



디벨로퍼 사용설명서

2016. 04. 06

장문준

건설/부동산 (2122-9181)
moonjoon.chang@hi-ib.com

새시대의 시작

■ 무엇이 일본 디벨로퍼를 만들었는가

일본의 경우 한국과 달리 디벨로퍼와 건설회사의 기능과 역할이 명확히 구분되어 있으며 이에 따라 디벨로퍼는 시공을 제외한 토지취득, 자금조달, 사업기획, 매각 및 보유 등 부동산개발의 전체 과정에 주도적으로 참여하며 차별적 성장을 이루어 왔다.

일본의 디벨로퍼는 ①일정비율 자산을 보유함으로써 안정적인 계속적 수익모델을 추구하는 Asset-Heavy형태의 디벨로퍼로 출발하여 ②리츠(REITs)를 비롯한 다양한 금융구조의 적극적인 활용을 통해 Value-Chain을 확장하며 본격적으로 성장하였다. ③또한 등가교환을 통한 재개발사업처럼 자본투하규모는 축소하면서 외형성장의 속도를 높일 수 있는 Asset-Light 전략을 다양하게 활용하고 있으며 ④무엇보다 도시재생으로 대표되는 정부의 적극적인 지원을 통해 세계적인 부동산 기업으로 성장할 수 있었다는 판단이다.

■ 한국의 디벨로퍼가 된다

건설사 중심의 부동산개발환경 정착으로 본격적인 디벨로퍼의 성장이 더딜 수 밖에 없었던 한국에서도 과거보다 전문적이고 자금력이 있는 디벨로퍼의 등장이 기대되는 상황이다. ①우량한 토지의 개발을 통해 운영수익을 추구하는 Asset-Heavy 형태의 디벨로퍼가 등장하고 있으며 ②정부가 리츠를 부동산 선도산업으로 육성키로 함에 따라 리츠 제도를 활용한 대형 디벨로퍼의 등장이 가능해질 것으로 전망된다. ③아울러 디벨로퍼는 아니지만 부동산 금융환경의 변화에 따라 자금력과 시행능력을 겸비한 부동산 신탁사의 성장도 지속되고 있다.

다양한 정부 지원책으로 한국 부동산개발업이 선진화의 길목에 접어드는 시점에서 업종의 Key Player가 될 서부 T&D, 현대산업, 한국토지신탁을 매우 추천한다.

Table of Contents

[산업분석]

- 4 I. 디벨로퍼란 무엇인가
 - 디벨로퍼의 개념
 - 디벨로퍼의 역할
- 7 II. 무엇이 일본 디벨로퍼를 만들었는가
 - 차별적 경쟁력으로 부동산시장을 이끄는 일본 디벨로퍼
 - 1) 우량자산에서 발생하는 강력한 임대수익
 - ※ 미쓰비시지쇼의 마루노우치 개발
 - 2) 리츠(REITs)를 활용한 Value-Chain 확장
 - ※ Nippon Building Fund
 - 3) Asset-Light 전략을 활용한 성장
 - 4) 정책적 지원: 도시재생사업 본격화
 - ※ 모리빌딩의 도라노몬힐스
- 21 III. 한국의 디벨로퍼 산업
 - 한국 디벨로퍼의 역사
 - 한국 디벨로퍼의 문제점
- 24 IV. 한국의 디벨로퍼가 된다
 - 1) Asset-Heavy형 디벨로퍼의 대두
 - 2) 리츠시장 육성에 따른 대형 디벨로퍼 성장여건 마련
 - 3) 자본력과 시행능력을 겸비한 부동산신탁사의 부각

[기업분석]

- 32 서부T&D (006730) – 단언컨대 진짜(True) 디벨로퍼(Developer)
- 46 현대산업 (012630) – 달라질 것은 단 하나, 전부입니다
- 52 한국토지신탁 (034830) – 한국토지신탁의 부동산개발 완성하기

[산업분석]

- I. 디벨로퍼란 무엇인가
- II. 무엇이 일본 디벨로퍼를 만들었는가
- III. 한국의 디벨로퍼 산업
- IV. 한국의 디벨로퍼가 뛰다

I. 디벨로퍼란 무엇인가

디벨로퍼의 개념

부동산 개발사업은 부동산의 확보, 사업자금의 조달, 사업의 기획 및 추진 등 크게 세가지 요소로 구분된다. 디벨로퍼는 부동산 개발사업을 진행하는 주체로서 시장의 수급상황과 부동산이 가진 잠재력을 정확히 예측, 판단하고 그에 적합한 개발방안을 마련한 후, 개발에 대한 기획, 용지확보, 금융연계, 설계시공, 분양, 사후관리 등 일련의 단계를 거치면서 부동산에 대한 새로운 가치를 창조하는 역할을 한다.

경제가 성숙기에 접어들면서 유용한 토지 자원이 한계에 도달하여 토지 활용의 고도화가 요구되기 시작했고 사회 문화 등의 발달로 최종 소비자의 니즈가 다양해짐에 따라 전문적인 디벨로퍼가 등장하게 되었다.

<그림1> 디벨로퍼는 부동산을 확보하고 사업자금을 조달하며 사업을 기획하여 부동산을 개발하는 주체



자료: 부동산 개발사업의 이해(이종규, 하이투자증권)

<표1> 부동산개발 트렌드의 변화에 따라 자금력과 사업수행능력을 겸비한 전문적인 디벨로퍼의 필요성이 높아짐

	과거	현재
생산트렌드	대량생산	다품종소량생산
개발방식	단일용도 개발	복합개발
개발주체	공공주도 개발	민간주도 개발
타겟고객	대규모 고객	틈새시장고객

자료: SK D&D, 하이투자증권

디벨로퍼의 역할

한국의 경우 부동산개발에 있어 건설회사가 중심이 되고 시행사와 분양대행사가 한정적인 역할로 사업에 참여하는 경우가 많아 전문적인 디벨로퍼가 성장하기 어려운 환경이었다. 그러나 일본의 경우 한국과는 달리 디벨로퍼와 건설회사의 기능과 역할이 명확히 구분되어 있으며 이에 따라 디벨로퍼는 시공을 제외한 토지취득, 자금조달, 사업기획, 매각 및 보유 등 부동산개발의 전체 과정에 주도적으로 참여하는 특징을 보이고 있다.

부동산개발의 경우 사업단계별 리스크 차이로 인하여 각 단계별로 적합한 자금조달방식과 전문적인 사업진행능력이 요구된다. 이에 따라 부동산업이 발달한 해외의 경우 자본력과 우수한 개발역량을 갖춘 디벨로퍼가 부동산 전 영역에 걸친 전문화를 통해 부가가치 및 수익을 창출하며 사업을 확장해나가고 있다.

<표2> 부동산업이 발달한 일본의 경우 디벨로퍼가 시공을 제외한 부동산개발 전체 프로세스에 주도적으로 참여

Value Chain		Financing	Acquisition	Planning	Construction Control	Construction	Hold	Sell	Management	A/S
내용		자금조달	토지검색 가치평가 토지매매	상품기획 상품설계 행정대응 마케팅	토지조사 기본설계 상세설계 시공관리	시공	토지보유 건물보유	계획책정 판매실시 판매계약	판매계획 판매관리	무상점검 클레임 대응
한국	건설회사	●		●	●	●				
	시행사		●							
	분양대행							●	●	
일본	건설회사				◎	◎				
	부동산회사	◎	◎	◎	◎		◎	◎	◎	◎

자료: 노무라종합연구소, 하이투자증권

<표3> 일본 디벨로퍼는 자본력과 우수한 개발역량을 바탕으로 부동산 전 영역에 걸친 전문화를 통해 사업확장

	(일본) 종합부동산회사	(한국) 종합건설회사
핵심역량	자본력과 개발역량 바탕으로 부동산 전영역에 걸친 전문화를 통해 부가가치 및 수익 창출	토목, 플랜트 등 건설기술 고층빌딩 등 건축기술
사업구조	개발, 분양, 임대, 중개, 관리, 주거 서비스 등 부동산회사업 관련 전영역	도급사업 중심 간접적 개발시장 참여
선호사업방식	일정비율 보유(임대)를 통한 안정적 계속적 수익모델 추구 다품종 소량생산과 부가가치 창출을 통한 매각 및 유통화	소품종 대량생산, 분양을 통한 단기수익 추구 (일정규모 이상 사업장이 아닌 경우 높은 간접비용으로 수익성 저하)
금융 및 리스크 부담	자체 자본력과 다양한 금융방식 활용 부동산개발 및 보유에 대한 리스크 부담 (부채비율 500~1000%)	부동산개발 및 보유에 대한 리스크 한계 (부채비율 200% 이상 각종 공공건설 수주제한)
버블이후 사업전략	도심개발 역량 강화, 복합개발부문 확대 관리, 중개 등 주변사업 부문 강화	기술역량 강화, 도급사업치중 해외 건설시장 확대, 개발부문 축소

자료: 주택산업연구원, 하이투자증권

<표4> 부동산개발의 단계별 리스크 차이로 인해 이에 적합한 자금조달방식과 전문적인 사업진행능력이 요구됨

구분	개발준비단계	착공이전단계	건설단계	운영단계
주요업무	- 기초시장 사업성 조사 - 입지/환경연구 - 인허가 비용 - 사전정지작업 등	- 건물설계 - 비용산출 - 분양가 확정 - 토지확보 등	- 건축물 시공 - 임대/분양	- 임대운영 - 자체운영
주요리스크	사업지연 리스크	사업지연 리스크 토지가격 상승리스크	시공리스크 분양/임대 리스크	임대운영 리스크 자체운영 리스크
자금조달방식	시행사 자기자본	시행사 자기자본 제3자 자본조달	시행사 자기자본 금융권 차입금	금융권 차입금 (담보대출)

자료: 한국신용평가, 하이투자증권

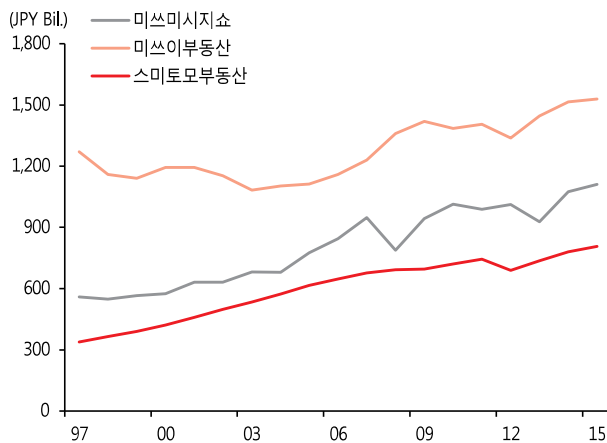
II. 무엇이 일본 디벨로퍼를 만들었는가

차별적 경쟁력으로 부동산시장을 이끄는 일본 디벨로퍼

건설사 중심의 부동산개발환경 정착으로 전문적인 디벨로퍼의 성장이 더뎠던 한국과 달리 일본은 디벨로퍼가 차별적 경쟁력을 바탕으로 성장하며 부동산 시장을 이끌고 있다.

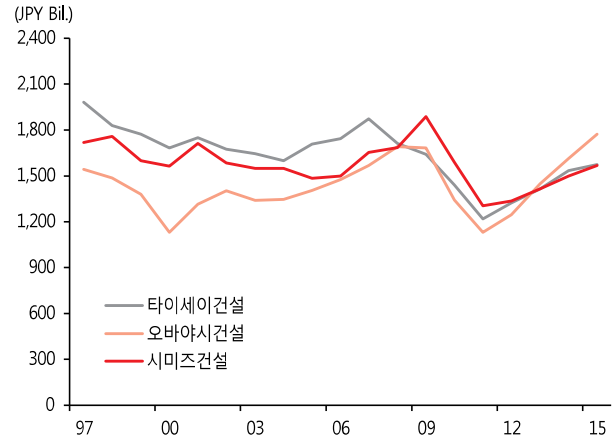
일본의 경우 기업의 부동산 보유 및 투자에 대해 부정적 인식이 낮고 규제수준 역시 높지 않아 디벨로퍼가 대형화 될 수 있는 사회적 환경이 조성되어 있었다. 또한 종합건설사가 원가우위 전략을 고수해온 반면 디벨로퍼는 자산임대 같은 경쟁우위 전략에 주력하면서 부동산경기 장기사이클에 효율적으로 대응해 올 수 있었다. 이에 따라 다양한 사업영역으로의 확장이 가능해진 일본의 디벨로퍼는 외형과 이익이 지속적으로 성장하며 종합건설사와 차별적인 성장을 이룰 수 있었던 것으로 판단된다.

<그림2> 디벨로퍼들의 매출은 지속적인 상승추세



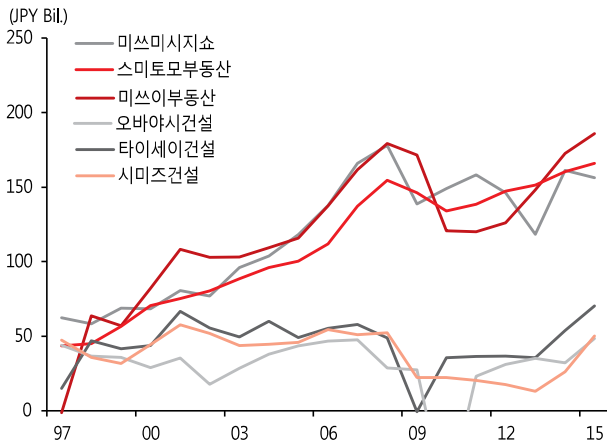
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림3> 종합건설사의 경우 최근 반등에도 매출은 장기적으로 정체



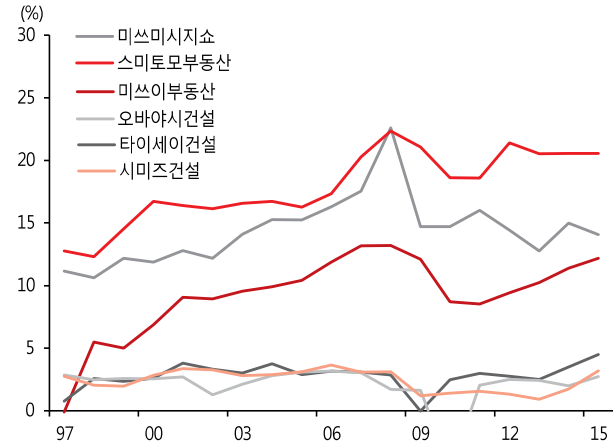
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림4> 일본 디벨로퍼와 건설사의 영업이익 격차 심화



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림5> 일본 디벨로퍼와 건설사의 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

1) 우량자산에서 발생하는 강력한 임대수익

일본의 대형 디벨로퍼는 기본적으로 일정비율 자산을 보유함으로써 안정적인 계속적 수익모델을 추구하는 Asset-Heavy 형태의 디벨로퍼로 출발하였다. 안정적인 임대수익을 바탕으로 부동산 전영역에 걸친 전문화를 통해 추가적인 부가가치 및 수익 창출을 추구하며 성장해 왔다고 할 수 있다.

따라서 임대부문은 디벨로퍼에게 있어 핵심적인 수익원이라 할 수 있다. 일본 3대 디벨로퍼(미쓰이부동산, 미쓰비시지쇼, 스미토모부동산)의 경우 2015년 기준 임대사업부문의 영업이익률은 20~35% 수준을 보이고 있다. 이에 따라 이들 업체의 임대사업부문 매출비중은 40% 전후이지만 영업이익 비중은 50~70%에 이른다.

안정적이고 수익성 높은 임대수익의 근간에는 디벨로퍼들이 도심요지에 보유한 우량한 토지가 있다는 판단이다. 일본 2위의 디벨로퍼인 미쓰비시지쇼의 경우 1890년 정부로부터 매입한 마루노우치 지역의 우량한 토지를 바탕으로 개발 및 재개발사업을 반복하며 수익성 높은 임대수익을 안정적으로 확보하고 있다. 또한 일본의 철도기업들의 경우 업종 특성상 도심에 부지를 보유하고 있는 경우가 많은데 철도를 부설하는 동시에 유동인구가 많은 역세권 개발사업 등을 통해 부동산 개발사업에 진출하며 대표적인 디벨로퍼로 성장한 사례가 많다.

<표5> 일본 디벨로퍼는 개발-보유-운영 전략을 중심으로 하는 Asset-Heavy형 사업을 기본으로 함

	Asset-Heavy 디벨로퍼	Asset-Light 디벨로퍼
특징	개발 - 보유 - 운영	개발 - 매각
금융조달 필요성	높음	낮음
지속적 매출발생	높음	낮음
이익실현	느림	빠름
경기침체시 리스크	낮음	높음
성장속도	낮음	높음

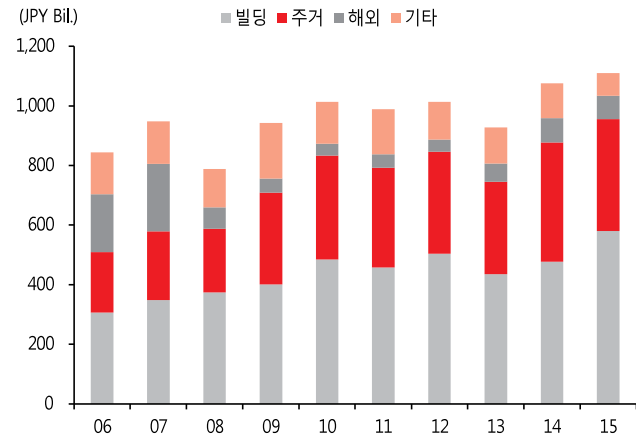
자료: Roland Berger, 하이투자증권

<표6> 일본의 경우 도시 내에 개발 가능한 우량 토지를 보유하고 있던 재벌계열과 철도회사계열의 디벨로퍼가 다수

구분	업체
재벌계열	미쓰이부동산, 미쓰비시지쇼, 스미토모부동산 등
민간철도회사계열	도쿄부동산, 세이부부동산, 케이세이 부동산 등
금융/상사계열	노무라부동산, 마루베니, 오릭스 부동산 등
독립계열	모리빌딩, 다이교 등

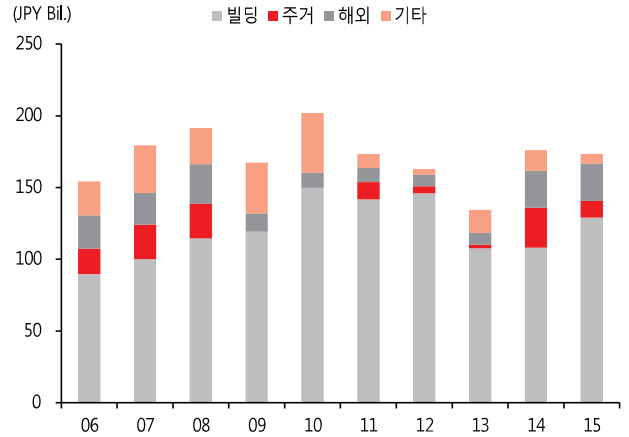
자료: 건설산업연구원, 하이투자증권

<그림6> 미쓰비시지쇼 사업부별 매출추이



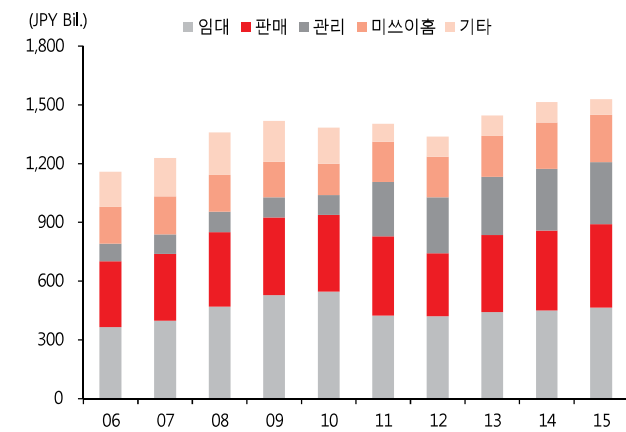
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림7> 미쓰비시지쇼 사업부별 영업이익 추이 (연결조정 제외)



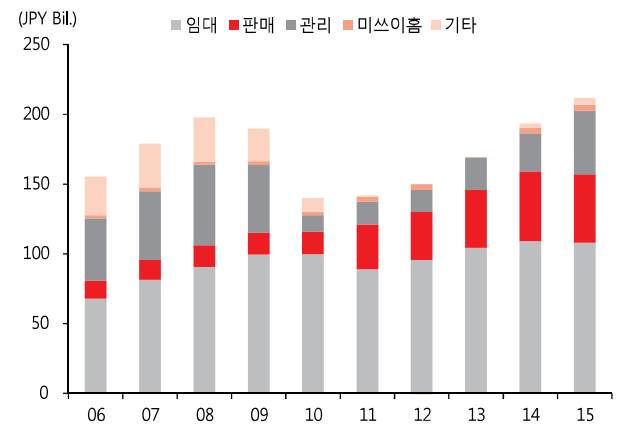
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림8> 미쓰이부동산 사업부별 매출추이



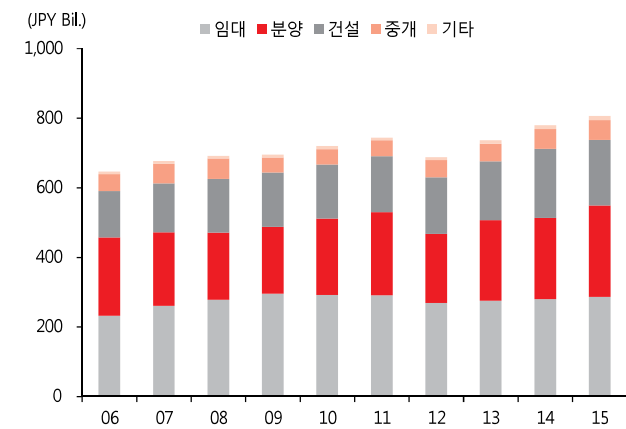
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림9> 미쓰이부동산 사업부별 영업이익 추이 (연결조정 제외)



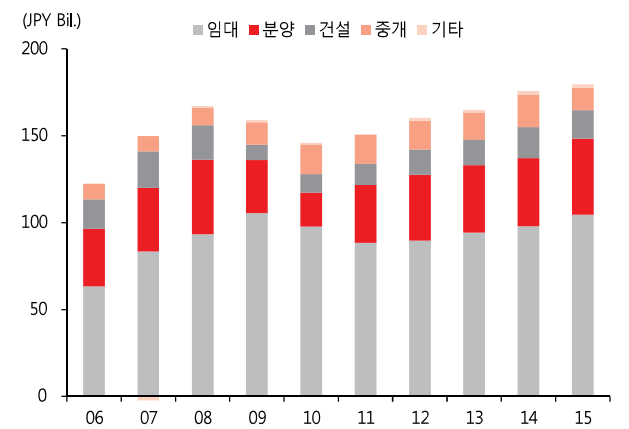
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림10> 스미토모부동산 사업부별 매출추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림11> 스미토모부동산 사업부별 영업이익 추이 (연결조정 제외)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

※ 미쓰비시지쇼의 마루노우치 개발

일본의 대표적인 디벨로퍼인 미쓰비시지쇼 역시 임대수익에 높은 의존도를 보이고 있는데 특히 일본 대표 상업지역인 마루노우치에 위치한 오피스빌딩으로부터 발생하는 임대료의 기여도가 높다.

마루노우치는 도쿄도 치요다구에 있는 상업지역으로 도쿄역과 항공 사이에 위치한다. 마루노우치라는 명칭을 그대로 풀이하면, "동그라미 내"라는 뜻이다. 항공의 바깥쪽 해자 내에 위치하기 때문에 이런 이름이 붙었다. 오테마치에서 마루노우치, 유라쿠초로 이어지는 지역으로 금융, 매스컴 등 약 4,200개 회사와 23만명의 취업인구가 있는 일본 경제의 중심지이다.

일본의 대표적인 상업지역으로 전성기를 구가하던 마루노우치는 버블 붕괴 이후 인해 경쟁력이 많이 약해졌다. 그러나 도시재생특별구역으로 지정되어 2000년들어 미쓰비시지쇼를 중심으로 대규모 빌딩 재개발이 이어지며 경쟁력을 되찾고 있다.

미쓰비시지쇼의 전신 및 계열사들은 1890년 정부로부터 이 부지를 150만엔에 매입한 후 개발 사업을 시작하며 대형 부동산업체로 성장해왔다. 이 지역은 일본에서 부지가격이 가장 높은 곳 중 하나로 알려져 있는데 동사가 보유하고 있는 마루노우치빌딩의 경우 1평방미터(㎡)당 토지의 가격이 3,060만엔(2015년 기준)으로 일본 전체에서 2번째로 땅값이 높은 지역이다. 미쓰비시지쇼는 현재 마루노우치 지역에 위치한 총 109개의 빌딩 중 30여개의 빌딩을 보유하고 있으며 이는 동사가 일본 전역에서 보유하고 있는 전체 빌딩의 70%에 이른다.

<그림12> 마루노우치는 일본항공과 동경역 사이에 위치한 중심지



자료: 마루노우치, 하이투자증권

<그림13> 마루노우치 전경



자료: 도쿄도청, 하이투자증권

<그림14> 마루노우치 지도



자료: 미쓰비시지쇼, 하이투자증권

<표7> 마루노우치 개요

구분	내용	비고
전체면적(ha)	120	1,200,000m²
빌딩연면적(ha)	709	7,090,000m²
빌딩수(동)	109	미쓰비시지쇼: 31동
기업수(개)	4,200	
상주직원(명)	230,000	전체 치요다구 30%
유동인구(명/일)	2,350,000	철도역 유동인구 기준

자료: 미쓰비시지쇼, 하이투자증권

<표8> 마루노우치지역 미쓰비시지쇼 보유 빌딩 리스트: 마루노우치빌딩(2002)을 시작으로 본격적인 재개발이 이어지고 있음

건물명	연면적(m²)	층수(지상층)	준공년도	건물명	연면적(m²)	층수(지상층)	준공년도
오테마치 빌딩	111,300	9	1958	히비야 코쿠사이 빌딩	128,400	31	1981
신오테마치 빌딩	88,800	10	1958	도쿄 교사키 빌딩	32,600	20	1993
니폰 빌딩	173,000	14	1962	마루노우치 빌딩	159,800	37	2002
마루노우치-나카도리 빌딩	46,100	10	1963	MUFG 빌딩	109,900	30	2003
신도쿄 빌딩	106,000	9	1963	마루노우치 키타구치 빌딩	56,500	29	2004
마루노우치 2가 빌딩	46,000	10	1964	도쿄 빌딩	149,300	33	2005
신코쿠사이 빌딩	77,500	9	1965	신마루노우치빌딩	195,400	38	2007
유라쿠초 빌딩	42,200	11	1966	페닌슐라도쿄	58,600	24	2007
코쿠사이 빌딩	76,900	9	1966	JA 빌딩	79,700	37	2009
신유라쿠초 빌딩	83,700	14	1967	케이단렌 카이칸	54,700	23	2009
JX 빌딩	63,100	20	1970	마루노우치 파크 빌딩	195,600	34	2009
아사히 생명보험 빌딩	49,300	29	1971	마루노우치 에이라쿠 빌딩	139,700	27	2012
JFE소지 빌딩	14,300	13	1972	오테마치 파이낸셜 시티	242,500	35	2012
미쓰비시 빌딩	60,400	15	1973	팰리스 빌딩	66,850	23	2012
키시모토 빌딩	34,000	11	1980	JP 타워	212,000	38	2012
신니세키 빌딩	26,600	11	1981				

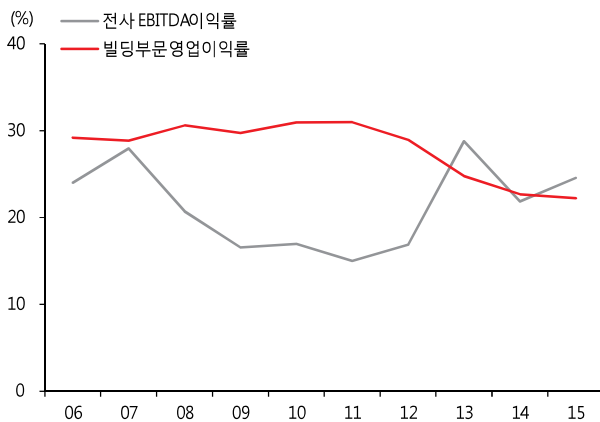
자료: 미쓰비시지쇼, 하이투자증권

우량한 토지의 개발·재개발을 통해 발생하는 강력한 임대수익은 미쓰비시지쇼의 성장전략에 중요한 밑거름이 되고 있다. 임대수익 기반인 동사의 빌딩부문 매출액은 2015년 기준으로 전사매출액의 52%를 차지하고 있으나 영업이익은 전사영업이익의 74%(연결조정제외)에 이른다.

최근 투자비 지출이 컸던 대형 신규빌딩의 운영 시작으로 감가상각비가 증가하여 빌딩부문 영업이익률이 하락하였음에도 불구하고 2015년 기준 동부문의 영업이익률은 22.3%로 전사영업이익률 14.1%를 크게 상회하고 있다.

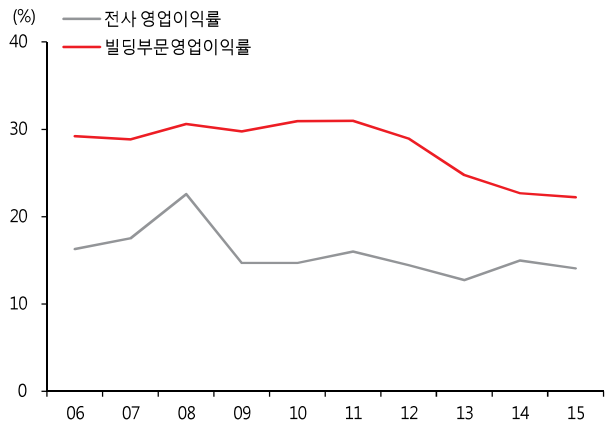
결국 미쓰비시지쇼는 다른 일본의 대형 디벨로퍼와 마찬가지로 우량한 자산에서 발생하는 안정적이고 수익성 높은 임대수익을 기본으로 부동산 전영역에 걸친 전문화를 추진함으로써 추가적인 부가가치 및 수익 창출을 추구해오고 있다고 볼 수 있다.

<그림15> 신규 개발빌딩의 높은 감가상각으로 빌딩부문 OPM하락



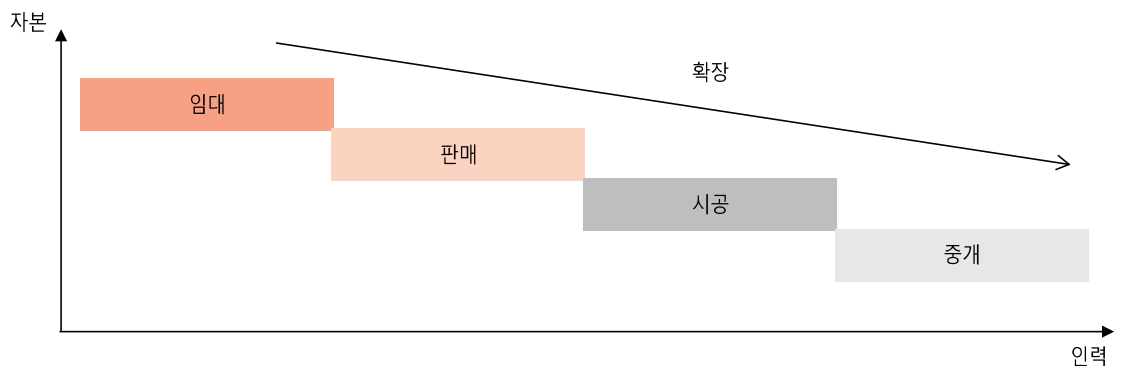
자료: 미쓰비시지쇼, 하이투자증권

<그림16> 최근 하락에도 빌딩부문 OPM은 전사 OPM을 크게 상회



자료: 미쓰비시지쇼, 하이투자증권

<그림17> 우량한 자산에서 발생하는 강력한 임대수익은 일본 대형 디벨로퍼 사업확장의 밑바탕



매출비중 (2015)	35.5%	32.4%	23.2%	7.2%
영업이익비중 (2015)	58.2%	24.4%	7.2%	9.2%

자료: 스미토모부동산, 하이투자증권

2) 리츠(REITs)를 활용한 Value-Chain 확장

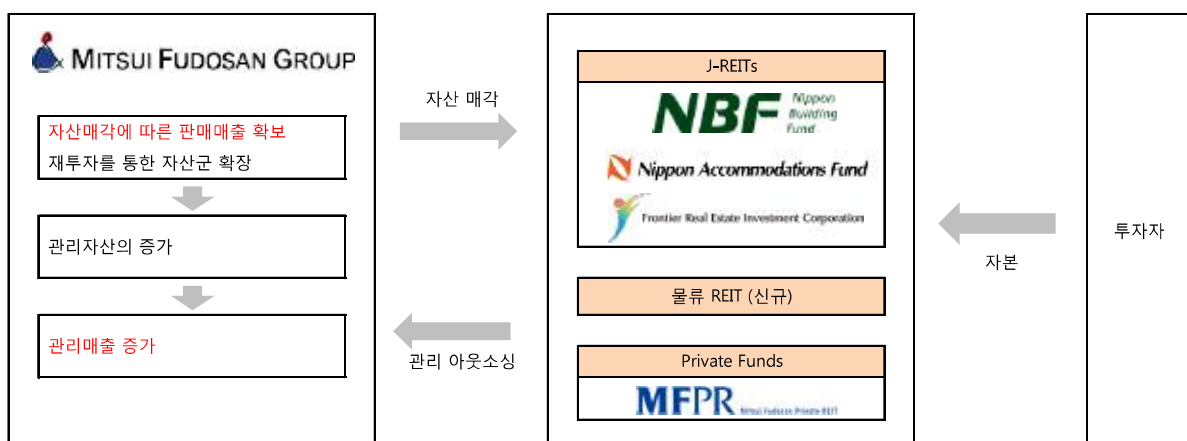
일본의 대형 디벨로퍼는 우량한 자산에서 발생하는 안정적인 임대수익을 바탕으로 금융구조를 적극적으로 활용하여 Value-Chain을 확장하며 본격적으로 성장하였다. 이러한 Value-Chain의 확장은 특히 2000년에 도입된 리츠(REITs)제도에 힘입은 바 크다.

리츠란 다수의 투자자로부터 투자자금을 모집한 후 주식회사 형태로 실물부동산 또는 부동산과 관련된 유가증권 등에 투자·운영하고 얻은 임대수익, 개발이익, 매매차익 등을 투자자에게 배분하는 금융투자기구이다. 일본의 경우 2000년에 리츠가 도입되었는데 2015년말 기준 상장리츠 시가총액이 10조엔을 넘어서며 일본 부동산업종의 중요한 자금원으로 성장하였다.

일본 1위의 디벨로퍼인 미쓰이부동산은 다양한 금융구조를 활용하며 업계를 선도하고 있는데 특히 일반 오피스빌딩(Nippon Building Fund), 임대주택(Nippon Accommodations Fund), 리테일(Frontier Real Estate Investment Corporation) 등 부동산 자산군별로 공모리츠를 활용하고 있다. 또한 최근 성장세를 보이고 있는 물류부문에서도 리츠 활용을 계획하고 있는 상황이다.

미쓰이부동산 입장에서는 동사가 개발한 부동산자산을 리츠에 매각함으로써 판매매출을 확보할 수 있고 여기에서 유입되는 현금을 바탕으로 재투자하여 다양한 자산군의 개발경험을 축적할 수 있다. 더불어 리츠에 매각한 자산의 관리운영(AM·PM) 등을 담당함으로써 Value-Chain을 확장하며 지속적인 운영매출을 확보할 수 있는 장점이 있다.

<그림18> 일본 1위 디벨로퍼 미쓰이부동산은 적극적인 리츠 활용으로 부동산 전영역에 걸친 Value-Chain 확장



자료: 미쓰이부동산, 하이투자증권

리츠제도를 적극적으로 활용하는 것은 비단 미쓰이부동산 뿐만은 아니다. 일본의 주요 디벨로퍼는 미쓰이부동산과 같이 리츠제도를 이용하고 있는데 이들은 해당 리츠의 대주주는 아니지만 리츠의 자금조달과 자산운용, 시설관리 등을 전반적으로 지원함으로써 리츠의 안정성을 높이고 투자자의 신뢰도를 높여주는 역할을 한다는 의미에서 스폰서라고 불리고 있다.

현재 52개의 상장리츠 모두 스폰서제도를 통해 운영되고 있으며 전체 시총의 50%가량을 차지하는 10대 리츠에는 미쓰이부동산을 비롯 미쓰비시지쇼, 노무라부동산 등 대형디벨로퍼가 스폰서로 참여하고 있다.

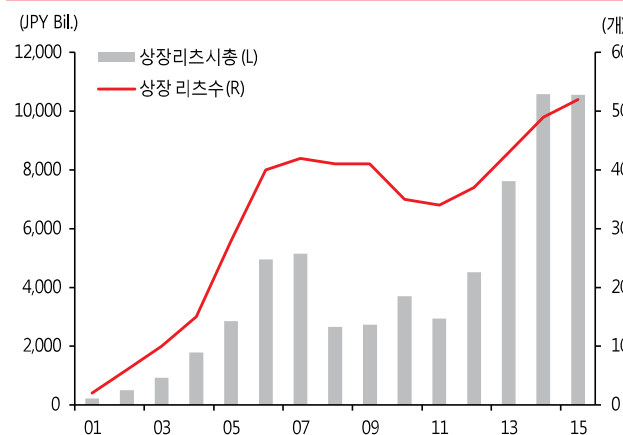
일본 공모리츠시장은 지속적으로 성장하고 있고 금융위기를 거치며 위축되었던 상장리츠의 부동산자산 취득규모도 빠르게 회복되고 있다. 따라서 리츠 및 다양한 금융구조를 활용한 대형 벨로퍼의 Value-Chain 확장은 앞으로도 지속될 전망이다.

<표9> 일본의 10대 상장리츠는 대형부동산업체의 스폰서역할 수행으로 운영되고 있음

No.	이름	시가총액 (JPY Bil.)	시가총액비중	자산군	스폰서
1	Nippon Building Fund	815	7.7%	오피스	Mitsui Fudonsan
2	Japan Real Estate	769	7.3%	오피스	Mitsubishi Estate, Mitsui & Co.
3	Japan Retail Fund	593	5.6%	리테일	Mitsubishi Corporation
4	Nomura Real Estate Master Fund	556	5.3%	복합	Nomura Real Estate Group
5	United Urban	451	4.3%	복합	Marubeni Corporation
6	Nippon Prologis REIT	378	3.6%	물류	Prologis Group
7	ORIX JREIT	363	3.4%	복합	ORIX Corp
8	Japan Prime Realty	361	3.4%	복합	Tokyo Tatemono, Taisei Corp
9	Adance Residence	345	3.3%	주거	Itochu
10	Daiwa Office	317	3.0%	오피스	Daiwa Securities Group

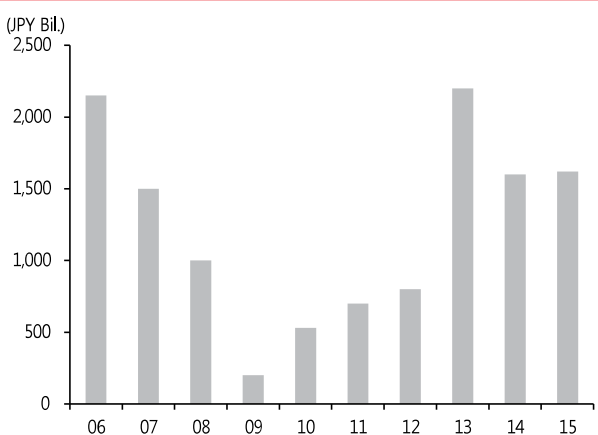
자료: Ares, 각사, 하이투자증권

<그림19> 일본 상장리츠의 수와 규모는 성장추세



자료: Ares, 하이투자증권

<그림20> 금융위기 이후 일본 상장리츠 부동산자산 취득규모 회복



자료: Ares, 하이투자증권

※ Nippon Building Fund

미쓰이부동산이 스폰서 역할을 수행하고 있는 Nippon Building Fund(NBF)는 2001년 설립된 일본 최대의 상장 리츠이다. 도쿄를 중심으로 일본전역에 오피스빌딩을 보유하고 있으며 취득가액 기준 자산규모가 1조엔이 넘는다. 설립초기에는 23동의 오피스빌딩을 보유하고 있었으나 상장 이후 추가공모와 제3자배정 등 15회의 유상증자를 거치며 현재는 보유빌딩이 74동에 이르게 되었다.

NBF는 미쓰이부동산이 개발하고 매각한 오피스빌딩을 중심으로 운영되고 있으며 빌딩의 관리 및 운영 역시 미쓰이부동산이 출자한 AMC(Asset Management Company)와 PMC(Property Management Company)에 위탁하고 있다.

미쓰이부동산은 NBF의 최대주주는 아니지만(지분율 3.4%) NBF에 지속적인 자산공급자 역할을 하는 동시에 판매매출과 운영매출을 확보함으로써 상호 Win-Win하는 사업모델을 구축해 나가고 있다. 또한 NBF가 보유한 노후화 자산의 경우 미쓰이부동산이 이를 매입하여 재개발하고 다시금 NBF에 매각함으로써 상호 협력관계의 효과를 극대화하고 있다.

<그림21> 미쓰이부동산은 Nippon Building Fund가 효율적으로 운영될 수 있는 전체적인 시스템을 조성하는 스폰서 역할 수행



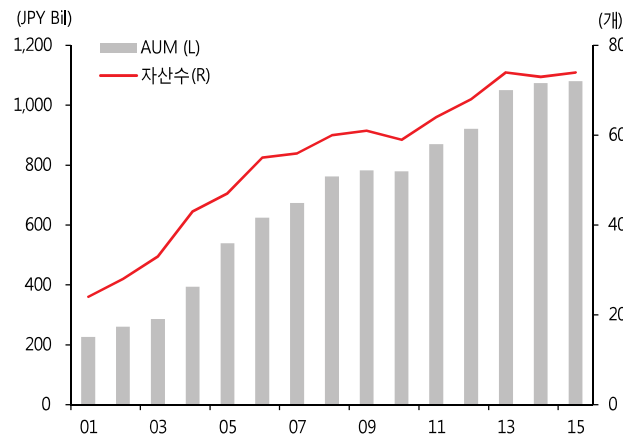
자료: Nippon Building Fund, 하이투자증권

<그림22> 미쓰이부동산은 Nippon Building Fund와 상호 Win-Win하는 사업모델을 구축해오고 있음



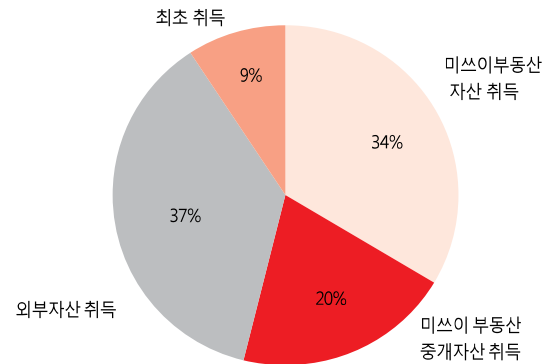
자료: Nippon Building Fund, 하이투자증권

<그림23> NBF의 자산규모와 자산수는 지속적으로 증가



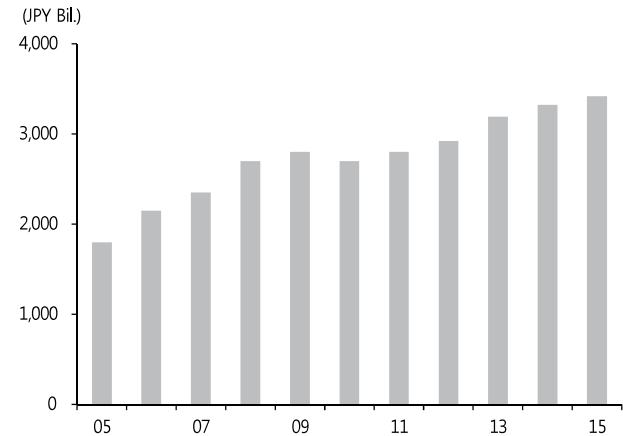
자료: Nippon Building Fund, 하이투자증권

<그림24> NBF운영자산 취득원별 구분: 미쓰이부동산을 통해 취득한 자산을 기본으로 운영됨



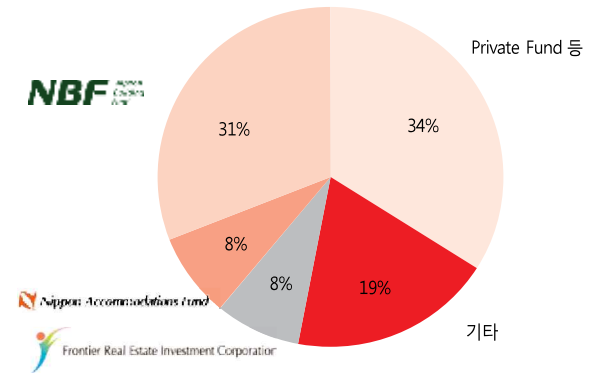
자료: Nippon Building Fund, 하이투자증권

<그림25> 미쓰이부동산의 관리자산규모는 지속적으로 증가



자료: 미쓰이부동산, 하이투자증권

<그림26> 미쓰이부동산 운영자산 위탁자별 구분



자료: 미쓰이부동산, 하이투자증권

<표10> 미쓰이부동산은 임대중심 사업구조에서 금융구조 활용하여 임대-매각-운업을 아우르는 디벨로퍼로 성장

사업분야	수익원	역량
임대	임대수익	개발역량
매각	매각차익	거래역량
운영	관리수수료	관리역량
		자산가치 창출
		부동산 자산시장에서의 전문성
		자산가치 유지 및 향상

자료: 미쓰이부동산, 하이투자증권

3) Asset-Light 전략을 활용한 성장

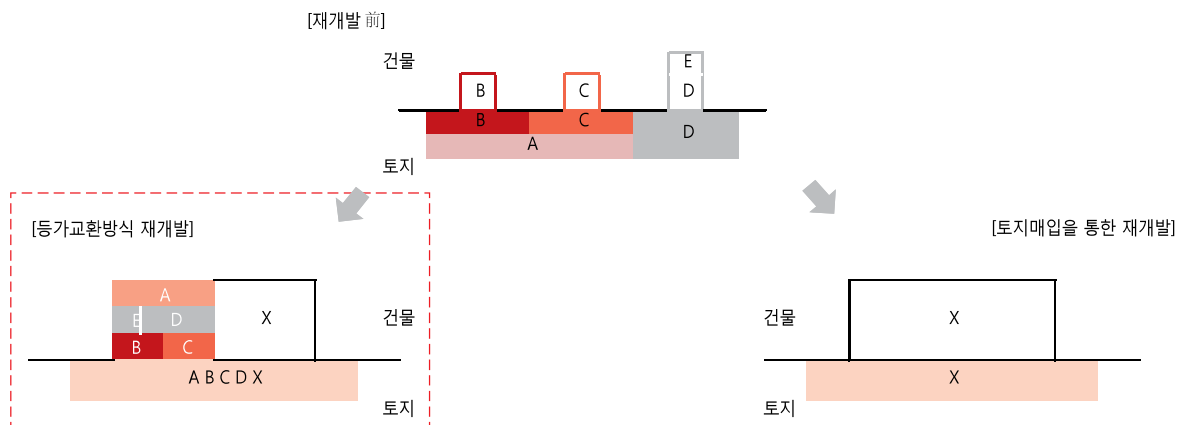
일본의 대형 디벨로퍼가 기본으로 삼고 있는 Asset-Heavy 형태의 사업전략은 안정적인 임대 수익이 지속적으로 발생하고 경기변동에 상대적으로 덜 민감하다는 장점이 있으나 투하된 자본의 회수속도가 느려 기업의 성장이라는 측면에서는 단점으로 작용하였다.

이에 따라 Asset-Heavy 형태의 안정적인 사업기반을 마련한 디벨로퍼들이 자본투하규모는 축소하면서 외형성장의 속도를 높일 수 있는 Asset-Light 전략을 다양하게 활용하기 시작하였다.

대표적인 방법 중 하나가 등가교환을 통한 재개발사업이다. 이는 토지 소유자가 땅을 제공하고 디벨로퍼가 공사비를 포함한 사업비를 부담하는 합작 방식이다. 사업진행을 위하여 다수의 토지 소유자를 설득하는 과정을 거쳐야 하므로 안정적인 사업기반이 존재하고 자금력과 개발 능력이 검증된 대형 디벨로퍼 위주로 추진이 가능한 사업방식이다.

토지 소유자가 제공한 땅을 바탕으로 개발사업을 진행하므로 디벨로퍼 입장에서 초기 소요되는 사업비의 규모가 작고 사업진행이 지연되더라도 토지전체를 매입하여 진행하는 사업에 비해 리스크가 적다. 이러한 장점으로 인해 재벌계열이나 민간철도회사계열 디벨로퍼에 비해 우량한 토지가 부족했던 모리빌딩과 같은 독립형 디벨로퍼들이 등가교환을 통한 재개발사업을 적극적으로 추진하면서 성장을 지속할 수 있었다는 판단이다.

<그림27> 일본 디벨로퍼는 토지주와의 등가교환방식의 재개발을 통하여 자본투하를 줄이고 사업을 확장하는 전략을 사용하고 있음

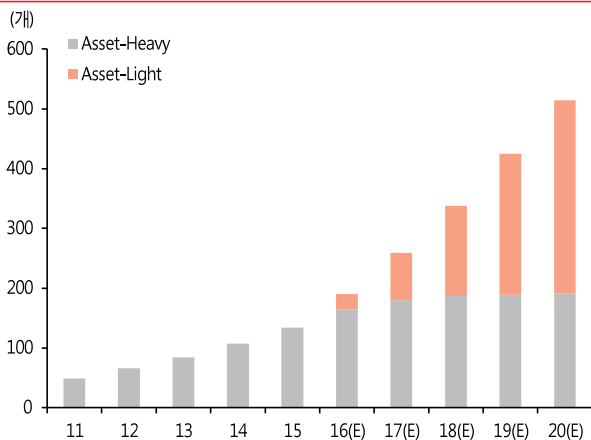


자료: 스미토모부동산, 하이투자증권

대형 디벨로퍼의 Asset-Light 확장전략은 다른 국가에서도 확인된다. 중국 최대 디벨로퍼인 완다그룹의 경우 쇼핑몰사업에 있어 자기자본의 투하비중이 높은 Asset-Heavy 전략을 취해 왔으나 성장위주의 사업전략을 가속화하기 위해 금년부터 신규로 출점하는 쇼핑몰에 대해서는 Asset-Light 구조를 활용하기로 결정하였다.

완다그룹은 현재 운영중인 134개의 쇼핑몰을 2020년까지 500개 이상으로 증가시킬 계획인데 그간 검증된 브랜드와 쇼핑몰 운영능력을 바탕으로 그룹이 보유하고 있는 인터넷 금융업체인 99Bill.com을 통해 자금을 확보할 예정이다.

<그림28> 중국의 Wanda Commercial은 금년부터 Asset-Light 사업구조를 통한 쇼핑몰 사업확장을 추진하고 있음



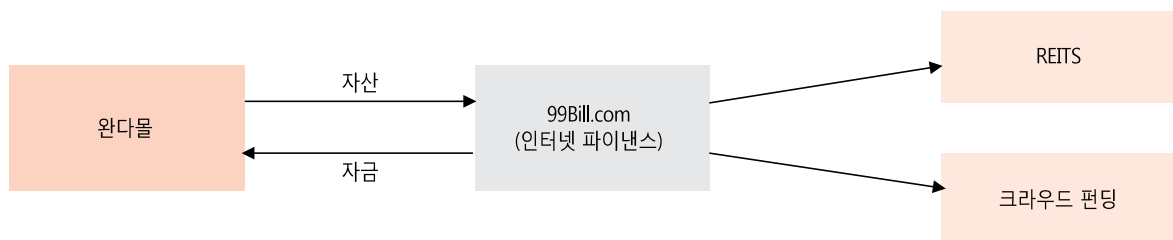
자료: Dalian Wanda Commercial Properties, 하이투자증권

<표11> Wanda Commercial의 Asset-Light 사업전략

구분	내용
기간	7년
완다 역할	쇼핑몰운영 완다 브랜드 및 IP 사용 허가 순임대소득의 30% 징수
투자자 역할	자본제공 3년 후 리츠/완다그룹 등에 매각가능 권리

자료: Dalian Wanda Commercial Properties, 하이투자증권

<그림29> Wanda Commercial 그룹이 소유한 인터넷 파이낸스 업체를 활용하여 Asset-Light 전략을 전개할 전망



자료: Dalian Wanda Commercial Properties, 하이투자증권

4) 정책적 지원: 도시재생사업 본격화

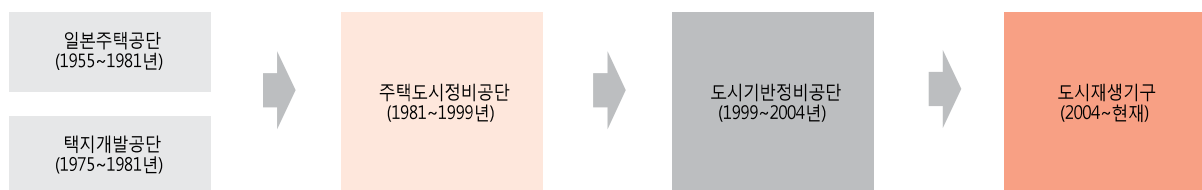
일본은 1990년대 부동산버블 붕괴로 10년동안 부동산자산가치가 하락하며 부동산개발이 지연되었다. 이에 따라 도심지역이 노후화되고 전반적인 도시경쟁력이 저하되는 결과가 초래되었다. 이러한 문제에 대응하기 위해 일본 정부는 2001년 고이즈미 내각 출범 이후 긴급경제대책의 일환으로 종합적이고 강력한 도시재생시책 추진하기 시작하였다. 총리를 장으로 하는 도시재생본부 설치하고 2002년 도시재생특별조치법을 제정한 후 도시재생긴급정비지역 선정에 나섰다.

도시재생사업은 도시재생본부 산하의 도시재생기구가 총괄하며 전문성·독립성을 갖고 민간사업에 대한 코디네이터 역할을 하고 있다. 도시재생기구의 전신은 일본주택공단이다. 경제성장기에는 택지 개발과 임대주택 공급이 주였지만 경제가 완숙기에 접어들면서 도시재생사업을 지원하는 기관으로 성격을 바꿨다.

일본 정부는 도시재생의 거점이 되는 지역에 자금이나 노하우를 가진 민간의 힘을 집중적·전략적으로 투입하여 도시재생을 강력하게 추진하고자 하였다. 이에 따라 민간도시재생사업에 대한 금융지원조치나 도시계획과 관련된 특례조치(용도지역 및 용적률 규제 적용 배제) 등이 신설되었다.

민간투자를 적극적으로 유치하고자 하는 정부의 전폭적인 지원으로 대부분의 대형 디벨로퍼가 주요 도시재생사업에 참여하게 되었다. 모리빌딩의 도쿄 미드타운, 미쓰비시지쇼의 마루노우치 재개발 등이 대표적인데 이러한 도시재생사업은 2000년대 이후 일본 디벨로퍼의 주요 성장요인으로 자리잡게 되었다.

<그림30> 일본의 도시재생사업은 2004년 설립된 도시재생기구의 주도로 활발하게 진행되고 있음



자료: 주택산업연구원, 하이투자증권

※ 모리빌딩의 도라노몬힐스

최근 대표적인 도시재생 성공사례로 모리빌딩이 추진한 도라노몬힐스를 꼽을 수 있다.

도쿄도는 당초 낮은 중소 건물들이 들어서 있던 도라노몬 일대를 재개발하고 순환간선도로도 뚫으려 했지만 낮은 사업성과 지역주민의 반대로 사업추진이 어려웠다. 이런 상황에서 민간 사업자로 참여한 모리빌딩이 도로를 건물 밑으로 들어가게 일체화하여 설계하고 그 위에 숙박 및 쇼핑이 가능한 초고층 빌딩을 세워 토지 효율성을 높이자는 아이디어를 냈다. 도쿄도는 이 아이디어를 채택하고 인허가와 용적률 관련 다양한 인센티브를 제공하였다. 그리하여 2014년 도심 재생과 교통문제 해결이라는 두 마리 토끼를 잡은 높이 247m의 초고층 복합빌딩 도라노몬힐스가 탄생하게 되었다.

도라노몬힐스는 도로의 윗 공간을 활용하여 도쿄의 비싼 땅값을 해결하면서 토지를 효과적으로 사용한 새로운 토지개발 방식으로 정부의 전폭적인 지원과 민간업체의 적극적인 참여를 통해 일본의 부동산 개발업이 비약적으로 발전할 수 있었음을 보여주는 좋은 사례라고 할 수 있다.

<그림31> 도라노몬힐스 전경



<그림32> 도라노몬힐스를 관통하는 지하도로의 입구



자료: 모리빌딩, 하이투자증권

자료: Obayashi Corporation, 하이투자증권

III. 한국의 디벨로퍼 산업

한국 디벨로퍼의 역사

한국에서 초기 디벨로퍼 형태인 부동산 전문 시행사가 등장한 것은 외환위기 전후라고 할 수 있다. 외환위기 이전에는 건설사가 직접 대출을 받아 토지를 매입하고 자체분양을 진행하는 기업금융방식으로 부동산개발이 주로 이루어졌다. 그러나 외환위기 이후 사업장의 분양위험과 사업자를 분리하기 위한 노력으로 시행과 시공이 분리되기 시작하였다.

시행과 시공이 분리되는 과정에서 높은 레버리지를 통해 막대한 개발이익을 향유하고자 수많은 영세 시행사가 난립하게 되었다. 그러나 시행사의 낮은 자본규모와 금융기관의 오랜 금융관행으로 인하여 건설사가 개발사업 관련 차입금을 지급보증하는 기업금융형태의 프로젝트파이낸스 금융구조가 일반화되었다.

결국 외환위기 이후 다수의 중소 시행사가 존재해 왔으나 실질적으로는 건설사가 사업을 주도하고 시행사는 한정적인 역할에 머무는 구조가 지속되어왔다. 따라서 외국과 같은 전문적인 종합 디벨로퍼가 육성되지 못했다. 건설사의 경우 높은 간접비용으로 인해 소품종 대량생산, 분양을 통한 단기수익 추구에 집중하는 사업구조상의 한계로 인해 전문적인 디벨로퍼로서의 역할이 기대하기에는 제약이 따르고 있다.

<표12> 세대별 디벨로퍼 등장 배경

구분	시기	특징
1세대 디벨로퍼	1999년 이전	외환위기 이전 분양대행, 컨설팅업 수행 건설사 시행/시공 분리시기 등장
2세대 디벨로퍼	2000년~2009년	수도권·지방 택지지구 개발 중심 시공사 보증에 의존하여 무자본(저자본)사업
3세대 디벨로퍼	2010년 이후	시공사 PF 신용공여 축소 리츠, 부동산보유기업, 자본력 갖춘 디벨로퍼 개발노하우 + 금융권 인수

자료: 하나금융그룹, 하이투자증권

한국 디벨로퍼의 문제점

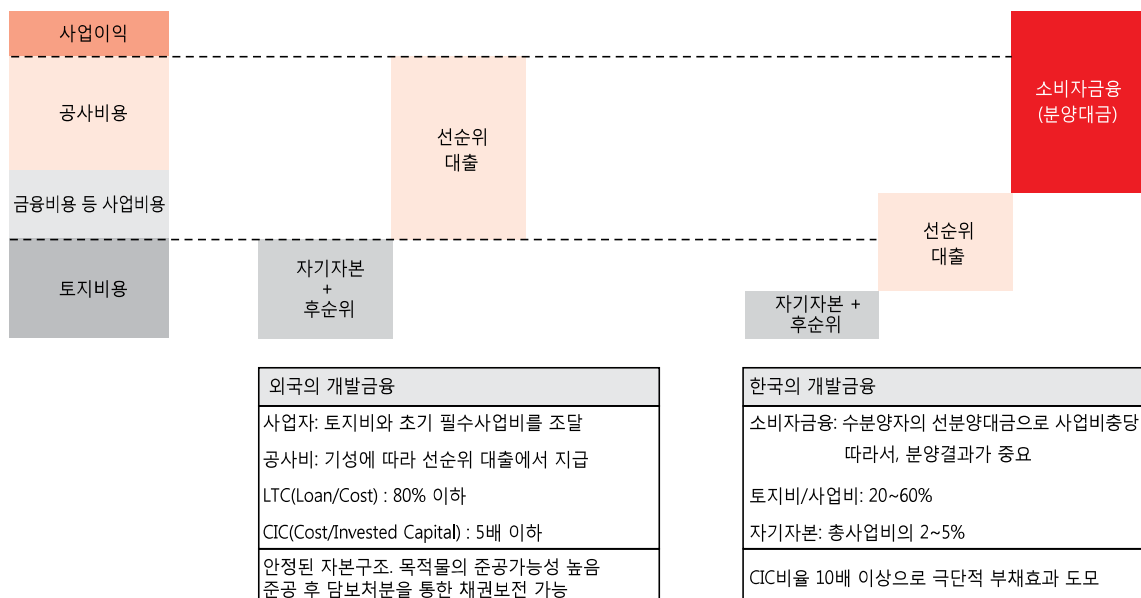
통상적인 부동산개발은 개발준비단계, 착공이전단계, 건설단계, 운영단계로 구성되어 있다. 각 단계별로 위험의 특성과 정도가 다르기 때문에 각 위험의 특성에 맞는 자금조달이 이루어져야 한다. 그러나 국내부동산시장에서는 건설사의 신용도를 바탕으로 한 기업금융 위주의 자금조달이 일반화되었고 이에 따라 사업단계별 자금조달 수단이 적절하게 발달하지 못했다.

디벨로퍼의 영세한 자본구조로 인하여 국내 부동산 PF는 개발준비단계와 착공이전단계에서도 시공사의 신용보강이나 토지반환채권 등의 신용보강을 통하여 은행차입위주의 자금조달이 이루어졌다. 따라서 사업이 지연되는 경우 디벨로퍼가 리스크에 대응하지 못하고 사업비용부담 증가와 상환부담에 시달리는 취약성을 가지게 되었다.

선진국 개발사업의 가장 큰 특징은 자기자본을 기본적으로 확보한 뒤 사업을 진행한다는 점이다. 개발사업 초기에 일정수준 자본금을 확보하면 이를 바탕으로 개발사업과 참여자간 재무적 절연을 통한 비소구금융이 이루어진다. 따라서 자본이 우량한 사업자들을 중심으로 디벨로퍼 시장이 형성되게 되었다.

결국 한국 부동산 개발사업의 가장 큰 문제점은 개발의 주체인 디벨로퍼의 취약한 자본구조와 이에 따르는 사업진행의 불안정성에 있다. 일본 롯본기힐즈나 도쿄 미드타운 등 일본 PF 성공 사례의 경우 전체 사업비 대비 자기자본비율이 38%에 달했다. 미국에서도 개발사업 진행 시 사업비 대비 자기자본비율이 최소 20%를 넘는다. 부동산 PF사업의 자기자본 비율이 5% 수준에 그치는 우리와 극명한 대조를 이룬다. 따라서 한국의 부동산 개발사업이 바람직한 구조로 발전하기 위해서는 전반적인 디벨로퍼의 재무구조 개선 그리고 개발사업의 자본조달에서 자기자본이 차지하는 비율이 증가될 필요가 있다는 판단이다.

<그림33> 한국의 개발금융은 외국과 달리 영세한 시행사가 극단적 부채효과를 통해 사업을 진행하는 방식



자료: 하나금융그룹, 하이투자증권

<표13> 영세한 시행사가 극단적 부채효과를 통해 사업을 진행하기 때문에 국내 부동산 PF는 시공사의 신용공여가 필수적

구분	이론적 PF	국내 부동산 PF
차주	사업시행사	사업시행사
담보	프로젝트 수익	프로젝트 수익 + 시행사 및 시공사의 보증
상환재원	프로젝트의 기대현금흐름	분양수익금과 시행사 자산
소구권 행사	사업주에 대한 소구권 배제(혹은 제한적)	사업주에 대한 소구권 시공사 신용보강 시 시공사에 소구권 행사
자금관리	에스크로우계정에 의한 관리	분양관리신탁 등 별도관리
차입비용	기업금융에 비해 높음	담보대출 대비 높음. 시공사 신용도에 연동
사업성 검토	수익발생에 근거한 시나리오별 검토	담보자산 검토와 시공사 신용도가 중요
위험배분	프로젝트 이해관계자간 배분	시공사가 대부분 부담

자료: 하나금융그룹, 하이투자증권

<표14> 국내 부동산 개발사업은 전체 사업비 대비 자기자본비율이 매우 낮고 PF조달과 분양 간격이 길어 사업지연 리스크에 취약

(단위: 억원, Mil. US\$)

구분	국내			해외		
	천안불당 아파트	부산센텀 오피스텔	일산가좌지구 아파트	시카고 Lancaster 주택	뉴욕 Trump World	텍사스 Cheyenne Park
총사업비	1,030	2,580	3,020	86	271	15
PF 금액	350	450	1,570	68	217	11
PF 시점	2005.04	2005.09	2006.10	2003.05	1999.08	1998.07
분양시점	2007.03	2005.10	2007.12	2002.11	1999.08	1998.07
PF-분양 간격	24개월	1개월	15개월	-7개월	0개월	0개월
자본비율	3.0%	1.4%	0.3%	20.0%	21.3%	25.0%

자료: 한국 부동산개발금융의 개선방안에 관한 연구(김현중), 하이투자증권

IV. 한국의 디벨로퍼가 된다

1) Asset-Heavy형 디벨로퍼의 대두

앞서 살펴본 바와 같이 일본의 대형 디벨로퍼는 기본적으로 일정비율 자산을 보유함으로써 안정적인 계속적 수익모델을 추구하는 Asset-Heavy형태의 디벨로퍼로 출발하였고 이후 부동산 전영역에 걸친 전문화를 통해 추가적인 수익을 추구하며 성장해 왔다.

한국의 경우 디벨로퍼의 자본력이 영세한 경우가 많아 개발 후 매각에 의존하는 Asset-Light 형태의 사업이 주를 이루어 왔다. Asset-Light형태의 개발전략은 기업의 빠른 성장에는 유리하지만 부동산경기기의 장기사이에 효율적으로 대응하기 어려운 측면이 있어 한국디벨로퍼가 지속적으로 성장해오지 못하는 원인이 되기도 하였다.

한국에서도 일본 디벨로퍼와 유사하게 보유부지를 활용하여 Asset-Heavy형 디벨로퍼로 성장하고 있는 업체들이 있는데 대표적인 업체로 서부T&D가 있다.

서부T&D는 서울, 인천 등 도심지에 부지를 확보해 화물터미널 사업을 영위해 왔다. 시간이 흐르며 화물터미널이 낙후되어 물류운송 기능을 상실함에 따라 동사는 이러한 저수익 부동산을 단계적으로 개발하기 시작했다. 인천 연수구 부지를 연면적 5만평 규모의 복합쇼핑몰로 성공적으로 개발하여 운영 중에 있으며, 현재는 서울 용산 터미널 부지를 1,730실의 대형 호텔로 개발하며 디벨로퍼로서 입지를 다지고 있다.

<표15> 서부 T&D 주요 개발 Site

	인천 연수 Site (스퀘어원)	서울 용산 Site (용산호텔)	서울 신정 Site (서부터미널)
전경			
소재지	인천시 연수구 동천동	서울시 용산구 한강로 3가	서울시 양천구 신정동
부지면적	48,905㎡ (14,794평)	19,154㎡ (5,794평)	92,395㎡ (27,949평)
부지용도	일반상업지역 (2009.05.13)	일반상업지역 (2013.10.23)	상업지구(도시계획시설): 자동차 정류장/화물터미널
현황	지하2층, 지상4층 규모 쇼핑몰 170개 테넌트 (홈플러스, Zara, 유니클로, 계절밥상 등)	1,730실 규모의 호텔로 개발중 Grand Mercure, Novotel 등 4개 브랜드로 운영	화물터미널로 이용 중 서울시에서 미개발중인 상업용지 중 최대
장부가	636억원 (2008년 재평가)	2,520억원 (2008년 재평가)	2,220억 (2008년 재평가)
CAPEX	1,400억원	4,700억원	미정

자료: 서부T&D, 네이버, 하이투자증권

Asset-Heavy형 디벨로퍼로서 기반을 다지고 있는 동사의 최대 경쟁력은 Financing에 있다. 개발사업의 핵심요소라고 할 수 있는 부지를 이미 소유하고 있기 때문이다. 통상 개발사업을 진행하기 위해서는 부지 매입비(30~40%)와 PF 대출에 대한 이자비용(10~20%)이 필요하다. 하지만 이미 부지를 소유하고 있는 동사의 경우, 부지 매입비와 이에 따르는 이자비용을 절감할 수 있다.

동사가 현재 용산부지에서 개발 중인 호텔사업의 경우 총 4,700억원을 건축비와 기타경비 성격으로 차입할 예정이다. 시세를 감안 용산부지의 가격을 5,300억원으로 가정할 경우 총사업비(1조원) 대비 차입금 비중은 47%다. 동사는 이미 부지를 보유하고 있는 상태이므로 프로젝트 규모 50%이상에 해당하는 자기자본을 현물로(토지)로 출자한 셈이며 이에 따라 ①차입금의 규모가 축소되고 ②조달금리 역시 낮은 수준으로 정해 질 수 있었다.

만약 일반 개발사업자가 자기자본 1,500억원을 투입하고 부지를 매입하여 동일한 사업을 추진한다면 ①토지매입을 위해 차입금의 절대규모가 증가되고 ②이에 따라 총사업비 대비 차입금의 비중이 증가하여 조달금리 역시 상승할 수 밖에 없다. 이 경우 조달금리가 1.0%만 상승하여도 최소 230억원 이상의 연간이자비용이 추가로 소요된다.

결국 도심요지에 우량한 토지를 보유하고 있는 동사의 경우 개발사업을 진행함에 있어 타사업자대비 이자비용을 대폭 절감할 수 있으며 이는 개별사업장의 낮은 BEP로 이어져 안정적인 운영수익모델을 구축하는 근간이 된다고 볼 수 있다.

<표16> 용산호텔 개발구도에 따른 이자비용 차이 Simulation

[용산호텔]		(단위: 억원)			
서부 T&D Case (건축비만 차입)		토지비조달 개발 Case		가정	
총차입금	4,700	→	8,500	토지비 :	5,300
				투자자기자본 :	1,500
총 PI 규모	10,000		10,000		
차입금 비중	47.0%		85.0%		
평균금리	3.90%	+1.0% →	4.90%	차입규모 증가 및 차입금 비중 상승에 따른 가산금리 반영 (+1.0%)	
이자비용연간	183	→	417		
연간이자비용차이			233		

자료: 하이투자증권

2) 리츠시장 육성에 따른 대형 디벨로퍼 성장여건 마련

일본 대형 디벨로퍼는 금융구조를 적극적으로 활용하여 Value-Chain을 확장하며 성장하였으며 여러 금융구조 중에서도 특히 2000년에 도입된 리츠(REITs)제도에 힘입은 바 크다.

디벨로퍼 입장에서는 개발자산을 리츠에 매각함으로써 판매매출을 확보할 수 있고 여기에서 유입되는 현금을 바탕으로 계속적인 재투자에 나설 수 있다. 더불어 리츠에 매각한 자산의 관리운영(AM·PM) 등을 담당함으로써 Value-Chain을 확장하며 지속적인 운영매출을 확보할 수 있는 장점이 있다.

한국은 일본과 비슷한 시기에 리츠제도가 도입되었으나 리츠 1개당 순자산규모는 약 700억원 수준이고 평균운영기간도 6년 이하에 불과하다. 따라서 리츠제도를 이용한 부동산 디벨로퍼의 성장을 기대하기 힘든 구조였다. 이는 리츠 도입 초기에 기업구조조정 촉진을 위해 공모·분산의무 특례를 준 CR(기업구조조정)리츠 위주의 운용으로 인해 기관투자자 중심의 사모형태로 리츠가 발달하였기 때문이다.

정부는 이러한 문제점을 보완하기 위해 우량한 상장리츠를 육성하기 위한 목적으로 지난 2월 ‘리츠 경쟁력 제고방안’을 발표하였다. 기관투자자가 투자하는 리츠에 대한 규제는 과감하게 풀어 진입을 활성화하고, 사모 리츠의 공모 전환 시 인센티브를 부여하여 이르면 올해 말부터 대형 신규 상장 리츠가 등장할 수 있을 전망이다.

<표17> 정부의 리츠 경쟁력 제고방안: 정부는 국민의 부동산 투자기회 확대를 위하여 상장 리츠 활성화 본격 추진

구분	경쟁력 제고방안	상세	비고
1	공모·상장 활성화	공모 인센티브 부여	기금 활용, 세제혜택 등
		앵커(스폰서) 리츠 투자여건 개선	일반투자자의 리츠에 대한 신뢰도 강화
		리츠 상장요건 완화	매출액, 영업이익 등 기준 완화
2	관련 규제 완화	진입 및 자금모집 규제 완화	사모리츠 등록제 도입
		자산관리회사(AMC) 역량 강화	AMC의 투자제한 완화
3	리츠 인식제고 및 건전성 강화	리츠정보시스템	수익률 및 물건정보 등 정보접근성 향상

자료: 국토교통부, 하이투자증권

앞서 살펴 보았듯 일본의 주요 디벨로퍼는 회사의 성장을 위해 리츠제도를 효율적으로 활용하고 있는데 이들은 해당 리츠의 대주주는 아니지만 리츠의 자금조달과 자산운용, 시설관리 등을 전반적으로 지원함으로써 리츠의 안정성을 높이고 투자자의 신뢰도를 높여주는 역할을 한다는 의미에서 스폰서라고 불리고 있다. 현재 52개의 상장리츠 모두 스폰서제도를 통해 운영되고 있으며 대형 디벨로퍼의 적극적인 참여로 디벨로퍼와 리츠가 동반성장 할 수 있었다고 볼 수 있다.

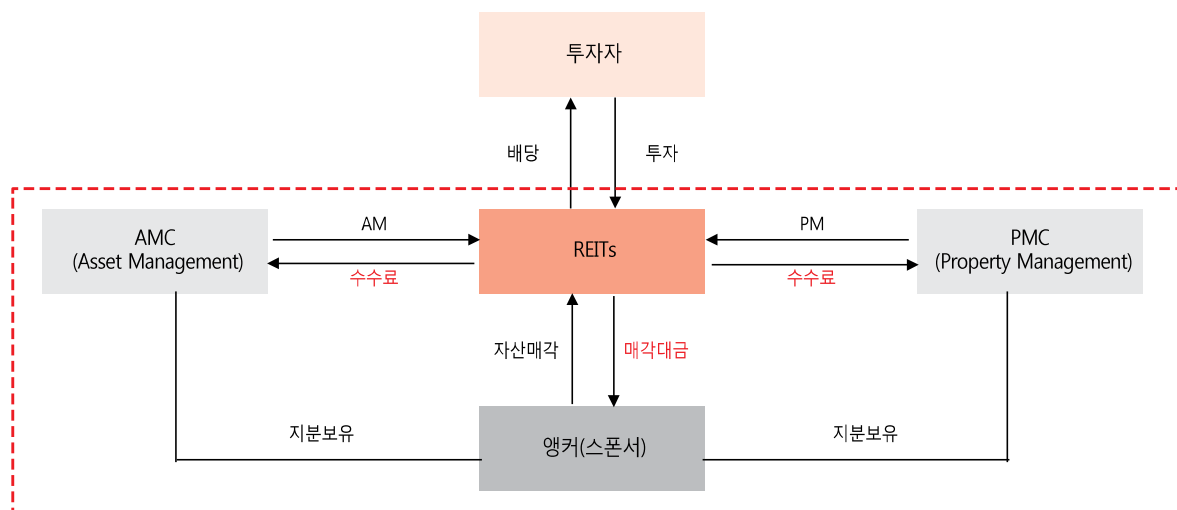
한국 역시 정부의 공모리츠 활성화 추진에 따라 개별 리츠의 운용규모가 커지고 운용기간이 길어질 수 있는 바탕이 마련되었다. 따라서 일본과 같이 스폰서 리츠를 활용한 디벨로퍼의 적극적인 사업확장을 기대해 볼 수 있을 전망이다.

한국의 대표적 디벨로퍼인 현대산업의 경우 늘어나는 운영자산을 효과적으로 관리하고, 부동산 사업을 강화하기 위한 목적에서 2014년부터 자산관리회사(AMC) 설립을 준비해 왔는데 이르면 올해 안에 AMC의 설립 혹은 인수가 이루어질 예정이다.

현대산업은 이미 PMC 성격의 아이서비스를 계열사로 보유하고 있으며 아이파크몰과 호텔아 이파크를 통해 다양한 상업시설을 운영할 수 있는 역량을 키워왔기 때문에 AMC가 설립이 완료될 경우 적극적인 리츠제도 활용이 가능해진다.

스폰서 리츠 구조를 활용하게 된다면 리츠에 대한 보유자산 매각을 통해 현대산업은 빠른 투자회수를 통해 끊임없이 재투자할 수 있는 여건을 갖추게 되고 계열사인 AMC와 PMC의 관리·운용을 통해 지속적으로 Value-Chain을 지속적으로 확장해나갈 수 있게 되므로 종합 디벨로퍼로서의 성장을 가속화 할 수 있을 것이라는 판단이다.

<그림32> 스폰서 리츠 구조도: 공모 리츠 활성화 시 스폰서 리츠 구조 활용하여 일본업체와 같은 종합부동산기업으로 성장 가능



자료: 하이투자증권

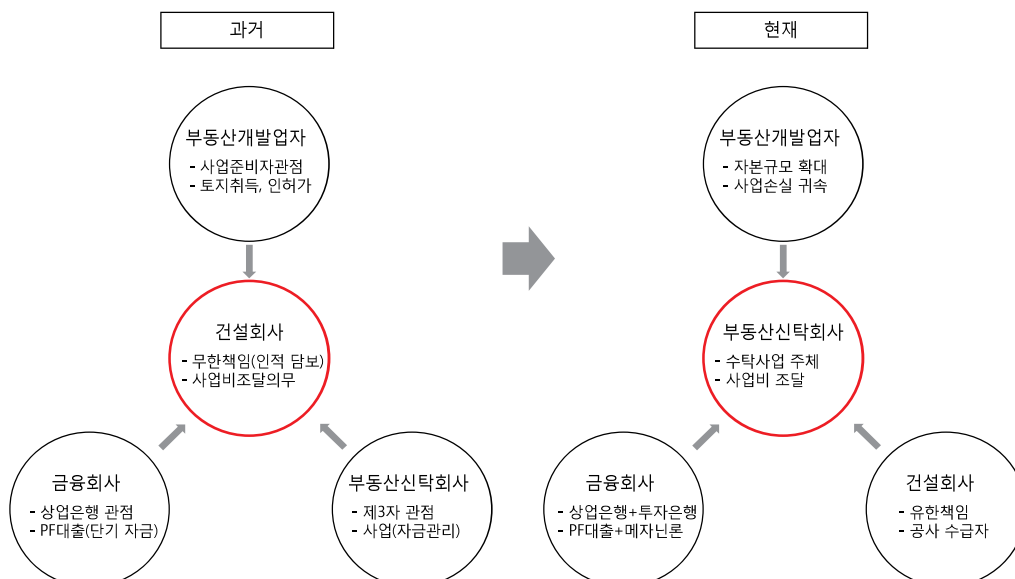
3) 자본력과 시행능력을 겸비한 부동산신탁사의 부각

한국 디벨로퍼의 가장 큰 문제점 중 하나는 중소 디벨로퍼의 영세한 자본구조라고 할 수 있는데 이에 따라 전형적인 디벨로퍼는 아니지만 자금력과 시행능력을 겸비한 부동산신탁사의 위상도 빠르게 커지고 있다. 부동산신탁이란 부동산 소유자와 신탁회사가 신뢰관계를 바탕으로, 부동산 소유자가 소유권을 신탁회사에 이전하고 신탁회사는 소유자 의견과 신탁회사의 자금·전문지식을 결합하여 신탁재산을 효과적으로 개발·관리하고 그 이익을 돌려주는 방식이다. 따라서 부동산신탁사는 개발이익이 아닌 수수료를 취한다는 점에서 디벨로퍼와는 근본적인 차이를 보인다.

부동산신탁업의 성장은 부동산 개발금융 환경의 변화에서 그 이유를 찾을 수 있다. 기본적으로 한국의 부동산개발은 영세한 시행사가 시공사의 신용공여를 바탕으로 높은 레버리지를 일으켜 사업을 진행하는 방식이 주를 이루었다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 신용공여를 통해 개발사업에서 실질적인 주체역할을 하던 건설사의 역할이 축소되기 시작하였다. 건설사의 PF 지급보증 기피, 금융권의 대출규제 등으로 주택 사업에 대한 추가적 자금 투입이 어려워지며 토지주나 시행사들이 자금력 있고 사업관리능력이 뛰어난 부동산신탁사에 사업 제안하는 경우가 늘어나기 시작했다. 건설사나 금융권 입장에서든 부동산신탁사의 존재는 시행사로부터 발생할 수 있는 위험을 효과적으로 통제할 수 있는 수단이었다. 이러한 이유로 신탁사를 사업의 주체로 하는 부동산 개발사업이 증가할 수 있었고 지방을 중심으로 부동산 시장이 회복되기 시작하면서 신탁시장이 급격하게 성장할 수 있었던 것으로 판단된다.

결국 과거 직접적 신용공여로 부동산 개발사업의 실질적 주체역할을 했던 건설사의 역할이 책임준공의 의무만을 수반한 단순 공사 수급자 차원으로 축소되면서 부동산 개발 패러다임이 변화하기 시작했고 이러한 구조적 변화의 중심에 부동산신탁사가 존재했다고 볼 수 있다.

<그림33> 부동산 개발 패러다임의 변화: 금융권 대출규제와 시공사의 신용공여 제한으로 개발사업에서 부동산신탁사의 역할 증가



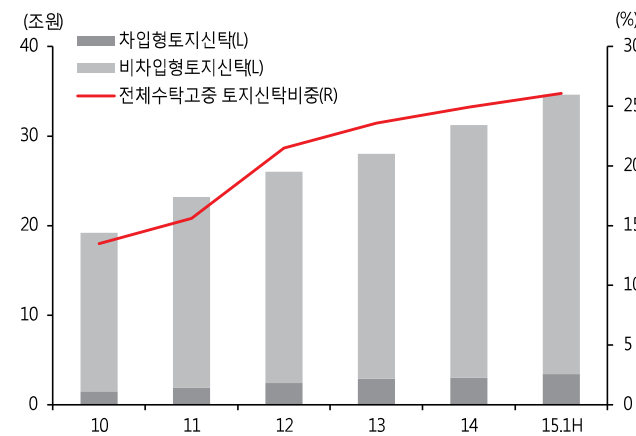
자료: 하이투자증권

부동산 개발 패러다임 변화는 부동산신탁시장의 성장으로 이어졌다. 시장의 성장세는 부동산 신탁사의 수수료액 등을 통해 확인이 가능한데 2010년 기준 2,000억 수준에 불과하던 수수료 기준 수수료액이 2014년에는 4,800억원, 2015년에는 8,000억원 이상으로 증가한 것으로 파악된다. 시장의 성장은 신탁회사의 실적개선으로 이어져 2015년말 기준 11개 부동산신탁사의 영업수익은 5,590억원, 영업이익은 3,013억원 선에 이르렀으며 2015년 큰 폭의 수주증가에 따라 향후에도 지속적인 외형과 이익의 성장이 기대된다.

부동산신탁사의 성장은 특히 수수료율이 높은 차입형 토지신탁의 성장에 힘입은 바 크다. 차입형 토지신탁은 수수료율이 높지만 자금력이 필요한 사업이기에 중소형 신탁사는 수행이 어렵고 따라서 타 신탁상품에 비해 진입장벽이 높다. 사업경험과 자본확충능력이 필수인 사업 특성상 상위업체가 주도하는 시장상황이 지속되는 상황이다.

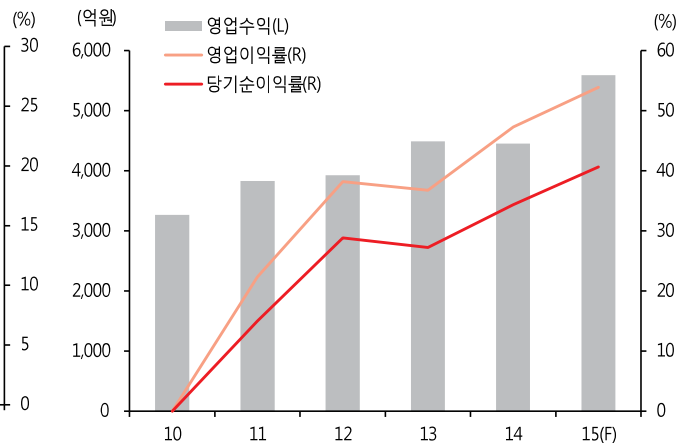
한국토지신탁은 압도적인 재무구조와 차별화된 자금조달능력으로 차입형 토지신탁 시장을 장악하였고 이를 바탕으로 업계 1위의 지위를 공고히 하고 있다. 업계 2위로 빠른 속도로 성장하고 있는 한국자산신탁이 금년 7월 전후로 유가증권시장에 상장을 준비 중에 있고 3위권을 형성 중인 대한토지신탁도 상장을 통한 자본확충을 고려 중에 있으므로 향후에도 자본이 우량한 상위권업체 위주의 성장은 지속될 전망이다.

<그림34> 부동산신탁사의 토지신탁 수탁고 규모와 비중 증가



자료: 금융감독원, 하이투자증권

<그림35> 부동산신탁업종 영업수익 및 이익률 지속증가



자료: 금융감독원, 하이투자증권

[기업분석]

서부T&D (006730)

- 단언컨대 진짜(True) 디벨로퍼(Developer)

현대산업 (012630)

- 달라질 것은 단 하나, 전부입니다

한국토지신탁 (034830)

- 한국토지신탁의 부동산개발 완성하기

장문준

건설/부동산 (2122-9181)
moonjoon.chang@hi-ib.com

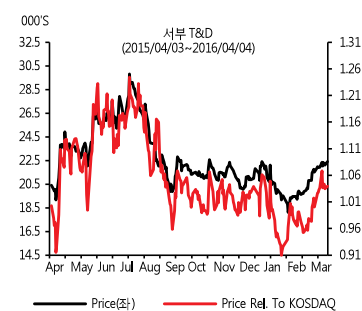
Buy (Maintain)

목표가(6M)	31,000원
종가(2016/04/05)	22,400원

Stock Indicator

자본금	17십억원
발행주식수	3,433만주
시가총액	769십억원
외국인지분율	13.7%
배당금(2015E)	0원
EPS(2016E)	98원
BPS(2016E)	12,516원
ROE(2016E)	0.8%
52주 주가	18,100~29,800원
60일평균거래량	101,865주
60일평균거래대금	2.1십억원

Price Trend



서부T&D (006730)

단언컨대 진짜(True) 디벨로퍼(Developer)

■ 독보적인 Asset-Heavy형 디벨로퍼

서울, 인천 등 도심지에서 화물운수와 터미널사업을 영위하던 동사는 낙후된 저수익 부동산을 단계적으로 개발하며 디벨로퍼로서 입지를 다져가고 있다. 기본적으로 일정비율 자산을 보유함으로써 안정적인 계속적 수익모델을 추구하는 Asset-Heavy형 디벨로퍼라는 점에서 동사는 일본 디벨로퍼와 유사한 부분이 많다. 특히 도심 요지에 자체적으로 보유한 토지를 개발해가고 있다는 점에서 남다른 경쟁력이 있다는 판단이다.

■ 균형 잡힌 보유자산 포트폴리오를 통해 종합부동산기업으로 성장 예상

총 14년의 개발기간을 거쳐 2012년말에 개장한 인천 연수구의 복합쇼핑몰은 경기 침체에도 매년 매출이 증가하며 안정화 단계에 접어들고 있다. 현재 동사가 개발하고 있는 용산호텔의 경우 2017년 개장을 앞두고 있는데, 용산이라는 입지적 강점과 차별화된 운영전략 등을 감안하면 성공적인 개발 사례가 될 가능성이 높다. 향후 신정동 부지가 물류 및 유통 복합단지로 개발될 경우 동사는 리테일, 호텔, 물류 등을 아우르는 종합부동산기업으로 성장할 수 있을 전망이다.

■ 임대수익 기반으로 일본 디벨로퍼식 사업영역 확장가능

일본 디벨로퍼는 안정적 임대수익을 기반으로 다양한 영역으로 사업을 확장해 나가며 성장하였다. 동사 역시 호텔 운영이 시작되는 2017년부터 수익 규모가 본격적으로 상승하기 시작할 전망이다. 신정동 부지 개발 시 추가적인 수익규모 확대가 가능해지는 만큼 안정적인 임대수익을 바탕으로 한 장기적 사업확장 가능성도 높다는 판단이다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

서부T&D에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원을 유지한다. 임대수익 기반의 정통 디벨로퍼로서 부동산 전영역을 아우르는 종합부동산회사로 성장할 수 있는 잠재력이 있다. 장기적인 관점에서 Buy & Hold 전략을 추천 드린다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	55	11	0	8	2,425.5	45.1	13,761	1.4	0.1	107.9
2015	55	12	-5	-154	N/A	55.6	12,416	1.8	-1.3	115.8
2016E	57	14	3	98	228.5	57.1	12,516	1.8	0.8	153.2
2017E	103	33	15	438	51.2	31.5	12,969	1.7	3.6	196.0
2018E	164	63	33	969	23.1	15.8	13,974	1.6	7.5	172.4

자료 : 서부T&D, 하이투자증권 리서치센터

독보적인 Asset-Heavy형 디벨로퍼

서부T&D는 화물운수와 터미널사업을 목적으로 1979년에 설립되었다. 서울, 인천 등 도심지에 부지를 확보해 트럭, 버스 터미널로 활용하면서 부동산 임대와 유류판매 등을 통해 수익을 올려왔다.

시간이 흐르며 화물터미널이 낙후되어 물류운송 기능을 상실하고 주민 기피시설로 인식됨에 따라 동사는 이러한 저수익 부동산을 단계적으로 개발하기 시작했다. 인천 연수구 부지를 연면적 5만평 규모의 복합쇼핑몰로 성공적으로 개발하여 운영 중에 있으며, 현재는 서울 용산 터미널 부지를 1,730실의 대형 호텔로 개발하며 디벨로퍼로서 입지를 다지고 있다. 지금까지 유일하게 화물터미널로 이용되고 있는 신정동 부지 역시 입지적 특성을 고려할 때 향후 물류 및 상업시설로 개발될 가능성이 높다.

기본적으로 일정비율 자산을 보유함으로써 안정적인 계속적 수익모델을 추구하는 Asset-Heavy형 디벨로퍼라는 점에서 동사는 일본 디벨로퍼와 유사한 부분이 많다. 일본의 재벌계 디벨로퍼들은 그룹에서 보유해온 우량 토지를 바탕으로 개발사업을 추진하여 수익성 높은 임대수익을 안정적으로 확보하고 있다. 또한 일본의 철도기업들의 경우 업종 특성상 도심에 부지를 보유하고 있는 경우가 많은데 철도를 부설하는 동시에 유동인구가 많은 역세권 개발사업 등을 통해 부동산 개발 및 운영사업에 진출하며 대표적인 디벨로퍼로 성장한 사례가 많다.

<표1> 서부 T&D 주요 개발 Site 현황

	인천 연수 Site (스퀘어원)	서울 용산 Site (용산호텔)	서울 신정 Site (서부터미널)
전경			
소재지	인천시 연수구 동천동	서울시 용산구 한강로 3가	서울시 양천구 신정동
부지면적	48,905㎡ (14,794평)	19,154㎡ (5,794평)	92,395㎡ (27,949평)
부지용도	일반상업지역 (2009.05.13)	일반상업지역 (2013.10.23)	상업지구(도시계획시설): 자동차 정류장/화물터미널
개발연혁	2009.05 일반상업지역으로 용도변경 2010.02 건축허가 2010.05 착공 2012.06 완공 2012.10 오픈	2009.06 도시계획변경 사전협상 대상자 선정 2013.10 일반상업지역으로 용도변경 2014.03 사업계획 승인 2014.05 건축허가 2014.07 착공 2017.07 오픈(예정)	1979.11 도시계획시설(화물정류장) 결정고시 1981.07 서부T&D 운영시작 2012.09 물류기본계획 상 상업/물류시설 개발가능
현황	지하2층, 지상4층 규모 쇼핑몰 170개 테넌트 (홈플러스, Zara, 유니클로, 계절밥상 등)	1,730실 규모의 호텔로 개발중 Grand Mercure, Novotel 등 4개 브랜드로 운영	화물터미널로 이용 중 서울시에서 미개발중인 상업용지 중 최대
장부가	636억원 (2008년 재평가)	2,520억원 (2008년 재평가)	2,220억 (2008년 재평가)
CAPEX	1,400억원	4,700억원	미정

자료: 서부T&D, 네이버, 하이투자증권

일본의 2위 디벨로퍼인 미쓰비시지쇼는 전형적인 Asset-Heavy형 디벨로퍼로서 특히 일본 대표 상업지역인 마루노우치에 위치한 오피스빌딩으로부터 발생하는 임대료의 기여도가 높다.

마루노우치는 도쿄도 치요다구에 있는 상업지역으로 도쿄역과 항공 사이에 위치한다. 금융, 매스컴 등 약 4,200개 회사와 23만명의 취업인구가 있는 일본 경제의 중심지이다. 미쓰비시지쇼의 전신 및 계열사들은 1890년 정부로부터 이 부지를 150만엔에 매입한 후 개발사업을 시작하며 대형 부동산업체로 성장해왔다. 미쓰비시지쇼는 현재 마루노우치 지역에 위치한 총 109개의 빌딩 중 30여개의 빌딩을 보유하고 있으며 이는 동사가 일본전역에서 보유하고 있는 전체 빌딩의 70%에 이른다.

우량토지의 개발을 통해 발생하는 임대수익은 미쓰비시지쇼의 핵심적인 수익원이라 할 수 있다. 임대수익 기반인 동사의 빌딩부문 매출액은 2015년 기준으로 전사매출액의 52%를 차지하고 있으나 영업이익은 전사영업이익의 74%(연결조정제외)에 이른다.

<그림1> 마루노우치는 일본항공과 동경역 사이에 위치한 중심지역



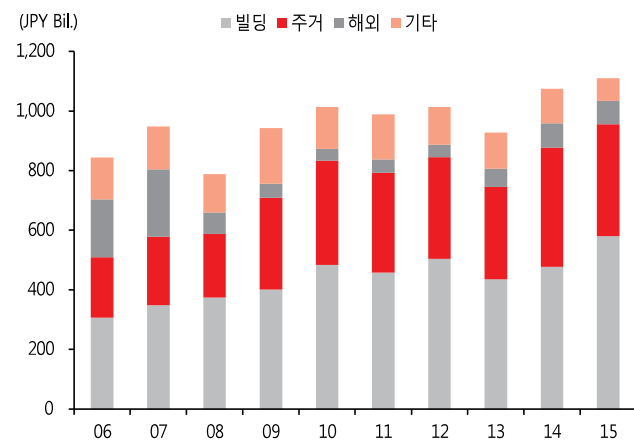
자료: 마루노우치, 하이투자증권

<그림2> 마루노우치 전경



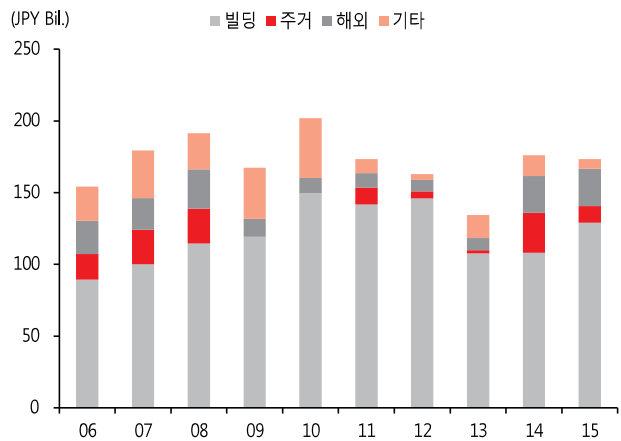
자료: 도쿄도청, 하이투자증권

<그림3> 미쓰비시지쇼 사업부별 매출추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림4> 미쓰비시지쇼 사업부별 영업이익 추이 (연결조정 제외)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

일본 디벨로퍼와 유사하게 Asset-Heavy형 디벨로퍼로서 기반을 다지고 있는 서부T&D의 최대 경쟁력은 Financing에 있다. 개발사업의 핵심요소라고 할 수 있는 부지를 이미 소유하고 있기 때문이다. 통상 개발사업을 진행하기 위해서는 부지 매입비(30~40%)와 PF 대출에 대한 이자비용(10~20%)이 필요하다. 하지만 이미 부지를 소유하고 있는 동사의 경우, 부지 매입비와 이에 따르는 이자비용을 절감할 수 있다.

동사가 현재 용산부지에서 개발 중인 호텔사업의 경우 총 4,700억원을 건축비와 기타경비 성격으로 차입할 예정이다. 시세를 감안 용산부지의 가격을 5,300억원으로 가정할 경우 총사업비(1조원) 대비 차입금 비중은 47%다. 동사는 이미 부지를 보유하고 있는 상태이므로 프로젝트 규모 50%이상에 해당하는 자기자본을 현물로(토지)로 출자한 셈이며 이에 따라 ①차입금의 규모가 축소되고 ②조달금리 역시 낮은 수준(약 3.9%)으로 정해 질 수 있었다.

만약 일반 개발사업자가 자기자본 1,500억원을 투입하고 부지를 매입하여 동일한 사업을 추진한다면 ①토지매입을 위해 차입금의 절대규모가 증가되고 ②이에 따라 총사업비 대비 차입금의 비중이 증가하여 조달금리 역시 상승할 수 밖에 없다. 이 경우 조달금리가 1.0%만 상승하여도 최소 230억원 이상의 연간이자비용이 추가로 소요된다.

결국 도심요지에 우량한 토지를 보유하고 있는 동사의 경우 개발사업을 진행함에 있어 타사업자대비 이자비용을 대폭 절감할 수 있으며 이는 개별사업장의 낮은 BEP로 이어져 안정적인 운영수익모델을 구축하는 근간이 된다는 판단이다.

<표2> 용산호텔 개발구도에 따른 이자비용 차이 Simulation

[용산호텔]		(단위: 억원)		
서부 T&D Case (건축비만 차입)		토지비조달 개발 Case		가정
총차입금	4,700	→	8,500	토지비 : 5,300 투자자기자본 : 1,500
총 PI 규모	10,000		10,000	
차입금 비중	47.0%		85.0%	
평균금리	3.90%	+1.0% →	4.90%	차입규모 증가 및 차입금 비중 상승에 따른 가산금리 반영 (+1.0%)
이자비용연간	183	→	417	
연간이자비용차이			233	

자료: 하이투자증권

검증된 개발·운영 역량

인천 연수구에 위치한 스퀘어원은 동사가 수행한 첫번째 개발사업이다. 1997년 트럭터미널로 활용하기 위해 부지를 사들였으나 사업 추진이 불투명해지며 복합쇼핑몰 개발로 방향을 틀었다. 용도변경 등 인허가에 11년 6개월, 건축에 2년 3개월 등 총 14년의 기간을 거쳐 지난 2012년 10월 쇼핑몰이 개장되었다.

동사는 쇼핑몰 개발을 위해 롯본기힐스, 라라포트 등 일본의 대표적인 쇼핑몰 개발에 참여한 탄세이샤로부터 설계와 매장구성에 관한 전반적인 컨설팅을 받으며 사업을 준비했다. 또한 호텔, 백화점, 오피스 등 복수의 용도로 구성된 여타 복합쇼핑몰과 달리 단일건물로 설계하여 차별화를 시도하였다. 무엇보다 100% 임대방식으로 운영되는 점을 감안하여 동사가 주도적으로 쇼핑몰의 콘텐츠를 구성하고 차별화된 컨셉을 유지할 수 있도록 직접 MD인력을 갖추고 쇼핑몰을 관리해오고 있다.

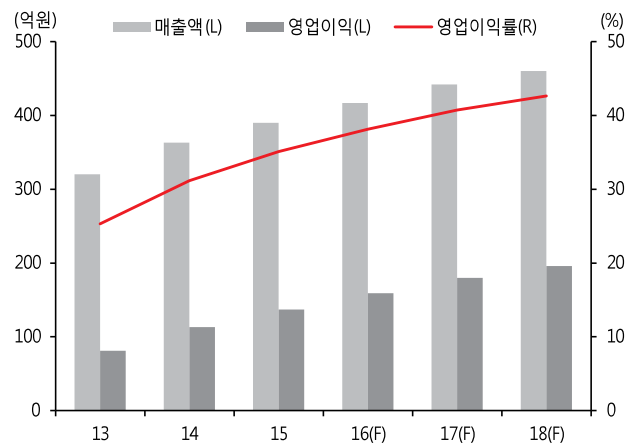
이러한 노력으로 2012년 10월 개점 당시 150개였던 입점업체는 현재 170개 수준으로 증가하였다. 또한 전반적인 내수침체에도 불구하고 매년 매출과 영업이익이 지속적으로 증가하며 경영이 안정화 단계에 접어들며 동사의 운영능력이 입증되고 있다.

<그림5> 스퀘어원 전경



자료: 서부T&D, 하이투자증권

<그림6> 스퀘어원 실적 추이 및 전망



자료: 서부T&D, 하이투자증권

스퀘어월에 이어 동사는 용산역 인근에서 1,730실 규모의 대형 호텔을 개발 중이다. 본래 관광터미널과 부속주차장으로 사용되던 부지를 2013년 일반상업지역으로 용도를 변경하면서 본격적인 개발이 진행이 시작되었다. 2014년 착공에 들어간 호텔은 2017년 6월부터 본격적인 운영이 시작될 예정이다.

동사의 호텔사업은 일본 도쿄의 시나가와 프린스호텔을 벤치마킹하고 있다. 시나가와 프린스 호텔은 일별 유동인구 백만 이상인 시나가와역에서 도보로 5분 거리에 위치한다. 이러한 입지적 강점을 바탕으로 합리적인 가격과 다양한 부대시설의 제공을 통해 세계 각국의 투숙객을 유치하고 있다. 이에 따라 3,750실의 대형 호텔임에도 2014년말 기준 85%의 높은 객실점유율을 보이며 성공적으로 운영되고 있다.

용산호텔의 운영은 프랑스 최대 호텔 체인인 아코르그룹이 맡을 예정이다. 2017년 완공되는 3개동의 건물에 노보텔, 스위트 노보텔, 이비스 스타일, 그랜드 머큐어 등 아코르그룹의 대표적인 4개 브랜드 호텔이 동시에 개관하게 된다. 이는 동사가 직접 운영하고 있는 쇼핑몰과는 달리 호텔운영에 있어서는 브랜드파워와 세일즈 네트워크가 갖춰진 글로벌업체가 유리할 것이라고 판단했기 때문이다. 아코르호텔은 아시아지역에서 객실점유율 2위의 호텔운영업체이다. 따라서 검증된 호텔운영능력과 탄탄한 글로벌 세일즈 네트워크를 바탕으로 동사의 용산호텔 역시 효율적으로 운영될 수 있을 것으로 전망된다.

<그림7> 아코르그룹의 4개 브랜드로 용산호텔 운영될 예정



자료: 서부T&D, 하이투자증권

<그림8> 서부T&D가 벤치마킹한 일본 시나가와 프린스호텔



자료: Prince Hotel & Resorts, 하이투자증권

물류시설법 개정에 따른 신정동 개발 가능성 상승

작년 12월 9일 ‘물류시설의 개발 및 운영에 관한 법률(이하 물류시설법)’ 개정안이 국회 본회의를 통과하였다. 최근 B2C물류시장이 급성장 추세이나 이를 처리할 수 있는 도시물류인프라가 부족해 문제가 발생하고 있다. 이에 정부는 금번 법 개정을 통해 물류·유통 등이 융복합된 도시첨단물류단지를 조성하여 생활물류 인프라를 개선해 나갈 계획이다.

입지는 도시에 위치한 노후 일반물류터미널, 유통업무시설 등의 도시규제를 대폭 완화하여 활용 계획이라고 밝혔으며 대상부지는 150여개이나 입지여건 등을 감안하여 이르면 오는 6월 5곳을 우선 시범단지로 지정하여 사업을 추진할 것으로 전망된다.

동사가 트럭터미널로 활용하고 있는 신정동 부지는 서울 내 물류시설로 분류된 3개 부지 중 한 곳으로 정부가 추진하는 도시첨단 물류단지 중 하나다. 서울시에서 미개발 중인 상업용지 중 그 규모가 가장 큰 편에 속하며 서울 5대 생활권에서 2번째로 물동량이 많은 서남권에 위치하고 있으므로 개발의 편의성과 필요성이 높다. 이러한 입지적 특성과 정부의 정책방향을 고려 시, 향후 동 부지가 물류 및 상업 복합시설로 개발될 가능성이 높아졌다는 판단이다.

<표3> 물류시설법 개정으로 도시 내 복합물류단지 개발의 법적인 근거와 다양한 지원책이 마련됨

	개정안 주요내용	조항	비고
1	도시첨단물류단지 도입: 국토교통부 장관 또는 시·도지사가 도시첨단물류단지를 지정·개발 - 대상: 일반물류터미널 (34곳), 유통업무설비 (126곳) 등	2조 6호의 2 22조의 2	신설
2	하나의 용지에 물류단지시설과 지원시설 등의 복합입주가 가능한 복합용지제도 도입	2조 7호의 3	신설
3	단지 내 또는 인근 지역에 주거·문화·복지·교육시설 등 지원단지 조성 가능 필요한 경우 주택공급의 기준을 대통령령으로 따로 정할 수 있도록 함	22조의 4	신설
4	도시첨단물류단지의 경우 물류단지 실수요 검증을 실수요검증위원회 자문으로 같음	22조의 7	신설

자료: 국토교통부, 하이투자증권

<그림9> 도시첨단물류단지 지정 시 업종복합화·건축입체화 가능



<표4> 도시첨단물류단지 조성계획 진행상황

시기	내용
2015.05	국토교통부 '물류인프라 규제개혁방안' 발표
2015.06	물류시설법 개정안 발의
2015.12	물류시설법 개정안 통과
2016.04	시행령·시행규칙 개정 중
2016.06(E)	도시첨단물류 시범단지 5곳 확정·고시

자료: 국토교통부, 하이투자증권

자료: 국토교통부, 언론, 하이투자증권

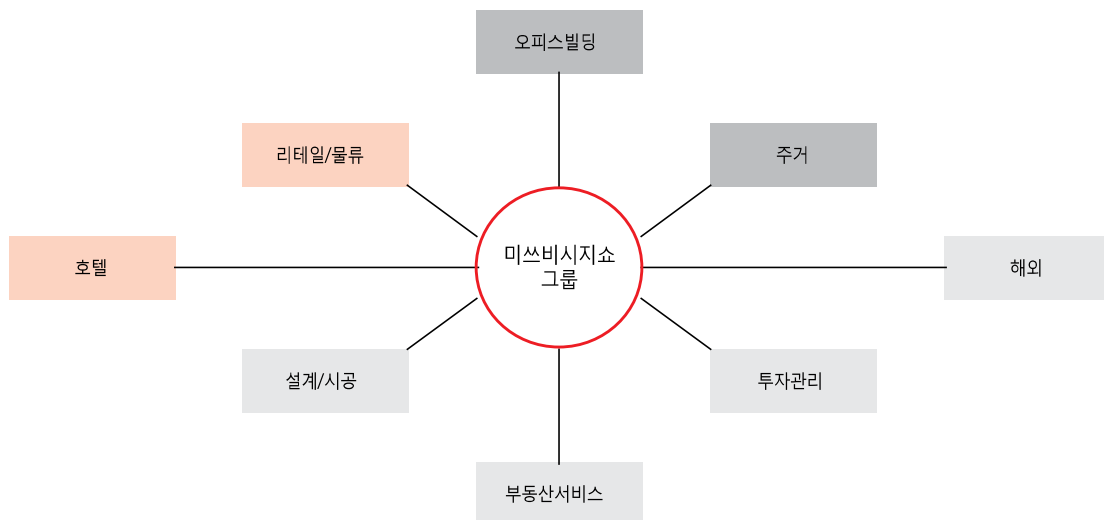
균형잡힌 보유자산 포트폴리오

일본의 디벨로퍼는 대체적으로 종합부동산기업을 지향하기 때문에 특정한 자산군에 제한되지 않는 균형 잡힌 포트폴리오를 구성하는 것이 중요한 경쟁력으로 간주된다.

일본 1위 디벨로퍼인 미쓰이부동산의 경우 중장기 경영계획(Innovation 2017 StageII)상에 오피스, 리테일, 임대주택 중심의 포트폴리오에서 물류설비와 호텔/리조트 부분으로 영역을 확장하는 것이 중요 성장전략으로 포함되어 있다. 미쓰비시지쇼 역시 사업분야를 오피스와 주거에 한정시키지 않기 위해서 리테일, 물류, 호텔 등으로 지속적인 사업확장을 추진하고 있다.

서부T&D는 국내에서 단일건물 복합쇼핑몰로는 최대규모인 스퀘어원을 개발하여 운영하고 있다. 또한 2017년 하반기부터는 객실규모 1,730실의 호텔도 운영을 시작할 예정이다. 향후 신정동 부지가 물류 및 상업 복합시설로 개발될 경우 리테일, 호텔, 물류 등을 아우르는 다양한 보유자산 포트폴리오를 구축할 수 있게 된다. 이렇게 균형 잡힌 포트폴리오는 동사가 종합부동산기업으로 성장하는 중요한 바탕이 될 것으로 판단된다.

<그림10> 미쓰비시지쇼 사업구조: 오피스빌딩과 주거를 중심으로 리테일, 물류, 호텔 등으로 사업대상 자산군 확장



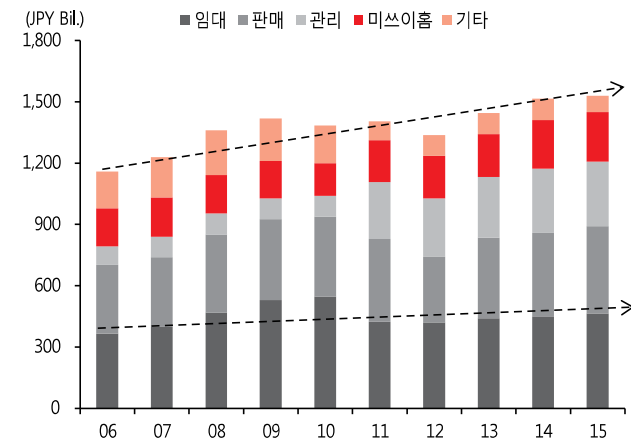
자료: 미쓰비시지쇼, 하이투자증권

안정적인 운영수익 통한 사업영역 확장가능

앞서 살펴본 바와 같이 일본의 대형 디벨로퍼는 기본적으로 일정비율 자산을 보유함으로써 안정적인 계속적 수익모델을 추구하는 Asset-Heavy 형태의 디벨로퍼로 출발하였다. 특히 우량한 보유토지를 개발하는 경우가 많아 여기에서 발생하는 임대료의 수익성은 통상 매우 높은 수준이다.

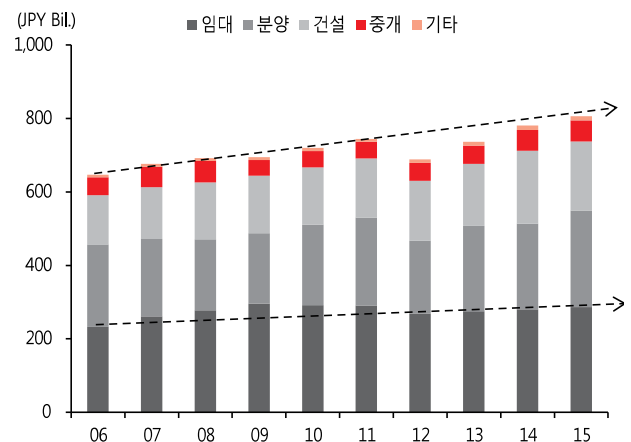
안정적이고 수익성 높은 임대수익은 일본의 디벨로퍼들이 사업영역을 확장해나가는 데 중요한 밑거름이 되었다. 실제 미쓰이부동산이나 스미토모부동산 등 다수의 디벨로퍼들이 임대수익을 기반으로 경기변동을 견뎌내며 Value-Chain을 확장하여 성장해 왔음을 확인할 수 있다.

<그림11> 미쓰이부동산 매출추이



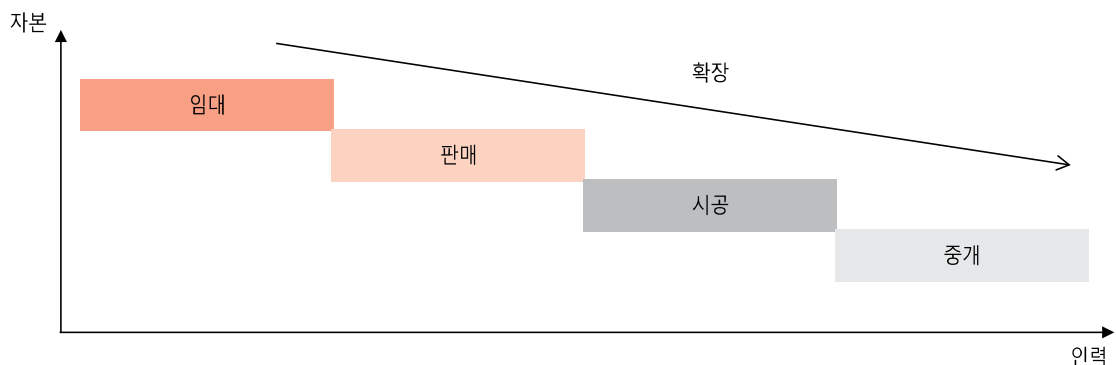
자료: 미쓰이부동산, 하이투자증권

<그림12> 스미토모부동산 매출추이



자료: 스미토모부동산, 하이투자증권

<그림13> 우량한 자산에서 발생하는 강력한 임대수익은 일본 대형 디벨로퍼 사업확장의 밑바탕



매출비중 (2015)	35.5%	32.4%	23.2%	7.2%
영업이익비중 (2015)	58.2%	24.4%	7.2%	9.2%

자료: 스미토모부동산, 하이투자증권

서부 T&D는 용산호텔의 운영시작을 계기로 안정적인 수익 확보가 가능해질 전망이다. 특히 용산호텔의 full operation이 시작되는 2018년부터는 800억원 이상의 EBITDA가 창출 될 것으로 예상된다. 시가 1조를 넘는 것으로 평가되는 신정동부지까지 개발되어 운영되기 시작한다면 동사의 수익규모는 추가적으로 큰 폭의 성장을 보일 것이다.

따라서 향후 신정동부지까지 개발이 완료되더라도 안정적인 현금의 유입을 바탕으로 동사 역시 일본 디벨로퍼와 같이 다양한 영역으로 사업을 확장하며 성장을 이어갈 수 있을 것으로 판단된다.

<표5> 서부T&D 실적 전망

	2016(F)	2017(F)	2018(F)	2019(F)	2020(F)
매출액	573	1,030	1,639	1,732	1,754
(성장률)	4.1	80.0	59.1	5.7	1.2
용산호텔	-	437	1,033	1,117	1,138
스퀘어원	417	442	460	474	479
서부터미널 등	155	151	146	142	137
영업이익	139	334	627	705	720
(성장률)	14.7	140.7	87.9	12.4	2.2
용산호텔	-	173	450	519	531
스퀘어원	159	180	196	204	207
서부터미널 등	-20	-20	-19	-18	-18
영업이익률	24.2	32.4	38.3	40.7	41.1
용산호텔	-	39.6	43.6	46.5	46.7
스퀘어원	38.1	40.8	42.6	43.1	43.3
서부터미널 등	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0
EBITDA	203	457	809	887	902
(성장률)	9.6	125.0	77.0	9.6	1.7
용산호텔	-	232	568	636	648
스퀘어원	210	232	247	256	259
서부터미널 등	-7	-7	-6	-5	-5

자료: 서부T&D, 하이투자증권

Valuation

동사 사업부문은 현재 운영 중인 복합쇼핑몰, 건축 단계인 호텔 그리고 향후 개발 가능성이 높은 토지로 구성되어 있기 때문에 우리는 동사가 보유하고 있는 각 Site에 부동산 가치평가 방법을 적용하여 Valuation을 진행하고 이를 합산하여 목표가를 산출하였다.

우리가 사용하고자 하는 방법은 시장에서 주로 활용되는 수익환원방식이다. 이는 NOI(Net Operating Income, 순영업소득)를 Cap Rate(Capitalization Rate, 자본환원률)로 할인하는 방법으로 고든의 배당성장모형을 기본으로 한다. 배당성장모형의 경우 계속기업을 가정한 가치평가 방법으로 건물수명이 유한한 부동산의 경우 이러한 가정에 위배되는 특성을 지니지만, 해당 부동산의 NOI 산출 시 장기보수충당금등을 통해 일정부분 건물의 내용연수 이후에 대한 고려가 가능하다.

일본의 대형 디벨로퍼 역시 수익환원방식을 통해 순자산가치(NAV)를 산출하는 방법으로 Valuation을 진행하는 경우가 일반적이다. 이는 ① 업체 대부분 임대수익 비중이 높아 주식시장에서 회사를 하나의 부동산집합체로 평가하는 경향이 존재하고 ② 업종 성격상 감가상각이 높아 P/E는 기업평가에 적절치 않기 때문으로 판단된다.

<그림14> 수익환원법은 순영업소득을 자본환원률로 나누어 가치 산출

$$\text{Value} = \frac{\text{NOI}}{\text{Cap Rate}}$$

<그림15> NOI(순영업소득) 산출방법

매출액
(-)
현금원가
(-)
현금판관비
(-)
자산관련제비용
(-)
장기보수충당금
NOI(순영업소득)

자료: 하이투자증권

자료: 하이투자증권

수익환원방식에서 사용되는 Cap Rate는 대상 부동산이 산출하는 표준적인 순수익과 그 부동산 가격의 상관관계를 나타내는 비율이다. 이는 시간 경과에 따른 부동산가치의 변화를 명시적으로 고려하지 않았으므로 내부수익률(IRR)은 아니지만 가치 추정에 유용한 도구가 되고 있다. 그 이유는 시장이 비교대상자산에 지불하고 있는 가치에 대한 정보로부터 얻어진 것이기 때문이다. 즉 평가대상 부동산과 유사한 부동산이 일정 수준의 NOI를 창출하고, 특정 Cap Rate로 계산되는 가격에 팔린다면 당해 부동산도 비슷한 Cap Rate에 팔린다고 유추할 수 있다.

따라서 투자대상 부동산과 시장환경, 개별적 및 지역적 요인이 비슷하고 경쟁관계에 있는 최근의 거래사례부동산에 대한 순이익, 거래가격, 감가수정 비용과 내용연수 등의 분석을 통하여 Cap Rate를 구할 수 있다. CBRE, Jones Lang Lassalle 등 부동산 전문업체들은 정기적으로 지역별/부동산 자산별 Cap Rate를 조사해 발표해 오고 있다.

<표6> 호텔 Cap Rate

(단위: %)

지역	Cap Rate	출처	비고
뉴욕	6.8	CBRE CAP Rate Survey (2014)	Upper-Mid Scale
도쿄	5.5	Daiwa Real Estate Market Report (2014)	
아시아/태평양	7.2	JLL Hotel Investment Survey (2014)	
홍콩	5.4	JLL Hotel Investment Survey (2014)	
서울	6.2	JLL Hotel Investment Survey (2014)	

자료: CBRE, Daiwa, Jones Lang Lassalle, 하이투자증권

<표7> 쇼핑물 Cap Rate

(단위: %)

지역	Cap Rate	출처	비고
보스톤	6.5	CBRE CAP Rate Survey(2014)	Class A
San Francisco	6.0	CBRE CAP Rate Survey(2014)	Class A
일본	5.2	Ares(2015)	
도쿄(오모텐산도)	4.2	Nomura Real Estate Market Report(2015)	
도쿄(외곽)	6.2	Nomura Real Estate Market Report(2015)	

자료: CBRE, Ares, Nomura, 하이투자증권

서부 T&D에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원을 유지한다. 동사가 보유하고 있는 3개의 Site중 현재 복합쇼핑몰을 운영중인 인천 연수 Site와 2017년 호텔 개장을 앞두고 있는 용산 Site는 앞서 살펴본 수익환원방식을 적용하여 Valuation을 진행하였다. 신정동 Site의 경우 용도제한으로 주변시세 대비 지나치게 할인되어 평가 받고 있으나 아직 구체적인 개발계획이 존재하지는 않으므로 장부가의 50%만 할증하여 반영하였다.

임대수익 기반의 정통 디벨로퍼로서 부동산 전영역을 아우르는 종합부동산회사로 성장 할 수 있는 잠재력이 있는 만큼 동사에 대한 새로운 평가가 필요하다. 신정동 부지에 대한 개발이 본격화 되지 않은 지금이 오히려 매수의 적기라는 판단이다.

<표8> 서부 T&D SOTP Valuation

항목	기업가치(억원)	주당가치(원)	비고
인천 스퀘어원: (1)	2,041	6,187	
NOI(순영업소득)	227		2017년 추정치
Cap Rate	7.0%		Nomura 도쿄 외곽 쇼핑물 Cap Rate 6.2%에 국가차이 고려
차입금	1,100		
현가할인율	5.0%		연단위
용산호텔: (2)	4,806	14,570	
NOI(순영업소득)	614		2019년 추정치, ADR 155,000원, Occ Rate 77%
Cap Rate	6.2%		Jones Lang Lassalle 서울 호텔 Cap Rate (2014)
차입금	4,300		
현가할인율	5.0%		연단위
신정동 터미널: (3)	3,300	10,005	
장부가	2,220		2008년 자산재평가
할증	50.0%		부지의 물리적 가치 고려하여 프리미엄 일부 반영
총기업가치: (1) + (2) + (3)	10,147	30,762	
주식수	32,986,091		자기주식수 1,346,204 차감

자료: 하이투자증권

<표9> 신정동 서부터미널 부지의 경우 용도제한(주차장)으로 인해 반경 1.5km 이내 지역 토지에 비해 크게 할인되어 평가받고 있음

	서부트럭터미널 (신정동1315)	신정동 1192-4	신정동1190-2
지목	주차장	대지	대지
이용상황	주차장 등	상업용	상업용
용도지역	일반상업	준주거	근린상업
표준공시지가(원/평)	8,448,000	23,859,000	34,980,000
서부트럭터미널 대비 가격	-	282%	414%

자료: 한국감정원, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	45	48	117	127	매출액	55	57	103	164
현금 및 현금성자산	6	4	60	60	증가율(%)	0.8	4.1	80.0	59.0
단기금융자산	33	34	36	37	매출원가	13	13	28	47
매출채권	4	4	11	18	매출총이익	42	44	75	117
재고자산	0	1	3	5	연구개발비	-	-	-	-
비유동자산	839	997	1,150	1,128	판매비와관리비	30	31	41	54
유형자산	104	348	500	482	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	884	1,045	1,266	1,256	영업이익	12	14	33	63
유동부채	265	328	284	260	증가율(%)	15.2	13.7	142.3	87.7
매입채무	1	1	2	3	영업이익률(%)	22.0	24.1	32.4	38.3
단기차입금	104	106	106	101	이자수익	1	1	2	2
유동성장기부채	150	150	100	100	이자비용	13	11	17	23
비유동부채	209	304	554	534	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-7	0	0	0
장기차입금	76	171	421	401	세전계속사업이익	-6	4	19	42
부채총계	474	632	838	795	법인세비용	-1	1	4	8
지배주주지분	410	413	428	461	세전계속이익률(%)	-11.2	7.3	18.2	25.4
자본금	17	17	17	17	당기순이익	-5	3	15	33
자본잉여금	100	100	100	100	순이익률(%)	-9.6	5.9	14.6	20.3
이익잉여금	314	318	333	366	지배주주귀속 순이익	-5	3	15	33
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-5	3	15	33
자본총계	410	413	428	461	지배주주귀속총포괄이익	-5	3	15	33

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	8	64	20	25	주당지표(원)				
당기순이익	-5	3	15	33	EPS	-154	98	438	969
유형자산감가상각비	6	6	8	18	BPS	12,416	12,516	12,969	13,974
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	37	287	668	1,495
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-82	-311	-212	-48	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	n/a	228.5	51.2	23.1
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	1.8	1.8	1.7	1.6
금융상품의 증감	-25	0	58	1	PCR	585.7	78.0	33.5	15.0
재무활동 현금흐름	73	84	187	-38	EV/EBITDA	55.6	57.1	31.5	15.8
단기금융부채의증감	180	2	-50	-5	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	95	250	-20	-30	ROE	-1.3	0.8	3.6	7.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	34.0	35.4	40.1	49.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	115.8	153.2	196.0	172.4
현금및현금성자산의증감	0	-2	56	1	순부채비율	71.2	94.2	124.1	109.5
기초현금및현금성자산	6	6	4	60	매출채권회전율(x)	13.9	14.9	13.5	11.2
기말현금및현금성자산	6	4	60	60	재고자산회전율(x)	249.9	148.5	56.2	40.9

자료 : 서부T&D, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2015-11-10(담당자변경)	Buy	31,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배유자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및

제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.

▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 장문준)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한

경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자추천은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)

Buy(매수) : 추천일 증가대비 +15%이상 +Hold(보유) : 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도) : 추천일 증가대비 -15%이상

2.산업추천 투자등급 (시기종목기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시

구분	투자의견	비율(%)
매수		89.3 %
중립(보유)		10.2 %
매도		0.5 %
2016-03-31 기준		

장문준

건설/부동산 (2122-9181)
moonjoon.chang@hi-ib.com

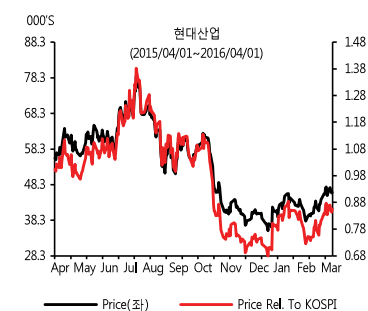
Buy (Maintain)

목표가(6M)	60,000원
종가(2016/04/05)	45,700원

Stock Indicator

자본금	377십억원
발행주식수	7,538만주
시가총액	3,445십억원
외국인지분율	48.3%
배당금(2015)	500원
EPS(2016E)	3,640원
BPS(2016E)	35,067원
ROE(2016E)	11.1%
52주 주가	35,350~78,600원
60일평균거래량	473,230주
60일평균거래대금	20.0십억원

Price Trend



현대산업 (012630)

달라질 것은 단 하나, 전부입니다

■ 지속적인 재무구조 개선으로 신규 개발·운영 사업 가속화

작년 말 기준 현대산업의 순차입금 규모는 별도기준 1,490억원, 연결기준 5,580억원으로 감소하였다. 현재 추세대로라면 금년 상반기 안에 별도기준 순현금 전환이 가능할 전망이다. 현금유입과 재무구조 개선으로 다양한 개발·운영형 사업을 추진할 수 있는 기초체력이 꾸준히 높아지고 있다. 작년 12월 부산항 신항 착공과 신라아파트파크면세점 부분개장을 시작으로 금년에는 통영 LNG 복합화력사업, 물류센터, 호텔등의 사업진행이 이어질 전망이다.

■ 종합부동산기업의 마지막 퍼즐조각, 리츠

일본의 대형 디벨로퍼는 금융구조 특히 리츠를 적극적으로 활용하여 Value-Chain을 확장하며 본격적으로 성장하였다. 한국 역시 정부의 공모리츠 활성화 추진에 따라 개별 리츠의 운용규모가 커지고 운용기간이 길어질 수 있는 바탕이 마련되었다. 동사는 부동산 사업을 강화하기 위해 이르면 올해 안에 자산관리회사(AMC)를 설립 혹은 인수 할 예정이다. 이미 PMC 성격의 아이서비스를 계열사로 보유하고 있으며 아이파크몰과 호텔아파트를 통해 다양한 상업시설을 운영할 수 있는 역량을 키워왔다. 따라서 적극적인 리츠제도 활용을 통해 Value-Chain을 확장하며 명실상부 종합부동산기업으로서 성장할 수 있을 것으로 전망된다.

■ 투자의견 Buy와 목표주가 60,000원 유지

현대산업에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 60,000원을 유지한다. ① 재무구조 개선으로 다양한 개발·운영 사업이 본격적으로 진행되기 시작하였으며, ② 공모리츠 활성화에 맞춰 종합부동산기업으로서 성장할 수 있을 것으로 전망된다. 확실한 방향성을 가지고 한발 앞서 다음 Cycle을 준비하고 있는 만큼 업종 차선회로 지속 추천한다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	4,477	225	69	913	42.4	16.5	29,634	1.3	3.2	161.2
2015	4,603	390	217	2,876	13.5	8.1	32,039	1.2	9.6	123.0
2016E	5,269	459	274	3,640	12.7	7.5	35,067	1.3	11.1	99.0
2017E	5,792	527	338	4,481	10.3	6.7	38,956	1.2	12.4	83.8
2018E	5,907	542	357	4,741	9.7	6.4	43,111	1.1	11.8	74.9

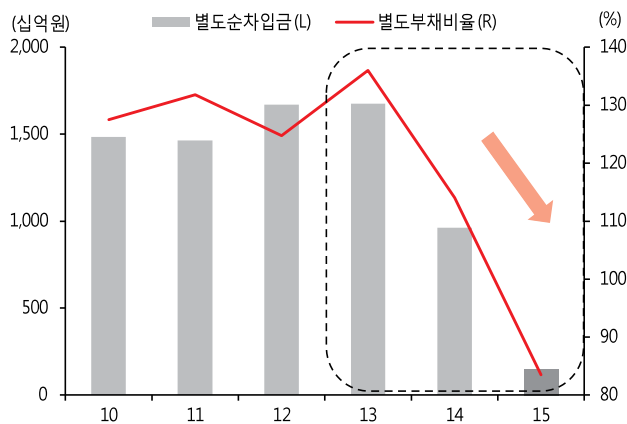
자료 : 현대산업, 하이투자증권 리서치센터

지속적인 재무구조 개선으로 신규 개발 · 운영 사업 가속화

작년 말 기준 현대산업의 순차입금 규모는 별도기준 1,490억원, 연결기준 5,580억원으로 2014년말 대비 각각, 8,140억원과 9,280억원이 감소하였다. 전년도 순조로운 신규분양과 미분양 판매가 실질적인 현금흐름으로 이어지는 상황인데 현재 추세대로라면 금년 상반기 안에 별도기준 순현금 전환이 가능할 전망이다

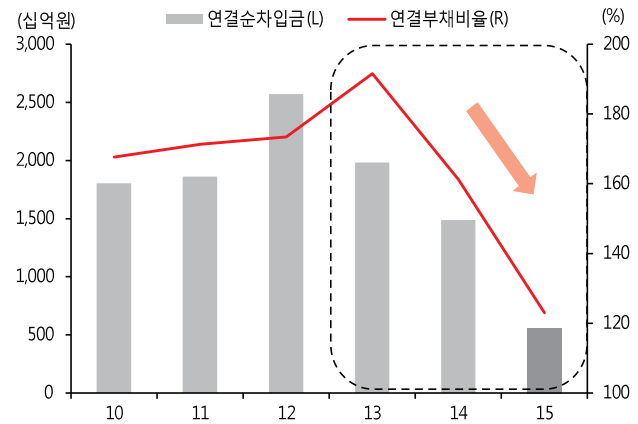
현금유입과 재무구조 개선으로 다양한 다양한 개발 · 운영형 사업을 추진할 수 있는 기초체력이 꾸준히 높아지고 있다. 작년 12월 부산항 신항 착공과 신라아이파크면세점 부분개장을 시작으로 금년에는 통영 LNG 복합화력사업, 물류센터, 호텔사업 등이 본격적으로 진행될 예정이다. 아울러 AMC(자산관리회사) 또는 부동산 관련 기업의 M&A도 추진하고 있는 만큼 경쟁사보다 한발 앞서 주택 Cycle 이후까지 준비하고 있다.

<그림1> 별도기준 순차입금은 작년 말 기준 1,500억원 이하로 감소



자료: 현대산업, 하이투자증권

<그림2> 연결기준 순차입금 감소세도 지속



자료: 현대산업, 하이투자증권

종합부동산기업의 마지막 퍼즐조각, 리츠

일본 대형 디벨로퍼는 금융구조를 적극적으로 활용하여 Value-Chain을 확장하며 성장하였으며 여러 금융구조 중에서도 특히 2000년에 도입된 리츠제도에 힘입은 바 크다.

디벨로퍼 입장에서는 개발자산을 리츠에 매각함으로써 판매매출을 확보할 수 있고 여기에서 유입되는 현금을 바탕으로 계속적인 재투자에 나설 수 있다. 더불어 리츠에 매각한 자산의 관리운영(AM·PM) 등을 담당함으로써 Value-Chain을 확장하며 지속적인 운영매출을 확보할 수 있는 장점이 있다.

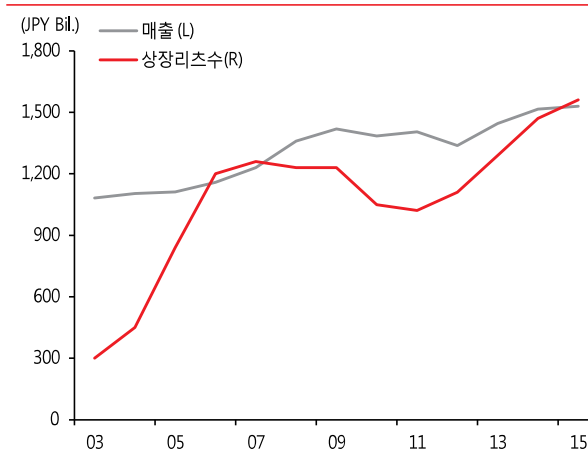
한국 역시 정부의 공모리츠 활성화 추진에 따라 개별 리츠의 운용규모가 커지고 운용기간이 길어질 수 있는 바탕이 마련되었다. 따라서 일본과 같이 스폰서 리츠를 활용한 디벨로퍼의 적극적인 사업확장을 기대해 볼 수 있을 전망이다.

한국의 대표적 디벨로퍼인 현대산업의 경우 늘어나는 운영자산을 효과적으로 관리하고, 부동산 사업을 강화하기 위한 목적에서 2014년부터 자산관리회사(AMC) 설립을 준비해 왔는데 이르면 올해 안에 AMC의 설립 혹은 인수가 이루어질 예정이다.

현대산업은 이미 PMC 성격의 아이서비스를 계열사로 보유하고 있으며 아이파크몰과 호텔아이파크를 통해 다양한 상업시설을 운영할 수 있는 역량을 키워왔다. 따라서 AMC 설립이 완료될 경우 적극적인 리츠제도 활용이 가능해진다.

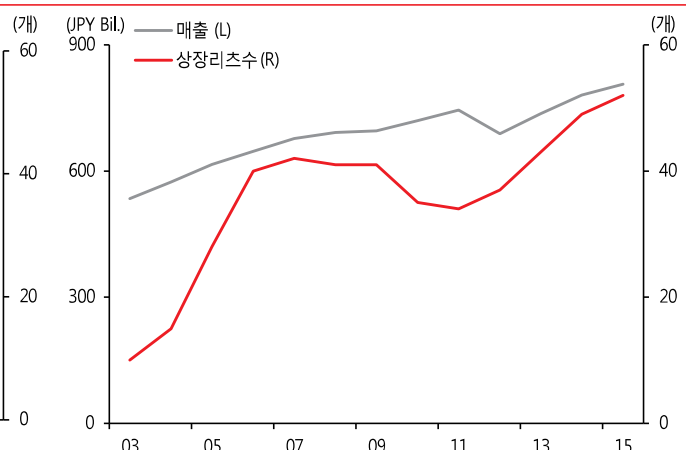
동사가 AMC 설립을 계기로 스폰서 리츠 구조를 활용하게 된다면 리츠에 대한 보유자산 매각을 통해 끊임없이 재투자할 수 있는 여건을 갖추게 된다. 또한 계열사인 AMC와 PMC의 관리·운영을 통해 지속적으로 Value-Chain을 지속적으로 확장해나갈 수 있게 되므로 종합부동산기업으로서의 성장을 가속화 할 수 있을 것이라는 판단이다.

<그림3> 미쓰이부동산의 매출과 상장리츠 추이



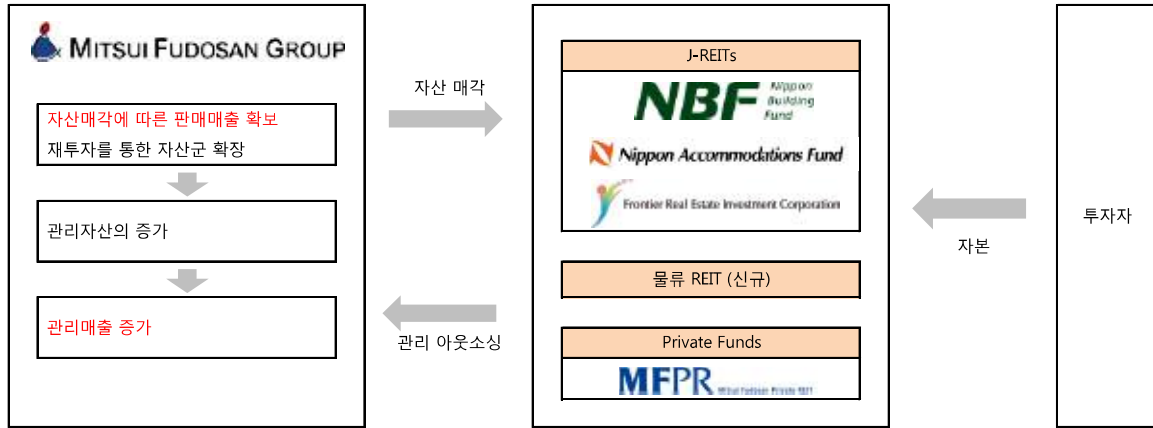
자료: 미쓰이부동산, Ares, 하이투자증권

<그림4> 스미토모부동산의 매출과 상장리츠 추이



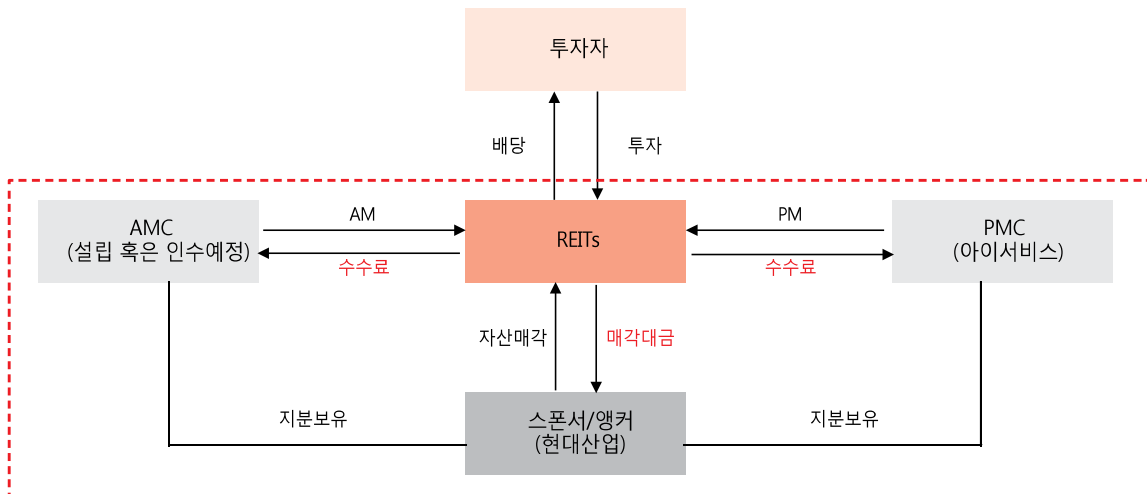
자료: 스미토모부동산, Ares, 하이투자증권

<그림5> 일본 1위 디벨로퍼 미쓰이부동산은 리츠를 적극적으로 활용하여 부동산 전영역에 걸친 Value-Chain 확장



자료: 미쓰이부동산, 하이투자증권

<그림6> 현대산업 AMC설립 시 스폰서 리츠 구조 활용하여 일본업체와 같은 종합부동산기업으로 성장 가능



자료: 하이투자증권

실적추이 및 전망

2016년 1분기 현대산업의 연결기준 매출은 1,180억원(+18.3%YoY, -3.1%QoQ), 영업이익은 1,003억원(+84.4%YoY, -32.3%QoQ) 기록할 것으로 전망된다. 전분기 일회성요인으로 급격히 개선되었던 자체주택과 외주주택의 수익성이 정상화되는 가운데 부산항 신항 착공에 따라 토목부문의 안정화가 지속될 것으로 예상된다.

<표1> 현대산업 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)											
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(F)	2Q16(F)	3Q16(F)	4Q16(F)	2015	2016(F)	2017(F)
매출	998	1,240	1,145	1,219	1,181.0	1,323	1,317	1,448	4,603	5,270	5,793
자체주택	287	389	300	349	293	333	333	374	1,325	1,334	1,379
외주주택	228	319	301	309	296	358	344	379	1,157	1,377	1,467
토목	87	96	102	119	128	131	139	159	404	557	638
일반건축	57	75	75	90	92	100	100	108	297	402	459
기타	41	58	27	38	38	38	38	38	164	150	150
연결/조정	298	303	340	314	334	363	363	392	1,256	1,450	1,700
매출원가율(%)	90.0	84.4	87.1	74.8	84.9	85.1	84.2	84.3	83.6	84.6	84.5
자체주택	89.3	80.8	80.1	72.1	80.0	79.8	79.0	81.1	80.2	80.0	80.0
외주주택	86.3	85.5	86.1	63.0	84.0	85.0	83.1	82.1	79.8	83.5	83.0
토목	95.6	104.9	100.9	94.4	94.5	94.0	94.0	93.6	98.8	94.0	93.0
일반건축	93.7	89.0	100.2	95.2	92.0	93.0	93.0	92.0	94.6	92.5	92.5
기타	99.3	62.7	90.0	85.8	80.0	81.0	81.0	78.0	81.1	80.0	80.0
연결/조정	79.8	79.1	83.9	77.8	86.0	86.0	85.0	81.3	80.3	84.5	83.8
영업이익	54	101	87	148	100.3	110.5	122.1	126.6	390	460	527
영업이익률(%)	5.4	8.1	7.6	12.2	8.5	8.4	9.3	8.7	8.5	8.7	9.1
세전이익	45	106	102	71	93	103	115	119	324	430	523
지배주주 순이익	28	50	75	64	59	66	73	76	217	274	338

자료: 현대산업, 하이투자증권

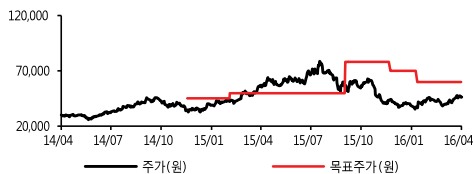
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,409	3,262	3,407	3,672	매출액	4,603	5,269	5,792	5,907
현금 및 현금성자산	548	687	546	664	증가율(%)	2.8	14.5	9.9	2.0
단기금융자산	194	150	142	135	매출원가	3,806	4,457	4,883	4,981
매출채권	1,185	1,054	1,274	1,359	매출총이익	796	813	909	926
재고자산	998	843	869	886	연구개발비	-	-	-	-
비유동자산	2,101	2,195	2,268	2,374	판매비와관리비	407	353	382	384
유형자산	844	844	876	940	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	15	13	12	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,510	5,457	5,675	6,046	영업이익	390	459	527	542
유동부채	2,020	1,928	1,851	1,852	증가율(%)	72.9	17.9	14.7	2.9
매입채무	353	404	445	453	영업이익률(%)	8.5	8.7	9.1	9.2
단기차입금	520	420	320	320	이자수익	26	35	35	40
유동성장기부채	297	344	344	344	이자비용	64	40	30	30
비유동부채	1,020	787	737	737	지분법이익(손실)	2	4	4	4
사채	219	189	169	169	기타영업외손익	-29	-35	-20	-10
장기차입금	263	180	180	180	세전계속사업이익	324	430	523	553
부채총계	3,039	2,715	2,587	2,589	법인세비용	86	108	126	133
지배주주지분	2,358	2,580	2,867	3,172	세전계속이익률(%)	7.0	8.2	9.0	9.4
자본금	377	377	377	377	당기순이익	239	323	397	420
자본잉여금	179	179	179	179	순이익률(%)	5.2	6.1	6.9	7.1
이익잉여금	1,917	2,155	2,456	2,776	지배주주귀속 순이익	217	274	338	357
기타자본항목	-141	-141	-141	-141	기타포괄이익	-18	-15	-15	-15
비지배주주지분	113	162	221	285	총포괄이익	220	308	383	406
자본총계	2,471	2,742	3,088	3,457	지배주주귀속총포괄이익	200	262	325	345

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,028	809	661	704	주당지표(원)				
당기순이익	239	323	397	420	EPS		2,876	3,640	4,481
유형자산감가상각비	41	40	38	36	BPS	32,039	35,067	38,956	43,111
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	3,440	4,195	5,002	5,229
지분법관련손실(이익)	2	4	4	4	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-64	-50	-117	-148	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	13.5	12.7	10.3	9.7
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PBR	1.2	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	271	95	-148	111	PCR	11.3	11.0	9.2	8.8
재무활동 현금흐름	-665	-202	-156	-36	EV/EBITDA	8.1	7.5	6.7	6.4
단기금융부채의증감	-562	-53	-100	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-113	-20	-	-	ROE	9.6	11.1	12.4	11.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.4	9.5	9.8	9.8
배당금지급	-25	-37	-37	-37	부채비율	123.0	99.0	83.8	74.9
현금및현금성자산의증감	300	139	-141	119	순부채비율	22.5	10.8	10.5	6.2
기초현금및현금성자산	248	548	687	546	매출채권회전율(x)	3.4	4.7	5.0	4.5
기말현금및현금성자산	548	687	546	664	재고자산회전율(x)	3.7	5.7	6.8	6.7

자료 : 현대산업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2016-01-11	Buy	60,000
2015-11-23	Buy	70,000
2015-09-02(담당자변경)	Buy	78,000
2015-02-03	Buy	50,000
2014-11-17(담당자변경)	Buy	45,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 장문준)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대외될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1.종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자추천은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)

Buy(매수) 추천일 증가대비 +15%이상 +Hold(보유) 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도) 추천일 증가대비 -15%이상

2.산업추천 투자등급 (시기종목기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시

구분	투자의견 비율(%)
매수	89.3 %
중립(보유)	10.2 %
매도	0.5 %
2016-03-31 기준	

장문준

건설/부동산 (2122-9181)
moonjoon.chang@hi-ib.com

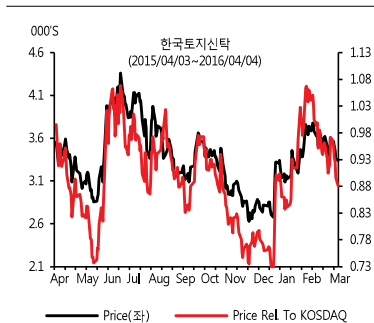
Buy (Maintain)

목표가(6M)	5,000원
종가(2016/04/05)	3,320원

Stock Indicator

자본금	252십억원
발행주식수	25,249만주
시가총액	846십억원
외국인지분율	4.3%
배당금(2015)	40원
EPS(2016E)	270원
BPS(2016E)	1,943원
ROE(2016E)	15.1%
52주 주가	2,640~4,370원
60일평균거래량	2,911,569주
60일평균거래대금	10.1십억원

Price Trend



한국토지신탁 (034830)

한국토지신탁의 부동산개발 완성하기

■ 자금력과 시행능력을 바탕으로 부동산개발 완성

한국 디벨로퍼의 가장 큰 문제점 중 하나는 중소 디벨로퍼의 영세한 자본구조라고 할 수 있는데 이에 따라 전형적인 디벨로퍼는 아니지만 자금력과 시행능력을 겸비한 부동산신탁사의 위상도 빠르게 높아지고 있다. 영세한 시공사를 대신하여 직접적 신용공여로 부동산 개발사업의 실질적 주체역할을 했던 건설사의 역할이 책임준공의 의무만을 수반한 단순 공사 수급자 차원으로 축소되면서 부동산 개발 패러다임이 변화하기 시작했고 이러한 구조적 변화의 중심에 부동산신탁사가 존재하고 있다.

■ 리츠시장 활성화에 따라 사업모델 확장 가능

정부의 리츠시장 활성화 정책에 따라 한국토지신탁의 사업모델 확장이 가능해질 전망이다. 동사는 부동산신탁업 외에 리츠AMC를 겸업하고 있는데 현재 물류와 리테일 분야의 리츠를 위탁 받아 운용하고 있다. 동사의 전체 영업수익에서 리츠 관련 업무가 차지하는 비중은 크지 않지만 리츠시장 활성화에 따라 주거에 편향된 사업 구조에서 점차 벗어나 장기적으로 주거와 상업에 아우르는 부동산기업으로 성장이 기대된다는 점에서 큰 의미가 있다.

■ 투자의견 Buy와 목표주가 5,000원 유지

한국토지신탁에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 5,000원을 유지한다. 한국 부동산 개발 패러다임 변화의 중심에 있는 신탁업종의 선도기업으로서 장기적인 관점에서 주거와 상업에 아우르는 부동산기업으로 성장이 기대된다. 수급이슈와 분양시장 둔화에 대한 염려로 최근 주가는 부진하였다. 밸류에이션 부담이 줄어든 지금을 매수의 기회로 삼아야 한다는 판단이다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	143	81	60	237	15.7	11.1	1,745	2.1	14.8	20.1
2015	138	89	68	270	10.5	7.4	1,943	1.5	15.1	17.7
2016E	163	104	79	314	10.6	7.6	2,206	1.5	15.6	21.1
2017E	176	112	86	338	9.8	6.9	2,479	1.3	14.9	17.9
2018E	185	117	90	354	9.4	6.1	2,763	1.2	13.9	15.4

자료 : 한국토지신탁, 하이투자증권 리서치센터

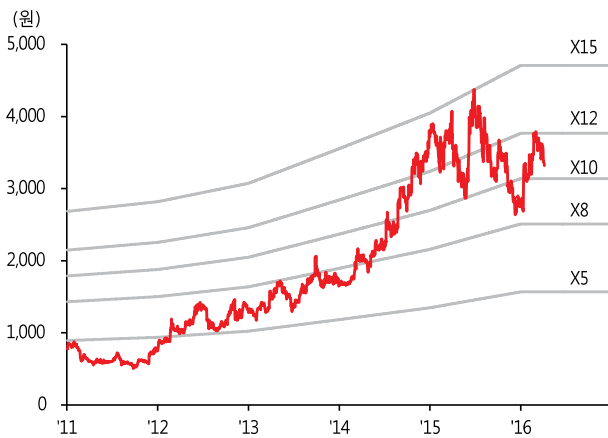
<표1> 한국토지신탁 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(P)	1Q16(F)	2Q16(F)	3Q16(F)	4Q16(F)	2014	2015(P)	2016(F)
영업수익	32	37	34	36	37	40	42	44	143	138	163
수수료수익	21	26	25	25	25	28	28	30	80	98	111
이자수익	9	8	6	8	9	9	10	11	53	31	40
기타	2	2	3	2	3	3	3	3	11	9	12
영업이익	21	25	28	14	25	28	29	22	81	89	104
세전이익	21	25	28	15	25	28	30	22	80	89	105
순이익	16	20	22	11	19	22	23	16	60	68	80
영업이익률	65.5	68.2	83.4	40.2	66.9	69.2	69.7	49.8	56.4	64.1	63.6
세전이익률	65.8	69.2	83.1	41.1	67.9	70.0	70.7	48.9	56.0	64.6	64.0
순이익률	50.3	53.2	64.2	30.5	52.3	53.9	54.4	36.4	41.8	49.0	48.9

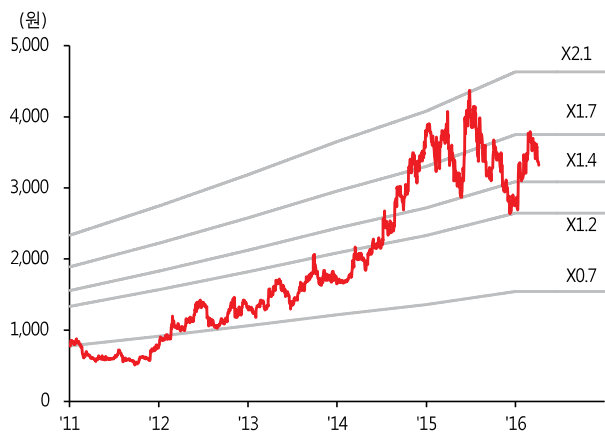
자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<그림1> 한국토지신탁 12개월 Forward PER Band



자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

<그림2> 한국토지신탁 12개월 Forward PBR Band



자료: 한국토지신탁, 하이투자증권

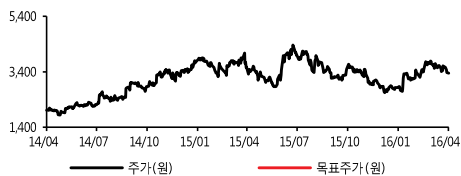
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위: 십억원)					손익계산서 (단위: 십억원, %)				
	2015	2016F	2017F	2018F		2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	73	84	99	150	영업수익	138	163	176	185
현금및현금성자산	58	70	84	135	증감률(%)	-3.5	18.2	7.7	5.3
기타금융융자산	395	454	482	486	수수료수익	98	111	114	119
신탁계정대	347	433	467	480	이자수익	31	40	50	54
(대손충당금)	102	108	116	126	기타수익	9	12	12	12
기타대출채권	154	131	134	145	영업비용	49	59	64	68
(대손충당금)	1	2	3	4	판관비	33	33	36	38
비유동자산	97	121	141	151	이자비용	1	1	1	1
매도가금융용자산	15	42	62	72	신탁계정대손상각비	9	16	18	20
자산총계	565	660	722	787	기타대손상각비	1	1	1	1
유동부채	50	50	50	50	기타영업비용	5	8	8	8
단기차입금	0	0	0	0	영업이익	89	104	112	117
유동성장기부채	0	0	0	0	증감률(%)	9.7	17.2	7.7	4.8
비유동부채	35	65	60	55	영업이익률(%)	64.1	63.6	63.6	63.3
사채	20	50	45	40	영업외수익	2	1	1	1
장기차입금	2	2	2	2	영업외비용	1	1	1	1
부채총계	85	115	110	105	세전계속사업이익	89	104	112	117
지배주주지분	477	541	608	678	세전이익률(%)	64.6	63.6	63.6	63.3
자본금	252	252	252	252	법인세비용	21	24	26	28
자본잉여금	6	6	6	6	당기순이익	68	79	86	90
이익잉여금	241	305	372	442	순이익률(%)	49.4	48.6	48.6	48.4
자본총계	480	545	612	682	지배주주귀속순이익	68	79	85	89

현금흐름표 (단위: 십억원)					주요투자지표				
	2015	2016F	2017F	2018F		2015	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	53	23	58	86	주당지표(원)				
당기순이익	69	79	86	90	EPS	270	314	338	354
유형자산감가상각비	0	0	0	0	BPS	1,943	2,206	2,479	2,763
무형자산상각비	1	1	0	0	DPS	60	75	80	80
기타금융융자산변동	-106	-57	-28	-4	Valuation(배)				
투자활동현금흐름	-7	-27	-20	-10	PER	10.5	10.6	9.8	9.4
유형자산변동	0	0	0	0	PBR	1.5	1.5	1.3	1.2
매도가금융자산변동	-5	-27	-20	-10	EV/EBITDA	7.4	7.6	6.9	6.1
재무활동현금흐름	-20	15	-23	-25	Key Financial Ratio(%)				
사채변동	-10	30	-5	-5	ROE	15.1	15.6	14.9	13.9
장기차입금변동	0	0	0	0	ROA	12.6	12.9	12.4	11.9
배당금지급	-10	-15	-18	-20	EBITDA이익률	64.5	64.0	63.7	63.4
현금및현금성자산변동	26	12	15	51	배당수익률	2.1	2.3	2.4	2.4
기초현금및현금성자산	32	58	70	84	부채비율	17.7	21.1	17.9	15.4
기말현금및현금성자산	58	70	84	135	순부채비율	-7.4	-3.2	-6.1	-13.6

자료 : 한국토지신탁, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와와의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2015-09-01(담당자변경)	Buy	5,000
2014-11-18	Buy	4,500

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여.

▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 장문준)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용) Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 +Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대) - Neutral(중립) - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시

구분	투자의견 비율(%)
매수	89.3 %
중립(보유)	10.2 %
매도	0.5 %
2016-03-31 기준	