

문제2

32227363 박준형

① 선택한 사례에서 발생할 수 있는 주요 금융 리스크(시장리스크, 신용리스크, 유동성 리스크 등) 및 해당 리스크가 실제로 어떻게 나타났는지 분석

GS서초타워는 신한알파서초리츠를 통해 2024년 6월 27일 인수된 상업용 오피스 자산으로, 서울시 서초구 남부순환로 2477에 위치하고 있다. 총 연면적 약 29,784㎡, 지하 5층~지상 14층 규모의 건물로, GS건설 R&D 조직이 전체 연면적의 약 12.8%를 차지하여 입주해 있으며, 인동에프앤, 에어퍼스트 등 우량 임차인들이 다수 포진해 있다. 이 자산은 단일 자산리츠(SPC 리츠) 형태로 매입되었으며, 총 인수가 2,023억 원, Initial Cap rate 약 4.9% 수준에서 거래되었다. 【신한리츠운용, 신한알파리츠_IR자료 _Samsung_Corp_Day_202409, p.13】

| | |
|-------------|------------------------------------|
| ✔ GS서초타워 개요 | |
| 소재지 | 서울시 서초구 남부순환로 2477 (서초동 1424-2) |
| 대지면적 | 4,588.6㎡ (1,388.1평) |
| 연면적 | 보유 : 29,784.8㎡ (9,009.9평) |
| 규 모 | B5 ~ 14F |
| 준 공 | 1990.12. (리모델링 2012.06.) |
| 매입가 | <u>2,023억원(2,245만원/평)</u> |
| 취득일 | 2024.06.27 |
| 건폐율/용적율 | 22.4% / 294.4% |
| 전용률 | 45.4% |
| 주차대수 | 185대(옥내 161대, 옥외 24대) |
| 승강기 | 4대 (승객용 4대) |
| 주요임차인 | GS건설, 인동에프앤 |
| 기타 | 1,162평의 연구시설 보유 (GS건설 R&D시설 투자 완료) |

GS서초타워에 적용될 수 있는 주요 금융 리스크는 시장 리스크, 신용 리스크, 유동성 리스크로 구분할 수 있다.

먼저 **시장 리스크** 측면에서는 GBD의 오피스 시장 사이클 및 금리 변동성이 주요 변수로 작용한다. GBD는 2022~2024년 사이 프라임 오피스 공급이 거의 없었고, 공실률도 3.8% 수준을 유지하고 있다. 【젠스타메이트, Quarterly Report_Q1 2025, p.23】

GBD 공실률

신규공급

- GBD 강남대로 및 강남기타지역 내 중형 1건, 소형 4건 총 5건의 신규 오피스 공급이 확인됨
- 초대형 오피스를 위주로 대형 공실이 다수 발생함에 따라, 당 분기 흡수면적은 음(-)의 값을 기록함

신규임대표본-흡수-공실률



공실률

- 당 분기 GBD 공실률은 전 분기 대비 0.8%p 상승한 3.8%, 신축제외 공실률은 전 분기 대비 0.8%p 상승한 3.7%를 기록함
- 초대형 오피스 공실률의 경우 전 분기 대비 1.3%p 상승한 2.2%를 기록함. 이는 센터필드 이스트 내 SSG.COM 및 더 블유컨셉코리아의 퇴거 및 기존 입주사의 감평으로 인해 8천평 이상의 대형 공실이 발생한 것이 주 원인임
- 또한 중대형 오피스 파크빌딩, KT&G코스모대치타워, 중형 오피스 EG빌딩 등에서 공실이 발생하며 전 분기 대비 0.7%p 상승한 6.0%를 기록함

규모별 (전 분기 대비 변동률)

| 규모 | 공실률 (신축포함) | 공실률 (신축제외) |
|-----|--------------|--------------|
| 전체 | 3.8% ▲ 0.8%p | 3.7% ▲ 0.8%p |
| 초대형 | 2.2% ▲ 1.3%p | 2.2% ▲ 1.3%p |
| 대형 | 3.2% ▲ 0.5%p | 3.2% ▲ 0.5%p |
| 중대형 | 6.0% ▲ 0.7%p | 5.6% ▲ 0.7%p |
| 중형 | 3.3% ▲ 0.6%p | 3.3% ▲ 0.6%p |
| 소형 | 6.7% ▲ 0.6%p | 6.7% ▲ 0.6%p |

세부지역별 (전 분기 대비 변동률)

| 세부지역 | 공실률 (신축포함) | 공실률 (신축제외) |
|------|--------------|--------------|
| 전체 | 3.8% ▲ 0.8%p | 3.7% ▲ 0.8%p |
| 테헤란로 | 4.5% ▲ 0.9%p | 4.3% ▲ 0.9%p |
| 강남대로 | 2.4% ▲ 1.0%p | 2.4% ▲ 1.0%p |
| 강남기타 | 3.7% ▲ 0.4%p | 3.7% ▲ 0.4%p |

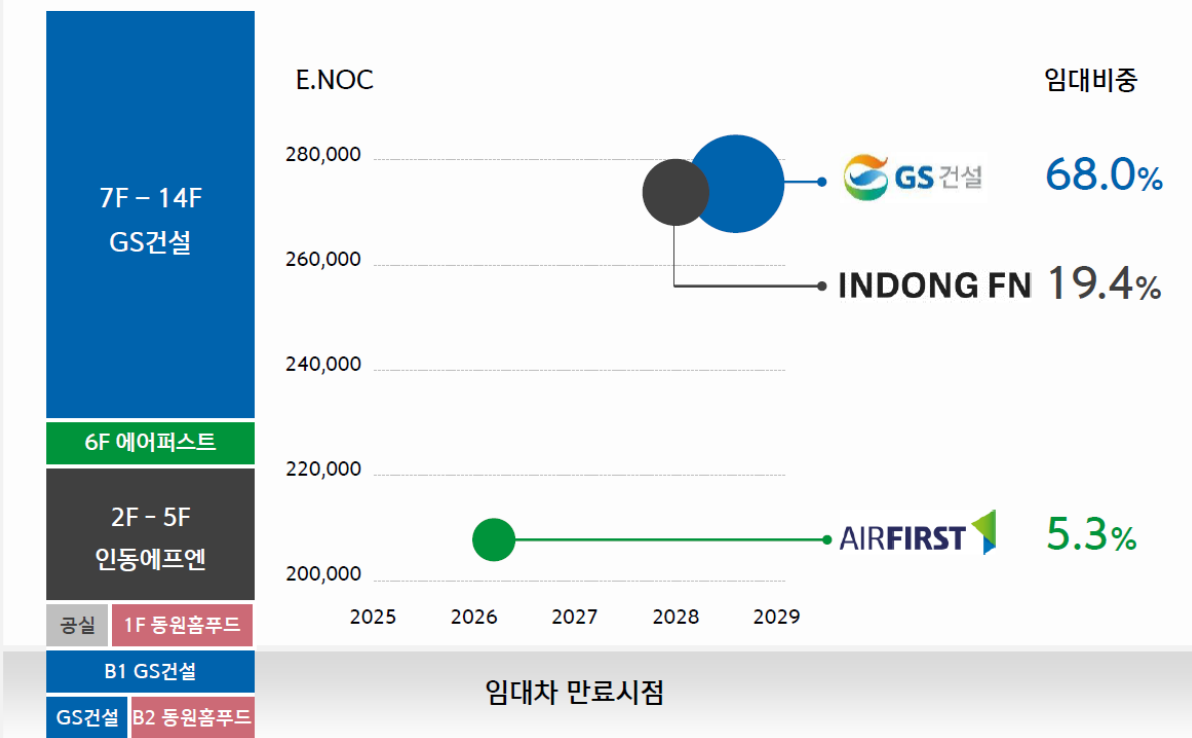
그러나 2028년, 삼성역에 HMG GBC(현대자동차그룹 글로벌비즈니스복합플렉스)와 서초구

에 서리풀 복합개발사업 완공으로 공급이 예정되어 있어, 중기적으로 공실률 상승 가능성이 존재한다. 이는 임대료 하락 또는 공실 증가로 이어질 수 있으며, 특히 GS서초타워가 R&D 공간을 포함하고 있어 일반 오피스보다 재임대 유연성이 낮다는 점에서 구조적 약점이 있다. 또한, 거래 당시 Cap rate은 4.9%로 비교적 보수적인 수준이나, 향후 금리 인상 혹은 부동산 시장 조정이 발생하면 cap rate이 상승하고 자산가치가 하락할 수 있어 매각 시점 리스크로 작용할 수 있다. 【신한리츠운용, 신한알파리츠_IR자료_Samsung_Corp_Day_202409, p.14】



신용 리스크는 주요 임차인 집중도에서 도출된다. GS건설이 임대면적의 68%를 점유하고 있으며, 나머지 공간은 인동에프엔이 19.4%, 에어퍼스트가 5.3% 등이 차지하고 있다. 이는 자산 전체의 임대수익이 GS그룹의 신용도에 상당히 의존하고 있음을 의미한다. GS건설은 국내 대형 시공사 중 하나로 비교적 양호한 신용등급을 보유하고 있으나, 최근 건설 경기 둔화 및 국내외 원가 상승, 대형 프로젝트 지연 등으로 인해 이익률이 압박받고 있다. 따라서 그룹 전반의 실적 부진이나 구조조정이 발생할 경우 GS서초타워의 공실 리스크 또는 임대료 조정 가능성이 현실화될 수 있다. 【신한리츠운용, 신한알파리츠_IR자료_Samsung_Corp_Day_202409, p.15】

☑ GS서초타워 Stacking Plan



마지막으로 **유동성 리스크** 측면에서는 자산의 매각 시점 및 매각가의 불확실성이 핵심이다. 해당 자산은 2024년 6월 리츠를 통해 매입되었으며, Cap rate 기준으로는 안정적인 수준이지만, 2029~2030년 Exit 시점에 cap rate이 5.5% 이상으로 상승할 경우 내부수익률(IRR)이 급격히 하락할 수 있다. 특히 GS서초타워는 강남권역 중에서도 서초대로 인접 R&D 성격의 공간으로, 재임대 시 다목적 용도 전환이 어렵다는 물리적 제약이 존재한다. 이는 리츠 청산 또는 매각 전략 수립 시 유동성 확보에 어려움을 야기할 수 있으며, Cap rate 민감도에 따라 리츠 투자자 수익률에 큰 영향을 줄 수 있다.

요약하자면, GS서초타워는 우량 입지와 안정적인 임대구조를 바탕으로 보수적인 Cap rate에서 매입된 자산이지만, 주요 임차인 집중도와 특수 공간(R&D)의 유연성 부족, 중장기 cap rate 상승 가능성 등 복합적인 금융 리스크를 내포하고 있다. 이러한 리스크들은 자산 보유 및 Exit 전략 수립 시 세심한 모니터링과 구조적 대비가 요구된다.

② GS서초타워 사례: 적용된 금융기법 분석 및 평가

GS서초타워는 2024년 6월 27일, 신한리츠운용이 신한알파서초리츠를 통해 매입한 단일 자산 리츠 거래로, 총 매입가는 약 2,023억 원이며 취득부대비용 및 예비비는 211억 원이다. 이를 위한 자본 조달 및 금융 구조는 비교적 보수적이고 안정적인 방향으로 설계되었다. 해당 프로젝트에 적용된 금융기법은 크게 대출구조, 자본조달 방식, 담보 설정

세 가지로 구분할 수 있다.

먼저 **대출 구조**를 살펴보면, 이 자산은 총 2,234억 원 규모의 사업비 중 약 1,310억 원을 선순위 대출로 조달하였다. 이는 매입가 대비 약 64.8%의 LTV 수준이며, 국내 오피스 자산 인수에서 통상적인 60~65% 수준의 보수적 금융비율과 부합한다. 이 대출은 연에CD+1.25%의 변동금리 조건으로 2년 만기에 체결된 것으로 확인된다. 이는 선순위 중심의 보수적 자금조달 구조로 채권자의 리스크를 낮추고 리츠 투자자에게도 일정 수준의 안정적인 현금흐름을 제공하는 방향으로 설계된 것으로 해석된다. 【신한리츠운용, 신한알파리츠_IR자료_Samsung_Corp_Day_202409, p.16】

자본조달 구조는 브릿지론, 자기자본 출자, 유상증자 등을 병행한 방식이다. 매입 과정에서 약 713억 원의 브릿지 대출(Bridge Loan)을 연에 6%의 고정금리로 6개월 만기의 단기 차입 형태로 조달한 후, GS서초타워는 신한알파리츠가 100% 자리츠인 '신한알파서초리츠'를 통해 선매입하였으며, 브릿지대출(713억)을 병행한 뒤 추후 유상증자를 통해 본체(신한알파리츠)가 자금을 확충하고 브릿지론을 상환하는 구조다. 이는 SPC구조로 설립된 단일자산 리츠를 통해, 신한알파리츠 본체의 투자 결정을 전제로, 빠른 자산 인수를 가능케 한 구조로 볼 수 있다. 【신한리츠운용, 신한알파리츠_IR자료_Samsung_Corp_Day_202409, p.16】



담보 설정 방식은 공시상 근저당권 설정 여부가 명시되진 않았지만, 실무상 해당 자산에 대한 담보 설정(근저당권)은 이루어진 것으로 추정된다. 이는 리츠 구조 내에서 금융기관이 선순위 대출을 실행하기 위해 요구하는 표준적인 리스크 관리 방식이다. GS서초타워는 연면적 약 29,784㎡의 오피스로, 입지적 희소성과 강남권에서의 낮은 공실률, 안정적 임차인 구성을 기반으로 담보가치가 높게 산정되었다. 특히 GS건설과 같은 우량 임차인이 장기 임대계약을 체결하고 있다는 점에서, 담보가치의 실현 가능성이 높고, 향후 자산 매각 혹은 유동화 시 금융기관의 회수 가능성도 양호한 편이다.

이러한 금융기법들은 GS서초타워의 리스크 구조와 맞물려 비교적 합리적으로 구성된 것으로 평가된다. 예컨대, 공공 리츠가 아니라 민간 시장에서 거래된 자산임에도 불구하고, 브릿지론을 통한 초기 매입 후 모리츠로의 편입이라는 구조는 빠른 매입과 상황에 맞는 자금 조달을 가능케하고 리스크 분산을 동시에 실현하고 있다. 또한 보수적 LTV 설정과 함께 임차 안정성을 감안한 담보 평가 역시 시장 리스크와 유동성 리스크에 대한 대응책으로 기능한다.

다만, 구조 자체가 상대적으로 단순하고 보수적인 만큼, Cap rate 민감도나 금리 상승 기엔 유연한 대출조건 조정이 어렵다는 한계도 있다. 또한, 브릿지론 만기 이전에 모리츠 편입이 지연될 경우 단기 유동성 압박이 가시화될 수 있으며, SPC 리츠 내에서 발생할 수 있는 비용 이중화 문제도 장기적으로는 리스크 요인이 될 수 있다.

③ GS서초타워 사례에 대한 금융기법 개선방안 제안

GS서초타워 프로젝트는 보수적인 자본조달 구조와 우량 임차인을 기반으로 비교적 안정적인 금융 구조를 설계한 사례로 평가되지만, 리스크 대응력을 더욱 강화하기 위해 다음과 같은 금융기법 및 구조 개선방안을 고려할 수 있다.

첫째, 브릿지론 의존도를 낮추고, 사전 리파이낸싱 확약(Firm Commitment)을 도입하는 구조가 바람직하다. 본 프로젝트는 자산 선매입 후 모리츠(신한알파리츠) 편입을 전제로 브릿지 대출을 활용했지만, 리츠의 유상증자 일정, 시장 여건, 금리 변동에 따라 리파이낸싱 시점이 불확실할 수 있다. 이에 따라 브릿지론 실행 이전에 앵커 투자자(Anchor Investor) 또는 기관투자자 대상 확약된 유상증자 참여계획을 기반으로 사전 리파이낸싱 구조를 확보해두었다면, 단기 유동성 리스크를 실질적으로 축소할 수 있었을 것이다. 특히 이는 2023~2024년 브릿지론 시장에서 대출 만기 미스매칭으로 인한 리파이낸싱 실패 사례가 다수 발생한 전례(르피에드 청담, 더팰리스73, 영동플라자 쇼핑몰, 가산디지털단지 패션 아울렛 'W'몰)를 고려할 때 설득력이 높다.

【<https://www.viva100.com/20231221010006717>】

【<https://www.newstof.com/news/articleView.html?idxno=24327>】

【<https://marketin.edaily.co.kr/News/Read?newsId=01512086635806704>】

강남구 청담동 프리마호텔을 최고 49층의 고급 주상복합으로 개발하는 '르피에드 청담' 사업은 브릿지론(단기 차입금) 만기 연장에 실패했다. 총 4640억원 규모의 브릿지론을 받았는데, 이 중 1800억원(39%) 자금을 댄 선순위 채권자인 새마을금고가 만기 연장을 거절했다. 이 같은 사례의 경우 조율이 최종 부결되면 담보 토지를 경공매로 넘겨 자금을 회수해야 하지만, 부동산 가격 하락을 감안하면 후순위 채권자들은 원금 회수가 요원해진다. 고금리 장기화에 따라 유사사례가 더 쏟아질 가능성도 배제할 수 없다.

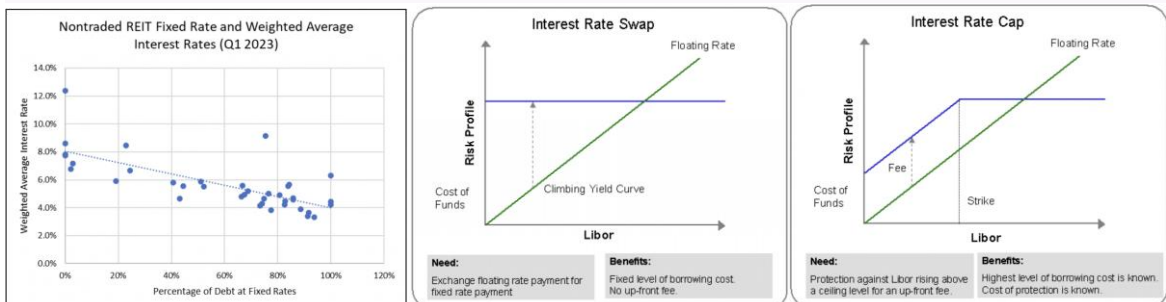
강남 고급 주거시설을 짓는 개발사업들도 잇따라 본PF가 무산되고 있다. 반포 옛 웨라톤 팔래스 호텔 부지에 고급 주거시설을 짓는 더팰리스73 개발사업은 브릿지론 연장이 무산됐다. 분양률이 대주가 요구하는 수준(60%)에 미달해 본 PF 전환을 실패한 것이 영향을 미쳤다. 시행사에서는 수의계약 형태로 부지 매각을 추진할 것으로 전망되고 있다.

서초구 서초동 1310-5의 대지면적 5500m²규모인 기존 '영동플라자 쇼핑몰' 부지도 5층 상가 건물로 개발하려다 사업이 중단된 상태에서 공매로 넘겨졌다. 지난 8월 브릿지론 연장 만기일까지 본PF 전환에 실패한 탓인데, 지난달까지 총 8회에 걸쳐 입찰을 진행했으나 주인을 찾지 못하면서 가격이 5300억원에서 2535억원까지 떨어졌다.

서울 가산디지털단지 패션 아울렛 'W몰' 은 시행사 예인개발이 지식산업센터로 개발하기 위해 사들였다가 지난 10월 브릿지론 만기 연장에 실패하면서 결국 2607억원에 공매로 넘겨졌다.

둘째, **금리 리스크에 대한 적극적인 헤지 전략의 부재는 개선이 필요하다.** 현재 구조는 고정금리 또는 단기금융 혼합 대출에 의존하고 있으며, 시장 금리 하락기에는 유리할 수 있지만, 금리 반등 혹은 장기보유 전략 전환 시 조달비용 리스크가 존재한다. 이에 대해 선순위 대출에 대해 이자율 스왑(Interest Rate Swap)이나 Caps/Floors와 같은 파생상품을 활용하는 방식은 글로벌 기관투자 리츠에서 널리 사용된다. 이런 전략은 금리 민감도를 조절하고, 배당금 예측 가능성을 확보하는 데 유리하다. 【한국리츠협회, REITs Journal 2023 Vol. 49, p.12】 【Blue Vault, James Sprow, How Interest Rate Caps and Swaps Are Used by Non-Traded REITs, <https://bluevaultpartners.com/how-interest-rate-caps-and-swaps-are-used-by-non-traded-reits> 】

영향을 미칠 수 있다. 모기지 리츠는 일반적으로 금리 스왑(Interest rate swaps), 스왑션(Swaptions), 금리 칼라, 캡, 또는 플로어(interest rate collars, caps, or floors), 그리고 기타 금융 선물 계약(financial futures contracts)을 포함하여 널리 사용되는 기존의 헤징(hedging) 전략을 통해 단기 차입과 관련된 리스크를 관리하고 완화한다. 모기지 리츠는 또한



셋째, **임차인 집중도에 대한 구조적 대응도 필요하다.** 현재 GS건설이 임대면적의 약 68%를 차지하고 있어 공실 리스크는 낮지만, 리츠의 수익구조가 단일 기업의 신용 리스크에 지나치게 노출되어 있는 상태다. 따라서 GS건설과의 장기계약에 더해, 리츠 차원에

서 '재임대 리스크에 대한 후속 유치계획'이나 '공실 보장 유예 기간 설정'을 사전에 설계했더라면, 향후 GS건설의 입주 면적 축소나 계약 종료 시에도 충격을 흡수할 수 있었을 것이다. 특히 R&D 특화 공간의 경우 일반 오피스로 전환이 어려운 점을 감안하면, 대체 수요자(Target Tenant Pool)를 특정 산업군(예: 바이오, 기술연구소 등)으로 좁히고 이에 맞춘 마케팅 전략도 병행되어야 한다.

마지막으로, **리츠 구조 자체의 유연성을 확대하는 방안도 고려할 수 있다.** 현재 신한알파서초리츠는 단일 자산 리츠로서 운용되며, 향후 유상증자를 통해 신한알파리츠에 편입될 예정이다. 이 과정에서 투자자 사이에 이해상충이 발생할 수 있으며, 분배 우선순위 또는 리스크 분산이 미흡한 단점도 존재한다. 이를 보완하기 위해 '우선·후순위 수익증권 분리 발행' 또는 '하이브리드 구조(예: 영구채 + 리츠지분 혼합)' 등의 방식으로 투자자 위험 선호에 따른 자본조달 다층화를 꾀할 수 있었을 것이다. 이는 리츠의 배당안정성과 구조적 회복력을 제고하는 데 기여할 수 있다.

요약하자면, GS서초타워의 자산가치와 입지적 매력에도 불구하고, 브릿지론 리스크, 금리 민감도, 임차인 집중도 등은 향후 리츠의 운영성과에 부정적 영향을 줄 수 있다. 따라서 보다 유연하고 적극적인 금융기법(헤지 전략, 리파이낸싱 확약, 자산 유동화 구조 개선 등)을 사전 설계하는 것이 바람직하며, 이는 상업용 부동산 금융의 복합 리스크에 대응하는 효과적인 전략으로 작용할 수 있다.

※본 내용은 생성형 오픈AI 'Chatgpt'의 목차구성 흐름을 따랐으며, 각 부분의 구성요소와 정확한 데이터의 수치는 공식 자료를 기반으로 제가 재차 검증하였습니다.