

미국 주택기업의 비즈니스 모델 분석

2018. 10

허윤경·김성환

■ 문제 제기	4
■ 미국 주택시장의 이해	5
■ 주택기업의 비즈니스 모델 분석	12
■ 특징 및 시사점	41

- 자산가치의 등락과 임대료 상승이 존재하는 미국 시장에서 주택기업의 비즈니스 모델을 확인하여 시사점을 도출하려 함.
 - 장기적으로 우리나라 분양시장의 규모 축소가 불가피하여 주택산업의 체질 개선과 새로운 사업 모델 모색이 필요함. 자산가치와 임대료가 동반 하락한 일본 모델을 벤치마킹하기에는 환경적 요인이 다름.
- 최근 미국의 주택시장은 재고 대비 0.8%를 상회하는 신규 공급이 이루어지고 있고, 금융 위기 이후 매매가격과 임대료가 동반 상승함. 주거용 부동산의 수익률은 6%를 상회함.
 - 주택 재고는 1억 3,405만호이며 공실률은 11% 수준임. 재고 대비 연간 0.8~0.9%의 신규 공급이 발생하고 있음. 단독주택 비중은 62.6%이며 주로 자가로 활용됨. 임대주택은 공동주택 형태가 다수임.
 - 금융위기 이후 주택 매매가격은 40% 이상 상승함. 임대료는 연간 3~4%대의 안정적인 상승률 기록
- 건설업 기반, 디벨로퍼 기반, 투자 기반의 6개 기업과 사례를 선정하여 분석함.
 - 본 연구에서 다룬 기업은 건설업 기반의 ① 디알호튼, ② 썬 커뮤니티즈, 디벨로퍼 기반의 ③ 트럼멜 크로우, ④ 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈, 그리고 투자 기반의 ⑤ 스타이브센트타운, ⑥ 인비테이션 홈즈임.
 - 디알호튼은 미국 주택시장 중 규모가 가장 큰 단독주택 시장에서 사업을 영위함에 따라 매출 규모도 큼(2017년 141억 달러). 그러나, 우리의 분양형 사업과 유사한 형태로 경기 사이클에 따른 부침도 큼.
 - 썬 커뮤니티즈는 틈새시장인 매뉴팩처드 주택 공급의 선두 주자임. 주택은 판매되지만 토지는 임대 형식으로 월 임대료가 발생함. 우리나라의 토지임대부 주택과 대응되는 형태임. 저가 주택시장을 대상으로 하여 비교적 높은 수익을 실현하고 있음.
 - 트럼멜 크로우는 개발사업에 대한 수수료를 수취하지만, 지분 투자를 통한 수익 규모가 더 큰 것으로 이해됨. 도심의 하이엔드 수요자를 대상으로 하여 개발 이후 임대, 분양을 동시에 수행하고 있음.
 - 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 학생 기숙사와 연구시설 중심으로 개발사업을 진행함. 장기 보유 및 임대를 통해 수익을 창출함. 이에 따라 금융위기 때도 플러스 수익을 실현함.
 - 스타이브센트타운은 2015년 블랙스톤이 매입한, 뉴욕의 1만호를 상회하는 임대주택 단지임. 투자 주체의 공공 정책 이해 정도에 따라 투자 실패와 성공적 저리 자금조달 사례가 함께 존재함.
 - 인비테이션 홈즈는 2012년 블랙스톤이 설립한 임대주택회사임. 미국의 임대용 단독주택 시장이 기관투자자의 새로운 투자 대상으로 부각되고 있음. 금융위기 이후 압류 주택 증가 등으로 대량의 주택을 저가에 매수할 수 있는 기회가 있었고, 임차 수요 증가라는 미국의 주택시장 구조 변화에도 기인함.
- 경기 사이클에 부침은 존재하나, 신규 공급은 지속되며 시장 변화에 대응한 상품 개발, 시공 방식 발전, 금융 선진화 등 산업적 혁신 및 발전도 이어지고 있음.
 - 주택가격 상승기의 주력 상품은 개인을 위한 판매용 주택이라는 사실에는 변화가 없음. 기업 관점에서는 경기 변동성 리스크 관리 역량이 중요함.
 - 임대 운영이 포함된 기업은 금융위기에도 플러스 수익을 유지한 반면, 분양 사업이 주력인 디알호튼의 경우 침체기에 어려움이 컸음. 하지만 호황기에는 폭발적 성장세도 확인됨.
 - 미국의 주택사업은 기관투자자나 금융 상품과의 다양한 결합 형태로 나타나고 있음. 장기 보유를 통한 운영 방식에서 자금력이 필수 요소로 부각됨에 따라 임대사업의 선결 조건은 다양한 금융상품 개발로 이해됨.
 - 6개사 모두 Value Chain을 확대시켜 자금조달에서 운영까지 일체화하는 방향으로 발전하고 있음.

I 문제 제기

- 우리나라의 주택산업은 주택 분양사업을 중심으로 발전해 왔으나, 최근 들어 분양시장 규모가 빠르게 축소되고 있음.

 - 대규모 공공택지, 선분양 제도 등을 활용하여 아파트 분양사업을 중심으로 발전해 옴. 이에 따라 Value Chain은 토지 매입과 시공에 집중된 단편적인 방식으로 발전해 옴.
 - 금융위기 이후 어려움을 겪었던 주택 경기는 2014년 이후 가격 상승, 물량 증가가 동시에 나타나며 호조세를 보임. 그러나, 2015년 52만 5,000호에 달했던 주택 분양 물량은 2017년 31만 2,000호로 감소하여 2년 만에 시장 규모가 40.6% 축소됨.

- 주택산업은 체질 개선과 새로운 사업 모델 비중 확대를 통해 지속가능성을 높여야 함.

 - 분양 사업은 비교적 높은 수익을 확보할 수 있는 장점이 있으나, 경기예 기대어 사업을 영위해야 한다는 점 때문에 장기적 안정성을 담보하기 어려움.
 - 최근 들어 다양한 상품들이 출시되고 있지만, 규제를 피한 단기적 대응이 많아 시장 점유율을 늘리지는 못하고 있음. 또한, 지속가능성에 대한 의문도 여전함.

- 현재 우리나라 시장은 여전히 자산가치와 임대료가 상승하는 국면으로, 일본 기업의 비즈니스 모델을 적용하기에는 한계가 있음.

 - 일본 주택산업과 기업의 대응을 확인하였으나,¹⁾ 일본은 자산가치와 임대료가 동시에 하락하는 시장의 모델임. 지역 활성화, 임대인 지원, 기업에 대한 정책적 지원 등에 대한 사회적 합의가 이루어질 수 있는 환경을 갖추고 있음.
 - 우리는 주택가격과 임대료가 함께 상승하고 있어 자본수익률과 임대수익률을 동시에 확보해야 함. 사회적으로도 임대인 우위 시장이 유지되어 임대주택의 산업적 활성화보다는 임차인의 주거 안정이 보다 중요함. 또한, 전문가에게 수수료를 지불하는 것에 대한 저항도 존재함.

- 자산가치의 등락과 임대료 상승이 존재하는 미국 시장에서 주택기업의 비즈니스 모델을 확인하여 시사점을 도출하려 함.

 - 주택 경기 순환이 존재하는 미국 시장에서 주택기업의 다양한 비즈니스 모델을 분석하고자 함. 특히, 금융위기를 거치면서 나타난 미국 주택기업의 변화를 확인하려 함.

1) 허윤경(2018), 「일본 임대주택기업의 비즈니스 모델 분석」, 한국건설산업연구원.

II 미국 주택시장의 이해

1. 재고 및 공급 시장

2016년 기준 미국의 총주택은 1억 3,405만호이며 공실률은 11% 수준임. 사용되는 주택 중 자가주택 비중은 63%이며, 임대주택은 37%임.

- 5년마다 실시하는 American Community Survey(2012~2016) 기준으로 2016년 미국 총주택은 1억 3,405만 4,899호로 추정되며 공실률은 약 11.3% 수준임.
- 공실을 제외하고 자가주택은 7,502만 2,569호, 임대주택은 4,383만 7,496호로서, 자가주택과 임대주택 비중은 각각 63.1%, 36.9%임.

〈표 1〉 주택 유형별 재고 비중(2016년)

(단위 : %)

구조	전체	자가	임대
단독주택(detached)	62.6	82.5	28.4
맞벽형 공동주택(attached)	6.0	5.8	6.4
2호 공동주택	3.5	1.2	7.4
3~4호 공동주택	4.3	0.9	10.3
5~9호 공동주택	4.7	0.8	11.5
10호 이상 공동주택	13.2	2.5	31.5
이동식 주택(Mobile home) 또는 기타	5.6	6.3	4.5

자료 : American Community Survey.

주택 유형별 재고 비중은 단독주택²⁾ 62.6%, 10호 이상 공동주택 13.2% 순임. 자가는 단독주택, 임대주택은 10호 이상의 공동주택이 많음.

- 단독주택 62.6%, 10호 이상 공동주택 13.2%로 전체 재고의 75% 이상을 차지함. 이 외에 10호 미만의 공동주택, 맞벽형 주택이 존재함.
- 자가주택은 82.5%가 단독주택으로 절대 다수를 차지함. 다음으로 맞벽형 공동주택이 5.8%, 10호 이상 공동주택이 2.5%임.
- 반면, 임대주택은 10호 이상의 공동주택이 31.5%로 가장 많고 단독주택 28.4%, 2~9호 사이의 소규모 공동주택이 29.2%임. 임대주택은 자가주택에 비해 비교적 다양한 형태의 구조가 존재함.

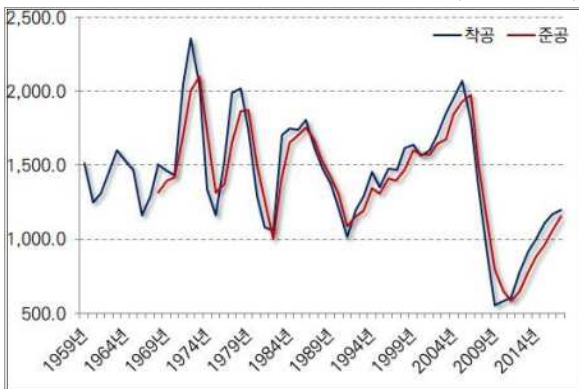
2) 구조적으로는 "detached house"로 표현되나 "single family house"가 보다 광범위하게 사용됨.

■ 미국의 연간 주택 공급 물량은 100만호를 상회하고, 평균 70% 내외가 단독주택으로 공급됨. 최근 5호 이상의 공동주택 증가로 유형별 공급 비중이 변화하고 있음.

- 미국 통계국(U.S. Census Bureau)에 따르면, 2017년 미국의 신규 주택 착공은 120만 3,000호, 준공은 115만 3,000호 수준임. 2016년 기준으로 재고 대비 0.8~0.9% 수준에서 신규 주택 공급이 이루어짐.
- 글로벌 금융위기를 겪으면서 2009년 착공 물량이 55만 4,000호까지 감소하였으나, 이후 주택 경기 회복세의 영향으로 꾸준한 증가세가 이어짐.
- 1968~2017년까지 50여 년 동안 신규 주택 중 72%가 단독주택으로 준공됨. 5호 이상의 공동주택 24.3%, 2~4호 공동주택 3.7% 수준임.
- 글로벌 금융위기 이후 5호 이상 공동주택 공급이 증가하는 추이임. 금융위기 이후 단독주택 공급 감소폭이 컸고, 이후 5호 이상의 공동주택 회복세가 빠르게 나타남. 2017년 준공 기준으로 단독주택 69%, 5호 이상 공동주택 30%, 2~4호 공동주택 0.9%의 비중임.

〈그림 1〉 연간 신규 주택 착공 및 준공 추이

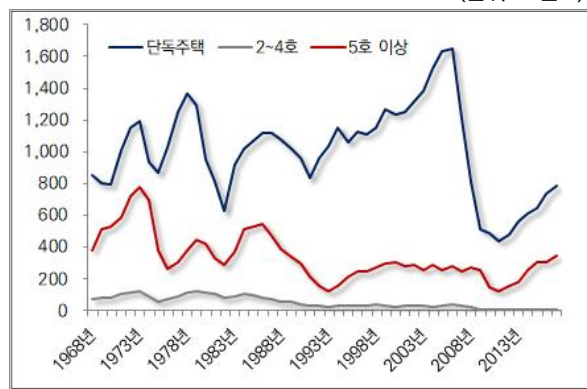
(단위 : 천호)



자료 : 한국건설산업연구원, 美 통계국 재구성.

〈그림 2〉 주택 호수별 신규 주택 준공 추이

(단위 : 천호)



자료 : 한국건설산업연구원, 美 통계국 재구성.

■ 2017년에 단독주택은 80만호가 준공됨. 지난 26년간 단독주택의 70%가 판매용으로 공급되었고, 최근 들어 경기 회복의 영향으로 판매용 주택 비중이 증가하고 있음.

- 1992~2017년 준공 기준 단독주택 중 평균적으로 판매용 주택 비중이 70.0%임. 나머지 30.0%는 건축주가 직접 건설하는 주택임.
- 경기 회복의 영향으로 2013년 이후 판매용 주택 비중이 증가하여 2017년은 75.1%까지 확대됨.
- 시공 공법에 따라서는 95% 이상이 현장에서 건축되며, 모듈러 주택 2%, 패넬이나 조립식이 2%로 공급됨. 비중 변화의 패턴은 확인되지 않음.

❖ **지난 19년간 준공된 공동주택 중 평균 80%가 임대용으로 공급되었으며 2017년에는 90%를 상회함. 2017년 준공된 공동주택은 35만호임.**

- 준공 기준으로 공동주택은 80%가 임대 목적임. 1999~2017년 준공 기준 공동주택 공급 비중은 임대용 주택 81.2%, 판매용 주택 18.8%임.
- 임대용 공동주택 비중이 지속적으로 증가하는 패턴이 확인됨. 2017년에는 93.9%까지 증가하였고 판매용은 6.1%에 그침.
- 2014년 이후 임대주택 중 99% 이상이 공동주택으로 공급됨. 나머지는 맞벽형 주택 등 타운하우스 형태임.
- 건축물 기준으로 2012년 이전에는 90%가 1~2층 주택이었음. 2013년 이후 3층 이상 주택이 크게 증가함. 2017년에는 1~2층 주택 34%, 3층 주택 45%, 4층 이상 주택 21%임. 4층 이상의 고층 주택이 꾸준히 증가하고 있음.

❖ **수요 기반인 인구 구조적 영향으로 비교적 견조한 인구 증가세가 이어지고 있음. 노령화 속도도 동아시아 국가들보다 더딘 편임.³⁾ 경제성장률은 올해까지 회복세를 이어옴.**

- 1990년대에는 적극적인 이민 정책 등으로 연간 인구 증가수가 300만명을 상회하였으나, 2000년대 들어서는 200만명 수준의 안정적 증가세가 이어지고 있음.
- 20세 미만 인구가 여전히 25.3%에 달하고 지난 30년간 50세 이상 인구 비중은 10.1%p 증가하여 동아시아 국가⁴⁾들에 비해 노령화 속도는 더딘 편인 것으로 판단됨.⁵⁾
- 미국 경제가 금융위기로 인한 어려움을 극복한 후, 2018년 2분기 미국 경제성장률이 4.2%에 달하는 등 호조세를 보이고 있지만 2019년 이후에는 2%대로 낮아질 것으로 보는 전망들이 다수임.

2. 매매가격 및 임대료 추이

❖ **글로벌 금융위기 이후 미국 주택가격은 크게 하락하였으나, 2012년 이후 회복을 지속하여 2018년 6월 현재 40% 이상 상승함.**

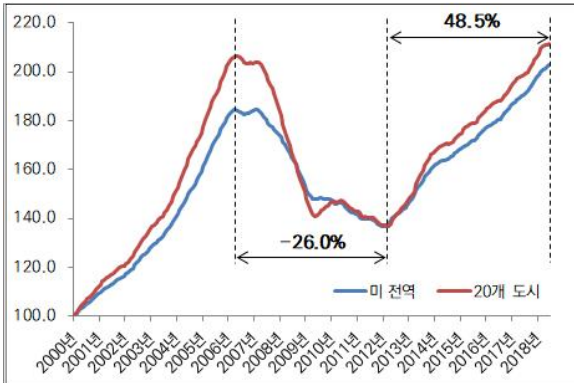
- 美 전역의 주택가격은 글로벌 금융위기 이후 26.0% 하락하였으나, 2012년 이후부터 상승세를 지속하여 전 저점(2012년 2월) 대비 2018년 6월 현재까지 48.5% 상승함.
- 20개 대도시 주택가격의 변동성은 더욱 커서 33.9% 하락 이후 다시 54.8% 상승함.
- 금융위기 이전 전 고점(2007년 2월) 대비로는 美 전역은 9.8%, 20개 도시는 2.3% 상승한 수준임.

3) 허윤경(2014), 「통계로 보는 국제 주택시장 비교 : 미국·영국·일본·한국을 대상으로」, 한국건설산업연구원.

4) 한국은 지난 30년간 50세 이상 인구 비중이 15.9%p 증가함. 일본은 65세 이상 인구가 15.9%p 증가함.

5) 허윤경(2014), 「주요 선진국의 주택공급시장 변화와 시사점」, 한국주택학회 2014 정기학술대회.

〈그림 3〉 S&P의 미 전역 및 20개 도시 주택가격지수 추이
(2000년 1월 = 100)



주 : 계절 조정 지수임.
자료 : 한국건설산업연구원, S&P/Case-Shiller 재구성.

〈그림 4〉 미 전역의 임대료 변동률 추이
(단위 : %)



주 : 소비자물가지수 중 모든 도시의 소비자 대상 기본 주거용 임대료지수와 주택 소유주의 간주임대료지수의 전년 동월 대비 변동률임.
자료 : 한국건설산업연구원, 미 노동통계국 재구성.

■ 2009~2010년 임대료의 상승폭이 1% 미만으로 축소되었으나, 2013년 이후 연간 3~4%의 상승세로 소비자물가지수를 상회하는 상승률을 보임.

- 월세만 존재하는 미국의 주택 임대료는 지속적인 우상향 추이가 확인되며, 경기 변화에 따른 영향은 상승률의 변화로 나타남. 기본임대료, 간주임대료⁶⁾ 모두 동일한 흐름임.
- 기본임대료 기준으로, 2009년과 2010년은 각각 0.7%, 0.8% 하락하여 금융위기의 영향이 크게 나타남. 2011년, 2012년에는 각각 2.5%, 2.7% 상승하였고 2013년에서 2017년까지는 연간 3~4% 까지 상승폭이 확대됨. 2016년을 정점으로 임대료 상승폭이 둔화되는 양상이 확인됨.
- 2012년부터 2018년 7월까지 기본임대료는 24.5%, 간주임대료는 20.5% 상승함. 동일한 시기 도시 기준 소비자물가지수는 10.6% 상승함.

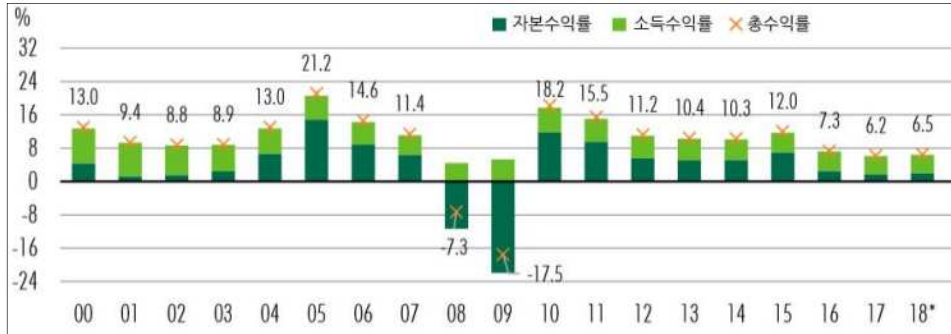
■ 금융위기 이후 주택가격 및 임대료 상승으로 주거용 부동산의 총수익률은 6%를 상회함.

- NCREIF⁷⁾의 공동주택 수익률 지수에 따르면, 2010~2015년의 총수익률은 10%를 상회하였고 2016~2017년은 6~7% 수준임.
- 2010~2015년은 주택가격 상승에 따른 자본수익률이 높았던 반면, 2016년 이후 자산가치 상승폭이 둔화됨에도 불구하고 임대료에 의한 소득수익률이 유지되면서 6%를 상회하는 수익률을 유지함.
- CBRE(2018)는 15년간의 NCREIF 지수를 분석한 결과, 총수익률의 변화는 자산가치 상승의 영향을 받았지만 지속적인 임대료 상승에 따라 소득수익률은 안정적인 수준을 나타낸 것으로 진단함.

6) 미국의 간주임대료는 주택 소유자가 거주하는 주택을 대상으로 하여 임대료를 낼 경우를 가정하여 조사함.

7) NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries)는 1978년 설립된 수익용 부동산의 지수 생산 업체임.

〈그림 5〉 美 공동주택의 연간 수익률 추이



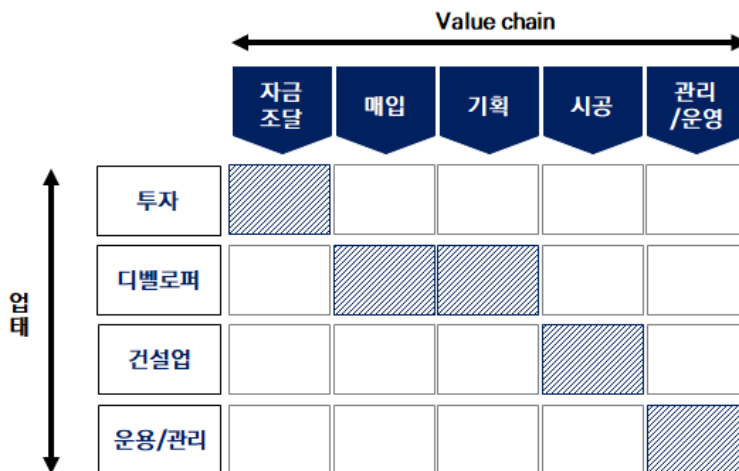
주 : NCREIF 지수, 2018년은 예측치임.
 자료 : CBRE, 2018 Q2, Multifamily Research Brief, 재인용.

3. 주택사업의 업태

■ 주택사업의 Value Chain에 따라 투자자, 디벨로퍼, 건설업자, 운용/관리사로 구분할 수 있으나, 대형사들은 업태에 관계없이 Value Chain을 확대하는 양태임.

- 전통적인 업태는 투자자가 자금조달을 맡고, 디벨로퍼가 매입·기획을 담당함. 건설업자는 시공을 담당하고 운용사나 관리사가 관리·운영하는 것이 일반적임.
- 그러나, 최근 들어서는 투자자가 직접 운용사나 관리사를 자회사로 설립하여 운영 단계까지 참여하고 있으며, 디벨로퍼가 직접 지분 투자도 참여하고 있음. 또한, 대형 주택건설업자는 자금조달에서 매입, 기획, 시공까지 직접 수행하는 경우도 다수임.
- 대형사들은 업태에 상관없이 자금조달에서부터 운영까지 Value Chain을 확대하는 양상이 확인됨.

〈그림 6〉 주택사업의 Value Chain별 전통적 업태



■ 주택 시공은 종합건설업자(General Contractor)보다는 주택건설업자(Home Builder)가 주로 사업을 수행함. 대규모 주택건설업자는 종합건설업자이나 주택만을 취급하는 것으로 이해됨.

- 종합건설업자는 규모가 큰 건설사업을 주로 수행하며, 주택사업과 같은 소규모 사업은 주택건설업자가 주로 수행함. 종합건설업자는 하청업체를 통해 프로젝트를 관리하며, 건설 인허가 사항까지 업무 영역에 포함됨. 반면, 주택건설업자는 전문 공정을 제외하고는 직접 시공하는 경우가 많고 건설 인허가 사항에 대응하지 못하는 경우도 다수 존재함.⁸⁾
- 美 건설업 면허는 주(州)법에 따라 다르고, 종합건설업과 전문건설업의 구분 여부, 주거용 면허 구분 여부 및 세분 정도에 따라 매우 다양함.⁹⁾ 이에 따라 美 전역을 포괄하는 기업은 제한적이며 주별로 기업의 진출 여부가 다름.
- 주택사업에 특화된 대규모 주택건설업자는 종합건설업자와 디벨로퍼의 업역을 포괄하는 업체임. 단독주택 시장을 중심으로 사업을 영위하며 임대 운영보다는 개인에게 주택을 판매하는 형태로 사업을 수행함.

■ 디벨로퍼는 사업의 계획에서부터 자금조달, 자산관리까지 총괄하며, 상위 디벨로퍼는 대도시의 복합 개발을 위주로 하여 주거용은 하이엔드 시장에 주로 진출하고 있음.

- 토지 매입, 기획, 설계, 자금조달, 마케팅, 판매, 자산관리까지 총괄하며, 일정 수준의 지분 투자를 수행함. 자금조달을 위하여 대형 기관투자자들을 유치하는 역할도 수행함.
- 상위 업체는 주로 복합 개발을 수행하며, 최근 들어 대도시의 임대용 공동주택이나 분양형 공동주택을 개발하는 업체가 늘어나 2017년 기준 상위 20위 중 10개 업체가 공동주택 개발에 집중함.¹⁰⁾

■ 투자자와 금융기관은 부동산 및 주택의 개발과 보유에 필요한 자금을 지분 투자와 대출 형태로 참여하고 있음.

- 투자자들은 대규모 주택 개발 및 보유에 필요한 자금을 지분 투자와 대출의 형태로 동시에 참여하고 있음. 펀드와 리츠의 형태가 동시에 활용되며, 수익과 리스크 수준에 따라 참여 방식은 달라짐. 지분 형태의 참여는 높은 수익을 기대할 수 있지만, 상당한 리스크를 감내해야 함.
- 주택금융은 1차 시장과 유동화가 이루어지는 2차 시장으로 이루어지며, 정부 지원 기관의 역할이 절대적임. 주택금융에 대한 공적 기관의 지원은 모기지 채권의 높은 신용도를 유지하여 낮은 금리로 자금을 조달하게 하는 기반을 만들고 있음.¹¹⁾
- 최근 들어서 대형 투자자들은 자회사를 설립하여 운영까지 참여하는 사례가 확인되고 있음.

8) www.riseconstructiontx.com/difference-between-developer-vs-general-contractor-vs-builder.

9) 나경연(2016), 「주요국의 건설업 영업범위 제한 규정과 정책적 제언」, 한국건설산업연구원.

10) Commercial Property Executive 발표 기준.

11) 허윤경·이승우(2012), 「금융위기 이후 미국의 모기지 지원 프로그램의 시사점」, 한국건설산업연구원.

■ 시공 공법에 따라 현장건축 주택과 공업화 주택으로 구분됨. 공업화 주택은 건축 비용이 저렴하고, 저가 상품으로 공급되고 있으며, 특화된 건설사가 별도로 존재함.

- 프리패브(Prefab) 공법을 적용하였는지의 여부에 따라 현장건축 주택(Site-built Home)과 공업화 주택(Factory-built Home)으로 구분 가능하며, 현장건축 주택은 현장에서 제반 건설 작업을 진행하는 전통적 공법으로 건축된 주택을 의미함.
- 공업화 주택은 공장에서 일정 작업을 수행한 후 현장으로 이송해 조립하는 프리패브 공법을 적용하여 시공하는 주택임. 매뉴팩처드 주택(Manufactured Home 또는 Mobile Home), 모듈러 주택(Modular Home), 패널화 주택(Panelized Home), 프리컷 주택(Pre-cut Home) 등이 있음.
- 프리패브 주택의 가장 큰 특징은 제곱피트(sq.ft.)당 건축 비용이 약 57.21달러에 불과해 현장주택 건축 비용 대비 35~47%가량 저렴하다는 점임.

〈표 2〉 매뉴팩처드 주택과 현장건축 주택의 건축 비용 비교

주택 분류		평균 건축비(토지 제외)	평균 면적(sq.ft.)	sq.ft.당 건축비
프리패브 주택	매뉴팩처드 주택	8만 2,171달러	1,446	57.21달러
현장건축 주택	신규 현장건축 주택	28만 9,078달러	2,676	108.10달러
	기존 현장건축 주택	18만 4,647달러	2,105	87.76달러

주 : 매뉴팩처드 주택은 주택의 운송 및 고정 등에 소비되는 비용 1만 달러를 포함한 것임.
 자료 : 美 통계국, 매뉴팩처드 주택 조사(Manufactured Housing Survey); 美 주택도시개발부(Department of Housing and Urban Development : HUD), 건설업 조사(Survey of Construction); 도시 연구소(Urban Institute) 재인용.

〈표 3〉 건설 공법을 기준으로 한 美 주택 건설 방법의 세부 분류

분류	정의	법적 규제	건설 비용	상각 비율	법적 구분	실무 구분	구분 근거	
- 건축 요소 중 일부 또는 전부를 공장에서 생산·조립한 후 현장에서 설치·조립하여 건설(先 생산 後 조립)하는 주택 - 현장건축 주택 대비 저렴하고 시공이 간편하지만 상각비율이 높은 편임.								
공업화 주택	매뉴팩처드 주택	- 先 생산으로 창호, 외벽, 전기배선·배관 등을 공장에서 조립 후 현장으로 운송하여 설치·조립하여 건설하는 주택 - 1976년 HUD code ^{*1} 를 통해 매뉴팩처드 주택의 안전성 및 기능성 등을 규정하며 제도화 / 美 연방규정집(CFR)을 통해 법적 정의 마련	↓	↓	↑	○	24 CFR §3280.2	
	모듈러 주택	- 주택을 일정한 모듈(예, 戶)로 구분하여 공장에서 제작한 후 현장에서 조립하는 주택 - 세계주거건축규정(IRC)을 기반으로 하여 「건축법(building code)」에 따라 시공하여야 하므로 현장건축 주택과 유사하거나 혹은 동일한 수준의 법적 규제를 적용받음.	-	↓	-	○	24 CFR §3282.12	
	패널화 주택	- 내·외벽을 분리하여 창호 등 필요 장치를 장착한 채 현장에서 재조립 - 법적으로는 모듈러 주택과 동일한 적용을 받으며 시공법 구분을 위한 용어로 사용	-	↓	-		○	HUD guide
	프리컷 주택	- 패널화 주택보다 더욱 세분화된 형태로 공장에서 출하된 후 현장에서 조립하며, 프리패브 주택 중 현장 작업이 가장 많음. - 모듈러 주택과 동일한 수준의 규제를 받음.	-	-	-		○	HUD guide
현장건축 주택	- 전통적인 주택 건설의 형태로, 모든 작업이 현장에서 이루어짐. - 프리패브 주택 대비 건설 기간이 길고, 비용이 많이 소요됨.	↑	↑	↓		○	Building Codes	

주 : *1은 The Manufactured Home Construction and Safety Standards Act(42 U.S.C. Sections 5401-5426).
 자료 : 세계주거건축규정(International Residential Code : IRC), 美 연방규정집(CFR : Code of Federal Regulations), 美 HUD, 매뉴팩처드 주택협회(Manufactured Housing Institute) 자료를 기준으로 저자 정리.

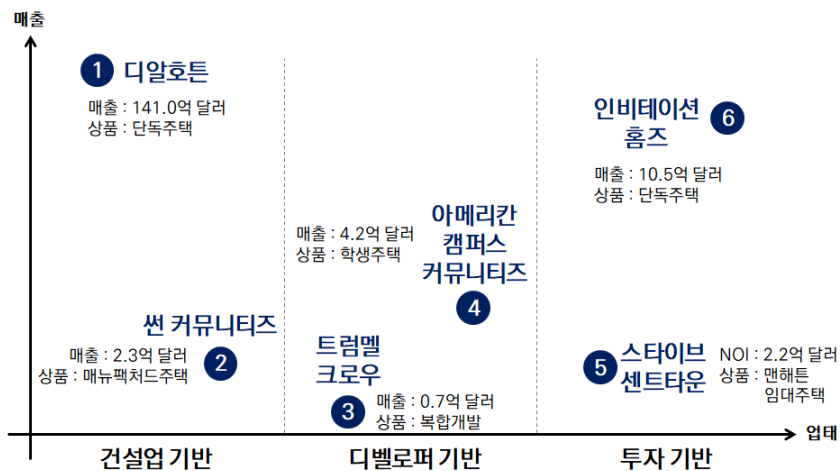
Ⅲ 주택기업의 비즈니스 모델 분석

1. 사례 기업 선정

주택사업의 업태와 상품, 기업 규모 등을 고려하여 6개 기업 및 사례를 선정하여 분석을 실시함.

- 건설업 기반으로는 17년간 주택건설업 1위를 고수하고 있는 디알호튼과 매뉴팩처드 주택부문의 1위 기업인 썬 커뮤니티즈를 선정함. 두 기업을 통해 중위 주택상품과 저가 주택시장을 포괄하여 이해 가능함.
- 디벨로퍼 기반으로는 트럼멜 크로우와 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈를 선정함. 트럼멜 크로우는 CBRE의 자회사로 매출은 적지만 최상위 디벨로퍼이며 고가 주택시장에 집중함. 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 중위권 디벨로퍼이며, 학생 주택을 상품 타깃으로 삼고 있음.
- 투자 기반 모델로는 블랙스톤이 투자한 스타이브센트타운과 인비테이션 홈즈를 선정함. 운영 자회사가 존재하긴 하나 기업의 형태라기보다는 투자의 형태에 가까움. 다만, 투자 회사들의 부동산시장 진입은 투자 형태로 이루어짐에 따라 이를 통해 시사점을 얻고자 함. 스타이브센트타운은 맨해튼의 임대용 공동주택 단지이며, 인비테이션 홈즈는 임대용 단독주택 관리 회사임.
- 디알호튼과 인비테이션 홈즈가 진출한 단독주택 시장은 민간 시장 성격이 강하나, 스타이브센트타운은 공공의 정책적 지원이 존재하는 임대주택 시장임.
- 상품 타깃별 다양한 기업과 사례를 포괄하여 자금조달 및 사업구조의 다양성을 이해코자 함. 또한, 상장사, 리츠 등 기업의 경영 정보가 공개되는 회사와 사례를 중심으로 선정함.

〈그림 7〉 선정 기업 개요



자료 : 매출은 2017년 기준임. 스타이브센트타운은 공시 회사가 아니기 때문에 2017년 기준 매출을 확인할 수 없어 2015년 NOI(순 운영 수익 : Net Operating Income, 이후 NOI로 표기)를 표시함.

2. 건설 기반 모델

(1) 디알호튼(D. R. Horton)¹²⁾

■ 디알호튼은 지난 17년(2002년~2018년) 동안 Builder Magazine이 준공 물량 기준으로 선정한 미국 주택 공급(Builder) 1위의 기업임.

- 1978년 텍사스 포트워스에서 창립하여 1992년 뉴욕증권거래소에 상장되었고, 현재는 S&P 500에 포함되어 있음.
- 2017년 9월 기준 직원 수 7,735명, 2017년 매출 141억 달러¹³⁾, 준공 4만 5,751호의 실적을 기록함.¹⁴⁾¹⁵⁾ 주택 판매비에 토지비가 포함되는 특성이 존재하여 건설기업의 매출과는 기준이 일부 다를 수 있으나, 최근 미국의 주택경기 호황과 함께 회복세를 보이고 있는 디알호튼의 사업 규모를 미루어 짐작할 수 있음.
- 1990년대 후반부터 인수합병을 통해 새로운 주(州)와 하부 시장에 진출하는 방식으로 성장을 지속함. 2017년에도 56억 달러 규모에 달하는 인수합병을 실시함.
- 美 전역(남동부, 남부, 중서부, 서부, 태평양)의 26개 주, 78개 하부 시장에서 사업을 수행 중임.

〈그림 8〉 디알호튼의 사업 지역



지역	주
동부	델라웨어, 메릴랜드, 뉴저지, 노스캐롤라이나, 펜실베이니아, 사우스캐롤라이나, 버지니아
중서부	콜로라도, 일리노이, 미네소타
남동부	앨라배마, 플로리다, 조지아, 미시시피, 테네시
남중부	루이지애나, 오클라호마, 텍사스
남서부	애리조나, 뉴멕시코
서부	캘리포니아, 하와이, 네바다, 오리건, 유타, 워싱턴

자료 : J.P. Morgan, 2017, 「Homebuilding and Building Products Conference」 자료집.

■ 단독주택 개발에 특화된 사업 형태를 지니며, 주택 판매를 중심으로 사업을 운영하고 있어 분양 중심의 우리나라 대형 건설사의 주택사업과 유사함.

- 단독주택 사업과 관련하여 기획, 자금조달, 토지 매입 및 개발, 시공, 주택 판매로 이어지는 Value

12) 공식 홈페이지와 IR의 연간보고서를 중심으로 작성함.

13) 미국 내 일반빌딩 부문의 1위인 터너(The Turner Corp.)의 2017년 매출은 93억 달러임.

14) Builder Magazine에 따르면 2위는 레나(Lennar Corp.)로 2017년 기준 2만 9,394호 준공, 매출 126억 달러 수준임. 3위는 펄트그룹(PulteGroup)이며 준공 2만 1,052호, 매출 86억 달러임.

15) 상위 주택건설사 22위까지 2017년 기준으로 준공 2,500호, 매출 10억 달러를 상회하는 수준을 형성하고 있음.

Chain을 운영하고 있음.

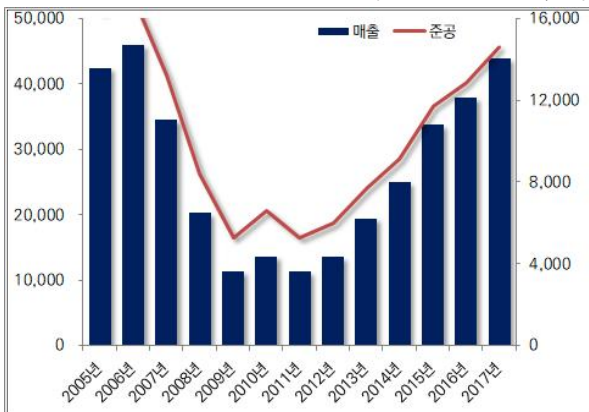
- 2017년 9월 현재 총인원 7,735명 중 건설 부문 2,157명(27.9%), 관리 부문 2,107명(27.2%), 모기지 및 소유권 등기 부문 1,798명(23.2%), 영업 및 마케팅 부문 1,673명(21.6%)으로 직원이 비교적 고르게 분포되어 있음.

주택건설사업은 지역에 기반한 사업임에 따라 지역 관리자의 의사결정권이 강함.

- 주택 건설과 관련해서는 연방정부, 주정부, 지방정부에 따른 다양한 법률 및 규정을 준수해야 하고 면허를 갖추고 있어야 함. 또한, 지역 시장별 주택 경기가 달라 지역에 특화된 사업임.
- 2017년 9월 말 현재 41개의 개별적인 주택건설사업부가 존재하고, 각각 할당된 개별 하부시장 영역을 운영하고 있음.
- 지역 시장을 총괄하는 각각의 운영부서에는 부서장, 관리자와 함께 토지 권리 취득, 취득 및 개발, 판매 및 마케팅, 건설 관리 및 감독, 고객 서비스, 구매 관리 인력이 각각 배치되어 있음.

〈그림 9〉 디알호튼의 매출 및 준공 주택 추이

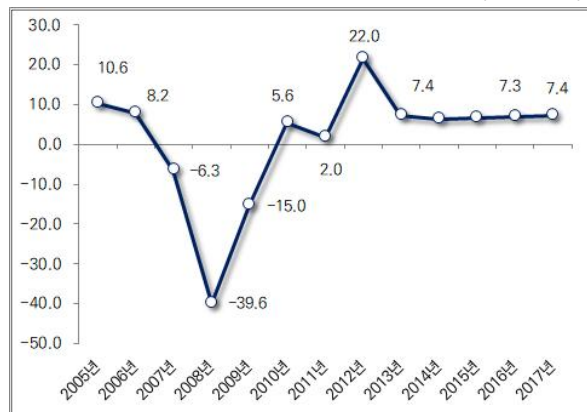
(단위 : 백만 달러, 호)



자료 : 한국건설산업연구원, 디알호튼의 각 연도 연간보고서 재구성.

〈그림 10〉 디알호튼의 매출액 순이익률 추이

(단위 : %)



주 : 순이익(Net Income)/매출(Revenues).

자료 : 한국건설산업연구원, 디알호튼의 연간보고서 재구성.

디알호튼은 글로벌 금융위기를 겪으면서 준공 물량과 매출이 동시에 감소하였으나, 2013년 이후 회복세를 이어가며 2017년 들어 최고치였던 2006년 수준까지 근접함.

- 2006년 최고 매출 151억 달러, 준공 5만 3,099호를 기록하였으나, 금융위기를 거치는 2007년부터 2009년까지는 경영 적자를 겪음.
- 2012년 이후 연간 10% 이상의 주택 준공 및 판매 증가가 이어지면서 2017년에는 최고점이었던 2006년 매출까지 근접함.

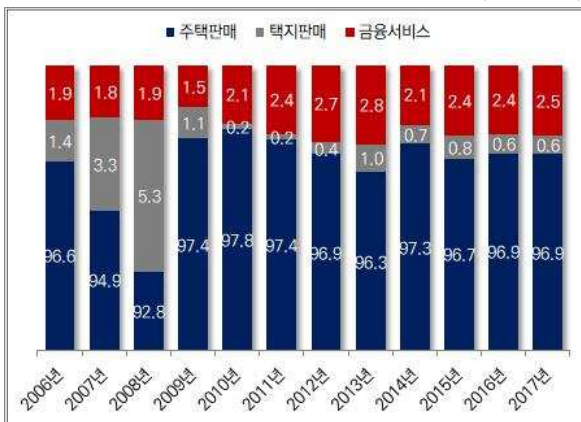
- 2011년에는 매출 36억 달러, 준공 1만 6,695호까지 감소하였으나, 2017년 현재 매출 141억 달러, 준공 4만 5,751호까지 증가함.

2013년 이후 세후 매출액 순이익률은 7% 내외의 안정적인 수준이나, 금융위기 이후 3년간은 마이너스를 기록하며 등락폭이 큰 편임.

- 금융위기 직전인 2005년과 2006년에는 매출액 순이익률이 각각 10.6%, 8.2%를 기록함.
- 금융위기의 영향을 직접적으로 받으면서 2007년 -6.3%, 2008년 -39.6%까지 낮아졌고, 2010년에도 -15.0%를 나타냄.
- 2010년부터 플러스로 돌아섰으며, 2012년에 급격한 증가세를 보인 후 현재까지 7% 내외 수준을 형성하고 있음.

〈그림 11〉 디알호튼의 부문별 매출액 비중

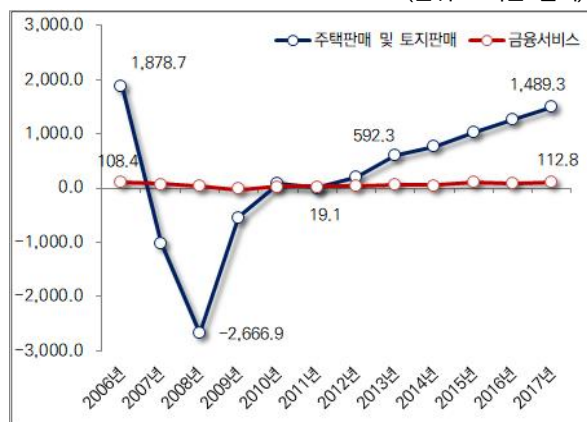
(단위 : %)



자료 : 한국건설산업연구원, 디알호튼의 각 연도 연간보고서 재구성.

〈그림 12〉 디알호튼의 부문별 세전 이익 추이

(단위 : 백만 달러)



주 : Income before income taxes, 연간보고서상 주택 판매와 토지 판매를 구분하지 않음.

자료 : 한국건설산업연구원, 디알호튼의 연간보고서 재구성.

매출의 95% 이상이 주택 판매에서 발생하고 대부분의 이익도 주택 판매를 통해 확보함. 우리나라의 분양 사업과 유사하며, 주택 경기에 직접적인 영향을 받는 구조임.

- 2017년 매출액 기준으로 주택 판매 부문에서 96.9%의 매출이 발생함. 그 외 택지 판매 0.6%, 금융(주택담보 대출) 서비스를 통해 2.5%의 매출이 발생함.
- 주택 판매에서 95% 이상의 매출이 발생하는 추이는 2006년 이후 유사하게 나타남. 금융위기 시기에 택지 판매 비중이 3~5%까지 확대되었으나 예외적인 상황으로 판단됨.
- 주택 및 토지 판매 부문에서 이익의 대부분이 발생하며, 2017년 기준 세전 수익은 15억 달러임.

- 세전 매출액 이익률은 금융 서비스가 높으나, 절대적인 이익이 많지는 않음. 금융 서비스는 주택 판매를 위한 부가 서비스 차원임.
- 주택 판매는 주택 경기에 직접적인 영향을 받음에 따라 금융위기 때 대부분의 손실이 주택 판매와 토지 판매에서 발생함. 특히, 완공된 주택의 가치 하락과 이에 따른 비용 상각이 주요 원인이었음.

〈표 4〉 디알호튼의 브랜드와 특징

상품 특징		사업 비중(2017년)	
		준공	매출
	- 2014년 론칭 - 저가 : 생애최초 구입자 상품 - 18개 주 55개 하부 시장 - 평균 판매가 22만 달러	31%	24%
	- 1978년 론칭 - 주력 상품 - 26개 주 78개 하부 시장 - 평균 판매가 31만 1,000달러	64%	67%
	- 2013년 론칭 - 고가 : 고급주택 상품 - 평균 판매가 61만 7,000달러	4%	8%
	- 2016년 론칭 - 노인(active adults) 상품 - 8개 주 10개 하부 시장 - 적은 유지보수비	1%	1%

자료 : 디알호튼 연간보고서, J.P. Morgan, 2017, Homebuilding & Building Products Conference 자료집.

❖ 주택 가격, 대상, 지역에 따라 4가지의 브랜드를 갖고 사업을 운영하고 있으나, 생애최초 구입자 및 중산층을 위한 단독주택 비중이 90%를 상회함.

- ‘Express Homes’은 생애최초 주택구입자 등 최초로 시장에 진입하는 수요자를 대상으로 하며 평균 판매가는 22만 달러 수준임.¹⁶⁾
- ‘D.R.Horton’은 중산층 상품이며 교체 수요자(Move Up)가 다수임. 회사의 주력 상품으로 평균 판매가는 31만 달러 수준임.
- ‘Emerald Homes’은 고가 상품으로 평균 판매가는 62만 달러이나, 최대 100만 달러까지 존재함.
- ‘Freedom Homes’은 55세 이상으로 연령 제한이 있는 커뮤니티(Active Adult Community)¹⁷⁾에 제공되는 상품임. 적은 유지보수비와 노인을 위한 편리한 설비를 강점으로 시장을 공략하고 있음.
- 생애최초 구입자(Express Homes)와 중산층(D.R.Horton) 대상 브랜드의 사업 비중은 준공 95%, 매출 91%로 절대 다수를 차지함.

16) 민간 부동산정보업체 Zillow의 2018년 7월 美 전체 중위 주택가격은 21만 8,000달러임.

17) 퇴직자 커뮤니티(Retirement community), 노인 공동주택(Elder·Senior Cohousing) 등 다양한 용어가 혼재되어 사용되나, 일반적으로 55세 이상을 입주 대상으로 다양한 설비를 제공하며 재정적 안정성이 확보된 중산층 이상의 노인을 위한 상품임.

- 이 외에 2015년부터 'Pacific Ridge Homes' 브랜드를 시애틀에서 사용하고 있으나, 틈새시장 공략을 위한 브랜드로 이해됨.
- 2017년 준공 기준으로 총 4만 5,751호 중 단독주택을 4만 1,892호 준공하여 단독주택 비중이 91.6%에 이룸. 현재는 대부분의 브랜드가 단독주택을 중심으로 공급되고 있음.

■ 주택담보대출을 제공하는 자회사인 DHI Mortgage를 통해 신규 주택 구매자를 지원함으로써 주택 판매를 촉진하고 있음.

- 디알호튼의 주택 구입자가 DHI Mortgage를 사용한 비율은 50%를 상회하고 지속적으로 증가하는 추이임(2015년 51% → 2016년 55% → 2017년 56%).
- 대부분은 패니 메이(Fannie Mae), 프레디 맥(Freddie Mac), 지니 메이(Ginnie Mae)와 같은 정부 지원 기관인 Government Sponsored Enterprise(정부 지원 기업 : GSE) 관련 상품을 취급함.
- DHI Mortgage는 주택 판매와 관련된 모기지 서비스 기능만을 유지함. 2차 시장이 발달된 미국 금융시장의 특성을 활용해 모기지 판매 이후 대출과 서비스 권리를 다른 금융기관에 판매함. 금융 서비스가 디알호튼의 핵심 역량이 아님에 따라, 주택 판매 이후의 금융 서비스 기능은 유지하지 않음.

■ 최근에는 자회사 설립 등 임대형 공동주택 및 복합개발 분야 진출을 꾀하고 있음.

- 최근 자회사인 DHI Communities를 설립하고 임대용 공동주택 건설을 시작하여 2017년 현재 4개의 프로젝트를 수행하고 있음.
- 2017년 10개 주에서 44개 복합개발 소유권을 확보하고 있는 Forestar를 인수함.

■ 디알호튼은 미국 주택시장에서 비중이 높은 자가용 단독주택 사업을 영위함에 따라 매출 규모가 크나, 이는 우리나라의 분양형 사업과 유사한 형태여서 경기 사이클에 따른 부침도 큰 것으로 이해됨.

(2) 썬 커뮤니티즈(Sun Communities, Inc.)

■ 썬 커뮤니티즈는 매뉴팩처드 주택(Manufactured Home) 분야의 선두 기업임.

- 美 매뉴팩처드 주택협회 공시 자료에 의하면 썬 커뮤니티즈는 2018년 4월 기준 8만 3,294개소의 필지를 보유, 선두를 차지했음. 2위는 Equity Lifestyle Properties로 조사됨(7만 3,700개소).¹⁸⁾

18) 각 사의 2018년 상반기 보고서에 따르면 썬 커뮤니티즈는 350개 커뮤니티에 12만 2,000필지, ELS는 409개 커뮤니티에 15만 2,658필지를 보유하고 있다고 주장해 협회 통계와 상이함. 그러나 이는 매뉴팩처드 주택 커뮤니티뿐만 아니라 RV 커뮤니티를 포함한 수치이므로 해석에 주의를 요함. 본고에서는 리츠 추가, 美 증권거래위원회(SEC)에 보고된 재무보고서 기준 EBITDA 등 다양한 기준을 고려해볼 때 썬 커뮤니티즈를 업계 대표 기업으로 보는 것이 적절하다고 판단하였음.

- 썬 커뮤니티즈에서 취급하고 있는 매뉴팩처드 주택은 공업화 주택의 일종으로서 창호, 외벽뿐 아니라 전기배선·배관, 욕실, 주방 등 주택 구성 요소의 대부분을 공장에서 먼저 조립한 뒤 이송하여 현장에 서는 최소한의 작업만으로 완성할 수 있도록 구성된 주택을 의미함.¹⁹⁾
- 매뉴팩처드 주택은 1채를 완성하는 데 소요되는 시간이 6~7일에 불과할 정도로 시공이 빠르고 간편하기 때문에 공급이 용이하다는 장점을 갖추고 있음.
- 美 주택도시개발부(Department of Housing and Urban Development : HUD) 규정(이른바 the 'HUD Code')을 지켰다는 것만 인증하면 주택을 설치할 수 있다는 점 역시 공급의 용이성을 더함.
- 썬 커뮤니티즈는 지난 1975년 창립 후 1993년 뉴욕증권거래소에 UPREIT(Umbrella Partnership REIT)²⁰⁾ 형태로 공개 상장하였고 2018년 현재에 이르기까지 43년간 동일 업역을 유지하고 있음.

<그림 13> 매뉴팩처드 주택 단지 전경



자료 : 썬 커뮤니티즈 홈페이지.

<그림 14> 매뉴팩처드 주택 단지 내 편의시설(수영장)



자료 : 썬 커뮤니티즈, Form 8-Q.

■ 썬 커뮤니티즈는 매뉴팩처드 주택의 매매·임대, 토지 임대, 주택단지 기반시설 운영 등을 주요 사업 영역으로 삼고 있음.

- 주로 일정 규모의 부지를 매입한 후 매뉴팩처드 주택을 설치할 수 있도록 수도·전기·가스 등 기반시설과 필지(Site)를 조성하여 임대하는 사업을 주력으로 하고 있음.

19) 美 연방규정집(CFR)에 규정된 법적 정의로서의 매뉴팩처드 주택은 “영구한 틀 위에 구축된 면적 30㎡ 이상의 주택으로, 지속해서 이동 가능한 주택”임. 1976년 관련법 제정 이전에는 이동 가능한 주택을 mobile home(모빌 홈)으로 칭하였음. 당시 모빌 홈은 매뉴팩처드 주택과 RV(recreational vehicle, 국내에서는 ‘캠핑카’로 알려짐)를 통칭하는 것임. 법 제정 이후 공식적인 명칭이 분리되었고 모빌 홈이라는 단어는 쓰이지 않지만 일상에서는 여전히 매뉴팩처드 주택과 RV를 모빌 홈으로 통칭함.

20) UPREIT는 Umbrella Partnership REIT의 약자로, 기존에는 리츠가 부동산을 직접 소유하였던 반면, UPREIT는 부동산 운영을 전문적으로 담당하는 운영파트너십(OP : Operating Partnership) 조직을 따로 만든다는 것이 서로 다름. UPREIT에서 부동산 매도자는 OP에 부동산을 매각하고 OP의 지분(Unit)을 소유하는 구조임. UPREIT 구조에서 매도자가 OP에 부동산을 매각하는 경우 721 교환(Exchange) 프로그램을 적용받아 양도소득세가 이연되므로 널리 활용됨. 최종 과세 시점은 ① 매도자가 OP 지분을 리츠 주식으로 교환하거나, 혹은 ② OP의 지분을 현금화하거나, ③ OP가 해당 부동산을 최종 매각하는 경우인데, ③에서 동종 자산으로 교환하는 경우 1031 교환 프로그램(한국건설산업연구원 「건설동향브리핑」 666호 참조)이 적용되어 계속 과세가 이연됨. 만약 자산이 REIT 매입 기준에 적합하지 않을 경우에는 먼저 기준에 적합한 부동산의 지분을 확보(1031 교환)한 후 REIT에 재매각(721 교환)함으로써 과세를 이연함. UPREIT는 보유자가 직접 부동산을 운영하는 것보다 투자가 간편하고 안정적 수익을 기대할 수 있으며, 부동산 포트폴리오를 다변화할 수 있을 뿐 아니라 상속이 용이하다는 점에서 부동산 소유자를 리츠로 유인할 수 있는 동력을 제공해줌.

- 일반적으로 매뉴팩처드 주택은 주택 부지를 구입하지 않고 썬 커뮤니티즈와 같은 기업으로부터 임차해 사용함. 즉, 주택은 판매되지만 토지는 임대 형태로 월 임대료가 발생하는 구조임.
- 썬 커뮤니티즈는 입주민의 편의를 제고하기 위한 각종 커뮤니티 센터, 스포츠 시설(골프장, 수영장, 요트 정박장 등) 등을 설치한 매뉴팩처드 주택 단지를 운영하면서 사용료를 수수하는 사업 모델을 가짐.
- 그 외에도 매뉴팩처드 주택 자체를 판매하거나 중개 업무를 담당하고 회사가 보유하고 있는 매뉴팩처드 주택을 임대하는 등 매뉴팩처드 주택과 관련된 제반 업무를 관할하는 토털 솔루션을 제공함.
- 이는 美 리츠의 동일 분야인 매뉴팩처드 주택업계에 상장된 Equity Lifestyle Properties, UMH Properties 등 매뉴팩처드 주택 관련 기업의 공통적인 사업 모델임.
- 매뉴팩처드 주택 외에 캠핑카(Recreational Vehicle) 정차 부지 임대, 부동산 중개도 주요 수익원임.

〈그림 15〉 썬 커뮤니티즈의 주요 사업 영역



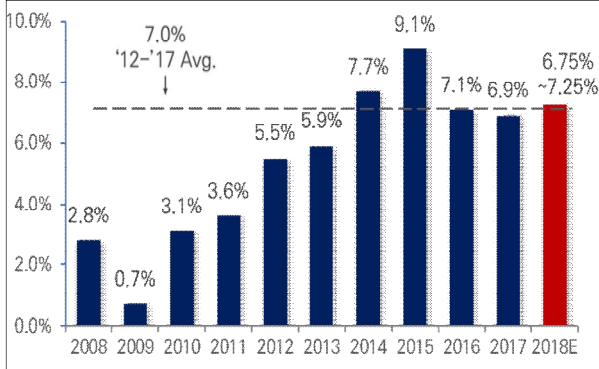
자료 : 한국건설산업연구원, 썬 커뮤니티즈 Investor Presentations 자료 재구성.

■ 2018년 상반기 총수익의 약 94.2%²¹⁾가 필지 임대와 매뉴팩처드 주택 판매에서 발생함.

- 수익 부문을 좀 더 상세히 살펴보면 2018년 상반기 기준 필지 임대 부문에서 총수익의 약 74.8%인 3억 9,588만 달러가 창출되어 전체 수익의 약 3/4이 택지 임대사업을 통해 발생하였음. 다음으로 매뉴팩처드 주택의 판매와 임대가 약 19.4%, 그 외 기타 수익이 5.8%로 파악됨.
- 최근 10년간 NOI, 필지당 임대료 추이, 필지 점유비율 등을 분석한 결과 모든 지표에서 상승세임.
- 특히, 지난 10년간(2008~2017년) 투자자본수익률(Return On Investment : ROI)은 배당금 포함 857.6%에 달하여 동일 기간 500개 대형 기업(S&P 500)의 평균 ROI 126%를 6.8배 초과하는 수준으로 나타남.

21) 썬 커뮤니티즈, 2018 2Q 반기 재무보고서.

〈그림 16〉 2008~2018(E) NOI 증감률 추이



주 : 2018E는 2018년 전망치를 나타낸 것임.
 자료 : 한국건설산업연구원, 션 커뮤니티즈, IP 재구성.

〈표 5〉 2018년 분야별 수익 현황

(단위 : 천 달러, %)

항목	2018 YTD	비율
- 부지 임대 수익	395,881	74.8
- 주택 판매 수익	76,117	14.4
- 주택 임대 수익	26,368	5.0
- 부가 수익	18,599	3.5
- 금융 수익	10,593	2.0
- 중개 수수료 및 잡수익, 계	1,784	0.3

자료: 션 커뮤니티즈, 2018년 상반기 Form 10-Q.

■ **매뉴팩처드 주택은 1990년대 말 최대 공급량을 보인 이후 줄곧 쇠퇴하다가 2010년대 들어 다시 증가하는 추세를 보임.**

- 美 통계국에 의하면 매뉴팩처드 주택은 1994~1999년까지 연간 30만호가 넘게 공급되었으나 2000년대 들어 급격히 감소해 2009년 연간 출고량은 약 5만호 남짓에 불과하였음.
- 비영리 연구기관인 Urban Institute는 2000년 초반의 급격한 출하량 감소 원인을 매뉴팩처드 주택 단지가 들어서기 힘든 강력한 토지 규제, 대출의 어려움, 그리고 매뉴팩처드 주택의 가치 저하 등에서 찾고 있음.
- 이후 2010년대 들어 소폭 공급량이 회복되어 2017년 9만 2,800호가 공급된 데 이어 2018년 6월 현재 5만 900호가 판매되어 지난해 같은 기간 대비 4,300호가량 증가함.

■ **최근 들어 매뉴팩처드 주택산업이 호황을 누리고 있는 이유로는 법적 규제 완화 및 정부 지원, 베이비 부머의 은퇴 가속화, 공적 대부기관의 지원 등을 들 수 있음.**

- 2018년 1월 美 연방관보(83 FR 3635)에 따르면 과다 규제에 대하여 HUD가 완화 검토를 공시하여 매뉴팩처드 주택 건축이 보다 용이해질 전망이다.
- 또한 美 전체 인구의 25.2%를 차지²²⁾하는 베이비 부머 세대가 이미 은퇴를 하였거나 은퇴를 앞두고 있음. 이들 고령자를 위한 저렴·부담 가능 주택²³⁾으로서의 역할을 하는 매뉴팩처드 주택에 대한 공적 보조 프로그램이 존재하여 관련 산업 발전이 지속됨.
- 공적 보조 프로그램의 성과로 션 커뮤니티즈가 운영하는 주택 단지의 34%가 55세 이상에 한하여

22) 美 베이비 부머 세대는 1946~1964년에 출생한 인구를 일컬으며 2017년 7월 현재 약 8,200여만 명이 이에 해당함. 이는 2010년 인구센서스 자료를 기반으로 美 통계국(U.S. Census Bureau)이 추정한 2017년 인구를 기반으로 산출한 수치임.

23) 美 연방준비제도에 따르면 2013년 기준 美 베이비 부머 세대가 보유하고 있는 평균 순자산은 16만 8,600달러로 물가상승률을 감안하더라도 1989년 이후 최저 수준을 기록하고 있어 이에 대한 대비가 절실한 상황임.

입주를 허용(Age-restricted Communities)하고 고령자 맞춤형 케어 서비스를 제공하고 있음.

- 美 연방주택관리국(Federal Housing Administration, FHA)은 Title I, Title II²⁴⁾를 통해 대출을 지원하고 있음. 패니 메이는 2018년 6월 계약금 조건과 금리를 완화한 새로운 대출 상품을 제공할 것이라 밝힌 바 있어 매뉴팩처드 주택 건축이 더욱 활발해질 전망이다.
- 뿐만 아니라 공간 문제가 제기되어 왔던 매뉴팩처드 주택 단지 관리에 대한 책임을 강화하는 법안²⁵⁾이 각 주에서 제정·시행되며, 주거 안정성을 보장하기 위한 법적·제도적 노력을 경주하고 있음.

■ 최근 리츠의 전반적 약세에도 불구하고 쉐 커뮤니티즈가 상장된 미국 리츠의 매뉴팩처드 주택 부문은 고수익을 창출하고 있는 것으로 평가됨.

- 최근 수년 사이 리츠의 NOI 변화율은 장기 하락 추세에 직면하는 등 부진한 모습을 보이고 있으나 매뉴팩처드 주택 부문은 여전히 높은 상승률을 기록함.
- 매뉴팩처드 주택 부문은 리츠시장에서 규모가 가장 작기 때문에 ‘틈새 리츠(Niche REIT)’라 불리지만, 2018년 8월 美 리츠협회(NAREIT)의 투자자본수익률(ROI)²⁶⁾을 기준으로 전 분야 중 가장 높은 수익률을 보임(지난 2년간 매뉴팩처드 주택 부문의 평균 ROI는 30.8%인 데 비해 리츠 전체의 평균 ROI는 -9.6%).

■ 매뉴팩처드 주택은 시장에서 차지하는 절대적인 비중이 낮고, 사회적으로는 님비 시설로 인식되는 한계를 지님.

- 매뉴팩처드 주택은 주택정책 측면에서 저렴하고 부담 가능한 주택으로 기능해 저소득층의 주거 안정에 기여해 왔다는 점에서 긍정적인 면을 가지지만²⁷⁾, 저소득층 주거지라는 특성 때문에 매뉴팩처드 주택 단지가 님비 시설로 낙인찍혀 주변 주민들의 사업 반대에 부딪힌 사례가 있음.
- 이러한 인식을 불식시키기 위해 쉐 커뮤니티즈는 지역에 따라 대상 고객층을 다변화하여 요트 정박장과 같은 고급 시설을 갖춘 주택 단지에서부터 부담 가능한 수준의 주택 단지에 이르기까지 다양한 상품 개발에 노력하고 있음.

24) Title I 대출은 토지를 제외한 매뉴팩처드 주택만을 구입할 때에 활용하는 모기지임. Title II 대출은 매뉴팩처드 주택을 구입할 때 부속 토지까지 함께 구입하는 경우 이용하는 모기지이며, 현장건축 주택에서도 흔히 사용하는 203(b) 모기지를 포함한 것임.

25) 매뉴팩처드 주택 단지는 방만한 운영에 따른 갑작스러운 단지 폐쇄 등의 문제가 지적되어 왔음. 매뉴팩처드 주택은 토지를 임차하여 사용하는 경우가 많은데, 주택단지 관리 주체의 문제로 갑작스럽게 단지를 폐쇄하거나 임차 계약에 포함된 주택단지 공용 서비스를 제공하지 않는 등의 사태가 벌어지자 각 주(州)에서 ‘Manufactured Home Communities Rights(예, 필라델피아주)’를 제정하여 폐쇄 6개월 이전 고지, 서비스 변경 3개월 이전 고지를 의무화함.

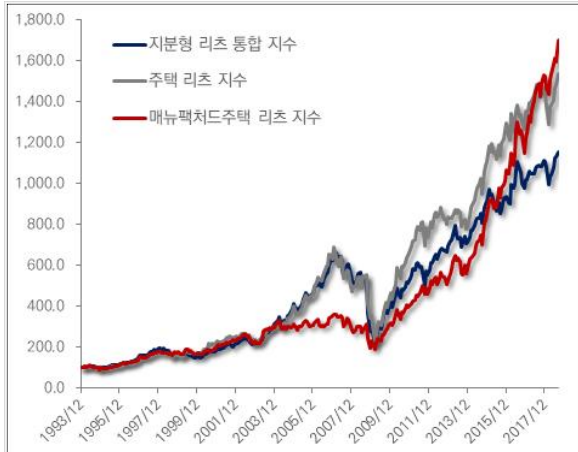
26) 원(原) 자료에서는 ‘investment performance’로 칭하였으나, 이는 통상적으로 투자 자본 대비 수익의 비율을 나타내는 ROI를 의미함. 자료 : NAREIT, 2018, Aug. 31, Investment Performance by Property Sector and Subsector(Retrieved Sep. 7, 2018, from www.reit.com).

27) 매뉴팩처드 주택 단지에 입주한 주민들의 평균 소득을 조사한 결과, 미국 3인 가족 기준 빈곤층에 해당하는 가구소득 2만 달러 이하의 가구가 전체 가구의 약 30%에 달함(자료 : Manufactured Housing Institute, 2018, 2018 Manufactured Housing Facts).

- 시장 규모 측면에서도 매뉴팩처드 주택이 포함된 이동식 주택 부문은 전체 주택 재고의 5.6%로 비중이 낮아 시장 확대에 일정 부분 한계를 지님(표 1) 참조).

〈그림 17〉 1993년 이후 월간 리츠 지수 추이

(1993년 말 = 100)



자료 : 한국건설산업연구원. FTSE NAREIT 리츠 지수를 다시 계산함.

〈그림 18〉 2000년 이후 분기별 ROI 변화율 추이

(단위 : %)



주 : 4분기 이동평균 변화율(%)을 기준으로 함.
자료 : 한국건설산업연구원. NAREIT T-Tracker 재구성.

■ 쉐 커뮤니티즈가 운영 중인 ‘주택 판매·토지 임대’ 기반 모델은 국내의 ‘토지임대부 주택’과 대응시킬 수 있으나, 국내 시장에 대한 적용 가능성은 여전히 높지 않은 상태임.

- 쉐 커뮤니티즈의 사업 모델과 우리나라의 토지임대부 주택 모델은 토지와 건물을 입주자와 토지 소유주가 서로 분리 소유하고, 입주자가 매달 토지 임대료를 토지 소유주에게 지불해야 한다는 점에서 서로 공통점을 가짐.
- 주택 분양을 기반으로 한 토지임대부 주택은 2007년 경기도 군포시에 시범적으로 공급된 이후 2009년 제정된 「토지임대부 분양주택 공급촉진을 위한 특별조치법」에 의해 본격 도입되었고 2013년 서울시 서초 보금자리지구에서도 시범 분양이 이루어졌음. 당시 ‘반의반값 아파트’라는 별명을 얻으며 주목받았으나, 청약률이 저조해 제도 활성화에 실패하였음.
- 최근에는 분양 기반 모델이 아닌 협동조합 기반의 임대주택에 토지임대부 주택 모델을 도입하는 움직임이 있음. 서울시는 2018년 상반기 무주택·저소득층을 위한 ‘사회주택’ 건설의 일환으로 토지임대부 사회주택 모델을 추진하여 성산동에 1호 주택을 공급함.²⁸⁾
- 최근 신촌희망타운 등 저렴 주택에 대한 공급안이 꾸준히 발표되고 있는 가운데 토지임대부 주택에 대한 정책적인 관심은 크나, 시장 수요에 맞는 상품 개발을 통해 시장 수용성을 높이는 방안 모색이 필요함.

28) 서울특별시 1호 사회주택 공급 사업자인 녹색친구들 홈페이지 참조. www.greenfriends.co.kr/business.

3. 디벨로퍼 기반 모델

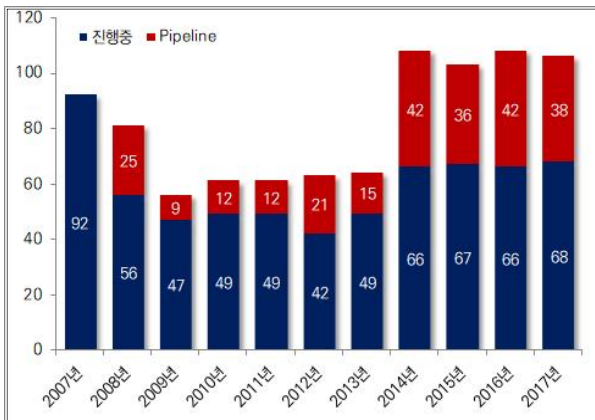
(1) 트럼멜 크로우(Trammell Crow Co.)

CBRE의 개발사업 브랜드인 “트럼멜 크로우”는 미국 개발업협회(Commercial Real Estate Development Association)가 선정한 2017년 올해의 개발사임. 복합 개발에 주력하지만 공동주택의 개발·관리도 함께 수행함.

- CBRE Group, inc.는 CBRE라는 브랜드 하에서 투자 관리 서비스는 “CBRE 글로벌 인베스터 (CBRE Global Investors)” 브랜드를 사용하고, 미국 내 개발 서비스는 “트럼멜 크로우(Trammell Crow Company)”를 사용하고 있음.
- CBRE는 2017년 매출 기준으로 세계에서 가장 큰 상업용 부동산 서비스 및 투자 회사임. 전 세계 100개국 이상, 450개 이상 지사와 독립 계열사를 제외하고 8만명 이상의 직원이 근무하고 있음.
- CBRE는 1906년 샌프란시스코에서 설립되었으며 그 이후 전략적 인수·합병 등을 통해 지속 성장함.
- CBRE는 2006년 22억 달러에 트럼멜 크로우를 인수·합병했고, 미국 개발사업²⁹⁾ 부문을 담당하고 있음. 트럼멜 크로우는 1948년 텍사스 달라스에서 설립됨.

〈그림 19〉 트럼멜 크로우의 수행 프로젝트 규모

(단위 : 억 달러)



주 : Pipeline은 거래 완료 확률이 50% 이상이거나 토지 취득이 완료되고 착공 예정일이 12개월 이후의 프로젝트임. 데이터의 기초 연도인 2007년은 진행 중인 프로젝트와 pipeline 프로젝트를 합산함.

자료 : 한국건설산업연구원. CBRE 연도별 연간보고서 재구성.

〈그림 20〉 트럼멜 크로우의 주요 재무 지표

(단위 : 천 달러)



주 : CBRE의 Development Services 부문 지표임. EBITDA은 이자 비용, 세금, 감가상각 비용을 빼기 전의 순이익이며 글로벌 기업에서 국가별 특성을 제거하기 위해 주로 사용됨.

자료 : 한국건설산업연구원. CBRE의 연간보고서 재구성.

29) 연간보고서에는 Development Services로 표현되어 있으며 개발사업과 이와 관련된 미국 내 투자를 포함함. 본 연구에서는 한국적 상황을 고려하여 개발사업으로 표현함.

■ **트럼멜 크로우 매출은 CBRE 전체 매출의 0.5% 수준에 불과하나, 2017년 연말 기준으로 68억 달러 규모의 개발 프로젝트를 진행하고 있음.**

- 트럼멜 크로우는 미국 내 산업용, 오피스 및 소매 부동산, 의료, 주거 등 다양한 유형의 부동산을 개발하고 투자함.
- 美 30개 주에서 개발사업을 진행하고 있으며, 16개 지사와 219명의 직원을 보유하고 있음.
- 글로벌 기업인 CBRE의 매출에서 개발사업 부문의 비중은 2017년 0.5%, 2016년 0.5%, 2015년 0.6%로 비교적 적음.
- 2017년 연말 기준 트럼멜 크로우는 68억 달러 수준의 개발 프로젝트를 진행하고 있으며 Pipeline Deal³⁰⁾이 38억 달러임. 2014년 이후 수행 프로젝트 규모가 크게 확대됨.
- 트럼멜 크로우는 고객과의 파트너십을 통해 개발사업에 참여함. 고객을 대신하여 개발 및 투자 활동을 수행하고 수수료를 받음. 또한, 프로젝트별로 공동 투자, 지분 투자 등도 함께 수행함.

■ **트럼멜 크로우는 개발사업에 대해 일정 수수료를 받아 매출을 확보하고 있으며, 2014년 이후 비상장 자회사의 지분 소득이 크게 증가함.**

- 2017년 개발사업 부문의 매출은 7,762만 달러임. 인수 첫 해인 2007년에는 1억 3,396만 달러로 최고치를 기록하였으나, 금융위기의 영향 등으로 2013년에는 5,324만 달러까지 감소함. 2014년 이후 상승세로 전환되어 현재에 이름.
- 2017년의 매출 비중은 개발사업 수수료 74.8%, 자산 관리 17.9%, 임대 관리 6.0%, 기타 1.3%임. 2015년 이후 매출에서 개발사업 수수료 비중이 75%를 상회하는 현상이 지속됨.
- 그러나, 경비와 감가상각을 고려하면 지난 10년간 지속적으로 영업 손실이 발생함. 2008년에는 2억 5,887만 달러에 이르렀고 2014년이 가장 적은 450만 달러 수준을 형성함.
- 트럼멜 크로우의 수익은 매출이 아니라 개발사업에 대한 비상장 자회사의 지분 소득이 더욱 큰 구조임. 2017년 EBITDA³¹⁾³²⁾는 1억 1,965만 달러에 달함.

■ **트럼멜 크로우는 자회사로 ‘하이 스트리트 레지덴셜(High Street Residential)’을 보유하고 있는데, 이 회사는 주택 개발을 담당하고 있음.**

- 도시 지역의 재개발이나 기존 시설물을 용도 전환하기 위한 복합 개발상의 공동주택 개발을 주로 수

30) 거래 완료 확률이 50% 이상이거나 토지 취득이 완료되고 착공 예정일이 12개월 이후인 프로젝트를 의미함.

31) EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)는 이자 비용, 세금, 감가상각 비용을 빼기 전의 순이익으로 영업활동으로 벌어들인 현금 창출 능력을 의미함. 국가 간 또는 기업 간 순이익이 상이하게 계산되는 요인(세제의 차이 등)을 제거한 지표로 글로벌 기업에서 주로 사용됨.

32) 다른 기업과 동일한 수익률 지표 활용이 바람직하나, 트럼멜 크로우는 글로벌 기업인 CBRE의 사업 부문에 해당되며 IR상 발표 자료의 한계로 EBITDA를 활용함.

행함. 지난 15년간 4,600호(12억 달러 수준)의 주택을 준공함.

- 개발은 하이 스트리트 레지덴셜이 담당하나, 지분 투자는 글로벌 투자기관을 주요 파트너로 하여 공동 투자 방식으로 다수 진행됨.

- 하이 스트리트 레지덴셜은 비상장 자회사로 경영 정보가 공개되지 않음. 이에 따라 최근 2건의 실제 개발 사례를 통해 주택사업 방식을 확인코자 함.

〈그림 21〉 Junction Flats



자료 : 하이 스트리트 레지덴셜 홈페이지.

〈그림 22〉 The Osborn Marketplace & Residences



자료 : 트럼멜 크로우 홈페이지.

- 2014년 8월 준공된 미네소타주 미니애폴리스의 ‘Junction Flats’는 공동주택 개발 프로젝트이며 준공 3개월 만에 매각 후 수익을 실현함.

- 하이 스트리트 레지덴셜이 개발을 담당함. 미니애폴리스의 신규 오픈이 예정된 교통 중심지 인근에 6만평방 피트 대지 위에 6층, 182호의 고급 공동주택을 신축하는 개발 프로젝트임.
- 2014년 6월 미니애폴리스의 대중교통역인 타깃 필드 스테이션(Target Field Station)이 개장되었고 하루 유동 인구가 2만 2,000명 수준으로 추정됨. 타깃 필드 스테이션은 경전철, 통근 열차, 버스, 자전거, 보행자 통행 등 모든 교통수단의 허브역임. 정선 플랫은 타깃 필드 스테이션 개장에 맞추어 사업을 진행하였고 이후 2개월 만에 준공됨.
- 원룸, 1 베드룸, 2 베드룸 등 다양한 평형을 제공하고 세탁기, 건조기 등 빌트인 가전도 제공됨. 공용 공간에는 포시즌 클럽룸, 스카이테크, 커피 라운지, 요가 스튜디오 등 다양한 서비스 공간을 제공 하도록 계획됨. 2018년 8월 현재 1 베드룸의 월세가 1,389~1,750 달러 수준의 고급 주택임.³³⁾
- 하이 스트리트 레지덴셜과 카라일(The Carlyle)그룹이 공동 투자함. 설계는 ESG Architects, 시공은 Doran Construction Company가 담당함.
- 하이 스트리트 레지덴셜은 임대 50%가 달성된 상태인 2014년 11월 4,900만 달러에 정선 플랫을 Greystar Real Estate Partners에 매각함.
- 2014년 당시 미니애폴리스의 주거용 아파트 공실률은 사상 최저치였지만, 공급 계획이 지속되고 있

33) 민간업체 Apartmentlist에 따르면 2018년 8월 미니애폴리스 원룸 임대료는 907달러, 2 베드룸은 1,144달러임.

어 시장 리스크의 확대 가능성이 높아 조속한 매각을 결정한 것으로 판단됨.

2019년 8월에 준공될 예정인 애리조나주 피닉스의 ‘The Osborn Marketplace & Residences’는 복합개발 프로젝트이며 준공 이후 임대사업으로 운영될 예정임.

- 2018년 2분기 NCREIF 기준, 피닉스는 지난 1년간 공동주택 총수익률이 미국에서 가장 높은 도시임.
- 7만 3,000평방 피트 대지의 용도지역 지구제 변경을 통한 기존 상가 건축물의 리모델링 프로젝트 임. 공동주택을 건설해 1950년대 스타일의 빈티지한 쇼핑센터와 고급 공동주택을 공급하는 계획임.
- 상가 부문은 1956년에 건설된 5만 7,000평방 피트 이상의 기존 상가를 재구조화하여 대규모 식료품마트를 앵커 테넌트로 하여 피트니스센터, 카페 등을 새롭게 유치하는 사업임.
- 주거용은 5층, 190호 규모의 임대용 고급 공동주택을 신규 건설함. 호당 면적은 583~1,358평방 피트로 다양함. 로비에는 컨시어지 서비스를 제공하며 공용 공간에는 대형 클럽 룸, 수영장, 야외 주방, 피트니스 룸, 게스트 룸 등을 제공하는 최고급 주거시설임.
- 하이 스트리트 레지덴셜과 메트라이프(MetLife Investments)가 주택 공급에 대해 공동 투자함.
- 설계는 ESG Architects, 시공은 Chasse Building Team이 맡으며, 시공 이후 Mark Taylor가 주택 임대·관리를 담당하게 됨. Mark Taylor가 임대·관리하는 피닉스의 고급 공동주택 월세는 1,000~3,500달러 수준임.

트림멜 크로우는 개발사업에 강점을 갖고 개발사업을 중심으로 시장에 접근함. 다만, 지분 투자를 통해 수익을 확보하고 있어 투자 기반 모델과 유사한 성격도 지님.

- 주요 도시의 하이엔드 시장을 주요 개발 대상으로 삼고 있어, 매출 확보를 추구하고 있지는 않는 것으로 이해됨.

(2) 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈(American Campus Communities)

아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 중위권 디벨로퍼이며, 공동주택 형태의 학생 기숙사(Student Housing) 및 각종 대학 연구시설을 전문적으로 취급하는 디벨로퍼임.

- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 1993년 창립된 이후 현재까지 25년간 학생용 기숙사 및 대학 연구 시설만 취급해 온 해당 분야 전문 기업으로서 미국 디벨로퍼 기업 순위 13위³⁴⁾에 랭크되어 있음.
- 부동산 개발을 기획하여 분양 또는 임대하는 부동산개발업뿐만 아니라 중개, 컨설팅, 건설, 분양 대행 및 임대관리업에 이르는 광의의 부동산개발업을 영위하고 있음.

34) Commercial Property Executive의 ‘2017 Top 50 Commercial Development Firms’ 기준. 2016년에는 11위를 기록.

- 그중 가장 역점을 두고 있는 사업은 ① 캠퍼스 외부에 위치한 학생 기숙사를 개발·재개발 후 임대하는 사업(교외 직접 투자 기숙사)임. 이 외에도 ② 캠퍼스 내 기숙사 개발에 민관 협력사업(PPP) 형태로 참여³⁵⁾(교내 민관협력 기숙사)하거나 ③ 대학과 공동 투자를 통해 개발하기도 하며(공동투자 기숙사), 기타 ④ 시설 운영 위탁 등 학생 기숙사 개발·운영에 특화된 서비스를 원스톱으로 제공함.

〈표 6〉 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 부동산 임대관리업 분야

사업 분류	특징	시설 수	침상 수
보유형 기숙사 A (교외, 직접투자)	- 생활 공간 및 공용 공간의 고급화로 차별성 부여 - 대부분 학교 반경 0.5마일 이내에 위치	132	73,689
보유형 기숙사 B (교내, 민관협력)	- 기숙사 개발·재개발 사업에 학교는 토지를 제공하고 회사는 자금을 투입하여 개발한 후 일정 기간 동안 소유·운영(PPP)	32	25,274
공동투자 기숙사	- 특수한 경우 ³⁶⁾ 에 한해 합작회사(Joint Venture) 형태로 개발에 참여, 순현금 흐름의 50%를 배당액으로 수수하며 시설 운영 담당	5	5,086
소유 부동산 포트폴리오 소계		169	104,049

주 : 1) 일반적으로 사업 규모의 기준이 되는 세대 수가 아니라 침상 수를 기준으로 사업 규모를 표시한 것은 기숙사라는 사업의 특수성 때문에 임차 계약이 침상 기준으로 이루어지기 때문임.

2) 시설 규모는 현재 운영 중인 기숙사와 개발 중인 기숙사를 모두 표기한 것임.

자료 : 2017년 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 연차 보고서(Form 10-K).

〈표 7〉 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 부동산 개발 서비스 분야

사업 분류	특징	시설 수	침상 수
운영 위탁	- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 자회사를 통해 서비스 운영 - 시설 개·보수, 임대관리, 마케팅, 매출·매입 채권관리, 재무 보고 등 시설 운영 전반에 대한 통합 서비스 제공	37	30,035
부동산 개발 서비스	- 시설 운영과는 상관없이 통상적인 의미의 디벨로퍼 역할을 수행 - 부동산 개발 컨설팅(단기)에서부터 개발사업 전반에 관여하는 장기 사업까지 다양한 스펙트럼의 서비스 제공		

주 : 부동산 개발 서비스는 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈에서 실적을 표기하고 있지 않아 공란으로 처리하였음.

자료 : 2017년 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 연차 보고서(Form 10-K).

■ 2017년 현재 163개 시설을 운영 중이며 침상 수는 10만 3,000여 개에 달해 2004년 상장 당시 351만 달러에 불과했던 기업 가치가 2017년 기준 84억 달러로 성장함.

- 최근 성장세가 다소 둔화되었지만 상장 후 13년간(2005~2017년) 지속적으로 성장해 왔으며, 매출액과 영업이익의 연평균 성장률(CAGR)은 각각 17%와 14%에 달함. 그 외 2005~2017년 평균 가을학기 임대율은 97.6%이며, 임대료 상승률은 2.6%를 기록해 안정적인 지표를 유지하고 있음.

35) 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 회사의 노하우를 발휘해 학교 사정에 따라 맞춤형 서비스를 제공한다는 의미에서 American Campus Equity program@ACE이라는 별도의 명칭을 사용하지만 본 연구에서는 '교내 민관협력 기숙사'로 칭함.

36) 2017년 기준 Texas A&M Univ., Univ. of Houston, West Virginia University 등 3개 캠퍼스 5개 시설 운영 중임.

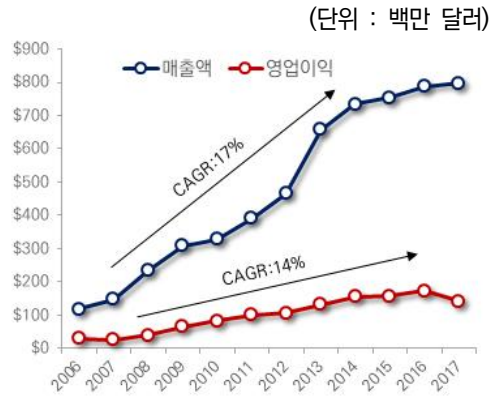
- 위험 요소로 꼽히는 3년 만기 학자금 대출의 부도율은 전체 미국 평균이 10.7%이나, 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈가 투자하고 있는 지역 시장의 부도율은 5.1%로 학생들의 재정 상태가 안정적임.

〈그림 23〉 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 진출 지역



자료 : 2017 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 연차보고서.

〈그림 24〉 매출액 및 영업이익 추이



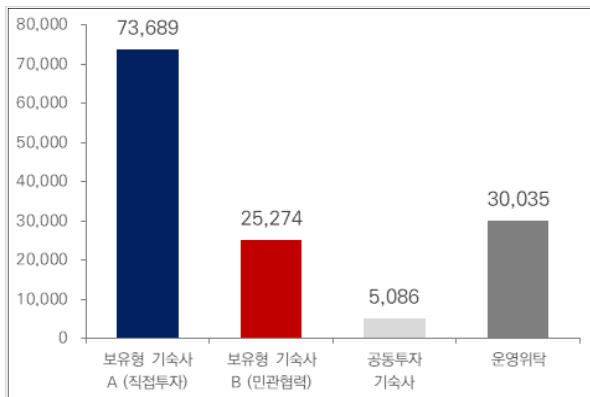
자료 : 한국건설산업연구원. 2017 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 연차보고서 재구성.

■ 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 사업 모델은 개발한 시설을 장기 보유하고, 임대를 통하여 수익을 창출하는 방식임.

- 206개 운영 시설 중 169개 시설(82.0%)을 보유하고 있으며, 그 외 37개 시설(28.0%)은 위탁 운영을 맡고 있음. 이는 개발보다는 임대에 주안점을 두고 있음을 의미함.
- 수익 구조를 살펴봐도, 연간 수익 79만 6,447달러 중 약 92.8%에 달하는 73만 8,710달러가 이러한 보유 시설에서 창출된 임대 수익임.

〈그림 25〉 2017년 말 운영 부동산 현황

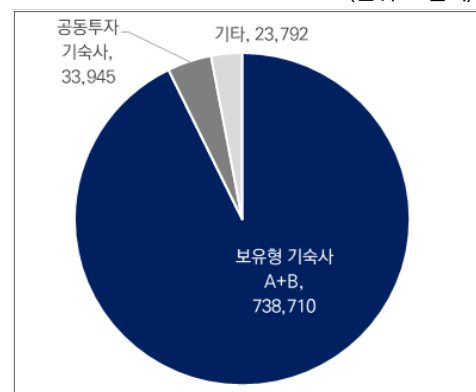
(단위 : 침상 수)



자료 : 한국건설산업연구원. 2018 2Q 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 반기 보고서 재구성.

〈그림 26〉 2017년 수익 구조

(단위 : 달러)



자료 : 한국건설산업연구원. 2018 2Q 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 반기 보고서 재구성.

■ 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 자산 투자 전략은 자기자산 투자 전략과 PPP 투자 전략으로 나누어볼 수 있음.

- 자기자산 투자 전략은 대학의 명성, 학생 수, 대학으로부터의 거리 등을 종합적으로 고려³⁷⁾하여 목표 시장과 자산을 선정함.
- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 PPP 사업을 칭하는 ACE[®] 프로그램³⁸⁾은 개발 부지를 대학 등 기관으로부터 지원받고 부동산 개발 및 자금조달을 진행함. 개발 후에는 장기 운영을 맡아 임대료를 통해 수익을 시현함. 대학은 학생들에게 신규 기숙사를 제공하지만 재무적 변동이 없고, 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 안정적 임대율을 보장받을 수 있는 캠퍼스 내 입지에 기숙사 시설을 운영할 수 있음.
- 현재 추진하고 있는 ACE[®] 프로그램인 디즈니 인턴십 교육단지 개발은 플로리다 디즈니랜드 인근에 인턴십 참가자들의 숙소 및 교육센터를 구축하는 개발사업임. 디즈니에서 토지를 지원받아 개발한 후 75년간 숙소 운영을 통해 임대료를 확보하는 구조임(목표 통상 수익률 6.5%).

〈그림 27〉 디즈니 인턴십 교육단지 개발 예상도



자료 : 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 IR 자료.

〈표 8〉 디즈니 인턴십 ACE[®] 프로그램 구성 요소

구성 요소
- 75년간 사업지 토지 임대 보장
- 임대기간 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 소유권 보장
- 파이낸싱 및 이전 계약 조항 포함
- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 부동산 개발 전략 적용
- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 건설 코드와 방범론 준수
- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 시설 운영 및 경영 노하우 제공
- 운영 중 거주자들의 자유로운 이동 보장

자료 : 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 IR 자료.

■ 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 금융 구조는 리츠를 활용하고 있으며, 대부분의 부동산 상장 리츠가 채택하고 있는 UPREIT 구조를 채택함.

- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 Inc.는 리츠회사로서 다수의 투자자로부터 자금을 모아 운영 파트너십 (Operating Partnership, 이하 OP)의 지분에 투자함으로써 자산을 운용하는 자기관리 리츠임.
- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 Inc.의 지분 구조를 살펴보면, 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 지주회사가 지분 100%를 보유한 유한책임 파트너(Limited Partner, 이하 LP)이자, OP의 지분 99.3%를 보유 해 자산을 실질적으로 운용하는 기능을 담당함.

37) 2016년 IR 자료에 따르면 ① 미국 대학풋볼 상위 리그인 FBS 소속 대학일 것(주로 PAC-12·BIG 10 컨퍼런스 중심, 일정 규모 이상, 명문 학교임을 나타냄), ② 학생이 1만 5,000명 이상일 것, ③ 공립·사립 명문교일 것, ④ 학교로부터의 거리는 1마일 이내일 것 등을 고려함.

38) Bayless, B. and Wilhelm, J.(2013). Public-private partnerships and related housing models. In N. W. Dunkel and J. A. Baumann(Eds.), 『Campus housing management: Auxiliary services and partnerships』(pp. 107-142).

- 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 지주회사는 OP의 무한책임 파트너(General Partner, 이하 GP)로서 OP 지분의 1% 미만을 보유한 상태로 전략적 투자 기능을 담당함.

〈그림 28〉 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 기업 구조(UPREIT)



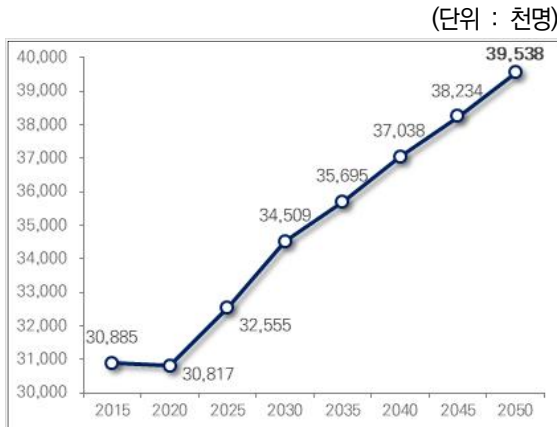
주 : 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 지주회사의 지분 보유율은 '1% 미만'이나 실제 보유율은 극소량에 그쳐 수치로 표현할 경우 0%로 표기될 우려가 있어 연차보고서에서 이와 같이 표현함.
 자료 : 한국건설산업연구원. 2017 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈 연차보고서 재구성.

❖ 학생 기숙사 리츠(Student Housing REITs)는 2017년 부동산 리츠 중 가장 낮은 이익률을 보여 약세지만, 향후 전망은 분석 관점에 따라 엇갈리고 있는 상황임.

- 미 통계국에 따르면 2015년 3,000여 만명이던 학생 기숙사의 주요 수요층인 16~24세 인구는 2050년까지 약 900만명가량 늘어날 전망이므로 기숙사 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예측됨.
- 과거 베이비 부머 세대를 수용하기 위해 지어졌던 기숙사 시설이 노후화되면서 지속적으로 재건축 수요가 발생하고 있어 산업 성장이 지속될 것으로 보임.
- 이러한 긍정적 분석에 힘입어 2016년 이후 Harrison Street 부동산 캐피털(Campus Crest Communities 인수), Greystar 부동산 파트너스 및 블랙스톤(Education Realty Trust 인수) 등 대형 기관들이 기숙사 시장에 뛰어 들고 있음.
- 반면, 경기 호황기에는 일자리가 늘어나 학생들이 고등 교육기관으로 진학하지 않고 구직 활동에 매진하므로 경제 호황이 지속되면 기숙사 비즈니스에 악영향을 끼칠 수 있다는 주장도 제기됨. 실제로 최근 들어 4년제 영리 대학(for profit education)의 등록률은 감소하고 있음.
- 지방채로 집행하는 학생주택건설대출(student-housing loans)의 연체율이 지속적으로 감소 추세였지만, 2018년 들어 증가하고(2018년 1월 3.064% → 2018년 6월 6.466%)³⁹⁾ 있다는 점을 들어 향후 시장이 어둡다는 주장도 존재해 전망이 엇갈리고 있음.

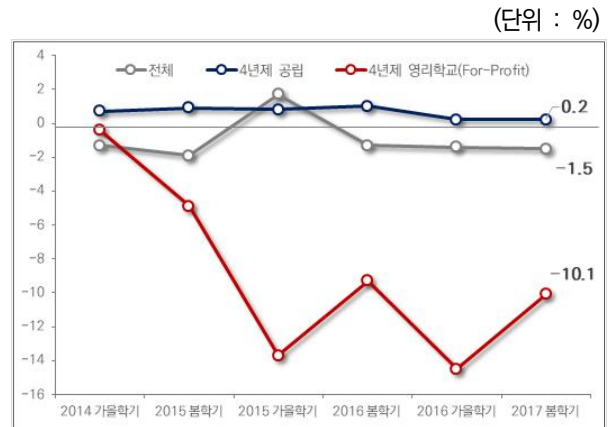
39) Trepp analysis of municipal-bond data, Bloomberg 재인용(www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-13/longtime-dorm-investor-sees-opportunity-with-newcomers-piling-in).

〈그림 29〉 16~24세 인구 구조 변화 전망



자료 : 한국건설산업연구원, 美 통계국 인구 추계 데이터 재구성.

〈그림 30〉 대학 유형별 등록률 변화



자료 : 한국건설산업연구원, National Student Clearinghouse Enrollment Data 재구성.

■ **아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 교육 관련 시설이라는 특정 상품에 특화된 기업 모델이며, 리츠를 활용하여 장기 보유를 통해 임대 수익을 확보하는 구조임.**

- 장기 운영을 통하여 수익을 확보하는 구조로서, 글로벌 금융위기 때에도 영향을 크게 받지 않았던 것으로 이해됨.
- 기숙사 중심의 교육 관련 시설이라서 제한된 시장이라는 한계는 존재하나 특화 시장에서 우위 전략을 통해 지속적으로 성장한 것으로 이해됨.
- 다만, 수요 기반인 학생 수 전망이 엇갈리고 있어 지속 성장 여부는 여전히 미지수임.

4. 투자 기반 모델

(1) 스타이브센트타운 피터 쿠퍼 빌리지(Stuyvesant Town Peter Cooper Village)⁴⁰⁾

■ **세계 최대 사모펀드인 블랙스톤은 2015년 1만호가 넘는 뉴욕의 아파트 단지인 스타이브센트타운을 53억 달러 규모에 매입함.**

- 스타이브센트타운은 뉴욕 맨해튼 남동쪽의 14번가와 23번가 사이의 스타이브센트타운과 20번가와 23번가의 피터 쿠퍼 빌리지를 통칭함.
- 80에이커 규모의 대지 위에 110개의 주거용 건물, 1만 1,232호 아파트, 2만 5,000명의 인구가 거주하는 맨해튼 최대 규모의 아파트임.

40) 기업의 형태라기보다는 투자회사의 주거용 투자 사례이나, 대규모 투자기관들이 대부분 이와 같은 형태를 취하고 있어 선정함.

- 2015년 블랙스톤은 퀘벡 공공연금의 자회사인 Ivanhoé Cambridge Inc.와 공동으로 스타이브센트타운 전체를 53억 달러에 매입함.

■ 2018년 8월 현재 월 임대료를 살펴보면, 원룸은 3,477달러부터 5 베드룸은 1만 달러까지 다양함. 맨해튼에 입지하고 있어 미국 최고 수준의 임대료를 수수하고 있음.

- 4 베드룸, 5 베드룸의 임대료는 1만 달러에 이르는 것으로 알려지나, 물량은 39호에 불과함. 원룸 5,744호, 2 베드룸 4,977호로, 이들이 전체 호수의 95%에 달함.
- 스타이브센트타운의 시장 임대료는 방 1개 3,477~4,439달러, 방 2개 3,807~5,492달러 수준임.⁴¹⁾

■ 스타이브센트타운은 1940년대 뉴욕시의 보조금으로 메트라이프(MetLife Inc.)가 건설함.⁴²⁾

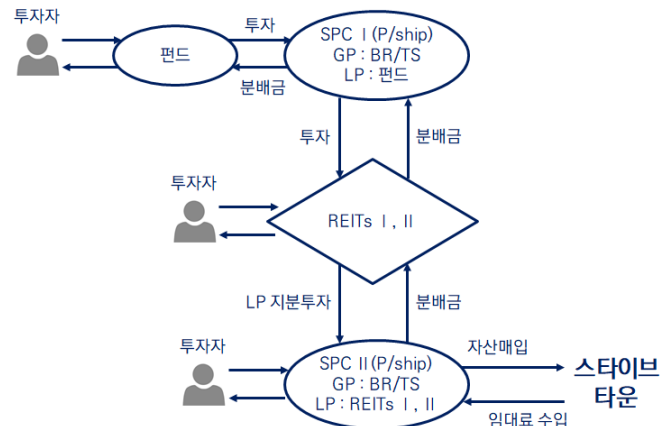
- 건설 당시 5,000만 달러 규모의 사업으로, 2차 세계대전 이후 참전 용사들의 주택난을 해결하기 위한 임대주택 공급 프로젝트였음.
- 새로운 형태의 PPP로 시도되었으며 임대료 상승률 및 임차자 기준을 제한하는 대신 단지 내 도로, 공공 학교 등의 소유권을 민간인 메트라이프에게 부여함. 또한, 참전용사 지원금, 뉴욕시 보조금, 재산세 면세 권한 등을 활용하여 1947년 준공함.
- 이후 흑인 임차자 허용 등과 관련한 소송 등을 겪으면서 인종 간 주거 분리 문제의 주요 현상이 됨.

〈그림 31〉 스타이브센트타운 전경



자료 : 스타이브센트타운 홈페이지.

〈그림 32〉 2006년 티쉬먼 스파이어와 블랙락의 투자 구조도



주 : GP 무한책임회사, LP 유한책임회사, BR 블랙락, TS 티쉬먼 스파이어
 자료 : 오준석·김수성(2011), 「해외금융상품 투자시 조세 위험의 사례 및 시사점」, 조세연구 제11권, 제1집, p.362를 기초로 재구성함.

41) 민간 업체인 Zillow의 2018년 7월 기준 미국의 중위 임대료는 월 1,440달러이고, 민간 업체인 Apartmentlist 기준 뉴욕시 임대료는 원룸 2,108달러, 2 베드룸 2,512달러 수준임을 감안하면, 스타이브센트타운은 미국 중위 임대료의 2배 수준을 상회함.

42) 위키피디아의 “Stuyvesant Town-Peter Cooper Village”를 중심으로 정리함.

❖ 2006년 54억 달러에 스타이브센트타운을 인수한 투자자들은 금융위기 등을 겪으면서 미국 최대의 부실(Foreclosure) 사례가 됨.⁴³⁾

- 글로벌 금융위기 직전인 2006년 메트라이프는 투자 자본인 티쉬먼 스파이어(Tishman Speyer)와 블랙락(Black Rock)에게 스타이브센트타운을 54억 달러에 매각함.
- 투자 구조를 확인하면, SPC I을 설립하여 리츠 I, II에 투자하고 리츠는 SPC II에 재투자함. SPC II가 스타이브센트타운에 투자하는 방식임. SPC에는 무한투자회사(티쉬먼 스파이어와 블랙락)와 유한투자회사의 지분이 나뉘며 각각의 단계에서 투자 참여가 가능한 복합한 금융 구조를 가짐.
- 투자자들은 재건축 및 리모델링을 통해 2011년까지 자산 가치가 3배 이상 상승하고 임대료는 시장 임대료로 인상하는 것을 가정하고 투자함.
- 그러나, 임대료 상승에 대해 임차자들이 소송을 제기함. 2009년 뉴욕법원은 건설 당시 뉴욕시에서 받은 세제 혜택 프로그램인 J-51에 의거, 임대료를 인상하는 것은 불법으로 판결함.
- 글로벌 금융위기와 함께 수익 개선이 어려워지면서 2010년 이후 선순위 모기지 대출과 메자닌 대출 등 44억 달러의 채무 불이행으로 이어짐. 이후 채무 불이행에 대해 메자닌 대출기관인 CWCapital Asset Management가 관리해 옴.⁴⁴⁾
- 우정사업본부 등 우리나라의 기관투자자들도 유한책임회사에 대해 약 1,600억원 상당의 지분 투자를 실시하여 손실이 발생한 바 있음.⁴⁵⁾

❖ 2015년 블랙스톤 등 투자자들은 5,000호에 대해 20년간 임대료를 제한하는 조건으로 공공을 통해 저리 자금을 조달하여 스타이브센트타운을 매입함.

- 블랙스톤은 뉴욕시와의 협약을 통해 2035년까지 5,000세대는 시장 임대료보다 낮은 임대료를 유지하는 조건으로 GSE의 자금조달과 지방정부의 지원을 동시에 받음.
- 이 중 500호에 대해서는 저소득 가구를 위한 강력한 임대료 통제를 받게 됨. 2 베드룸인 경우에도 1,500달러로 시장 임대료의 절반 이하로 임대해야 함.

❖ GSE인 패니 메이(Fannie Mae)의 임대주택용 자금 27억 달러를 10년 고정금리로 조달함.

43) Arthur I Segel 외, 2011, 「*Stuyvesant Town Peter Cooper Village : America's Largest Foreclosure*」, Harvard Business School.

44) 2015년 블랙스톤에게 매각 이후 발생한 이익과 관련하여 CWCapital Asset Management와 다른 투자자들의 소송이 진행 중에 있음.

45) 우리나라의 기관투자자(우정사업본부, 사립학교교직원연금공단, 공무원연금공단, 대한지방행정공제회, 문화체육관광부, 한국문화예술위원회)들도 Peter Cooper Village Stuyvesant Town Partners. L. P.에 지분 투자하기 위해 설립된 특별자산 간접투자기구 'KB 웰리안 맨해튼 사모특별자산투자신탁 1호'에 투자함(오준석, 김수성, 2011, 「해외금융상품 투자시 조세위험의 사례 및 시사점」, 조세연구 제11권, 제1집, pp.360-361).

- 블랙스톤 등은 패니 메이의 DUS(Delegated Underwriting and Servicing) 프로그램을 기반으로 웰스 파고 멀티패밀리 캐피털(Wells Fargo Multifamily Capital)을 통해 27억 달러를 조달함. 10년 고정금리⁴⁶⁾, 10년 만기, 30년 상환 조건임.
- DUS 프로그램으로는 사상 최대 규모의 대출이었고 패니 메이는 임대료 통제 조건이 존재했기 때문에 대출이 승인되었음을 강조함.
- 블랙스톤은 DUS 대출 승인 이전에 웰스 파고로부터 1억 5,000만 달러를 조달함.

■ DUS는 대출 규모 제한이 없고, 낮은 이자율, 다양한 만기 설정, 신용 공여, 메자닌 금융을 허용하는 등 다양한 혜택을 부여함. 이에 따라 패니 메이에서 2,500만 달러 이상의 대규모 대출 비중이 지속적으로 확대됨.⁴⁷⁾

- 패니 메이의 DUS는 공동주택 대출 중 가장 지원 규모가 큰 편임. 5호 이상의 공동주택, 콘도미니엄, 노인 주택, 학생 주택, 협동조합 주택 등 공동주택 매입 또는 재융자를 모두 지원함.
- 패니 메이와 민간 금융기관이 위험을 공유하는 모델임. 패니 메이는 인수 지침을 설정하고 담보 대출의 2차 유동화를 책임짐. 민간의 대출 파트너 금융기관은 대출 승인, 인수, 서비스를 담당함.
- DUS는 대출 규모 300만 달러 이상을 위한 프로그램이며 최대 규모 제한은 없음. 저금리 상품으로 다양한 만기 설정이 가능하며 특정 임차자(학생, 군인, 노인 등) 제한도 가능함.
- LTV 최대 80%, 5~30년의 고정금리, 신용 공여는 2,500만 달러부터 시작되며 메자닌 금융이 이용 가능한 조건임.
- 별도로 75만~500만 달러의 소규모 대출(Fannie Mae Multifamily Small Loan) 프로그램이 존재하며, LTV 최대 80%, 최장 30년까지 고정금리 조건으로 대출함. 대출자에게는 10% 미만의 공실률을 요구함.
- 패니 메이의 취득을 위한 임대주택 대출에서 2,500만 달러 이상의 비중이 2007년에는 1%에 불과하였으나, 2017년에는 20%까지 확대됨.⁴⁸⁾

■ 뉴욕시는 블랙스톤 등 투자자들에게 무이자 자금 지원, 세제 혜택, 개발권 판매 등의 혜택을 패키지로 지원함.

- 블랙스톤은 임대료 통제 대상을 20년간 전체 세대 중 45%를 유지하고 단지 내 추가 건물을 건설하지 않고, 분양하지 않는다는 협약을 뉴욕시와 체결함.
- 협약에 따른 인센티브로 뉴욕시 주택개발공사(The City's Housing Development Corp.)는 무이자

46) 美 언론에 따르면 실행된 금리는 공개하지 않기로 합의함.

47) 패니 메이 홈페이지와 금융기관의 홍보 자료(www.crefcoa.com/fannie-mae-products.html)를 종합하여 작성함.

48) Fannie Mae, August 2018, Fannie Mae Multifamily Mortgage Business Information.

로 1억 4,320만 달러를 대출하고, 모기지 등록세(Mortgage Recording Taxes) 7,700만 달러를 면제함. 뉴욕시는 블랙스톤에 총 2억 2,500만 달러 수준의 보조금 패키지를 지원함.

- 이와 함께 뉴욕시는 공중권(Air Right) 판매를 허용하였음. 2016년 1월 6일자 뉴욕포스트에 따르면 스타이브센트타운의 개발권 이양에 따른 판매 가치는 6억 2,500만 달러로 평가됨.
- 2005년 CBRE 조사 보고서⁴⁹⁾에 따르면, 스타이브센트타운에서 임대료 통제를 받는 주택 비중은 73%에 이룸. 그러나, 이후 스타이브센트타운뿐만 아니라 맨해튼 전역의 임대료 상승으로 지불가능 주택 재고가 지속적으로 감소하여 뉴욕시의 부담이 커짐.
- 빌 드 블라지오 뉴욕시장은 2014년 취임 직후 2024년까지 저렴주택 20만호를 공급하는 10년 장기 주택 계획⁵⁰⁾을 발표함. 그 일환으로 스타이브센트타운에 대한 뉴욕시의 지원이 이루어진 것으로도 이해 가능하며, 블랙스톤의 거래 발표 당일 뉴욕시장 블라지오도 참석함.⁵¹⁾

■ 뉴욕시는 저렴주택 재고 확보를 위해 J-51, 모기지 등록세 면제, 개발권 이양 등 다양한 인센티브를 부여하고 있음.⁵²⁾

- 스타이브센트타운이 지원받은 'J-51' 프로그램은 임대료 통제 임대주택을 신축하는 경우 재산세 경감 및 면세를 지원하는 프로그램임. 2018년 현재 규정은 재산세 인상분에 대해서는 최장 34년간 면제되고 기존 재산세분은 20년 동안 최대 12.5%까지 경감함.⁵³⁾
- 이 외에도 뉴욕시에서는 420-C, 421-A, 421-B 등 신축 과정에서 저렴주택 재고 확보, 및 재건축 및 재개발 촉진을 위하여 다양한 세제 지원 프로그램을 운영하고 있음.
- 뉴욕시는 저렴주택 공급, 고용 창출 등 다양한 기여에 대하여 세제 혜택을 지원하며, 공중권(Air Right)과 개발권 이양제도를 폭넓게 인정하고 있음.

■ 스타이브센트타운의 2015년 기준 자본환원율은 3.7% 수준이나, 뉴욕 시장의 자산 가치 및 임대료 상승으로 지속적인 수익률 개선이 기대되고 있음.

- 2015년 현재 연간 NOI는 2억 2,215만 달러 이상으로, 1호당 NOI로 환산하면 약 2만 달러에 달해 절대 금액으로는 美 최대 규모임.⁵⁴⁾
- 매수가격인 53억 달러를 기준으로 2015년 자본환원율(Capitalization Rate)은 3.7% 수준임.
- 70%에 달했던 통제 임대료 임차인이 45%로 감소하였고, 2006년 이후 시장 임대료를 적용받는 세대의 지속적인 임대료 상승이 이어져 NOI가 개선되고 있음. 2015년 이후 뉴욕의 주택가격 상승으로 자본수익률 증대도 기대됨.

49) CBRE, 2005, Peter Cooper Village, Stuyvesant Town.

50) NYC, Housing New York : A Five-Borough, Ten-Year Plan.

51) 뉴욕시 독립예산국(BO : New York City Independent Budget Office) 보고서(2018)에서는 지원금 수준이 과도했다는 평가가 있음. 그러나, 지불가능주택 재고 유지를 위한 불가피한 선택이었다는 논리도 동시에 존재함.

52) 이승우·허윤경(2014), 「뉴욕시 도시재생사업 사례 분석과 시사점」, 한국건설산업연구원, p.12.

53) NYC Housing Preservation & Development.

54) therealdeal.com/2016/02/02/manhattans-10-highest-earning-rental-complexes.

■ 블랙스톤은 관리회사를 설립하여 자산을 운영하고 있으며, 옥상 태양광 설치, 스타트업과의 협업 등을 도모하며 새로운 수익원 창출을 위해 노력하고 있음.

- 블랙스톤은 'StuyTown Property Services'라는 관리회사를 설립하여 운영하고 있음.
- 2019년 완공을 목표로 22에이커에 달하는 옥상 태양광 패널 설치를 추진하고 있음. 이는 미국 공동주택 옥상 태양광으로는 최대 규모임.⁵⁵⁾
- IT 스타트업 기업과 협업을 통해 미래 자산관리 시장 대응 방안을 모색하고 있음. 저렴한 보증 상품, 빠른 임대료 지불 방식, 임대주택 검색 플랫폼 등이 시도되고 있음.

■ 블랙스톤의 스타이브센트타운 투자는 기관투자자의 대체 투자의 한 형태로 이해됨. 즉, 대형 프라임 오피스 투자와 동일한 형태라 할 수 있음. 다만, 주거용 부문 투자는 주택 정책을 적극적으로 활용하거나 이해해야 추가적인 수익률 및 안정성 확보가 가능한 것으로 판단됨.

- 주택시장의 특수성을 이해하지 못하면 2006년의 티쉬먼 스파이어의 사례처럼 실패로 이어질 수 있음.

(2) 인비테이션 홈즈(Invitation Homes)

■ 2012년 이후 임대형 단독주택 시장에 기관투자자가 관심을 보이면서 새로운 투자 대상으로 부각되기 시작함.⁵⁶⁾

- 2012년 이후 대규모 투자자들이 단독주택을 구매하기 시작하면서 자산시장의 새로운 포트폴리오로 부상하기 시작함. 기관투자자들이 단기간에 매도하지 않고 일정 기간 보유를 통해 임대주택 사업을 운영(Buy to Rent Investor)하는 방식으로 나타남.
- 대표적인 회사는 2014년 기준으로 1만호 이상의 단독주택을 보유한 블랙스톤의 인비테이션 홈즈(Invitation Homes), 아메리칸 홈즈 포 렌트(American Homes 4 Rent), 콜로니 아메리칸 홈즈(Colony American Homes), 프로그레스 레지덴셜(Progress Residential) 등임.
- 투자회사가 특정 도시 혹은 카운티에 대한 대규모 투자를 시행함에 따라 특정 하부 주택시장의 가격 하락을 방어하는 역할을 한 것으로 평가되지만, 장기적인 영향은 미국 내에서도 아직 경험하지 못한 영역으로 평가되고 있음.
- 장기적 관점에서 기관투자자들의 단독주택 투자 확대가 전통적인 투자 시장에 미칠 영향, 주택시장의 지불 능력과 지역 사회에 미칠 영향 등에 대한 기대와 우려가 동시에 존재함.

55) www.stuytown.com/solar.

56) U.S. Federal Reserve Board, 2015, 「Large-Scale Buy-to-Rent Investors in the Single-Family Housing Market : The Emergence of a New Asset Class?」.

■ 임대형 단독주택에 대한 기관투자자들의 관심은 자가 거주 중심에서 임차 수요가 증가하는 미국 주택시장의 구조 변화에 기인함.

- 부동산 컨설팅 기업인 John Burns Real Estate Consulting(2017)⁵⁷⁾은 2025년까지 125만호 수준의 임차 가구 순증이 발생할 것이며, 현재 20~35세 그룹인 밀레니얼 세대에서 미래 수요를 창출할 것으로 전망함.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University(2017)⁵⁸⁾는 최근 주택 경기 호조로 자가 보유율이 다시 늘면서 임차 가구 증가폭이 축소되었지만, 2015~2025년까지 연간 50만 가구를 상회하는 신규 임차 가구 증가를 예측함.
- 2004년 69.2%에 이르렀던 자가 점유율이 2016년 62.9%까지 낮아짐. 그럼에도 인구 증가세는 유지되었기 때문에 자가 점유율 하락은 자연스럽게 임차 가구 증가와 임대주택 공실률⁵⁹⁾ 하락으로 이어지게 되었음.
- 그 결과 주거용 부동산의 임대료가 상승하였고, 2017년 현재 지난 10년간 미국의 주거용 임대료는 30.8% 상승함.⁶⁰⁾
- 즉, 미국의 젊은 세대가 과거에 비해 임대를 선호하는 경향이 뚜렷하여 임차 가구 증가, 임대료 상승이 나타나고 있으며, 2025년까지 임차 수요 증가가 예상되면서 단독주택 임대시장에 대한 기관투자자 및 기업의 관심이 크게 증가함.

■ 블랙스톤은 2012년에 단독주택을 활용한 임대주택회사인 인비테이션 홈즈를 설립하여 2016년까지 100억 달러를 투자함.

- 블랙스톤은 글로벌 금융위기 이후 5년 만인 2012년 사모 부동산 펀드인 '블랙스톤 리얼 에스테이트 파트너스 VII'를 통해 인비테이션 홈즈를 설립하여 압류 주택을 대량 매집함. 2016년까지 100억 달러를 투자하여 4만 8,000호의 주택을 구매함.
- 2017년 1월 '인비테이션 홈즈 리츠'를 상장하여 18억 달러의 자금을 조달함.
- 2017년 11월에는 스타우드 웨이포인트 홈즈(Starwood Waypoint Homes)를 합병함. 이후 약 8만 2,000개의 단독주택을 소유하게 되어 미국에서 가장 큰 단독주택 임대회사가 됨.
- 본사는 텍사스 달라스에 있으며, 2017년 12월 현재 직원은 1,445명임.

57) John Burns Real Estate Consulting(JBREC), 2017, Demographic Trends and the Outlook for Single Family Rentals.

58) Joint Center for Housing Studies of Harvard University, 2017, America's Rental Housing 2017.

59) 2009년 11% 수준이었던 공실률은 2016년 6.7%까지 하락함.

60) 美 노동통계국 소비자물가지수 중 모든 도시의 소비자 대상 기본 주거용 임대료 지수 기준임.

〈그림 33〉 인비테이션 홈즈의 진출 지역 및 하부 시장별 매출 비중



주 : 2017년 4분기 매출 비중을 도식화한 것임.

자료 : Invitation Homes, 2018, Investor Presentation, Citi Global Property CEO Conference 자료집.

■ 인비테이션 홈즈는 2018년 기준으로 17개 하부 시장에서 8만호 이상의 단독주택을 보유하고 있음. 도시 내에서 규모의 경제를 형성하여 임대주택사업을 운영하고 있음.

- 2017년 12월 현재, 17개 도시에서 8만 2,570호의 주택을 보유하고 있음.
- 남부 플로리다, 애틀랜타, 남부 캘리포니아의 매출이 가장 많음. 특히, 서부와 플로리다 지역의 자산 비중이 높고, 이곳에서 매출의 70% 이상이 발생함.
- 합병 이전의 인비테이션 홈즈 기준으로 2017년 평균 점유율은 94.7% 수준이며, 모든 도시에서 93.0% 이상임. 11%를 상회하는 미국의 공실률을 고려하면 양호한 점유율을 나타냄.
- 내슈빌이 가장 적은 761호이나 애틀랜타에서는 1만 2,428호의 주택을 보유하고 있음. 도시당 평균 4,857호 수준임. 지역적 분산은 관리 비용의 증가로 이어질 수 있어 진출한 도시에서 일정 수준의 주택을 보유하면서 규모의 경제를 형성함.⁶¹⁾
- 규모의 경제를 형성하여 임차자에게 효과적인 서비스 제공과 운영의 효율성을 동시에 도모하고 있음.

■ 도시 내의 비교적 중·고가 주택을 중심으로 매집하였고, 스마트폰 등을 활용한 편리한 서비스 제공과 안정적인 유지관리 시스템을 구축하고 있음.

- 주요한 고용 중심지가 존재하고 양질의 학교 및 교통 수준을 갖춘 도시를 대상으로 삼고 있음. 또한, 도시 내에서 하이엔드 시장을 대상으로 하여 고가주택을 매입하여 비교적 높은 임대료를 받고 있음.
- 홈페이지나 모바일 애플리케이션 등 정보통신을 적극적으로 활용하여 편리한 주택 검색, 임대료 결제, 수선 요청이 가능하게 서비스를 구축하고 있음.

61) 워런 버핏도 블랙스톤의 주택투자에 대해 긍정적으로 평가하면서도 다수의 주택을 관리하는 것에 따른 위험을 지적함.

- 효율적인 유지관리에 대응하기 위하여 이사 직전, 이사 직후, 임차 중 중간 점검, 긴급 및 정기 점검 등의 시스템을 갖추고 있음.
- 스마트홈 서비스(스마트폰을 통한 냉난방 조절, 도어락 조절, 보안, 응급 대응 등)를 부가 서비스로 제공하고 한 달에 약 17.95달러(2018년 9월 현재)의 수수료를 받고 있음.
- 임차자의 소득, 신용 점수, 범죄 기록 확인을 통하여 임차자 관리를 수행함. 임대료 대비 소득 수준이 낮거나, 임대료 연체 기록이 존재하는 경우, 그리고 6년 이내 중범죄 이력이 있을 경우에는 임차를 거절함.

인비테이션 홈즈는 NOI 성장세와 높은 점유율을 유지하고 있지만, 수선에 따른 초기 비용이 많아 영업 측면에서는 손실 상황이 지속됨. 향후 임대수익률 개선 여부가 기업의 영속성에 영향을 미칠 것으로 예상됨.

- 2017년 매출은 10억 5,000만 달러, NOI는 5억 5,000만 달러 수준임. 합병 등의 효과가 존재하나, 전년 대비 NOI가 7.4% 증가하는 등 성장세가 지속되고 있음.
- 다만, 초기 수선 비용 등이 다량 소요되면서 경비 등을 전체적으로 고려하면 영업 손실 상황임.
- 합병 효과를 제외하면 전년 대비 매출은 4~5%, NOI가 5~6% 증가하고, 손실은 감소하는 패턴으로 기업의 성장세가 지속됨.
- 2017년 점유율은 95~96%, 연간 임차자 교체 비율은 34~35% 수준임.
- 수선이 마무리되고 임대료 상승을 통한 임대수익 안정화 여부가 기업의 영속성에 영향을 미칠 것으로 예상됨. 또한, 자본수익률을 현실화하는 과정에 대한 체계도 고민되어야 할 것임.

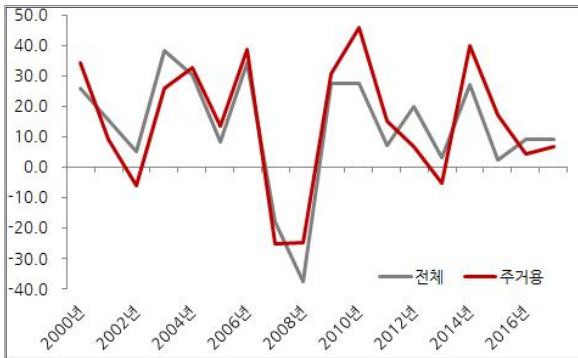
2015년부터 설립되기 시작한 임대용 단독주택 리츠는 다른 용도의 리츠에 비해 높은 수익률을 나타냄. ‘인비테이션 홈즈 리츠’도 10%를 상회하는 수익률을 시현하며 자산 시장에서 관심이 큼.

- 미국의 주거용 리츠는 전체 리츠 수익률과 유사한 추이이며, 2014년 이후에는 상대적으로 높은 수익률을 나타냄. 이는 주거용 부동산의 수익률이 전반적인 부동산과 궤를 같이함을 의미함.
- 인비테이션 홈즈가 속한 임대용 단독주택 리츠는 2015년부터 설립되기 시작하였고 2018년에는 총 4개의 리츠가 있음. 2015년 이전의 주거용 리츠는 모두 임대용 공동주택 리츠임.
- 임대용 단독주택 리츠의 총수익률은 2015년 1.8%, 2016년 26.6%, 2017년 17.5%로 조사됨.
- 임대용 단독주택 리츠는 오피스, 상가 등 상업용 리츠에 비해 높은 수익률을 나타내고 있으며, 2016년 이후에는 동일한 주거용인 임대용 공동주택에 비해서도 높은 수준을 나타냄.
- 美 리츠협회(2018)⁶²)는 인비테이션 홈즈 리츠의 총수익률이 2018년 8월 현재 1년간 10.27%이며,

배당수익률은 1.90%라고 발표함.

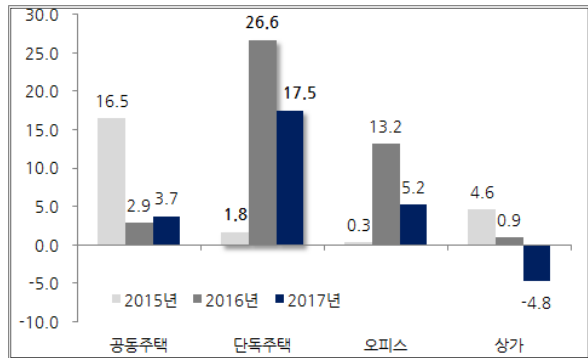
- 최근 들어 임대용 단독주택 리츠의 수익률 하락 추이가 확인되고 있으며, 리츠의 가치를 나타내는 지표인 Price/FFO⁶³⁾도 낮아지고 있음.
- 자산시장에서 인비테이션 홈즈를 비롯한 임대용 단독주택 리츠의 높은 수익률은 단독주택 시장의 임대료 및 자산가치 상승에 따른 기대감을 반영한 것으로 이해되고 있음. 그러나, 최근 수익률이 낮아지고 있어 장기적인 수익률은 하향 안정 추세로 전환될 가능성이 높음.

〈그림 34〉美 전체 리츠 및 주거용 리츠 총수익률 추이 (단위 : %)



자료 : 한국건설산업연구원, 美 리츠협회 재구성.

〈그림 35〉상품별 美 리츠의 연간 총수익률 추이 (단위 : %)



자료 : 한국건설산업연구원, 美 리츠협회 재구성.

■ 인비테이션 홈즈와 같은 기관투자자의 임대용 단독주택 시장 진출은 투자적 관점에서는 새로운 투자처로 부각되고 있지만, 미국 사회에서도 서민 주거 안정에 미칠 영향을 우려하는 시각도 함께 존재함.⁶⁴⁾

- 투자적인 관점에서는 새로운 투자처라는 점에서 긍정적이지만 여러 가지 투자 위험에 노출되어 있는 점에서는 우려가 존재함. 지역적 분산에 따른 관리 비용의 증가와 리파이낸싱 및 매각 실패에 따른 자금관리의 미스 매치, 그리고 지방정부별 재산세 및 규제와 같은 주택정책 변수에 대한 대응의 어려움 등임.
- 사회적으로는 서민 주거 안정에 역행할 것에 대한 우려가 존재함. 기관투자자들이 이윤 극대화 차원에서 단순 수선을 통해 임대료를 상승시켜 실수요자들의 임대료를 높이는 효과로 나타날 수도 있음. 자가 시장에서는 다수의 주택을 저가로 구입하여 실수요자의 주택 매물을 소진시키거나, 가격을 상승시킬 것이라는 우려도 존재함.⁶⁵⁾

62) NAREIT, 2018 August, REITWatch : A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry.
 63) FFO는 건물의 감가상각분을 현금흐름에 포함시키는 개념임. Price/FFO는 리츠의 가치를 평가하는 지표로 주식의 PER (Price Earning Ratio)와 유사한 개념임.
 64) 나석권, 「나라경제」 2014년 10월호, 월가의 실험 하우스렌탈 사업.
 65) www.newrepublic.com/article/118838/wall-street-slumlords-how-banks-started-buying-rental-units.

IV 특징 및 시사점

1. 6개사의 비교 및 특징

- (경기) 경기 사이클에 따른 부침은 있으나 성숙 시장에서도 주택 공급은 지속되고 기술적 혁신 등 주택산업의 발전도 이루어지고 있음.

 - 미국의 주택시장 공실률이 11%에 달하지만, 재고 대비 여전히 0.8~0.9% 수준인 연간 100만호 이상의 주택 공급이 이루어짐.
 - 경기 사이클에 따른 부침이 존재하나, 신축 시장을 중심으로 호황기의 폭발적 성장이 이루어지는 패턴은 우리나라와 유사함.
 - 경기 사이클과 무관하게 임대주택산업의 대두와 성장, 프리패브 주택의 발전, 주택 관련 금융상품의 개발 등을 통해 장기적 수요 대응, 시공 및 금융 기법의 선진화 등의 노력이 경주되고 있음.

- (매출) 6개사의 매출을 비교하면, 시장 규모와 궤를 같이하여 시장에서 비중이 높은 자가용 단독주택 시장에 참여하는 디알호튼의 매출이 절대적으로 큼.

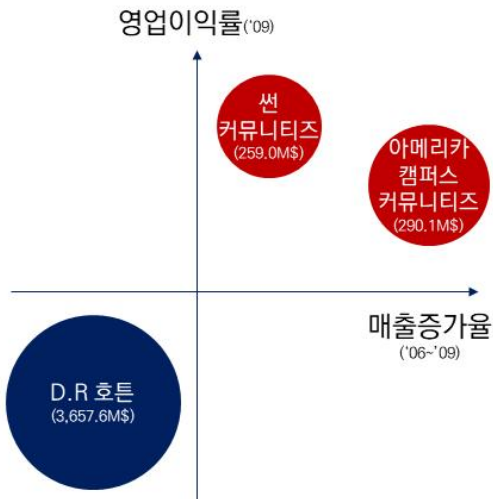
 - 2017년 기준으로 디알호튼 매출이 141억 달러에 달해 가장 규모가 크며, 10억 5,000만 달러의 인비테이션 홈즈, 4억 2,000만 달러의 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈, 2억 3,000만 달러와 2억, 2,000만 달러의 썬 커뮤니티즈, 스타이브센트타운(2015년 NOI) 순임. 트럼멜 크로우는 7,000만 달러로 매출 규모가 가장 작음.
 - 주택 재고 비중 순(〈표 1〉 참조)과 동일하게 자가용 단독주택 시장, 임대용 단독주택 시장, 학생 주택, 매뉴팩처드 주택 시장에 참여하는 기업 순으로 매출 규모가 큼. 다만, 스타이브센트타운과 트럼멜 크로우는 특정 단지와 초고가주택 시장에 참여하는 방식으로 다른 패턴임.
 - 또한, 디알호튼은 토지비가 포함된 전체 주택 판매가 매출임. 나머지 기업은 임대료 수입이거나, 토지비가 제외된 주택분 판매비임에 따라 매출 규모가 상대적으로 작음.

- (수익) 경기 사이클에 따라 수익률 및 매출 변화 추이가 상이하게 나타남. 임대 운영이 포함된 기업은 금융위기에도 플러스 수익률을 나타낸 반면, 디알호튼은 침체기에 어려움이 크나 호황기에는 폭발적 성장세를 보임.

 - 미국 경기의 수축기였던 2006~2009년 각 사의 영업이익이익률을 비교해보면 2009년 기준 썬 커뮤니티즈와 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 영업이익이익률이 각각 22.78%와 21.97%를 보인 반면, 디알호튼의 영업이익이익률은 -13.18%를 기록하여 대비되는 모습을 보임(〈그림 36〉 참조).

- 디알호튼은 2005년 영업이익률이 16.82%에 달하였지만, 2008년 -39.28%까지 떨어졌고 이후 2013년 들어 10%대를 회복하는 등 경기 변화에 민감한 모습을 보임. 특히 2009년 경기 침체의 원인으로 자가용 단독주택 모기지의 부실이 꼽히는 만큼 그 영향력이 더욱 컸던 것으로 판단됨.
- 트럼멜 크로우의 경우 재무구조가 공개되지 않지만 홍보 자료 등을 종합하면, 개발사업을 영위함에 따라 매출과 수익 모두 경기 변동에 영향을 상당히 받고 있음. 다만, 하이엔드 시장을 주로 공략하여 지분 투자가 이루어짐에 따라 매출 대비 높은 수익을 달성하고 있음.
- 반면, 썬 커뮤니티즈와 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈의 수익은 2005년 이후 2017년 현재까지 마이너스 없이 20% 수준을 유지하고 있음. 임대를 중심으로 사업을 운영하며 니치 시장에서 발생하는 수요를 안정적으로 흡수하고 있음.
- 한편, 인비테이션 홈즈의 영업이익률은 재무제표 공개 첫해인 2014년에 -4.75%를 보이는 등 불안한 모습을 보였으나 2017년에는 11.21%가량을 나타냄.
- 매출 변화율 역시 경기 순환에 영향을 받아 상이한 양상을 보이고 있음. 경기 수축기였던 2006~2009년 기준 디알호튼의 매출액은 67.62%가 줄어 큰 타격을 입었던 반면, 썬 커뮤니티즈는 큰 변동 없이 10.19%가량의 성장률을 보였으며, 학생주택 중심의 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 오히려 97.15%로 크게 성장하는 등 변화가 서로 다르게 나타남.
- 반면, 경기 확장기인 2015~2017년 매출 변화율은 썬 커뮤니티즈와 디알호튼이 각각 45.62%와 30.18%를 기록하여 큰 성장을 보였지만, 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 5.72% 증가에 그침.

〈그림 36〉 각 사의 경기 순환기 매출-수익 비교



주 : 원의 크기는 당시 매출을 나타냄.

〈그림 37〉 6개사의 Value Chain 비교

	자금 조달	매입	기획	시공	관리/운영
디알호튼	핵심	참여	참여	참여	참여
썬 커뮤니티즈	핵심	핵심	핵심	참여	참여
트럼멜 크로우	핵심	참여	참여	참여	핵심
아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈	핵심	참여	핵심	참여	참여
스타이브 타운	핵심	참여	참여	참여	핵심
인비테이션 홈즈	핵심	참여	참여	참여	핵심

주 : ■ 핵심 Value Chain, ▨ 참여 Value Chain

❖ (비교) 매출과 수익성을 종합하면, 주력 시장에 집중하는 디알호튼과 특정 시장에서 다양한 업태를 영위하는 5개사로 구분 가능함.

- 디알호튼은 미국 주택산업의 주력 시장에 집중하여 매출을 확보하고 수익을 실현하는 구조임.
- 나머지 5개사는 매뉴팩처드 주택, 하이엔드 주택, 학생 주택 등 특정 시장에 한정하여 사업을 영위하고 지분 투자를 통해 수익을 확보하는 구조임.

■ (Value Chain) 기반이 되는 기능에 강점을 가지나, 6개사 모두 Value Chain을 확대시켜 자금조달, 개발, 보유, 운영을 일체화하는 방향으로 발전하고 있음.

- 건설 기반의 디알호튼과 썬 커뮤니티즈는 기획과 시공이 핵심 역량이나, 자금조달, 매입까지 Value Chain을 갖추고 있음. 다만, 디알호튼은 판매로 완료되나 썬 커뮤니티즈는 보유를 통해 관리·운영까지 확장되어 있음.
- 디벨로퍼 기반의 트럼멜 크로우와 아메리칸 캠퍼스 커뮤니티즈는 시공은 제외하고 자금조달에서 관리·운영까지의 Value Chain을 구성하고 있음. 특히, 전통적인 디벨로퍼의 기획 기능뿐만 아니라 금융 구조를 활용한 자금조달 역량은 투자 기반 회사들과 유사한 수준임.
- 투자 기반의 스타이브센트타운과 인비테이션 홈즈는 자금조달의 절대적 강점을 가지며, 기존 주거용의 매입과 관리·운영 부문으로 Value Chain을 확장함.
- 6개사 모두 전통적인 업태와 달리 핵심 역량을 중심으로 관련 Value Chain을 확장하여 선순환 사업 모델을 구축하는 방향으로 발전하고 있음.
- 이는 일본의 주택기업과 유사한 형태이나, 다양한 금융 구조를 통해 자금조달이 이루어지고 있다는 측면은 차이점임.

2. 시사점

■ 주택가격 상승기의 주력 상품이 개인을 위한 판매용 주택이라는 사실은 변화가 없음. 우리나라 시장도 가격의 등락이 발생하는 경기 사이클이 존재하면 분양 상품의 주력 상품 지위가 유지될 가능성이 높음.

- 미국 주택시장에서 다양한 상품군과 기업이 사업을 영위하고 있지만, 시장의 절대 비중이 개인을 위한 판매용 주택이라는 점은 유지되고 있음. 이는 우리나라의 분양형 주택으로 이해할 수 있음.

■ 미국에서 판매형 단독주택을 주력으로 공급하는 업체는 디벨로퍼가 아니라, 시공 기반의 주택건설업자로 확인됨.

- 미국 주택시장에서 가장 주력으로 판매하고 있는 상품은 판매용 단독주택이며, 이러한 단독주택을 공급하는 업체는 주택건설업자들임.

- 준공 기준으로 최근 10년(2008~2017년)간 전체 주택 중 71.6%가 단독주택이며, 이 중 70%가 판매용으로 건설되고 있음.
- 디벨로퍼들은 복합 개발상의 주거용이나 도심의 공동주택 개발에 강점을 가짐. 최상위 디벨로퍼는 하이엔드 시장을 대상으로 삼고 있어 수익은 높으나 절대적 시장 비중은 제한적임.

■ 경기 사이클에 따라 판매 및 분양 사업의 변동성 리스크를 어떻게 관리할 것인가가 주요한 경영 역량임.

- 디알호튼의 매출은 2006년 150억 5,000만 달러 수준이었으나, 3년 만인 2009년 75.7% 감소한 36억 6,000만 달러까지 감소함. 50억 달러 이하의 매출 수준이 4년간 지속됨. 유사한 기간 매출액 순이익률은 3년간 마이너스를 나타냄.
- 조성된 택지와 완공 주택의 재고 누적 및 가치 하락에 따른 다수의 손실이 발생하였고, 축소된 매출 상황에서 조직과 인력 운영의 문제 등 다수의 경영 리스크가 노정됨.
- 우리나라의 분양 상품도 수주, 매출의 급격한 변동 상황에서는 리스크관리 전략이 핵심 역량이라고 할 수 있음.

■ 미국의 주택기업들도 자가 보유율은 낮아지고, 임대 가구가 빠르게 증가하는 수요 변화에 대응하고 있음. 새로운 상품 개발 관점에서 임대주택 관련 시장과 상품 개발에 노력하고 있으나, 지속가능성은 여전히 미지수임.

- 가장 빠르게 대응하고 있는 기업이 인비테이션 홈즈 등 임대용 단독주택 부문으로 이해됨. 디알호튼도 임대 시장에 진출하기 위해 자회사 설립 등 변화를 꾀하고 있음.
- 디알호튼이 임대주택 시장에서 영속적으로 사업을 영위할 것인지는 여전히 미지수임. 금융위기 이후 주거용 상품에 대한 저가 매수 기회를 이용하여 적절한 매도 시점을 선정하기 위한 보유 전략으로도 이해 가능함.

■ 미국의 임대주택사업은 대규모 자금이 필요한 방식으로 기관투자자나 다양한 금융상품과 결합된 형태로 나타남. 우리나라 시장이 미국식 모델을 적용하기 위해서는 새로운 금융상품 개발이 선결 조건이 될 것임.

- 일본 주택 메이커들의 임대주택 비즈니스 모델을 살펴보면, 소유권은 토지주와 주택 소유주에게 있고 장기 위탁관리를 통해 수수료를 확보하는 모델임. 즉, 자산 보유를 위한 자금조달 구조가 필요하지 않음. 경기 하락 지속에 따른 자산가치 하락 리스크는 주택 소유자가 책임지고, 기업은 임대료 변동 리스크를 책임지는 구조임.
- 미국 기업의 비즈니스 모델은 주택을 보유하는 방식임에 따라 대규모 자금조달이 필요함. 이러한 방

식은 저가 매수 이후 가치 상승이 나타난다면, 안정적 임대수익률과 높은 자본수익률을 함께 실현할 수 있는 모델임.

- 지역 시장 내에서 규모의 경제가 필요한 임대주택사업의 특성상 대규모 자금조달을 위해 REITS, 펀드, CMBS 등 금융 구조와 강력하게 결합되어 있으며 기관투자자의 참여가 두드러짐.
- 우리나라 시장도 여전히 경기 사이클이 존재한다는 측면에서, 보유를 통한 임대주택사업 진출 모델이 보다 현실적임. 더욱이 전세제도로 인해 적절한 임대수익률 확보가 어려운 시장 한계 속에서는 자본 수익률 확보가 불가피함.
- 따라서 자본 수익의 확보를 위해서는 대규모 자금조달을 위한 금융과의 강력한 결합이나 새로운 금융상품의 개발이 필수적인 선결 조건임.

■ 주택사업은 주택시장과 주택정책의 특수성을 이해해야 하며, 투자 상품의 기저만으로 접근하면 2006년 스타이브센트타운에 투자한 티쉬먼 스파이어와 같은 실패 사례로 이어질 수 있음.

- 투자재로서의 주택 특성이 부각되고 있지만, 주택은 주거 안정이라는 공공의 목표와 맞닿아 있어 다양한 사회적 요구와 규제가 함께 존재하는 시장임. 기존 투자 상품의 메커니즘만으로 시장에 참여할 경우 2006년의 티쉬먼 스파이어와 같은 심각한 실패 사례로 이어질 가능성도 존재함.
- 전반적인 주거 안정이라는 공공의 목표 하에서, 사회적 요구와 다양한 시각에 대한 균형감 있는 접근이 필요한 사업 분야라는 점을 이해해야 함.

■ 다른 측면에서 주택사업은 다양한 공공 지원이 가능한 사업 분야로 공공과 민간의 win-win 모델 개발을 위한 지속적인 노력이 필요함.

- 2015년 블랙스톤은 스타이브센트타운을 매입하면서 공공 정책을 적극 이용하여 저리 자금조달에 성공함.
- 특히, 도심 내 임대시장은 저렴주택 재고 확보라는 공공 정책의 목표와 이어져 있어 다양한 형태의 PPP 모델에 대한 고민이 필요함.
- 공공은 뉴욕의 사례와 같이 민간 임대주택사업 지원을 위한 금융, 세제 등 다양한 프로그램 개발이 필요하며, 민간도 이를 적극 활용하여 사업화시킬 수 있는 비즈니스 모델을 개발해야 함.
- 아메리카 캠퍼스 커뮤니티즈의 학생주택 사업도 다양한 PPP 사업 구도를 형성하여 민간 참여를 유도함으로써 산업적 발전에 기여하고 있음.

■ 물리적 특성의 상품 세분화에서 소득 및 연령 등 수요자의 특성에 기반한 상품 세분화(Segmentation)가 필요한 것으로 판단됨.

- 미국 시장은 수요자의 소득에 맞춘 저가 상품(매뉴팩처드 주택, 디알호튼의 익스프레스 등), 중위 상품(디알호튼, 인비테이션 홈즈), 고급 상품(트럼멜 크로우의 주거용 상품)이나, 연령(고령자 주택, 학생 주택 등)에 대응한 상품으로 세분화되어 있음.
- 우리나라 시장은 지역이나 물리적 특성에 따른 주택상품 세분화(아파트, 연립, 오피스텔 등)가 이루어지고 있어, 수요자의 특성에 따른 상품 세분화 및 개발 노력이 필요한 것으로 판단됨.

❖ 프리패브 주택의 발전을 위해 우리나라도 규정을 정비하여 산업적인 발전을 유도할 필요가 있음.

- 미국의 매뉴팩처드 주택도 1976년 관련법 제정 및 규정 정비 이후 시장 정착 및 산업적 발전의 계기가 됨.
- 프리패브 주택은 저소득층을 위한 저렴주택 공급이 가능하며, 시공 측면에서는 생산성 향상에 기여할 수 있어 다양한 순기능을 갖고 있음.
- 최근 우리나라에서도 농가주택, 별장 등 교외 지역을 중심으로 다양한 조립식 주택들이 등장하고 있으나, 자재, 시공 등 규정이 미비하여 소비자의 신뢰 확보에 어려움을 겪고 있음.
- 다양화되고 있는 프리패브 주택을 분류하고 규정을 정비하여, 시장에서 안정적으로 정착할 수 있는 계기를 만들 필요가 있음.

허윤경(연구위원·ykhur@cerik.re.kr)
 김성환(부연구위원·shkim@cerik.re.kr)