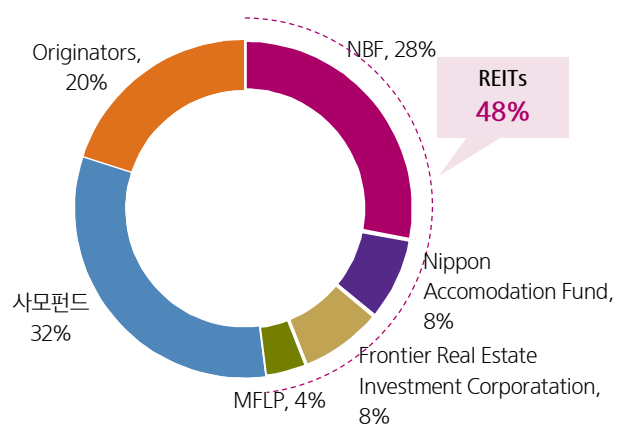
Sponsor 디벨로퍼 입장에서도 Sponsor 리츠는 가장 중요한 자산 유동화 창구이다. 미쓰이 부동산의 경우, 전체 자산 중 48%를 Sponsor 리츠로 유동화시키며, 32%는 사모펀드를 대상으로 이뤄진다.

Japan Real Estate: 스폰서자산 보유 현황



자료: Japan Real Estate, 삼성증권

미쓰이 부동산: 사모펀드, originators 대비 REITs 비중



자료: Master Fund, 삼성증권

Sponsor 디벨로퍼와 리츠간의 부동산 거래는 시장가격대비 소폭 낮은 가격에 성사된다. Sponsor 리츠 입장에서는 안정적인 자산 조달과 더불어 인수 가격 인하를 통해 배당수익률을 제고시키는 이점을 누릴 수 있는 것이다. 특히, 대형 디벨로퍼가 도쿄도 내의 소위 핫한 플레이스를 개발하는 경우가 많은 만큼, 대형 디벨로퍼를 Sponsor로 둔 리츠는 입지가 좋은 자산을 쉽고 보다 유리한 조건에 편입시킬 수 있다.

이러한 구조는 얼핏 보면 디벨로퍼에게 불리한 것으로 비춰질 수 있지만, 디벨로퍼 또한 Sponsor 관계 하에서 얻는 것이 더 많다. 1) 디벨로퍼는 부동산 경기와 상관없이 안정적으로 물건을 유동화함으로써 본인의 대차대조표의 안정성을 제고할 수 있고, 2) 디벨로퍼 산하의 AMC와 PMC를 Sponsor 리츠가 사용함으로써 안정적인 관리 수수료를 창출할 수 있으며, 3) 장기적 관점에서는 리츠가 보유한 건물이 노후화되었을 때, 이를 다시 디벨로퍼가 매입, 개발하여 재차 유동화시키는 구조를 가져감으로써 개발 물건 조달도 원활히 할 수 있다.

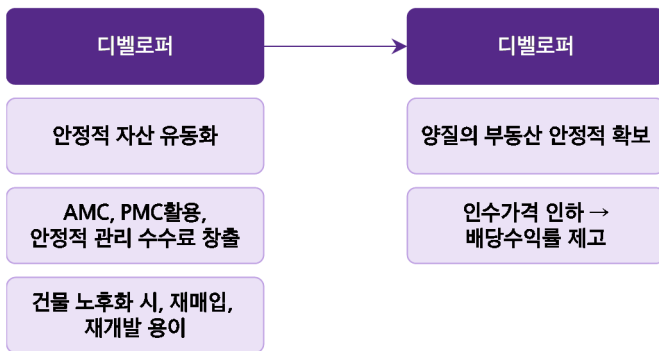
디벨로퍼와 Sponsor 리츠간 전략적 자산 교체 사례: 노무라 부동산과 Nomura Master Fund

아래의 노무라 부동산과 Sponsor REITs인 NMF (Nomura Master Fund)간의 전략적 자산 교체는 이를 보여주는 대표적 사례이다. 2017년, NMF는 보유 중인 자산 중 노후화된 자산의 재개발을 결정하고, 이를 Sponsor인 노무라 부동산에 매각하였다. 노무라 부동산이 해당 물건에 대한 재개발을 완료한 이후, NMF는 매각 당시 확보해뒀던 우선 협상권을 행사하며 해당 물건을 재매입할 수 있었다.

이 과정에서 Sponsor 디벨로퍼와 Sponsor 리츠 모두 Win-Win 관계 하에서 이익의 증가를 누릴 수 있었다. 1) 노무라 부동산은 안정적인 개발 물건을 수취하며 관련 이익을 창출할 수 있었고, 2) 부동산 개발로 인해 임대수익과 보유자산 가치가 늘어나며 디벨로퍼가 얻는 AMC 및 PMC 수수료 또한 증가하였으며, 3) NMF는 우량한 물건을 시장가격대비 낮은 가격에 재매입함에 따라 임대수익률의 개선과 미실현이익의 증가라는 결과를 얻을 수 있었다.

디벨로퍼와 Sponsor 리츠 간의 자산 거래에 따른 장점

시장대비 낮은 가격에 부동산 매각



자료: 삼성증권 정리

디벨로퍼와 Sponsor 리츠간 전략적 자산 교체 사례

Redevelopment and reacquisition type SPR – Summit Store Honamanuma

Secured over 30% unrealized gain by realizing redevelopment and reacquisition in cooperation with the Sponsor.

MASTER FUND

Disposition summary (June 2017)

Former Mitsubishi Motors Suginami (Land)

Disposition price	¥896min
Actual NOI yield	4.3%
Realized gain	¥140min

SPR

- NMF는 보유 자산을 Sponsor인 노무라 부동산에 매각
- 노무라 부동산은 해당 물건 재개발
- NMF는 우선협상권을 행사, 해당 물건을 재매입

NOMURA REAL ESTATE DEVELOPMENT

Acquisition summary (March 2019)

Summit Store Honamanuma

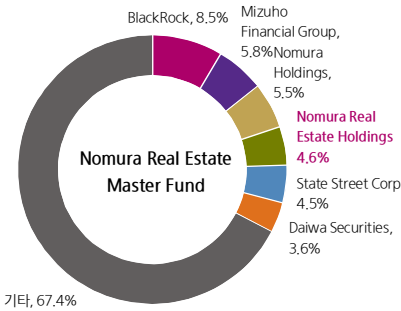
Acquisition price	¥2,160min
Appraisal value	¥2,880min
NOI yield	6.0%
Unrealized gain (note)	¥720min
(Unrealized gain ratio)	(33.3%)

자료: Nomura Master Fund

디벨로퍼는 Sponsor 리츠에 대한 직접 지배보다는 AMC / PMC에 대한 직접 지배를 통해 수익 수취

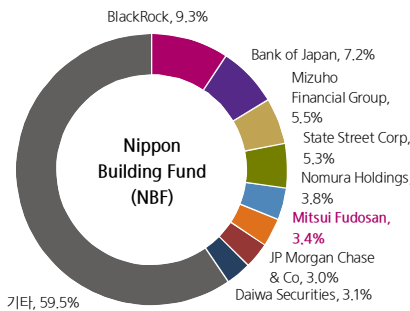
여기서 의문을 가질 수 있는 부분은 상장 리츠인 J-REITs에 대한 Sponsor 디벨로퍼의 지분 관계 일 것이다. 하지만, 디벨로퍼가 Sponsor REITs에 대하여 소유하는 지분은 미미하다. 3대 디벨로퍼의 경우, 산하 REITs에 대한 지분율이 2~4% 수준에 불과하다. 이는 공모 리츠인 J-REITs의 취지를 십분 살리기 위한 전략의 일환이다.

지분 구성 - 노무라 Master Fund



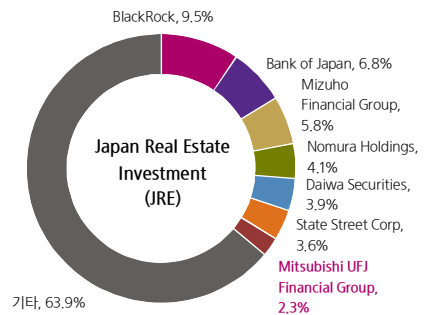
자료: Bloomberg, 삼성증권

지분 구성 - NBF



자료: Bloomberg, 삼성증권

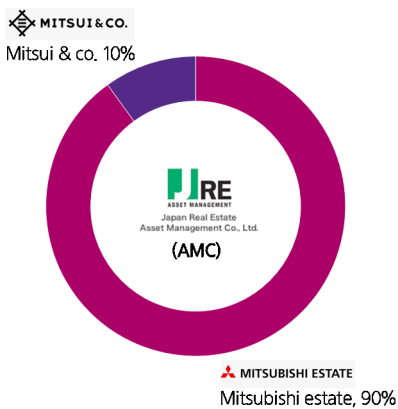
지분 구성 - JRE



자료: Bloomberg, 삼성증권

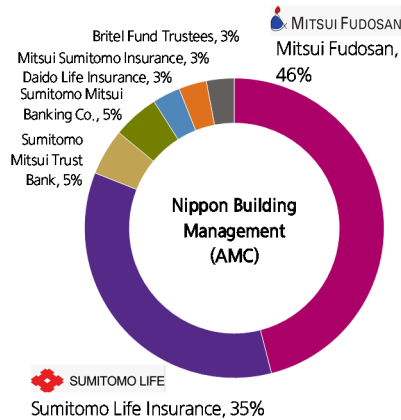
디벨로퍼들은 Sponsor 리츠에 대한 직접 지배 강화보다 J-REITs의 자산과 건물을 관리하는 AMC와 PMC에 대한 지분율을 극대화하는 전략을 취한다. 일례로, 미쓰비시 부동산을 Sponsor로 둔 JRE의 AMC는 미쓰비시 부동산이 90%, 미쓰이 상사가 10%의 지분을 보유하고 있다. 또한, NBF의 경우에도 NBF에 대한 미쓰이 부동산의 지분율은 3.37%에 불과하지만, 미쓰이 부동산은 NBF를 독점적으로 담당하는 AMC에 대하여 46% 지분율, PMC에 대하여 100% 지분율을 확보함으로써 유동화 자산으로부터 수수료 수익을 극대화하고 있다.

JRE AMC 지분 구조

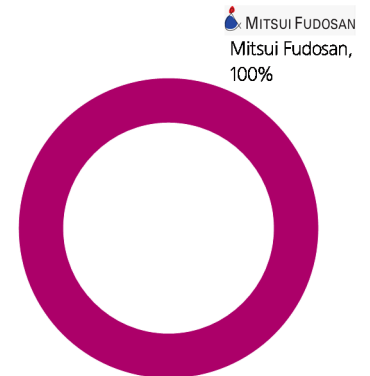


자료: 각 사, 삼성증권

NBP AMC 지분 구조



NBP PMC 지분 구조



Contents

I. 일본 부동산금융 시장의 현황	p2
II. J-REITs의 성패, 디벨로퍼가 결정	p9
III. 일본 부동산금융의 다이나믹 분석	p16
IV. Lesson from Japan	p24

III. 일본 부동산금융의 다이나믹 분석

글로벌 금융위기를 거치며 한국 부동산금융의 핵심은 은행에서 증권사와 보험사, 신탁사 등 제2 금융권으로 이전되고 있으며, 각 부동산 Project별로 수익과 리스크를 고려한 Financing이 개별적으로 이뤄진다.

반면, 일본 부동산금융은 여전히 은행, 특히 메가뱅크를 중심으로 움직이고 있다. 대형 디벨로퍼일수록 자체 자본을 중심으로 은행으로부터 저금리에 신용대출을 활용하고 있으며, 리츠들 또한 레버리지를 사용할 때, 은행 대출을 중심으로 자금을 조달하고 있다.

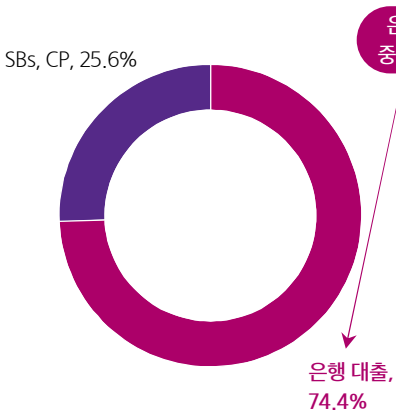
일본 부동산금융의 다이나믹을 분석한다.

디벨로퍼의 자금 조달 구조 - 대형 디벨로퍼는 메가뱅크 중심

대형 디벨로퍼들은 대부분 은행 대출에 의존하여 자금을 조달한다. 미쓰이 부동산과 미쓰비시 부동산의 경우, 전체 자금 조달 중 은행 대출이 차지하는 비중은 각각 74%와 61%에 이른다. 이들 대출은 PF대출이나 담보대출이 아닌, 철저히 디벨로퍼의 신용도와 상환 능력에 기반한 신용대출이다. 즉, 자본력이 크고 우량한 디벨로퍼일수록 보다 유리한 조건으로 대출을 받을 수 있는 것이다. 일례로, 미쓰비시 부동산의 은행 대출 금리는 0.71%로 동사가 회사채를 통한 조달금리 1.24%와 전체 조달 평균 금리 0.92%에 비해 더욱 유리한 조건이다.

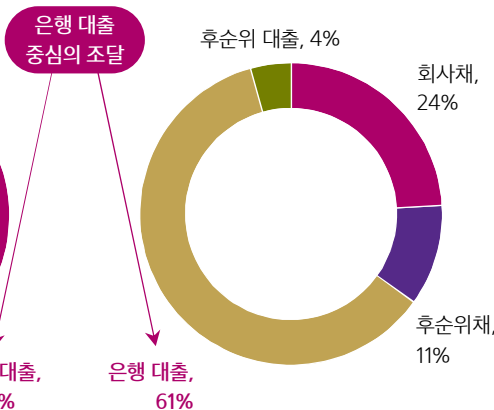
디벨로퍼들은 조달한 자금을 기반으로 자체 판단 하에 투자할 개발 사업을 결정한다. 이 과정에서 은행들은 디벨로퍼의 사업 판단에는 전혀 관여하지 않으며, 신용도 평가를 통해 적정한 대출 금리 책정과 원리금 수취에만 집중하게 되는 것이다.

미쓰이 부동산 조달 구조



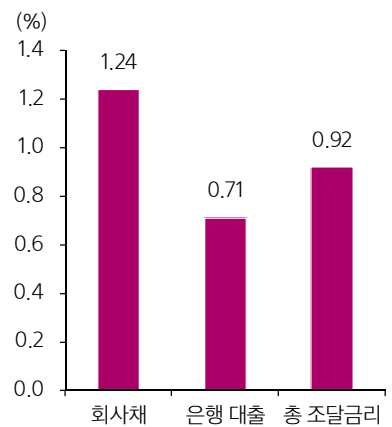
참고: 19년 3월 말 기준
자료: 미쓰이 부동산

미쓰비시 부동산 자금 조달 구조



참고: 19년 3월 말 기준
자료: 미쓰비시 부동산

조달 수단 별 금리 (잔액 기준)



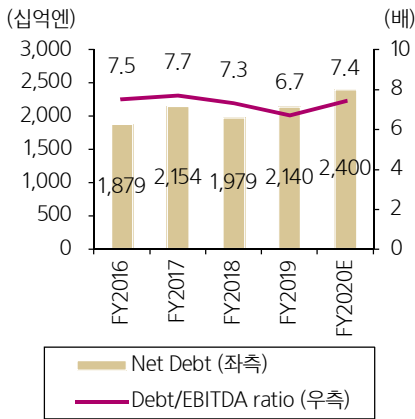
참고: 19년 3월 말 기준
자료: 미쓰비시 부동산

Sponsor 리츠는 디벨로퍼의 부채비율 관리를 위한 가장 효과적인 수단

디벨로퍼의 자금 조달이 신용도 및 상환 여력에 기반한 신용대출임에 따라 대형 디벨로퍼들은 Sponsor 리츠를 적극적으로 활용해야 할 유인이 크다. 디벨로퍼들의 상환 여력 평가 요소 중 가장 중요한 것은 Net debt-to-EBITDA이다. 이는 디벨로퍼들의 부채와 자산이 무한정 늘어날 수 없다는 의미이다. 따라서, 디벨로퍼 입장에서 안정적인 자금 조달과 지속적인 개발 사업을 영위하기 위해서 1) 개발이 완료된 자산을 유동화시키고 2) 신규 개발 프로젝트를 편입시키는 과정이 반복되어야 하며, 3) 이 과정에서 안정적인 유동화 창구인 Sponsor 리츠를 적극 활용하게 되는 것이다.

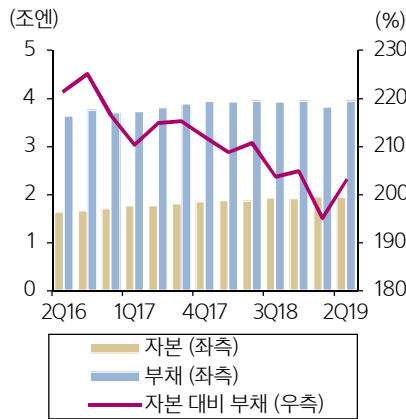
다만, 이러한 관계는 대형 디벨로퍼에 한정된다. 즉, 자본력이 부족한 중소형 디벨로퍼들은 1) 메가뱅크 대출보다는 생보사, 리스사 등을 활용하게 되며, 2) 개별 기업의 부족한 신용도로 인해 Project별로 대출받기도 한다.

Mitsubishi 부동산 Debt-to-EBITDA 비율



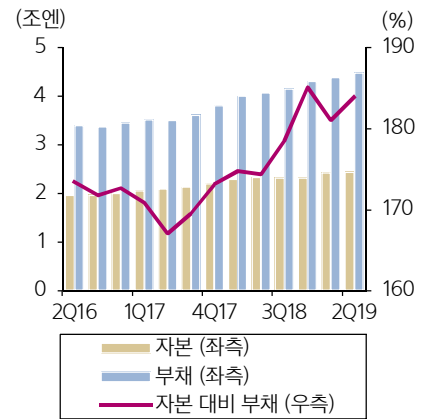
자료: Mitsubishi 부동산

Mitsubishi 부동산: 부채비율 추이



자료: Bloomberg

Mitsui 부동산: 부채비율 추이



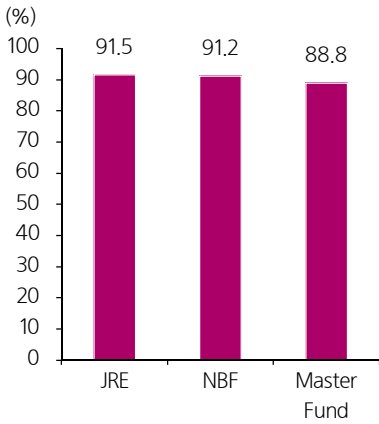
자료: Bloomberg

리츠의 자금 조달 구조 - Target LTV 내에서 부채 관리

리츠는 자산 매입 시, 자본 이외에도 레버리지를 적극 활용한다. 이 과정에서 리츠의 부채 조달은 대부분 은행 대출에 의존하게 된다. 3대 J-REITs의 은행 대출은 전체 부채 중 90% 내외를 기록할 정도로 높다.

더 나아가, 이들 리츠는 1개 은행에 의존하기 보다는 다수의 은행으로부터 대출을 분산하여 조달하는 구조를 지니고 있다. NBF의 거래 금융기관별 대출 내역을 살펴보면, 국책은행인 일본개발은행이 전체 대출 중 20.2%를, 3대 메가뱅크가 50.4%를 담당한 가운데, 다양한 생보사와 중소형 은행 및 지방은행들까지 총 27개 금융기관이 대출을 제공하고 있다.

주요 리츠의 은행 대출 비중



참고: JRE는 19년 3월말 기준 / NBF는 18년 12월말 기준 / Master Fund는 19년 2월말 기준 / Master Fund는 장기차입금을 은행 대출로 가정
 자료: JRE, NBF

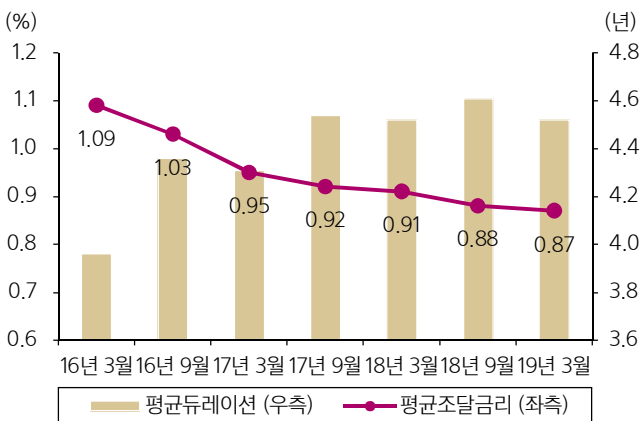
NBF의 거래 은행별 대출 내역

(십억엔, %)	대출금	비중	(십억엔, %)	대출금	비중
국책은행	77.1	20.2	기타 중소형 은행 및 지방은행	62	16.3
Development Bank of Japan Inc.	77.1	20.2	Shinkin Central Bank	19	5
메가뱅크	192	50.4	The Norinchukin Bank	5	1.3
MUFG Bank,LTD.	77	20.2	The Bank of Fukuoka, Lt	6	1.6
Sumitomo Mitsui Trust Bank, Ltd.	39	10.2	Resona Bank, Ltd.	4	1
Sumitomo Mitsui Banking Corporation	37	9.7	The Daishi Bank, Ltd.	4	1
Mizuho Bank, Ltd.	25	6.6	The Iyo Bank, Ltd.	3	0.8
Mizuho Trust & Banking Co., Ltd.	14	3.7	The Chugoku Bank, Ltd.	3	0.8
생명보험사	50	13	The Hachijuni Bank, Ltd.	3	0.8
Sumitomo Life Insurance Company	25	6.6	Meiji Yasuda Life Insurance Company	3	0.8
Mitsui Life Insurance Company Ltd.	12	3.1	The Yamaguchi Bank, Ltd.	3	0.8
Nippon Life Insurance Company	5	1.3	The 77 Bank, Ltd.	2	0.5
Daido Life Insurance Company	4	1	The Joyo Bank, Ltd.	2	0.5
Taiyo Life Insurance Company	4	1	The Yamanashi Chuo Bank, Ltd.	2	0.5
			Shinsei Bank, Ltd.	1	0.3
			The Hiroshima Bank, Ltd.	1	0.3
			The Chiba Bank, Ltd.	1	0.3
Total				381.1	100

참고: 18년 12월말 기준
 자료: NBF

이러한 대출 분산 전략은 최근 시장 금리 하락 기조와 맞물리며 리츠에 대한 대출 유인이 높은 은행들의 대출금리가 경쟁적으로 낮아지는 결과를 낳고 있다. 1) NMF의 경우, 2년 전에 비해 평균 조달금리가 22bp 낮아졌으며, 2) NBF는 지난 19년 2월 7차 Re-financing과정에서 종전에 평균 조달금리가 1.25%였던 대출을 0.16%로 차환발행하며 총 조달금리를 크게 낮출 수 있었다.

Master Fund의 평균 조달 금리 vs 만기 추이



자료: Nomura Master Fund, 삼성증권

NBF 신규 조달에 따른 조달금리 하락

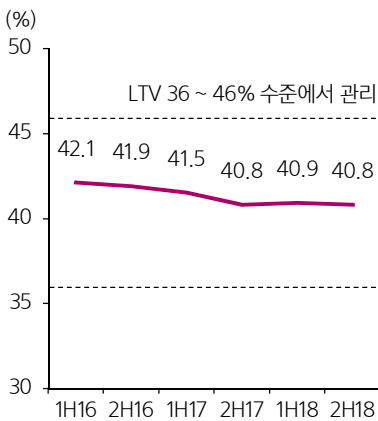
▼ 19년 2월 (7th FP) 리파이낸싱 현황	
상환 스케줄	
금액	90억엔
평균조달금리	1.25%
잔여평균만기	7.6년
↓	
차환 스케줄	
금액	140억엔
평균조달금리	0.16%
잔여평균만기	7.1년

자료: NBF

리츠 - 목표 LTV 초과 시, 유상증자 통해 자금 조달

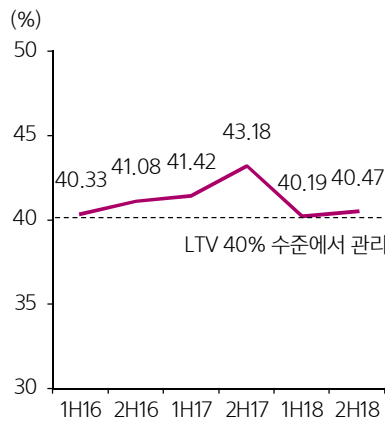
리츠들은 자체적으로 LTV 목표를 설정하고, 목표 LTV 내에서 안정적으로 부채를 관리한다. 3대 리츠들의 목표 LTV는 36~46% 구간으로 알려져 있다. 가령, 목표 LTV가 40%라는 것은 리츠의 편입자산 중 40%를 의미하는 것으로, 만약 리츠의 자본이 100일 경우, 최대 67을 추가 부채로 조달할 수 있다는 것을 의미한다.

NBF: LTV 추이



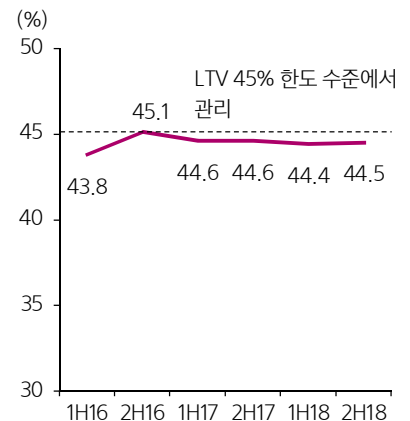
자료: NBF

JRE: LTV 추이



자료: JRE

Master Fund: LTV 추이



자료: Nomura Master Fund

다만, 목표 LTV를 넘어서는 자산 편입 event가 발생할 경우, 이들은 유상증자를 통한 자금 조달에 나선다. 대표적인 사례로는 지난 19년 2월에 있었던 NMF의 유상증자를 들 수 있다. NMF는 올해 초, 12개의 건물 매입을 결정하였다. 10개는 Sponsor로부터, 나머지 2개는 외부로부터 매입하는 구조였는데 1) 총 인수금액 574억엔으로 감정금액 605억엔에 비해 5.1% 할인된 수준인 것은 물론, 2) 평균 NOI가 4.3%, 3) 평균 빌딩 연한 1.4년의 새빌딩으로 매력적인 물건들이었다. 문제는 이 과정에서 자산 매입 대금을 부채만으로 조달하게 된다면, NMF의 LTV가 목표 수준인 45%를 초과하게 된다는 것이었다. 결국 동사는 신규 자산편입을 위해 328억엔 가치의 유상증자를 단행, 총 인수금액의 57%를 자본으로, 43%를 부채로 조달하는 결정을 내렸다.

참고로, 유상증자에도 불구하고 NMF의 주가는 가파른 상승세를 보였다. 최근 부동산 가격 상승에도 불구하고, 평균 NOI가 4.3%로 높은 물건을 낮은 금리에 레버리지까지 활용하며 자산에 편입시킴으로써 NMF의 배당수익률을 끌어올릴 수 있기 때문이다.

Master Fund의 유상증자 개요

항목	세부 내용
유상증자 Type	Global Offering (144A + RegS)
발행 Unit 수	225,500 units
유상증자 이후 총 발행 Unit 수	4,547,300 units
발행 가격 (엔)	150,223
가격 산정 일자	2019년 02월 18일
주금 납입 일자	2019년 03월 01일
총 발행 가치	328억엔

자료: Nomura Master Fund

Master Fund 2차 유상증자 당시 매입 물건

항목	세부 내용
총 인수금액	574억엔
총 감정금액	605억엔
인수가 / 감정가 (%)	94.9
평균 NOI (%)	4.3
평균 빌딩 연한	1.4년

자료: Nomura Master Fund

Master Fund 주가 추이



자료: Nomura Master Fund

Master Fund 2차 유상증자 당시 매입 물건 - 개별 개요

Sponsor-developed properties (10 properties, Greater Tokyo Area ratio : 92.1% Average building age (Note2) : 0.3 years)

Office	Retail	Logistics
<ul style="list-style-type: none"> PMO Tamachi Higashi: ¥10.9bin NOI yield 3.6% PMO Ochanomizu: ¥3.8bin NOI yield 3.8% PMO Hatchobori Shinkawa: ¥3.8bin NOI yield 3.9% PMO Kyobashi Higashi: ¥2.8bin NOI yield 3.9% 	<ul style="list-style-type: none"> GEMS Shinabashi: ¥2.8bin NOI yield 3.9% GEMS Kayabacho: ¥2.5bin NOI yield 4.4% GEMS Shin-yokohama: ¥1.8bin NOI yield 5.4% GEMS Namba: ¥3.8bin NOI yield 4.4% Summit Store Honamanuma: ¥2.1bin NOI yield 6.0% 	<ul style="list-style-type: none"> Landport Ome 1: ¥13.6bin NOI yield 4.6%
Properties acquired from outside seller (2 properties) <ul style="list-style-type: none"> Serenite Shinsaibashi Grande (Residential): ¥5.5bin NOI yield 4.5% NMF Kobe Myodani Building (Retail Facilities): ¥3.5bin NOI yield 4.9% 		

자료: Nomura Master Fund

High Leverage 부동산 펀드의 자금 조달 구조

시장의 주류는 아니지만, 일부 부동산 펀드는 높은 레버리지를 활용한 인수기법을 활용하고 있다. 최근 일본의 부동산 가격 상승은 임대수익률 하락으로 이어지고 있다. 일반적인 리츠입장에서 인수 메리트가 낮은 물건을 인수하는 주체들이 바로 High Leverage 투자자이다. 이들은 대형 J-REITs의 목표 LTV가 40% 내외인 것과 달리, 80~90%까지 LTV를 높여 이들 물건을 인수함으로써 수익률을 높이는 구조를 취하고 있다. 예를 들어, 인수가격 100억엔의 자산에서 창출되는 임대수익률이 2.5%에 지나지 않을 경우, LTV 40%를 목표로 하는 REITs들이 기대할 수 있는 수익률은 3.5%에 불과하다. 즉, 부대비용 등을 고려하면 편입 메리트가 낮은 것이다. 반면, LTV를 80%까지 높일 경우, 자본대비 조달비용을 차감한 임대수익률은 8.5%까지 상승하므로 편입이 가능해지는 것이다.

이러한 High Leverage 부동산 투자자들은 구조화 금융을 통해 자금을 조달하게 된다. 일본 부동산금융의 주류인 메가뱅크들도 이들의 자금 조달에 참여하지만, 전체 자금 조달의 50~60%까지만 선순위대출 형태로 제공하게 된다. 이를 초과하는 부분에 대해서는 다른 계열사 혹은 기타 금융기관들의 대출을 주선하는데, 미즈호와 SuMi Trust의 경우, 3개 Trench의 구조화 금융을 제공하는 것으로 알려졌다. 즉, 1) 50~60%까지는 계열 은행이 선순위대출로 담당하고, 2) 대출의 65%까지의 중순위대출은 생보사 혹은 리스사가 2~3%의 대출금리로 자금을 제공하며, 3) 이를 초과하는 80%까지의 후순위대출은 고수익을 추구하는 메자닌 펀드나, Tier-2 및 Tier-3 디벨로퍼들이 3~6%의 대출금리로 참여하게 된다.

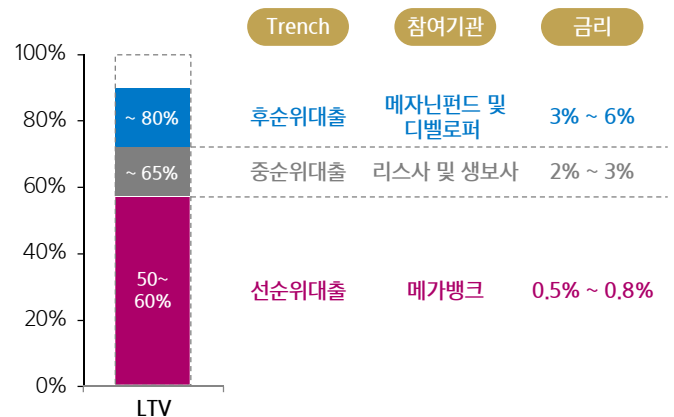
특히, 후순위대출에 참여하는 디벨로퍼들은 이자수익이 목표가 아니라 물건 확보를 목표로 한다. 투자를 받은 펀드가 부득이하게 기한이익상실 조건이 발동될 경우, 후순위대출권자인 디벨로퍼가 해당 물건을 매입할 수 있는 권리를 확보할 수 있기 때문이다. 즉, 이들 중소형 디벨로퍼들은 개발 물건 확보가 어려운 한계를 극복하기 위해 이와 같은 high leverage 구조화 금융을 활용하는 것이다.

레버리지 변화에 따른 실질 수익률 Sensitivity

항목	세부 내용		
자산 가정 (억엔)	100		
임대수익률 가정 (%)	2.50		
LTV (%)	40	60	80
대출 (억엔)	40	60	80
자본 (억엔)	60	40	20
대출 이자 (억엔)	0.4	0.6	0.8
조달금리 가정 (%)	1.00	1.00	1.00
조달비용 차감 후 임대수익 (억엔)	2.1	1.9	1.7
자본대비 임대수익률 (%)	3.50	4.80	8.50

자료: 삼성증권

신탁은행 제공 구조화 상품의 예시



자료: 삼성증권

일본 부동산금융 시장에서 증권사의 역할은?

한국과 달리, 메가뱅크 중심의 은행으로 이뤄진 일본 부동산금융 시장에서 증권사들은 제한적인 기능을 제공하고 있다. 이들은 보수적 영업 행태를 바탕으로 부동산금융과 관련된 리스크를 자기보다는 1) 금융 자문과 2) AMC기능에 보다 집중하는 양상을 띄고 있다.

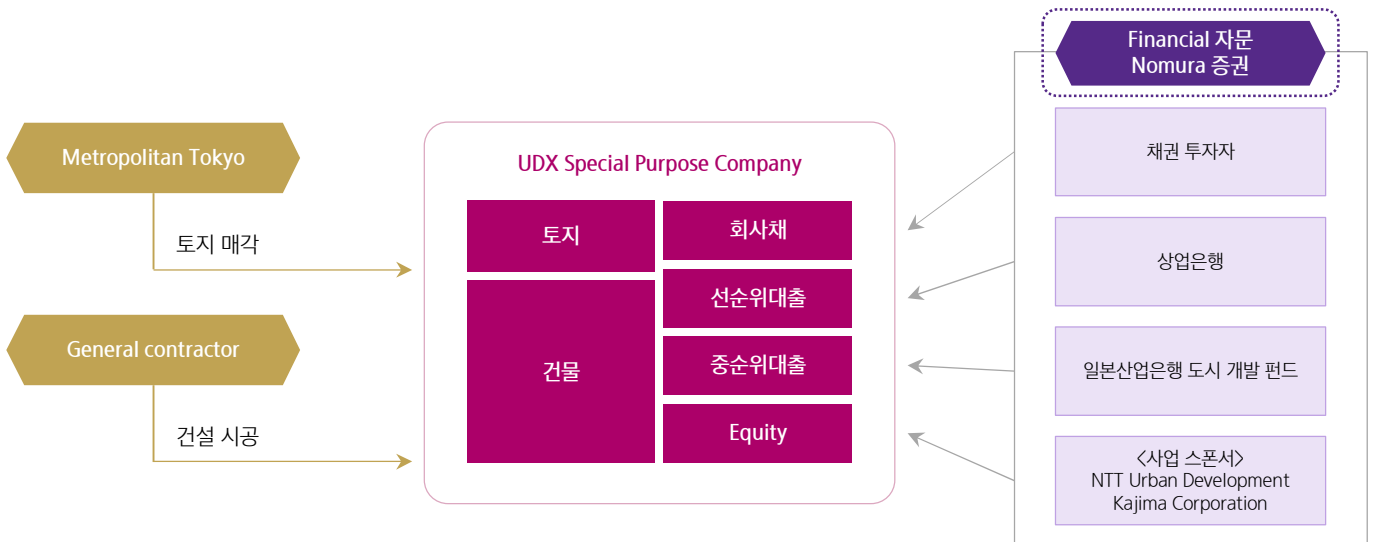
1. 금융자문

일본 부동산금융에서 증권사는 직접적인 여신 제공 등의 Risk Taking 업무보다는 구조화금융의 자문 역할 등에 보다 집중하고 있다. 부동산 개발 프로젝트가 대형 디벨로퍼가 아닌 SPC를 중심으로 이뤄질 경우, 자금 조달 구조를 만들고 각 trench에 적합한 투자자들을 유치하는 역할을 맡는 것이다.

도쿄 아키하바라 재개발 사업 사례

도쿄 아키하바라 재개발 사업은 노무라증권이 자금 조달 자문 서비스를 제공한 대표적 사례이다. 당시 재개발 사업을 위해 설립된 UDX SPC는, 1) 도쿄도로부터 아키하바라 토지를 매입하고, 2) 전업 시공사인 제네콘 (General Contractor)이 건설 시공을 담당하였으며, 3) NTT Urban Development와 대형 건설사인 Kajima Corporation이 사업 스폰서를 담당하였다. 해당 SPC는 자본 이외에도 선순위대출과 후순위대출, 그리고 회사채를 통해 자금을 조달하였는데, 자금 조달 부문에 있어서 노무라증권이 자문사 역할을 담당하였다.

아키하바라 UDX 재개발 구조



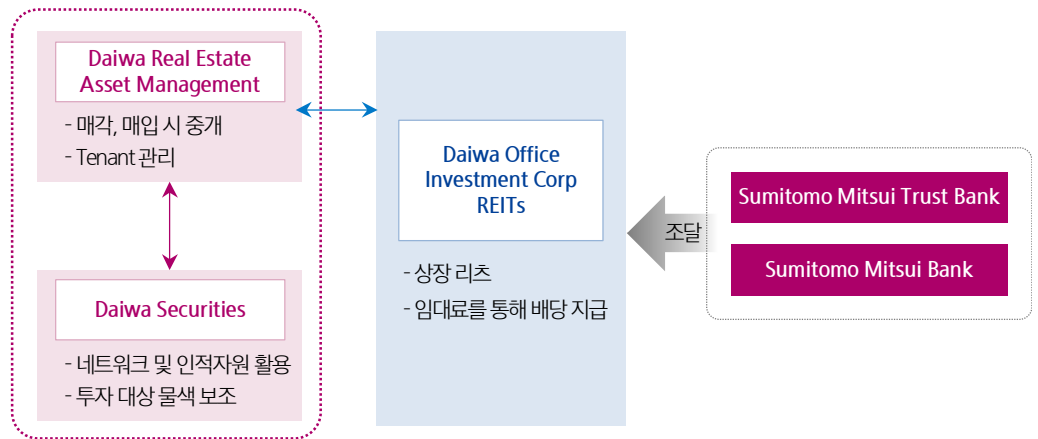
자료: 일본개발은행

2. AMC 기능에 집중

또 다른 역할은 리츠의 AMC 기능에 집중하는 것이다. 대표적인 사례로 Daiwa House, Daiwa Office REITs 등과 Sponsor 계약을 맺고 있는 다이와증권그룹을 들 수 있다.

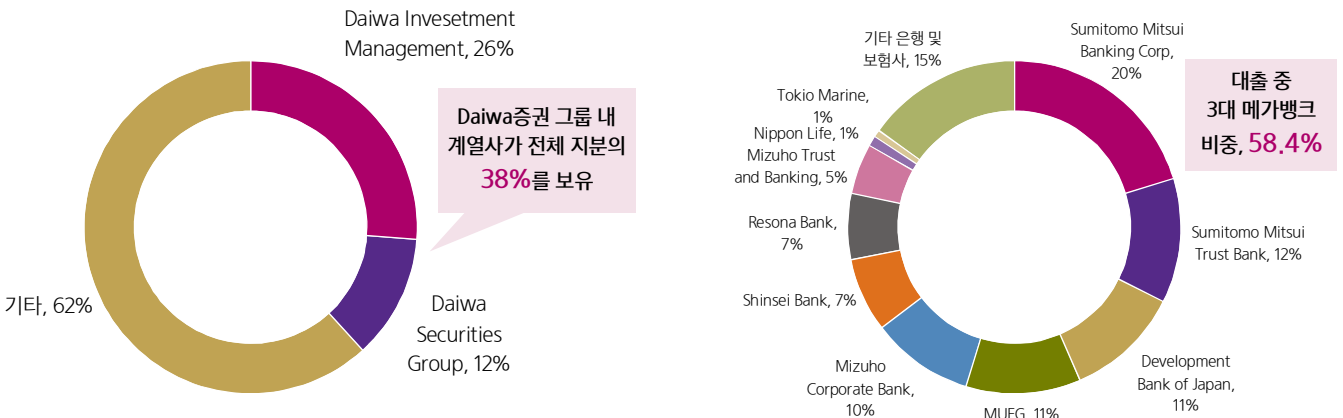
다이와증권그룹은 지난 09년, daVinci Select를 인수하여 Daiwa Office REITs로 개명한 이후, 현재 까지 다이와증권그룹 산하에 이를 두고 있다. 인수 이후, 신규 물건을 편입하는 과정에서 수 차례 유상증자가 이뤄졌고, 그 과정에서 유상증자에 참여하지 않음으로써 동사의 리츠에 대한 지분율은 희석되었다. 하지만, 아직도 다이와증권 그룹 내 계열사가 전체 지분 중 38%를 보유하고 있는 특이한 구조를 지니고 있으며, 다이와증권그룹은 1) Daiwa Real Estate Asset Management를 통해 부동산 매각 및 매입 중개와 입주자 관리 등의 PMC 기능을 제공하고, 2) 다이와증권이 직접 증권사가 지닌 네트워크와 인적 자원을 활용하여 투자 대상 물색 등을 보조하는 역할을 담당한다. 다만, 물건 인수에 있어서 직접적인 대출 기능은 전혀 수행하지 않고 있는데, 일례로 Daiwa Office REITs의 대출 중 3대 메가뱅크 비중은 58.4%에 이르는 반면, 다이와증권으로부터 의미 있는 규모의 여신은 없다.

다이와 오피스 REITs 구조 및 다이와증권그룹의 역할



자료: 일본개발은행

다이와 오피스의 Top 10 출자자 및 대출 구조



자료: 일본개발은행

Contents

I. 일본 부동산금융 시장의 현황	p2
II. J-REITs의 성패, 디벨로퍼가 결정	p9
III. 일본 부동산금융의 다이나믹 분석	p16
IV. Lesson from Japan	p24

IV. Lesson from Japan

Lesson from Japan 1. 한국 고유의 부동산금융 시장 빠르게 성장 전망

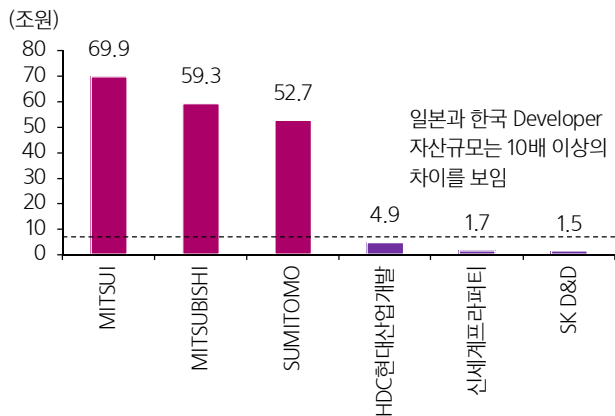
저성장 기조 하에서 한국 기업들 또한 부동산 Off-Balance 전략으로 선회하며 한국 고유의 부동산금융 시장 성장을 가속화 시킬 것으로 전망한다. 실제로 최근 대형 유통업체들의 부동산 유통화를 통한 리츠 출시는 이러한 움직임이 이미 시작되고 있음을 반증한다.

대형 디벨로퍼의 부재

일본의 부동산금융 시장은 대형 디벨로퍼를 중심으로 이뤄져 있는 반면, 한국은 일본과 같은 대형 디벨로퍼가 부재하다. 글로벌 금융위기를 거치며 대형 시공사들은 일본의 제네콘과 같이 전업 시공사로 전환되었고, 시행사들의 규모는 영세한 자본력으로 인해 은행들로부터 신용대출을 받는 것이 현실적으로 불가능하다. 이로 인해 각 개발 프로젝트별로 PF대출 혹은 개발 SPC에 대한 ABCP, ABS 등의 부동산금융이 발달해 왔다.

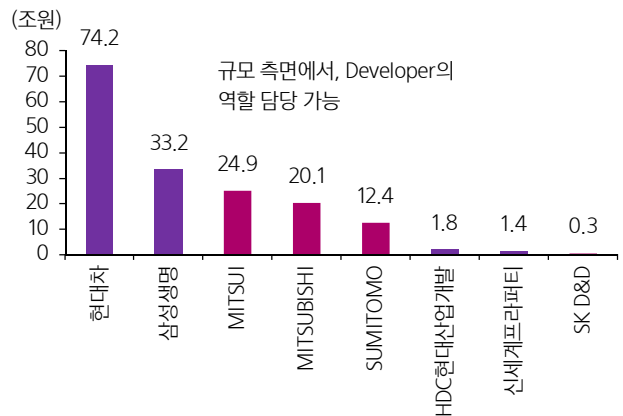
그나마 국내에서 일본과 유사한 디벨로퍼의 가능성을 기대할 수 있는 것은 대기업들이다. 가령, 한국전력 부지를 매입한 현대차, 유통망과 관련된 대규모 부지를 갖고 있는 롯데와 신세계, 다수의 업무관련 오피스를 보유한 삼성그룹 등이 대표적이다. 다만, 현재 이들 기업이 디벨로퍼로서의 기능을 담당하고 있지는 않다.

디벨로퍼의 총 자산 비교



참고: 2019년 3월 기준, 신세계프라퍼티는 18년말 기준
자료: WiseFn, Bloomberg

디벨로퍼의 총 자본 비교

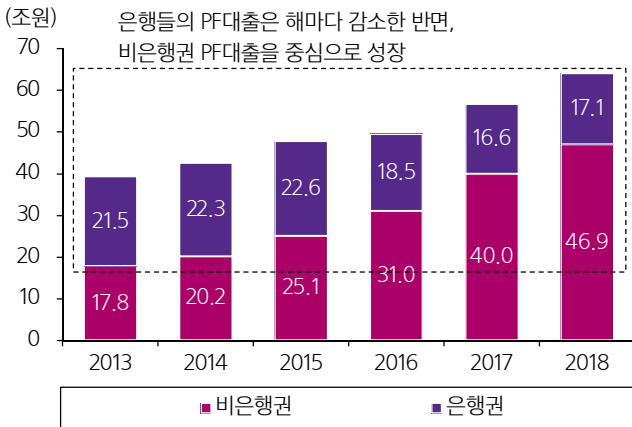


참고: 2019년 3월 기준, 신세계프라퍼티는 18년말 기준
자료: WiseFn, Bloomberg

은행들 또한 지나치게 보수적 대출 관행을 고수

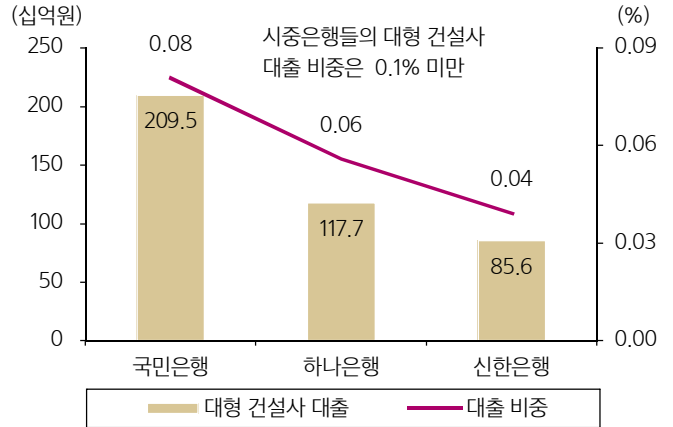
일본의 부동산 개발 시장은 메가뱅크가 주도하는 반면, 국내 은행들은 부동산금융에 소극적이다. 97년 외환위기 이후, 은행들은 대기업 신용대출을 축소해 왔으며, 08년 글로벌 금융위기 이후, 은행들은 건설사들을 대상으로 하는 건설업 대출과 PF대출 모두 총액을 줄여나가고 있는 실정이다. 실제로, 국내 3대 시중은행의 10대 대형 건설사에 대한 대출 비중은 전체 대출액 중 0.1%가 되지 않는다.

은행권 PF대출 추이



참고: 대출잔액 기준
자료: 금감원

국내 3대 시중은행의 10대 대형 건설사 대출 비중



참고: 2019말 기준
자료: KISLINE, 각 사

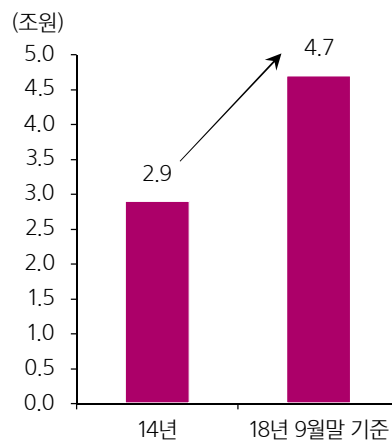
오히려 한국에서는 최근 증권사들이 부동산금융의 Main Player로 부각되기 시작하였다. 메리츠증권의 PF대출 보증 업무를 시작으로 이제는 NH투자사의 여의도 파크원 개발, 한투증권의 서울 성내 3구역 재개발 등 증권사들이 직접 국내 부동산 개발에 참여하는 사례가 늘어나고 있다. 실제로 증권사들의 PF대출 잔액은 09년 2.7조원에서 18년 9월말 기준으로 19.4조원까지 증가하였다.

국내 주요 증권사 국내 부동산금융 추이

증권사	부동산 투자 (대출 + 매입) 사례
메리츠증권	1) 해남 '솔라시도' 재개발 2) 평택지제, 세교구역재개발
한투	1) 서울 강동구 성내 3구역 재개발 2) 경기 안양 지식산업센터 신축
NH투자	1) 강남N타워 2) 서울스퀘어 빌딩

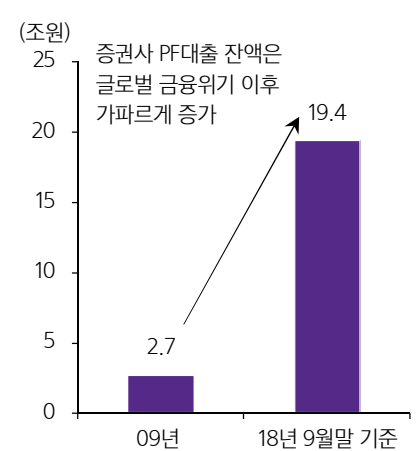
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

증권사 PF대출 실행액



자료: 언론보도, 삼성증권 정리

증권사 PF대출 잔액



자료: 언론보도, 삼성증권 정리

부동산 On-Balance 전략을 고수하고 있는 한국 기업들의 Off-Balance 전략으로의 전환이 핵심

일본 대기업들은 부동산의 Off-Balance Sheet 전략을 추구해 오고 있다. 경기 침체 및 구조조정에 대응하여 일본 대기업들은 적극적으로 보유 부동산을 매각하고 임차 형태로 입주하는 것이다. 이러한 일본 대기업들의 전략은 1) 부동산 개발 물건 공급이 원활히 이뤄지도록 하고, 2) 부동산 업자들이 임차인을 물색하는 것이 용이한 환경을 제공하고 있다. 일례로, NBF의 최대 임차인은 전체 NBF가 보유한 임대가능 공간 중 6.9%를 차지하고 있는 Sony Corporation이다.

반면, 다수의 국내 기업들은 부동산 On-Balance 전략을 추구하고 있는 것으로 판단된다. 국내 대기업 혹은 중견기업들 중 상당수는 영위하는 사업이 일정 수준을 도달한 이후, 본사 사옥 신축 혹은 확장에 나서는 경향을 보여왔다. KT의 광화문 사옥, 아모레의 용산 사옥 신축 등이 대표적 사례이다. 우량한 기업들이 좋은 입지에 건물을 신축한 후, 직접 소유함으로써 디벨로퍼 역량이 발휘될 수 있는 기회가 제한되는 결과로 이어지고 있다.

하지만, 이는 반대로 향후 국내 기업들이 부동산 Off-Balance 전략으로 점차 선회할 경우, 한국의 부동산금융 시장도 빠른 속도로 성장할 수 있음을 의미한다. 일본 기업들의 Off-Balance 전략을 초래한 것은 저성장 및 이에 따른 기업들의 실적 악화를 극복하기 위한 불필요한 자산의 매각과 핵심 역량에 대한 집중에 있다. 한국의 기업들도 최근 저성장 우려에 직면하고 있는 만큼, 향후 부동산의 Off-Balance 전략을 취할 가능성이 높다. 실제로, 최근 롯데와 이랜드, 홈플러스 등 대형 유통업체들의 보유 부동산의 유동화를 위한 공모 리츠 출시는 국내 기업들의 변화가 이미 시작되고 있음을 반증한다.

오피스형 J-REITs의 주요 상위 임차인

리츠	임차인	임대가능 공간 대비 점유율 (%)
NBF	Sony Corporation	6.9
	Mitsubishi 중공업	3.2
	AXA 생명보험	1.4
	Fuji Xerox	1.3
JRE	MUFG 은행	4.0
	NTT 커뮤니케이션	1.9
	SQUARE ENIX 홀딩스	1.6
	HAKUHODO DY 홀딩스	1.6
Daiwa Office	Jupiter Shop Channel	1.7
	Tokyo Marine Nichido 생명	1.7
	Kirin Brewery Company	1.5

자료: 각 사

최근 국내 대기업 및 중견기업 사옥 신축 사례

사업주	용도	위치	완공 (예상)
현대자동차그룹	본사 사옥 및 상업시설	강남구 삼성동	2023년
네이버	제2사옥	성남시 분당구	2021년
KB국민은행	본사 사옥	영등포구 여의도동	2020년
넷마블	본사 사옥	영등포구 구로동	2020년
아모레퍼시픽	본사 사옥	용산구 한강로동	2017년
코레일유통	본사 사옥	영등포구 당산동	2016년
KT	본사 사옥	종로구 청진동	2015년

자료: 언론보도

Lesson from Japan 2. 금융사가 부동산금융 핵심으로 부상 전망 - 시장 선점이 핵심

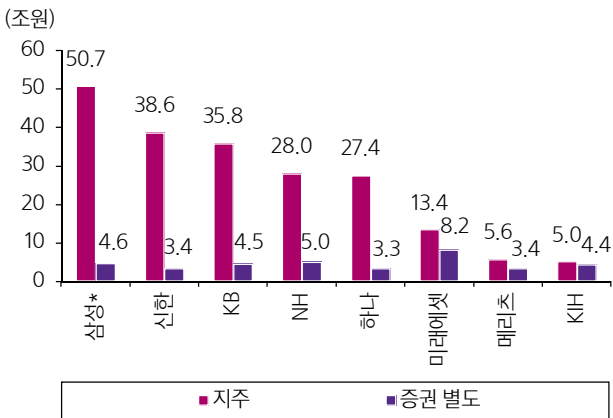
일본과 다른 구조를 지니고 있지만, 한가지 명확한 것은 한국의 부동산금융 시장도 향후 저금리, 저성장 기조 속에서 빠른 속도로 성장할 것이라는 점이다. 1) 부동산금융 상품에 대한 수요의 성장과 더불어, 2) 한국의 기업들도 부동산의 Off-Balance 전략으로 선회할 가능성이 높고, 3) 건물은 노후화되었지만 재개발 여력이 부족한 개인 건물주들의 부동산 매각이 늘어나며 개발 금융 수요가 높아질 여력이 크기 때문이다.

우리는 한국의 부동산금융의 성장 국면에서 주축 역할을 금융사가 담당할 것으로 전망한다. 1) 한국에는 대형 디벨로퍼가 부재한 가운데, 2) 금융사들이 그 동안 자본력, 다양한 분야의 자회사, 그리고 구조화 노하우 등을 축적해왔기 때문이다. 일례로, 1) 신한지주와 KB금융은 연결 기준 자본이 30조원을 넘어섰고, 2) 일부 대형 증권사들도 5~10조원에 달하는 자본을 확보하고 있으며, 3) 최근 은행 및 증권 중심의 금융지주들은 부동산신탁, 자산운용, 저축은행, 캐피탈 등 부동산 금융에 필요한 자회사를 전방위적으로 확충하는데 성공하였다.

이 과정에서 우리는 One-Stop 서비스 제공 역량을 보유한 금융사가 앞으로 부동산금융 시장 선점에 있어서 유리한 입지를 확보할 것으로 판단한다. 지금까지 국내 금융사들의 부동산금융은 단순 PF대출, 지급 보증, PI투자 및 유동화 등 단편적 기능을 제공하는 것에 머물러왔다. 하지만, 앞서 일본 사례에서 보는 것과 같이, 앞으로 부동산금융은 초기의 부동산 개발 단계부터 마지막 유동화까지 모든 단계를 효율적으로 담당하는 양상으로 진화할 것이다.

현 시점에서 한국 금융사들 중 부동산금융에 가장 앞서가고 있는 기업은 1) 신한지주와 2) NH금융그룹을 대표적으로 들 수 있다. 이를 분석한다.

국내 대형 금융사 자본 비교



참고: 2019 기준
 자료: 금융통계시스템, 삼성증권 정리

국내 대형 금융그룹들의 자회사 내역

	은행	보험	증권	부동산 신탁	자산 운용	저축 은행	캐피탈
신한	○	○	○	○	○	○	○
KB	○	○	○	○	○	○	○
하나	○	○	○	○	○	○	○
NH	○	○	○	×	○	○	○
미래	×	○	○	×	○	×	○
한투	×	×	○	○	○	○	○
메리츠	×	○	○	×	○	×	○
삼성	×	○	○	×	○	×	○

대형 금융그룹 - 전 분야에 걸쳐 다양한 Vehicle 확보

자료: 삼성증권 정리

Best Practice - 1) 신한금융지주의 신한알파리츠 사례

신한알파리츠는 구 판교 알파돔과 용산 더프라이م 오피스를 기초자산으로 하는 리츠로, 신한지주의 다양한 계열사들이 부동산금융을 통해 수익 창출을 극대화한 대표적 사례이다. 1) 신한알파리츠의 보통주 자본 2,376억원 중 신한리츠운용이 134억원을 투자하였고, 2) 리츠의 담보대출 3,400억원에 신한생명 등이 대출을 제공하고 있으며, 3) 신한알파리츠의 AMC는 신한리츠운용, 4) PMC는 신한아이타스가 맡고 있다. 특히, 신한알파리츠는 과거 두 차례에 걸쳐서 주식 공모를 진행했는데, 이 과정에서 신한금융투자(금융투자)가 금융투자회사로 참여하며 1) 주식 공모 관련 수수료를 수취한 것은 물론, 2) 당시 공모를 신한금융투자 계좌 고객만을 대상으로 함으로써 신규 고객 유입 효과까지도 누릴 수 있었다.

신한알파리츠 구조



자료: 신한지주

Best Practice - 2) 신한금융지주의 GTX A 노선 사업 사례

지난 18년, 신한은행 컨소시엄은 총 사업비 3.4조원 규모의 GTX A 노선 사업의 우선협상대상자로 선정되었다. 전통적으로 건설업계가 강점을 보였던 대규모 민자 SOC사업에서 금융사가 최초로 전체 사업자로 선정되는 사례로 당시 신한은행 컨소시엄의 선정 배경으로 전문적인 금융기업을 통한 비용 절감이 주효했던 것으로 알려졌다. 즉, 과거 업체 선정의 핵심이었던 시공 능력 역시 중요하지만, 최근 자금 조달과 비용 절감, 리스크 관리의 중요도 또한 높아진 결과로 판단된다.

신한은행이 얻는 수익률은 총 4~5%대 수준으로 추정된다. 컨소시엄 대표사인 신한은행이 금융주선을 직접 맡아 신디케이트 론을 조성하면 총액의 1~1.5% 가량의 주선수수료를 수취할 수 있는데, 통상 신디케이트 론의 만기가 5년인 점을 감안할 때, 총 30년의 기간 중 6번의 주선수수료가 발생하게 된다. 또한, 대주단에 신한은행이 참여할 경우, SOC사업에 대한 대출 이자 (통상 4%대 초반)도 수취 가능하다.

실제로 신한지주는 올해 들어서만 579억원에 달하는 관련 수익을 달성하였다. 신한은행 컨소시엄은 2.25조원의 자금 조달을 선순위, 중순위, 후순위, 그리고 자기자본으로 구조화하였다. 이 과정에서 신한은행 뿐만 아니라, 신한BNP자산운용, 신한금융투자, 신한캐피탈, 신한생명 등 다양한 계열사들이 대출, 운용, 금융 구조화 등으로 참여하며 관련 수익을 창출하기 시작한 것이다.

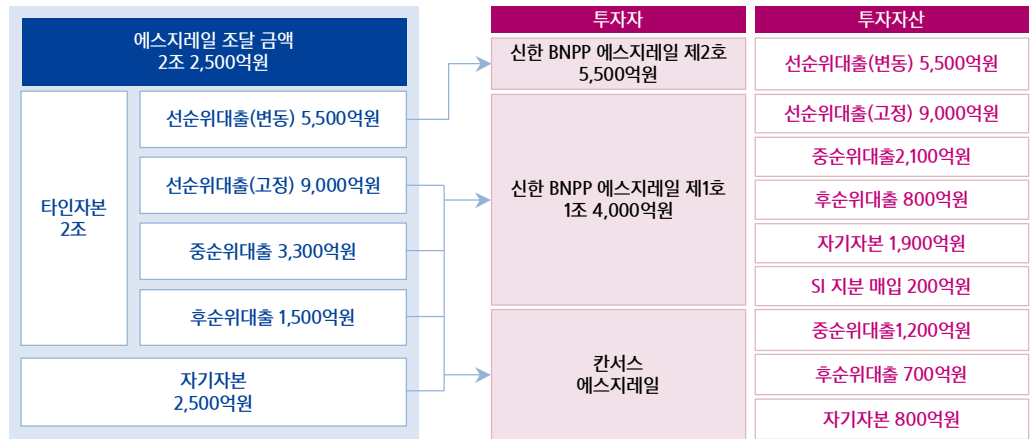
더 나아가, 동사의 GTX A 사업 관련 이익은 더 늘어날 전망이다. 1) 시설 운용 기간이 30년인 가운데, 2) 향후 공사 진행에 따른 대출 규모가 증가함에 따라 이자수익이 증가할 것이기 때문이다. 더 나아가, 동사의 대형 SOC 프로젝트에 대한 노하우 및 Track Record의 축적은 향후 동사가 다른 대규모 사업에 나설 때, 중요한 이점으로 작용할 것으로 기대한다.

신한지주: GTX A노선 사업 주요 내역

구분	주요 내용	
사업자	수도권 광역 급행철도 에이노선(주) - 신한은행 컨소시엄	
컨소시엄 구성	재무출자자	신한은행 F펀드 (흥국생명/화재, 현대해상, IBK연금보험, 부산은행)
	시공사	대림산업, SK건설, 대우건설, 한진중공업, 쌍용건설 등 (단순도급 형태로 참여)
	운영사	서울교통공사, (주)SR
구간	파주 운정 ~ 강남 삼성역	
총길이	43.6km	
총사업비	3조 3,641억원	
운영기간	30년	

자료: 언론보도, 국토교통부

GTX-A 노선: PF구조



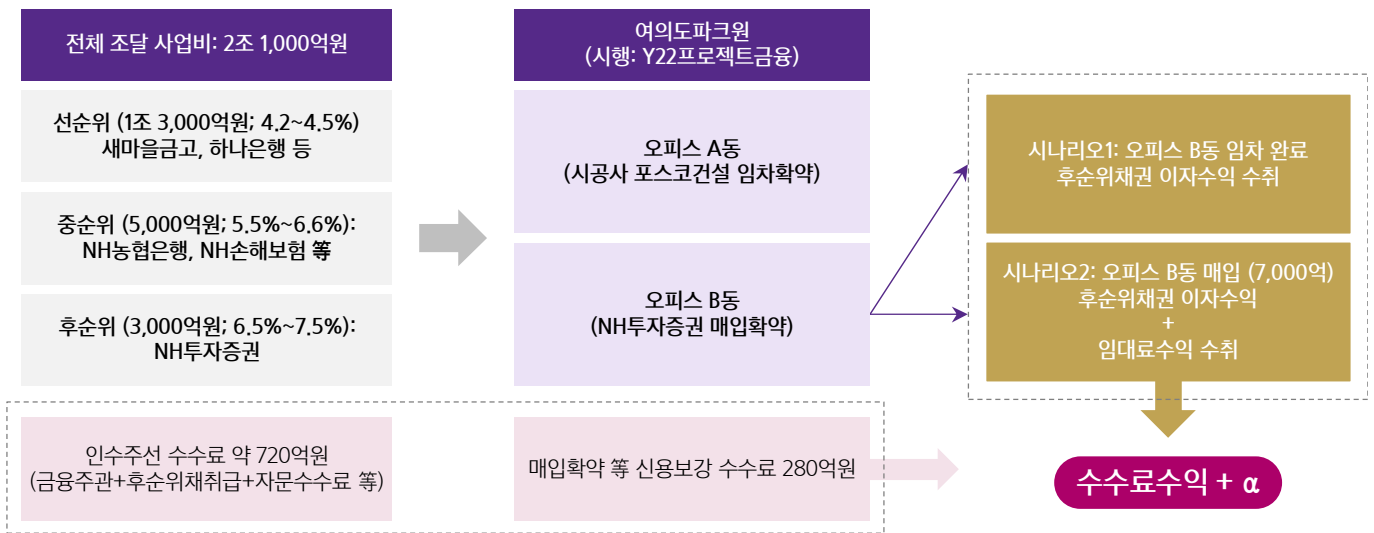
(십억원)	구분	대출 규모	수익	비고
신한은행	주선수수료		30	
	대출 및 이자	1200	20	선순위
신한금융투자	셀다운 수수료		1.8	
신한캐피탈	대출 및 이자	35	1.1	브릿지론 (7개월 대출)
신한생명	대출 및 이자	53	3	선순위
신한BNP	운용보수		2	
합계		1,288	57.9	수익률 4.5%

자료: 언론보도 정리

Best Practice - 3) NH금융그룹의 파크원 사례

NH금융그룹의 부동산금융 역량을 보여주는 대표 사례는 여의도의 파크원 개발이다. 여의도 파크원 파이낸싱은 전제 사업비 2.1조원을 조달해야 하는 대형 프로젝트로써, NH금융그룹이 자금 조달의 구조화는 물론, 직접적인 대출, 그리고 매입확약 등 다양한 금융 기능을 제공하는 구조이다. 예를 들어, 1) NH투자증권이 조달 구조화를 주도하는 가운데, 2) 중순위대출에 NH농협은행과 NH손해보험이, 3) 후순위대출에 NH투자증권이 참여하며, 4) 오피스 B동의 경우, NH투자증권이 매입 확약까지 부담한다. 이를 통해 동사는 1) NH투자증권이 관련 수수료로 1,000억원을, 2) NH금융그룹의 여러 계열사들이 5.5%~7.5%의 대출 이자를 수취하고 있으며, 3) 대형 프로젝트에 대한 노하우를 바탕으로 향후에도 대형 부동산 개발 프로젝트에 대한 접근성이 보다 높아질 것으로 기대한다.

NH투자증권 - 여의도 파크원 파이낸싱 구조도

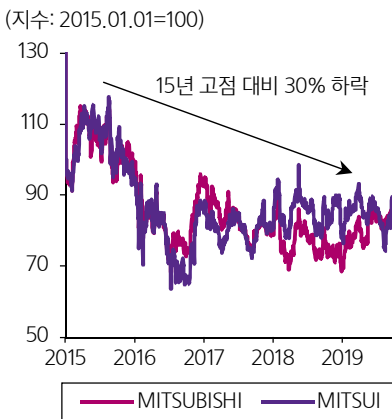


자료: NH투자증권, 언론보도

Lesson from Japan 3. 극단적인 주가 양극화 - 리츠의 독보적 수익률

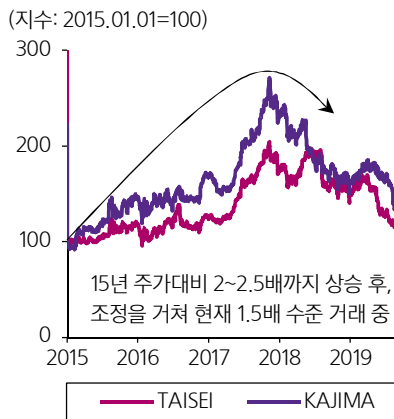
일본은 경기 호조와 조달금리 하락, 임대료 상승 등 부동산 호황에도 불구하고, 부동산 디벨로퍼와 건설사, J-REITs의 주가는 극단적인 양극화를 시현 중에 있다. 1) 부동산금융에서 High-Risk, High-Return을 추구하는 디벨로퍼의 주가는 15년 고점대비 30% 하락한 반면, 2) 한국 건설업체와 달리 시공업에만 집중하는 전업 건설사인 제네콘의 주가는 최근 조정을 거쳐 15년 주가대비 1.5배 수준에 머무르고 있는 가운데, 3) 부동산금융의 출구 격인 J-REITs의 주가는 17년 이후 가파른 상승세를 보이고 있다.

부동산 디벨로퍼 주가 추이



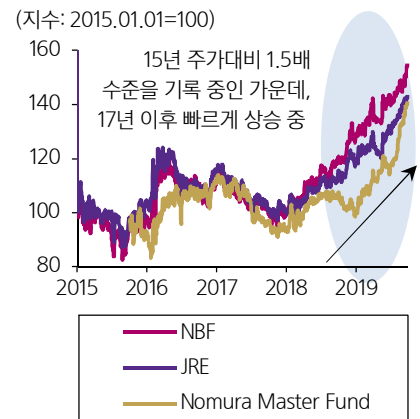
자료: NBF

건설사 (제네콘) 주가 추이



자료: JRE

J-REITs 주가 추이



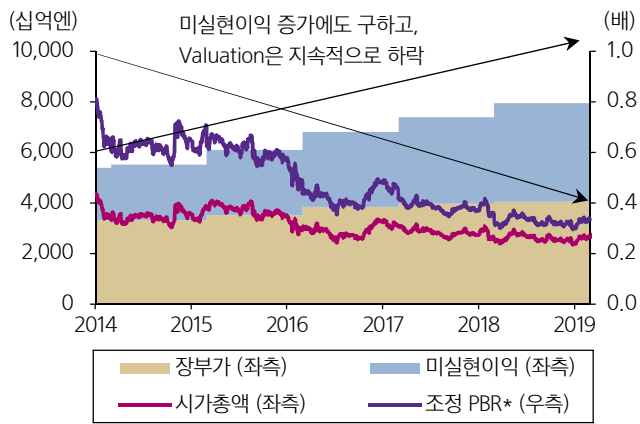
자료: Nomura Master Fund

특히, 자산가치 상승과 임대수익 확대 등 수익 흐름이 유사한 부동산 디벨로퍼와 J-REITs의 주가의 극단적 차별화는 특이하다. 미쓰비시 부동산의 경우, 보유자산 가치가 연이은 상승세를 보이며 미실현이익이 장부가치의 0.9배까지 증가하였고, 자본과 미실현이익을 합한 가치대비 주가는 0.3배에 불과한 수준까지 하락하였다. 이는 미쓰비시 부동산의 Sponsor 리츠인 JRE의 주가가 과거 2년간 40.7% 상승하며 PBR 1.9배에 거래되는 것과 상반된 모습이다.

이와 같은 주가 양극화는 양질의 부동산 보유 여부보다는 주주환원의 중요성을 반증하는 결과로 판단한다. 미쓰비시 부동산의 배당성향은 FY18 기준 30.0%, 배당수익률은 1.5%에 불과한 반면, JRE의 배당성향과 배당수익률은 각각 99.5%와 3.5%를 기록하였다. 특히, Business Model에 따른 주주환원정책의 차이는 극명한데, 1) 부동산 디벨로퍼들은 지속적인 부동산 개발을 위해 일정 수준 이상의 자본 유지 혹은 자본 증대가 핵심 경쟁력 중 하나인 반면, 2) J-REITs는 임대수익의 극대화를 통한 안정적 배당이 기업 존재 이유의 핵심이기 때문에 자본 확대가 핵심 경쟁력과 무관한 것이다.

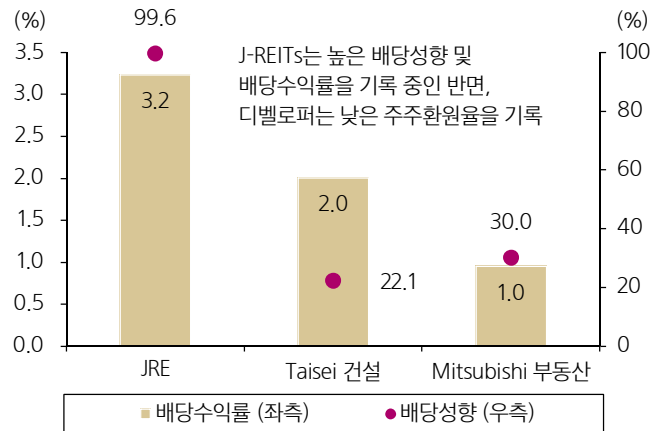
이러한 관점에서 한국의 금융사들도 주주환원에 대한 투자자들의 관심이 그 어느 때보다도 높다는 점에 초점을 둘 필요가 있다. 즉, 저성장, 저금리 기조의 고착화에 대한 우려가 높아짐에 따라, 한국 기업들의 Valuation이 Re-Rating되기 위해서는 1) 주주환원의 증대와 더불어 2) 명확한 주주환원 정책의 정립이 필요하다.

미쓰비시 부동산 주가 vs 미실현이익 추이



참고: * 조정PBR = 시가총액/(자본+미실현이익)
 자료: Mitsubishi 부동산, Bloomberg

주요 기업별 배당수익률 추이 (FY18)



자료: Bloomberg

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 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 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM