

수천억 원의 부동산 투자 어떻게 결정되는가?

부동산 펀드매니저의 전략적 의사결정과 리스크 관리

2026년 8월



SHAPE

이 시대를 이끌어 갈 '경영리더'를 위한
전문 경영교육 프로그램 SHAPE

WWG자산운용 대체투자본부
박완희 본부장

박 완 희 상무



현) wwg자산운용 대체투자본부 본부장

- 전) 하이투자증권 부동산금융본부 이사
- 전) 하나금융투자 부동산 PF실 이사
- 전) 유나이티드파트너스 자산운용
- 전) JB자산운용
- 전) 노무라이화자산운용
- 전) 현대인베스트먼트자산운용
- 전) 골든브릿지자산운용
- 전) 효성중공업 건설부문



- 이지스자산운용 사내 교육 연수 강사 / SPI 물류부동산 전문 강좌 강사
- 건국대학교 부동산대학원 부동산금융도시포럼 물류센터 강사
- 교보증권 신입사원 교육 연수 강사 / 신세계프라퍼티 사내 교육 연수 강사 / 한화건설 사내교육 연수 강사
- 선문대학교 대체투자의 이해 초빙 강사 / 명지대학교 실물부동산 초빙 강사 / (주) 한양 부동산금융 포럼 강사
- 법무법인 산하 기업금융팀 / 가람감정평가법인 부동산 금융 강사 / 조선일보 땅집고 시니어주거개발 전문가 강사
- 지방자치단체 인재개발원 펀드의 이해 강사 / 서강대 부동산대학원 국내 해외 부동산 PF 자금조달 강사
- 서강대 미래교육권 부동산 금융 아카데미 교수 외 다수

저서 : 부동산금융 커리어 바이블 (2011)

부동산 디벨로퍼와 투자자로 사는 법 (2024)

박 완 희 상무



홍익대학교 전자전기공학부
 건국대학교 부동산대학원 석사
 University of Wisconsin Madison 부동산 대학원 석사
 서강대학교 부동산 대학원 박사수료
 서강대학교 미래교육원 겸임교수

수행 프로젝트

국내)

- 영종도 인스파이어 복합 리조트 개발사업 (조달 규모 1조 8천억원)
- 잠실 TOWER 730 쿠팡 오피스 빌딩 개발사업 (약 8천억원)
- 부산 진해 두동 LG전자 물류센터 개발 사업 (약 1100억원)
- 충무로 생활형 숙박시설 개발 사업 (약 900억원)
- 남춘천 카스카디아 골프장 개발 사업 (약 1200억원)
- 자양동 아파트 개발 사업 (약 3000억원)
- 성수동 헤이그라운드 공유오피스 개발사업 (약 500억원)
- 용인 세종텔레콤 IDC 데이터센터 매입 (약 1200억원) 외 기타 다수



해외)

- 미국 달라스 The Union 오피스 빌딩 투자 (약 4천억원)
- 미국 하와이 PBH 호텔 Construction Loan 투자 (약 900억원)
- 호주 Charterhall Group 물류펀드 투자 (약 1000억원)
- 일본 키리야마 오피스빌딩 투자 (약 1500억원)
- 일본 오스카 레지덴셜 투자 (약 1000억원)
- 미국 뉴욕 PIER 17 Construction Loan 투자 (약 3천억원) 외 기타 다수



들어가며

부동산 전문강의가 아니라, 경영 의사결정의 실제 사례로 구성

경영전략

외부환경·경쟁우위·의사결정

재무관리

투자결정·자금조달·자본구조

회계·LSOM

현금흐름·원가·프로세스 관리

부동산 투자사례를 통해 “불확실한 상황에서 더 좋은 결정을 내리는 법”

오늘의 강의 흐름

하나의 프로젝트가 투자안이 되고, 캐피탈 스택을 투자심사로 확장되는 과정

1 펀드와 대체투자

누가 돈을 맡기고
누가 운용하는가



2 개발단계와 자금

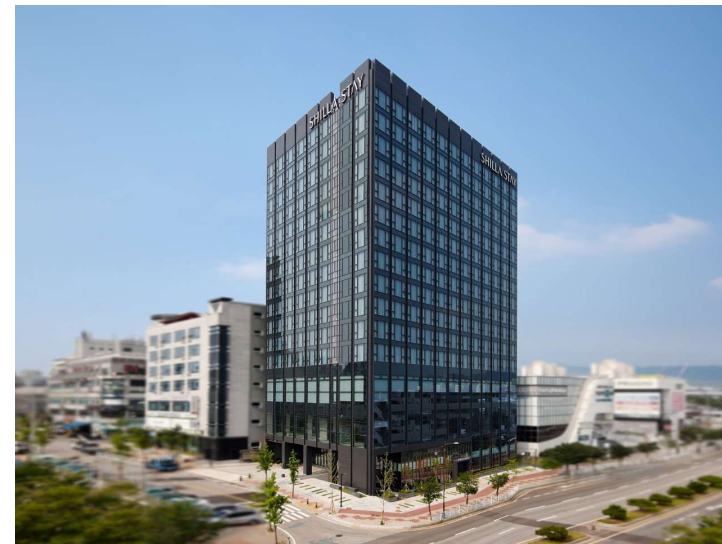
사업단계가 바뀌면
돈의 성격도 바뀐다

3 캐피탈 스택

Debt와 Equity의 위치와 질문

4 실제 사례

인스파이어 복합리조트 개발
Tower 730 빌딩 Equity



핵심은 “자산 선택”이 아니라 “위험과 수익의 위치 선택”

오늘의 강의 흐름

매일경제

“1조2700억 대출 잘 갈아탔다”...역대급 리조트 담보로 도약 중인 인스파이어

입력 2025.12.05. 오후 2:41



[인천 영종도에 위치한 초대형 복합 리조트 인스파이어 엔터테인먼트 리조트

부동산 공 들이는 신한지주, 리츠 통해 첫 호텔 투자

송기영 기자

입력 2019.08.29. 10:00

신한금융지주가 신한리츠운용을 통해 첫 호텔 투자에 나섰다.

29일 투자은행(IB)업계에 따르면 신한금융의 부동산투자 계열사인 신한리츠는 노무라이화운용으로부터 '신라스테이 천안'을 인수했다. 노무라이화운용은 2014년 이 호텔을 준공할 당시 670억원에 매입해 보유하고 있다가 이번에 신한리츠에 매각했다. 매각대금은 800억원 수준으로 전해졌다.

신라스테이는 호텔신라(42,450원 ▼400-0.93%)가 운영하는 비즈니스호텔 브랜드다. 호텔신라는 2016년 이 호텔이 완공된 직후 임대해 신라스테이를 열었다. 호텔은 지하3층~지상15층 규모로 312개의 객실을 보유하고 있다.

신한은행과 신한리츠는 곧 이 호텔에 투자하는 리츠 상품을 판매할 계획이다. 이를 위해 지난 21일 국토교통부에 '신한호텔천안위탁관리부동산투자회사(리츠)' 설립 인가를 받았다. 신한리츠는 호텔 인수대금 중 350억원 가량을 리츠를 통해 조달할 것으로 알려졌다. 리츠는 빌딩·쇼핑시설 등 다양한 부동산에 투자해 이곳에서 나오는 임대료를 투자자들에게 배당하는 금융투자 상품이다.



신라스테이 천안

좋은 부동산이 반드시 좋은 투자인가?

기관투자는 “무엇을 사느냐”보다 “어느 위치에 들어가느냐”를 먼저 묻습니다.

같은 프로젝트라도 투자 위치(캐피탈스택)에 따라 전혀 다른 투자

선순위 대출자는 원금 회수를 본다

후순위·메자닌은 높은 이자와 추가 위험을 본다

Equity는 초과수익과 최초 손실을 함께 본다

투자란 가장 높은 수익률을 고르는 일이 아니라,
감당할 수 있는 위험을 선택하는 일입니다.



대체투자는 “복잡한 현금흐름을 설계하는 투자”

주식·채권 밖의 자산이 아니라, 비유동성·구조·운용역량을 감수하는 투자입니다.

전통자산

주식·채권

시장가격과 유동성이 중심

대체투자

부동산·인프라·사모대출

현금흐름·계약·구조가 중심

대체투자는 “가격표”보다 “구조와 계약서” 우선

부동산펀드는 여러 이해관계자가 함께 움직이는 구조

투자결정은 펀드매니저 혼자가 아니라, 투자자·운용사·문사·투자심의위원 함께 만드는 과정입니다.



핵심 역할: 돈을 맡기는 사람, 운용하는 사람, 보관·관리하는 사람, 검토·승인하는 사람이 분리됩니다.

그래서 좋은 투자자료는 “내가 왜 승인했는가”를 사후에도 설명할 수 있어야 합니다.

개발단계가 바뀌면 돈의 성격도 바뀝니다

토지·인허가·공사·준공·운영 단계마다 위험과 자금조달 방식이 달라집니다.



부동산 개발은 건물을 짓는 과정이 아니라, 단계별 위험을 해소하며 자금의 성격을 바꾸는 과정

Capital Stack: 같은 자산, 다른 투자

수익은 위로 갈수록 커지고, 손실은 위에서 먼저 발생합니다.



투자자는 건물을 사는 것이 아니라, 캐피탈 스택의 한 층을 삽니다.

Debt 투자자와 Equity 투자자는 질문이 다릅니다

같은 사업계획서를 보더라도 보는 지점이 다릅니다.

Debt 투자자

**상황이 나빠져도
원금과 이자를 회수할 수 있는가?"**

담보가치와 LTV
상환재원과 DSCR
선순위·후순위
책임준공·채무인수
Exit 실패 시 회수 가능성

Equity 투자자

**성공할 때
초과이익을 얼마나 얻을 수 있는가?"**

운영수익과 성장성
레버리지 효과
배당수익률과 Equity IRR
매각가격과 Exit Cap Rate
Downside에서 손실 규모

대출 투자자는 “상환 가능성”을 심사합니다

높은 수익률보다 먼저 보는 것은 안전마진과 통제권입니다.

담보

자산가치가 하락해도 원금이 보호되는가

현금흐름

이자와 원금을 지급할 재원이 있는가

순위

내가 몇 번째로 회수하는가

계약

문제가 생기면 누가 책임지는가

Exit

대체매수·리파이낸싱이 가능한가

Debt 투자의 핵심은 “성공하면 얼마나 버는가”보다 “실패해도 얼마를 회수하는가”입니다.

Equity 투자자는 “초과수익과 최초손실”을 함께 봅니다

성공 시 잔여이익을 가져가지만, 가정이 틀리면 가장 먼저 손실을 부담합니다.

매입가격

처음 얼마에 들어갔는가

운영수익

NOI·임대료·ADR·점유율

레버리지

대출이 자기자본수익률을
어떻게 바꾸는가

Exit

누가, 얼마에, 언제 사줄 수 있는가

민감도

가정이 틀릴 때 IRR이
얼마나 흔들리는가

캐피탈 스택은 전략적 선택입니다

같은 프로젝트 안에서도 투자자별 목표·권리·손실부담이 다릅니다.

위치	기대수익	회수순위	권리	투자목표
선순위 대출	낮음	우선상환	담보·Covenant	보수적 현금흐름
후순위·Mezz	중간	선순위 뒤	높은 이자·추가 보호	리스크 프리미엄
우선주 Equity	중상	보통주 앞	우선배당·조건부 통제	중간형 구조
보통주 Equity	높음	가장 후순위	잔여이익	초과수익 추구

좋은 의사결정은 어느 층에 들어갈지, 어떤 조건으로 들어갈지를 정하는 것입니다.

기관투자자는 여섯 가지 질문으로 투자안을 봅니다

시장·자산·사람·현금흐름·계약·Exit이 한 줄로 연결되어야 합니다.

1 시장

지금 이 자산군에 들어가야 하는가

2 자산

경쟁자산보다 무엇이 우월한가

3 사람

누가 책임지고 실행하는가

4 현금흐름

돈은 언제 들어오고 나가는가

5 계약

위험은 누구에게 배분되는가

6 Exit

마지막에 누가 사거나 값는가

투자심사는 숫자를 맞추는 일이 아니라, 질문의 순서를 놓치지 않는 일입니다.

기존 투자심사표를 SHAPE용 5대 질문

복잡한 체크리스트는 결국 다섯 가지 질문으로 귀결됩니다.

- | | |
|------------------|----------------------|
| ① 땅과 권리를 확보했는가 | 소유권, 권리제한, 명도, 인허가 |
| ② 사업을 끝낼 사람이 있는가 | 시행사, 시공사, 신탁사, 운용사 |
| ③ 필요한 돈이 끝까지 있는가 | 자기자본, 공사비, 금융비용, 예비비 |
| ④ 실제 고객이 있는가 | 분양수요, 임차인, 가격, 경쟁상품 |
| ⑤ 잘못됐을 때 회수 가능한가 | 담보, 책임준공, 채무인수, 대체매수 |

위험은 없애는 것이 아니라 배분하고 통제합니다

투자승인은 위험이 없다는 뜻이 아니라, 위험을 구조적으로 관리할 수 있다는 뜻입니다.

인출 선행조건

조건 충족 전
돈이 나가지 않게 함

책임준공

공사지연 위험을
시공사에 배분

채무인수

미이행 시 상환책임을
특정 주체에 부과

담보·우선수익권

회수권을 법적으로 확보

Covenant·Trigger

위험 징후 발생 시
조기 개입

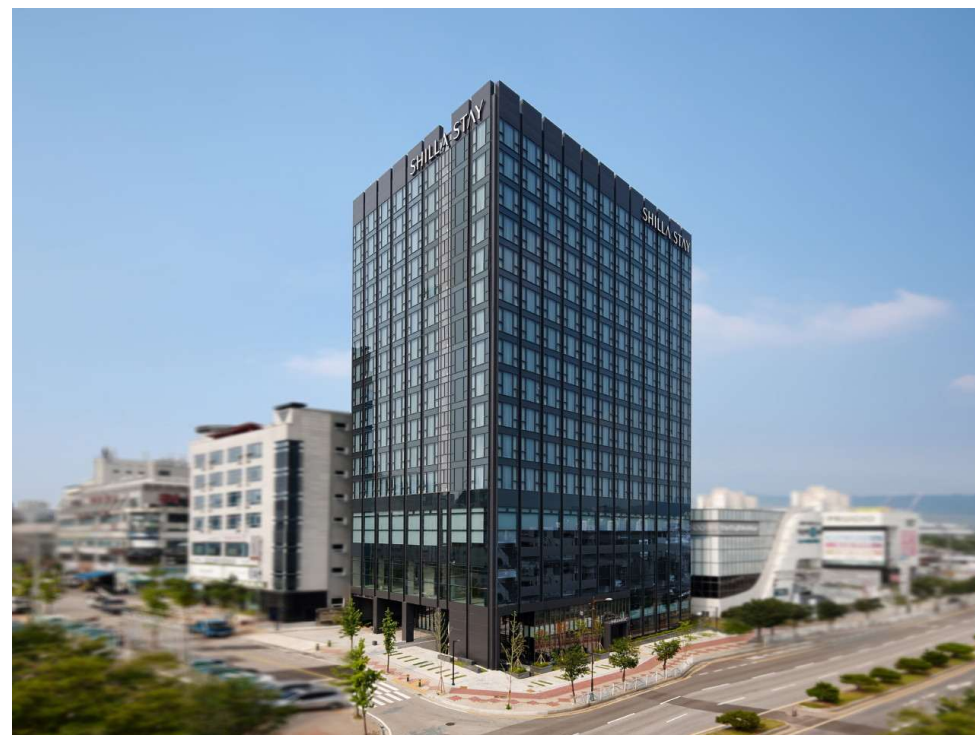
리스크 관리는 “발생 확률”보다 “발생했을 때 누가 어떤 책임을 지는가”를 명확히 하는 것입니다.

Case Study A Case Study B

Debt 투자와 Equity 투자는 같은 부동산금융 안에서도 전혀 다른 판단을 요구.



Case A · 인스파이어 복합리조트 개발사업 Debt



Case B · 천안 신라스테이 호텔 Equity

Case A. 인스파이어 복합리조트 Debt 투자: “상환 가능한가?”

Debt 투자자는 성공수익보다 회수구조를 먼저 봅니다.

PF 대출1조 8000억 원

Tr.A

7400억

선순위

Tr.B

3000억

후순위

LTV

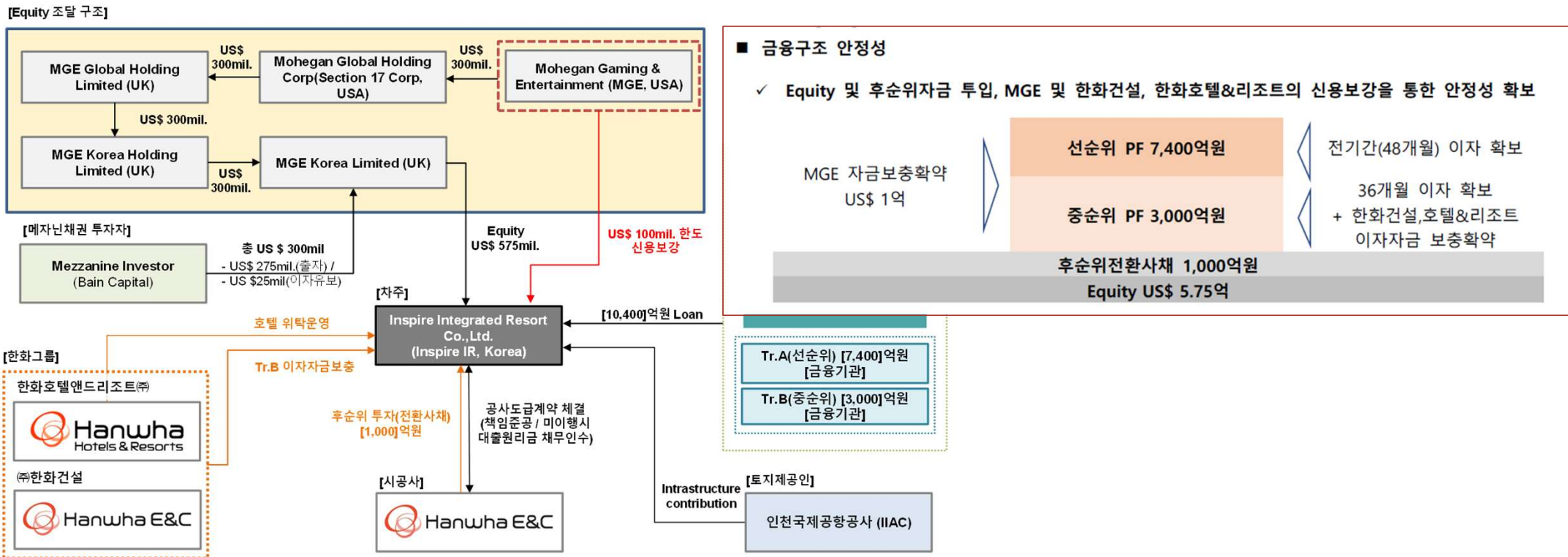
31.36% / 44.48%

감정평가액 / 선매각금액 기준

핵심 판단: 계약해지와 공사지연 위험이 있어도, 담보·책임준공·대체매각으로 상환 가능성을 확보할 수 있는가?

Case A. 인스파이어 복합리조트 Debt 투자: “상환 가능한가?”

Debt 투자자는 성공수익보다 회수구조를 먼저 봅니다. **PF 대출 1조 8000억 원**



핵심 판단: 계약해지와 공사지연 위험이 있어도, 담보·책임준공·대체매각으로 상환 가능성을 확보할 수 있는가?

Debt 투자심사의 결론은 “위험 없음”이 아닙니다

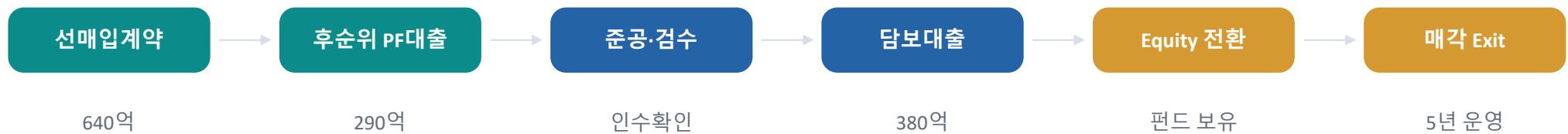
위험이 있더라도 구조적으로 통제 가능한지를 판단합니다.



투자승인은 위험이 사라졌다는 판단이 아니라, 위험을 가격 담보 계약으로 감당할 수 있다는 판단

Case B. 호텔 투자: 후순위 PF대출 Equity로 전환

사업단계에 따라 같은 투자자가 Debt와 Equity를 오가며 위험을 관리합니다.



질문 왜 처음부터 Equity로 들어가지 않고, 후순위 PF대출로 먼저 들어갔을까요?

개발위험이 남아 있을 때는 대출자로 보호를 받고, 준공과 임차인 확인 이후 Equity 수익에 참여합니다.

호텔 사례의 자금구조

Equity와 담보대출을 결합해 운영수익과 매각이익을 설계합니다.

총 취득원가 약 680억 원



LTV 약 59.5%

담보대출 안정성

장기 책임임차

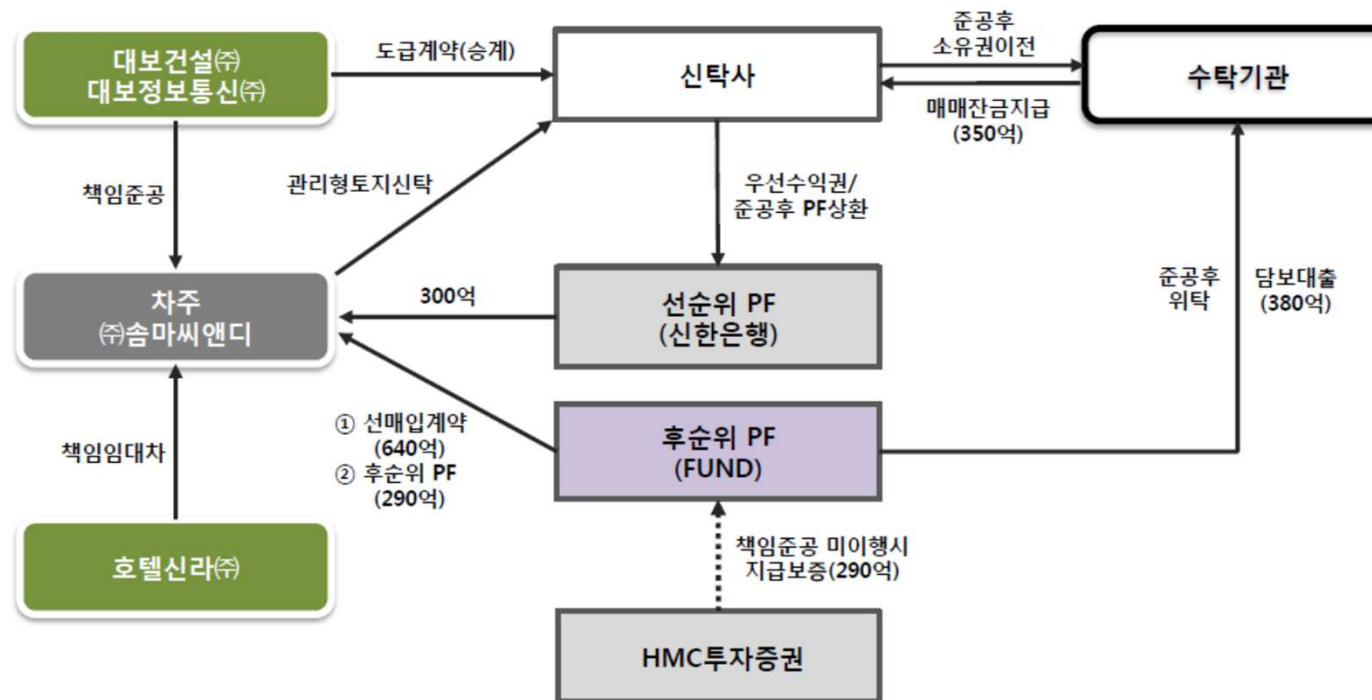
운영수익 가시성

Exit Cap Rate

매각가치 민감도

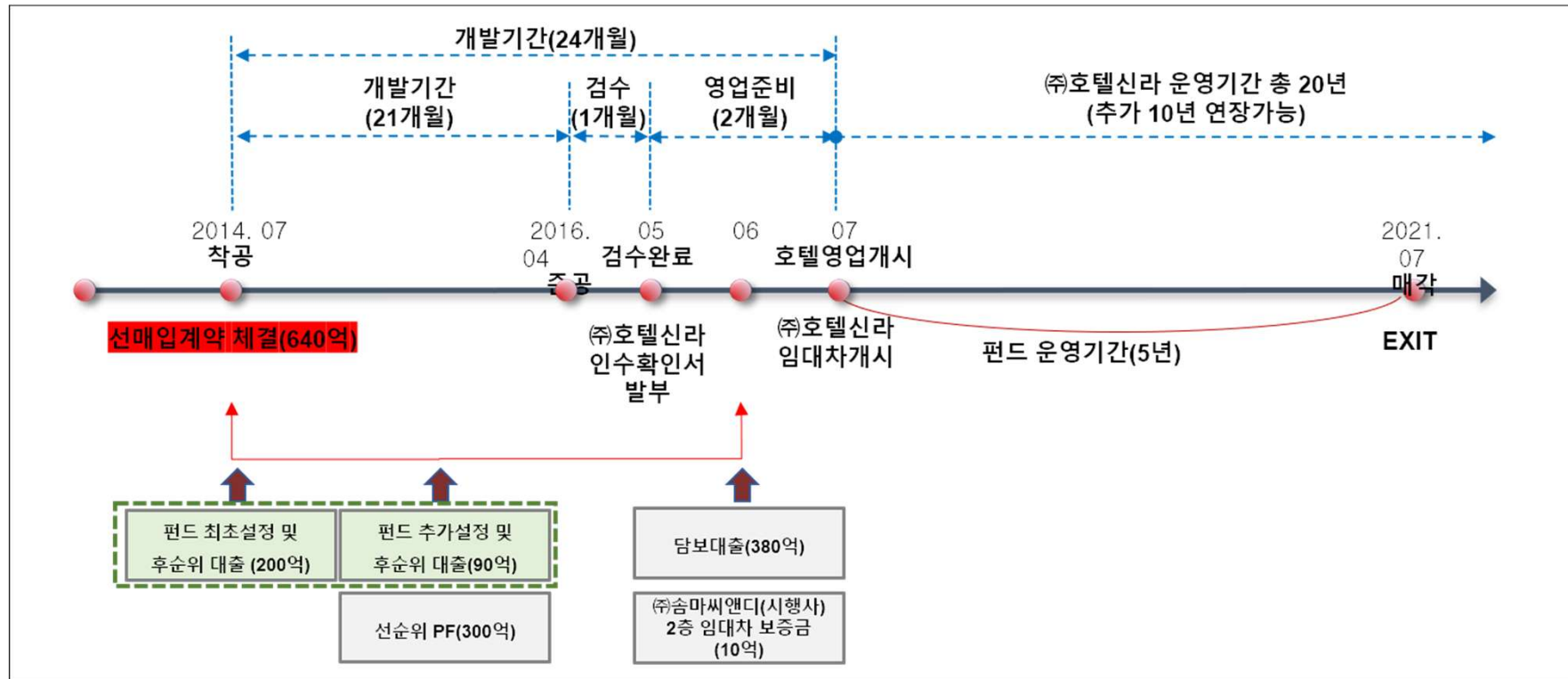
호텔 사례의 자금구조

Equity와 담보대출을 결합해 운영수익과 매각이익을 설계합니다.



호텔 사례의 자금구조

Equity와 담보대출을 결합해 운영수익과 매각이익을 설계합니다.



호텔 Equity 투자에서 현금흐름은 계약으로 만들어집니다

임대료·보증금·CAPEX·계약해지 조건이 모두 수익률에 영향을 줍니다.

임대차기간

20년 + 연장 가능성

보증금

기업어음 형태 / 재발행

최저임대료

연 33억 원

매출연동

월 매출액의 36%

CAPEX

매출액 기준 부담 한도

계약해지

위약벌·손해배상 구조 확인

Equity 수익률은 운영실적만이 아니라, 임대차계약의 단어 하나에도 흔들립니다.

투자수익률은 “계산 결과”가 아니라 “가정의 집합”입니다

민감도 분석은 어떤 가정이 틀렸을 때 Equity IRR이 얼마나 흔들리는지를 보여줍니다.

Base

정상 ADR·점유율·Exit

목표 배당과 IRR 달성

Downside

낮은 ADR·낮은 점유율

NOI와 배당 감소

Stress

운영실적 하락 + Exit Cap 상승

Equity IRR 급락 가능

민감도 변수: 매입가 · ADR · 점유율 · ADR 상승률 · Exit Cap Rate · 대출금리

펀드매니저는 가장 그럴듯한 숫자를 찾는 사람이 아니라, 틀릴 수 있는 가정을 확인하는 사람입니다.

투자위원회의 결론은 네 가지입니다

승인보다 중요한 것은 조건과 근거입니다.

승인

투자 가능

조건부 승인

조건 충족 후 진행

추가자료 요청

판단근거 부족

투자 거절

위험 대비 보상 부족

좋은 투자보고서는 결론보다 왜 이 결론에 도달했는가"를 설명합니다.

조건부 승인은 회색지대가 아니라, 통제 가능한 위험과 통제 불가능한 위험을 구분한 결과입니다.

미니 투자심사위원회: 여러분이라면?

A

선순위 대출
연 5%

B

후순위 대출
연 9%

C

우선주 Equity
연 10~12%

D

보통주 Equity
목표 IRR 15%+

질문 1. 어느 위치에 투자하시겠습니까?

질문 2. 어떤 조건이 충족되면 판단이 달라집니까?

질문 3. 금리가 1%p 오르면 누구의 위험이 가장 먼저 커집니까?

정답보다 중요한 것은 판단근거입니다.

TAKEAWAYS

투자과 경영에서 기억할 다섯 가지

- 01 높은 수익에는 반드시 이유가 있다.
- 02 평균 전망보다 실패 시나리오를 먼저 보라.
- 03 숫자보다 숫자를 만든 가정을 확인하라.
- 04 책임지지 않는 약속은 위험을 줄이지 못한다.
- 05 좋은 의사결정은 실패해도 살아남는 구조를 만드는 것이다.

Q&A

수천억 원의 부동산 투자는
결국 “질문을 잘하는 능력”에서 시작됩니다.
