

부 서	자금운용본부
문서번호	자금운용-00020(수기)
보존기한	5년
결재일자	2023-03-15

출장 복명서

- 신규투자 및 기투자자산 현지실사 -

(보고 Debt Strategy 21호(미국 프레디맥 멀티패밀리 구조화대출) 및
보고 Value Add Strategy 9호(북미 스페셜섹터 지분투자))

2023. 03. 15



【별지 제3호 서식】

국외출장(여행) 보고서(제9조 1항 관련)

I. 출장개요

출장(여행) 목 적	· 미국 내 멀티패밀리 선순위담보대출의 구조화상품(K-Deal) 투자와 관련하여 현지 운용사 방문을 통해 시장 상황, 운용사 전략, 투자자산 및 리스크관리 시스템 검토 등을 통해 투자 적격성 검토 · 기투자한 북미 소재의 기숙사, 헬스케어, 셀프스토리지 등 스페셜섹터 부동산 지분펀드에 대한 현지 운용사 방문을 통해 시장상황, 운용전략 및 현황 등 점검 ※ 금감원 「상호금융중앙회의 대체투자 리스크관리 모범규준」(2021.07.30. 제정) 제10조(현지실사 및 외부전문가 검토) ① 중앙회는 대체투자자산에 대하여 현지조사를 원칙으로 하여 실사를 실시하고 그 결과를 내부 검토보고서에 명시하여야 한다. (이하 생략) ※ 본회 「투자심사업무 요령」 제6조의2(현지실사 및 외부전문가 검토) ① 심사역은 심사 대상 투자 건과 관련하여 필요한 현지실사를 수행하고 현지실사 결과를 심사보고서에 기재하여야 한다.				
출장(여행) 기 간	2023년 3월 6일(월) ~ 3월 11일(토) (4박 6일간)				
출장(여행)지	미국 필라델피아 및 뉴욕, 시카고				
출장(여행)자	소 속	직 급	성 명	성 별	연 령
	자금 운용본부	2급	김석준	남	만 32
	리스크 관리본부	2급	김영생	남	만 44

II. 출장 내용

월 일 (요일)	출발지	도착지	방문기관	업무수행내용 (수집 자료목록, 질의 내용 등)	접촉인물 (직책포함)
3.6(월)	인천	필라델피아	-	○ 출국(10:40), 필라델피아 도착(14:13) ※ 시카고 오헤어 공항 경유	이범석 상무(보고펀드 자산운용)
3.7(화)	필라델피아	뉴욕	Morgan Properties (운용사)	○ Morgan Properties(운용사) 미팅 (09:30 ~ 13:00) - 미국 멀티패밀리 대출 등 시장 상황, 투자전략 및 실적, 자산관 리 및 리스크 관리시스템 등 점검 ○ 멀티패밀리 등 기투자자산 실사 (13:00 ~ 14:00) ○ 출발(15:25), 뉴욕 도착(16:50)	Jason Morgan (President of Special Situation), Rob Geddes (Head of A.M) 등
3.8(수)	뉴욕	뉴욕	Related Fund Management (운용사), Freddie Mac (프레디맥)	○ Related Fund Management(운용사), Freddie Mac(프레디맥) 담당자 미팅 (09:30 ~ 15:00) - Freddie Mac K-Deal 투자환경 및 전략, 자산관리 및 리스크&컴플 라이언스 시스템 등 점검 ○ 멀티패밀리 등 기투자자산 실사 (15:00 ~ 18:00)	Paul Izzo (Managing Director), Collin Schweiker (Vice President) 등
3.9(목)	뉴욕	시카고	Harrison Street (운용사)	○ 출발(11:25), 시카고 도착(13:16) ○ Harrison Street(운용사) 미팅 (14:00 ~ 17:00) - 현지 시장상황, 운용전략 및 펀드 운용현황 등 점검 ○ 시니어하우징(Senior Housing) 기투자자산 실사 (17:00 ~ 18:00)	Dan Zoloto (Director & Portfolio Manager), Paul Marchese (Director & Investor Relations) 등
3.10(금)	시카고	인천	-	○ 출발(11:25)	-
3.11(토)			-	○ 인천 도착(17:25)	-

Ⅲ. 시사점 및 특이사항

□ 기관 미팅 주요 내용('23.3.7~'23.3.9)

【'23.3.7(화), 현지 운용사 미팅 : Morgan Properties】

□ 회사 개요

- 1985년 설립된 미국 내 3번째로 큰 멀티패밀리 전문 소유주 및 오퍼레이터 회사로서, 직접 운용 및 관리 등 수직통합된 사업부문을 갖추고 있으며, 미국 20개 주 전역에 걸친 약 94천세대 이상의 멀티패밀리 자산을 소유 및 운영 중임
- 본사는 미국 필라델피아에 있으며, 대표이사는 Mitchell Morgan, 총 자산운용액(22.12월말 기준)은 USD 18.2Bn(약 23.7조원)임

□ 미국 멀티패밀리 대출 시장 동향 및 전망

- 현 시점 멀티패밀리 시장은 대출 투자가 지분 투자 대비 유리한 타이밍이라 판단함. 최근 금리 상승에 따른 가격 조정이 아직 충분히 이뤄지지 않은 상태이고 추가적인 Cap Rate 상승이 있을 수 있어 지분 투자는 진입 가격 리스크가 있기 때문임. 대출 만기 도래, 펀드 만기 도래 등으로 저렴한 가격에 거래된 사례들이 발생하면서 시장 가격이 형성되고 난 후 진입하는 것이 유리할 것으로 전망하고 있음. Capital Market 상황과는 별개로, 멀티패밀리 섹터 자산단의 임대율, 임대료 상승률 등 펀더멘탈은 여전히 견조함.

□ 프레디맥 K-Deal 투자환경 및 전망, 장점

- 프레디맥이 역사적으로 멀티패밀리 대출 시장에서 가장 양질의 담보 대출을 만든 기관이고 이는 통계로 입증되고 있음. 이에 더하여 특정한 지역 혹은 특정한 유형에 대해서는 Morgan이 자체 노하우를 언더라이팅에 반영하여 우려 대출을 한번 더 분류해낼 수 있음. 이처럼 복수 단계의 언더라이팅을 거치면서 Loan Pool이 더욱 우량해질 수 있는 상품임
- 법적으로 프레디맥 대출은 Non-recourse Loan이나 현장에서 실무적으로는 Recourse loan처럼 작동함. 차주들이 담보대출 시장점유율 20% 수준인 프레디맥 대출에 디폴트를 낼 경우, 향후 추가 대출이 어렵고 비즈니스가 어려워질 수 있어, 최대한 이를 피하기 위해 추가 지분 출자를 통한 디폴트 해소에 적극적이기 때문임. 프레디맥은 대출금액 규모를 결정할 때, LTV와 DSCR을 고려하며 현재 실질 발행 LTV는 55% 전후로 대출 투자의 안정성이 높음

□ 프레디맥 K-Deal 투자방향 및 실적, 자산문제 해결·손실사례 유무

- 변동금리의 초기 수익률이 높다는 장점, 고정금리는 향후 자본차익을 노릴 수 있다는 장점이 있어 모두 적극 검토하고 있음
- 2017년부터 33개의 K-Deal B-piece를 매입하였으며, 실현 수익은 Net IRR 28.1%, Net Multiple 1.5x 수준이고, 고정금리와 변동금리 상품 모두 투자 경험이 있으며, Special servicing 사례 없음

□ 프레디맥 K-Deal 투자 관련 경쟁력 및 강점

- Morgan은 약 10만 가구의 멀티패밀리를 21개 주에 소유하는 미국 내 최대 멀티패밀리 Private Owner/operator임. 이는 프레디맥의 최대 차주이자 고객임을 의미하기도 함. 이러한 관계에서 오는 영향력이 있어 Deal 확보에 유리함
- 대출 투자 시에도 Owner's mentality 하에 투자를 수행함. 이는 최초 투자 시보다 다양한 리스크에 대한 점검 및 분석을 의미하고, 향후 문제가 발생하더라도 직접 관리를 하겠다는 접근을 가져가는 것임
- 프레디맥은 서민 주거 안정화라는 목적 하에 Class A보다는 Class B나 C 멀티패밀리 대출에 주력함. Morgan이 그동안 주력해온 전략이 Class B에 대한 Value-add 전략이므로 프레디맥의 주력 담보자산들에 대한 이해도가 높고, 프레디맥과 보다 원활한 커뮤니케이션이 가능함

□ K-Deal 투자 관련 핵심운용인력 및 투자위원회 등 내부의사결정 체계 및 프로세스

- 핵심운용인력(Jason Morgan, Rimas Petrulis, Wes Newcomer 등) 및 팀원들이 관련 실무를 수행하며, 단계별 프로세스는 ①프레디맥의 B-piece buyer 선정→②기초 데이터 수령 및 Desktop 언더라이팅 진행→③우려 대출 분류 및 프레디맥 전달→④45~60일 동안 자산 방문 등 본 실사 진행. 자산관리인 인터뷰, 경쟁자산 점검, 해당 지역 과거 대출 내역들과 비교 분석 등 포함→⑤Kick-out 협상 및 Loan Pool 최종 확정→⑥상위 순위 채권시장 매각→⑦클로징으로 구성됨

□ 개별 자산 관리 현장실사, CAPEX, 자산평가가치(NAV) 산정주기는 어떻게 되는지?

- 현장 실사는 최초 투자 시 개별 자산에 대하여 전부 수행하며, 이후 문제 발생 시 추가 현장 방문 및 CAPEX는 차주의 의사결정 사항으로 관련 비용을 미리 보증금 형태로 에스크로 계좌에 납부해야하며, 해당 NAV는 분기별로 산정함

【23.3.8(수), 현지 운용사 및 기관 미팅 : Related Fund Management, Freddie Mac】

□ 회사 개요

- 1972년 설립된 미국 최대 규모 부동산 개발사인 Related사의 자회사로서, 부동산펀드 운용 및 투자확대를 위하여 2009년 분리 및 설립되었고, 멀티패밀리 부동산 위주 펀드 및 SMA 등 자산운용업 영위하며, 모회사의 부동산 투자, 개발, 자산관리, 마케팅 및 백오피스 등 플랫폼을 활용하여 운용 전문성 제고 및 글로벌 연기금, 국부펀드 등 다양한 기관투자자를 보유함
- 본사는 미국 뉴욕에 있으며, 대표이사는 Jeff T.Blau, 총 자산운용액(22.12월말 기준)은 USD 10.9Bn(약 14.2조원)임

□ 미국 멀티패밀리 대출 시장 동향 및 전망

- 프레디맥과 패니매의 멀티패밀리 대출은 역사적으로 타 대주 그룹 대비 뛰어난 부실 관리 실적을 달성 중. 언더라이팅이 보수적이기 때문이며, K-Deal이란 상품의 태생 자체가 금융위기 직후이므로 보수적 관점에서 설계되었음
- 멀티패밀리 섹터 자체가 가지는 경쟁력이 여전히 유효함. 오피스 등과 달리 개별 임차인 집중도가 낮으며, 공실 해소를 위한 비용 지출이 상대적으로 적음. 또한 1년 전후 단위 임대차 계약으로 규격화되어 있어 개별 계약에 대한 별도 분석이 크게 필요하지 않은 섹터임. 임대차 주기가 짧다는 점은 물가 및 임대료 상승을 자산 매출에 빠르게 반영하여 인플레이션 헷지 기능을 제공한다는 장점도 있음

□ 프레디맥 K-Deal 투자환경 및 전망, 장점

- K-Deal은 B-piece buyer에게 자산 레벨의 문제 해결을 시도할 수 있는 권한을 부여함. 자산 이해도가 높은 운용사는 대출에 문제가 생겨도 직접 관리를 통한 원금 회수 도모가 가능하다는 부분이 최대 장점이며, 문제 발생 이전에도 자산관리 관련 대주로서의 의사결정권한을 B-piece Buyer가 이행할 수 있으므로, 선제적인 관리 및 모니터링이 가능함
- 최근 K-Deal의 투자 환경은 더욱 양호해짐. 최근 발행 LTV는 50~60% 사이임. 이는 40% 이상의 Equity buffer가 있음을 의미함. 자산의 40% 가까운 지분을 보유한 차주가 지분을 포기하면서 대출을 디폴트 내는 것은 하기 어려운 의사결정이며 이는 대주입장에서 안전장치로 작용함. 또한 최근 K-Deal의 Debt Yield가 7-8%인데, 시장 cap rate 4~5% 대비 스프레드가 매우 풍부한 상태임. K-Deal에는 평균적으로 3개월 전후의 신규대출들이 담기는데, 해당 기간 동안의 실적을 지켜보고 투자할 수 있다는 장점이 있음

□ 프레디맥 K-Deal 투자방향, 실적 및 자산문제 해결 · 손실사례 유무

- KJ-Deal이 Supplemental Loan을 기초자산으로 한다는 이미지 때문에 시장에서 저평가 받고 있다 판단하며, Related의 분석 결과 다른 대표적인 K-Deal 상품과 리스크 차이가 크지 않음

- 또한 Supplemental Loan 자체가 우수하게 운영 중인 자산에 주로 발생하며, 보다 많은 수의 대출이 담겨 분산효과가 뛰어나고, 다른 K-Deal 대비 트렌치가 두꺼워(15%) 손실 민감도가 낮음. 조기 상환 시 차주의 Yield Maintenance 실행에 힘입어, 조기상환 시 수익이 올라가는 구조임. 3~4%의 IRR 상승효과로 추정됨
- RFM은 2011년부터 약 \$2bn을 투자하였고 약 40%를 높은 수익률 하에 실현완료하였으며, 고정금리와 KJ 투자를 통해서는 초고수익을 달성하기도 하였는데, 이는 고정금리 투자 후 시중 금리 및 발행 금리 하락으로 인한 자본차익 발생에 기인함. 또한 유통시장을 통한 매각 경험도 풍부하며 23.3월초 KJ 자산들을 매각하여 IRR 17%를 달성하였음
- 총 2건의 Special Servicing이 있었으나 손실로 이어지지는 않았음
 - Case #1: 화재로 인한 Special Servicing 이관이었고 이후 정상 회복됨
 - Case #2: Student Housing 자산의 운영 실적 저하로 인한 Special Servicing 이관이었으나, 차주의 추가 지분 투하로 다시 원리금 정상 지급되었음

□ 프레디맥 K-Deal 투자 관련 경쟁력 및 강점

- Related는 멀티패밀리 지분투자도 병행하는 회사임. K-Deal을 담당하는 Paul Izzo의 팀도 K-Deal 투자와 더불어 Class B 멀티패밀리 Value-add 전략을 수행 중. 일반적으로 대출 투자보다 리스크가 높은 지분 투자자 관점에서 투자 언더라이팅 및 실사를 수행 가능
- 2011년부터 K-deal에 투자하여 해당 상품에 대한 업력이 매우 풍부함. 지난 10년 이상 기간 동안 \$100bn 이상의 대출을 언더라이팅 하였으며, 트레이딩을 위한 목적의 채권 투자가 아닌, 부동산 관점에서의 분석과 판단이 가능한 회사이고 Paul Izzo는 프레디맥이 운영하는 Selected Sponsor Committee의 위원으로 참여하고 있는 등 프레디맥과의 네트워크가 강력함

□ 현재와 같이 기준금리가 급격하게 오른 상황에서 차주의 대출이자부담이 클것으로 예상되는데, 이에 대한 이자율 Cap 보험가입 등 Default 리스크 헷지 방안

- 프레디맥은 모든 차주에게 3년 만기 Interest Rate Cap 계약을 강제하고 있으며, 최초 대출기간 3년 만기 시, 재계약을 할 수 있는 준비자금을 리저브에 쌓아 두도록 강제하고 있고 필요 금액은 반기마다 재정산함

□ 프레디맥 담당자(Philip Valos, Investor Relations Manager) 인터뷰

질의 1. 최근 Agency CMBS 대출 발행량 증가 배경은 무엇인지?

- 멀티패밀리 임대료 상승, 저금리 기조에 따른 Cap Rate 하락 등이 맞물려 멀티패밀리 가격이 상승하면서 Loan Size도 연동되어 증가하였으며, 멀티패밀리 섹터의 우수한 펀더멘탈로 인해 자금 유입이 늘어나면서 전반적이 거래량이 늘어났고, 패니매와 프레디맥은 멀티패밀리 담보대출 시장의 40% 수준의 시장 점유율을 가져가고 있으며, 점유율이 특별한 이유에서 유의미하게 늘어난 것은 아님(2023년은 \$75bn 대출을 목표하고 있음)

질의 2. B-piece buyer 선정 시 고려하는 요소

- 멀티패밀리 관련 전문성 및 경험, 프레디맥과의 관계 및 협업 이력, 클로징을 할 수 있는 자금력 등을 고려하여 역량이 우수한 미국 멀티패밀리 전문운용사를 선정함

질의 3. 발행 및 언더라이팅 관련 향후 계획

- 금리 변동성 확대로 인해 변동금리 발행량이 많이 감소한 상태. 대출의 85%가 고정금리로 이뤄지고 있음. 현재 변동금리 대출 시 차주들의 Interest Rate Cap 계약 준비 관련 부담이 증가한 상황이므로 이와 관련해서는 약간의 유연성을 부여하고 있음. 언더라이팅 관점에서 달라지는 부분은 없음

□ 패니매와 프레디맥(Agency Loan) 기관별 차이점

- 경쟁을 통해 보다 저렴한 대출을 시장에 공급하게 하기 위한 차원에서 동일한 기능의 두 개 기관을 운영하게 되었으며, 이들 기관은 금융위기 이전에는 공적 업무를 수행하는 민간 기업이었으나, 금융위기 당시 싱글패밀리 사업부의 부실로 정부에 다시 편입되었음. 민영화 논의가 있으나 다시 민영화가 되어도 기능적으로 바뀌는 부분은 없을 것으로 예상함. 또한 두 기관의 운영상 크게 다음 두 가지 차이점을 가져감
 - ① 자체 언더라이팅 기능 수행 여부: 두 기관 모두 origination 실무는 외부 금융기관에 맡김. 단, 프레디맥은 언더라이팅은 자체 인력으로 수행함. 패니매는 언더라이팅까지 외부에 맡기고 대신 손실을 공유하게 함
 - ② 유동화 시 게런티 범위: 프레디맥은 최선순위에만 게런티를 붙여서 유동화함. 반면 패니매는 모든 트런치에 게런티를 붙여 사실상 게런티에 의존하는 상품으로 취급되고 수익률도 낮음

【'23.3.9(목), 현지 운용사 미팅 : Harrison Street】

□ 회사 개요

- 2005년 설립된 미국 내 Specialty Sector(주로 기숙사, 헬스케어, 셀프스토리지 등)에 특화된 글로벌 TOP 투자운용사로서, 오피스, 호텔, 물류, 리테일 등 기존 전통투자자산군과는 다른 꾸준한 수요증가와 제한적 공급이 이루어지는 투자섹터에 전문적으로 투자함
- 본사는 미국 시카고에 있으며, 대표이사는 Christopher Merrill, 총 자산운용액(22.12월말 기준)은 USD 55Bn(약 71.5조원)임

□ 펀드 개요 및 운용현황 · 전략, 특이사항 유무

- 본 건 보고 ValueAdd Strategy 전문투자형사모부동산투자신탁 제9호는 북미 소재의 기숙사, 헬스케어(병원), 시니어하우징, 제약연구소, 셀프스토리지 등 스페셜섹터 부동산 지분에 투자하는 Harrison Street의 대표적 펀드시리즈 8호 펀드 블라인드펀드(Harrison Street Real Estate Partners Fund VIII)에 재간접형으로 투자한 건임
- 2022년말 기준, 71개의 투자자로부터 USD 2Bn 자금모집 완료하였으며 약 150개의 자산에 USD 1.86Bn 투자약정 완료하였고 섹터별 포트폴리오현황은 헬스케어(19%, 54개), 시니어 하우징(18%, 25개), 스튜던트하우징(18%, 15개), 제약연구소(18%, 16개), 스토리지(4%, 19개) 등으로 구성되어 있음
- 주요 투자전략으로는 개발, 매입 후 리모델링, 관리 개선 및 지역/섹터별 분산포트폴리오 구축 후 매각을 통한 이익 극대화 등이 있으며, 현재 자산별 투자약정이 모두 완료되어, 포트폴리오 분산 구축이 이루어져있고 운용상 특이사항(부실자산)은 없음
- 본회 기준 약정금액 대비 투자금액 소진율 약 82.3%으로 준수하며, 현재 펀드 J-Curve 효과로 목표 대비 수익률 아직은 다소 미진하나, 투자금액 대비 평가가치 상승 및 향후 수익률 달성에 무리 없을 것으로 검토됨
- 현재 인플레이션 및 기준금리 상승으로 스페셜섹터 부동산에 대한 신규공급이 더욱 줄고 있어, 현재 보유하고 있는 포트폴리오 자산가치의 상승이 기대되며, HSREP 8호에 이어 동일전략 구사하는 플래그쉽 9호 펀드도 자금모집 진행중임

IV. 첨부자료

☐ 기관미팅 및 현지 실사 사진

○ 필라델피아(Morgan Properties)



<현지 운용사 방문 및 미팅>



<투자자산(멀티패밀리) 실사>

○ 뉴욕 맨해튼(Related Fund Management, Freddie Mac)



<현지 운용사, 기관 방문 및 미팅>



<투자자산(멀티패밀리) 실사>

○ 시카고(Harrison Street)



<현지 운용사 방문 및 미팅>



<투자자산(시니어하우징) 실사>