

임대주택리츠 투자설명회

2014. 3. 13



환경변화

거시경제

- 인당 GDP 2만불 초과
- 경제·인구성장 둔화
- 저금리 지속

주택시장 변화

- 주택보급률 100% 초과
- 주택가격 상승 둔화
- 주택패러다임(소유→거주) 변화

기존 공급시스템 한계

- LH의 재무사정 악화로 교차보조를 통한 공공임대주택 공급 곤란
- 전세주택을 대체할 수 있는 민간자본의 임대주택 참여부진

민·관이 공동투자하는 새로운 임대주택 공급모델 구축 필요

연기금·보험사·시중은행 등과 공동투자협약을 맺고,
리츠를 설립하여 민·관 협력을 통해 임대주택 공급

공공임대 리츠

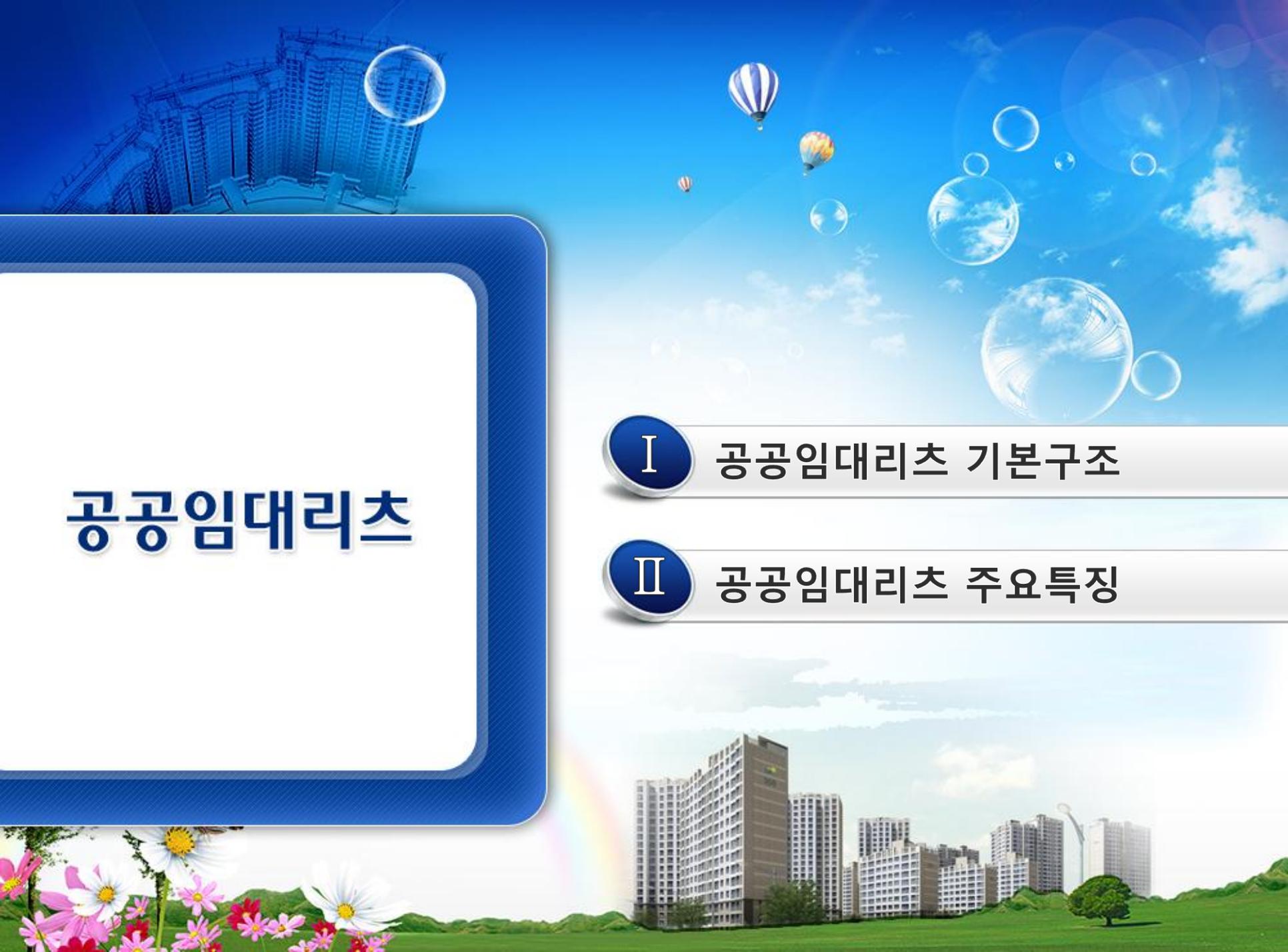
주택기금과 LH 중심으로 리츠를
설립하여 민자유치

- LH의 공공택지를 활용하여, 수익성이 있는 10년 임대주택을 건설 공급

민간임대 리츠

사업제안자가 출자하여 리츠를 설립하고,
주택기금과 기관투자자가 출자·용자 지원

- 도심지 재개발 지역 등 다양한 입지내 다양한 형태의 임대주택 공급



공공임대리츠

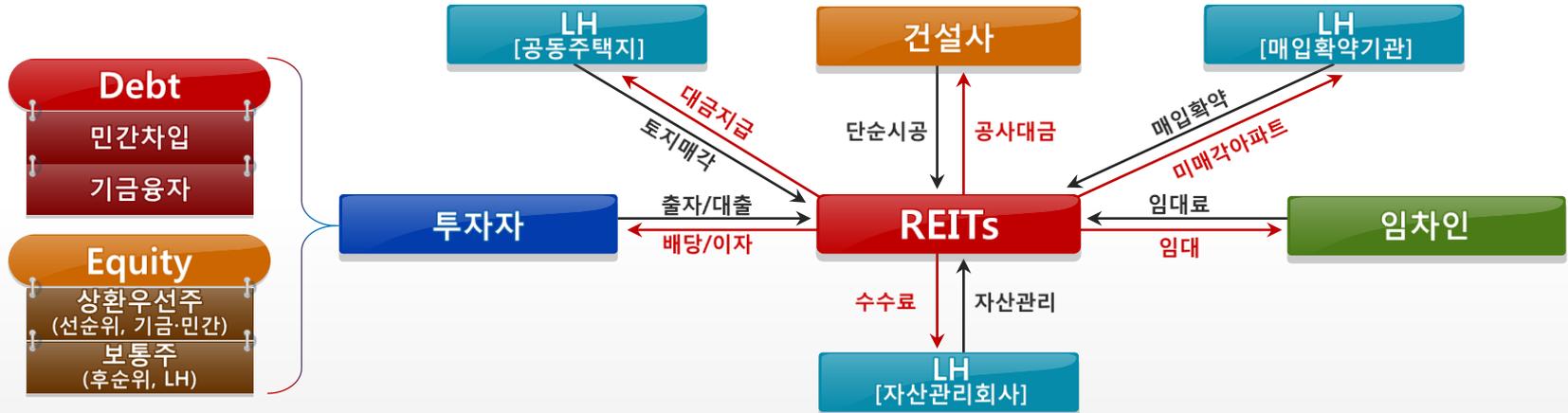
I 공공임대리츠 기본구조

II 공공임대리츠 주요특징

I. 공공임대리츠 기본구조

사업구조

- 리츠가 사업시행자로서 LH로부터 택지를 매입하여 공공임대주택을 건설 및 10년간 임대 운영 후 분양전환



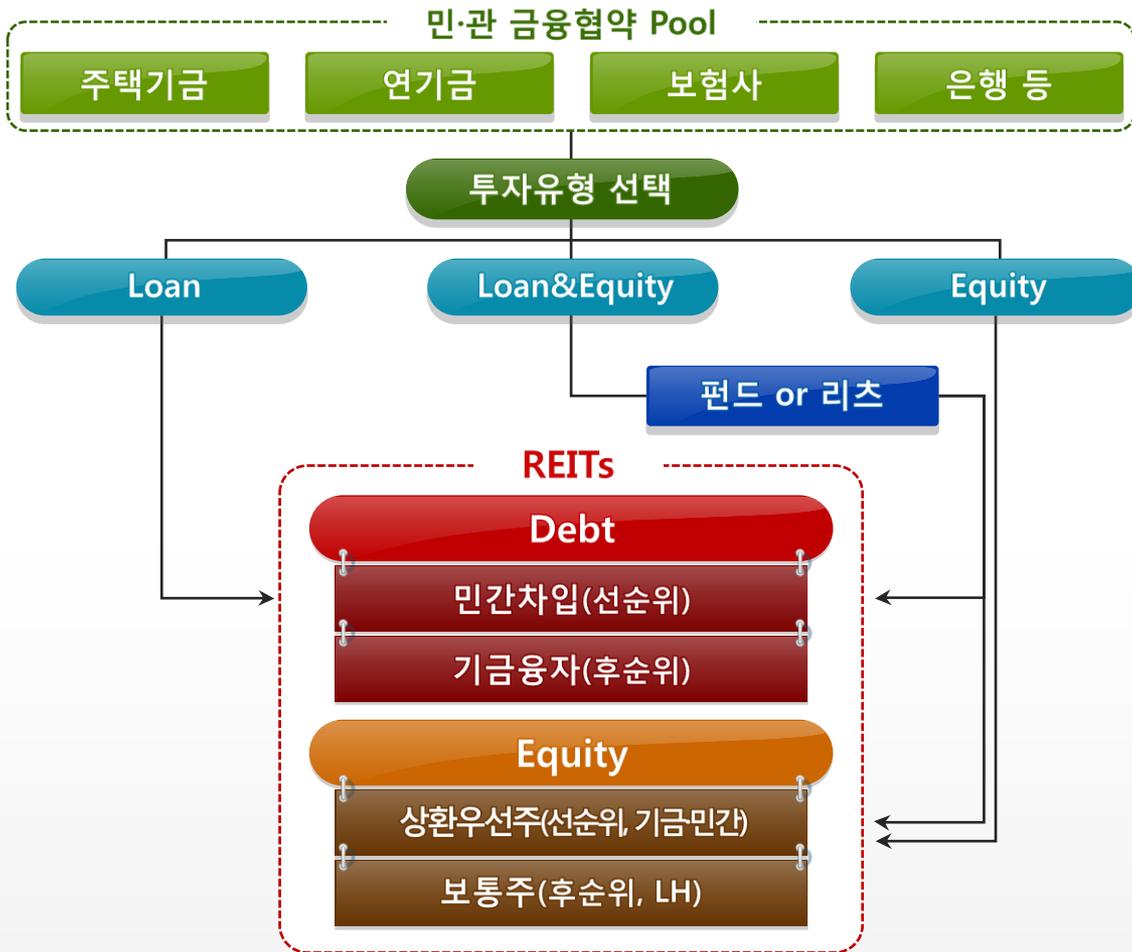
추진절차



- **공동투자협약:** 공공 임대리츠 투자를 위한 기관간 투자협약 체결
- **택지 매매계약 및 매입확약 체결:** 적절한 사업대상지를 선정하여 리츠를 설립하고, LH와 택지 매매계약 및 매입확약 체결
- **주택건설:** 리츠가 주택건설 사업계획 승인을 받아 건설 시행
- **임대운영:** 임대료는 공공임대의 표준임대보증금 및 표준임대료 기준을 적용하고, 임대주택 관리는 자산관리회사인 LH가 수행
- **청산:** 임대기간 종료 후 분양전환 (미 분양 시 LH 매입확약 이행)

I. 공공임대리츠 기본구조

공공임대리츠 투자협약 구조



공공임대리츠 자금조달 기본구조

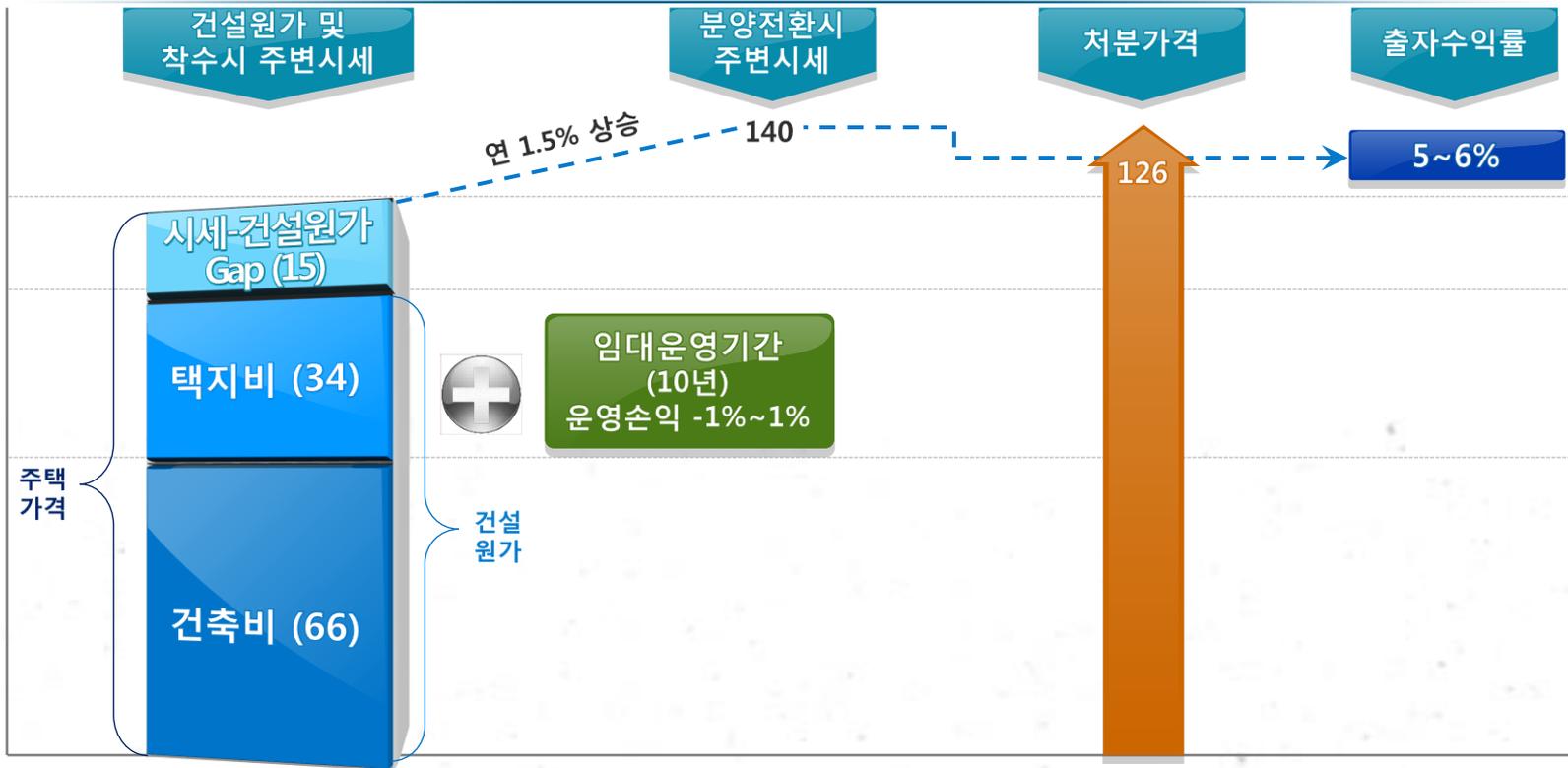
구분	비율(%)	
민간차입 (선순위)	30%	
임대 보증금	35%	
기금용자 (후순위)	20%	
출자금	기금 (우선주)	12%
	LH (보통주)	3%

II. 공공임대리츠 주요특징 1

표준화된 구조

- 사업구조를 주택가격이 연 1.5% 만 상승하여도 최소 5~6% 출자자 수익이 발생할 수 있도록 표준화함
 - ※ 다만, 사업 지역의 주택가격 상승전망 및 분양성 등을 고려하여 주택가격이 1% 만 상승하여도 최소 5~6% 출자수익이 발생하도록 조정 가능
- 사업성이 부족한 경우 LH공사로부터 토지비 할인 매입하여 출자수익 확보

공공임대리츠 사업 구조



II. 공공임대리츠 주요특징 1

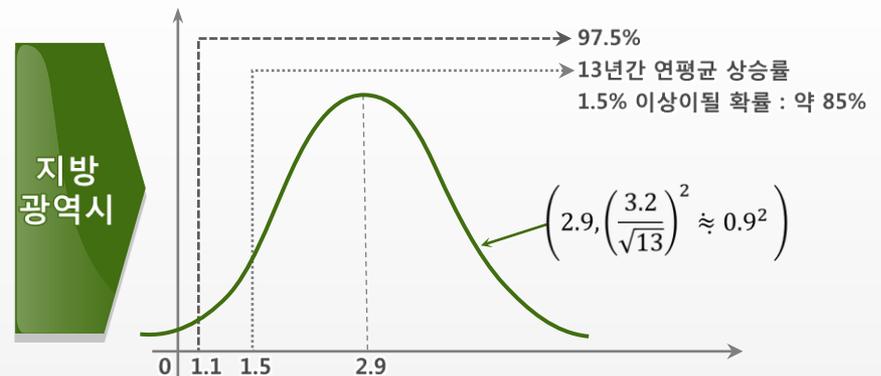
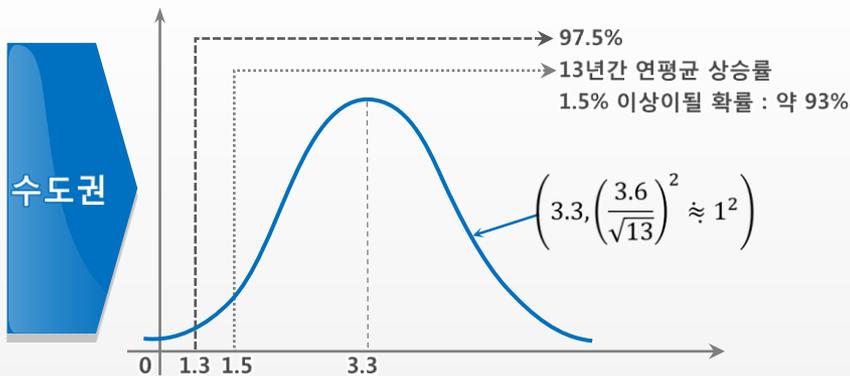
참고 주택가격 상승률 전망

- 주택금융공사 '14년도 주택연금에 적용되는 주택가격 상승률 전망치 2.99% (전국 주택 종합 기준)
- 한국주택학회의 2000년 이후 수도권 아파트 가격의 상승률의 6대 광역시 아파트 상승률 대비 비율을 고려하여 아파트 가격 변화 장기 전망치를 수도권 3.3%, 6대 광역시 2.9%로 추정 (우리금융연구소 보고서)

수도권 및 6대 광역시 아파트 장기 가격상승률 전망치

항 목	수도권	6대 광역시
평균 상승률	연 3.3%	연 2.9%
표준편차	연 3.6%	연 3.2%

장기(13년) 아파트 가격 年 상승률 확률 분포



※ 아파트 가격 상승률이 정규분포이며, 각 연도별 상승률은 서로간에 독립이라고 가정

II. 공공임대리츠 주요특징 2

안정적 출자수익

- 건설 즉시 시세 차익을 15% 확보할 수 있는 임대사업에 LH의 보통주 출자 및 필요시 주택기금의 후순위 출자의 buffer(총 주택가격 대비 30%)를 안고 민간자금의 우선주 출자 가능 (시중의 LTV 70% 대출과 유사)

* LH는 보통주이고 주택기금은 우선주이며, 기관투자의 우선주 출자시 주택기금과 선후 관계는 프로젝트별로 탄력적으로 정함

공공임대주택 주택가격 구조



※ 공공임대 기관투자 출자시 우선순위는 탄력적으로 조정 가능

II. 공공임대리츠 주요특징 2



참고 공공임대리츠, 일반리츠 비교

항 목	공공임대리츠	일반리츠
사업개요	주택기금과 LH중심으로 리츠를 설립하고 민자를 유치하여, 공공임대 용지를 매입한 후 임대주택을 건설, 운영하여 분양 전환 및 LH 매입확약으로 투자비를 회수하는 방식	수익형 실물 부동산을 매입하여 투자기간 동안 임대운영 또는 임차인의 마스터리스를 통하여, 임대수익 및 매각차익으로 투자비를 회수하는 방식
대상자산	공공 임대주택	수익형 실물 부동산 (오피스)
✓ 회수방법 (exit risk)	분양전환 또는 LH매입확약에 의한 매각	시장 매각
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증	없음
사업주체 및 출자자	국민주택기금, LH	시행사 또는 연기금, 금융기관
✓ 인허가 및 시공위험	없음	높음
✓ 출자비용	장점 국민주택기금, LH가 전체사업비의 15% 출자하고, 시세-건설원가 GAP이 15%내외로 주택가격대비 30% Buffer가 있음	단점 시행사 5~10% 출자
✓ 공실율	장점 1. 임대보증금 또는 임대료는 주변 시세의 60~70% 수준 2. LH가 공급하는 공공임대의 실제 공실률 2~3% 수준 3. 시세보다 저렴한 우선 분양권 보유 4. 사전예비 입주자제도 운영	단점 시공사 또는 임차인의 마스터리스 마스터리스 주체의 신용위험 존재
배당가능여부	단점 청산 배당	장점 기중 배당 가능
투자기간	단점 13~14년	장점 5~7년
출자수익율	5% ~ 6%	6.5% ~ 8%

투자의 안정성(위험) 고려시 공공임대리츠의 투자매력 충분

II. 공공임대리츠 주요특징 2

참고 내 공공임대주택 공실률 현황

지역본부	단지명	입주일	공급호수	계약호수	미계약호수	공가율(%)
전국계			18,229	17,779	450	2.47
강원지역본부	소계		280	280	-	-
강원지역본부	삼척도계2	2013.12.29	280	280	-	-
경기지역본부	소계		12,065	11,788	277	2.30
경기지역본부	오산세교12	2011.05.26	412	402	10	2.42
경기지역본부	성남여수C-1블럭	2012.11.30	130	123	7	5.38
경기지역본부	수원호매실5(B-6BL)	2011.12.28	1,318	1,285	33	2.50
경기지역본부	수원호매실15(B-7BL)	2011.12.28	1,029	1,002	27	2.62
경기지역본부	수원광교60(A10BL)	2014.01.13	701	691	10	1.42
경기지역본부	수원광교62(A11BL)	2014.01.13	637	624	13	2.04
경기지역본부	수원광교40(A26BL)	2013.12.31	1,702	1,603	99	5.81
경기지역본부	화성동탄5-1	2009.10.09	503	495	8	1.59
경기지역본부	오산세교5	2009.12.02	849	832	17	2.00
경기지역본부	오산세교2	2010.07.27	832	791	41	4.92
경기지역본부	성남판교 판교원마을12	2009.06.27	428	427	1	0.23
경기지역본부	성남판교 산운마을11	2009.08.29	504	500	4	0.79
경기지역본부	성남판교 산운마을12	2009.08.29	510	508	2	0.39
경기지역본부	성남판교 봇들마을3	2009.09.16	870	867	3	0.34
경기지역본부	성남판교 백현마을8	2009.10.21	340	340	-	-
경기지역본부	성남판교 백현마을2	2010.01.26	491	491	-	-
경기지역본부	성남판교산운마을13단지	2010.07.31	809	807	2	0.24

• 매입(도시재생, 미분양, 부도, 신축), 도시형생활 임대주택 제외

지역본부	단지명	입주일	공급호수	계약호수	미계약호수	공가율(%)
광주·전남 지역본부	소계		660	646	14	2.12
광주·전남 지역본부	무안남악2(오룡마을)	2009.09.20	660	646	14	2.12
서울지역본부	소계		3,380	3,273	107	3.17
서울지역본부	파주운정한울3(A17BL)	2011.10.05	648	614	34	5.24
서울지역본부	파주운정한울6(A18-1BL)	2011.09.01	700	685	15	2.14
서울지역본부	서울서초(A4블럭)	2013.12.31	202	196	6	2.97
서울지역본부	남양주별내(A1-3BL)	2013.12.31	478	459	19	3.97
서울지역본부	파주운정한빛7(A19-1BL)	2011.12.28	1,352	1,319	33	2.44
세종특별본부	소계		1,362	1,315	47	3.45
세종특별본부	세종시 첫마을 3단지	2012.02.25	214	207	7	3.27
세종특별본부	세종시 첫마을 2단지	2012.02.25	446	418	28	6.27
세종특별본부	세종시 첫마을 4단지	2012.06.30	322	312	10	3.1
세종특별본부	세종시 첫마을 5단지	2012.06.30	156	156	-	-
세종특별본부	세종시 첫마을 6단지	2012.06.30	224	222	2	0.89
제주지역본부	소계		482	477	5	1.04
제주지역본부	제주하귀 휴먼시아 2단지	2010.10.31	246	244	2	0.81
제주지역본부	제주서귀포혁신도시 A1블록	2014.02.28	236	233	3	1.27

II. 공공임대리츠 주요특징 3

안정적 용자수익

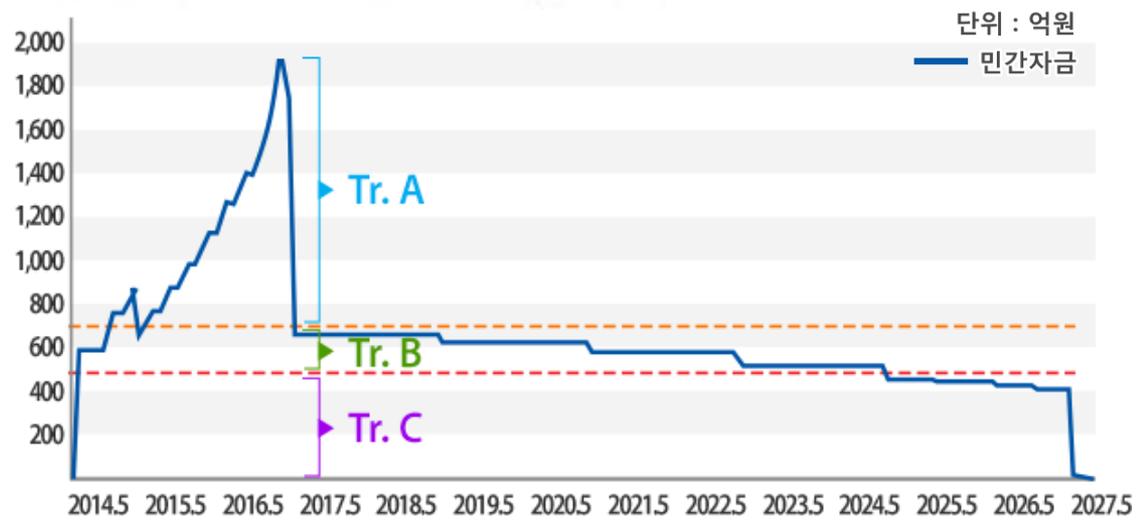
1. 건설 즉시 시세 차익을 15% 확보
2. LTV 20~30% 최우선 순위로 용자
3. 민간 용자에 대한 대주보 지급보증



실제적으로 무위험채권 이면서
10년 만기 국채 금리 이상 보장

공공임대주택 용자자금 조달 스케줄

구분	비율(%)
민간차입	30%
임대보증금	35%
기금융자	20%
우선주	12%
보통주	3%



II. 공공임대리츠 주요특징 3



안정적 용자수익

● Tranche C 에 대해 펀드(출자+용자 mix)-ABS 가능

※ 출자+용자 에 대해서 우선권 부여 (1:10 비율로 mix예정)

※ 주택기금도 출자+용자 펀드를 설정하여 투자 예정

* 예) 40억원 출자 + 400억원 대출(4.4%) → 펀드 수익률 4% + @

참여유형별 비교

구분	중간배당 (이자)	사업이익 (청산시)	비고
출자방식	×	○	- 배당·청산 수익
용자방식	○	×	- 용자이자수익 (론, 유동화, 펀드 등)
출자&용자방식	○	○	- 배당수익 + 용자이자 (메자닌 기능) - 기관투자자는 펀드에 투자, 펀드가 리츠에 출자 및 용자 (전환사채 등)

공공임대주택 민간자금 용자안 소개

	1안			2안		
	구분	만기	이자율	구분	만기	이자율
Tranche A	한도차입	4년 예정	국고10년+40bp	한도차입	4년 예정	국고10년+40bp
Tranche B	한도차입	13년 6개월	국고10년+50bp	한도차입	13년 6개월	국고10년+50bp
Tranche C	확정차입	13년 6개월	국고10년+80bp	p-ABS	13년 6개월	국고10년+30~50bp
	우선주	13년 6개월 + 3개월(청산)	CAP 연 2.0% (청산시 목표배당)			
	펀드를 이용할 경우 펀드수수료 (약 0.2%/년)			발행 제반 수수료 (약 0.1%/년)		
신용보강	대주보 보증(차입 한정)			대주보 보증		

※ 1안의 경우 Tranche C에 참여하는 대주는 확정차입과 우선주에 10:1 비율로 참여

※ 2014년 3월 11일 현재 국고10년 3.56%

* 추후 금리 및 조건 변동 가능

II. 공공임대리츠 주요특징 3



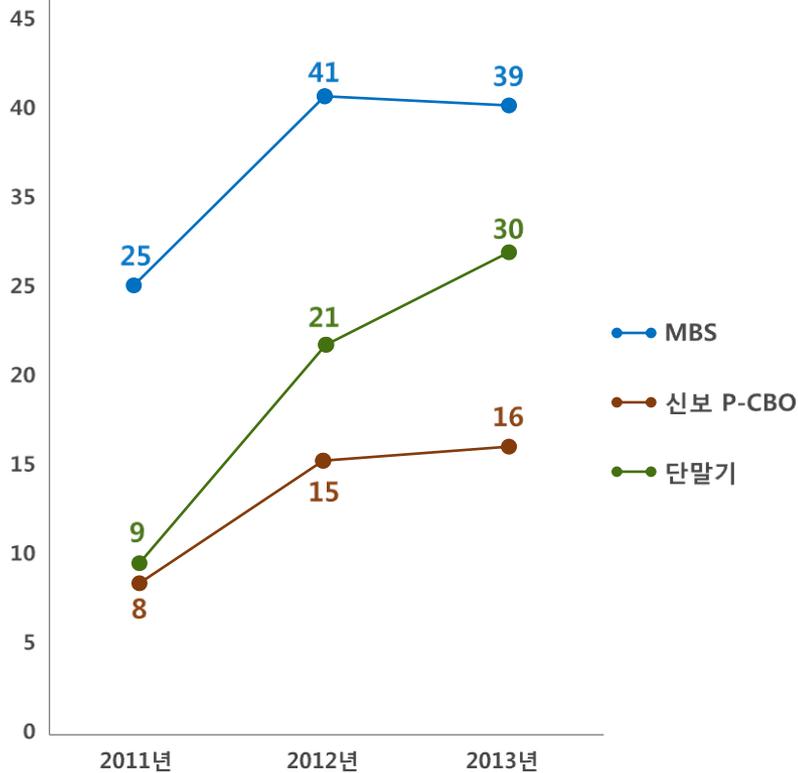
참고 MBS와 공공임대리츠 ABS 비교

항 목	한국주택금융공사 MBS	공공임대리츠 ABS(가칭 p-ABS)
발행사	한국주택금융공사 (자기신탁계정)	특수목적회사 (SPC : 자산유동화법 상 유동화전문회사)
기초자산	주택담보대출 (금융기관의 보금자리론, 적격대출 등) 원채무자 (Obligor) : 다수	차주 (REITs)에 대한 대출채권 원채무자 (Obligor) : 1인 (REITs)
발행구조	1. 금융기관으로부터 보금자리론 등 기초자산 한국주택금융공사 양수 2. 기초자산 자기신탁하여 수익증권 (MBS)발행 3. 기초자산으로부터의 원리금 상환을 통해 MBS 상환	1. 금융기관으로부터 차주 (REITs)에 대한 대출채권 SPC 양수 2. 대출채권을 기초자산으로 ABS발행 3. 대출채권의 원리금 상환을 통한 ABS 원리금 상환
발행만기	매회차별 총 9개 Tranche 발행 (선순위 - 1년/2년/3년/5년/7년/10년/15년/20년) (후순위 -21년, 주택금융공사 인수)	13년 6개월 만기 단일 Tranche 발행 (선순위)
신용보강	한국주택금융공사	대한주택보증
기초자산	LTV 50~60%	LTV 25~30%
상환	단점 3년 후부터 중도상환 가능	장점 만12년 이후부터 중도상환 가능 예정
유동성	장점 1. 연 30회 이상 2. 2013년 기준, 발행물량 22조원 3. 10년이상 발행으로 인한 기초자산의 상환 및 손실 Historical Data 축적	단점 MBS대비 유동성이 부족하나, 연 1~2회 통합 발행(종목당 0.5~1조원) 및 주택기금의 시장 형성(Market Maker) 기능으로 유동성보완
금리	MBS 유통수익률(잔여만기 10년) 3.699%(3/11일 기준)	p-ABS의 예상 금리 : 국채 금리 +30~50bp *국고채 10년물 유통수익률 3.560%(3/11일 기준)

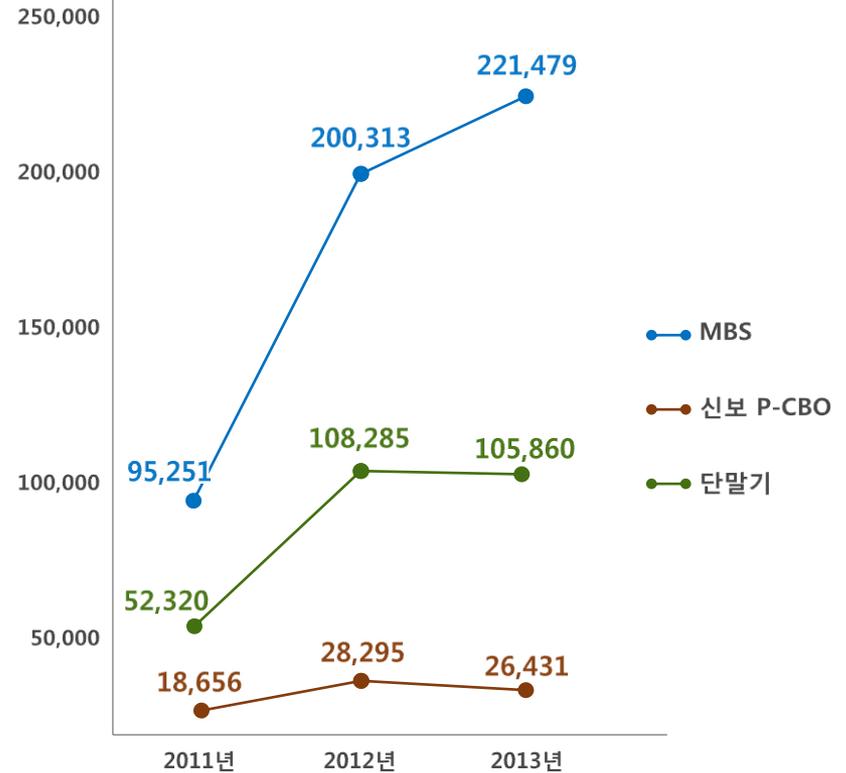
p-ABS는 MBS에 비견되는 안정성, 유동성을 가지고 더 높은 수익률 보장

Ⅱ. 공공임대리츠 주요특징 3

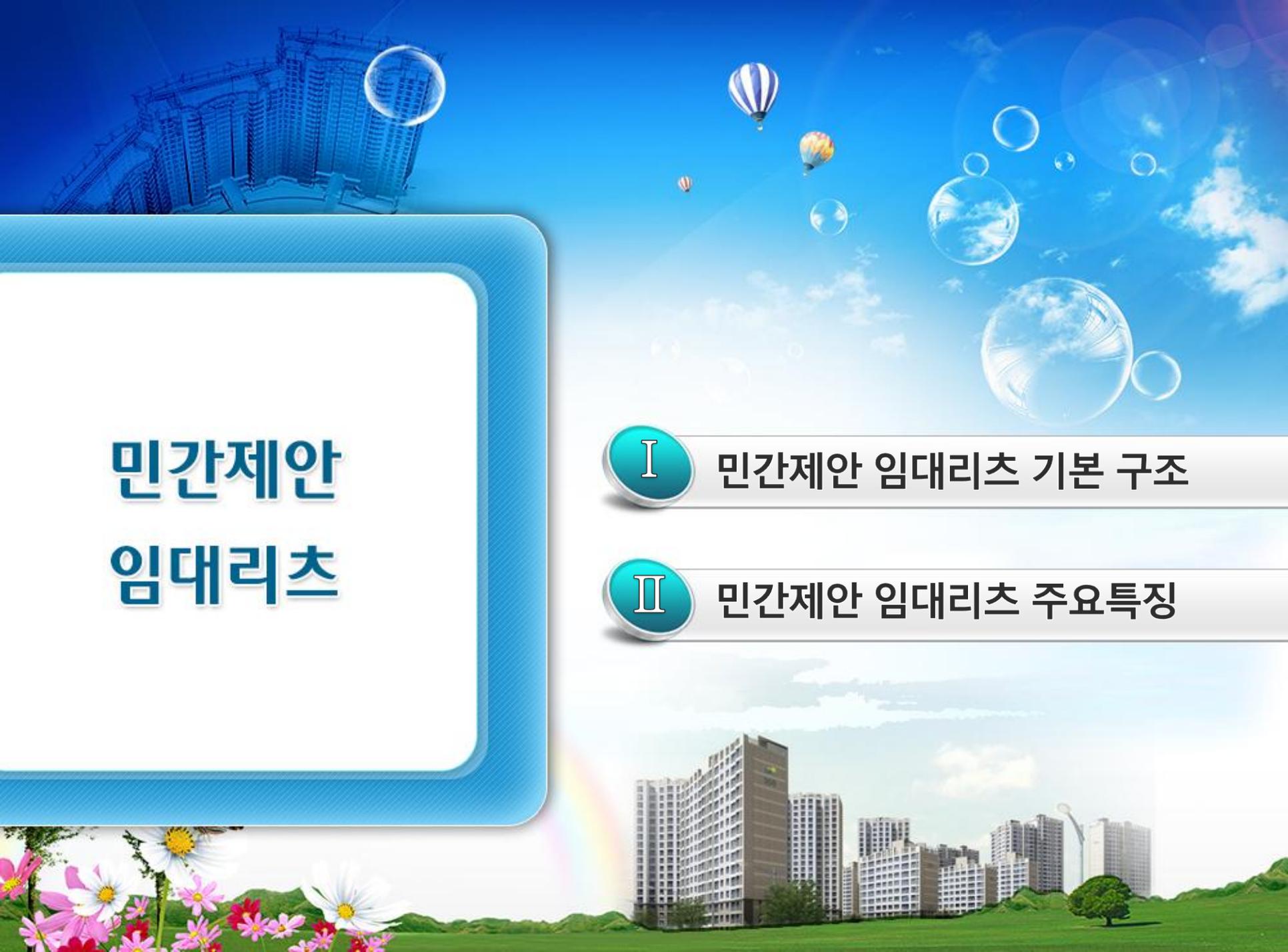
참고 ABS, MBS 발행물량 추이 분석



< 2011~2013 ABS(AAA) 발행건수 추이 >



< 2011~2013 ABS(AAA) 발행금액 추이, 단위 : 억원 >



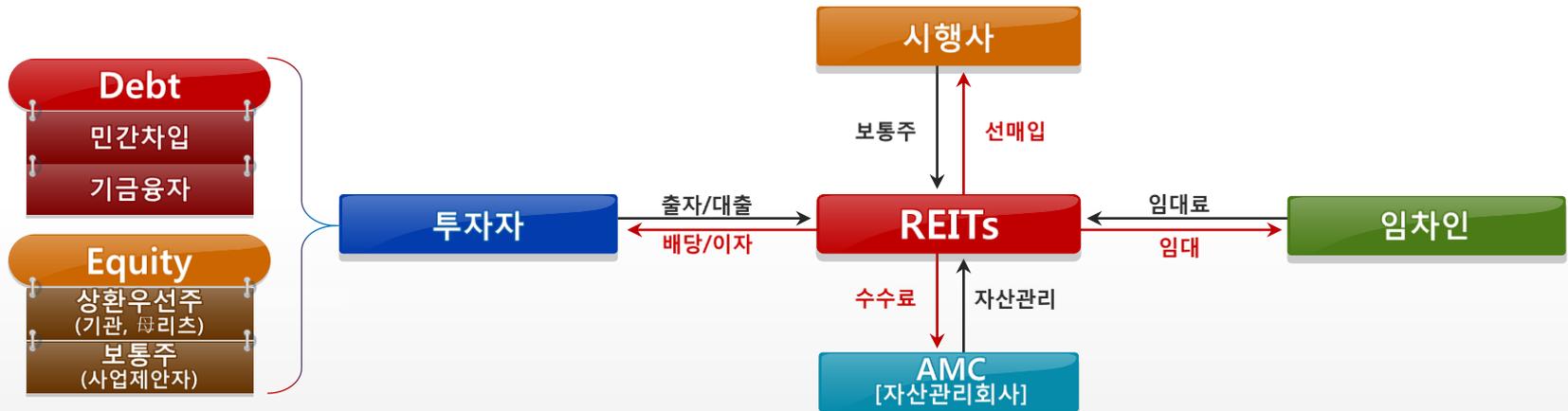
민간제안 임대리츠

- I 민간제안 임대리츠 기본 구조
- II 민간제안 임대리츠 주요특징

I. 민간제안 임대리츠 기본 구조

사업구조

- 리츠가 시행사로부터 주택을 시세보다 저렴하게 선매입하여 5~10년간 임대주택으로 공급 후 매각하여 청산



추진절차

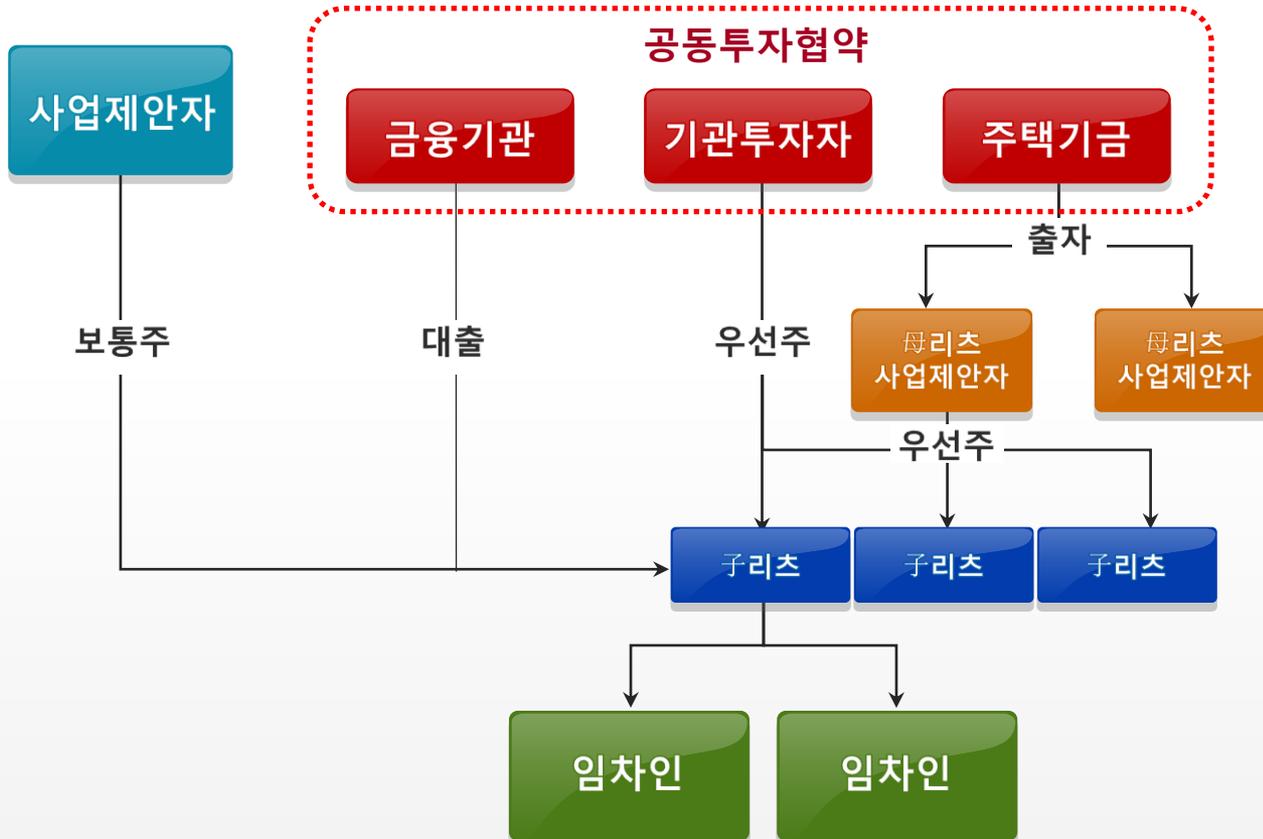


- 공동투자협약: 민간제안 임대리츠 투자를 위한 기관간 투자협약 체결
- 민간제안사업 평가·선정: 민간 AMC의 임대주택 프로젝트 제안을 받아 수익성과 리스크가 양호한 사업을 선정
- 리츠 설립 및 영업인가: 주택기금이 母리츠를 설립하고, 母리츠와 민간투자자가 프로젝트별 子리츠를 설립
- 매매계약: 시행사와 선매입 계약을 체결
- 청산: 임대기간 종료 후 일반에 매각 또는 분양전환 하여 청산

I. 민간제안 임대리츠 기본 구조

주택기금과 연기금 등 기관투자자 간 공동투자협약을 체결하고
母子리츠를 활용해 프로젝트별 심사 후 투자

민간제안 임대리츠 투자협약구조



자금조달 기본구조

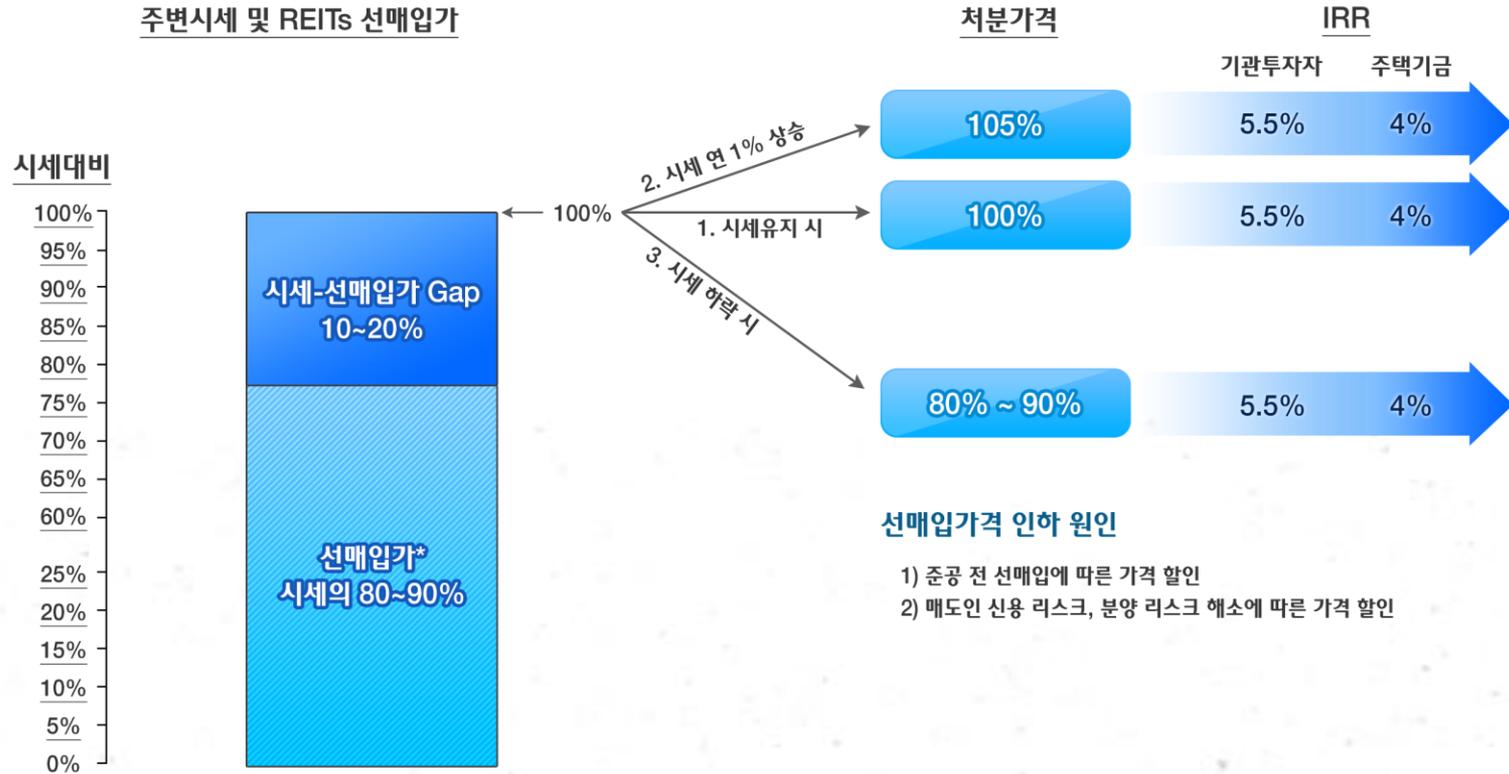
구분	비율(%)
용자 (민간자금, 주택기금)	50%
우선주 (민간자금)	20%
우선주 母子리츠 (주택기금)	10%
보통주 (제안자)	20%

II. 민간제안 임대리츠 주요특징 1

표준화된 구조

- 초기에는 시세보다 저렴하게 매입하여 집값이 상승하지 않아도 민간 우선주 5.5% 이상 수익을 달성할 수 있는 사업 발굴
 - ☞ 향후에는 토지 임대, 현물출자 등을 활용하여 수익성을 개선할 수 있는 지주공동사업방식으로 확대

민간제안 임대리츠 사업 구조



II. 민간제안 임대리츠 주요특징 2

주택기금의 메자닌 금융

- 주택기금이 임대사업에 출자함으로써, 사업 위험을 줄이고 수익성을 개선하여 민간자금 투자 유도

* 다만, 프로젝트별로 출자자 우선순위 구성은 탄력적으로 정할 수 있음

개별 프로젝트(리츠)별 자금조달구조

사업비 (100%)	50%	기관투자자 주택기금 용자 (1순위)
	20%	기관투자자 선순위 출자 (2순위)
	10%	투자(주택기금) 우선주 (3순위)
	20%	제안자 보통주 (4순위)

※ 주택기금과 제안자가 30% buffer를 제공하고, 사업에 따라 시세보다 저렴하게 매입하여 추가 buffer 확보

민간제안 임대주택 출자구성 예시

자본금 (100%)	20%	기관투자(1순위) : 요구수익률 5%
	10%	주택기금(2순위) : 요구수익률 4%
	20%	기관투자(3순위) : 요구수익률 6%
	10%	주택기금(4순위) : 요구수익률 4.5%
	40%	사업제안자 보통주

※ 민간제안 임대리츠도 출자자 우선순위를 탄력적으로 조정 가능

- 임대수익으로 투자기간 중 배당이 가능하고, 집값이 상승하지 않아도 요구수익률을 달성할 수 있는 사업 선별

* 요구수익률(예시) : 기관투자자 5~6%, 주택기금 4% 내외

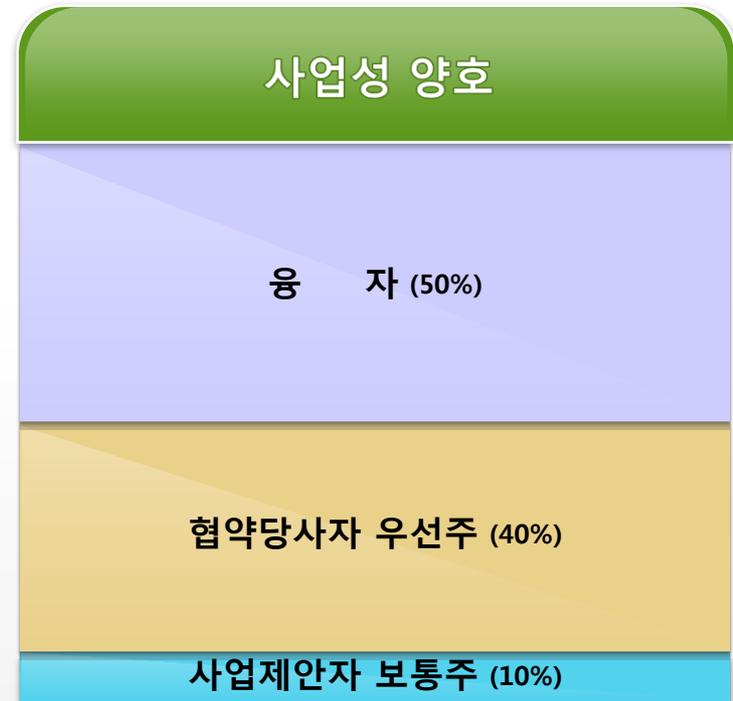
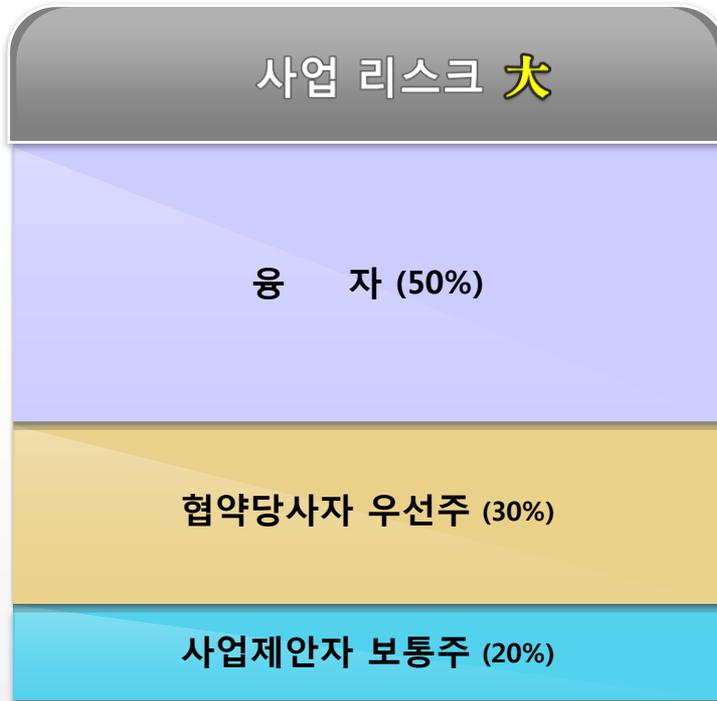
- 참가적 우선주로 발행하여 추가 수익이 발생하는 경우 이익의 일부를 우선주가 가져가는 구조도 검토

II. 민간제안 임대리츠 주요특징 3

도덕적해이 방지

- 참여자의 리스크를 줄이기 위해 사업성에 반비례하여 사업제안자의 보통주 참여 요구

사업 리스크에 따른 프로젝트(子리츠)별 자금조달구조



II. 민간제안 임대리츠 주요특징 3

참고 민간제안 임대리츠, 일반리츠 비교

항 목	민간제안 임대리츠	일반리츠
사업개요	주택기금이 母리츠를 만들고 민간의 사업제안을 받아 기관투자자, 제안자와 프로젝트별 子리츠를 설립하여 임대 후 분양전환 또는 일반매각으로 투자비를 회수하는 방식	수익형 실물 부동산을 매입하여 투자기간 동안 임대운영 또는 임차인의 마스터리츠를 통하여, 임대 수익 및 매각차익으로 투자비를 회수하는 방식
대상자산	5~10년 민간임대주택	수익형 실물 부동산 (오피스)
회수방법	시장 매각	시장 매각
배당가능여부	기중 배당 가능	기중 배당 가능
✓ 신용보강	주택기금과 사업제안자가 기관투자자보다 후순위로 참여	없음
사업주체 및 출자자	시행사 또는 국민주택기금	시행사 또는 연기금, 금융기관
장점		단점
✓ 출자비율	주택기금 10% 시행사 10~20%	시행사 5~10%
✓ 매입가격	시세보다 10~20% 할인 매입	시세 매입
투자기간	5~13년	5~7년
단점		장점
출자수익율	기관투자자 우선주 5.5% 주택기금 4% 차입금 이자 4% 내외	6.5% ~8%



공동투자협약

임대주택리츠 공동투자협약서(안)

원 칙	<ul style="list-style-type: none"> • 공동투자협약은 개방형으로 운영 • 협약을 원하는 기관은 투자협약서에 날인하는 방식으로 참여
목 적	<ul style="list-style-type: none"> • 국토교통부, LH, 기관투자자가 공동투자협약을 체결함으로써 • 당사자간 이해증진 및 임대주택공급 활성화
협약참여자 권리 의무	<ul style="list-style-type: none"> • 협약참여자는 개별사업의 정보제공 및 참여제안을 받음 • 참여제안 받은 날로부터 일정기한내에 참여여부 통보 • 참여여부 통보자에 한하여 입찰참여자격 부여
협약기간 및 추가참여	<ul style="list-style-type: none"> • 협약의 기간은 참여자의 협의에 의해 조정가능 • 국토교통부로부터 승인을 받은 경우 추가참여 가능
출자·용자 및 손익배분	<ul style="list-style-type: none"> • 주택기금은 임대주택리츠에 일정비율 이상 출자·용자 • 기관투자자의 권리를 주택기금에 우선하게 할 수 있음 • 출자·용자 및 손익배분비율은 개별사업의 세부사업약정서에서 정함
협약변경 및 해지	<ul style="list-style-type: none"> • 협약참여자간의 합의에 의하여 변경 및 해지 가능
비밀 유지	<ul style="list-style-type: none"> • 업무협약을 통해 얻은 정보는 상대방의 동의 없이 제3자 제공 불가

임대주택리츠 공동투자협약 운영방안

구 분	주 요 내 용
1. 협약시기	•최초 공동투자협약은 '14.4월 체결 ('14.3월 말까지 협약참여 의사표시)
2. 평가	•주기적인 투자 참여 실적 평가 등을 통해 반기별 협약 배제 또는 신규 참가자 승인
3. 정보 제공 등	•협약참여자 모든 개별사업에 대한 투자설명서 제공
4. 개별 사업 참여	•투자설명서 수령시 일정기간내(1주 내외)에 프로젝트 참여여부 회신
5. 투자조건 결정	•참여 통지업체를 대상으로 입찰 등을 통해 투자조건 결정

구분	'14년				
	3월	4월	5월	6월	7월
참여의향서 제출	▶				
투자협약 체결		▶			
프로젝트별 투자심의			▶		
리츠설립					▶

하남 미사
A29블록
공공임대(10년)

- I 사업개요
- II 사업구조
- III 투자수익성 분석
- IV 민간자금 조달구조
- V 민간자금 투자개요
- VI 주택기금 투자개요
- VII 투자관련 위험

I. 사업개요

- 본 건은 주택기금과 LH공사가 출자한 리츠가 LH공사로부터 경기 하남 미사지구 A 29BL를 매입, LH공사가 AMC로서 건설, 10년 임대종료후 분양 전환하고, 미분양시 LH가 매입확약을 수행하고 종료되는 사업임.



구 분	내 용
주 소	경기도 하남시 미사지구 A29 BL (망월동, 풍산동, 선동, 덕풍동 일원)
용도지역지구	제3종 일반주거지역
토 지 면 적	18,242평
건 축 연 면 적	55,683평
사 업 규 모	임대아파트 1,401세대
시 공 사	AMC인 LH공사 선정
준 공 , 임 대	준공 2년 4개월 (인허가포함), 임대 10년 예상
자산관리회사	LH공사
신 용 보 강	미분양시 LH공사 시세 감정가에 매입확약

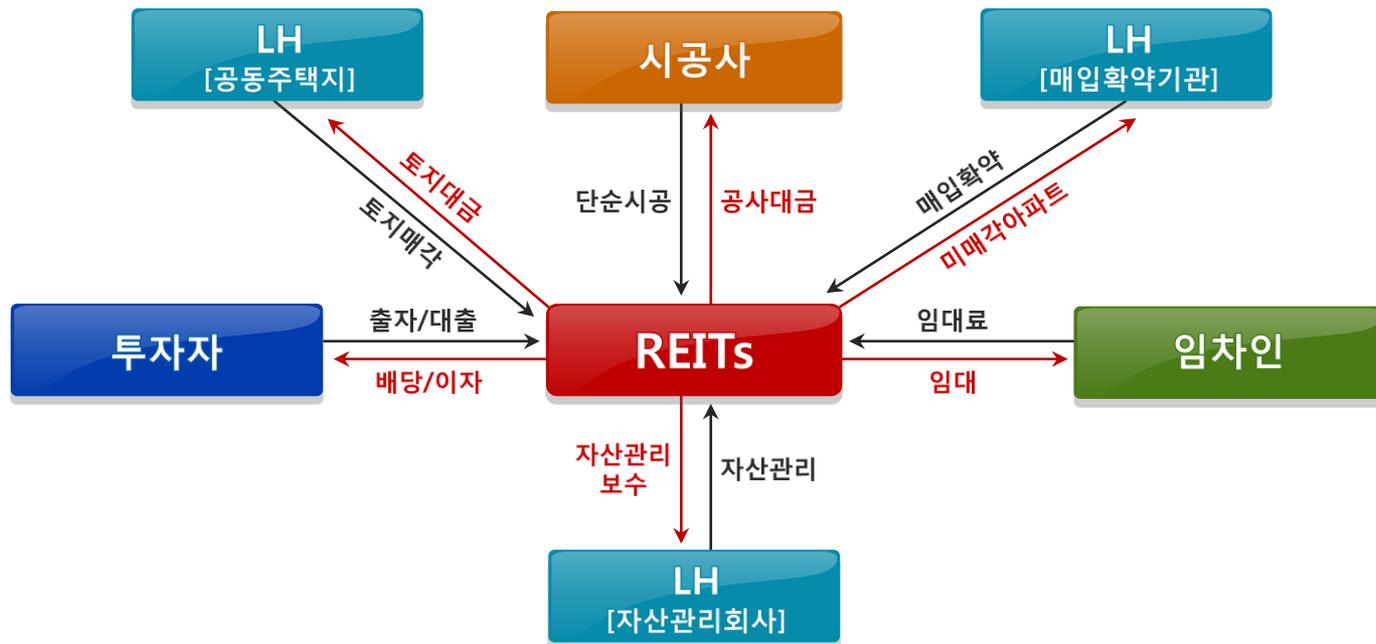
입지여건

- 본 건 사업지는 사업지구 북측과 동측, 두 면을 한강이 감싸듯이 흐르고 주변에 미사리 조정경기장, 한강시민공원 등 천혜의 자연환경을 누릴 수 있음
- 지구내로 근처로 연장 예정인 지하철 5호선으로 서울 강남 접근성이 우수하며 올림픽대로, 서울외곽순환고속도로, 중부고속도로, 서울~춘천간 고속도로와도 연결되는 교통의 요지임.



II. 사업구조

- 국민주택기금과 LH공사가 출자한 리츠로서, 자산관리회사인 LH공사가 LH공사로부터 공동주택용지를 매입하여 시공사 선정, 건설관리, 임대운영, 분양 등의 업무 수행하는 구조임
 - 국민주택기금(80%), LH공사(20%), 출자한 리츠 설립
 - LH공사는 리츠의 AMC 역할 수행
 - LH공사는 미매각아파트 매입확약(매입시점 시세 감정가액)
 - 리츠가 LH공사로부터 토지를 매입, 임대아파트 건축을 하기 위해 민간자금 조달
 - 임대종료 후 분양전환
 - 미분양시 LH공사에 매입확약 실행시켜 사업을 종료



Ⅲ. 투자수익성 분석

사업수익 분석 주요 가정

구 분		기 본 가 정
지출	택지비	<ul style="list-style-type: none"> • 60㎡이하는 조성원가의 60% + 60~85㎡이하는 조성원가의 85% → 전체적으로 74.5% 수준 공급
	건축비	<ul style="list-style-type: none"> • 518만원/3.3㎡ ('12년도 LH 공공 임대주택 계획사업비 적용, 공급면적기준)
수입	임대보증금 및 임대료	<ul style="list-style-type: none"> • 주변 전세시세의 60~69% 수준 공공임대의 표준임대보증금 및 표준임대료 기준 적용 * 임대조건 상승률 : 1.83%/연(주거비물가지수)
	공실률	<ul style="list-style-type: none"> • 5% (LH 공공임대 평균 공실률 2~3%)
	분양전환가격	<ul style="list-style-type: none"> • 주변 매매시세* × 90% × (1 + 주택가격 상승률 1.5%)¹³ * 하남미사 A19(LH), A22(동원), A30블록(대우)의 평균분양가격(1,187만원/3.3㎡)
재원 조달	자본금	<ul style="list-style-type: none"> • 총 사업비의 15%를 주택기금, LH가 출자 * 기금(80%) 상환우선주(선순위), LH(20%) 보통주(후순위)
	기금융자	<ul style="list-style-type: none"> • 60㎡이하 5.5천만원(年2.7%), 60~85㎡ 7.5천만원(年3.7%)* 호당 평균 6.5천만원(年 3.26%)
	민간차입	<ul style="list-style-type: none"> • 자본금, 임대보증금 및 기금융자를 제외한 금액을 年 4.1% 차입 (10년 만기 국채 금리 + 0.5% 수준)

Ⅲ. 투자수익성 분석

분양 전환가격 추정

- 주변시세 : 해당블록 인근 분양주택의 평균 분양가격 적용

구 분	분양월 (세대수)	입주예정	면적(m ² , 평)		분양가격(천원)	
			전용	공급	금액	3.3m ² 당
평균			80(24)	106(32)	378,940	11,870
하남미사A19BL (LH)	'13. 06 (821)	'16. 06	74(23)	98(30)	293,350	9,796
			84(26)	111(34)	331,790	9,760
하남미사A22BL (동원로얄듀크)	'13. 10 (808)	'16. 04	74(23)	99(30)	388,000	13,128
			84(26)	112(34)	438,000	12,947
하남미사A30BL (대우푸르지오)	'13. 10 (1,188)	'16. 04	74(23)	97(30)	386,500	12,792
			84(26)	111(34)	436,000	12,808

- 분양전환 기초가격 : 하남미사A19, A22, A30블록 3.3m²당 분양가격 11,870천원(60이하 11,870천원 × 95%)을 분양전환 기초가격으로 적용
- 분양 전환가격 추정 : 분양전환 기초가격 × 90%(시세적용률) × (1+주택가격 상승률 1.5%)¹³

전용면적(m ² , 평)	공급면적(m ² , 평)	3.3m ² 당(천원)	기초가격*(천원)	분양전환가격(천원)	비율
51(16)	72(22)	11,277	245,000	267,580	109%
59(18)	82(25)	11,277	280,000	305,810	109%
74(23)	103(31)	11,870	370,000	404,110	109%
84(26)	116(35)	11,870	417,000	455,440	109%

※ (72형) 245,000천원 = 72.07m²(공급면적)/3.3058×11,277천원(3.3m²당단가)×95%(공급면적 72, 82형에만 적용)

Ⅲ. 투자수익성 분석

임대조건 추정

- 주변시세 : 해당블록 인근 LH 공공임대 공급시 주변 전세시세 감정가격 적용

구분	분양	입주예정	면적(㎡, 평)		
			전용	호당	3.3㎡당
하남미사A12	'13. 10 (분납임대)	'15. 07	74(23)	264,180	8,864
			84(26)	285,600	8,459
하남미사A16	'13. 10 (분납임대)	'15. 10	51(16)	225,420	10,082
			59(18)	243,670	9,437

- 임대보증금 및 임대료

공급면적 (㎡, 평)	3.3㎡단가 (천원)	전세시세	표준임대조건(천원)			결정 임대조건(천원)			
			보증금	임대료	전세환산	보증금	임대료	전세환산	시세대비
72(22)	8,400	170,000	46,368	478	103,781	46,300	470	102,700	60%
82(25)		200,000	57,387	538	121,990	57,300	530	120,900	60%
103(31)		260,000	84,745	771	177,231	84,700	770	177,100	68%
116(35)		290,000	100,691	848	202,487	100,600	840	201,400	69%

※ 하남미사 A12, A16블록 공급시 전세 감정가격 중 낮은 가격(3.3㎡ 당단가 8,400천원) 적용
 ※ (72형) 170,000천원 = 72㎡(공급면적)/3.3058 x 8,400천원/3.3㎡(단가) x 95%(공급면적 72, 82형만 적용)

- 월임대료 임대보증금 전환 후 임대조건

공급면적 (㎡, 평)	최대전환검토		전환 월임대료	전환 보증금	적용임대조건		전세환산	시세대비	전세시세
	월임대료 *1/2	기금월이자			보증금	월세			
72(22)	235	124	233	35,000	81,300	237	109,700	65%	170,000
82(25)	265	124	260	39,000	96,300	270	128,700	64%	200,000
103(31)	385	231	380	57,000	141,700	390	188,500	73%	260,000
116(35)	420	231	4420	63,000	163,600	420	214,000	74%	290,000

※ 월임대료 보증금 전환율 8%

Ⅲ. 투자수익성 분석

예상 사업손익

- 조성원가 74.5%수준의 택지매입과 건설원가 보다 높은 주변시세로 인하여 집값이 연1.5%씩 상승한다고 가정하면 국민주택기금 및 LH공사가 출자한 금액에 9.5%의 출자수익 예상

[단위:억원]

구분	건설기간		임대기간(초)		임대기간(말)	
	자금집행	건설원가	3,551	임대수지	10	사업손익
토지비		1,265	임대수입	898	매각가	5,055
공사비		2,104	임대비용	888	사업기간원가	3,540
기타		182				



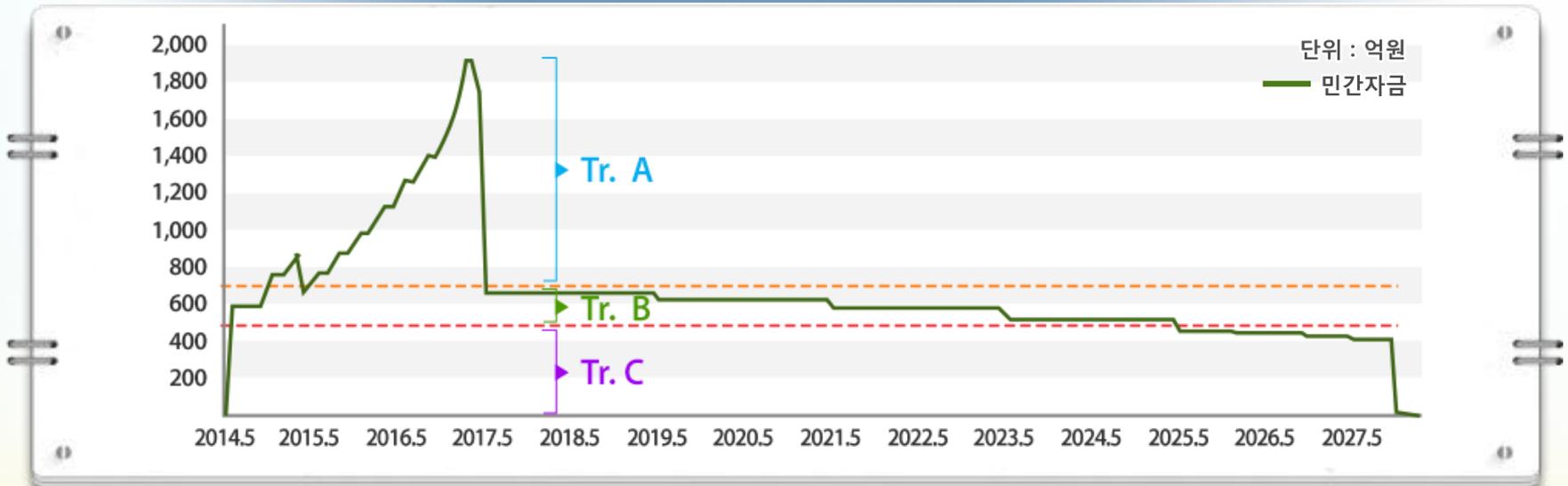
IV. 민간자금 조달구조

- 공공임대주택 건설·임대기간 중 아래와 같이 자금조달할 계획임

[단위:억원]

구분	건설기간		임대기간(초)		임대기간(말)	
	자금조달합계		자금조달합계		자금조달합계	
자금조달	자금조달합계	3,551	자금조달합계	3,541	자금조달합계	3,541
	민간차입	1,978	민간차입	687	민간차입	433
	임대보증금	192	임대보증금	1,287	임대보증금	1,541
	기금융자	716	기금융자	902	기금융자	902
	상환우선주(기금)	532	상환우선주(기금)	532	상환우선주(기금)	532
	보통주(LH)	133	보통주(LH)	133	보통주(LH)	133

민간자금 현금흐름



IV. 민간자금 조달구조

- 민간자금의 조달방안으로 아래 2가지 안을 제시함

	1안			2안		
	구분	만기	이자율	구분	만기	이자율
Tranche A	한도차입	4년 예정	국고10년+40bp	한도차입	4년 예정	국고10년+40bp
Tranche B	한도차입	13년 6개월	국고10년+50bp	한도차입	13년 6개월	국고10년+50bp
Tranche C	확정차입	13년 6개월	국고10년+80bp	p-ABS	13년 6개월	국고10년+50bp
	우선주	13년 6개월 + 3개월 (청산)	CAP 연 2.0% (청산시 목표배당)			
	펀드를 이용할 경우 펀드수수료 (약 0.2%/년)			발행 제반 수수료 (약 0.1%/년)		
신용보강	대주보 보증(차입 한정)			대주보 보증		

※ 1안의 경우 Tranche C에 참여하는 대주는 확정차입과 우선주에 10:1 비율로 참여

※ 2014년 3월 11일 현재 국고10년 3.567%

* 추후 금리 및 조건 변동 가능

V. 민간자금 투자개요 - 1안

(Tranche A) 한도차입

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 1,200억원
차입이자율	국고10년+40bp
차입만기일	4년 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche B) 한도차입

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 300억원
차입이자율	국고10년+50bp
차입만기일	13년 6개월 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche C : Fund) 확정차입+우선주

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)	
우선주 / 차입 약정금 (확정)	우선주 : 금 40 억원 대출 : 금 400 억원*	
인출방법	차입 10, 우선주 1 의 비율로 투자	
차입이자율	국고10년+80bp	(차입+우선주)수익률 All in 국고10년+40bp + 우선주 청산 목표배당cap 연 2.0%
우선주 수익율	기중 무배당, 청산시 목표배당cap 연2.0%	
차입만기일	우선주:최초 인출일로 부터 13년 6개월 + 3개월(청산) 차입:최초 인출일로 부터 13년 6개월	
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능	
신용보강	차입: 대한주택보증(AAA) 보증, 우선주: 보증 없음	

(Tranche C : Fund) 주택가격 변동에 따른 우선주 민감도 분석

구분		우선주 무배당	우선주 전액 손실
주택가격 하락	전체기간	-15.9%	-33.3%
	년	-1.3%	-3.0%

V. 민간자금 투자개요 - 2안

(Tranche A) 한도차입

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 1,200억원
차입이자율	국고10년+40bp
차입만기일	4년 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche B) 한도차입

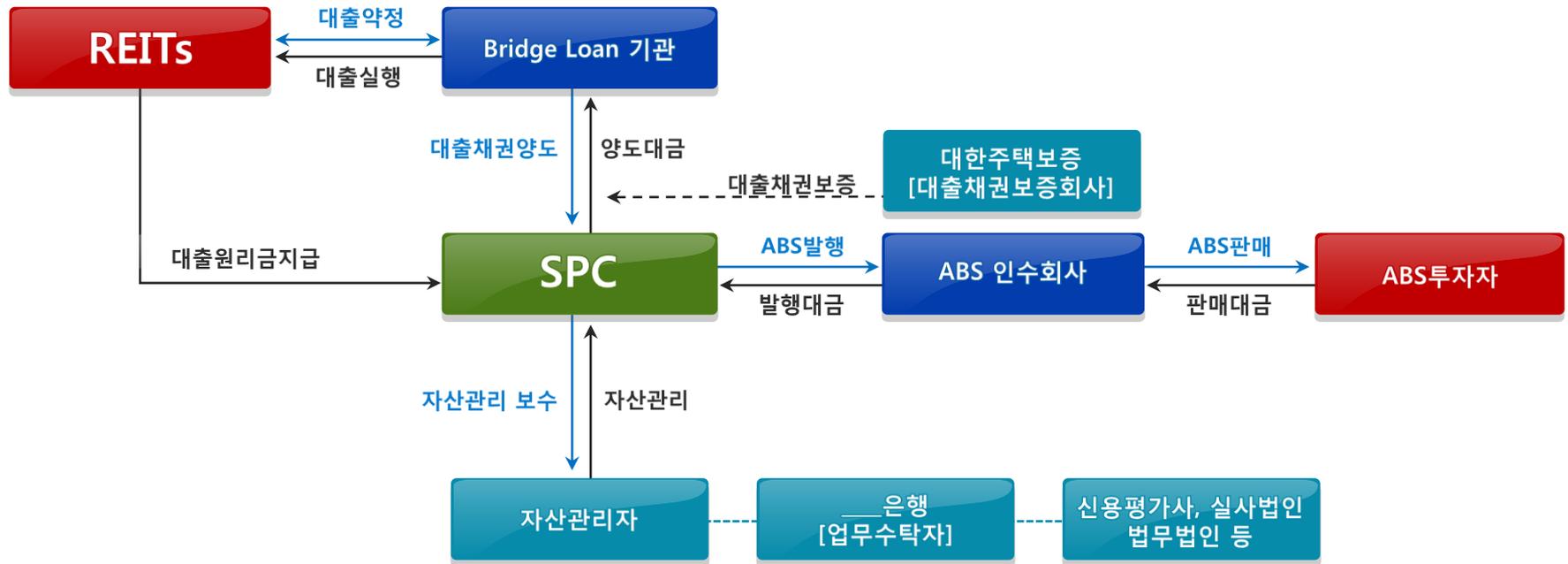
차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 300억원
차입이자율	국고10년+50bp
차입만기일	13년 6개월 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche C) p-ABS

발행사	자산유동화에관한 법률상 유동화전문회사 (SPC : 특수목적법인)
발행증권의 종류	채권 : 자산유동화증권 (ABS)
발행금액	금 440억원
만기	ABS발행일로부터 13년 6개월
목표신용등급	AAA(sf) 목표
ABS발행금리	국고10년+50bp 예상
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능 (ABS발행일로부터 12년 후 Call Option 부여 가능)
주요신용보강	대한주택보증(주)의 보증
이슈사항	공모 ABS발행 소요 제반비용 : 연 0.1% 예상

V. 민간자금 투자개요 - 2안

(Tranche C) 자산유동화증권(ABS) 구조



● 자산유동화에 관한 법률 상 유동화전문회사(이하 "SPC")의 ABS발행을 통한 자금조달

- 자산유동화에 관한 법률상 SPC의 설립 필요
- Bridge 대출기관은 REITs에 Bridge 대출을 실행하고, 대출채권을 SPC에 양도
- SPC는 동 대출채권을 기초로 자산유동화증권(ABS)를 발행하여 자금조달
- 대한주택보증은 SPC가 보유한 동 대출채권에 대해 보증(보증금액 : ABS원금+이자)
- LH공사는 SPC의 자산관리회사 역할을 수행하며, REITs의 미매각아파트 매입확약(매입시점 시세 감정가액)

VI. 주택기금 투자개요

국민주택기금 출자 + 기금용자

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
우선주 / 기금용자	우선주 : 금 532억원 용 자 : 금 907억원
인출방법	일시 투자, 일시 인출
우선주 예상 수익률	5.6% (주택가격 상승률 1.5% 가정)
기금용자 이자율	3.26%
기금용자 이자지급	3개월 후취
기금용자 만기일	13년 6개월 예상
기금용자 상환방법	만기일시상환
상환재원	분양수입금, 매입확약 이행금
신용보강	해당없음

VII. 투자관련 위험

항목	위험내용	조치사항
인허가 위험	<ul style="list-style-type: none"> • 토지확보, 인허가 등의 문제로 인해 사업이 지연될 위험 	<ul style="list-style-type: none"> • LH가 조성한 공공 택지지구의 토지로 토지확보 리스크 없음 • LH가 우선 주택사업승인을 득하고, 리츠로 변경승인하는 방식으로 인허가 지연 리스크 없음
시공 위험	<ul style="list-style-type: none"> • 공사 중 시공사의 부도로 인한 준공 지연 위험 	<ul style="list-style-type: none"> • 책임준공을 위한 시공사의 보증금 납입 또는 공사이행 보증 보험 가입 • 시공사 부도 시 부도현장 관리 업무 매뉴얼에 의하여 대체 시공사 선정 • 과거 글로벌 금융위기 시 부도사업장의 재착공까지 평균 51일 소요
자산처분 관련 위험	<ul style="list-style-type: none"> • 부동산시장 변화에 따라 처분 시 시장 위험 • 적기 처분에 대한 위험 	<ul style="list-style-type: none"> • '2014년 주택연금에 적용되는 주택가격 상승률 전망치 2.99% (주택금융공사 전망) • 공유형 모기지 출시 당시 대출대상인 수도권 6대 광역시 아파트 가격 상승률 수도권 연 3.3% (우리금융연구소 전망) • 매매각 주택에 대한 LH의 매입확약으로 적기 처분 위험은 없음
공실 위험	<ul style="list-style-type: none"> • 준공 후 공실 위험 및 임대차 중도해지에 따른 공실 발생 위험 • 화재, 천재지변 등의 불의의 사유로 인한 건물의 멸실, 훼손 등으로 장기간 공실 발생 위험 	<ul style="list-style-type: none"> • 임대보증금 및 임대료는 주변 전세시세의 60~70%수준으로 비교 우위 • LH가 공급하는 공공임대의 실제 공실률도 2~3% 수준에 불과 • 예비입주자 운영 및 퇴거 시 2개월 전 사전통보 의무를 통한 공실기간 최소화 • 건물화재보험 가입
투자원금에 대한 손실 위험	<ul style="list-style-type: none"> • Tr. A, Tr. B, Tr. C : 대출원리금 상환 위험 • Tr. C (1안) : 우선주 출자금 상환 위험 	<ul style="list-style-type: none"> • TRA, B, C의 경우, 대출원리금에 대한 대한주택보증(AAA)의 지급보증

Appendix. 사업 추진일정(예상)

구분	'14년										'15년				~	'17년		
	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	~	5월		~	5월	
투자협약	▶																	
주간사 공모			▶															
사업계획 승인	▶ NH가 설계 및 사업추진 준비 사업계획 승인(국토부 → 리츠)																	
리츠설립 및 인가						▶												
토지매매 계약								▶										
착공												▶						
입주자 모집															▶			
준공																	▶	

화성 동탄2
A40블록
공공임대(10년)

- I 사업개요
- II 사업구조
- III 투자수익성 분석
- IV 민간자금 조달구조
- V 민간자금 투자개요
- VI 주택기금 투자개요
- VII 투자관련 위험

I. 사업개요

- 본 건은 주택기금과 LH공사가 출자한 리츠가 LH공사로부터 경기 화성 동탄2 A40 BL을 매입, LH공사가 AMC로서 건설, 10년 임대종료후 분양 전환하고, 미분양시 LH가 매입확약을 수행하고 종료되는 사업임.



구 분	내 용
주 소	경기도 화성시 동탄2 A40 BL
용도지역지구	제3종 일반주거지역
토 지 면 적	13,048평
건 축 연 면 적	27,029평
사 업 규 모	임대아파트 620세대
시 공 사	LH공사가 AMC로서 시공사 선정 예정
준 공 , 임 대	준공 2년 4개월(인허가포함), 임대 10년 예상
자산관리회사	LH공사
신 용 보 강	미분양시 LH공사 시세 감정가에 매입확약

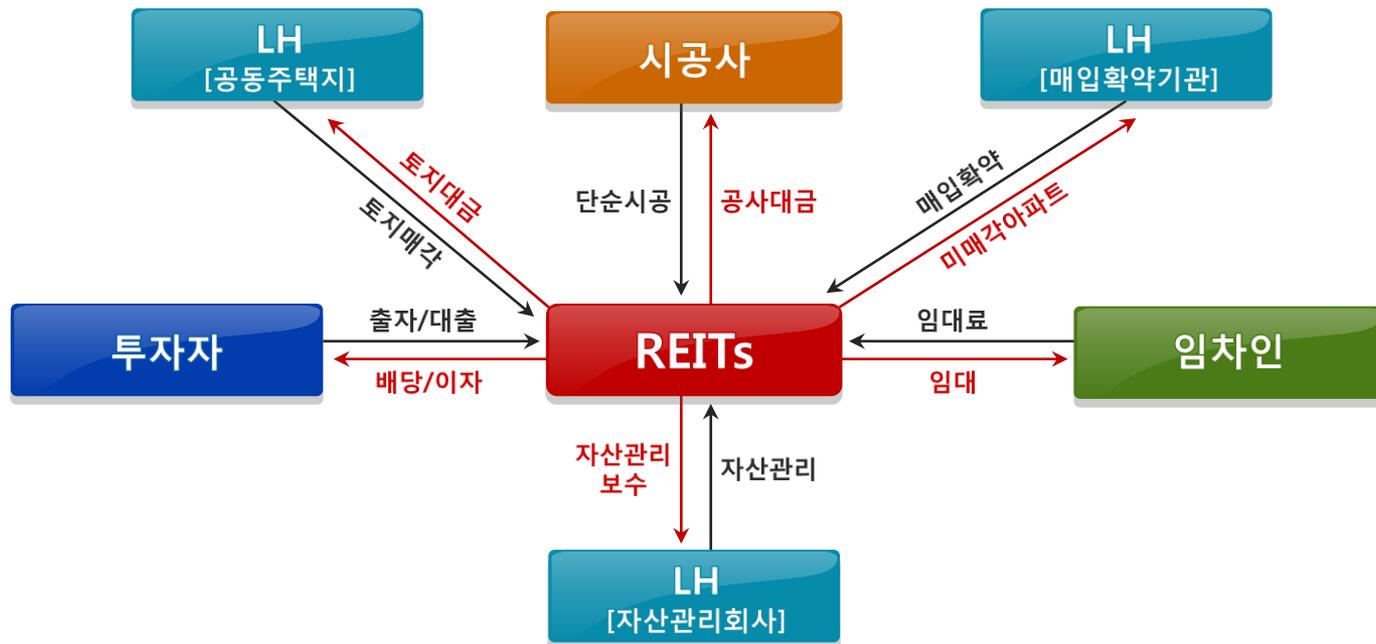
입지여건

- 본 건 사업지구 서측으로 오산천이 흐르고 단지 앞에 근린공원이 위치하며 리베라 골프장 및 신리천 조망이 가능하여 쾌적한 입지조건을 갖추
- 수서-평택 KTX, 삼성-동탄 광역급행철도(GTX A노선 연장, 삼성-킨텍스) 환승역인 동탄역이 인근에 위치해 있으며, 서울 강남까지 12분이면 도착할 수 있고 경부고속도로, 용인서울고속도로, 제2외곽순환도로의 접근도 편리한 교통의 요지임



II. 사업구조

- 국민주택기금과 LH공사가 출자한 리츠로서, 자산관리회사인 LH공사가 LH공사로부터 공동주택용지를 매입하여 시공사 선정, 건설관리, 임대운영, 분양 등의 업무 수행하는 구조임
 - 국민주택기금(80%), LH공사(20%), 출자한 리츠 설립
 - LH공사는 리츠의 AMC 역할 수행
 - LH공사는 미매각아파트 매입확약 (매입시점 시세 감정가액)
 - 리츠가 LH공사로부터 토지를 매입, 임대아파트 건축을 하기 위해 민간자금 조달
 - 임대종료 후 분양전환
 - 미분양시 LH공사에 매입확약 실행시켜 사업을 종료



Ⅲ. 투자수익성 분석

사업수익 분석 주요 가정

구 분		기 본 가 정
지출	택지비	• 60~85㎡이하는 조성원가의 85%
	건축비	• 518만원/3.3㎡ ('12년도 LH 공공 임대주택 계획사업비 적용, 공급면적기준)
수입	임대보증금 및 임대료	<ul style="list-style-type: none"> • 주변 전세시세의 58~59% 수준 * 공공임대의 표준임대보증금 및 표준임대료 기준 적용 • 임대조건 상승률 : 1.83%/년(주거비물가지수)
	공실률	• 5% (LH 공공임대 평균 공실률 2~3%)
	분양전환가격	<ul style="list-style-type: none"> • 주변 매매시세* × 90% × (1 + 주택가격 상승률 1.5%)¹³ • 화성동탄 2기 분양 아파트의 평균 분양가(1,080만원/3.3㎡)
재원 조달	자본금	<ul style="list-style-type: none"> • 총 사업비의 15%를 주택기금 및 LH가 출자 * 기금(80%) 상환우선주(선순위), LH(20%) 보통주(후순위)
	기금융자	• 60~85㎡ 7.5천만원(年3.7%)
	민간차입	• 자본금, 임대보증금 및 기금융자를 제외한 금액을 年 4.1% 차입(10년 만기 국채 금리 + 0.5% 수준)

Ⅲ. 투자수익성 분석

분양 전환가격 추정

● 주변시세 : 해당블록 인근 분양주택의 평균 분양가격 적용

구 분	분양월 (세대수)	입주예정	면적(m ² , 평)		분양가격(천원)	
			전용	공급	금액	3.3m ² 당
평균			84(26)	110(33)	362,331	10,805
동탄2지구 A102BL (동탄포스코더샵)	13.03 (874)	'15.09	84(26)	113(34)	376,695	10,925
			84(26)	113(34)	367,450	10,706
동탄2지구 A21BL (동탄꿈에그린)	12.11 (1,817)	'15.10	84(26)	110(33)	369,300	11,069
			84(26)	111(34)	366,700	10,827
동탄2지구 A22BL (호반베르디움)	12.08 (1,002)	'15.03	84(26)	108(33)	352,900	10,732
			84(26)	109(33)	359,400	10,899
			84(26)	109(33)	344,400	10,434
동탄2지구 A16BL (계룡리슈빌)	12.11 (656)	'15.01	84(26)	110(33)	361,800	10,620

● 분양전환 기초가격 : 동탄2지구 A16, A21, A22, A102블록 평당 분양가격 10,800천원을 분양전환 기초가격으로 적용

● 분양전환 가격추정 : 분양전환 기초가격 × 90%(시세적용률) × (1+주택가격 상승률 1.5%)¹³

전용면적 (m ² , 평)	공급면적 (m ² , 평)	3.3m ² 당 (천원)	기초가격* (천원)	분양전환가격 (천원)	비율
74(22)	97(29)	10,800	318,000	347,000	109%
84(25)	110(33)	10,800	360,000	393,000	109%

※ (97형)318,000천원 = 97.43m²(공급면적) /3.3058 x 10,800천원(3.3m²당)

Ⅲ. 투자수익성 분석

임대조건 추정

- 주변시세 : 해당지구내 임대주택이 없어 동탄 1지구의 전세가를 (매매가 대비 전세가 비율)을 적용하여 주변시세 산정

구분	입주	세대수	면적(m ² , 평)	매매가(A)	전세가(B)	전세가율(C=B/A)	비고
평균			101(31)	325,556	257,778	79%	
시범다운마을 우남퍼스트빌	'07.03	610	89(26)	315,000	260,000	83%	반송동
			115(34)	370,000	280,000	76%	
			79(24)	275,000	230,000	84%	
시범다운마을 월드메르디앙 반도유보라	'07.05	1,496	99(29)	340,000	260,000	76%	반송동
			115(34)	410,000	290,000	71%	
			100(30)	275,000	220,000	80%	
이지더원	'08.05	542	105(32)	285,000	220,000	77%	능동
			102(31)	330,000	280,000	85%	
동탄예당마을 우미린제일풍경채	'08.09	1,316	103(31)	330,000	280,000	85%	석우동

- 임대보증금 및 임대료

공급면적 (m ² , 평)	3.3m ² 당 (천원)	전세시세	표준임대조건(천원)			결정 임대조건(천원)			
			보증금	임대료	전세환산	보증금	임대료	전세환산	시세대비
97(29)	8,532	250,000	78,591	749	168,448	60,730	697	144,370	58%
110(33)		284,000	93,732	824	192,642	74,030	769	166,310	59%

※ 인근 동탄1지구의 전세가를 79%를 분양전환 기초 가격의 적용한 가격(3.3m²당단가 8,532천원)을 적용

※ (97형)250,000천원 = 97m²(공급면적)/3.3058 x 8,532천원/3.3m²

- 월임대료 임대보증금 전환 후 임대조건

공급면적 (m ² , 평)	최대전환검토		전환 월임대료	전환 보증금	적용임대조건		전세환산	시세대비	전세시세
	월임대료 *1/2	기금월이자			보증금	월세			
97(29)	348	231	347	52,000	112,730	350	154,771	62%	250,000
110(33)	384	231	380	57,000	131,030	389	177,710	63%	284,000

※ 월임대료 보증금 전환율 8%

Ⅲ. 투자수익성 분석

예상 사업손익

- 조성원가 85%수준의 택지매입과 건설원가 보다 높은 주변시세로 인하여 집값이 연1.5%씩 상승한다고 가정하면 국민주택기금 및 LH공사가 출자한 금액에 7.5%의 출자수익 예상

[단위:억원]

구분	건설기간		임대기간(초)		임대기간(말)	
	건설원가		임대수지		사업손익	
자금집행	건설원가	1,747	임대수지	-71	사업손익	536
	토지비	592	임대수입	453	매각가	2,354
	공사비	1,055	임대비용	524	사업기간원가	1,818
	기타	100				



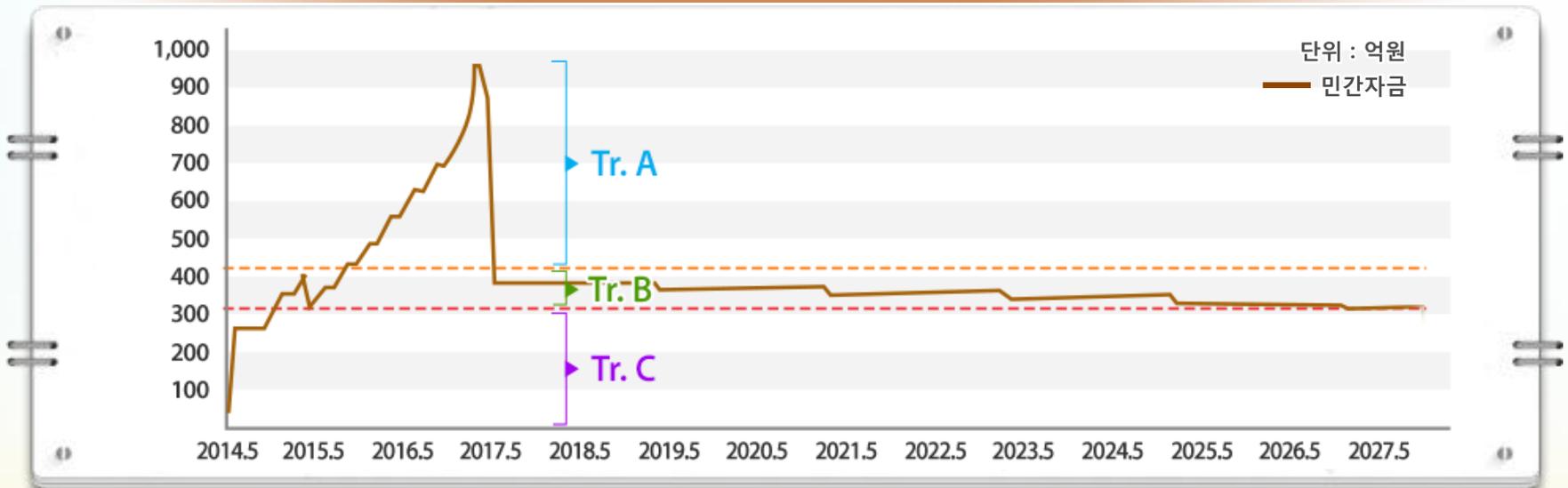
IV. 민간자금 조달구조

- 공공임대주택 건설·임대기간 중 아래와 같이 자금조달할 계획임

[단위:억원]

구분	건설기간		임대기간(초)		임대기간(말)	
	자금조달합계		자금조달합계		자금조달합계	
자금조달	1,747	1,747	1,818	1,818	1,818	1,818
	민간차입	957	민간차입	441	민간차입	328
	임대보증금	81	임대보증금	571	임대보증금	684
	기금용자	368	기금용자	465	기금용자	465
	상환우선주(기금)	273	상환우선주(기금)	273	상환우선주(기금)	273
	보통주(LH)	68	보통주(LH)	68	보통주(LH)	68

민간자금 현금흐름



IV. 민간자금 조달구조

- 민간자금의 조달방안으로 아래의 2가지 안을 제시함

	1안			2안		
	구분	만기	이자율	구분	만기	이자율
Tranche A	한도차입	4년 예정	국고10년+40bp	한도차입	4년 예정	국고10년+40bp
Tranche B	한도차입	13년 6개월	국고10년+50bp	한도차입	13년 6개월	국고10년+50bp
Tranche C	확정차입	13년 6개월	국고10년+80bp	p-ABS	13년 6개월	국고10년+50bp
	우선주	13년 6개월 + 3개월(청산)	CAP 연 2.0% (청산시 목표배당)			
	펀드를 이용할 경우 펀드수수료 (약 0.2%/년)			발행 제반 수수료 (약 0.1%/년)		
신용보강	대주보 보증(차입 한정)			대주보 보증		

※ 1안의 경우 Tranche C에 참여하는 대주는 확정차입과 우선주에 10:1 비율로 참여

※ 2014년 3월 11일 현재 국고10년 3.56%

* 추후 금리 및 조건 변동 가능

V. 민간자금 투자개요 - 1안



(Tranche A) 한도차입

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 530억원
차입이자율	국고10년+40bp
차입만기일	4년 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche B) 한도차입

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 100억원
차입이자율	국고10년+50bp
차입만기일	13년 6개월 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche C : Fund) 확정차입+우선주

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)	
우선주 / 차입 약정금 (확정)	우선주 : 금 60 억원 대출 : 금 260 억원*	
인출방법	차입 10, 우선주 1 의 비율로 투자	
차입이자율	국고10년+80bp	(차입+우선주)수익률 All in 국고10년+40bp + 우선주 청산 목표배당cap 연 2.0%
우선주 수익률	기중 무배당, 청산시 목표배당cap 연2.0%	
차입만기일	우선주:최초 인출일로 부터 13년 6개월 + 3개월(청산) 차입:최초 인출일로 부터 13년 6개월	
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능	
신용보강	차입: 대한주택보증(AAA) 보증, 우선주: 보증 없음	

(Tranche C : Fund) 주택가격 변동에 따른 우선주 민감도 분석

구분		우선주 무배당	우선주 전액 손실
주택가격 하락	전체기간	-6.9%	-25.9%
	년	-0.6%	-2.3%

V. 민간자금 투자개요 - 2안

(Tranche A) 한도차입

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 530억원
차입이자율	국고10년+40bp
차입만기일	4년 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche B) 한도차입

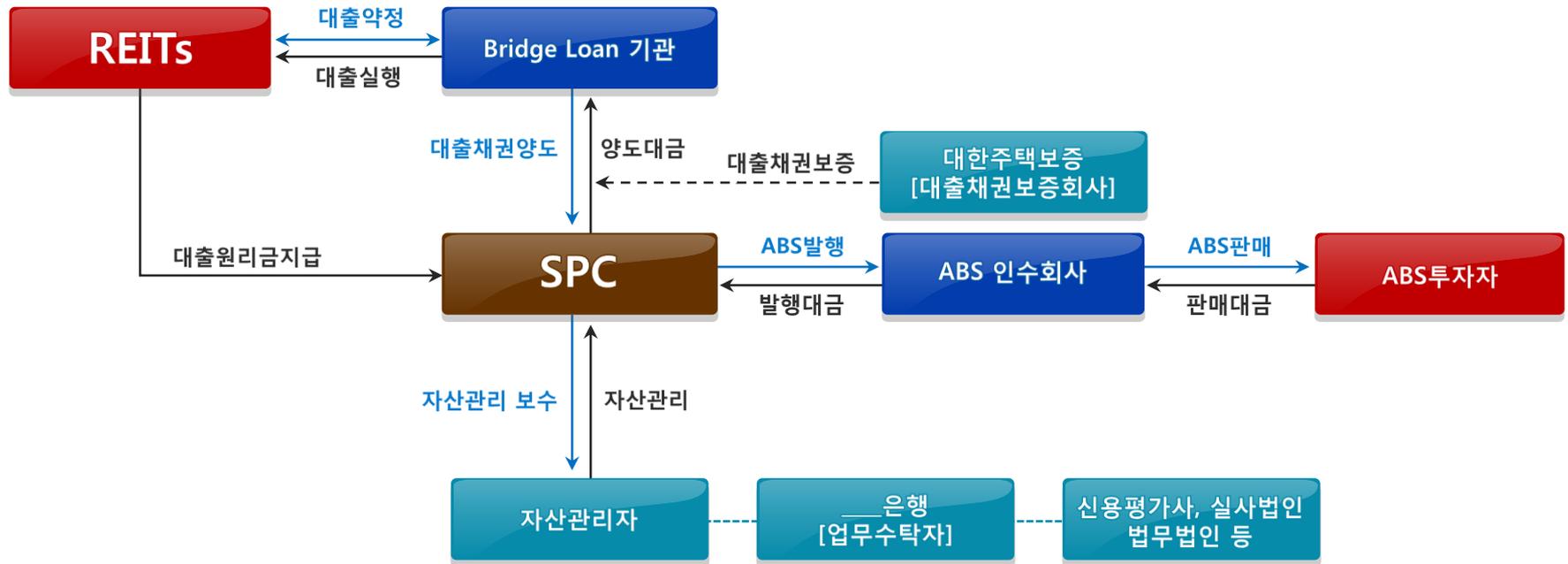
차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
차입 약정금 (한도)	금 100억원
차입이자율	국고10년+50bp
차입만기일	13년 6개월 예정
미인출수수료	0.3%
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능
신용보강	대한주택보증(AAA) 보증

(Tranche C) p-ABS

발행사	자산유동화에관한 법률상 유동화전문회사 (SPC : 특수목적법인)
발행증권의 종류	채권 : 자산유동화증권 (ABS)
발행금액	금 320억원
만기	ABS발행일로부터 13년 6개월
목표신용등급	AAA(sf) 목표
ABS발행금리	국고10년+50bp 예상
원금상환방법	만기일시상환, 중도상환 가능 (ABS발행일로부터 12년 후 Call Option 부여 가능)
주요신용보강	대한주택보증(주)의 보증
이슈사항	공모 ABS발행 소요 제반비용 : 연 0.1% 예상

V. 민간자금 투자개요 - 2안

(Tranche C) 자산유동화증권(ABS) 구조



● 자산유동화에 관한 법률 상 유동화전문회사(이하 "SPC")의 ABS발행을 통한 자금조달

- 자산유동화에 관한 법률상 SPC의 설립 필요
- Bridge 대출기관은 REITs에 Bridge 대출을 실행하고, 대출채권을 SPC에 양도
- SPC는 동 대출채권을 기초로 자산유동화증권(ABS)를 발행하여 자금조달
- 대한주택보증은 SPC가 보유한 동 대출채권에 대해 보증(보증금액 : ABS원금+이자)
- LH공사는 SPC의 자산관리회사 역할을 수행하며, REITs의 미매각아파트 매입확약(매입시점 시세 감정가액)

VI. 주택기금 투자개요

국민주택기금 출자 + 기금융자

차주	임대주택 개발전문 위탁관리 부동산투자회사(리츠)
우선주 / 기금융자	우선주 : 금 68억원 용 자 : 금 273억원
인출방법	일시 투자, 일시 인출
우선주 예상 수익율	7.5% (주택가격 상승률 1.5% 가정)
기금융자 이자율	3.26%
기금융자 이자지급	3개월 후취
기금융자 만기일	13년 6개월 예상
기금융자 상환방법	만기일시상환
상환재원	분양수입금, 매입확약 이행금
신용보강	해당없음

VII. 투자관련 위험



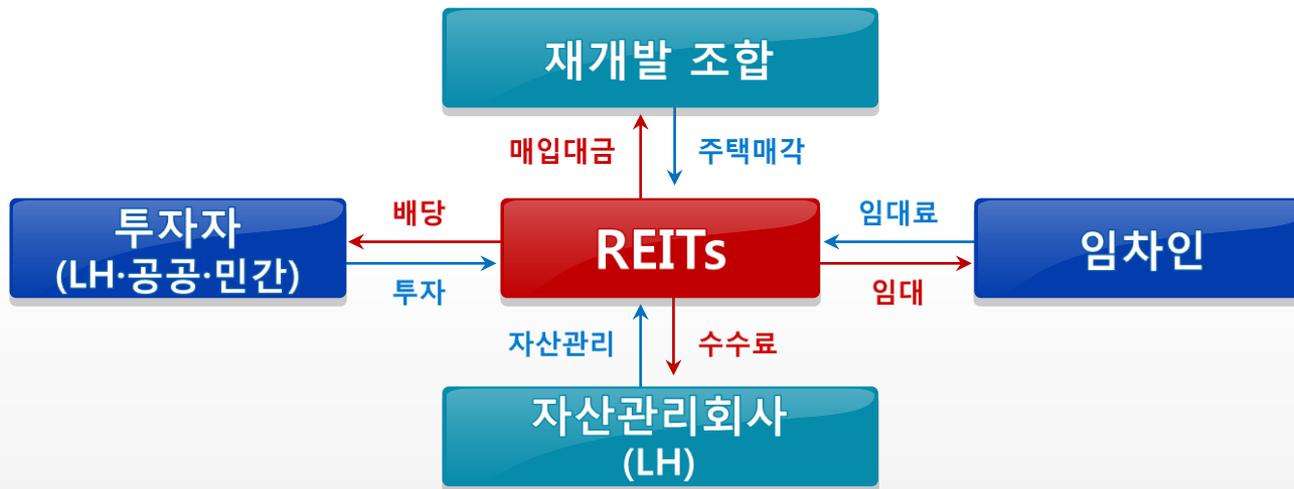
항목	위험내용	조치사항
인허가 위험	<ul style="list-style-type: none"> 토지확보, 인허가 등의 문제로 인해 사업이 지연될 위험 	<ul style="list-style-type: none"> NH가 조성한 공공 택지지구의 토지로 토지확보 리스크 없음 NH가 우선 주택사업승인을 득하고, 리츠로 변경승인하는 방식으로 인허가 지연 리스크 없음
시공 위험	<ul style="list-style-type: none"> 공사 중 시공사의 부도로 인한 준공 지연 위험 	<ul style="list-style-type: none"> 책임준공을 위한 시공사의 보증금 납입 또는 공사이행 보증 보험 가입 시공사 부도 시 부도현장 관리 업무 매뉴얼에 의하여 대체 시공사 선정 과거 글로벌 금융위기 시 부도사업장의 재착공까지 평균 51일 소요
자산처분 관련 위험	<ul style="list-style-type: none"> 부동산시장 변화에 따라 처분 시 시장 위험 적기 처분에 대한 위험 	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 주택연금에 적용되는 주택가격 상승률 전망치 2.99% (주택금융공사 전망) 공유형 모기지 출시 당시 대출대상인 수도권 6대 광역시 아파트 가격 상승률 수도권 연 3.3% (우리금융연구소 전망) 미매각 주택에 대한 NH의 매입확약으로 적기 처분 위험은 없음
공실 위험	<ul style="list-style-type: none"> 준공 후 공실 위험 및 임대차 중도해지에 따른 공실 발생 위험 화재, 천재지변 등의 불의의 사유로 인한 건물의 멸실, 훼손 등으로 장기간 공실 발생 위험 	<ul style="list-style-type: none"> 임대보증금 및 임대료는 주변 전세시세의 60~70%수준으로 비교 우위 NH가 공급하는 공공임대의 실제 공실률도 2~3% 수준에 불과 예비입주자 운영 및 퇴거 시 2개월 전 사전통보 의무를 통한 공실기간 최소화 건물화재보험 가입
투자원금에 대한 손실 위험	<ul style="list-style-type: none"> Tr. A, Tr. B, Tr. C : 대출원리금 상환 위험 Tr. C (1안) : 우선주 출자금 상환 위험 	<ul style="list-style-type: none"> TRA, B, C의 경우, 대출원리금에 대한 대한주택보증(AAA)의 지급보증

Appendix. 사업 추진일정(예상)

구 분	'14년										'15년		~	'17년	
	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월		2월	
투자협약	▶														
주간사 공모			▶												
사업계획 승인	▶ 내가 설계 및 사업추진 준비 사업계획 승인 (국토부 → 리츠)														
리츠설립 및 인가			▶												
토지매매 계약					▶										
착공									▶						
입주자 모집												▶			
준공														▶	

사업구조

- 주택기금, LH 등이 출자하여 설립한 리츠가 임대사업자로서 재개발사업으로 의무 건설되는 임대주택을 매입하여 10년간 임대 후 분양전환하고, 미분양 주택은 LH가 매입확약 이행하여 청산하는 구조임



주요특징

- 저가의 주택매입과 매입가보다 높은 주변시세로 집값이 상승하지 않아도 안정적인 수익확보 가능
 - * 매입가격 : 토지가격(사업시행인가 시 감정가격) + 표준건축비 → 건설원가의 80% 수준, 주변시세의 76% 수준 (부평5구역 : 건설원가 159백만원, 매입가격 127백만원, 주변시세 168백만원)

Appendix. 추가 검토사업(재개발 임대리츠)

투자대상

구 분	내 용
위치	인천광역시 부평구 부평동 38-166 일원
총세대수	18개동 1,381호
분양아파트	16개동 1,145호
임대아파트 (매입대상)	2개동 236호

재원조달

구 분	총사업비	출자금		임대 보증금	기금 용자 (후순위)	민간 차입 (선순위)
		기금	LN			
금액	300억원	40	10	120	130	-
비율(%)	100%	13%	3%	40%	44%	0%

투자수익성 분석

구 분	주택가격 변동률					
	△1%	0%	1%	1.5%	2%	3%
사업손익 (억원)	24	58	96	116	137	181
출자자 수익률	4.09%	7.96%	11.02%	12.35%	13.59%	15.85%

Appendix. 추가 검토사업(재개발 임대리츠)

대상 부동산 위치

- 지하철 7호선, 인천 1호선 부평구청역을 걸어서 이용 가능하고, 서울 강북권으로 출퇴근이 편리한 경인선 부평역이 인접해 있으며, 경인고속도로 부평IC, 외곽순환고속도로 중동IC 접근이 편리해 서울 및 수도권 진출입이 우수함





민간제안
노량진
임대주택REIT

- I 사업개요
- II 사업구조
- III 투자수익성 분석
- IV 조달구조
- V 매각 및 Exit 전략

I. 사업개요

- 본 상품은 부동산투자회사(REIT)의 투자를 통하여 노량진에 개발 중인 복합 빌딩의 오피스텔(주거), 도시형생활주택 및 근린생활시설을 선매입하여 법인 또는 개인 임차인에게 임대를 통한 임대수익으로 이자/배당금을 지급하고, 운영기간 이후 일괄 또는 개별 분양 매각을 통하여 자본이익과 투자금을 투자자에게 지급하는 방식으로 운영할 예정입니다.



구분	내용	
위치	서울특별시 동작구 노량진동 57-1 외	
대지면적	3,946.00㎡ (1,193.67평)	
연면적	47,633.06㎡ (14,409.0평) 중 9,260.9평 매입	
규모	지상 20층 / 지하 7층	
용도	8 ~ 20F (매입대상)	도시형생활주택 (278실), 오피스텔(269실) - 총 547실
	3 ~ 7F	교육연구시설(메가스터디)
	2F	공공청사(동작구청)
	B2 ~ 1F (매입대상)	근린생활시설
	B3 ~ B7	주차장, 기계실, 전기실

입지여건

- 지하철 1호선과 9호선의 환승이 가능한 노량진역에 연결되고, 대중교통을 통한 강남/여의도/도심으로의 접근성이 우수
- 국내 최대 학원가 밀집지역인 노량진의 핵심 지역으로 유동인구 및 배후 임대 수요가 풍부



II. 사업구조

- 장기적 임대운영을 희망하는 매도자(PFV)의 출자자(시행 주체)가 본건 REIT의 보통주(후순위)에 225억 원 투자
- 당초 분양가격 대비 21% 할인 매각 → 매도자는 PFV단계에서 개발 이익을 포기하고, REIT 매입원가를 낮춰서 장기적 운영 수익 기대
- 초기 공실의 흡수율이 낮을 경우를 대비, 2.8년치 대출이자에 상응하는 현금 예비비 보유(56억)



Ⅲ. 투자수익성 분석

사업수익 분석 주요 가정

구 분		보증금	임대료	관리비	비 고
도시형 생활주택 (실당)	13.13평형	10,000,000	650,000	120,000	
	13.16평형	10,000,000	650,000		
	17.51평형	10,000,000	900,000	150,000	
오피스텔 (실당)	12.7평형	10,000,000	650,000	120,000	
	13.4평형	10,000,000	650,000	150,000	
	16.9평형	10,000,000	900,000		
	26.7평형	10,000,000	1,200,000	200,000	
	27.7평형	10,000,000	1,200,000		
근린생활시설 (평당)	1F(전면)	1,500,000	150,000	평당 20,000	
	1F(후면)	900,000	90,000		
	B1	900,000	90,000		
	B2	400,000	40,000		
임대료 인상율		2.0%	공실율 가정		연 15.0%(1년차 20%)

구 분	내 용	
비 용	관리비용	<ul style="list-style-type: none"> - 시설관리수수료(FM Fee) : 평당 4,000원 - 수도광열비 : 3,000원 - 세금과 공과금 : 평당 2000원 - 간주 임대 부가세 : 평당 285원 - 임대수수료(중개수수료) : 20만원/호 - 일반관리비 : 평당 600원
	펀드운용보수	<ul style="list-style-type: none"> - AMC 운영보수 : 매입 가격의 0.5% - 매입자문보수 : 10억 원 - 자산보관/일반사무보수 : 매입 가격의 0.05%
매 각	Exit 가격	1,230억 원으로 매각 가정

Ⅲ. 투자수익성 분석

예상 사업손익

구 분		우선주		보통주		계	
		배당액(백만원)	배당률	배당액(백만원)	배당률	배당액(백만원)	배당률
10년 배당 기간	01기	1,600	5.00%	664	3.0%	2,264	4.15%
	02기	1,600	5.00%	1,400	6.2%	3,000	5.51%
	03기	1,600	5.00%	1,510	6.7%	3,109	5.71%
	04기	1,600	5.00%	1,620	7.2%	3,220	5.91%
	05기	1,600	5.00%	1,726	7.7%	3,325	6.10%
	06기	1,600	5.00%	1,833	8.15%	3,432	6.30%
	07기	1,600	5.00%	1,942	8.63%	3,541	6.50%
	08기	1,600	5.00%	2,053	9.12%	3,652	6.70%
	09기	1,600	5.00%	2,165	9.62%	3,765	6.91%
	10기	1,600	5.00%	2,280	10.13%	3,879	7.12%
	소계	15,997	5.00%	17,192	7.64%	33,189	6.09%
매각 이익		-	-	14,766	-	14,766	-
합계/배당률(IRR)		15,997	5.00%	31,958	14.20%(11.01%)	47,954	8.80%

IV. 조달구조

- 선순위 대출기관은 총 541억 대출(임차보증금이 들어올 경우 471억으로 감소)
- 대출기관에 1순위 근저당권 제공

보통주 : 225억원 (21%)

- 예상평균 배당(처분이익제외) : 7.64%
- 예상평균 배당(처분이익포함) : 14.20%
- 예상평균실질수익률(IRR) : 11.01%

우선주 : 320억원 (30%)

- 예상평균배당(처분이익포함) : 5.00%
(기관 5.5%, 기금 4%)
- 예상평균실질수익률(ROE) : 5.00%

선순위대출 : 541억원 (49%)

- LTV 50.0%
- 년 4.2%, 고정

마스틴 REIT
총 투자액 :
1,086억원
(100.0%)

매매대금 : 966억원 (89%)

- 오피스텔 : 340억원
- 도시형 : 351억원
- 근린생활시설 : 275억원

취득 부대비용 : 64억원 (9%)

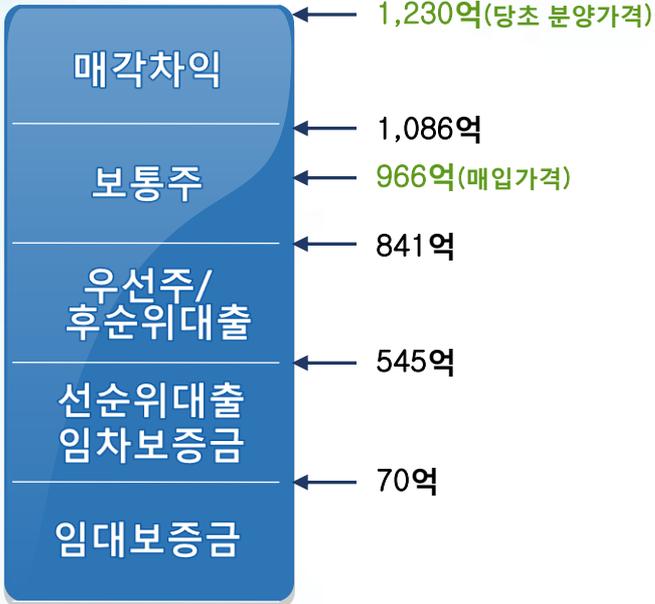
- 공사기간 중 이자/배당 : 21억
- 부가세 미환급금 : 17억
- 실사비용/대출수수료/근저당 설정 및 기타 부대비용 등 : 26억

예비비 : 56억원 (5%)

- 초기 공실 기간 중 이자 등 예비비

V. 매각 및 EXIT 전략

매각 예상가



- 매각 예정가: 1,321억원
- 선순위 대출의 경우 매각 예정가의 41% 수준
- 우선주의 경우 매각예정가의 64% 수준

Exit 전략

(1단계) 보유 부동산 통 매각 추진

- 수익성을 기반으로 한 연기금, REF, REIT, 임대주택전문회사 등에 매각.
- 매각가는 매입시점 분양가로 매각 가정
- if) 우선주 상환 가능 수준(매각가 841억)의 신규 매수자 수익율은 연 9.64% 예상.

(2단계) 개별 호실별 일반 분양 실시(개별 매각)

- 개인 및 학원 등 상대로 일반 분양(개별 매각) 실시.
- 건물 및 시설에 대한 개보수 등 실시후 6개월~1년 정도의 기간동안 순차적 매각.
- 매각가는 시장가(수익률4~5%)로 올리고, 매각기간은 장기(6~12개월) 순차 매각.
- 선순위 대출 / 우선주의 경우 자산의 50~70%가 매각될 경우 원금상환 가능.

(가능한 시나리오) Refinancing 또는 우선주 감자

- 연 7~9% 수익율을 활용하여 제3기관에 우선주 매각(Refinancing)
- (보통주 투자자가 저가 매각을 원하지 않을 경우) 보통주 증자 후 우선주 상환.



민간제안
천안두정
임대주택REIT

- I 사업개요
- II 사업구조
- III 투자수익성 분석
- IV 조달구조
- V 매각 및 Exit 전략

I. 사업개요

- 본 상품은 부동산투자회사(REIT)의 투자를 통하여 천안두정동에 개발 중인 복합 빌딩의 오피스텔(주거), 도시형생활주택 및 근린생활시설을 선매입하여 법인 또는 개인 임차인에게 임대를 통한 임대수익으로 이자/배당금을 지급하고, 운영 기간 이후 일괄 또는 개별 분양 매각을 통하여 자본이익과 투자원금을 투자자에게 지급하는 방식으로 운영할 예정입니다.



구 분	내 용
대 지 위 치	충청남도 천안시 서북구 두정동 1464번지
대 지 면 적	7,338.40㎡ (2,219.87평)
지 역 지 구	일반상업지역, 중심미관지구, 제1종지구단위계획구역
용 도	도시형생활주택 297세대 오피스텔 838세대 / 근린생활시설 751.40평 / 집회시설
규 모	지하4층 ~ 지상12층
건 축 면 적	5,190.55㎡ (1,570.14평)
연 면 적	67,457.63㎡ (20,405.93평)
지 상 층 면 적	46,345.14㎡ (14,019.40평)
건 폐 율	70.73% (법정 80%)
용 적 륜	631.54% (법정 800%)
세 대 수	오피스텔 (838 세대), 도시형생활주택(297세대) 1,135세대
주 차 대 수	738대 (세대당 0.65대 설치)

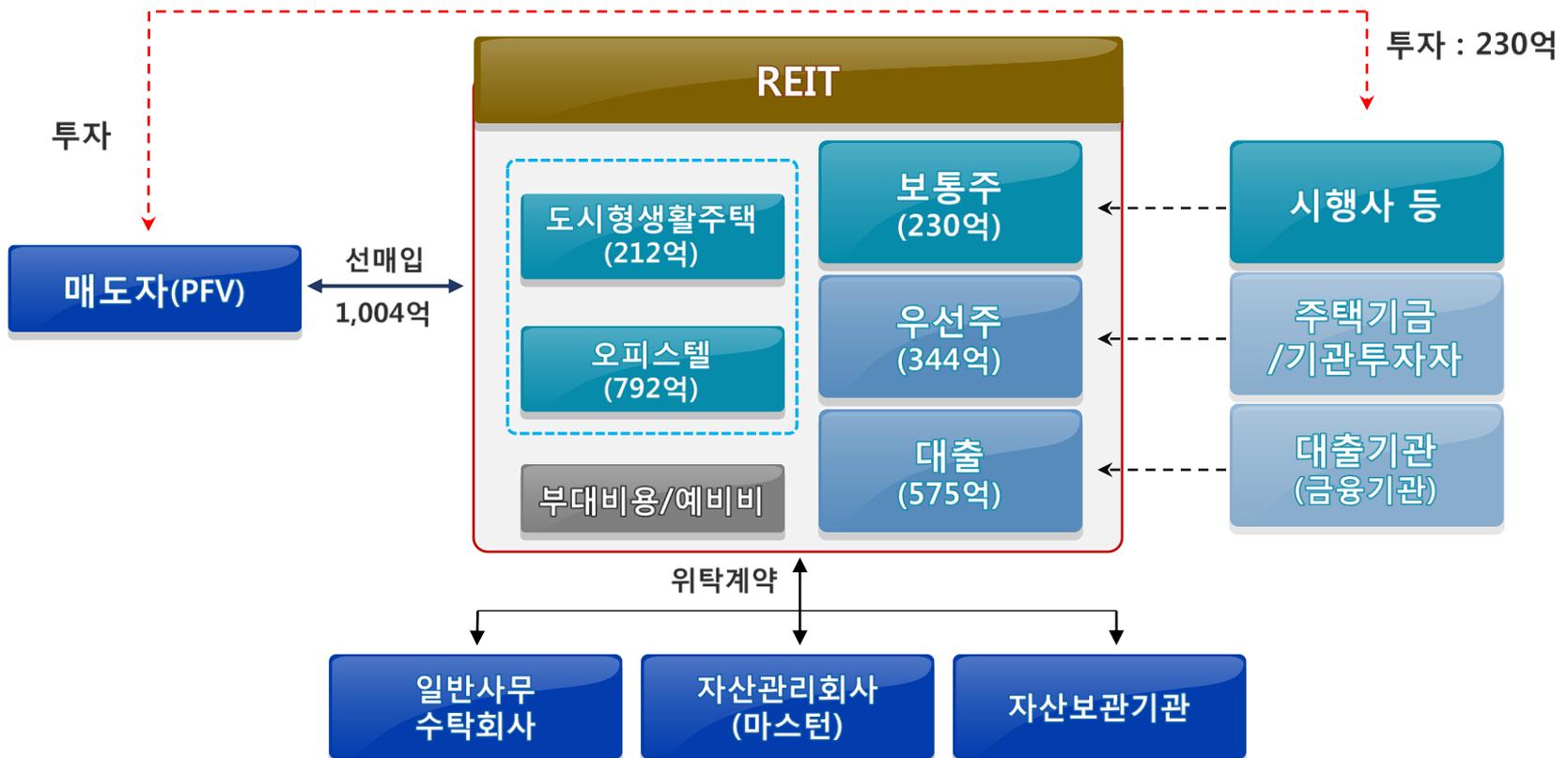
입지여건

- 대상 지역은 천안의 신흥주거지역으로 천안 제 2, 3산업단지를 비롯하여 외국인 산업단지, 삼성SDI, 삼성디스플레이 등의 산업시설이 근거리에 소재하고 있음. 이 밖에도 한국기술교육대, 공주대, 단국대 등 13개 대학이 인접하여 위치하고 있어 직장인을 비롯한 대학생들의 임대수요가 풍부할 것으로 기대되는 위치임



II. 사업구조

- 부동산투자회사법에 따라 설립되는 부동산투자회사(REIT)를 통해 부동산을 매입
 - 투자자의 모집자금으로 REIT를 설립하여 부동산을 매입
 - 부동산(오피스빌딩)의 임대 수익으로 투자자에게 임대수익 배당, 매각시점에 자산가치 상승 이익 배당
 - 장기적 임대운영을 희망하는 매도자(시행 주체)가 본건 REIT의 보통주(후순위)에 230억 원 투자
 - 초기 공실의 흡수율이 낮을 경우를 대비, 3년치 대출이자에 상응하는 현금 예비비 보유(67억)



Ⅲ. 투자수익성 분석

사업수익 분석 주요 가정

구 분		보증금	임대료	관리비	비 고
도시형 생활주택 (실당)	10.92 평형	5,000,000	450,000	100,000	
	11.26 평형		450,000		
	12.13 평형		450,000		
	16.10 평형		450,000		
	20.05 평형		700,000		
오피스텔 (실당)	13.27 평형		450,000	110,000	
	14.05 평형		450,000		
	13.68 평형		450,000		
	16.86 평형		550,000		
	17.72 평형		550,000		
	21.12 평형		700,000		
	27.35 평형		700,000		
	28.09 평형		700,000		
28.28 평형	700,000				
임대료 인상율			2.0%	공실율 가정	

구 분	내 용
비 용	관리비용 - 시설관리수수료(FM Fee) : 평당 2,000원 - 수도광열비 : 2,500원 - 세금과 공과금 : 평당 600원 - 간주 임대 부가세 : 평당 285원 - 임대수수료(중개수수료) : 16.5만원/호 - 일반관리비 : 평당 1,000원
	펀드운용보수 - AMC 운영보수 : 매입 가격의 0.5% - 매입자문보수 : 1,000백만 원 - 매각자문 보수 : 매각 가격의 0.5% - 매각성과 수수료 : 자본차익의 25.0% - 자산보관/일반사무보수 : 매입 가격의 0.05%
매 각	Exit 가격
1,180억 원 : 매입 시점 할인 전 분양가로 매각 가정 시	

Ⅲ. 투자수익성 분석

예상 사업손익

구 분		우선주		보통주		계	
		배당액(백만원)	배당률	배당액(백만원)	배당률	배당액(백만원)	배당률
연 영 배 당 (10년)	01기	1,718	5.00%	621	2.7%	2,340	4.08%
	02기	1,718	5.00%	1,008	4.4%	2,727	4.75%
	03기	1,718	5.00%	1,116	4.9%	2,834	4.94%
	04기	1,718	5.00%	1,232	5.4%	2,951	5.14%
	05기	1,718	5.00%	1,343	5.8%	3,062	5.34%
	06기	1,718	5.00%	1,456	6.33%	3,175	5.53%
	07기	1,718	5.00%	1,571	6.83%	3,290	5.73%
	08기	1,718	5.00%	1,688	7.34%	3,407	5.94%
	09기	1,718	5.00%	1,807	7.86%	3,526	6.15%
	10기	1,718	5.00%	1,929	8.38%	3,647	6.36%
	소계	17,184	5.00%	13,773	5.99%	30,957	5.40%
매각 이익		-	-	7,190	-	7,190	-
합계/평균배당(IRR)		17,184	5.00%	20,963	9.11% (7.82%)	38,147	6.65%

* 공가기간 중 투입비에 대해 연 6% 이자 가정

** 상기 내용은 향후 매입금액, 투자자와의 협의 내용, 실사 결과 등에 따라 변경될 수 있음.

IV. 조달구조

- 선순위 대출기관은 총 575억 대출
- 대출기관에 1순위 근저당권 제공

보통주 : 230억원 (20%)

- 예상평균배당(처분이익제외): 5.99%
- 예상평균배당(처분이익포함): 9.11%
- 예상평균실질수익률(IRR): 7.82%

우선주 : 344억원 (30%)

- 누적적 우선배당
- 년 5.0%(기관 5.5%, 기금 4%)

선순위대출 : 575억원 (50%)

- LTV 50%
- 년 4.5%, 고정

마스틴 REIT
총 투자액 :
1,149억원
(100.0%)

매매대금 : 1,004억원 (87.4%)

- 평당 600만원 수준

취득 부대비용 : 78억원 (6.8%)

- 공사기간 중 이자/배당: 21억
- 부가세 미환급금: 40억
- 실사비용/대출수수료/근저당 설정 및 기타 부대비용 등: 17억

예비비 : 67억원 (5.8%)

- 초기 공실 기간 중 이자 등 예비비

V. 매각 및 EXIT 전략

매각 예상가



- 매각 예정가: 1,182억원
- 선순위 대출의 경우 매각 예정가의 48.7% 수준
- 우선주의 경우 매각예정가의 77.8% 수준

Exit 전략

(1단계) 보유 부동산 통 매각 추진

- 수익성을 기반으로 한 연기금, REF, REIT, 임대주택전문회사 등에 매각.
- if) 우선주 상환 가능 수준(매각가 919억)의 신규 매수자 수익율은 연 8% 예상.

(2단계) 개별 호실별 일반 분양 실시(개별 매각)

- 개인 등 상대로 일반 분양(개별 매각) 실시.
- 건물 및 시설에 대한 개보수 등 실시후 6개월~1년 정도의 기간 동안 순차적 매각.
- 매각가는 시장가(수익률4~5%)로 올리고, 매각기간은 장기(6~12개월) 순차 매각.
- 선순위 대출 / 우선주의 경우 자산의 60~80%가 매각될 경우 원금상환 가능.

감사합니다

본 자료는 투자자의 이해를 돕기 위하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 인용, 배포 또는 대여될 수 없습니다.

본 자료는 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자결과에 대해 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

