

SECTOR UPDATE

2025. 6.

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

허재준, 선임연구원
jaejoon.huh@samsung.com



삼성증권

주택시장 하반기 전망

쏟림에서 완화

저성장, 고령화 시대에 지역적 양극화는 필연적입니다. 국내 주택시장은 고금리를 거치며 지방-수도권 양극화를 넘어, 서울 일부 지역의 극쏟림이 심화되었습니다. 주택시장 전반의 가격 상승이라고 하기도, 침체라고 하기도 어려운 시간이었습니다. 공급 주체의 매출에 상당 부분을 차지하는 수도권 및 지방 시장이 침체에서 벗어나야 비로소 주택시장 회복이라고 표현할 수 있을 것입니다.

하반기 국내 주택시장은 상승 압력이 높아질 전망입니다. 이는 공급 부족 누적, 재정 지출 효과, 금리 인하 등 복합적 요인에 기인합니다. 인플레이션과 고금리로 인한 주택 부족은 전 세계적 현상인데 국내는 PF 위기로 주택 공급이 더욱 축소되었습니다. 하반기 수도권부터 공급 부족을 체감하며 전세 가격 상승이 예상됩니다. 지방 소멸 위기에 다주택자 규제도 요인 중 하나로 작용했지만, 보다 근본적으로는 산업 기반 약화가 주요인입니다. 이러한 상황 속에서 지방 균형 개발이 정책 방향의 최우선으로 자리 잡은 데다, 지방 주택 공급이 장기간 축소되었다는 점에서 점차 회복 신호가 나타날 전망입니다. 2024년 8.8 대책을 시작으로 비아파트 수요 촉진책, 도심 정비 사업 활성화 기반 마련 등도 지역적 극쏟림을 완화시켜 줄 요소로 판단합니다.

사업 환경은 개선세지만 공급 주체들은 과거와 다른 환경 변화에 직면했습니다. 정부는 반복되는 PF 위기의 근원이 낮은 자본 비율에 있다고 판단, 자본 비율을 상향하는 방향으로 PF 제도 변화를 꾀하고 있습니다. 수요가 저조함에도 고레버리지를 활용한 부동산 개발은 어려워져 부동산 시장의 구조조정은 장기화될 전망입니다. 재정 한계를 극복하며 인프라 확충 및 주택 공급 목표를 달성하기 위해 자본력 강한 player에 유리한 제도 변화가 예상됩니다.

대형사에게 유리한 제도 변화로 인해 대형사로의 분양 물량 집중 현상이 지속되고 있습니다. 도시정비 사업 활성화 기조도 주요 건설사들의 주택 사업에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상됩니다. 여기에 코로나19 이전 대비 높아진 도급액을 고려하면 커버리지 건설사의 매출액 감소는 제한적일 것으로 예상합니다. 한편, 안정화된 공사비와 높은 수준을 유지하고 있는 아파트 분양가로 인해 커버리지 건설사의 주택 사업 수익성은 점진적으로 개선되고 있으며 이러한 추세는 지속될 것입니다. 이에 따라 커버리지 건설사들의 주택 사업 이익은 수익성 개선 효과가 매출액 감소를 상회하며 중장기적으로 증가할 것으로 전망합니다.

주택시장 전망

- 주택 가격은 하반기 상승 압력 예상, 1) 공급 부족, 2) 재정 지출 효과, 3) 금리 인하 등에 기인
- 인플레이션과 고금리로 인한 주택 부족은 전 세계적 현상, 국내는 PF 위기로 주택 공급이 더욱 축소돼 하반기부터 공급 부족 체감
- 지방 소멸 위기는 산업 기반 약화 외에도 다주택자 규제도 작용, 건설 경기 회복을 위해서는 수도권-지방 양극화 해소가 최우선
- 전세 대출 축소 기조, 해외 자본의 임대주택 시장 진출, 월세 전환, 1인 가구 증가 등으로 전세 소멸과 주거비 부담 상승 예상

PF시장 점검

- 2022년부터 시작된 PF 위기는 연착륙 단계, 6월까지 12.6조원의 부실이 정리되었고 재구조화 대상인 잔여 부실은 11조원
- 정부는 반복되는 PF 위기의 근원이 낮은 자본 비율에 있다고 인식, 전방위적인 PF 건전성 강화 규제 나서
- 비주거/지방/중소사업장의 PF는 어려워져 공급 조절 예상, 영세 시행사/시공사/저축은행의 구조조정이 지속될 것
- 지방 균형 개발은 정부의 핵심 추진 과제, 그러나 인프라 구축과 정책 효과가 확인된 뒤 PF 활성화 전망

건설업 전망

- 커버리지 건설사 주택 사업 매출액 감소는 비교적 제한적일 것, 1) 대형사로의 분양 물량 집중 현상, 2) 높아진 도급 금액 등에 기인
- 한편, 안정화된 공사비와 높은 수준을 유지하고 있는 아파트 분양가로 인해 건설사의 주택 사업 수익성 점진적으로 개선될 전망
- 커버리지 건설사들의 주택 사업 이익은 수익성 개선 효과가 매출액 감소를 상회하며 증가할 것으로 전망
- 빠른 주택 공급을 위해 도시정비 사업 지원 기조를 떨 가능성이 크며, 이는 건설사에게 수혜로 작용할 것

자료: 삼성증권

REPORT

CONTENTS

01	주택시장 전망	05p
	매크로 수급 변수	
02	새로운 주거 소비	22p
	주택 소비 변화 해외 자본 진출 이유	
03	PF시장의 변화	33p
	PF 현황 취약 주체 PF 구조조정	
04	건설업 전망	44p
	수익성 공급 실적 도시정비 사업	

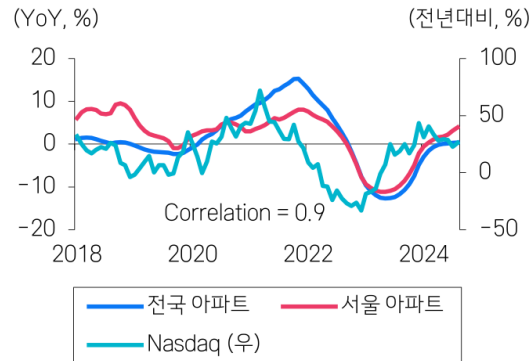
PART
01

주택시장 전망

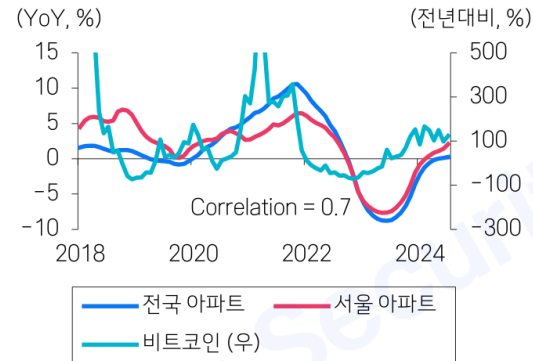
Samsung Securities

유동성 증가

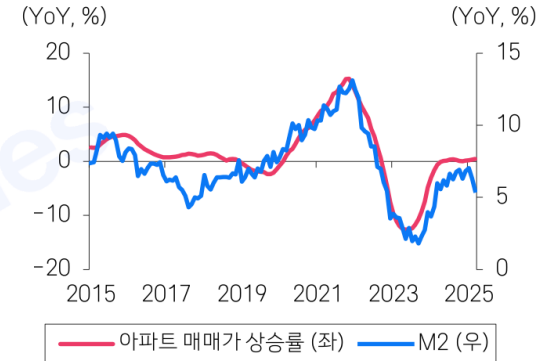
나스닥과 아파트 가격



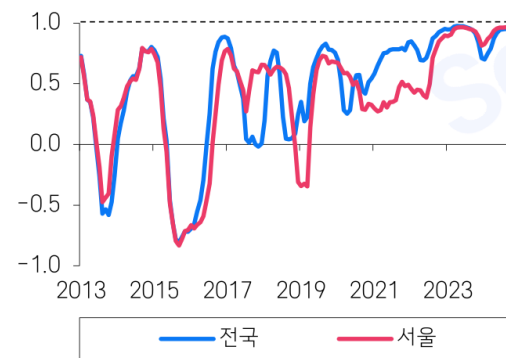
비트코인과 아파트 가격



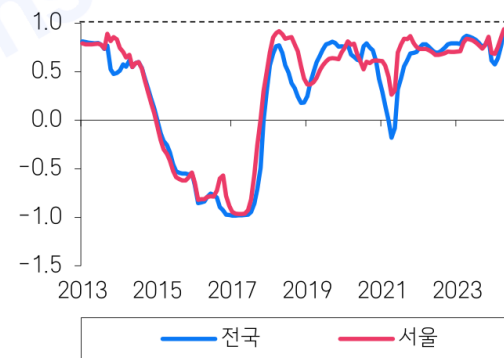
M2 유동성과 아파트 매매가



나스닥과 아파트 가격 correlation



비트코인과 아파트 가격 correlation



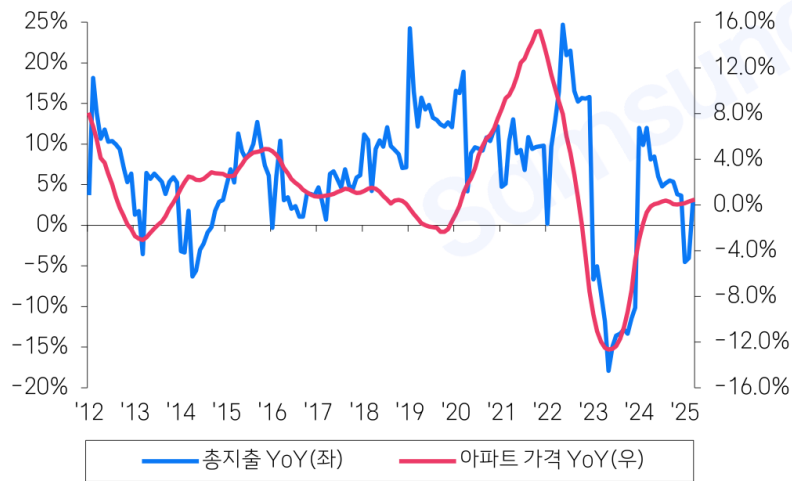
- 2018년 이후 국내 아파트 시장은 글로벌 자산시장과 연동성 강화
- 세부 규제보다 유동성, 금리 등이 주택 가격에 민감한 변수로 나타남
- 2025년 하반기부터 재정정책 본격화 시 시중 유동성 증가
- 공급 축소와 맞물려 2025년 하반기 주택 시장은 상승 압력이 높음

참고: Correlation은 24개월 이동 평균
자료: Bloomberg, 부동산원, 삼성증권

정부 지출 증가

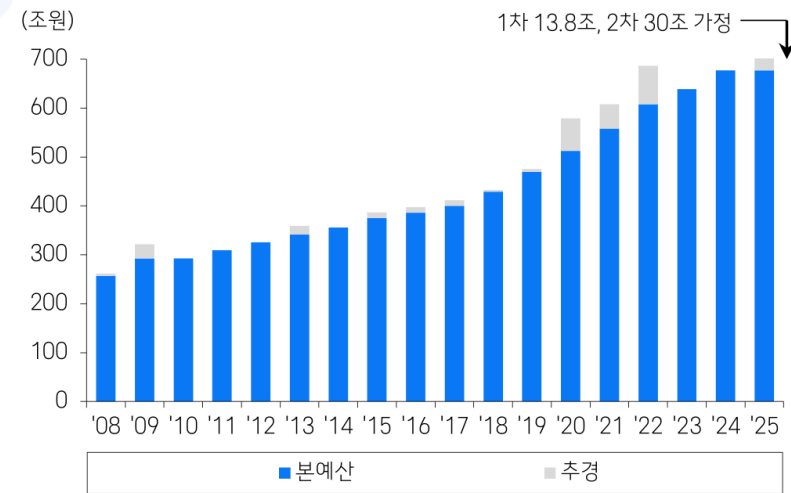
- 역사적으로 2009년(금융위기 이후), 2020~2022년(코로나19) 확장 재정정책이 사용됨
- 당시 재정 지출 규모가 늘며 시중 유동성 증가 효과 두드러져
- 2019년 정부 지출 증가에도 아파트 가격 상승률이 둔화된 이유는 주택 공급 증가의 후유증, 금리 인상 가능성이 증대되던 시기이기 때문
- 경기 침체를 타개하기 위한 재정 지출 증가는 유동성 증가 → 아파트 가격 상승 요인 중 하나

재정 총지출과 아파트 가격



자료: 통계청, 부동산원, 삼성증권

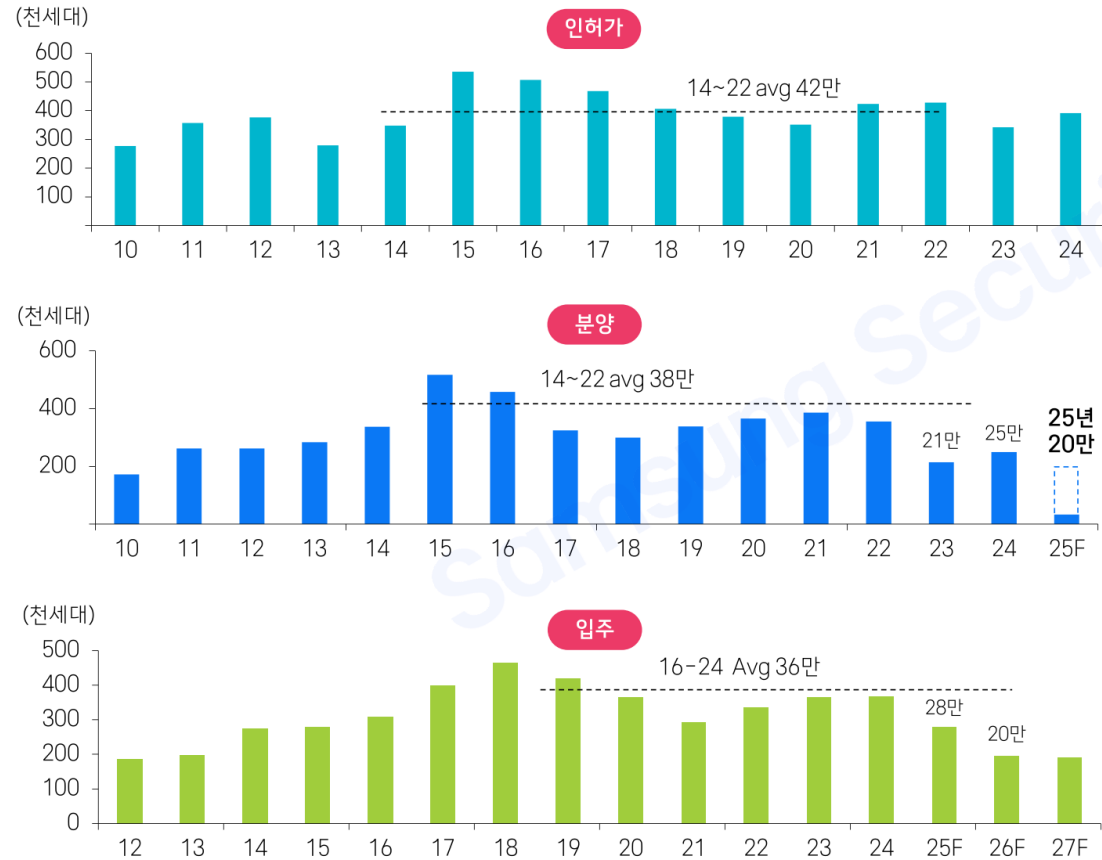
본예산과 추경 예산 추이



자료: 기획재정부, 삼성증권

2028년까지 수도권 공급 부족

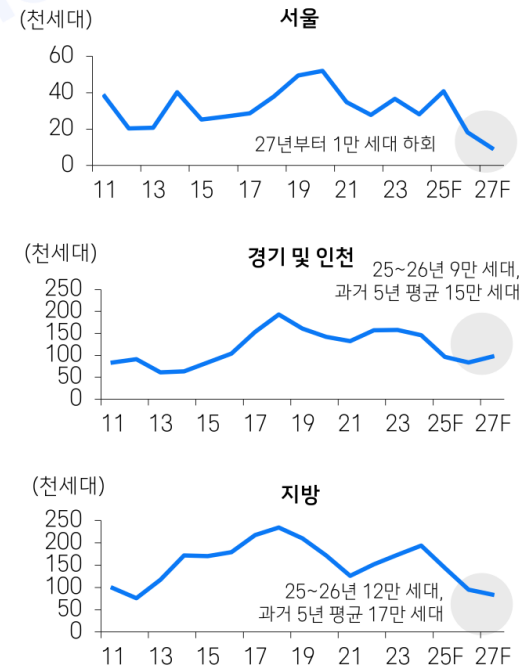
전국 아파트 인허가/분양/입주



자료: 부동산원, R114, 삼성증권

- 2022~2024년 PF 경색으로 분양 감소
- 2025년 대내외 불확실성으로 분양 침체
- 2028년까지 공급 감소 전망

아파트 입주량

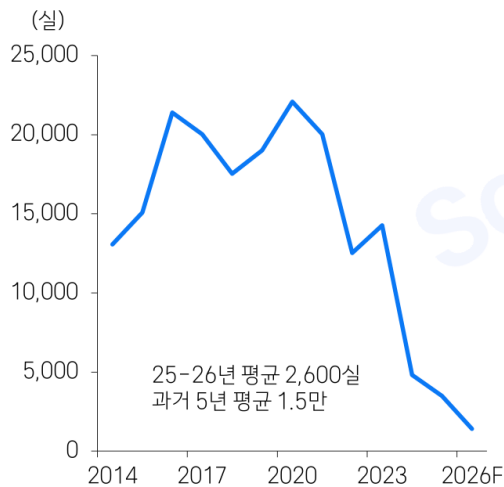


자료: R114, 삼성증권

공급 대안 주거 부족

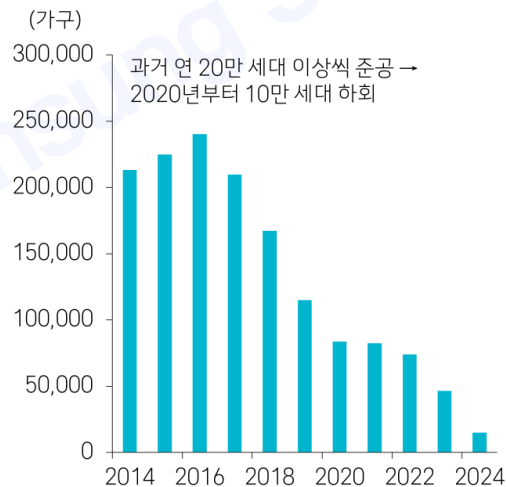
- 빌라와 오피스텔 공급 타격은 더욱 극심, 비아파트 전세 가격 상승 → 아파트 전세 가격 상승 → 주택 매매 가격 상승의 경로 예상
- 입주량과 전세 가격 상관관계는 높음, 2025년 하반기부터 수도권 전세 가격 상승이 나타나기 시작
- 2025년 28만, 2026-2028년 연평균 20만 세대 입주 예상. 비아파트인 오피스텔, 빌라 등은 연 1만 세대 수준으로 무의미
 - 서울 주택에서 빌라 및 건물내 주택 비중은 31%(2023년), 서울 주택 매매 거래에서 빌라 비중은 2/3까지 상승(2022년)
- 국내 신규 주택 수요는 연평균 40만 세대 vs 공급은 2028년까지 연평균 25만 세대 내외 예상

오피스텔 입주량



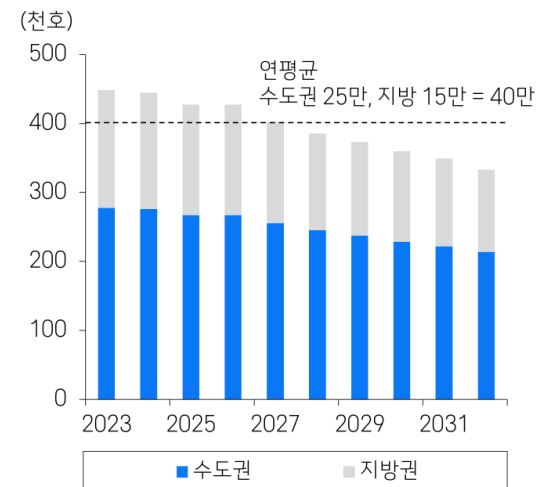
자료: R114, 삼성증권

빌라(연립·다세대) 준공 실적



자료: 국토교통부, 삼성증권

권역별 신규 주택 수요 추정

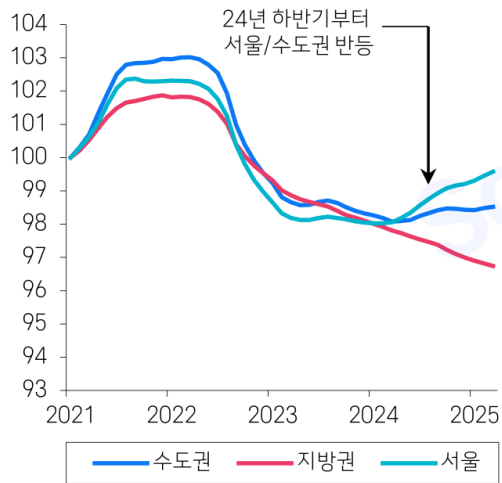


자료: 국토교통부, 삼성증권

단기 등록 임대주택 제도 부활, 비아파트 회복에 도움

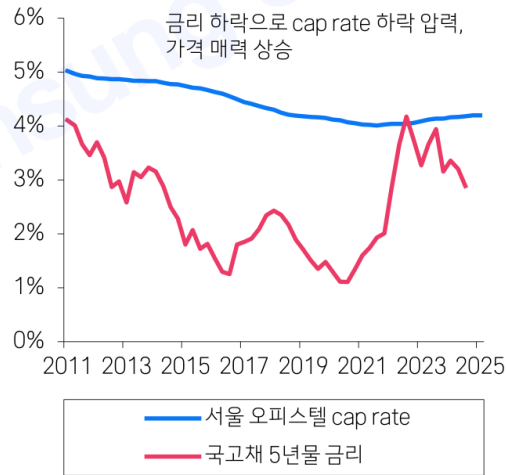
- 7월 4일부터 비아파트에 적용되는 6년 단기 등록 임대주택 제도 시행, 5년 만에 부활한 제도
 - 1주택자가 아파트 제외, 연립/다세대/오피스텔을 임대주택으로 등록 • 임대 시 종부세 합산 • 양도세 중과 배제
- 2024년 '8.8 대책'에서 비아파트 수요 촉진 - 수도권 공시가 5억(전용 85㎡, 시세 7~8억원) 이하 빌라 보유자 청약 시 무주택자 인정
- 4월 기준, 서울 빌라 매매가는 2024년 4월 저점 대비 1.6% 상승, 수도권도 2024년 8월부터 상승 전환
- 건축 원가가 3년간 40% 급등한 반면 비아파트의 가격은 하락 혹은 소폭 상승에 그침, 점차 가격 매력에 주목할 가능성이 높음

연립, 다세대주택 매매 거래가 지수



자료: 부동산원, 삼성증권

서울 오피스텔 가격 지수



자료: 부동산원, 삼성증권

전국 오피스텔 거래량 증가율



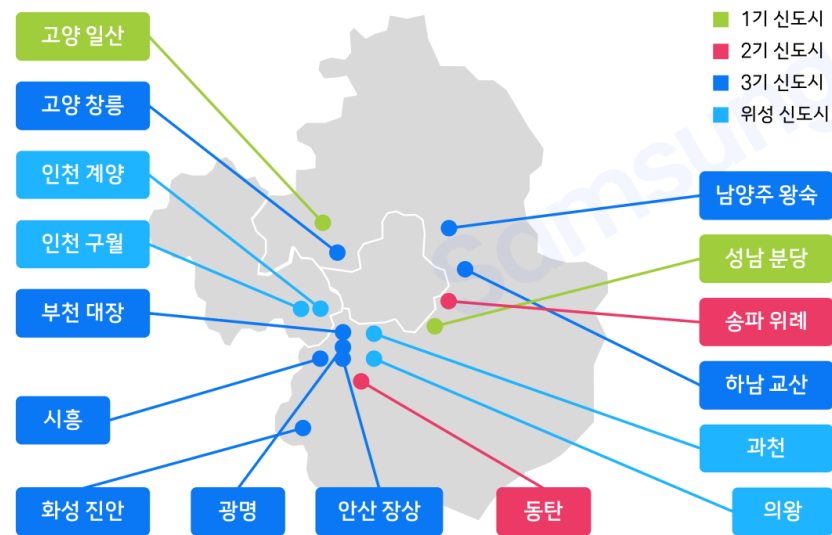
참고: YTD YoY

자료: 부동산원, 삼성증권

3기 신도시 현황

- 2019~2031년 진행 계획이었으나 현재 공정률은 평균 6%
- 낮은 토지 보상률, PF시장 위축, 원가 부담으로 시공사 참여 저조, 2022~2024년 민간 주도 주택 정책으로 추진력 약화
- 재추진을 위해서는 원가 부담 하락, GTX 확충 여부가 중요

3기 신도시 위치



자료: 국토교통부, 삼성증권

3기 신도시 및 위성 신도시 계획(30만 호 공급 방안)

지구명	사업기간	세대 수 (호)	인구 (명)	비고
남양주 왕숙1·2 (공정률 5%)	2019-2031	65,000	165,000	GTX-B 계획 왕숙2 지면(본청약 27년)
하남 교산 (공정률 4%)	2019-2028	33,000	78,000	GTX-D 계획 25년 4월 본청약
인천 계양 (공정률 25%)	2019-2026	17,000	41,000	25년 하반기 분양 계획
고양 창릉 (공정률 2%)	2020-2029	38,000	85,000	GTX-A 신설(창릉역) 예정 25년 4월 본청약
부천 대장 (공정률 3%)	2020-2029	19,000	44,000	대장홍대선(2030년 개통 목표) 25년 4월 본청약
과천 (공정률 10%)	2019-2025	7,000	18,000	2025년 말 입주 시작 예정
안산 장상 (공정률 3%)	2020-2026	14,000	33,000	2026년 이후 입주 예정
광명·시흥	2022-2031	70,000	161,000	위성 신도시
인천 구월2	2022-2031	18,000	45,000	위성 신도시
의왕·군포·안산	2022-2031	41,000	161,000	위성 신도시
화성 봉담3	2022-2031	17,000	45,000	위성 신도시
화성 진안	2022-2031	29,000	77,000	위성 신도시

자료: 국토교통부, 삼성증권

- 2024년 8.8 대책에서 재건축 규제가 대폭 완화, 재건축 활성화의 기반이 마련됨
- 재건축초과이익환수제는 2006년 도입 후 현재까지 실제 징수된 사례는 없음(통보 단지 63개, 3.4만 가구)

8.8 대책에서 재건축 활성화 방안 효과

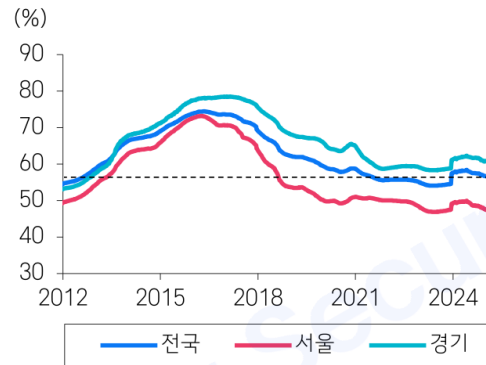
구분	내용	의미	비고
정비사업 촉진법 (특례법)	계획 통합 처리(일괄 심의)	심의 단계 대폭 축소	영구 시행
	광역자치단체 협동조정회의 신설	지자체 간 의견 불일치 해결하기 위해 국토부 주관으로 설치 운영	영구 시행
	전자결의 도입	조합 총회 시 전자투표 허용으로 행정 지연 최소화	영구 시행
조합설립 동의율 완화	종전 75% → 70%, 동별 최소 동의도 과반수 → 1/3	사업 초기 단계에 빠르게 조합 설립	영구 시행
인동 간격 최소 기준 완화	서울시 기준, 동간 최소 인동 간격 50m → 25m로 완화	수도권 타 지자체도 법정 최소 기준 25m로 일괄 적용	영구 시행
용적률 인센티브	3종 일반 주거(기존 300% → 330%), 역세권 (360% → 390%) 10~30% 한시 상향	사업성 개선	3년(27년 8월)
임대주택 배정 비율 완화	기존 25% → 15%	낮춰도 동일한 용적률 인센티브 적용	영구 시행
공원녹지 확보 기준 완화	종전 정비 사업 부지 5만㎡ 이상일때 공원녹지 조성 → 10만㎡로	소규모 정비 사업 부담 완화	영구 시행

자료: 국토교통부, 삼성증권

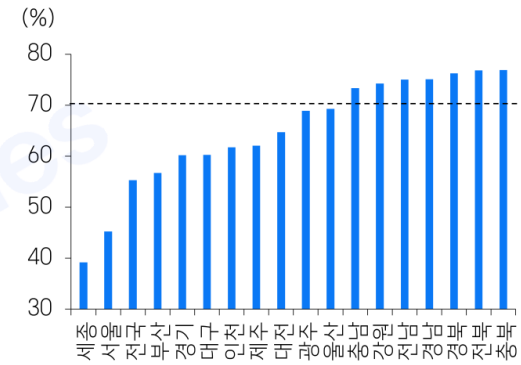
전세가 상승 압력

- 전세/매매 비율은 서울 50%(강남 40%), 경기 60%, 지방은 70%까지 상승 시 매매로 전환되는 모습을 보여옴
- 2024년부터 수도권은 전세 가격 상승 속도가 매매가 상승 속도 추월
- 지방은 매매가 하락, 전세 가격 정체 상태. 매매가 하락 압력 축소

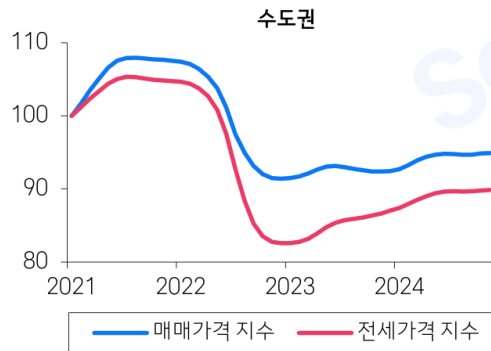
전세/매매 비율



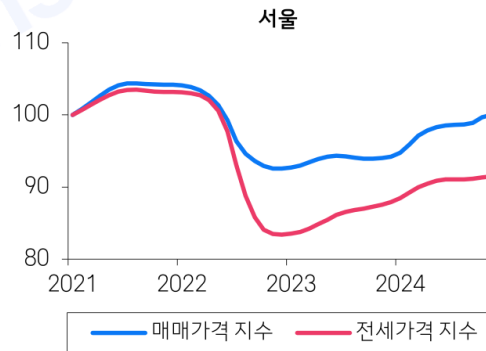
전국 전세/매매 비율(5월 기준)



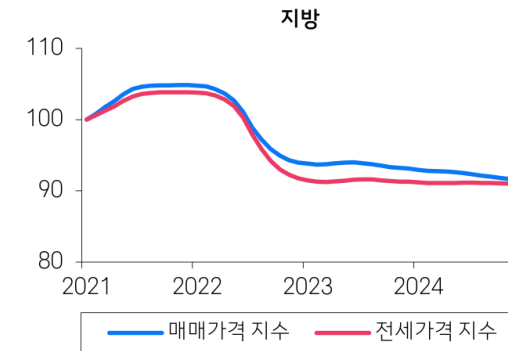
아파트 가격 지수(수도권)



(서울)



(지방)

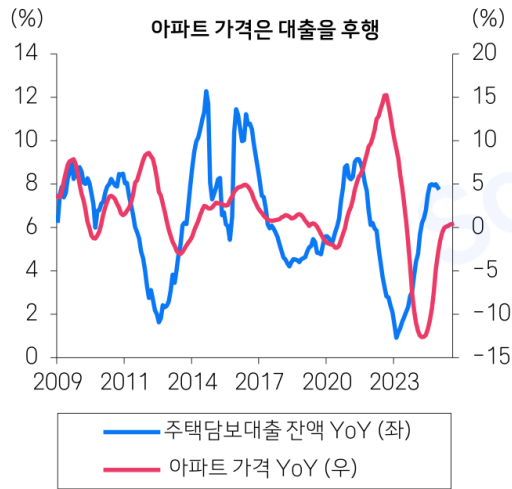


자료: 부동산원, 삼성증권

금리 하락이 DSR 규제 영향을 완화

- 2024년 9월, 스트레스 DSR(총부채원리금상환비율) 2단계 도입(수도권 1.2%, 지방 0.75% 가산 금리), 신용대출 중심 가계부채 증가 속도 둔화
- 2025년 7월 3단계 도입 예정(가산 금리 수도권 1.5%, 지방 주담대는 2단계 적용), 2단계 → 3단계로 전환 시 기존 대비 영향은 크지 않음
- 금리 100bp 인하 시 스트레스 DSR 영향을 상쇄할 전망, 대출금리는 기준금리 인하분만큼 하락하기 때문
 - 하반기 기준금리 2회 인하 전망(2%). 이 경우 스트레스 DSR 2단계 도입 시점인 2024년 9월 (3.5%) 대비 150bp 하락
- 지방은 대출 여력 상승. 스트레스 DSR 3단계를 앞둔 6월, 서울과 수도권 일부 지역에서 과도한 거래량 증가와 가격 상승이 나타남

주담대 잔액과 아파트 가격 상승률 비교



자료: 한국은행, 삼성증권

스트레스 금리에 따른 대출 가능액 시뮬레이션

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

참고: 연봉 5천만원, DSR 40%, 은행 금리 4.0%, 40년 만기 주담대 가정
자료: 삼성증권

수요 대출

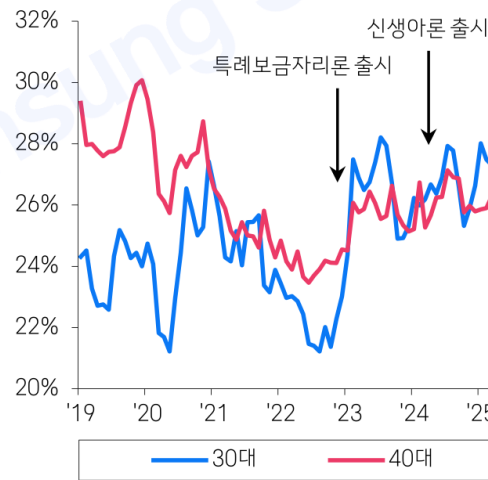
- 2023~2024년 정책 모기지(특례 보금자리론, 신생아론) 출시로 고금리에도 실수요자의 구매력 증대 효과
 - 2024년, 서울은 2022년 대비 3040세대의 주택 매입 비중은 최대 23%p 상승, 반면 20대 이하 및 고령층 비중 감소하며 실수요 강세
- 생애최초 대출의 LTV는 80%(일반은 70%, 방공제 제외), 지역/소득/주택가격과 무관해 실수요의 구매력을 증대시키는 대출 상품으로 기능
- 저금리 시기에는 20대 이하, 60대 이상 매수 비중이 높았음(투자 및 증여), 고금리 시기 40대 비중 증가는 갈아타기 수요로 실수요 목적
- 2023년부터 코로나19로 이연되었던 혼인 및 출산율 반등

서울 아파트 거래량



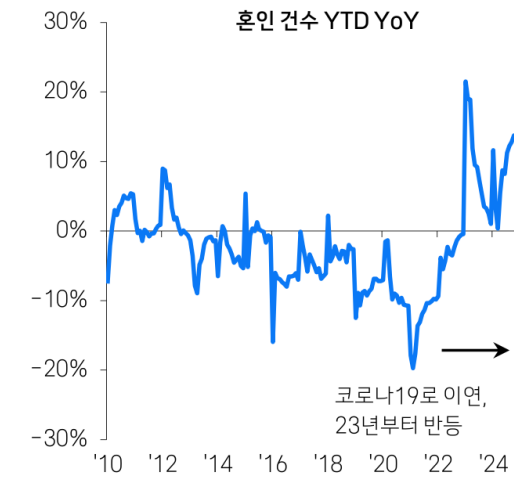
자료: 국토교통부, 삼성증권

매입자 연령별 전국 아파트 거래 비중



자료: 부동산원, 삼성증권

혼인 건수



자료: 통계청, 삼성증권

서울 쏠림은 구조적이었으나...

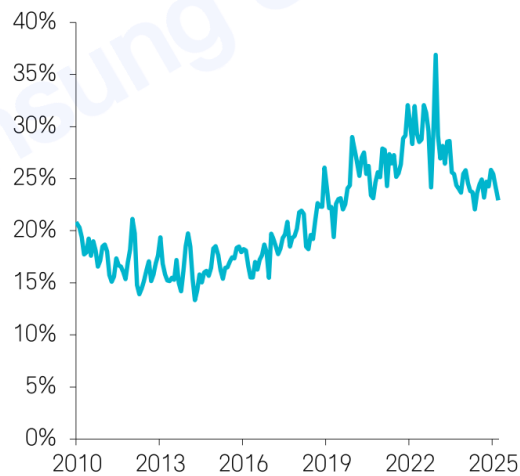
- 2022년 이후 고금리를 거치며 서울만 아파트 거래량 증가, 5~6월, 스트레스 DSR 3단계 도입을 앞두고 더욱 심화
 - 장기간 다주택자 규제 지속: 서울 주택 매매 거래에서 외지인 비중은 20% 상회
 - 고령화: 구조적인 양극화 유발 요소. 50대 이상 중장년층은 과거 대비 전출자 11만 명 감소. 병원, 교통 인프라의 중요도 상승 영향
- 지방 주택시장 활성화에 최우선 요건은 산업 기반 강화와 인구 유입
- 그 외에 효과적인 것은 종부세 부과 기준을 주택 수 → 가액 변경 등 다주택자 규제 완화와 세제 중심의 지방 수요 진작책

아파트 매매 거래량 YoY 증가율 (YTD)



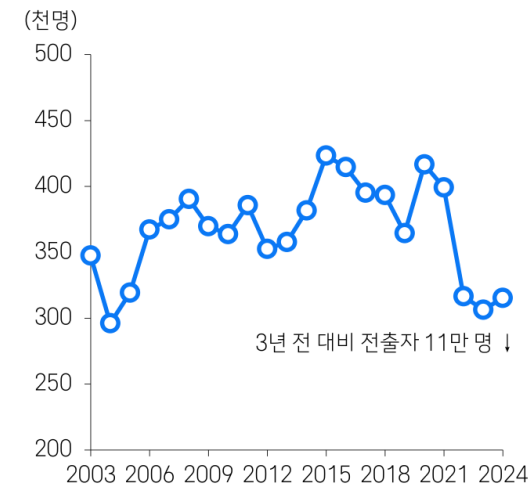
자료: 국토교통부, 삼성증권

서울 주택 매매 거래에서 외지인 비중



자료: 부동산원, 삼성증권

50대 이상 중장년층 서울 전출자

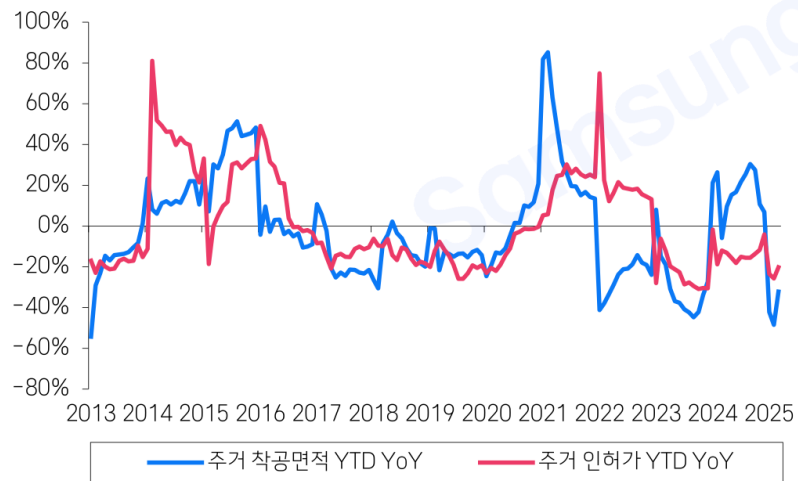


자료: 통계청, 삼성증권

현황 양극화

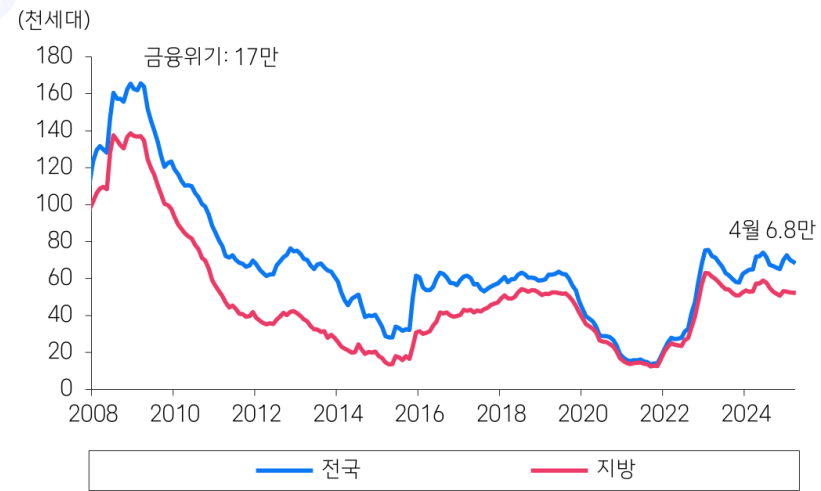
- 주택 선행 지표 악화가 장기화. 주거 인허가 실적은 2023년부터 2년 연속 하락세
- 수도권 주택 부족은 현실화된 가운데, 지방은 미분양 적체 문제. 준공후 미분양 2만 세대 넘어 지역 건설사의 유동성 위협
- 장기간 일부 지역의 쏠림 현상이 과도해지며 양극화 해소가 주요한 현안으로 부상

주택 선행 지표



자료: 통계청, 삼성증권

미분양 - 지방 문제 심각



자료: 국토교통부, 삼성증권

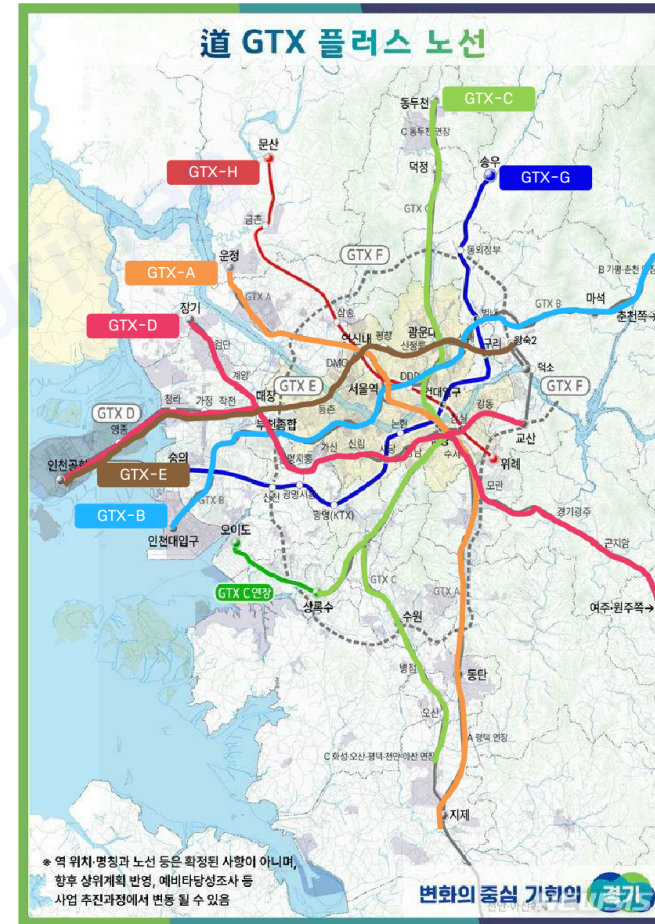
현황 인프라

- 균형 개발에 광역 교통망 연결이 필수. 재정 한계로 민간 역할이 중요
- 5월, 맥쿼리인프라가 GTX-B의 투자 검토를 철회하는 등 난항
- 민간투자법 개정안 통과 대기 중. 상장 인프라펀드의 차입 비율 증대(자본금의 30% → 100%), 은행의 BTO(수익형 민자사업) 지분 투자 시 위험 가중치 하향 조정 등
- 하반기 통과 기대, 이 경우 민간 SOC 활성화로 균형 개발에 탄력

GTX 라인별 현황

	노선	지역	비고
추진	A	파주 운정-고양창릉-서울역-삼성역-수서역-동탄	2025년 3월 첫 운행, 2028년(삼성역 개통) 노선 완성
	B	인천 송도-신도림-여의도-서울역-용산-청량리-남양주 마석	민자 구간 착공 준비, 강원도 춘천까지 연장 계획, 맥쿼리인프라가 투자 drop
	C	양주 덕정-수원-안산	전 구간 민자, 2028년 개통 예정, 최근 건설사 이탈, 착공 지연
신규	D	인천공항과 장기-하남교산, 강원도 원주	
	E	인천공항-남양주 덕소	
	F	의정부-대곡-부천종합운동장-수원-교산	
	G	인천 송의-포천 송우	
	H	파주 문산-서울 위례	

자료: 경기도청



참고: 2024년 4월 공개
자료: 경기도청

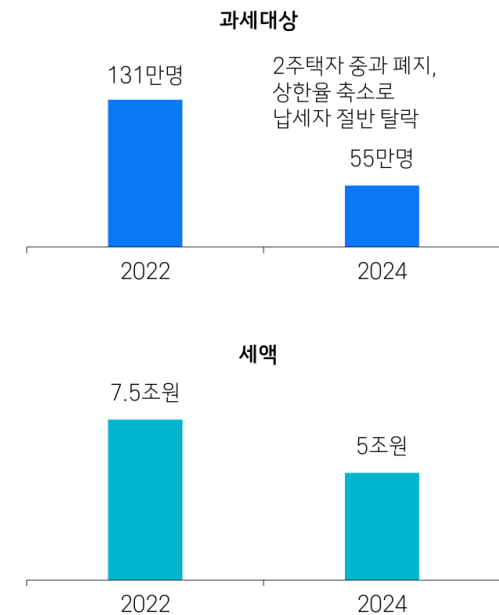
- 2023년 종부세 개정으로 연간 세수 감소는 1조원 이상, 다주택자 종과 기준 완화(2주택자 종과 폐지, 상한율 축소로 납세자 감소)

2022~2023년 종부세 완화 내용

	조치 전	조치 후
기본공제 상향	1주택자 공제액 11억원	23년부터 11 → 12억원
	부부 공동 명의 공제액 9억원	9억원 → 18억원
세율 인하	조정 대상 지역 2주택자 종과세율 (최고 0.8~ 1.2%)	23년부터 2주택자 종과 폐지, 기본세율 (0.5~2.7%)
	과세표준 구간 상위 구간(94억원 초과 등), 중간 구간(12~94억)에 종과세율 등 차등	상위 구간 세율 소폭 인하, 중간 구간에 종과세율이 아닌 단일 기본세율 적용 12억원 이하 구간은 기본세율(0.5%) 유지, 종과세율 폐지. 12억원 이하 구간 세부담 경감
세부담 상한율	다주택자 세부담 상한율 300%	300% → 150%로 인하
과세대상 주택기준	1주택자, 공시가 11억 초과부터 과세	11억 → 12억 초과로 상향
	부부 공동 명의 공시가격 합산 9억 초과부터 과세 시작	9억 → 18억 초과로 확대
합산 배제 대상	공공 임대주택, 종교, 학교법인 등 합산배제 제한	공공 주택 사업자의 지분 적립형 분양 주택, 광역지방 미분양 소형주택 등으로 합산배제 확대

자료: 기획재정부, 삼성증권

종부세 과세 대상 변화



자료: 기획재정부, 삼성증권

세제와 대출 정책

하반기 정책 변수

- 1) 다주택자의 양도세 중과, 유예 연장 여부(2022년부터 1년 단위로 중과 배제 유예 중, 2026년 5월까지)
- 2) 전세 대출 강화 여부
 - 그간 전세 대출은 심사가 느슨하고 보증 비율이 100%에 육박하는 관행, 가계부채 증가 요인이자 갭투자로 주택 가격 상승 요인 중 하나
 - 전세 대출 규제 시 전세 가격 상승률 둔화, 월세 전환 가속화. 전세와 매매시장에서 디레버리징으로 가격 변동성 축소 (Appendix 참조)
- 3) 주택 담보대출 강화
 - LTV, DTI 등 세부 규제 도입 여부. 그러나 역사적으로 지역적 대출 규제는 금리 인하 국면에 결정적 변수는 되지 않았음
- 4) 지방 수요 진작: 취득세, 양도세 감면 등의 혜택 여부

도입 예정이거나 검토 중인 전세 대출 규제

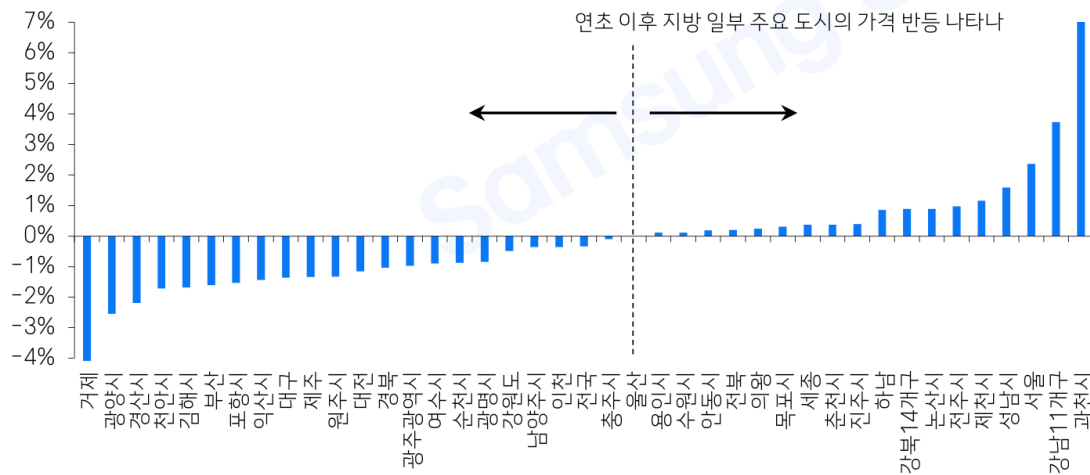
시행 주체	구분	내용	시행시기
보증 기관	전세 대출 보증 비율 하향	전세금의 100%까지 보증 → 90%	6월
금융위	전세 대출 DSR 적용	검토 중 - 현행 스트레스 DSR은 신용대출, 주택 담보대출만 대상 - 이를 전세 대출로 확대하는 안 검토 중	추후 확정 예정
은행권	전세 대출 취급 제한	다주택자 대상, 전세 대출 조건부 취급 제한 - 일부 시중은행이 2024년 하반기부터 다주택자, 임대인 소유권 이전 조건부 전세 대출 중단 - 2025년 초부터 단계적 재개 및 일부 중단을 반복	미정

자료: 언론 보도, 삼성증권

쏟림에서 완화 예상

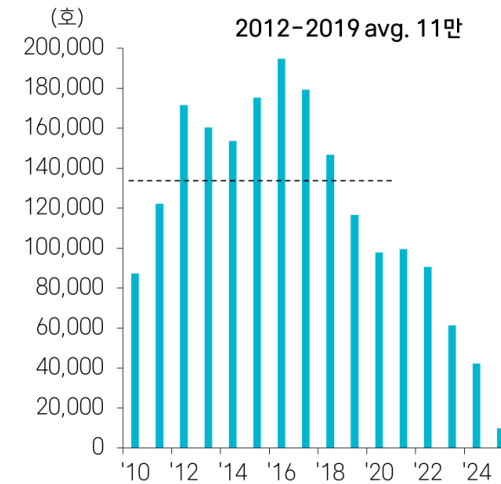
- 2025년 상반기, 서울뿐 아니라 인근 핵심 지역(예) 과천, 성남)의 가격 상승률은 서울을 압도. 서울 접근성, 신축 효과 등의 요인에 기인
- 지방 균형 개발, 다주택자 규제 완화, 재정 확대 정책 등이 모두 순조롭게 이뤄질 경우 주택 공급 축소와 맞물려 지방 침체 완화 예상
- 지방은 거점 산업 회복이 가장 중요. 울산은 2024년 8월부터 광역시 중 유일하게 상승 전환한 지역, 조선업 경기 호조에 기인
- 오피스텔, 빌라 등 비아파트 역시 공급 감소 영향과 5년 만의 단기임대등록 제도 부활로 극심한 침체에서 벗어날 전망
- 2025년 하반기부터 서울 일부 지역의 극쏟림 현상은 점차 완화될 가능성이 높음

연초 이후 아파트 가격 상승률



참고: 6월 5일 기준
자료: KB부동산, 삼성증권

전국 비아파트 준공 물량



자료: 국토교통부, 삼성증권

PART
02

새로운 주거 소비

Samsung Securities

거주 형태: 800만 1인 임대 수요

- 임차 가구는 844만 가구, 이 중 민간임대는 658만 가구이며, 사적 개인 임대 시장은 643만 가구, 기업형 민간 임대는 34만 가구에 불과
- 민간 임대 중 사적 임대 비중 90%, 기업형 임대 비중 5%. 반면 일본은 기업형 임대 비중이 60%
- 공공 지원 임대주택은 궁극적으로 분양 전환돼 일반 주택으로 편입될 가능성이 높음
- 한국의 주택 임대시장은 ① 안전이 취약한 사적 임대시장 비중이 높고, ② 절대적인 임대주택 수가 부족하다는 문제점을 안고 있음
- 월세 임차 형식이 45%인 1인 가구는 794만 가구로 추계. 1인 임대 주거 시장은 2030년 35조원에 이를 전망

국내 임대주택 수요



참고: 2022년 주거실태조사 임대주택 통계
자료: 국토교통부, 삼성증권

1인 가구 주거 시장 규모

		1인 가구 수 (만명)	1인 가구 주거 시장 (조원)
2020	서울	136	5.8
	전국	648	21.9
2025 (예상)	서울	155	10.8
	전국	765	34.9

참고: 1인 가구 중 월세 비중 45% 가정, 평균 임대료 연 700~900만원 가정
자료: 통계청, 삼성증권

임대주택: 1인 가구 겨냥

- 국내 기업형 임대주택은 대기업 계열사가 공급하다가 최근 커뮤니티를 강조하는 코리빙, 시니어하우징으로 다양화되는 단계
- 2024년 말부터 해외 자본이 국내 임대주택 시장에 진출, 약 1조원대의 펀드 약정을 맺으며 관심 증대

국내 기업형 임대주택 유형

	임대주택	코리빙	시니어하우징
수요층	~5060까지	2040	1~2인 시니어
1인 가구 규모	약 200만	약 300만	약 50만
			
주요 player	KT에스테이트 신영 코오롱글로벌	SK디앤디 홈즈컴퍼니 MGRV 로컬스티치	케어닥 케어링
건물 유형	오피스텔, 소형주택, 다세대, 아파트 등	임대형 기숙사, 오피스텔, 소형주택, 다세대, 호텔 리모델링 등	노인복지주택, 오피스텔, 소형주택, 다세대 등
해외 자본	ICG, CPPIB, GIC, KKR, 모건스탠리, 하인즈, M&G리얼에스테이트, JLL		인베스코, 워버그핀크스
주거 니즈	도심 진입이 가능한 부도심까지, 개인 공간 확보 필요	줍더라도 도심 초역세권, 공용 공간 필요	병원 인접, 외로움 방지를 위한 네트워킹

자료: 삼성증권

임대주택: 부동산 운용사 진출

- 2017년 기업들의 임대주택 시장 진출 시작. SK디앤디가 GIC와 개발한 수유 에피소드(838세대)가 현재 최대 규모
- 2018년 이랜드리테일 사옥을 청년주택으로 개발한 '이랜드peer 신촌'을 시작으로 이랜드건설, 전국 확장에 나서
- 최근 LB자산운용과 이지스자산운용은 가산동 산단펀드를 활용해 임대형 기숙사 개발 시작
- 데이터센터, 물류센터 등 new economy 자산 개발을 주도했던 부동산 운용사들의 진출이 눈에 띈다

국내 player의 임대주택 투자 현황

구분	주체	구분	지역	세대 (실)	협력사	비고
운용사	LB자산운용	임대형 기숙사	가산	814	미정	산단 펀드 활용, 국가산업단지 내
운용사	이지스	임대형 기숙사	가산	600	우주(Opco)	
건설사	이랜드건설	임대형 기숙사	북가좌동		대한토지신탁	
		공공 지원 민간 임대	수원	미정	HL리츠운용	사모 리츠 구조 활용
		공공 지원 민간 임대	대구		미정	
상장 리츠	코람코라이프인프라	코리빙	안국	미정	MGRV(Opco)	주유소 멸실 후 코리빙 개발

임대주택: 해외 자본 진출

- 모건스탠리, KKR, 하인즈 등 글로벌 기관 및 디벨로퍼들이 국내 기업형 임대주택 시장에 진출 가속화
- 이들의 전략은 공급 부족 시장에서 멀티패밀리/1인 가구/기숙사 공급. 해외 기관은 IMF 이후 한국 오피스와 물류센터에 투자해 옴
- 코로나19를 기점으로 APAC에 투자하는 펀드들은 중국과 오피스 비중을 줄이면서 한국 비중 상향, 일본에서 축적한 임대주택 투자 경험을 바탕으로 다음 타겟을 한국으로 설정
- 주로 오피스텔 통매입 후 임대주택으로 운영 후 매각 방식. 국내 부동산 시장이 성숙기로 진입하며 분양보다 임대 운영 중심으로 전환

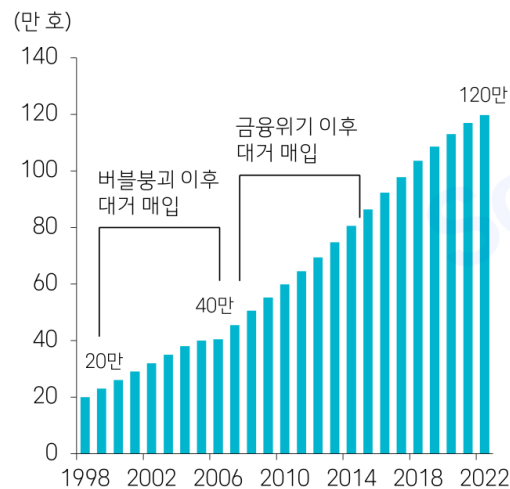
해외자본의 임대주택 투자 사례

주체	유형	지역	매입가	세대 (실)	비고	협력사
모건스탠리	오피스텔	길동	200억원	104	2016년 준공 오피스텔 공매로 매입	그래비티운용, SLP
		독산동	300억원	195	오피스텔 매입	SK디앤디(DDPS)
		안암동	200억원	60	오피스텔 매입	홈즈컴퍼니
	소계		700억원	359		
KKR	고급레지던스	양평동	-	157	더스테이션유호텔 매입	위브리빙
	오피스텔	휘경동	-	98	오피스텔 매입	
ICG	코리빙	수원		242	호텔 매입	홈즈컴퍼니
		가산	-	180	오피스텔 매입	
		강남		61	운영 중 코리빙(스튜디오)	
		명동		112	생활형 숙박시설 매입	
	소계		1,500억원	595		
하인즈	임대주택	신촌	350억원	106	매입 중	마스툰운용
		독산	-	78		현대얼터너티브
M&G, JLL	임대주택	서울	-	-	2025년 공급 예정	

① 가격: Distressed 전략

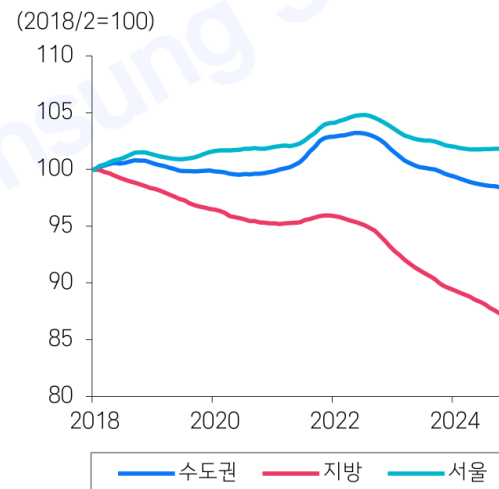
- 해외 기관은 자금력을 활용해 부실화된 자산의 저가 매입으로 임대주택 시장 진출, 고환율은 가격 매력을 더욱 높임
- 2023년부터 호텔 및 노후 오피스의 임대주택(도시형 생활주택, 코리빙 등)으로 전환 활발
- 일본의 임대주택 사업자인 다이토켄타쿠 사례: 위기 시마다 주택의 대량 매입으로 임대주택 사업 확장의 모멘텀을 누림
- 임대주택 사업은 운영 마진이 낮아 취득원가가 중요

다이토켄타쿠, 임대주택 호수



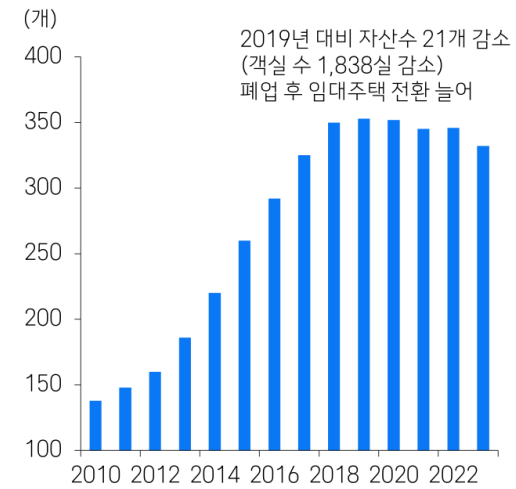
자료: 다이토켄타쿠, 삼성증권

오피스텔 매매 가격 지수



자료: 부동산원, 삼성증권

서울 호텔 재고

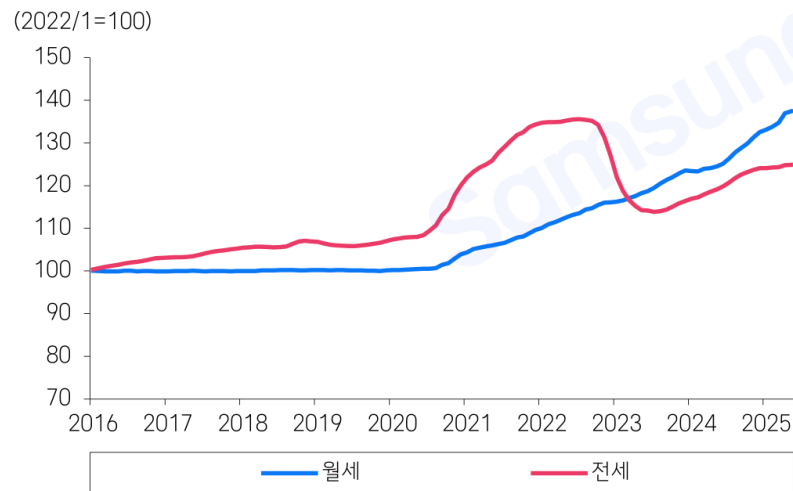


자료: 호텔협회, 삼성증권

② 월세화: 전세 소멸

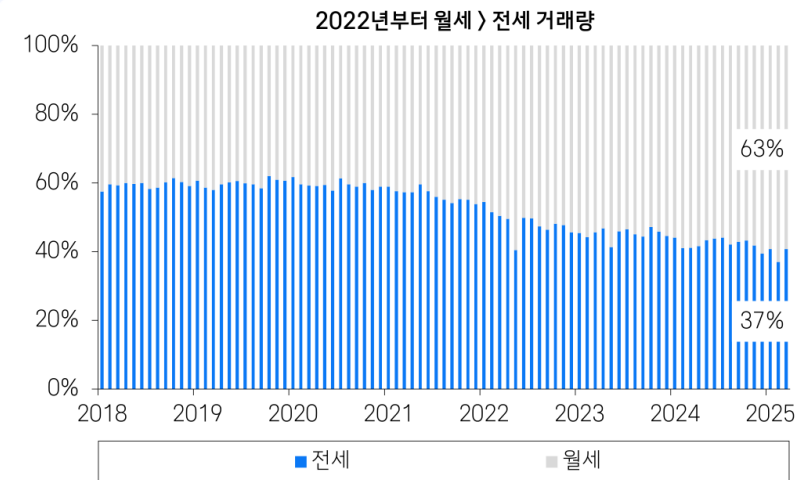
- 2022년 고금리 충격(전세 대출 금리 > 전월세 전환율), 전세 사고 증가로 월세 거래량이 전세 거래량을 압도하기 시작
- 서울 아파트 월세가격 지수는 역대 최고치 경신, 월세 거래는 연 80만 건을 유지하다가 2024년 153만 건으로 2배 남짓 증가
- 국내 주택시장은 뿌리 깊은 전세 제도로 주거비가 저렴, RIR(소득 대비 임대료) 비율은 전 세계적으로 최저, 임대료 부담이 낮았음
- 서울 중심으로 월세 비중이 늘며 시세 반영 시작, 월세는 전세 가격과 달리 낮은 변동성을 지니며 우상향 추세
- HUG는 재정 부족으로 예전처럼 무차별 전세 보증을 하지 않음, 보증금을 반환받을 수 있는 곳에 제한된 전세 보증

서울 월세 가격과 전세 가격 지수



자료: KB부동산, 삼성증권
참고: 월세지수는 중형 이하 95.86㎡ 미만 아파트 대상

전월세 비중 변화

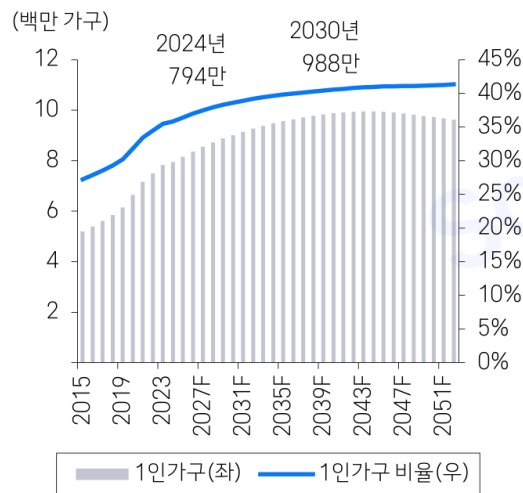


자료: 국토교통부, 삼성증권

③ 인구 구조: 1인 가구 연령층 확대

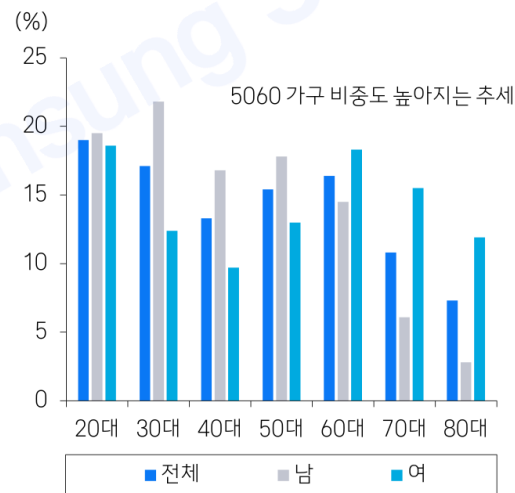
- 1인 가구는 2024년 794만 가구(35.8%)→ 2050년 973만 가구(41.2%), 1,2인가구는 144만 명. 추계 인구 발표 시마다 기존 추정치 상회
- 인구 구조상 1인 가구가 2030뿐 아니라 고령층으로 확대. 베이비붐 세대의 노령 인구 진입, 황혼 이혼, 노후 부모 봉양 기피 등의 요인
- 외국인 유학생 급증, 서울 내 대학의 기숙사 부족으로 신촌 일대의 월 임대료는 평균 100만원대 돌파 (2024년)
- 최근 독산, 가산 등 서남부 지역에 투자 집중, 대학과 직장인 수요 풍부

1인 가구 수



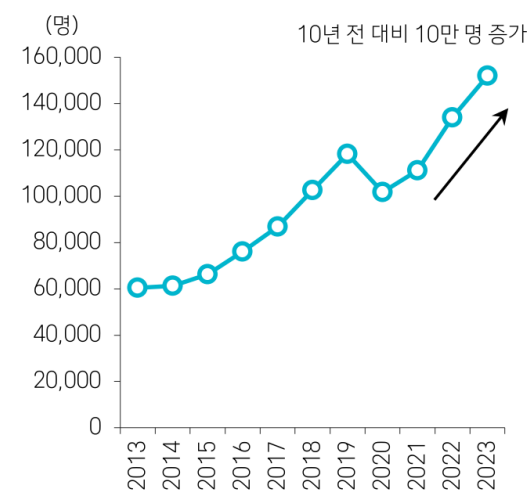
자료: 통계청, 삼성증권

1인 가구 연령대별 구성



자료: 통계청, 삼성증권

외국인 유학생 추이



참고: 유학목적체류 중인 외국인, 유학목적입국 외국인인 총 25만 명
자료: 통계청, 삼성증권

④ 제도: 현 제도가 가장 불리

- 2024년 8월, 신유형 '기업형 장기임대주택' 발표, 전문성과 자금력 있는 기업이 대규모 장기임대 사업에 참여하도록 지원
- 의무 임대 기간을 기존의 10년에서 20년으로 확대하는 대신 100세대 이상 임대주택 운영 시 세제와 용적률 혜택
- 20년간 의무 임대료 투자금이 묶이므로 5년 내 조기 매각은 가능하도록 완화하는 등 관련 규제 완화 계획 (현재 계류 중)
- 그러나 exit 시 매각 차익을 실현하기 위해서는 매수자에게 인센티브 부여 필요
- 현재 해외 자본은 국내 임대주택 사업 여건이 최악으로 판단, 주로 '준자율형' 방식으로 시장 진입

신 '기업형 장기 임대 주택' 제도 추진 사항

임대료	임대료 상한 규제 완화 추진
세제	기준 준수 시 법인의 취득세 중과(12%) 및 증부세 합산, 법인세 추가 과세(20%) 미적용 재산세 감면
용적률	시행령 상한의 1.2배까지 상향 (상업지역 용적률 최소 800% 이상, 주거부문 720% 이상 가능)
투자	보험사가 장기임대주택 보유 시 지급여력 비율 위험 계수 25% → 20%로 하향 적용
PF	PF 보증 및 기금 출, 용자 등 금융지원
주차장	오피스텔 내 공유차량 주차 1면 설치 시 일반차량 주차 3.5면 설치 간주

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

기업형 장기 임대 주택 유형 세부 구분

구분	임대료 규제	세입자 보호	기업 혜택
자율형	제한 없음	없음	없음
준자율형	연 5% 이내 인상 가능	계약갱신 청구권 보장	저리 기금 용자, 지방세 감면
지원형	초기 시세 95% 이하 + 5% 이내 인상	무주택자 우선 공급	기금 출자 · 용자, 공공택지 할인

자료: 국토부, 삼성증권

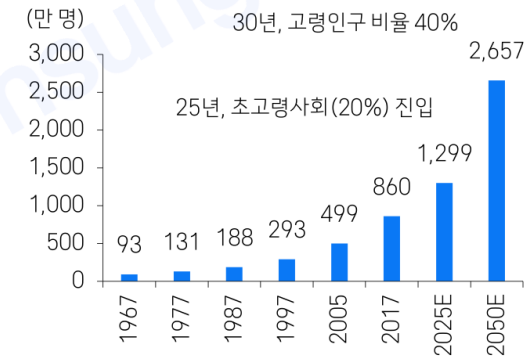
코리빙과 시니어하우징

- 2023년 초, 임대형 기숙사에 주차장 기준 완화 등으로 코리빙 사업 여건 개선
- 시니어하우징은 고령층 중심으로 성장 잠재력 높은 시장, 고령화 → 초고령사회 진입까지 일본의 1.3배, 미국의 2.5배속
- 향후 10년간 매년 50만 명이 노인 인구로 편입될 전망이나 주거 인프라 부족
- ① 액티브 시니어, ② Assisted Living unit, ③ 가장 아픈(Nursing home)에 따라 유형이 세분화, 최대 수요는 ②
- 현재의 5060(예비 고령층): ① 많은 인구 (50-64년생 29%) ② 높은 경제력 (경제 활동 인구 3040 수준) ③ 최대 순자산 ④ 1인 가구 (16.4%)

유형별 제도

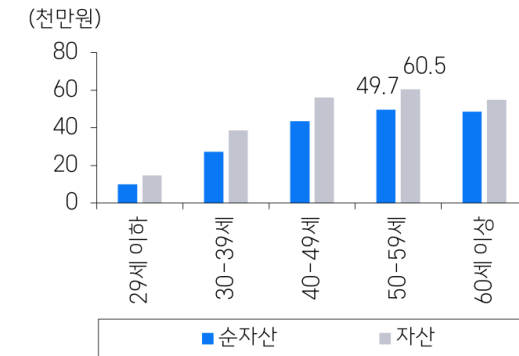
	오피스텔	도시형 생활주택	생활형 숙박시설	분양형 호텔	임대형 기숙사
연면적 제한	×	×	×	×	×
주차장 기준	○	○	×	×	×
주거 사용 규제	○	×	○	○	×
임대 사업 제한	×	×	○	○	×
비고	가구 수 증가가 어려움		주거용 사용 불허		실당 1평 공유 공간 제공

1인 가구 연령대별 구성



참고: '17년 65세 이상 인구 14.2%, 25년 20.3%, UN 분류에 따르면 65세 이상 인구 비율이 고령화사회(Aging society) 7%, 고령사회(Aged society) 14%, 초고령사회(Super-aged society)는 20%
자료: UN, IMF, 통계청, 삼성증권

연령대별 평균 자산 가액

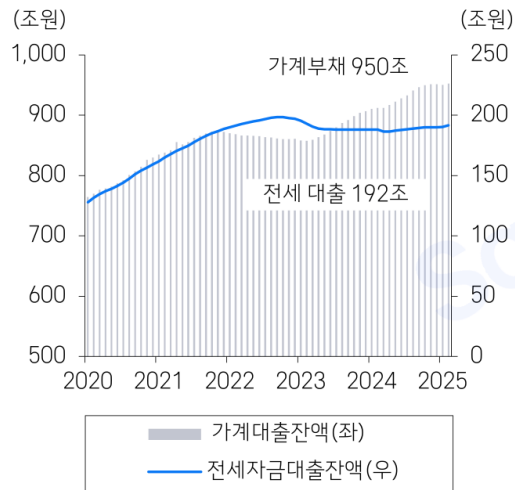


자료: 통계청 '가계금융복지조사', 삼성증권

주거 비용: 이자 대신 임대료

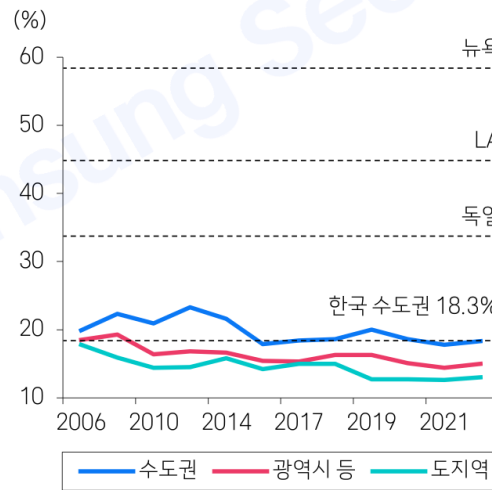
- 정부는 가계부채 부담의 주요인은 부동산 관련 대출로 인식. 특히 전세 대출은 저리에 차주 규제가 적고 갭투자로 활용되었다는 약점
- 최근 국내 주택시장은 초양극화, 지방 소멸, 월세 전환 등 일본 주택시장과 일부 유사한 환경 변화를 겪고 있음
- 고금리와 가격 조정으로 임대시장 전환, 국내 RIR(소득 대비 주택 임대료)는 전 세계적으로 최저로 임대주택 시장 성장 여력 높음
- 장기적으로 소비자는 전세 및 주택 담보대출 이자 대신 임대료로 주거 소비 비용을 지출할 가능성— 임대료는 물가를 반영하며 임대료 상승
- 전세 대출이 감소하는 디레버리징 진행 시 금리에 민감하던 주택 가격 변동성 축소, 가격 변수는 금리보다 수요와 공급, 물가

가계부채와 전세 대출 잔액



자료: 한국은행, 금융감독원, 삼성증권

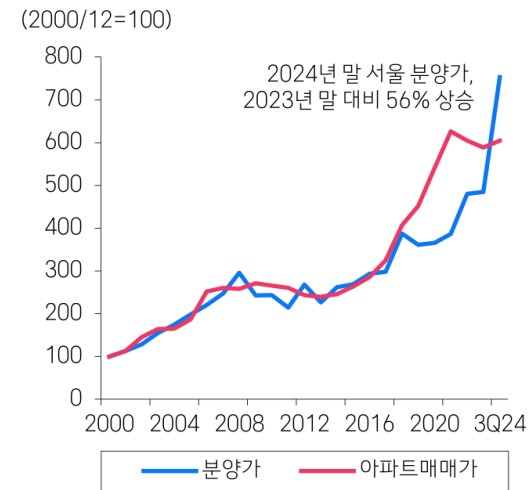
RIR(소득 대비 주택 임대료) 비교



참고: RIR = (월임대료/월가구소득), 중위값 기준, 보증금은 부동산원 월세전환율 적용, 소득은 가구 총소득, 세금을 제외한 월평균 실수령액

자료: 국토부 주거실태조사, 삼성증권

서울 분양가



자료: 통계청, 삼성증권

PART
03

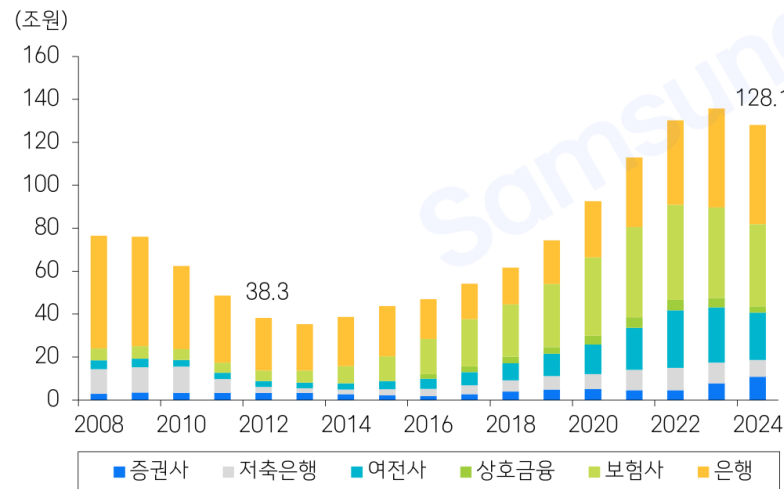
PF시장의 변화

Samsung Securities

PF: 202조원의 대출

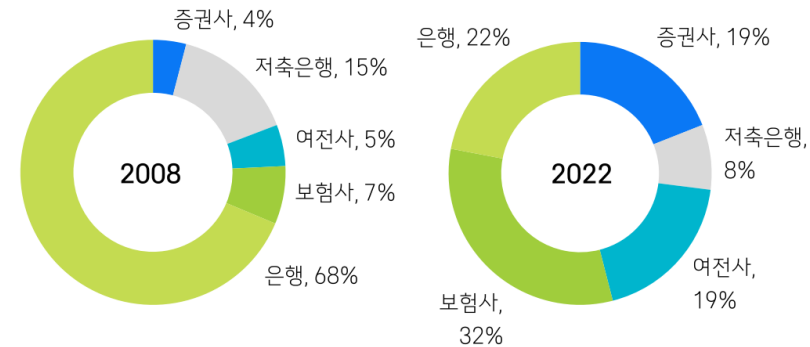
- 국내 부동산 금융 시장은 총 2,700조원, 주택 담보대출 1,300조원, PF와 건설사대출 1천조원, 펀드/리츠/회사채 등 금융상품 300조원
- 제1금융권의 PF 대출 잔액은 136조원, 이 외에 새마을금고와 제2금융권의 토지 담보대출 포함 시 PF 잔액은 203조원
- 금융위기 이후 PF시장 특징은 ① PF 유동화증권 발달, ② 다양한 주체로 익스포저 확대.
장점은 리스크 분산, 단점은 취약 주체도 PF 위기에 노출
- 이번 PF리스크는 새마을금고(MG) 등 상호금융/저축은행/여전사 등 제2금융권에 집중

PF 잔액 추이



참고: 토지 담보대출 제외
자료: 금융감독원, 한국은행, 삼성증권

위기 시점마다 업권별 PF 잔액 비중

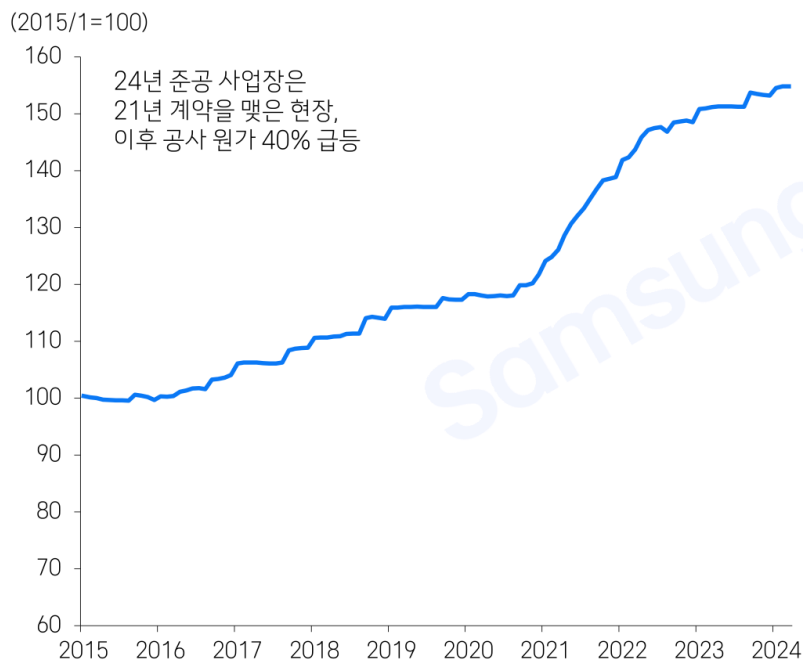


자료: 금융감독원, 한국은행, 삼성증권

원인: 인플레이션과 고금리

- 부실화 우려가 큰 저축은행, MG, 여전사의 특징은 PF기초자산에 비주택 비중이 높다는 점
- 사업성 저하로 공사비 회수 차질, 원가 급등으로 시공사에 리스크 전가 현상 심화
- 취약 주체끼리 엮인 상황- 책준 현장에 100위권 내 시공사 전무, 저축은행 PF에 투기 및 무등급 시공사 비중 대다수

공사비 지수 추이



자료: 통계청, 삼성증권

시공사 기업회생 신청 사례

구분	건설사	시기
워크아웃	태영건설 (17위)	2023.12
	우석건설 (202위)	2022
	동원건설산업 (388위)	2022
	대우조선해양건설 (83위)	2023.2
	현대BS&C (133위)	2023.3
	대창기업 (109위)	2023.4
	신일 (113위)	2023.5
	대우산업개발 (75위)	2023.9
	토담건설 (407위)	2023.12
	해광건설 (938위)	2023.12
법정관리	일군토건 (119위)	2023.12
	새천년종합건설 (118위)	2024.2
	송학건설 (261위)	2024.2
	세움건설 (697위)	2024.2
	선원건설 (179위)	2024.3
	한국건설 (115위)	2024.4
	남양건설 (137위)	2024.6
	신동아건설 (58위)	2025. 3
	삼부토건 (71위)	2025. 3

자료: 각사, 삼성증권

PF 현황

업권별 연체율

업권별 연체율

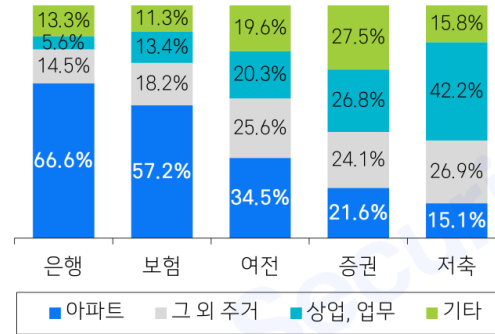


자료: 금융감독원, 삼성증권

취약 주체 저축은행

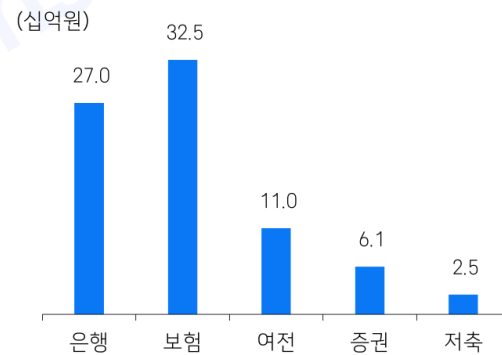
- 저금리에 과잉 개발된 수익형 부동산 (비주택, 비아파트)의 리스크 ↑
- 이번 PF 위기에 취약했던 저축은행 등 제2금융권의 익스포저 ↑
- 저축은행들은 부실채권을 매각하는 과정에서 해당 펀드 출자가 병행돼 수익증권 평가손상 가능성
- 저축은행의 신용등급 하락 사례 증가, 다수의 저축은행 매물화
- 오피스텔, 생활형숙박 시설의 부실화, 가격하락을 기회로 임대주택 시장에 진출하는 player 증가

업권별 PF익스포저



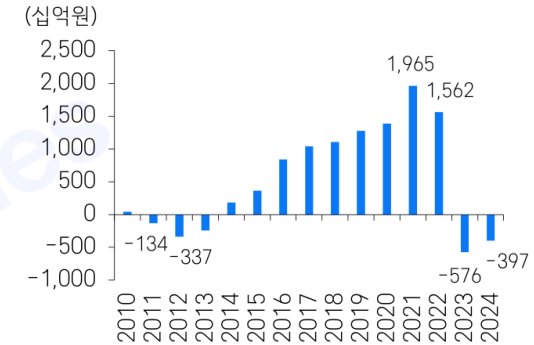
자료: 한국은행

업권별 건당 평균 PF 대출



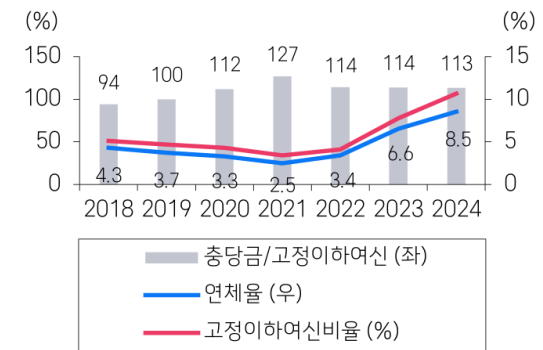
자료: 금융감독원, 삼성증권

저축은행 합산 순이익 추이



자료: 금융위원회, 삼성증권

자산 건전성- 부실 사업장 ↑, 사업성 평가기준 강화

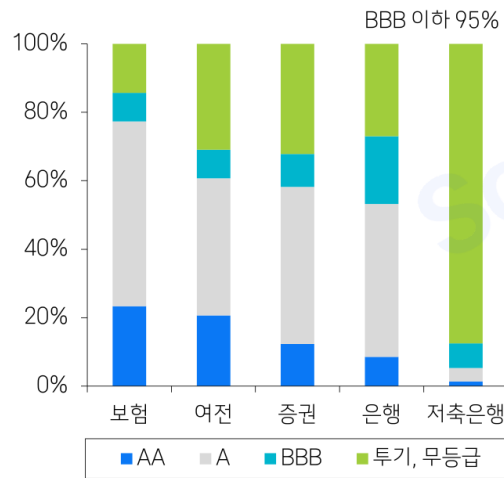


자료: 금융위원회, 삼성증권

취약 주제 신��사

- 신��사 리스크는 책준에서 발생, 책준 신��의 책준기한 도래는 2025년까지 집중, 금융지주 계열 신��사 타격으로 모회사의 자금 보충 지속
- 시공사의 도산 사례가 늘며 준공 책임을 지닌 신��사에 위험 전이, 최근 신한자산신��은 책준 현장을 둘러싼 대주단과 소송에서 패소
- 24년 말 신��사의 책준 확약 신��은 233개(PF 대출 한도 13.9조, 대출 잔액 11.1조), 2023년 말 620개(35.6조, 23.8조) 대비 감소
- 2025년 초 무궁화신��의 경영개선 명령으로 매각 절차 돌입, 향후 신��사의 추가 인가 가능성 희박

업권별 시공사 등급



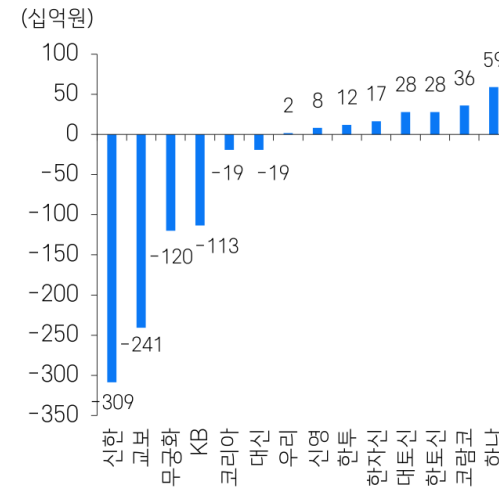
자료: 나이스신평, 삼성증권

책준 업무처리 모범 기준 제정안

손해배상 범위 한정	직접적으로 입게 된 손해액으로 한정
준공 관련 필수 사업비 확보	토지취득 • 제세공과금 • 금융 관련 비용 등 확보 여부 점검
책임준공 의무 이행기간 합리화	'시공사 + 6개월' 또는 공사 기간의 100분의 20 중 긴 기간
시공사 교체	원활한 시공사 교체가 가능하도록 명시 시공권 및 유치권 포기각서 징구

자료: 금감원, 삼성증권

신��사 2024년 순이익

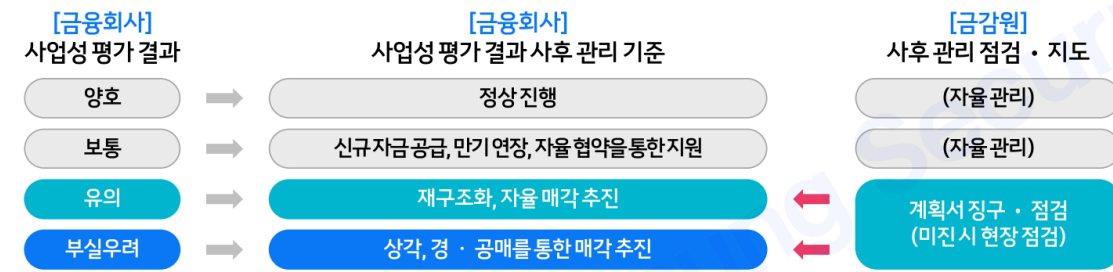


자료: 각사, 삼성증권

① PF 정상화 펀드: 경공매

- 2024년 'PF 연착륙 방안', PF구조조정 돌입. 경공매로 토지비를 낮추고 사업성을 확보. 그러나 토지비 낮은 지방의 구조조정 효과 미미
- 토지 경공매 증가세. 부실자산 매각이 활발해지며 손실 확정, 2025년 취약 주체의 신용등급 강등 이어질 것

사업장 평가 등급별 평가 결과 및 조치방안 (24. 5월 PF 연착륙 방안)



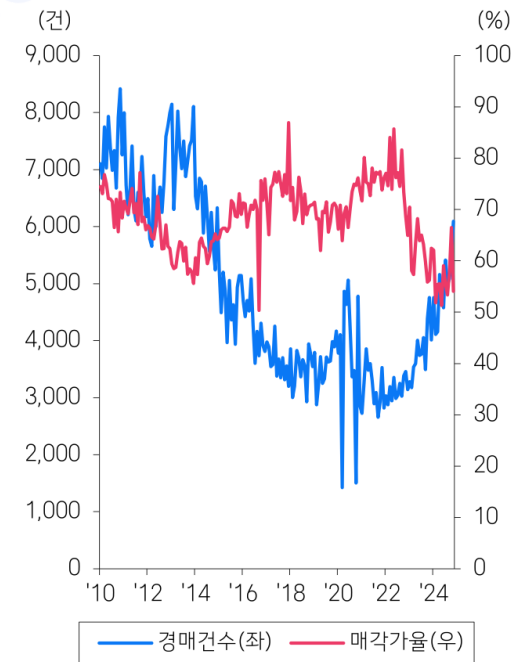
자료: 금융감독원, 2024년 5월 'PF 연착륙 방안'

금융업권별 PF 정상화 펀드 조성 및 집행 현황

(십억원)	조성액	현황
여전업권	421	2차 펀드는(2,610억원)
캠코	1,100	캠코가 0.5조 출자 등 1.1조원, 사업장 회수 완료 시작
저축은행	544	대부분 집행 완료, 3호 펀드는 금융 당국과 협의 예정
은행/보험(신디케이트론)	1,000	1조원 조성, 향후 5조원까지 확대
증권	3,300(목표)	12개 증권사가 펀드 조성, 증권사 자체 자금 5,857억원 투입
은행/금융지주	597	NH, 우리, 하나, IBK금융그룹은 캠코 펀드와 별도 펀드 조성
합계	6,962	

자료: 금융위원회

토지 경매 건수와 매각가율



자료: 대한민국법원

② 대주의 PF 대출 제한

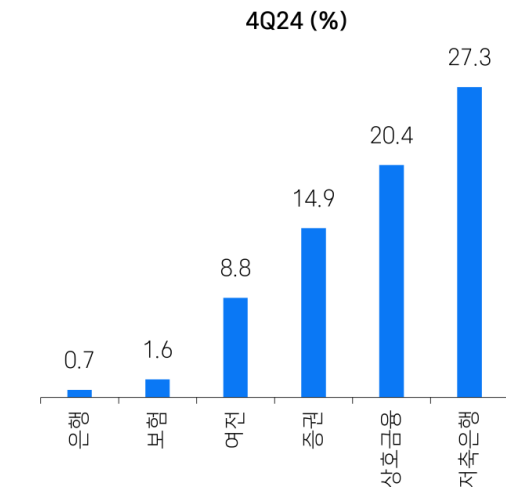
- 4월, 금융위는 '증권업 기업금융 경쟁력 제고 방안' 발표. 10개 종투사의 부동산 운용 비중은 48%로 중소 증권사와 유사
- 2026년부터 발행어음 운용 자산에서 부동산 비중 순차적 축소, 2027년까지 1/3 수준으로 축소 예정
- 금융 당국은 부실이 정리되기 전까지 저축은행의 PF 대출을 제한하기 시작
- 신탁, 새마을금고 등 상호금융 적자가 외환위기 이후 최대를 기록하며 금융 당국은 20%를(전체 신용 공여액의 20%까지 PF 대출 취급) 도입 검토

증권업 발행어음 운용규제 개선안

	현행	'26년	'27년	'28년
발행어음 운용 자산	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%
	부동산 30%	부동산 15%	부동산 10%	부동산 10%
총자산		모험 자본 10%	모험 자본 20%	모험 자본 25%
		+	+	+

자료: 금융위원회 '증권업 기업금융 경쟁력 제고 방안'

고정 이하 여신 비중



자료: 금융감독원, 삼성증권

③ 프로젝트 리츠 도입

- PFV의 대안으로 프로젝트 리츠 도입 추진. 낮은 차입 비율을 유도하며 완공 후 매각 시 취득세, 보유세 등 각종 세제 혜택 부여. 정책 완성도를 높이기 위해 토지 현물출자 시 양도세 이연 추진
- 리츠AMC가 프로젝트 리츠를 운용하고 준공 후 계열 리츠에 편입하면 개발 안정성 담보, 양질의 자산을 매력적 가격에 취득
- 금융 당국은 PF시장을 혁신하기 위해 PF 자본 비율 상향을 일관되게 추진, 대형 player 위주로 재편 불가피, 지방/중소 사업장 공급 감소

과세 특례 가능성
(현물출자 시 양도세 이연)

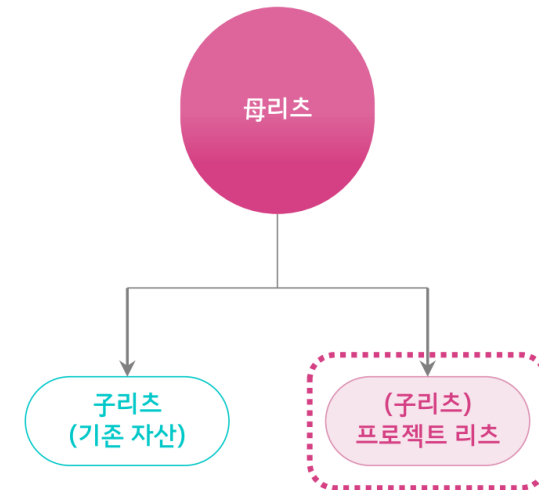
24/11, 부동산 PF 제도 개선 방안 상
리츠에 현물 출자 시 양도세에 대하여
과세 이연 추진
(25년 말 조세특례제한법 개정)

프로젝트 리츠 vs PFV

	프로젝트 리츠	PFV
세제	법인세 소득공제 0	현행상 2025년 말 일몰 유력
	준공 후 공모 시 분리과세 혜택 - 재산세 경감 - 종합부동산세 감면	준공 후 운영해도 분리과세 혜택 미적용 - 재산세 2~4% - 종합부동산세 적용
차입 비율	자기자본의 2배 내에서 차입 가능 (특별 결의시에 한해 10배)	제한 없음 (자본 비율 2% 내외) 강화되는 PF 규제 도입 시 사업 차질
준공 후	영업 인가 후 운영 가능	임대업 불가, 준공 후 Asset deal로 매각
투자자 exit 방식	리츠 지분 매각 혹은 공모로 구주매출	실물 자산 매각
취득세	세어딜 시 간주 취득세 2%	주로 예셋딜, 취득세율 4.6%
	합병 시 합병 취득세 0.9%	
배당	감가상각비 초과 배당 가능	이익 내 배당

자료: 국토교통부, 삼성증권

프로젝트 리츠 합병 방식으로 취득세 절감

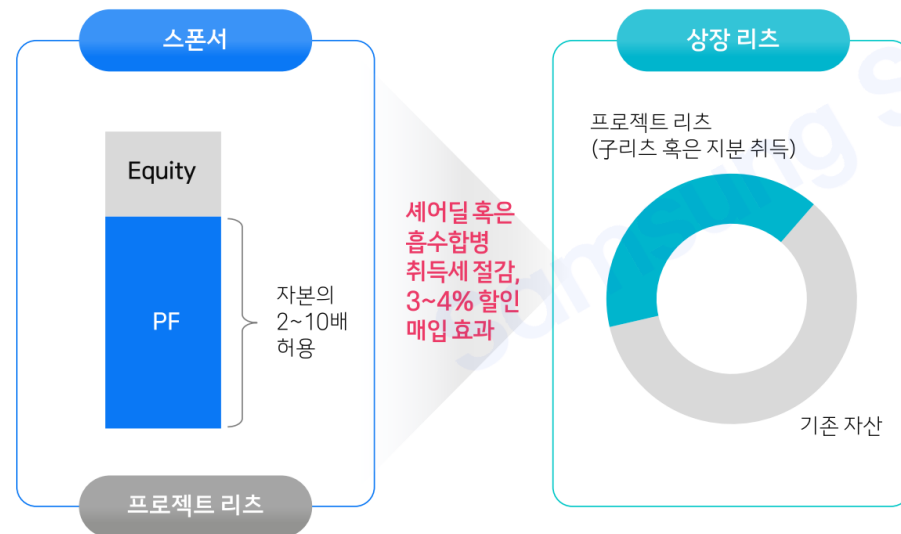


자료: 삼성증권

③ 프로젝트 리츠: 활용 방안

- 준공 후 운영을 전제로 한 상업용 부동산의 개발 방식으로 우선 검토. 특히 데이터센터(예: 해외 투자자는 50%+1주 요구)
- 5월 국회 본회의 통과 후 11월 시행 예상, 이전에 설립한 리츠도 요건을 충족한다면 프로젝트 리츠로 전환 가능할 전망
- 프로젝트 리츠는 일본식 디벨로퍼-계열 리츠에서 아이디어

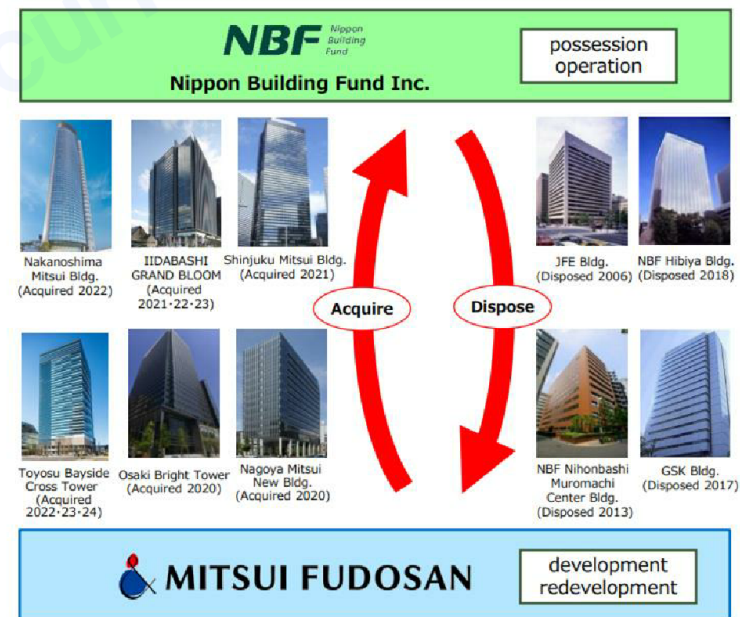
상장 리츠와 프로젝트 리츠



자료: 삼성증권

모델은 일본식 디벨로퍼 - 계열 리츠

● Model of Value Creation with Mitsui Fudosan Group

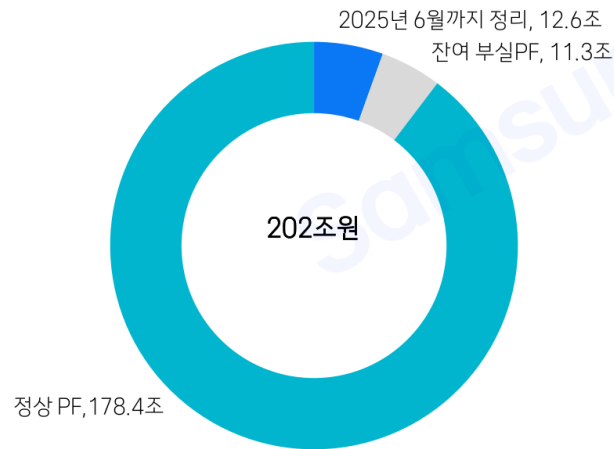


자료: 미쓰이부동산

PF 건전성 강화는 추세적

- 정부는 반복되는 PF 위기의 근원이 낮은 자본 비율에 있다고 인식
- 대출 위주의 PF를 에퀴티 중심으로 전환 시도
- 비주거/지방/중소 사업장 등 수요가 저조한 사업장의 PF가 어려워져 공급 조절 예상. 영세 시행사/시공사/저축은행 구조조정 지속될 것
- 지방 균형 개발은 핵심 추진 정책 과제가 될 것. 인프라 구축과 정책 효과가 나타난 뒤 해당 지역의 PF 활성화 예상

PF 대출 현황



참고: 2024.12월말 기준 PF 익스포저 = PF성 대출 (PF 대출+토담대) + 채무보증 익스포저
자료: 금융위원회, 삼성증권

2025년 도입되었거나 검토 중인 PF 관련 제도

구분	주제	내용
제도	프로젝트 리츠 도입	5월 국회 본회의 통과, 11월 시행 예정
저축은행	PF 대출 제한	부실 정리 시기까지 PF 대출 제한 요청
신탁사	책준 확약 토지신탁 모범 기준	불공정 약관 개선, 책준 사업 요건 강화
증권사	종투사 발행어음 운용 규제 개선안	발행어음 운용자산 중 부동산 비중 현행 30% → 2028년 10%
상호금융	20% 룰 도입	총 신용 공여액에서 PF 대출을 20% 이내로 제한하는 안 검토 중

자료: 삼성증권

PART
04

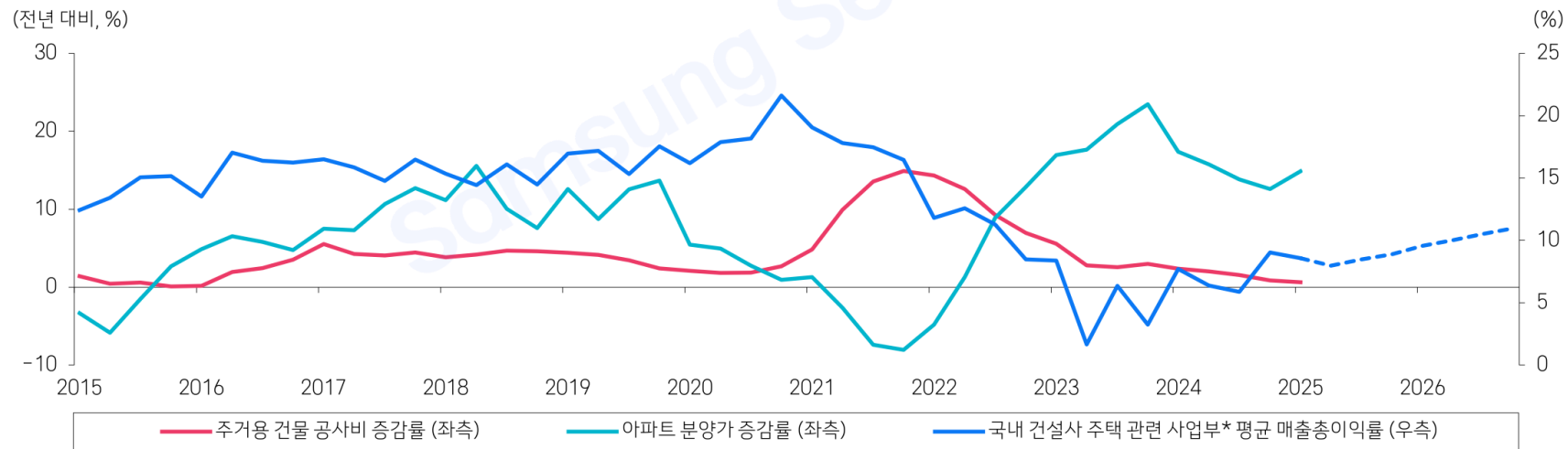
건설업 전망

Samsung Securities

공사비 안정화 & 고분양가 지속으로 국내 주택 수익성 개선 예상

- 안정화된 공사비와 여전히 높은 수준을 유지하고 있는 아파트 분양가로 인해 국내 건설사 주택 사업부 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 예상
- 2023년 2분기 1.7%까지 하락했던 국내 건설사 주택 사업부 평균 매출총이익률은 2025년 1분기 8.6%까지 개선됨
- 2026년에는 10%를 넘어설 것으로 전망하며, 중장기적으로는 코로나 이전 2015~2019년 평균인 15% 수준까지 도달 가능할 것

주거용 건물 공사비 vs 아파트 분양가 vs 국내 건설사 주택 관련 사업부* 평균 매출총이익률

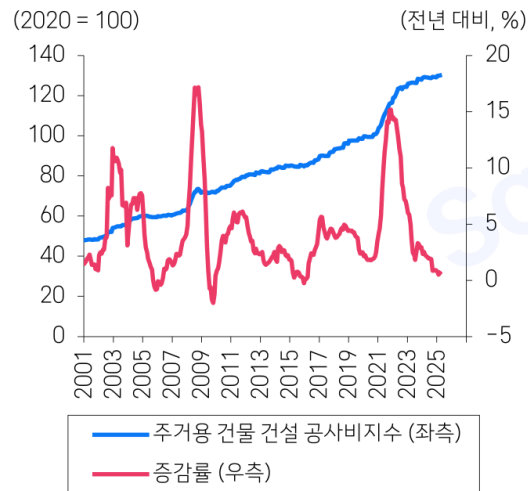


참고: * GS건설(건축/주택), 현대건설(건축/주택), 대우건설(건축/주택), HDC현대산업개발 주택(자재+외주), DL이앤씨(주택) 사업부
 점선은 당사 추정치
 자료: KOSIS, 부동산114, Quantiwise 삼성증권

공사비: 상승세 둔화

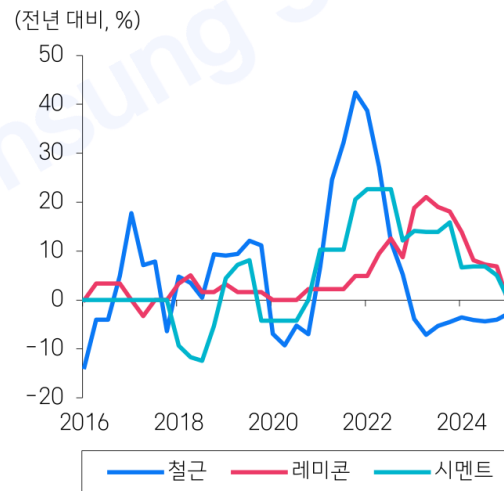
- 국내 주거용 건물 공사비는 2021년부터 가파르게 상승하기 시작하면서 2008년 이후 최고 수준으로 상승
- 2010년 이후 평균적으로 전년 대비 3%씩 증가하던 공사비는 2021년 4분기에는 전년 대비 15% 가량 급등
- 코로나 기간 유동성이 증가하였고, 러-우 전쟁에 따른 공급망 차질이 겹치면서 주요 원재료 및 임금이 상승한 것이 그 이유
- 최근에는 원재료 가격 및 임금 상승률이 평년 수준으로 회귀하면서 건설 공사비 상승률도 평년 수준까지 안정화된 모습

주거용 건물 건설 공사비지수



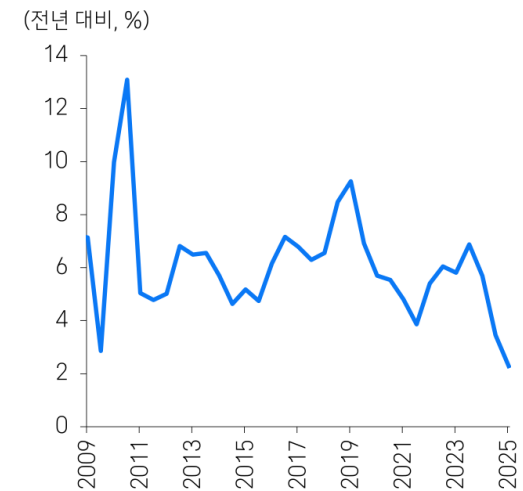
자료: KOSIS, 삼성증권

건설 주요 원재료 가격 증감률



자료: DL이앤씨 사업보고서, 삼성증권

건설업(일반공사 직종) 임금 상승률

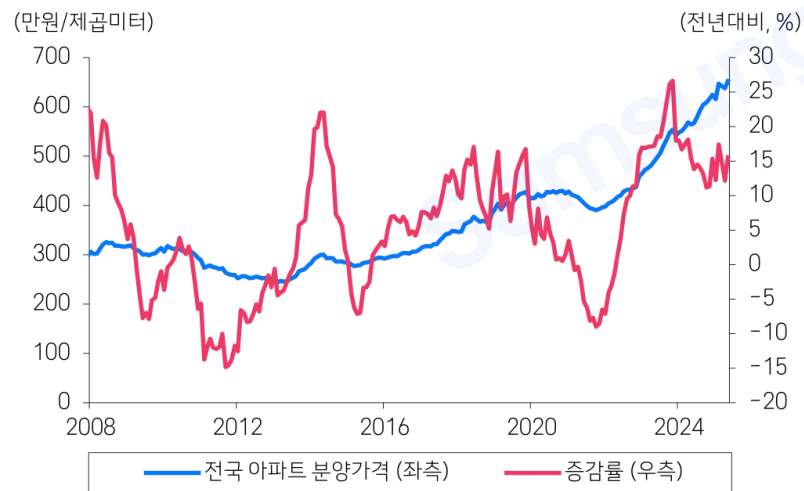


자료: 대한건설협회 건설업 임금실태 조사, 삼성증권

분양가: 상승세 완화됐으나 여전히 높은 수준 유지

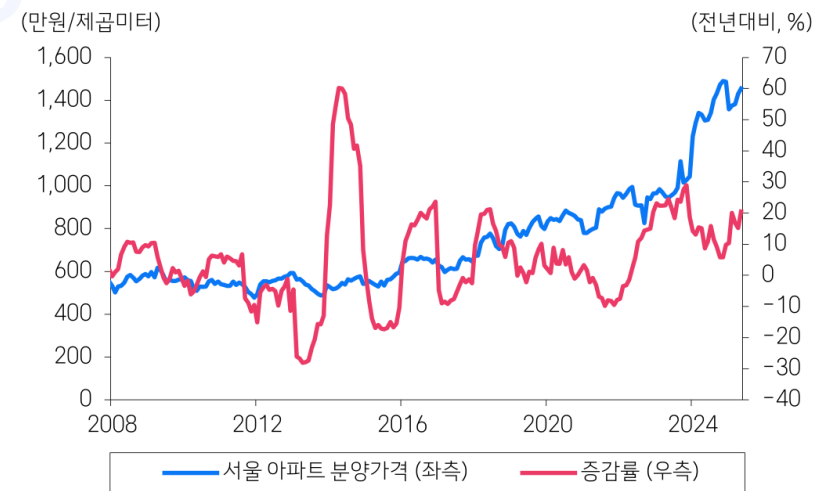
- 아파트 분양가는 급등했던 공사비를 후행적으로 반영하며 높은 수준 유지 중
- 아파트 분양가는 시공사(건설사)에게 직접적으로 영향을 주는 요인은 아님
- 다만, 고분양가는 시행사의 개발 이익 확대로 이어져 시공사의 도급금액 증액 요구를 수용할 여력이 커진다는 측면에서 건설사 실적에 긍정적

아파트 분양가: 전국



자료: 부동산114, 삼성증권

아파트 분양가: 서울

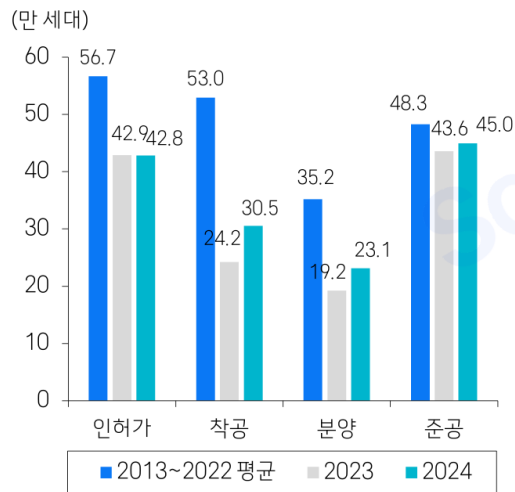


자료: 부동산114, 삼성증권

2025년부터 아파트 입주 물량 감소 불가피

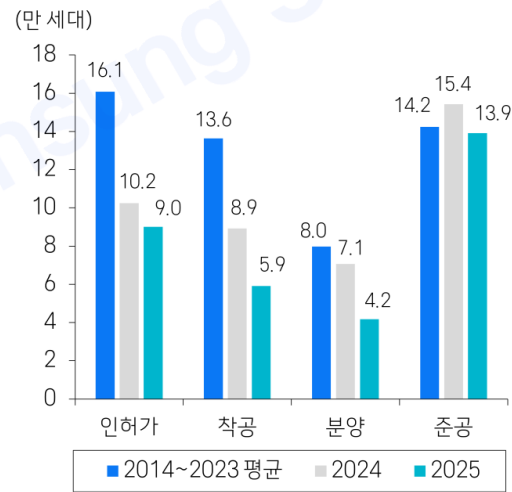
- 2023년부터 감소하기 시작한 인허가로 인해 2025년부터 주택 준공 및 입주 물량 감소 불가피
- 2024년 인허가는 여전히 평년 대비 낮은 수준 지속하고 있으며, 착공과 분양도 전년 대비 상승하긴 했으나 여전히 평년 대비 낮은 수준 지속
- 2024년 준공 실적이 양호한 것은 2021~2022년 양호했던 인허가의 영향으로, 2025년부터 주택 준공 및 입주 물량 감소 불가피

연간 주택 공급 지표



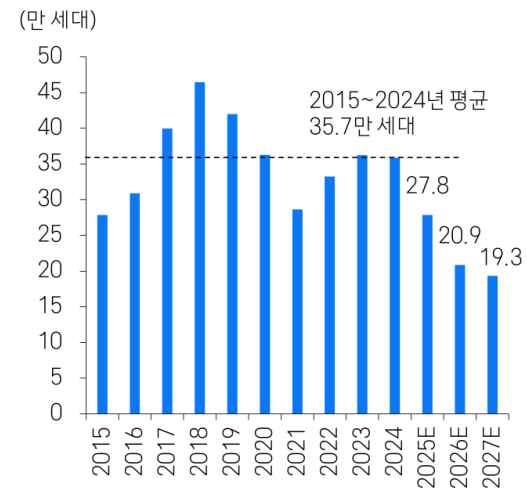
자료: KOSIS, 삼성증권

주택 공급 지표 (4월 누계)



자료: KOSIS, 삼성증권

아파트 입주 물량 추이 및 전망

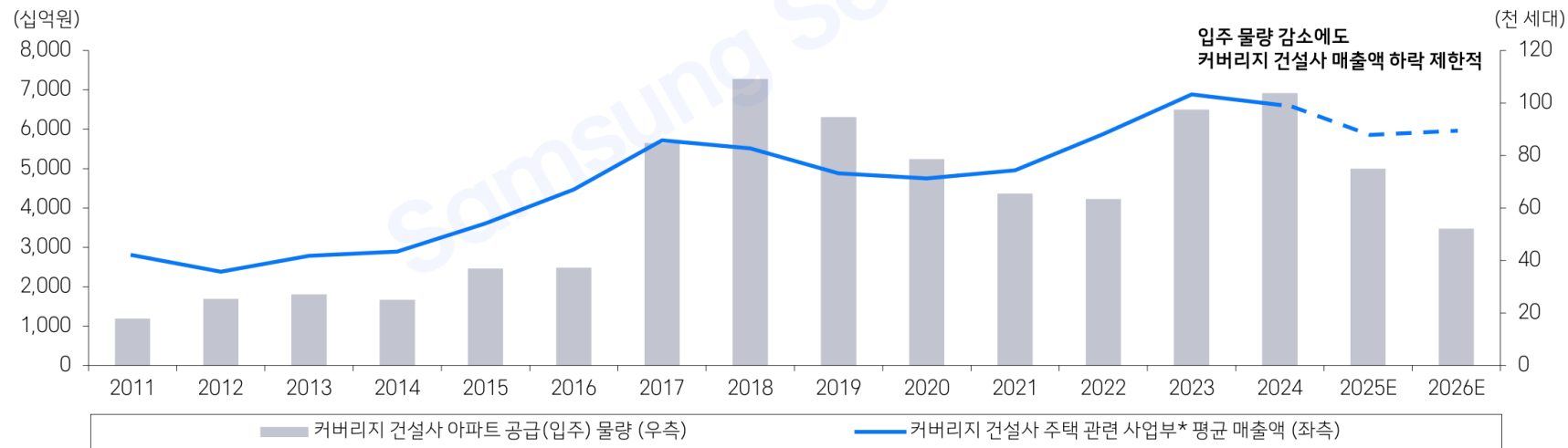


자료: 부동산114, 삼성증권

이에 따라 건설사 매출액도 2025년부터 크게 하락할 것이란 우려 부각

- 주택 준공 및 입주 물량은 국내 건설사 주택 사업 매출액과 동행하는 경향
- 주택 준공 및 입주 물량 감소로 인해 커버리지 건설사의 주택 사업 매출액도 2025년부터 크게 하락할 것이란 우려 부각
- 주택 사업 매출액 감소는 불가피하나, 입주 물량 감소 대비 주택 사업 매출액 감소는 제한적일 것이라 전망
- 그 이유는 ① 대형 건설사 쏠림 현상이 심화되고, ② 과거 대비 높아진 도급 금액을 고려해야하기 때문

커버리지 건설사 아파트 공급(입주) 물량 vs 주택 관련 사업부 평균 매출액



참고: * GS건설(건축/주택), 현대건설(건축/주택), 대우건설(건축/주택), HDC현대산업개발 주택(자체+외주), DL이앤씨(주택) 사업부

점선은 전망치

자료: 각 사, 부동산114, 삼성증권

다만, 커버리지 건설사 매출 감소 제한적일 것: ① 대형 건설사 쏠림 현상 심화

- 전국 분양 물량에서 커버리지 건설사 분양물량이 차지하는 비중은 2010~2022년 평균 약 20% 수준에서 최근 30%까지 상승
- 최근 PF 자본 비율 상향, 건설사의 책임준공 채무 부담 완화 등 대형사에게 유리한 정책 변화로 쏠림 현상은 심화될 것으로 예상

커버리지 건설사* 분양물량이 전국 분양물량에서 차지하는 비중

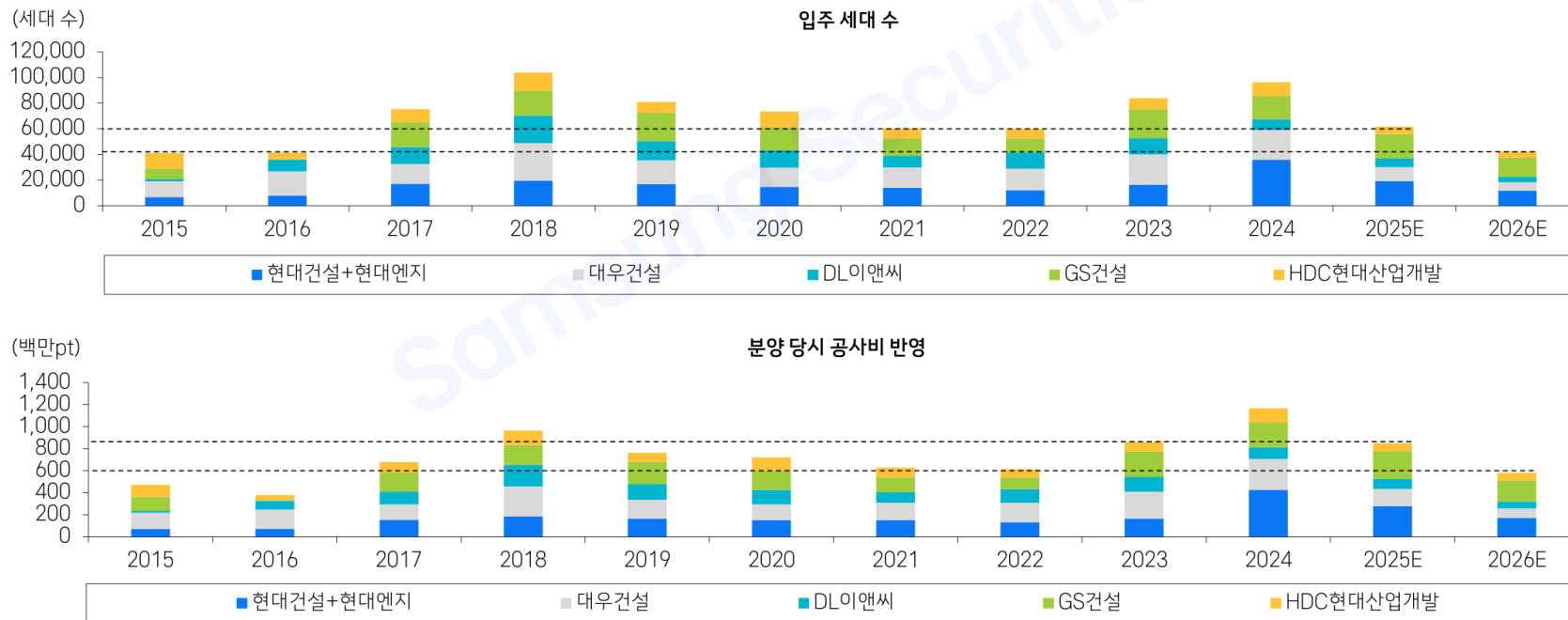


참고: * 현대건설(현대엔지니어링), 대우건설, GS건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발
 자료: 부동산114, 삼성증권

다만, 커버리지 건설사 매출 감소 제한적일 것: ② 높아진 도급 금액

- 입주 세대 수는 2025년이 되면 2022년 수준으로, 2026년에는 2016년 수준으로 하락할 것으로 예상됨
- 다만, 분양 당시 주거용 건물 공사비를 반영하여 계산하면 2025년은 2023년 수준, 2026년은 2022년 수준으로 하락
- 즉, 높아진 도급 금액을 반영할 시 입주 물량이 감소하는 수준보다 건설사의 매출 감소는 평년 수준으로 제한된다는 것

커버리지 건설사 입주 세대 수 vs 분양 당시 공사비 반영 지수

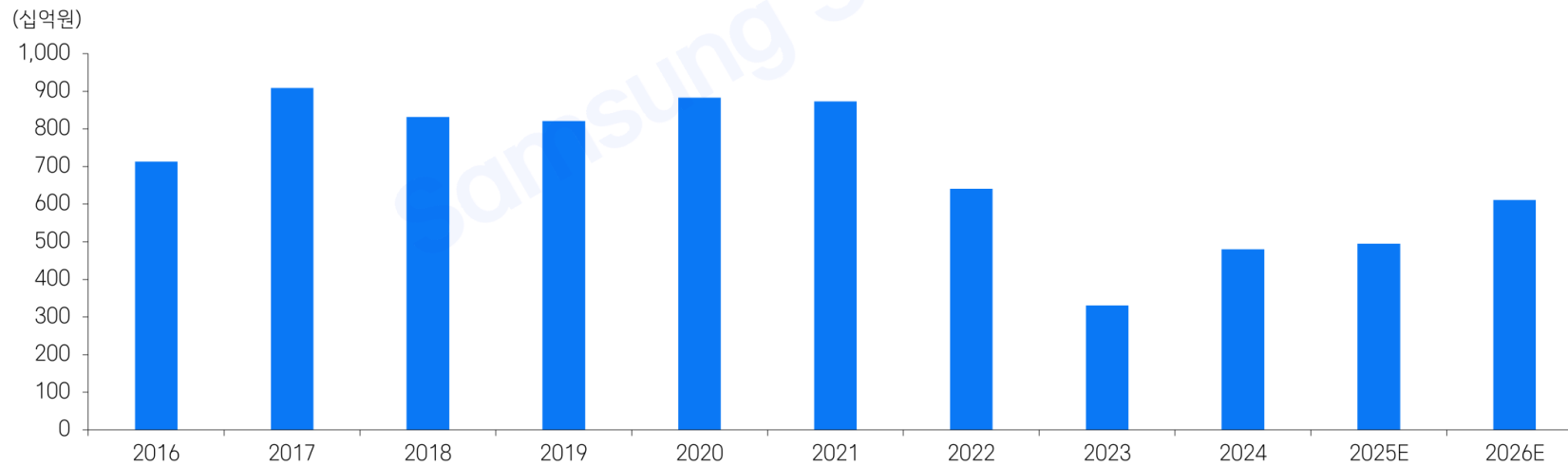


자료: 부동산114, 삼성증권

건설사 절대적 이익 중장기적으로 증가할 것으로 전망

- 2025년 하반기는 준공 및 입주 물량의 본격적인 하락이 시작되는 시점이자, 공사비가 급등했던 시기(2021년~)에 착공을 시작한 물량들의 준공이 점차 마무리되는 시점
- 주택 사업의 매출 감소를 수익성 개선으로 상쇄하며 커버리지 건설사들의 절대적인 이익 레벨은 오히려 증가할 것으로 전망
- 커버리지 건설사의 2025년 주택 사업 매출액은 감소할 것으로 전망하나, 수익성 개선으로 인해 중장기적으로 절대 이익 회복 전망

커버리지 건설사 주택 관련 사업부* 평균 매출총이익 추이 및 전망



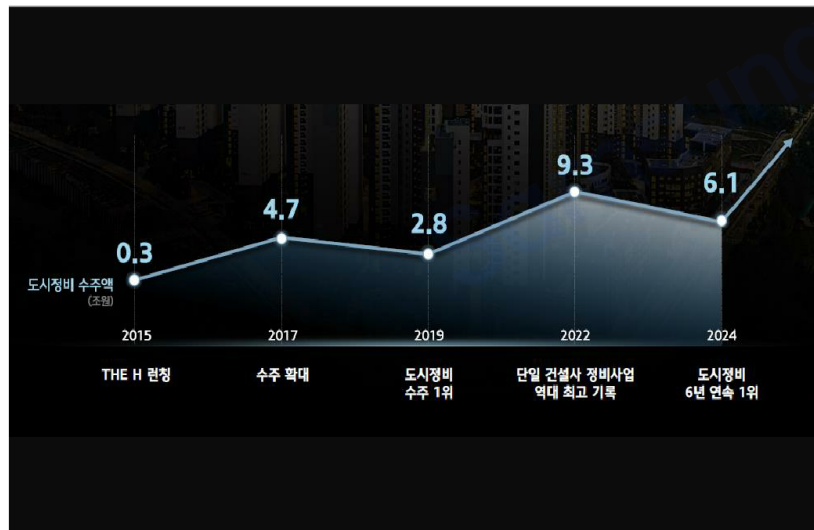
참고: * GS건설(건축/주택), 현대건설(건축/주택), 대우건설(건축/주택), HDC현대산업개발 주택(자체+외주), DL이앤씨(주택) 사업부

자료: Quantilys, 삼성증권

도시정비 사업 활성화로 건설사 수혜

- 한편, 빠른 주택 공급을 위해 도시정비 사업 지원 기조를 땔 가능성이 크며, 이는 건설사에게 수혜로 작용할 것
- 신규 택지가 제한적인 가운데, 주요 건설사들은 도시정비 사업 비중을 확대하겠다는 계획을 발표
- 현대건설은 CEO Investor Day에서 도시정비 사업 경쟁력 강화 전략을 발표 했으며, GS건설, DL이앤씨도 도시정비 사업 확대를 계획
- 이러한 주요 건설사들의 계획과 도시정비 사업 활성화 기조가 맞물리면 향후 중장기 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망

현대건설 CEO Investor Day 도시정비 사업 계획



자료: 현대건설, 삼성증권

DL이앤씨/GS건설 올해 수주한 주요 재개발 현장

DL이앤씨
한남 5구역 재개발



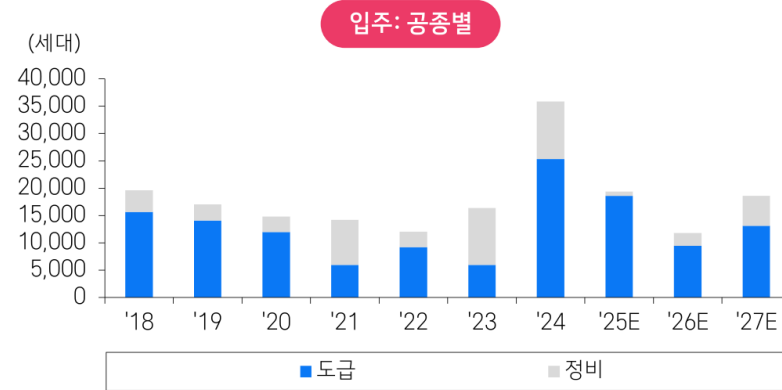
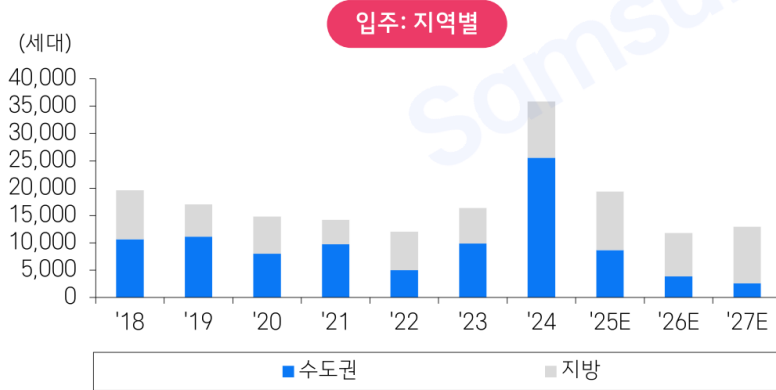
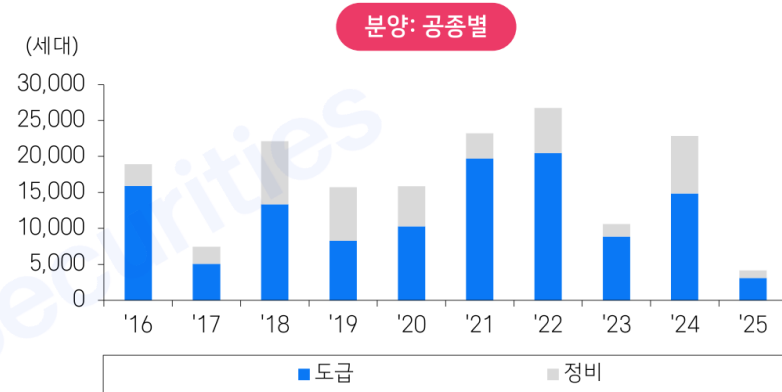
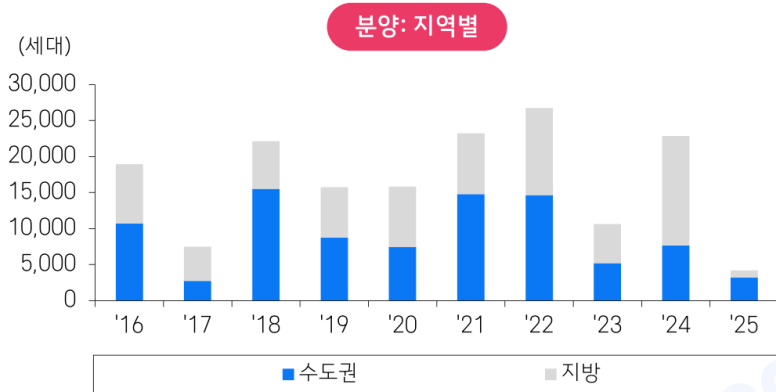
GS건설
중화 5구역 재개발



자료: 언론 보도, 삼성증권

수혜 정도는 도시정비 역량에 따라 차별화될 것 - 현대건설

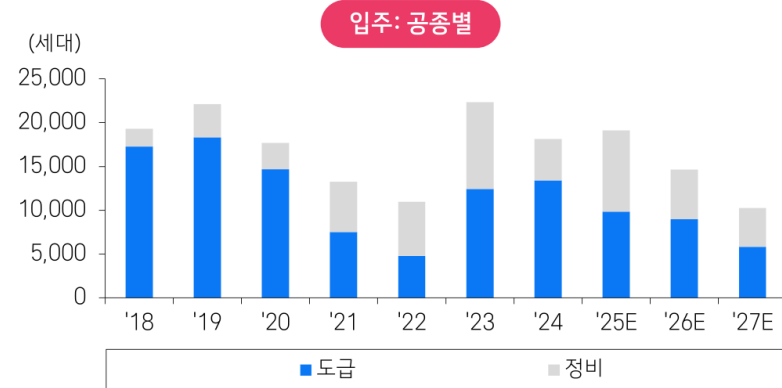
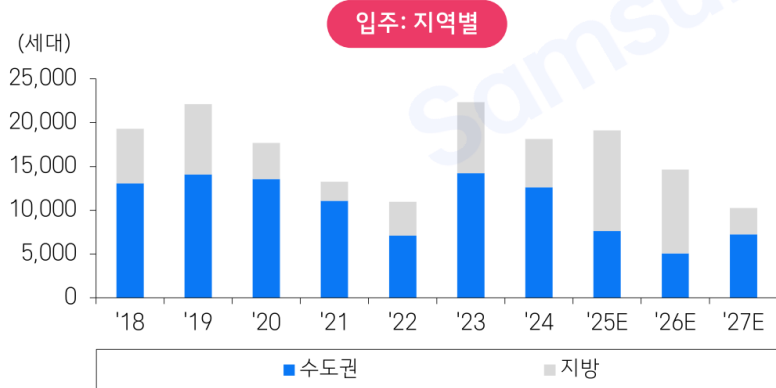
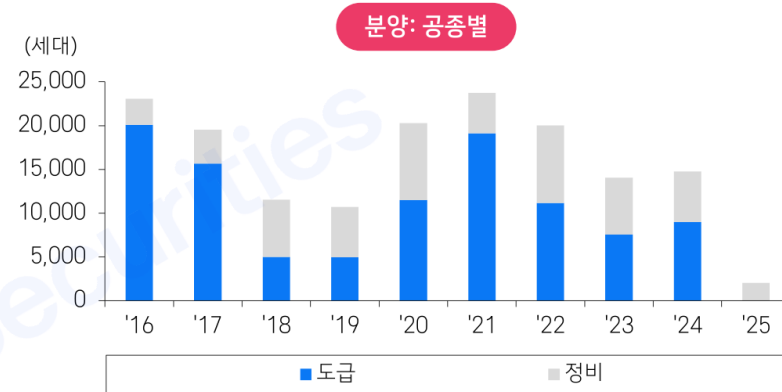
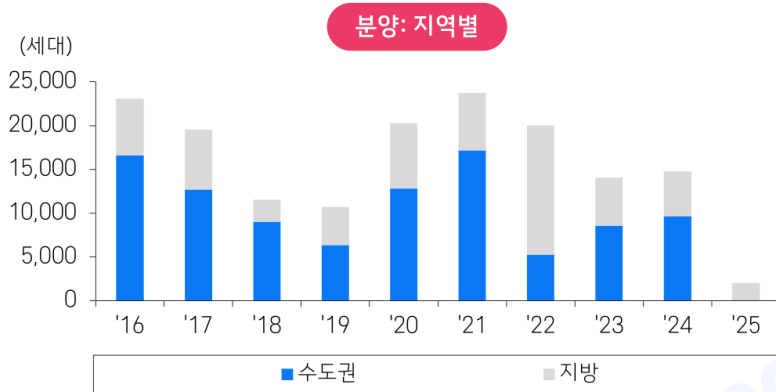
건설사 지역/공종별 분양 및 입주 추이 - 현대건설(현대엔지니어링 포함)



자료: 부동산114, 삼성증권

수혜 정도는 도시정비 역량에 따라 차별화될 것 - GS건설

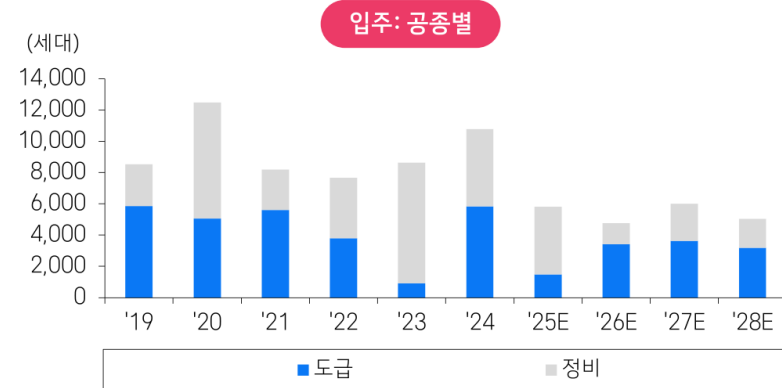
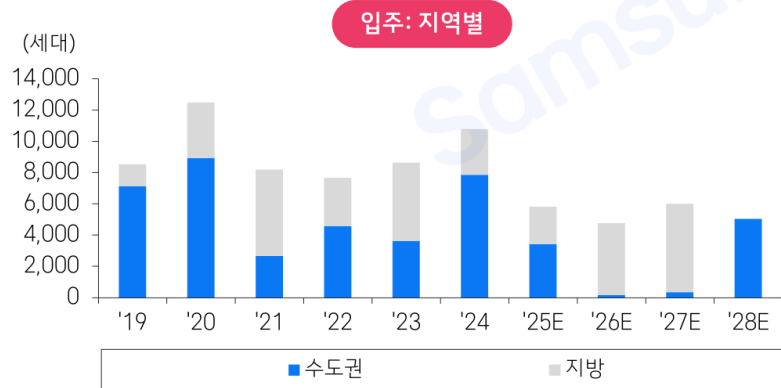
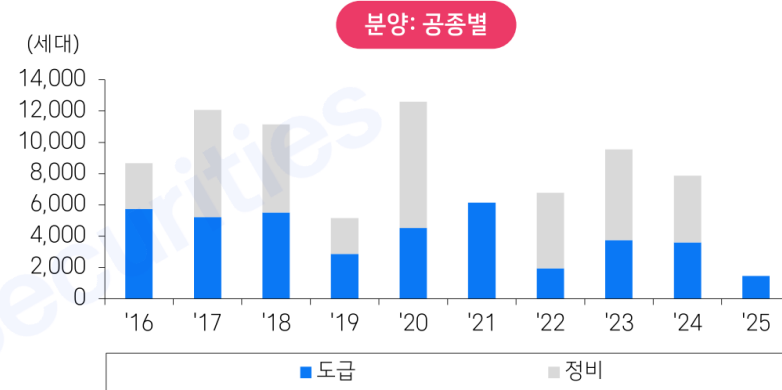
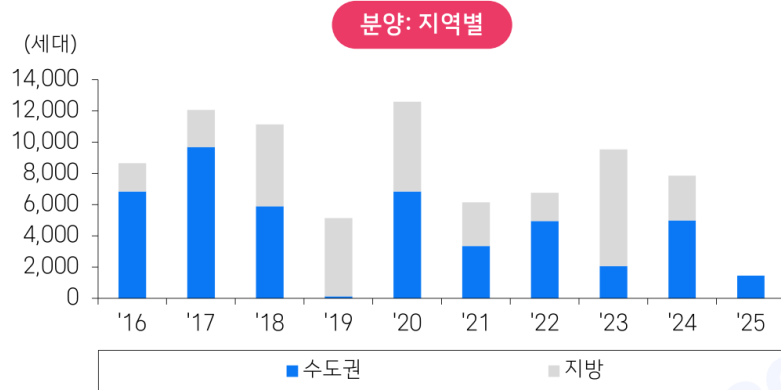
건설사 지역/공종별 분양 및 입주 추이 - GS건설



자료: 부동산114, 삼성증권

수혜 정도는 도시정비 역량에 따라 차별화될 것 - HDC현대산업개발

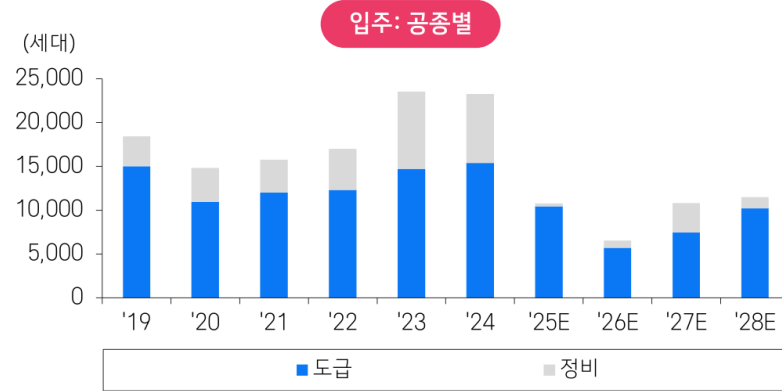
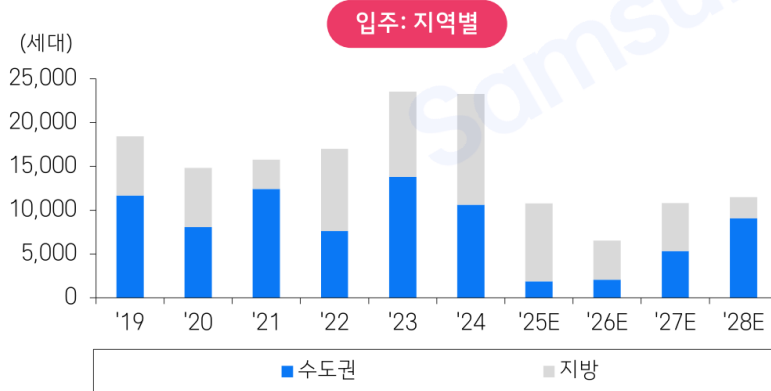
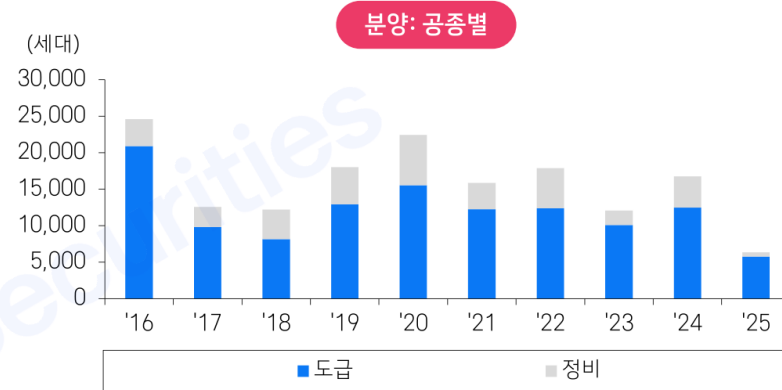
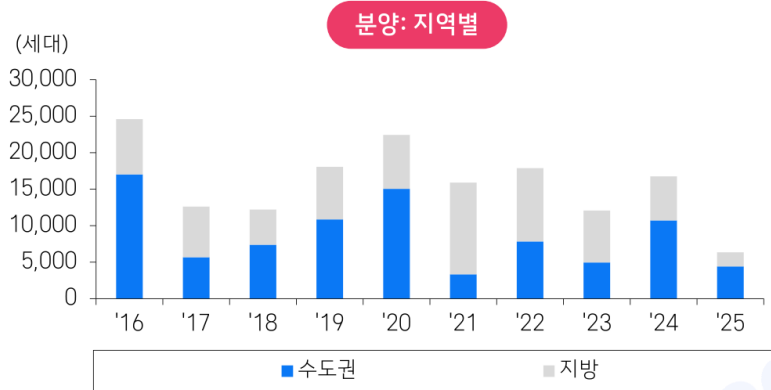
건설사 지역/공종별 분양 및 입주 추이 - HDC현대산업개발



자료: 부동산114, 삼성증권

수혜 정도는 도시정비 역량에 따라 차별화될 것 - 대우건설

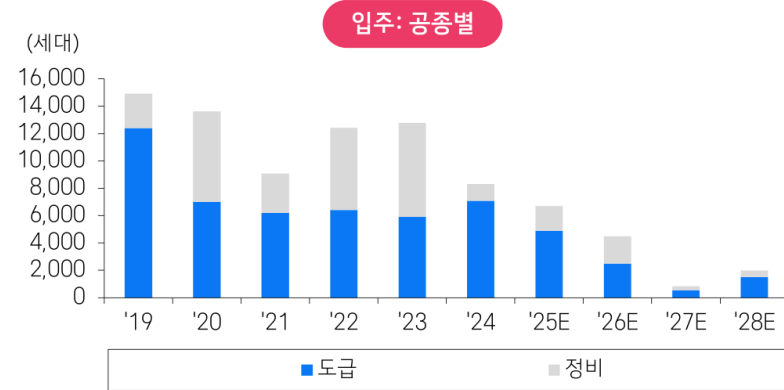
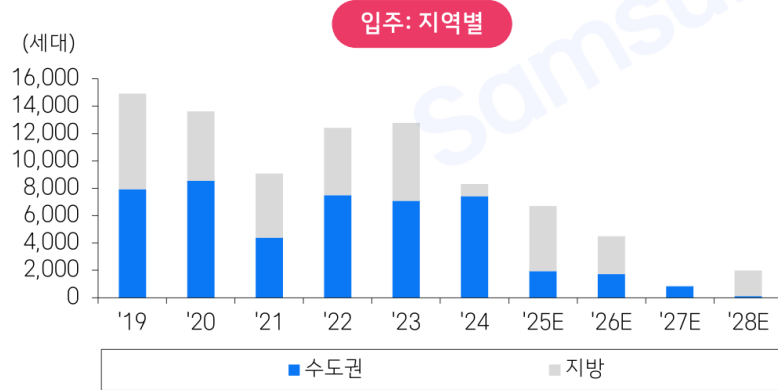
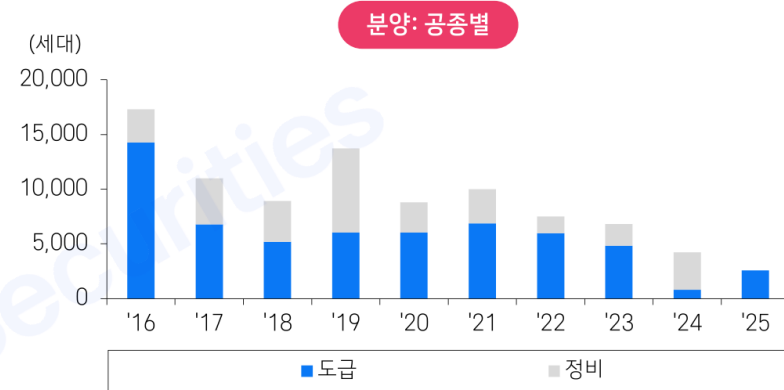
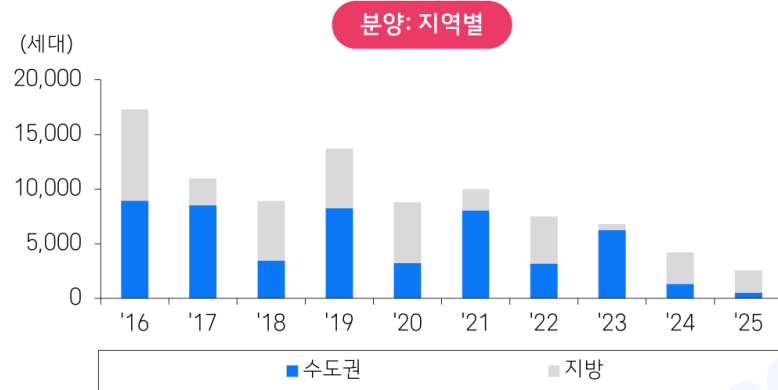
건설사 지역/공종별 분양 및 입주 추이 - 대우건설



자료: 부동산114, 삼성증권

수혜 정도는 도시정비 역량에 따라 차별화될 것 - DL이앤씨

건설사 지역/공종별 분양 및 입주 추이 - DL이앤씨



자료: 부동산114, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

Samsung Securities

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA