

「세운상가 3-2·3구역 사례를 통해 본 부동산 PF 구조의 가능성과 한계」

REPORT

과목명 | 부동산 금융 입문
담당교수 | 유정석 교수님

학과 | 부동산학과

학번 | 32223844

이름 | 임지원

제출일자 | 2025-06-08



I. 서론

부동산 개발사업은 대규모 자금이 투입되며, 이에 따라 프로젝트파이낸싱(Project Financing, PF) 기법이 활발히 활용된다. PF는 전통적인 기업 대출과 달리, 사업 자체의 미래 현금흐름과 수익성을 기반으로 자금을 조달하는 방식으로, 부동산·인프라·에너지 등 대규모 개발사업에서 필수적인 금융구조다.

PF의 핵심은 사업성 평가와 이를 뒷받침하는 현금흐름 기반 상환구조에 있다. 사업의 미래 수익이 곧 대출 상환 재원이 되기 때문에, 시행사·시공사·금융기관 등 이해관계자들은 초기부터 철저한 사업성 평가, 수행능력 검증, 리스크 분석을 수행해야 한다. 특히, 대규모 개발사업에서는 특수목적법인(SPC)을 통해 각 이해관계자의 책임과 위험을 한정시키고, 브릿지론 → 본 PF → 분양·준공대금 상환의 단계별 자금조달 구조가 일반적이다.

국내 PF 시장에서는 시공사의 책임준공 보증, 금융권의 지급보증 및 후순위 대출이 결합된 복합적 구조가 정착되어 있다. 그러나 최근 고금리 기조와 부동산 경기 침체로 PF 대출이 2019년 100조 원 미만에서 2024년 200조 원 이상으로 급증하며, 연체율과 부실화 우려가 커지고 있다.

이러한 상황에서 PF의 낮은 자기자본비율, 과도한 금융 레버리지, 반복적 브릿지론 만기 연장은 주요 위험요소로 지목된다. 실제로 사업수익성 저하, 공사비 상승, 분양리스크 등으로 PF가 실패할 경우, 금융권과 시행사 모두 큰 손실을 떠안게 된다.

따라서 PF는 단순한 자금조달 방식이 아니라, 위험 평가·분산·관리까지 포괄하는 종합적 금융 솔루션으로 접근해야 한다. 이어지는 본론에서는 이러한 PF 이론적 기반을, 서울 세운상가 3-2·3구역 사례를 통해 구체적으로 분석하고자 한다.

II. 본론

1. 사업 개요

서울 중구 입정동 175-1번지 일원에 위치한 세운상가 3-2·3구역 재개발사업은 지하 9층~지상 35·36층 규모의 프라임 오피스 2개 동(A동, B동)을 건립하는 대규모 복합개발사업이다. 전체 연면적은 약 17만909m²(약 5만1,700평)로, 서울시의 '녹지 생태 도심 재창조 전략'에 따라 기존 개별구역을 통합개발하는 형태로 추진됐으며, 2024년 인허가를 최종 승인받았다. 시행은 디블록파트너스(구 한호건설)와 더센터시티제삼차가 공동으로 맡고, 시공은 포스코이앤씨가 담당한다. 2021년부터 브릿지론을 통해 초기 자금을 조달해왔고, 2024년 12월 본 PF를 최종 성사시켜 2025년 3월 착공 예정이다.

표 1 세운지구 3-2,3 구역 사업 개요 요약

구분	내용
사업명	세운재정비촉진지구 3-2, 3구역 도시정비형 재개발사업
사업부지	서울특별시 중구 입정동 175-1번지 일원 세운재정비촉진지구 3-2, 3구역 일원
사업내용	연면적 총 51,652평 규모의 프라임급 오피스 2개동(건물 A, 건물 B) 개발사업 - 건물 A: 지하 9층지상 35층 규모 오피스 (연면적 23,947.4평) - 건물 B: 지하 9층지상 36층 규모 오피스 (연면적 27,704.3평)
시행주체	신탁위탁자: 더센터시티제삼차(주), 디블록파트너스(주) 신탁수탁자: 한국투자부동산신탁(주)

구분	내용
시공사	(주)포스코이앤씨
조감도	

2. 금융구조

세운상가 3-2-3구역 PF는 트랜치A와 트랜치B로 구분되며, 각각 A동과 B동의 자금조달 구조로 설계되었다. 트랜치 A는 A동 개발을 위해 선순위 6,400억 원, 중순위 1,100억 원, 후순위 500억 원으로 총 8,000억 원을 조달하고, 트랜치B는 B동 개발을 위해 선순위 8,000억 원, 후순위 1,500억 원으로 총 9,500억 원을 조달한다. 전체 PF 규모는 1조 7,500억 원에 달한다.

NH투자증권은 PF 금융 전반을 주관하며, 특히 B동의 9,500억 원 전액에 대해 선매입확약을 제공해 준공 후 매각 불확실성을 해소했다. 시공사인 포스코이앤씨는 A동 후순위 대출 500억 원에 대해 지급보증을 제공하고, 56개월 간의 책임준공 의무를 부담해 PF 사업의 신뢰성을 강화했다. 선순위 대주단은 농협중앙회, 한국투자리얼에셋운용, 교보생명, DB손해보험, 현대캐피탈, KB캐피탈, 사학연금 등으로 구성되어 안정적인 자금공급을 뒷받침하고 있다. 중순위 대주단에는 한국투자증권, 대신증권, 군인공제회, 건설근로자공제회, DB캐피탈, 한국캐피탈, 엠디엠자산운용 등이 참여해 리스크를 분산한다. 기존 3-3구역의 브릿지론 대주였던 교보생명과 신한캐피탈도 본 PF에 참여해 사업의 연속성과 신뢰를 높였다.

또한, NH투자증권은 PF 일부 채권을 대신증권 SPC, 아이엠증권 SPC 등에 셀다운(양도)해 금융기관 간 리스크를 분산하고 자금조달의 유연성을 확보했다. A동은 선매입확약은 없지만, 준공 후 매각 실패 시 대주단이 순차적으로 자산을 인수할 수 있는 대주단 우선매수권 구조로 리스크를 관리하고 있으며, B동은 NH투자증권의 전액 선매입확약으로 사업의 안정성을 강화했다.

3. PF 기법 사용의 재무적 성과와 위험 관리 영향

세운상가 3-2-3구역 PF 기법은 전통적인 부동산 개발사업의 한계를 넘어, 적은 자기자본으로도 대규모 사업을 실현시킬 수 있는 금융구조의 대표적 사례다. NH투자증권의 B동 선매입확약, A동 대주단 우선매수권, 포스코이앤씨의 책임준공보증은 금융기관의 신뢰를 높이며 총 1조 7,500억 원 규모의 본 PF를 성사시켰다. 이러한 구조는 NH투자증권이 주도했던 여의도 파크원 PF에서도 동일하게 검증되었는데, 파크원은 선매입확약과 책임임차계약으로 2조 1,000억 원의 PF를 완수하고, 완공 후 1,000억 원의 수수료 수익까지 실현하며 도시개발의 재무적 성과를 증명했다. 세운상가 PF도 같은 금융 구조로, 착공 전부터 '사실상 사업성 확보'라는 긍정적 재무성과를 만들어냈다.

하지만 재무적 성과의 부정적 영향도 뚜렷하다. 세운상가는 2021년 이후 네 차례의 브릿지론 만기연장으로 약 1,000억 원에 달하는 금융비용을 누적하며, PF 기법이 적은 자기자본으로 대규모 자금을 끌어오는 구조가 오히려 시행사의 수익성을 잠식하는 결과를 낳았다. 즉, PF 기법의 본래 강점이 금융비용 폭증으로 인해 사업수익성 저하로 전환되는 부정적 재무성과로 나타났다.

위험 관리 측면에서의 긍정적 영향으로는, 선매입계약과 우선매수권, 책임준공보증 같은 보완장치들이 금융기관의 자금회수 불확실성을 줄이고, 이해관계자 간의 협력을 공고히 했다는 점을 꼽을 수 있다. 이는 NH투자증권이 파크원에서 입증했던 리스크 완화 효과를 세운상가에서도 재현한 부분이다. 그러나 위험 관리의 부정적 측면은 금융당국의 규제와 시장환경 변화 속에서 명확히 드러났다. 반복된 만기연장은 금융당국의 '만기연장 4회 이상=부실사업장' 규제에 직면해, 세운상가 PF를 실제로 사업 중단 위기로 몰아넣었다. 이는 PF 기법이 사업의 금융리스크를 관리하는 동시에, 정책·금융환경 변화에 따라 사업 자체가 좌초될 수 있는 구조적 한계까지 함께 드러낸 대표적 사례라고 할 수 있다.

4. PF 기법의 한계와 이를 극복하기 위한 개선 방안

세운상가 3-2-3구역 PF 사례는 국내 부동산 PF 사업의 구조적 한계를 명확히 보여준다. 낮은 자기자본비율로 인한 과도한 금융 레버리지는 반복적인 브릿지론 만기연장과 금융비용 폭증을 초래했고, PF 구조상 대규모 자금조달이 시행사의 재무적 책임과 참여도를 낮추는 문제로 이어졌다. 이로 인해 PFV 단계에서 재무적 취약성과 시행 능력의 한계가 드러나며, 금융비용 부담과 의사결정 지연으로 이어지는 구조적 한계가 나타났다.

이러한 한계를 극복하기 위해, 다음과 같은 3단계 개선 방안을 제안한다. 첫째, 현물출자 기반의 자기자본비율 강화다. 정부는 2024년 11월 발표한 '부동산 PF 제도 개선방안'을 통해, 토지 현물출자에 따른 양도소득세 이연과 각종 세제 혜택을 제공해 PF 사업의 자기자본비율을 기존 2~3%에서 20% 수준까지 높이도록 했다. 특히 현물출자를 할 경우, 토지소유자는 양도세를 즉시 납부하지 않고 사업 종료 시점으로 이연할 수 있어 현금흐름 부담이 줄어들고, 시행사도 현물출자로 자기자본을 확충해 대주단 신뢰를 강화할 수 있다. 이러한 방식은 PF 단계의 과도한 금융 레버리지를 완화하고, 시행사의 재무적 책임과 참여도를 높이는 근본적이고 현실적인 보완대안으로 평가된다.

둘째, 복수시행사 컨소시엄 구성이다. 복수 시행사가 자본과 전문성을 결합해 PF 단계에서 리스크를 분산하고, 금융권의 신뢰를 높일 수 있다. 해외의 하드슨 앤드 개발(미국 뉴욕)은 모리빌딩과 옥스포드 프로퍼티 그룹이 공동 시행사로 참여해 대규모 자금조달과 시행능력 강화에 성공했다. 세운상가 PF도 이러한 모델을 접목하면 단일 시행사 구조의 시행능력 한계와 리스크 집중을 예방할 수 있다. 물론 이해관계 충돌·의사결정 지연 리스크는 발생할 수 있으나, PMO(프로젝트 매니지먼트 조직) 구성을 통해 조율·관리할 수 있어 실무적으로도 충분히 적용 가능하고 유익한 방안이다.

셋째, PFV-리츠 전환형 출구전략이다. PFV-리츠 전환형 구조는 PF 단계에서 SPC(PFV)가 자금을 조달·리스크를 관리하고, 준공 후에는 리츠로 소유권을 전환해 장기적 운영·수익 모델을 실현한다. 일본 롯본기힐즈 사례도 개발단계에서는 SPC를 통해 자금을 조달하고, 이후에는 모리힐즈 리츠로 소유권을 이전하면서도 모리빌딩이 리츠의 AMC로 계속 참여해 운영의 안정성과 지속가능성을 동시에 달성했다. 세운상가 PF도 이러한 PFV-리츠 전환형을 벤치마킹하면, 준공 전 단계에서부터 리스크를 분산·관리하면서, 준공 이후에도 안정적 운영 기반을 갖출 수 있다.

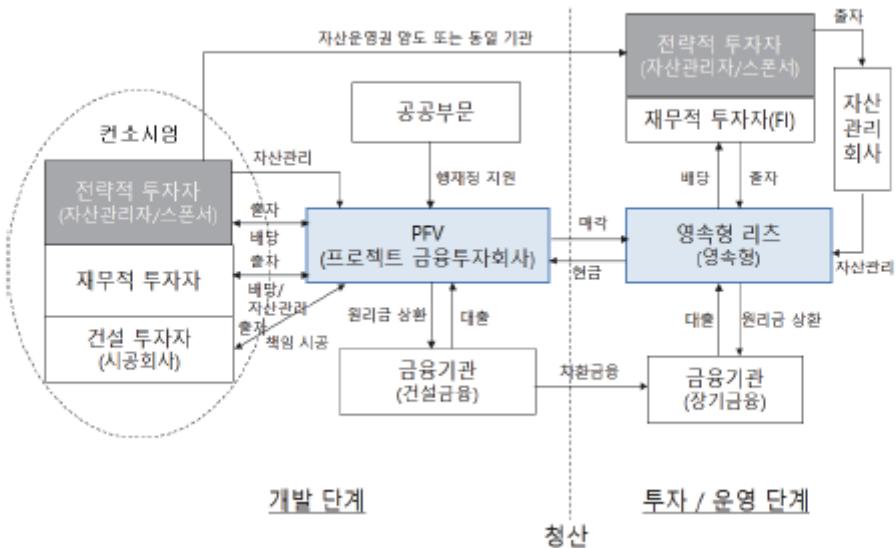


그림 1그림 1. PFV-리즈 모형의 구조

출처: 박원석 외. (2017). 「도시재생사업에서 리즈의 활용 방안」, SH서울주택도시공사, 주택도시연구 제7권 제2호, p.34.

종합적으로, 이러한 3단계 방안(① 현물출자 기반 자기자본 보완 및 양도세 이연, ② 복수시행사 컨소시엄, ③ PFV-리즈 전환형 출구전략)은 단계별로 PF의 재무적 취약성과 단일 시행사 구조의 리스크 집중을 구조적으로 보완하며, 세운상가 PF의 '한국판 롯본기힐즈' 실현 비전과도 부합한다. 따라서 세운상가 3-2-3구역 PF의 한계를 극복할 뿐만 아니라, 국내 대규모 도시재생사업의 새로운 패러다임으로도 발전할 수 있는 실현 가능한 대안으로 평가된다.

III. 결론

이번 사례 분석을 통해 PF 기법이 가지는 가능성과 한계를 동시에 확인할 수 있었다. NH투자증권의 선매입확약, 대주단 우선매수권, 시공사의 책임준공보증 등은 사업 착공 전부터 사실상 사업성을 확보할 수 있게 한 대표적 금융·재무 구조였다. 그러나 반복적인 브릿지론 만기연장과 금융비용 누적, 그리고 낮은 자기자본비율은 시행사의 수익성을 잠식하며 PF 구조의 근본적 리스크를 드러냈다.

이를 극복하기 위해, 현물출자 기반의 자기자본비율 보완, 복수시행사 컨소시엄 구성, PFV-리즈 전환형 출구전략이라는 세 가지 개선 방안을 제안했다. 이러한 방안들은 '한국형 롯본기힐즈' 실현 비전과도 긴밀히 맞닿아 있으며, 단계별로 PF의 취약점을 구조적으로 보완할 수 있는 대안이다.

다만, 이러한 방안들도 몇 가지 주의할 점이 존재한다. 현물출자 기반 강화는 토지소유자와 시행사 간의 이해관계 조정이 반드시 필요하며, 복수시행사 컨소시엄은 의사결정 지연·책임 분담 불확실성 등의 새로운 리스크를 동반할 수 있다. PFV-리즈 전환형 모델 또한 리즈 시장의 규제 환경이나 임차수요, 투자자 수요의 변동성에 민감하다는 점에서, 장기적이고 유연한 관리전략이 필수적이다. 이러한 한계들을 극복하기 위해서는 단순히 시행사나 대주단의 노력만으로는 부족하며, 자본시장 참여자(금융기관·투자자)들의 적극적인 역할과 정책적·제도적 개선 방안이 필히 함께 마련되어야 한다. 따라서 각 단계별로 리스크를 사전에 점검하고, 민간·공공·금융의 협력 속에서 지속적이고 체계적인 관리전략을 수립·보완해 나가는 것이 앞으로의 과제임을 다시 한번 강조한다.

※ 생성형 인공지능 활용

본 보고서 작성에는 생성형 인공지능을 보조적으로 활용하였다. 사례 정리와 문장 구성 단계에서 참고 자료로만 일부 활용하였으며, 금융기법과 자금조달 구조, 개선방안 등 주요 분석 내용은 정책 보고서, 공공자료, 기업 공시

등을 기반으로 직접 조사·작성하였다.

참고문헌

1. 국토교통부. (2024.11.14). 「부동산 PF 제도 개선방안」. 경제관계장관회의 안건자료.
2. 유선영. (2024). 「리츠(REITs), 공공주택 사업의 새로운 패러다임 될까?」. 주택금융 리서치 제36호, 한국주택금융공사.
3. 흥성진. (2024). 「부동산 시장 정상화를 위한 부동산 PF 대책의 법적 과제」. 토지/공법연구, 제106집, 한국토지공법학회.
4. 박원석. (2017). 「도시재생사업에서 리츠의 활용 방안」. 주택도시/연구, 제7권 제2호, SH서울주택도시공사.
5. 삼성증권 리서치센터. (2024.06.18). 「리츠 활성화 방안, 리츠의 투자 여력 확충안이 포인트」. *Sector Update*.
6. 박민우. (2024.06.03). 「'한국판 아자부다이힐스' 1.75조 본 PF 성공...세운 3-2, 내년 3월 착공」. 부동산아토즈.