

2025.08.18

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS In-Depth Report

서울 부동산

: 산업화 상처 위에 미래를 세우다

건설/부동산 **조정현**

02) 6915-5660

controlh@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

서울 부동산, 위대한 성장의 신호탄을 쏜다.....	3
1. 서울 도시공간의 양극화는 어떻게 형성되었는가.....	6
1-1. 전쟁 이후 재정적 제약으로 인한 도시계획 활용 제한적.....	6
1-2. 대한민국의 고도성장과 도시화.....	10
1-3. 소규모 필지 개발과 빌라·다가구주택 난립 원인 분석.....	16
2. 기본계획의 탄생과 성패의 교훈.....	22
2-1. 서울시 도시기본계획의 흐름	22
2-2. 계획 이후 추진된 주요 개발 사례 분석	32
3. 인구 감소 시대, 미래 서울을 위한 개발 조건은?.....	39
3-1. 인구 감소 시대, 서울시 도시기본계획(2040)을 통한 개발 전략의 재점검.....	39
3-2. 일본 도시 개발 사례.....	46
3-3. 전략적 선택: 광역 철도축 중심 고밀 개발의 필요성.....	52
4. 투자전략	54
4-1. 일본 사례	54
4-2. 주가 및 밸류에이션.....	58
4-3. 밸류에이션 Key point: 디벨로퍼	59
[별첨1] 서울특별시 개발 대비 아파트 평균 가격 변동 폭.....	61
[별첨2] 연도별 주택 가격 주요 요인 점검.....	62
[별첨3] 서울특별시 주요 도시정비 사업장 목록.....	64
5. 기업분석(Coverage)	68
HDC현대산업개발 (294870): 용산, HDC그룹이 주목한 권역.....	69
현대건설 (000720): 이익률 구조 전환의 실마리	78

서울 부동산, 위대한 성장의 신호탄을 쏜다

서울 부동산 변곡점

본 보고서는 서울 주거 부동산과 도시 개발의 궤적을 되짚고, 그 흐름 속에서 미래의 변곡점을 포착하기 위해 작성되었다. 서울은 산업화 시기, 거침없는 팽창과 인구 집중 속에서 무계획적 주거 구조를 형성했고, 이는 수십 년간 도시의 골격에 깊이 각인되었다. 그러나 지금, 그 오래된 틀을 바꾸어야 할 시점에 이르렀다고 판단한다.

산업화와 무계획 주거 형성

과거의 서울은 생존과 성장 단 두 가지의 목표를 향해 달려왔다. 협소한 골목과 불규칙한 필지, 일조권이 가려진 주거지조차 ‘발전의 부산물’로 용인되던 시절이었다. 그 결과, 오늘날의 서울은 고도화된 경제를 품고 있음에도 불구하고, 주거 인프라의 구조적 결함을 안은 채 버티고 있다.

변화를 앞둔 3가지 근거 1. 광역 인프라 확충

우리는 명확한 변화의 문턱 앞에 서 있고, 고밀 개발이 더 이상 선택이 아닌 필연으로 다가오고 있다고 판단한다. 이를 세 가지 근거로 설명하고자 한다. 첫째, 광역 인프라 확충이 도시의 확장성을 결정짓는 핵심 변수로 자리잡았다. GTX와 광역철도망은 단순한 교통망이 아니라, 서울 생활권의 물리적 지도를 다시 그리고 있다.

2. 개발 주체와 방식 변화

둘째, 개발의 주체와 방식이 변화하고 있다. 대규모 자본과 시행 역량을 갖춘 소수 기업들이 PFV·준자회사업과 같은 고수의 구조로 진입하며, 도시 재편의 속도와 방향을 주도하려 하고 있다.

3. 제도 및 제정 기반 강화

셋째, 개발 환경의 제도적·재정적 기반 강화다. 용도지역 변경과 용적률 상향을 탄력적으로 적용하고, 공공기여 인센티브를 연계함으로써 민간 개발 유인이 높아지고 있다. 여기에 저출산·고령화로 인한 외연 확장 제약 속에서 기존 도심 내 효율적 재편이 불가피해졌고, 이에 따른 정책적·재원적 집중도가 커질 수 밖에 없다고 판단한다.

가구 수 증가에 따른 구조적 수요 유지

서울 및 수도권 개발 시장은 인구 감소에도 불구하고 가구 수 증가와 1~2인 가구 확대가 지속되며 구조적 수요가 유지될 전망이다. 이는 신규 택지 의존도가 줄어드는 대신, 역세권과 노후 산업단지, 저층 주거지 밀집지 등 고밀 재개발 가능권역의 가치를 끌어올리는 계기가 될 것으로 전망한다.

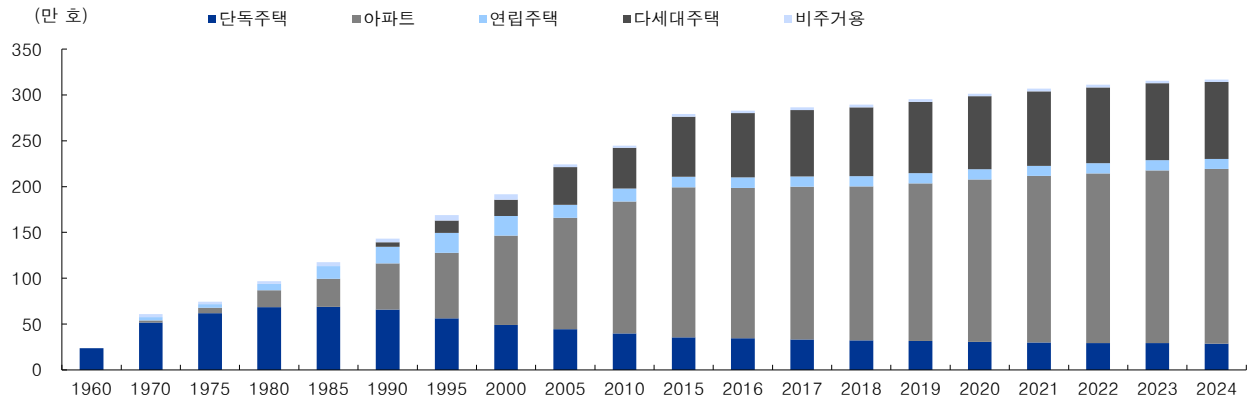
일본에서 미래를 보다

현재 서울의 상황은 세가지 일본 사례가 전략 수립에 중요한 벤치마크를 제공할 것으로 판단한다. 아자부다이 힐즈는 초고밀 복합개발로 주거·업무·문화·환경을 통합했고, 시부야 재개발은 광역교통과 연계해 첨단 산업거점을 형성했으며, 가시와노하 스마트시티는 외곽에서도 고속철도와 복합기능 설계로 자족형 거점을 만들었다. 세 사례 모두 교통·산업·주거·환경을 동시에 설계하고, 민관 협력과 제도적 지원을 결합해 지속가능한 도시 경쟁력을 확보했다는 점에 주목해야한다고 생각한다.

투자의견: Overweight Top-pick: HDC현대산업개발 현대건설

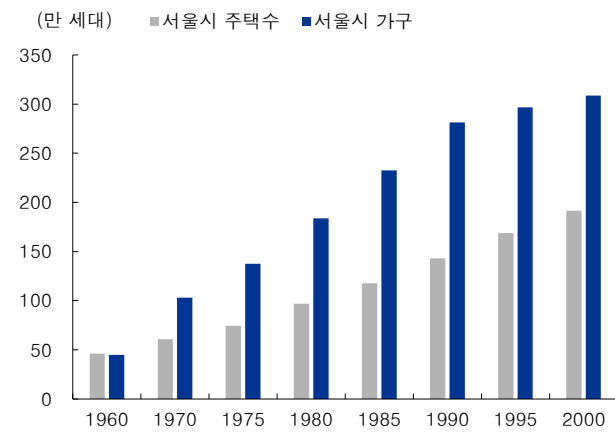
이에 따라, 서울 2040 계획과 광역철도축 개발의 수혜 범위에 직접 노출되고, 복합개발·재개발 역량을 갖춘 상위 사업자 중심으로 투자 매력을 재평가되어야한다고 판단한다. 당사는 건설 업종에 대한 투자의견은 비중확대(Overweight)로 유지하고, Top-pick으로는 HDC현대산업개발, 현대건설을 제시한다.

그림 1. 서울특별시 연도별 주택 유형별 호실 추이



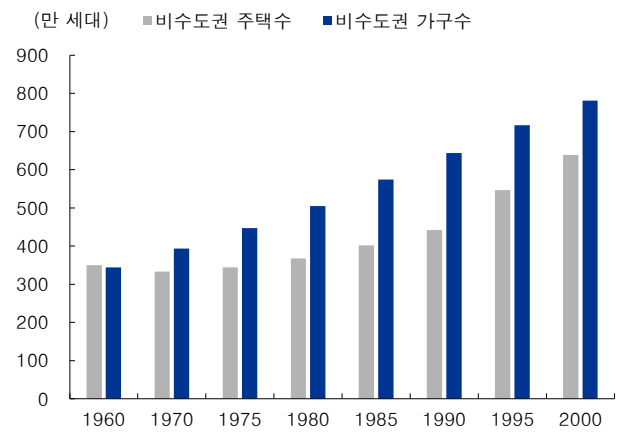
주: 단독/다가구는 1호로 계산, 자료: 통계청, IBK투자증권

그림 2. 서울시 가구 및 주택 수 추이



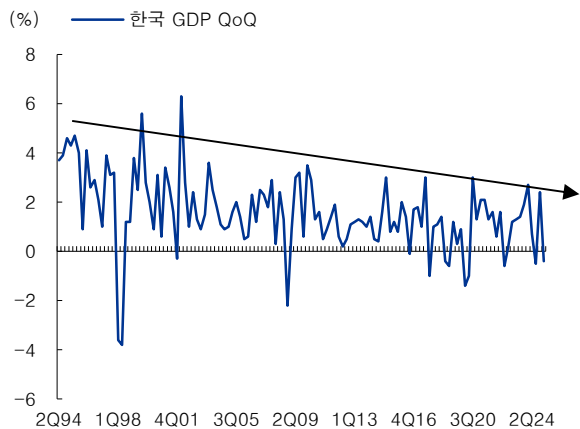
주: 단독/다가구는 1호로 계산, 자료: 통계청, IBK투자증권

그림 3. 비수도권 가구 및 주택 수 추이



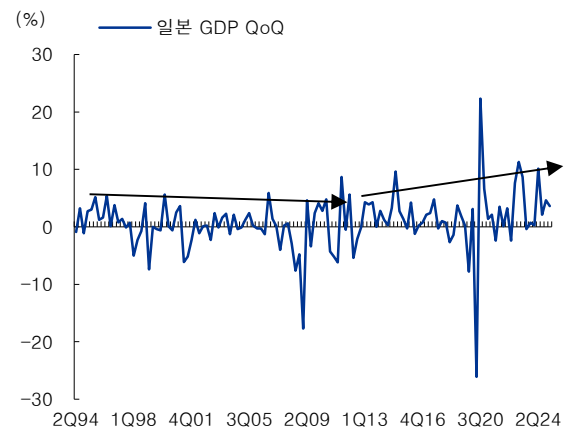
주: 단독/다가구는 1호로 계산, 자료: 통계청, IBK투자증권

그림 4. 한국 GDP 성장률 추이 (QoQ)



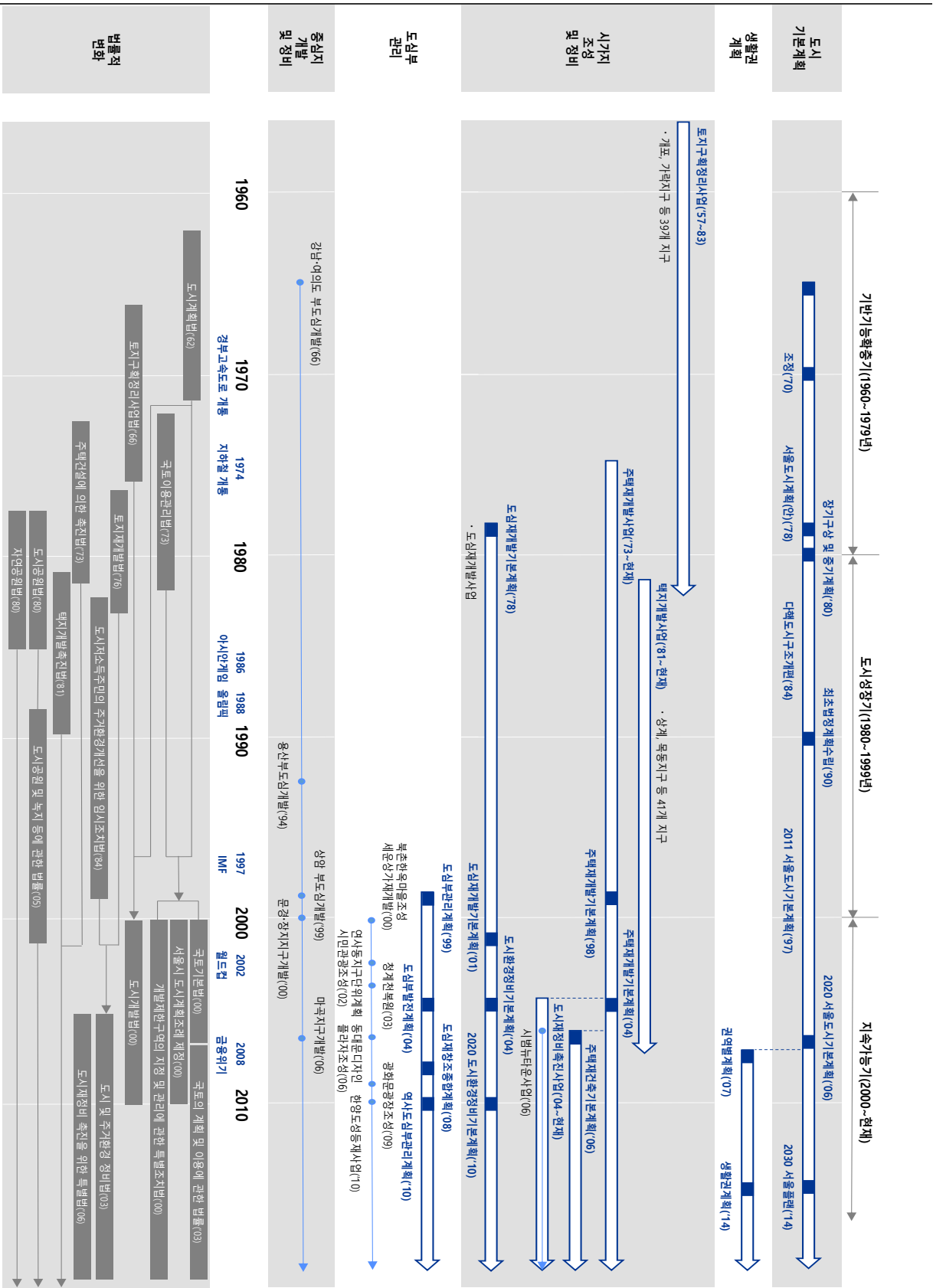
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 일본 GDP 성장률 추이 (QoQ)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 도시계획 관련 제도의 변천



자료: 서울정책아카이브, IBK투자증권

1. 서울 도시공간의 양극화는 어떻게 형성되었는가

현재 주거 중심은 아파트

대한민국에서 ‘집’이라고 하면 자연스럽게 떠오르는 것은 아파트다. 과거 단독주택이나 다세대주택, 빌라가 주를 이루던 시절도 있었지만, 이제는 전국 가구의 약 63%가 아파트에 거주하고 있으며, 특히 서울과 수도권에서는 아파트가 단순한 거주 공간을 넘어 사회적 지위와 생활 수준, 삶의 질을 상징하는 주거 형태로 자리잡았다.

서울 주거 양극화 개요

그러나 서울은 고층 아파트 단지만으로 구성된 도시가 아니다. 한편에는 계획적이고 규칙적인 대단지 아파트가 펼쳐져 있는 반면, 다른 한편에는 좁은 골목과 무질서한 필지 구조, 주차 공간도 햇빛도 부족한 노후 주택지가 공존한다. 이중적 주거 구조는 단순한 우연이 아니라, 전쟁과 산업화, 제도의 공백, 그리고 정책 우선순위의 왜곡이 누적된 결과라 판단한다.

서울 주거 이중구조 형성 배경 파악

본 장에서는 6.25 전쟁 직후 도시 기반이 무너진 시기부터 산업화 과정, 선분양 제도의 도입에 이르기까지 도시계획과 주택정책의 전개 과정을 통해, 오늘날 서울이 왜 이처럼 극단적으로 양극화된 주거 구조를 갖게 되었는지를 살펴보고자 한다.

1-1. 전쟁 이후 재정적 제약으로 인한 도시계획 활용 제한적

전후 재정 제약과 도시계획 한계

6.25 사변은 대한민국의 국토를 사실상 초토화시켰다. 전력망, 철도, 교량 등 국가 기반시설 대부분이 붕괴됐고, 서울도 중심부를 제외한 거의 모든 지역이 폭격으로 인해 직간접적으로 피해를 입었다. 대표적인 사례로는, 1948년 전국 평균 전력 생산량이 7.9만kw 였던 것에 비해, 전쟁 중인 1951년엔 3.8만kw까지 떨어지며 생산량이 절반 가까이 증발했다.

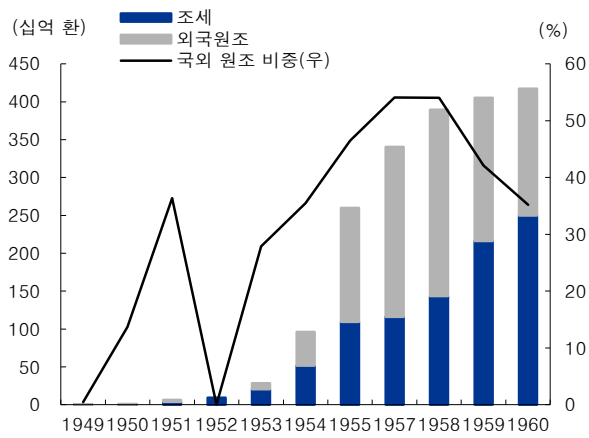
외국 원조 의존과 국방비 지출 집중

전후 복구를 위한 정부 재정 투입은 필연적이었지만, 당시 **세입 구조는 외국 원조 의존도가 높았고, 세출은 대부분 국방비에 집중**돼 있었다. 실제로 1953년 세입 중 외국 원조 비중은 27.9%, 1954년 35.5%, 1955년 46.5%, 1957년에는 54.1%까지 상승하면서 재정 전반이 외부 지원에 종속된 구조로 재편되었다. 동시에 국방비는 1953년 전체 세출의 53.7%를 차지했고, 이후에도 장기간 30% 이상 비중을 유지했다.

응급 복구 중심의 도시개발

우리나라는 군사적 긴장과 재정 제약이 겹친 상황에서 도시 복구 예산이 제한적일 수밖에 없었고, 복구의 우선순위는 공공 인프라보다는 산업화 기반시설로 집중되었을 것으로 추정한다. 그 결과 전후 도시계획은 광역적이고 일괄적인 형태가 아닌, 응급적 복구와 국지적 개발 위주로 흘러갔으리라 판단한다. 예컨대 철도 노선은 1951년 2,800km에서 1958년 2,948km로 7년 동안 5% 늘어나는 데 그쳤고, 서울 역시 일부 도심 지역을 제외하면 도시계획이 전면적으로 적용되지 못했다.

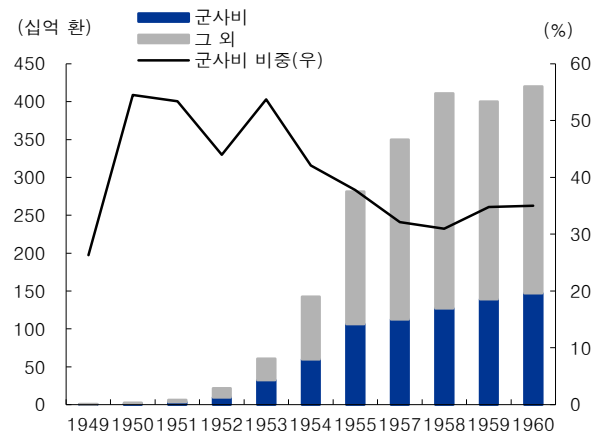
그림 7. 정부 세입 추이(1950~1960)



주: 1956년 자료 없음

자료: 경제기획원(1962.12.31.), 「1962년도 예산개요」 (pp.100-101), IBK투자증권

그림 8. 정부 세출 추이(1950~1960)



주: 1956년 자료 없음

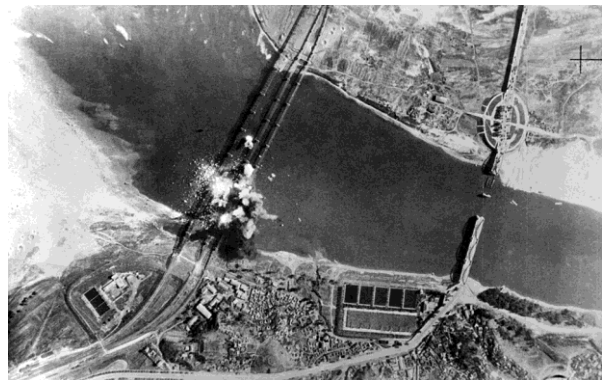
자료: 경제기획원(1962.12.31.), 「1962년도 예산개요」 (pp.100-101), IBK투자증권

그림 9. 서울 시청 및 중구 일대 항공사진 (1945년)



자료: 한국영상자료원, IBK투자증권

그림 10. 한강철교 폭파(1950년)



자료: Wikimedia, 미국 국방부, aaIBK투자증권

1960년대 도시계획
제도화

도시계획의 제도적 틀은 산업화가 본격화된 이후에야 마련됐다. 1962년 「도시계획법」, 1963년 「국토건설종합계획법」 제정으로 산업입지, 공공시설, 재해방지 등을 포괄하는 국가 차원의 국토 이용 체계가 비로소 세워졌다. 그러나 정책 우선순위는 명확히 ‘도시’가 아니라 ‘산업’에 있었을 것이라 판단한다.

산업 우선의 SOC 투자
구조

제1차 경제개발 5개년 계획(1962~1966) 기간의 사회간접자본(SOC) 투자 구조를 보면, 가장 큰 비중은 댐 건설과 공업단지 조성에 투입됐다. 이 중 농업 생산력과 직결되는 수리·간척·치수사업에도 SOC 투자액의 약 37%가 배정됐다. (진영환 외 1명, 1998, “국토정책의 평가와 발전방향”, 국토개발연구원, pp. 79~116) 이는 국가 성장 엔진을 구축하는 데는 효과적이었지만, 도시 정비와 주거환경 개선은 택지 조성 금액(55억 원, 전체대비 0.5%)에서 확인할 수 있듯 후순위로 밀렸다.

무계획적 개발과 구조적
결함 누적

그 결과, 서울에서는 소규모 필지를 기반으로 한 무계획적 개발이 확산되었으리라 추정한다. 주거지는 협소한 도로 폭, 주차 공간 부족, 일조권 침해 등 구조적 결함이 누적됐다. 1971년 도입된 「도시재개발법」이 1973년 11개 구역 시범 지정으로 첫 발을 댔지만, 복잡한 소유권 구조와 행정 역량 부족으로 다수 사업이 중도 좌초됐다.

고도 성장에 대한 대가

전후 대한민국은 산업 기반 중심의 중앙집중형 개발을 통해 고도성장을 이끌었지만, 도시계획의 실행력 부재로 주거공간은 방치됐다. 이는 서울, 특히 강북 지역에 남아 있는 낙후 주거 인프라의 왜곡된 구조로 이어졌으며, 오늘날까지 지속되는 주거 환경 불균형의 뿌리가 되었으리라 판단한다.

그림 11. 1960년대 서울 도심부 전경



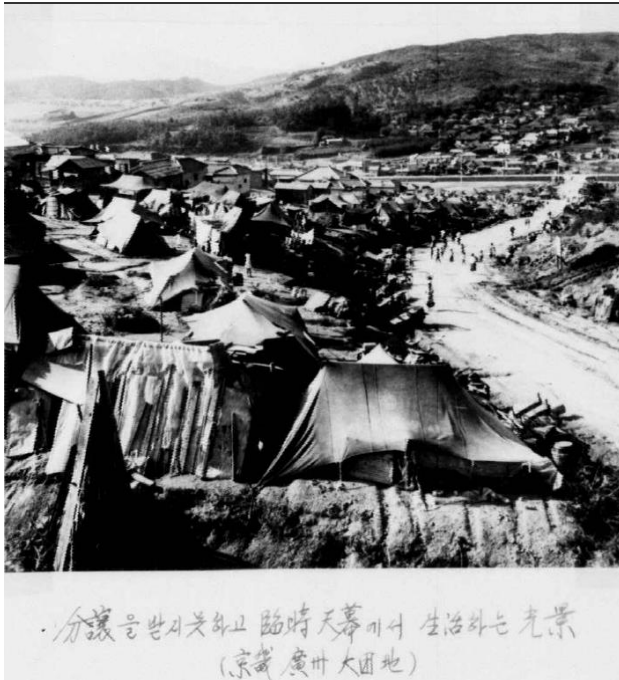
자료: 서울정책 아카이브, IBK투자증권

그림 12. 경기도 평택지구 다목적 농업개발사업의 기공식



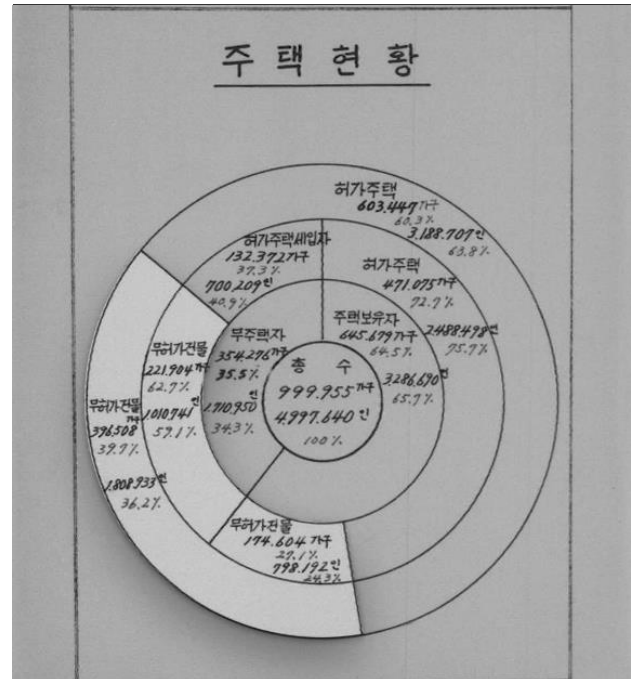
자료: 국가기록원, IBK투자증권

그림 13. 서울 시내 판자촌(1970년)



자료: 서울기록원, 서울시내 판자촌 철거 실태 보고, 1970, IBK투자증권

그림 14. 서울시 주택현황(1970.10)



자료: 서울기록원, 주택현황(국정감사수감자료), 1970.10, IBK투자증권

표 1. 경제개발계획과 국토정책(제1차 ~ 제4차)

구분	계획기간	목표	성장률 (%)	주요사업
제 1차	1962~66	사회경제적 악순환 시정 자립경제개발 구축	7.1	울산공단 개발
제 2차	1967~71	산업구조 근대화 자립경제 확립	7.0	경부경인고속도로
제 3차	1972~76	성장 안정 균형의 조화 자립적 경제구조 실현 국토종합개발과 지역개발의 균형	8.6	새마을 운동
제 4차	1977~81	자력성장구조의 실현 사회개발을 통한 균형증진 기술혁신과 능률향상	9.2	중화학공업단지

주1: 진영환 외 1명, 1998, “국토정책의 평가와 발전방향”, 국토개발연구원, pp.81~84

주2: 박용석, 2007, “국가경쟁력 강화를 위한 적정 SOC 스톡 확보방안”, 한국건설산업연구원, p.12

자료: 한국건설산업연구원, IBK투자증권

1-2. 대한민국의 고도성장과 도시화

도시화와 주택공급 시작

도시계획은 정책 우선순위에서 밀렸지만, 개발이 멈춘 건 아니었다. 1960년대 이후 급격한 경제성장과 인구 증가가 맞물리면서, 산업 부흥이 본격화되기 시작했다.

산업화에 따른 수도권 집중 심화

산업구조 변화가 이를 뒷받침한다. 농림어업 중심의 경제는 급속히 축소되고, 제조업 중심의 산업화가 빠르게 진행됐다. 특히 1970년대 이후 수출지향형 공업화가 본격화 되면서 수도권 집중이 심화됐다. 서울 내 구로·신도림·성수 등 현재 준공업지역에는 대규모 공업단지들의 흔적들이 그 시대를 증명한다.

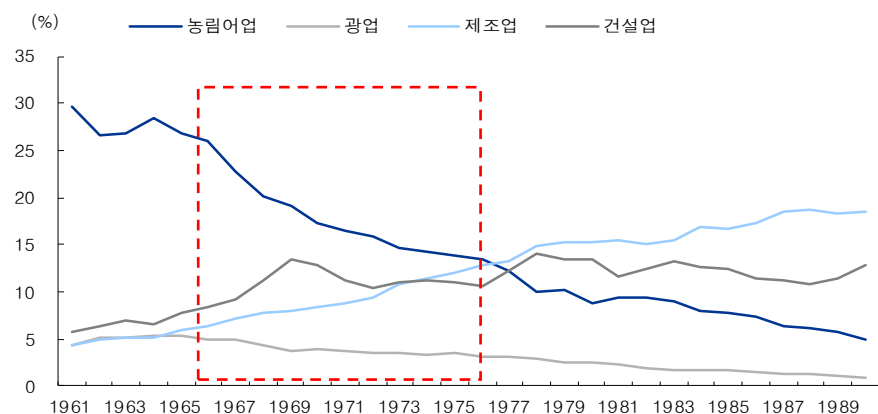
정부·민간 지출 구조 차이

변화를 위한 투자 흐름은 제1차 국토개발계획(1962~1966)에서부터 시작한다. 당시, 정부 지출은 총 11,177억 원, 이 중 2차 산업(3,218억 원)과 3차 산업(6,502 억 원)이 86%를 차지했다. 전원개발, 철도, 도로, 통신 등 사회간접자본 확충이 중심이었고, 택 지조성은 55억 원으로 전체의 0.5% 수준에 불과했다. 반면 민간 지출은 총 20,968억 원 중 주택 건설이 3,774억 원으로 정부 대비 월등히 컸다.

민간 주도 개발 → 난개발 발생 추정

결국 정부는 산업화·인프라 확충에 재정을 집중했고, 주거 부문은 민간이 책임지는 구조가 고착됐다. 그러나 **민간 중심의 주거 개발은 공공 주도 계획 없이 수요에 쫓겨 진행되면서 난개발을 불렀다고 판단한다.** 그 이유는 산업단지와 교통축을 따라 도시는 빠르게 팽창했지만, 주거지는 계획적 정비 없이 확산되며 이후 도시 구조의 불균형과 주거환경 격차를 키웠으리라 추정되기 때문이다.

그림 15. 산업별 GDP 비중 (제조업 비중 상승 → 수도권 집중화 → 효율적 토지 개발)



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 16. 시대별 구로공단 변화



자료: 서울특별시, IBK투자증권

표 2. 제1차 국토개발계획 (1962 ~ 1966, 정부 지출)

분류	금액(십억 원)
제 1차 산업	145.7
치수사업	17.2
조림사업	42.1
기타	86.4
제 2차 산업	321.8
광업	6.7
비료	79.9
석유 정제	42.7
방직업	71.9
제철	79.1
기타경공업	35.6
건설업	5.9
제 3차 산업	650.2
전원개발	132.8
철도	47.5
철도건설	49.1
도로교량	40.5
항만개수	21.8
기타운수	101.2
전신전화	108.2
상하수도	31.8
택지조성	5.5
교육	108.1
기타	3.7
총계	1,117.7

자료: 국가기록원, IBK투자증권

표 3. 제1차 국토개발계획 (1962 ~ 1966, 민간 지출)

분류	금액(십억 원)
제 1차 산업	408.7
농지개량사업	76.3
축산업	71.0
농업자재	71.1
수산업	59.7
기타	13.6
제 2차 산업	770.4
석탄	130.7
철	13.5
중석철	10.2
기타광업	20.6
시멘트	43.7
기타화학공업	75.6
기계공업	78.3
기타제조업	325.3
중소기업	14.5
기존시설활용	47.8
건설업	10.2
제 3차 산업	917.7
전원개발	243.9
주택	377.4
기타	296.4
총계	2,096.8

자료: 국가기록원, IBK투자증권

서울 인구·가구
폭발적 증가

1960~1980년 동안 수도권 전역에서 인구와 가구 수가 빠르게 늘었지만, 서울은 타 도시 대비해서도 압도적인 과밀화를 겪었다. 1960년 246만 명이었던 서울 인구는 1980년 836만 명으로 20년 만에 3.4배 증가했다. 같은 기간 가구 수도 46만 가구에서 184만 가구로 3.1배 이상 늘었는데, 이는 단순한 인구 자연증가뿐만 아니라 대규모 농촌 인구의 도시 유입, 산업화와 고용 기회의 집중이 맞물린 결과라 해석된다.

공급 부족과
과밀 거주 심화

증가 속도는 수도권 내 타지역과 비교해도 단연 돋보였다. 수도권 전체(서울 포함) 인구는 519만 명에서 1,329만 명으로 2.6배 증가했지만, 서울은 이보다 훨씬 높은 3.4배의 증가를 기록했다. 비수도권 지역은 같은 기간 1,980만 명에서 2,414만 명으로 1.2배 증가에 그쳤다. 전국 인구 대비 수도권 비중은 20.8%에서 35.5%로 급등하며 수도권 집중이 심화됐고, 그 중심에는 서울이 있었다.

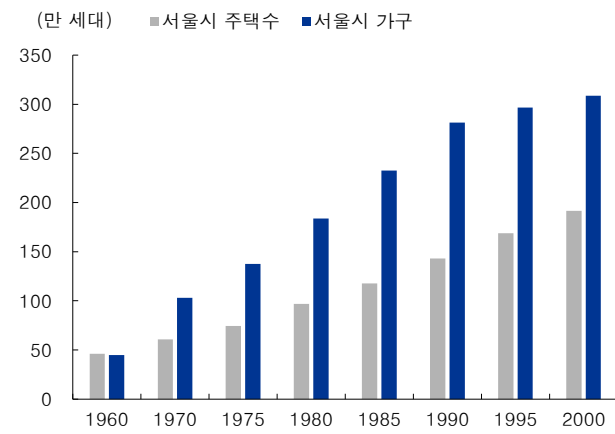
서울 주거 부족
심화

주목해야 할 점은 폭발적인 인구 유입 대비, 주택 공급이 전혀 속도를 맞추지 못했다는 점이다. 1980년 당시 서울의 인구는 836만 명에 달했지만, 주택 수는 약 96만 호에 불과했다. 단순 계산만 해도 한 주택당 평균 8.7명이 거주한 셈인데, 이는 전국 평균 4.7명, 수도권 평균 4.5명과 비교하면 두 배 가까운 수치다.

선분양 제도 도입 배경

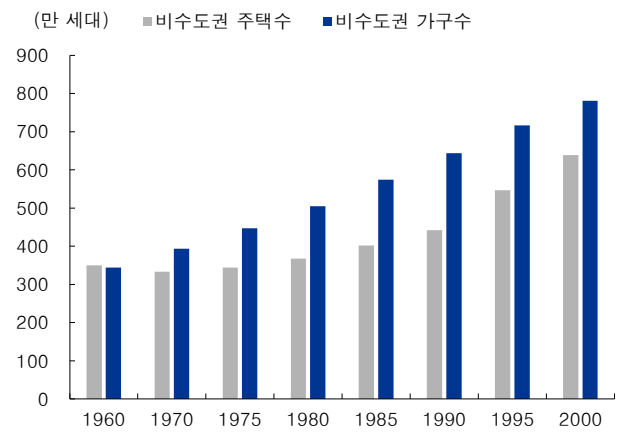
이처럼 인구 밀집도가 비정상적으로 높았던 서울은 1970~80년대 내내 주거 불균형이 심각했다. 급증한 인구가 공급 부족 속에 밀집 거주하면서 달동네·무허가 건축·비위생적 판자촌이 도심과 외곽 곳곳에 형성됐다. 이는 도시 인프라 과부하와 교통 혼잡, 생활 환경 악화를 초래했으리라 판단한다.

그림 17. 서울시 가구 및 주택 수 추이



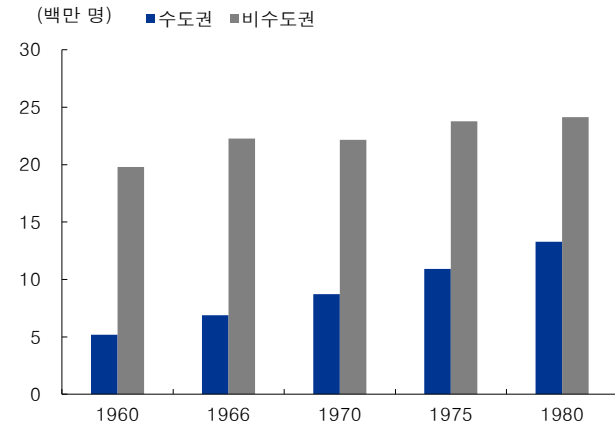
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 18. 비수도권 가구 및 주택 수 추이



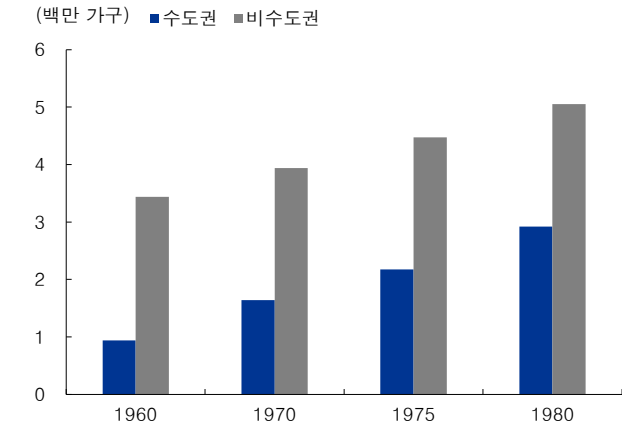
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 19. 수도권/비수도권 인구 수 추이(1960~1980)



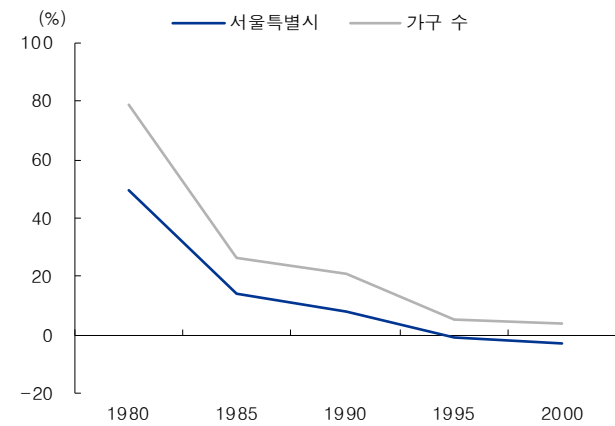
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 20. 수도권/비수도권 가구 수 추이(1960~1980)



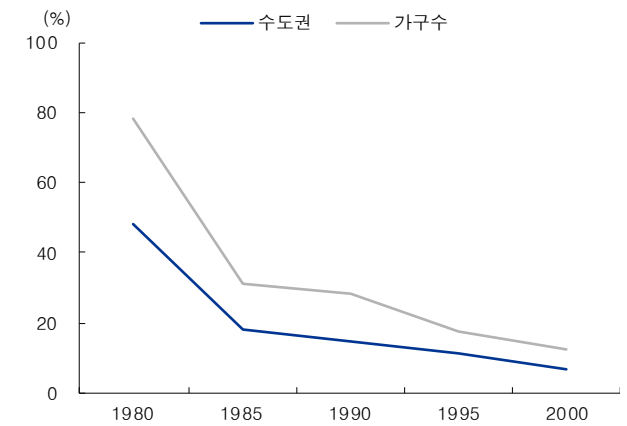
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 21. 5년 간 인구 및 가구 증감율(서울특별시)



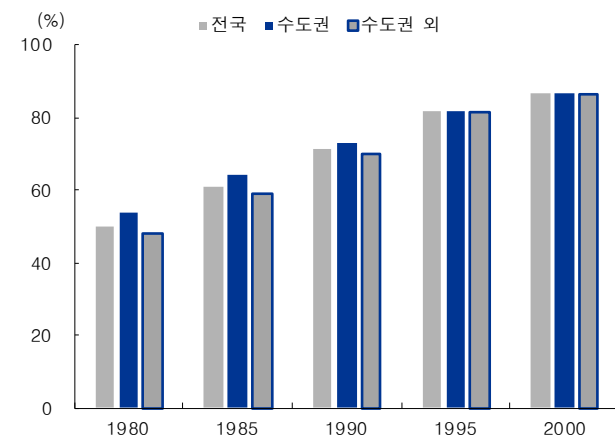
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 22. 5년 간 인구 및 가구 증감율(수도권)



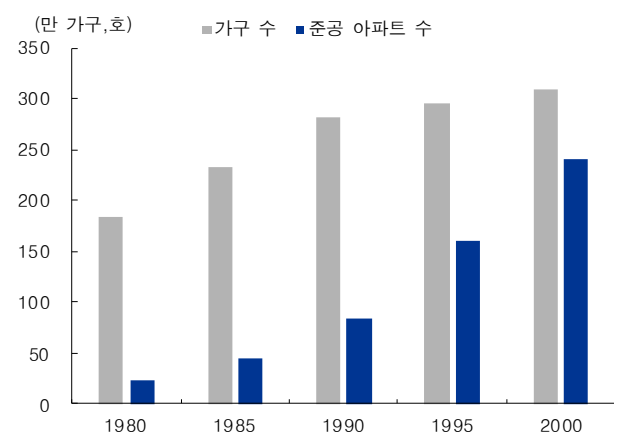
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 23. 1980 ~ 2000년 1~4인 가구 비중 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 24. 전체 가구 수와 준공 아파트 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

정부 주도 택지 조성
한계 봉착 추정

결국, 수도권은 인구가 빠르게 몰리면서 도심과 주변 지역은 인구 밀집 현상을 겪게 되었고, 이에 따라 안정적인 주거 공간 확보가 사회적 과제로 떠오르게 되었다. 주거 수요는 폭증하고 있었지만, 정부의 재정 여력은 한계가 분명했고 기존 비일관된 분양 방식은 자금 회전 속도가 느려 주택 공급 속도를 따라잡기 어려웠으리라 판단한다.

선분양 제도 도입 배경

이에 따라 정부는 민간 자본을 활용하기 위한 제도적 전환에 나섰고, 그 결정적 전환점이 바로 '선분양 제도'의 도입이다. 선분양 제도는 1984년 11월 28일 개정된 「주택공급에 관한 규칙」을 통해 법제화되었으며, 건설 전에 주택을 분양하고 계약금·중도금을 통해 건설자금을 조달하는 방식으로 정착되었다. 이는 민간 건설사에 안정적인 운영자금을 제공함과 동시에, 정부에는 택지 조성만 완료하면 추가 자본 부담 없이 대규모 주택 공급을 가능케 해주는 현실적인 수단이었을 것으로 추정한다.

선분양 제도의 효과와
200만호 계획

제도 전환은 실제로 주택 공급 확대에 큰 기여를 했다고 판단한다. 그 이유는, 1988년부터 추진된 주택 200만호 건설 계획을 통해 서울은 약 22만 호, 수도권 전체는 약 81만 호가 증가했으며, 이는 모두 민간 건설사의 참여 확대와 선분양 제도 도입 덕분이라 생각하기 때문이다.

1기 신도시와
주택 공급 모델 전환

주택 수요-공급의 불일치를 해결하기 위한 후속 조치로는 1990년대 초 1기 신도시 건설(분당, 일산, 중동, 평촌, 산본)이 있었는데, 공공이 택지를 조성하고 민간이 아파트를 건설 및 공급하는 혼합 방식으로 이뤄졌다. 이는 필지 단위로 대규모 아파트 단지를 계획하고, 공공과 민간이 각자의 역할을 수행하는 새로운 주택 공급 모델로 작동했다.

실질 계획 개발 시대는
1990년도부터

결국, 이 시기는 난개발의 시대에서 제도적 공급 시스템으로의 전환이 이뤄진 시기였다. 정부는 재정 한계를 극복하기 위해 민간의 자본과 실행력을 활용했고, 선분양 제도는 이를 제도적으로 뒷받침하면서 대규모 아파트 시대의 서막을 열었다. 이로써 주택 공급 방식은 공공 중심에서 민간 협력으로 이양되었고, 도시 공간 구조는 난개발을 거쳐 계획 중심으로 이동하는 전환점을 맞이하게 되었다고 판단한다.

그림 25. 목동신시가지 공사현장 모습



자료: 서울기록원, IBK투자증권

그림 26. 노원역 일대(1985년)



자료: 서울메트로, IBK투자증권

표 4. 1기 신도시

지구명	면적	호 수
성남시 분당	1,964만 m ²	9.8 만 호
일산시 고양	1,574만 m ²	6.9 만 호
안양시 평촌	511만 m ²	4.2 만 호
군포시 산본	420만 m ²	4.2 만 호
부천시 중동	546만 m ²	4.1 만 호

자료: 국토교통부, IBK투자증권

표 5. 경제개발계획과 국토정책(제5차 ~ 제7차)

구분	계획기간	목표	성장률	주요사업
제 5차	1982~86	안정기조 정착 고용기회 확대 계층간 지역간 균형발전	7.6	아시안게임 올림픽 준비
제 6차	1987~91	산업구조 근대화 자립경제 확립	7.3	주택 200만 호
제 7차	1992~96	성장 안정 균형의 조화 자립적 경제구조 실현 국토종합개발과 지역개발의 균형	7.5	인천국제공항

주1: 진영환 외 1명, 1998, “국토정책의 평가와 발전방향”, 국토개발연구원, pp.81~84

주2: 박용석, 2007, “국가경쟁력 강화를 위한 적정 SOC 스톡 확보방안”, 한국건설산업연구원, p.12

자료: 한국건설산업연구원, IBK투자증권

1-3. 소규모 필지 개발과 빌라·다가구주택 난립 원인 분석

저층 주거지 난립 배경

하지만, 뚜렷하게 빛나는 고층 아파트 단지를 지나면, 여전히 좁은 도로와 일조권이 보장되지 않는 노후 주택지가 곳곳에 밀집되어 있다. 특히 서울은 지방 주요 도시들과 달리, 도로 폭이 확보되지 않은 채 주거지가 무질서하게 조성된 사례가 유독 많다. 이런 구조는 크게 세 가지 이유에서 기인한다고 생각하는데, 폭발적 인구 증가에 따른 도시화와 과거의 법제도 설계와 집행의 단절 그리고 정책적 우선순위의 불균형에서 기인한 결과라 판단한다.

만성적 공급 부족과
과밀 거주

서울은 지난 수십 년간 구조적인 주택 부족에 시달려온 대표적인 도시였다. 1960년대 초반 해도 서울의 주택 수는 가구 수를 약간 상회했지만, 이는 제대로 된 계획 하에 공급된 주택이라기보다 과밀 거주와 비거주 공간 활용이 포함된 왜곡된 수치에 가까웠다. 실제로 1970년부터는 격차가 급격히 벌어진다. 당시 서울의 주택 수는 약 60만 7천 호에 불과했지만, 가구 수는 102만 9천 가구에 달해 주택 공급률이 59% 수준으로 급감했다.

비정상 주거 형태의 확산

물론 당시에는 단독주택을 여러 세대로 나누어 거주하거나, 기존 주택을 멸실한 뒤 다 가구주택으로 변환시켜 세대가 나눠사는 방식이 일반적이었다. 하지만 이러한 점을 감안하더라도, 당시 서울에서는 세 명 중 한 명 이상이 사실상 ‘집다운 집’ 없이 생활했을 가능성이 높다. 이는 과밀 거주와 불완전한 주거 형태가 구조적으로 만연했음을 보여주는 지표라 할 수 있다.

심각했던 서울
주택 보급률

이후에도 상황은 개선되지 않았다. 1980년 서울의 가구 수는 183만여 가구, 주택 수는 96만 8천 호로 공급률은 53% 수준에 불과했다. 1990년대에는 이 격차가 정점을 찍었다. 1990년 기준, 서울의 가구 수는 281만여 가구로 주택 수 143만 호와 비교해 138만 가구가 사실상 주택을 제대로 공급받지 못한 상태였다. 공급률은 절반 수준에 그쳤다. 이 기간 동안 주택 공급이 없었던 것도 아니다. 다만, 서울시 전역에 걸쳐 다세대·다가구·아파트 등 다양한 형태의 주택이 들어섰음에도, 가구 수 증가 속도를 따라잡기에는 턱없이 부족했다.

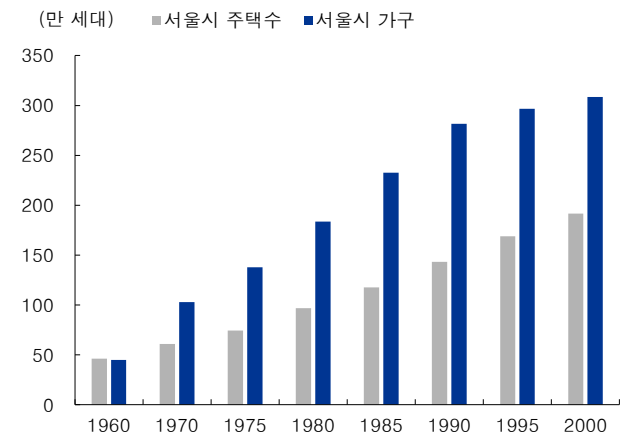
상대적으로 빨랐던
지방 주택 공급

같은 기간 비수도권은 상황이 달랐다. 1970년 기준 비수도권의 주택 수는 약 332만 호, 가구 수는 393만여 가구로 공급률은 약 84% 수준이었다. 이후에도 비수도권 지역은 80~90%대 공급률을 유지하며 상대적으로 안정적인 주거 환경을 형성했다. 즉, 서울은 산업화에 따른 인구 집중이 가장 극단적으로 나타난 도시임에도 불구하고, 이에 상응하는 주택 공급 체계가 뒷받침되지 못했던 것이다.

현재 슬럼화된 지역과
아파트 개발 지역이
공존하는 이유

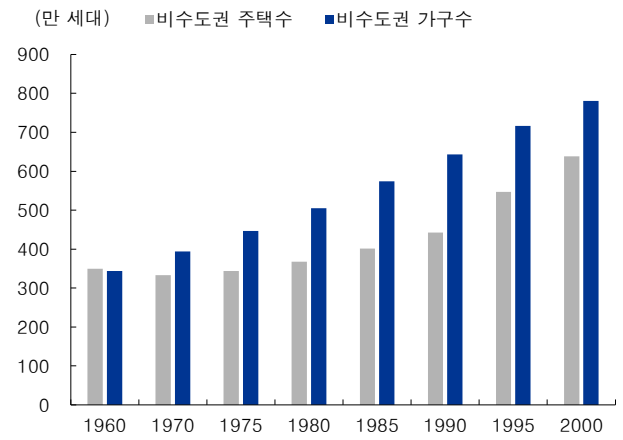
이처럼 서울은 수십 년간 만성적인 수급 불균형 속에 놓여 있었고, 이로 인해 무허가 주택, 쪽방, 고시원, 비거주용 건물 내 주거 등 비정상적인 주거 형태가 만연하게 됐다. 주택을 지을 땅도, 돈도 부족했던 시대에, 점점 더 많은 가구가 유입되면서 다세대·다가구 형태의 낙후된 주거지가 자연스럽게 확산되었고, 이것이 결국 서울 도심 내부의 불균형한 주거 구조와 지속적인 수요 압력을 만들어냈다. 주택을 양적으로 충분히 공급하지 못한 결과, 질적으로도 낙후된 주거 환경이 고착화된 것으로 판단한다.

그림 27. 서울특별시 주택 및 가구 수 추이



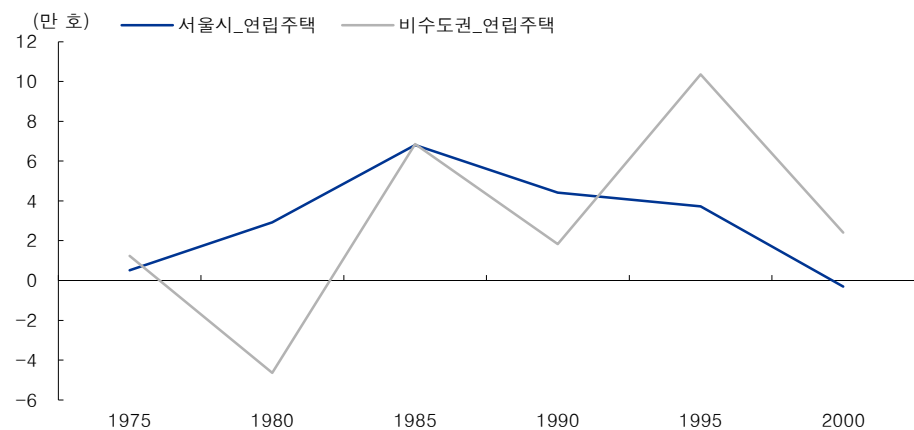
주: 주택 호 수와 가구 수 비교를 위해 단위 통일
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 28. 비 수도권 주택 및 가구 수 추이



주: 주택 호 수와 가구 수 비교를 위해 단위 통일
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 29. 연도별 연립주택 증가 폭(소규모 필지 개발 난립 근거 중 하나)



주: 다세대 주택은 1990년 이후 통계 집계
자료: 한국건설산업연구원, IBK투자증권

법제도와 현실 괴리

두 번째로는 과거의 법제도 설계와 집행의 단절에서 기인한다고 판단한다. 1962년 제정된 도시계획법과 건축법은 우리나라 계획도시 제도의 출발점이었다. 이때부터 도로(폭 4m 이상)에 2m 이상 접해야 한다는 접도요건이 명문화되었지만, 기초성된 협소 필지 지역에서는 사실상 적용이 불가능했을 것으로 추정한다.

접도 요건 유명 부실

그 이유는 강북·관악·은평·동대문 등 전후 복구와 산업화가 빠르게 진행된 지역 등의 골목 폭이 4m 이하 수준이었을 것으로 파악되기 때문이다. 더불어 건축허가는 예외 규정을 활용한 ‘조건부 허가’가 관행화되었고, 유권 해석 범위가 넓은 점을 이용해, 실질적으로 접도 요건은 유명무실하게 운영된 것으로 파악된다.

주차장 제도의 한계

한편 1968년 처음으로 시행된 부설주차장 설치 의무도 연면적이 2,000평방미터 이상 특수건축물 중 건설부령으로 정하는 건축물을 신축하고자 할 때에만 부여되었기 때문에, 다층 주택이 아닌 경우에는 거의 적용되지 않았다. 또한, 1990년대까지도 주차장법이 제대로 정비되지 않아, 소규모 필지에 고밀도로 지어진 주택이 주차 공간 없이 들어서는 구조적 허점이 이어졌다.

도로·주차 인프라
부족 고착

이러한 제도와 현실의 괴리는 도시 기반시설의 부재로 이어졌다. 서울연구원 조사에 따르면, 2019년 기준 서울 전체 도로 중 폭 12m 미만의 생활도로가 연장 기준 76.8%를 차지하였다. 또한, 특히 폭 4m 미만 골목은 전체의 41.3%로 집계되었다. 결국, 도로 인프라+주차 공간 부족 현상은 다세대·다가구 주택 주변 이면도로를 사실상 주차장처럼 점거되어, 일상생활 인프라가 구조적으로 결핍된 주거 환경이 도심 곳곳에 고착됐다.

그림 30. 1963년 상도동 주택



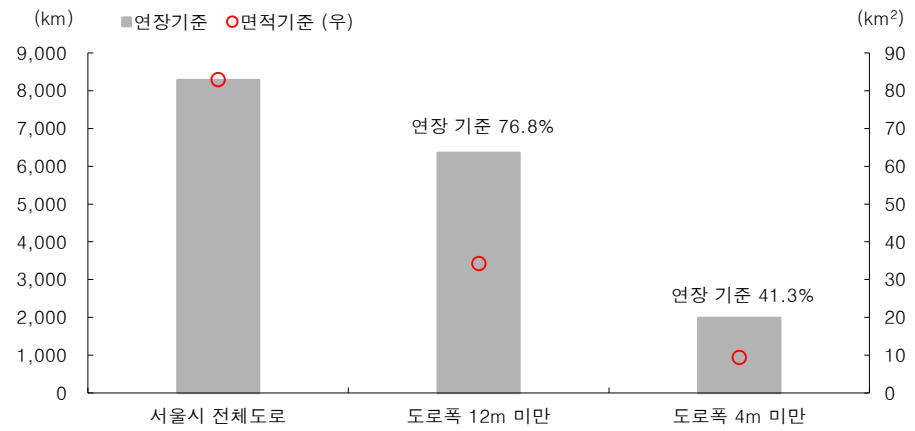
자료: 서울사진아카이브, IBK투자증권

그림 31. 1976년 잠수교 일대



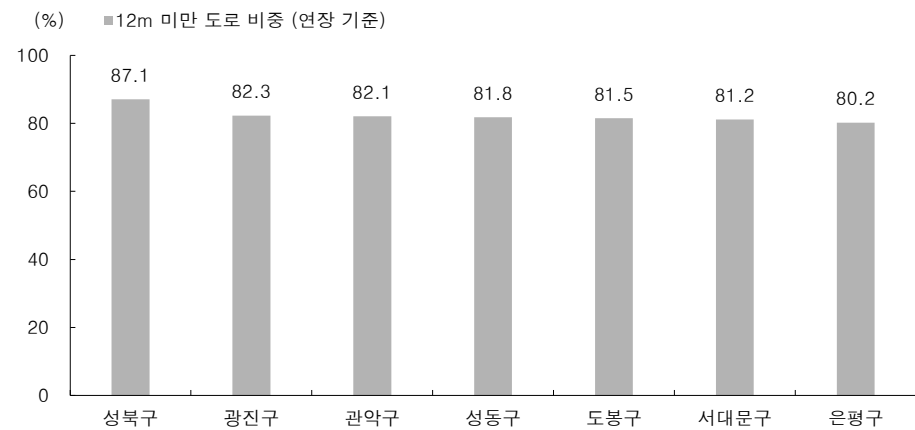
자료: 서울사진아카이브, IBK투자증권

그림 32. 서울시 생활도로(2019년 기준)



자료: 서울연구원, 언론보도, IBK투자증권

그림 33. 생활도로 비중 (12m 미만, 2019년)



자료: 서울연구원, 언론보도, IBK투자증권

정책 우선순위 불균형	마지막으로는 정책적 우선순위의 불균형이라 판단한다. 서울의 도시개발과 재개발 정책은 1970년대부터 제도화되기 시작했지만, 1990년대 이전까지는 제도적 한계와 행정적 제약으로 인해 실질적인 성과를 내는 데 어려움을 겪었다. 1971년 도시계획법의 전면 개정을 통해 도심 재개발이 법제화되었고, 1973년에는 서울 도심 11개 지역(소공, 을지로, 서울역-서대문, 청량리, 영등포 등)을 최초의 재개발 시범지구로 지정했다. 이는 한국 최초의 체계적인 재개발 시도로 평가된다.
재개발 사업의 시행 한계	하지만 이러한 정책은 시행 초기부터 한계에 직면했다. 지정된 지역 상당수는 복잡한 토지 소유권 구조, 건축물/토지 대장 불일치 구조, 주민 간 이해관계 충돌, 민간 참여 부족, 행정력 미비 등으로 인해 사업이 지연되거나 아예 중단되는 사례가 많았던 것으로 알려져있다.
토지·건축물 대장 불일치 문제	실제로 1970~80년대까지는 토지대장과 건축물대장이 일치하지 않는 경우가 다수 존재했으며, 이는 재개발 사업 추진 시 법적 분쟁이나 행정 지연의 직접적인 원인이 되었다. 특히 서울과 같은 대도시 중심부에서는 소유권이 쪼개져 있는 다수의 필지에 복수의 이해당사자가 얽혀 있는 경우가 많았고, 이로 인해 사업 시행자는 조합 결성이나 보상 협의 단계에서부터 심각한 난관에 부딪혔다.
계획된 개발 장기표류	예를 들어, 서울 도심 11개 시범재개발지구 중 상당수는 사업 지정 이후 수년이 지나도록 착공조차 하지 못했으며, 청량리·을지로 등 일부 지역은 1990년대 후반까지도 정비 계획이 수차례 변경되거나 재검토되는 등 장기 표류하게 된다. 또한, 당시 토지 소유권 확인 과정에서의 누락, 이중 등재 등의 문제가 복합적으로 얽혀 개발권 설정 자체가 어려웠던 사례도 적지 않았다.
기반시설 확보 중심의 계획 한계	한편, 이 시기의 도시계획은 전체 도시 구조의 일관된 개선보다는 도로, 공원 등 최소한의 기반시설 확보에 초점이 맞춰져 있었다. 1962년 도시계획법의 제정 이후 점도 요건이 도입되었지만, 실제로는 4m 이하의 협소한 도로를 접한 필지에도 건축허가가 관행적으로 이루어졌으며, 주차장 의무 설치 제도도 1967년이 되어서야 겨우 마련되었다. 그마저도 제도적 집행력은 부족해 서울의 주요 저층 주거지(강북, 관악, 은평, 동대문 등)에는 기반시설이 전무한 상태에서 다세대·다가구주택이 고밀도로 공급되는 문제가 발생했다.
소형 필지 구조의 고착화	이와 같은 제도적 허점은 서울시의 토지 구조상 더욱 뚜렷하게 드러났다. 서울연구데이터서비스에 따르면, 1999년 서울 주거용지 중 주거·상업 혼합용지는 약 13%, 주택 전용지는 18.9%에 불과했으며, 100㎡ 이하의 소형 필지가 전체 필지의 상당수를 차지했다. 이러한 조건은 단독·다가구, 연립, 다세대주택 난립을 구조적으로 유도했고, 좁은 골목, 주차장 부재, 일조권 침해 같은 문제를 도시 전반에 고착시켰으리라 판단한다.

표 6. 서울시 연도별 도심재개발 지정현황

구분		합계	70~79년	80~89년	90~99년
구역 지정	구역수	38	28	6	4
	지구수	461	339	91	31
	면적(만㎡)	194.7	144.4	37.4	12.9

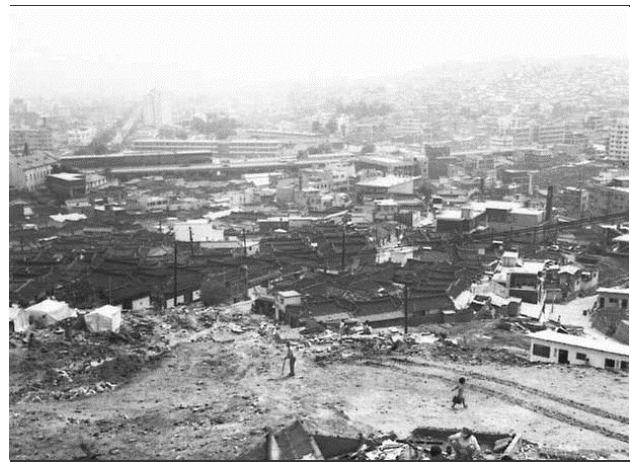
자료: 서울시, 서울시 도시/주거환경정비기본계획(도시환경정비사업부문), 2004년, IBK투자증권

그림 34. 영등포 주택 개량지구 전경(1973년)



자료: 서울기록원, IBK투자증권

그림 35. 주택 개량 현장(1974년)



자료: 서울기록원, IBK투자증권

2. 기본계획의 탄생과 성패의 교훈

2-1. 서울시 도시기본계획의 흐름

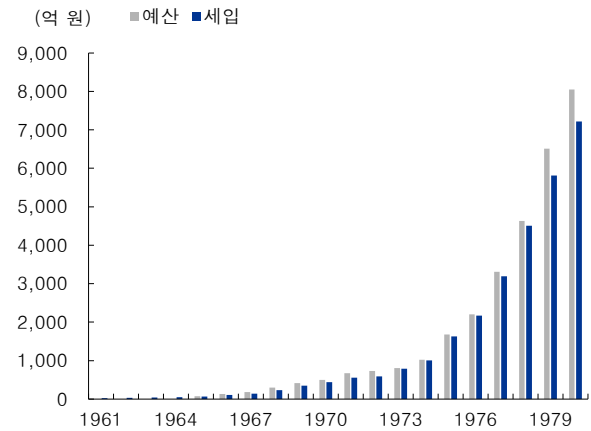
새서울 백지계획 등장 배경	서울 도시계획 역사에서 새서울 백지계획(1966)은 도시기본계획이 등장하기 이전에 발표된 도시 구상이었다. 당시 서울시는 급속한 도시 팽창과 무질서한 시가지 확산을 막기 위해, 아예 새롭게 계획된 도시를 건설하겠다는 발상을 내놓는다. 제시된 계획인 ‘새서울 백지계획’은 기존 서울이 가진 무계획·과밀·불량 구조를 피하고, 인구·기능이 분산된 이상적인 도시 구조를 백지에서부터 새로 그려내겠다는 뜻에서 출발했다.
백지계획의 구상 내용	1966년 당시 ‘새서울 백지계획’은 한강 이남 지역에 새로운 수도 기능을 분산 배치하겠다는 구상이었다. 핵심적으로는 인구 500만 명 시대에 대비하여, 주요 관공서 분산 그리고 새로운 주거지역 및 업무지구를 개발하겠다는 계획이었다. 형태는 [그림 36]에서 확인할 수 있듯 도시 외곽을 무궁화 형태의 녹지대로 감싸고, 도심부에는 고층 주거지와 관청, 상업지구 등을 집약시켜 기능별로 분리된 도시를 조성한다는 청사진이었다.
현실성 부족과 재정 한계	하지만 이 같은 계획은 발표 초기부터 현실성 부족이라는 비판에 직면했다. 가장 큰 문제는 당시 서울시의 예산 규모와 비교해 턱없이 큰 계획 규모였다. 1966년 서울시 연간 세입이 105억 원 정도에 불과했던 반면, 새서울 조성에 필요한 예산은 당시 기준으로 수천억 원에 달할 것으로 추정되었기 때문이다.
단계적 로드맵 부재와 상위사업 우선	이 계획은 실행력 부족도 문제였다. 세부적으로는 구체적인 후보지 선정 없이 발표되었기에, 단계적 이행 로드맵 등이 부재하였다. 또한, ‘무궁화형 도시’나 ‘삼두 마차식 기능 분산 구상’ 등은 이미 기성된 건물들의 해체가 필요했고, 경부고속도로 등 당시 상위 건설사업에 주안점을 두는 현실적인 제약도 존재하였으리라 추정한다.
백지계획 실패의 의의	무엇보다 이 계획이 발표된 시점은 도시계획이라는 개념 자체가 막 태동하던 시기로, 관련 행정과 인력, 제도 기반이 충분치 않았다는 점도 간과할 수 없다고 판단한다. 결국 새서울 백지계획은 실현되지 못한 채 역사 속으로 사라졌지만, 이 시도를 계기로 ▶ 현실적인 도시계획 수립 논의가 본격화되었고, ▶ 경부고속도로 및 청계고가도로 등 강남권 개발 등이 밀기둥이 되었다.

그림 36. 새서울 백지계획



자료: 서울균형발전포럼, IBK투자증권

그림 37. 서울시 연간 예산 및 세입(1961~1980)



자료: 서울통계연보, IBK투자증권

그림 38. 새서울 백지계획 보도자료



자료: 경향신문, IBK투자증권

그림 39. 수도 이전 목적 백지 계획(새서울 백지계획과 다름)



자료: 네이버 뉴스 라이브러리, IBK투자증권

제1차 도시기본계획 개요

이후, 등장한 최초 법정계획인 서울시 도시기본계획은 1990년 제1차 계획을 시작으로 총 5차례에 걸쳐 수립되어 왔고, 각 시기마다 서울이라는 도시가 안고 있는 문제의 양상과 정책의 우선순위에 따라 구체적 전략과 권역별 방향성이 달라져 왔다.

공급 중심의
공간 구조 설계

제1차 계획은 2000년을 목표로, 인구 폭증과 주택 부족이라는 당시의 도시문제를 해결하기 위해 공급 중심의 도시공간 구조를 설계했다. 서울시는 핵심 축을 5대 권역(도심, 신촌, 청량리, 신촌, 영등포, 영동, 잠실)으로 나누고, 아파트 공급 확대, 간선도로망 구축 등을 통해 도시기반시설을 확보하는 데 주력했다.

동남권 집중 개발과
강북 격차

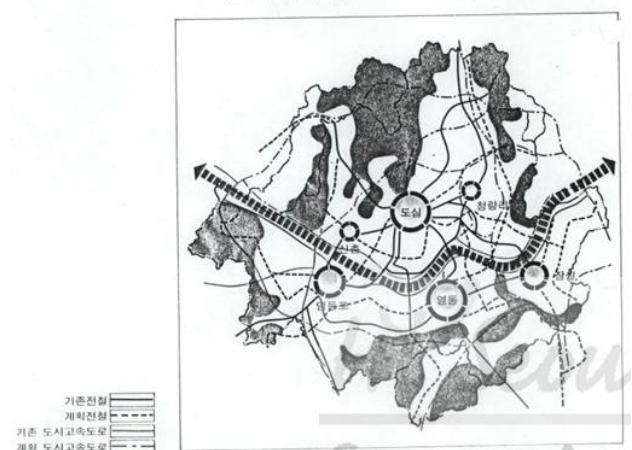
특히 동남권(영동·잠실)은 신도시 성격으로 집중 개발을 목표했고, 일부 서울시 내 공업지역 중 공업성이 약한 지역을 중심으로 주거지역을 확보하고 노력하였다. 다만, 강북지역은 상대적으로 낙후된 상태로 남게 되어, 서울 내 지역 격차는 피할 수 없었을 것으로 판단한다.

그림 40. 서울시 최초 도시 기본 법정 계획



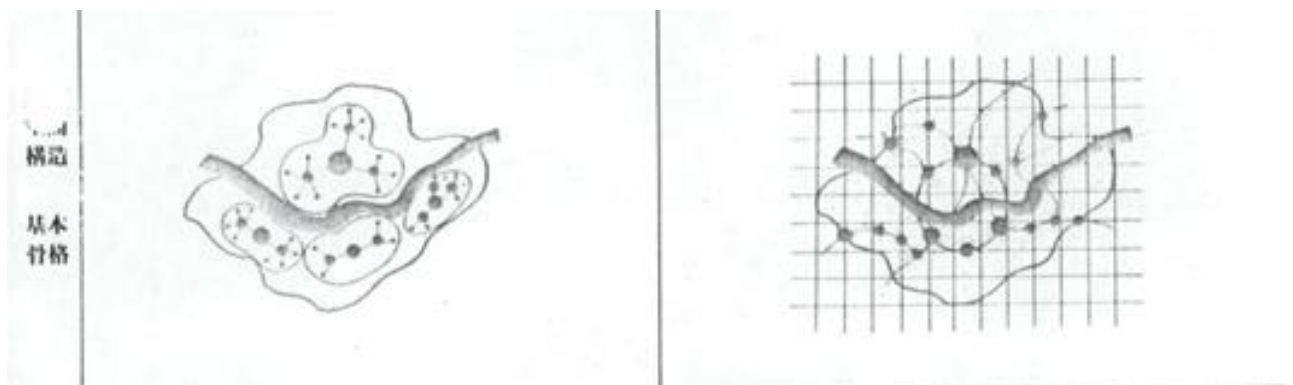
자료: 서울특별시, IBK투자증권

그림 41. 공간구조 기본 개념도



자료: 서울특별시, IBK투자증권

그림 42. 기본 구조 (왼쪽부터 1안, 2안)



자료: 서울특별시, IBK투자증권

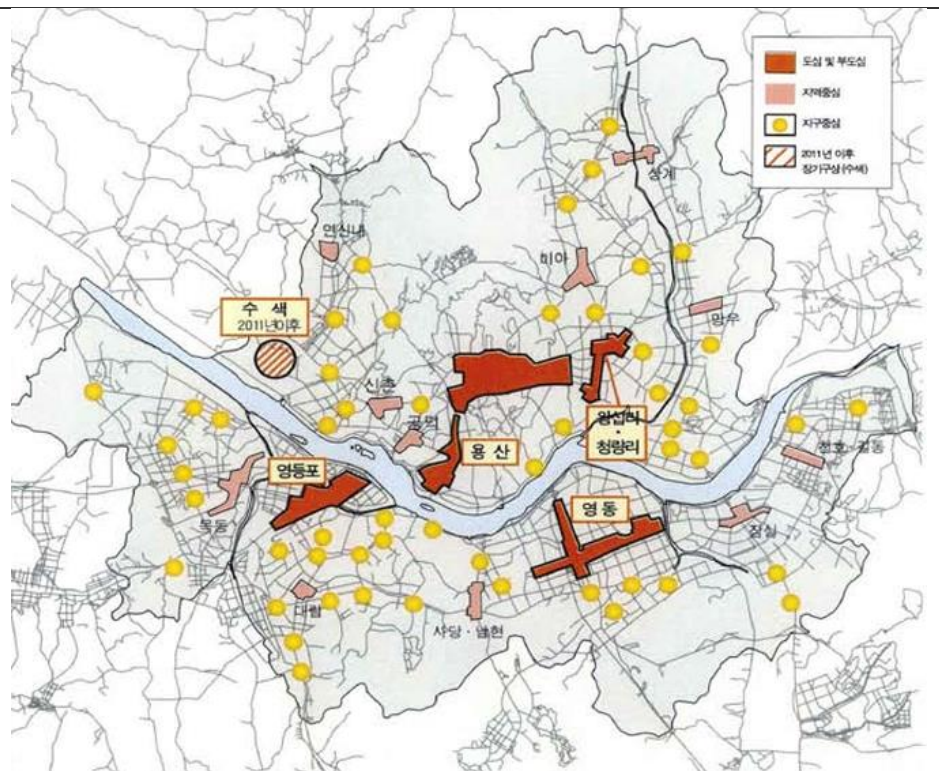
제2차 도시기본계획 개요 단핵→다핵 전환 전략

제2차 계획은 1997년에 수립되었으며, 2011년을 목표로 작성되었다. 직전 작성된 도시 계획과 차이점은 구조 측면에서의 ‘단핵 → 다핵’ 전략 전환이다. 1990년 계획이 도심 집중(도심, 청량리, 신촌, 영등포, 영동, 잠실)을 유지한 반면, 1997년 계획(도심, 용산, 영등포, 왕십리/청량리, 영동, 수색/2011년 이후 장기 구상)은 부도심을 육성하여 ‘다핵 연계 도시구조’로 재편하려 했다. 이는 교통 혼잡과 주거불균형, 도시 기능의 집중을 해소하기 위한 전략이었다.

질적 공급체계와 민간 역할 강화

또 하나의 중요한 차이는 주택 정책이다. 1990년 계획은 주택 공급을 우선했지만, 구체적인 물량 계획은 부재하였다. 하지만, 1997년 계획은 질적 공급 체계를 강조하며, 도시정비사업을 통한 주거지개발을 도모했다. 주택 공급 목표는 연 7만 호 공급 목표를 명확히 설정했으며, 민간의 역할을 고려한 전략이 도입되었다.

그림 43. 서울시 중심체계도(서울시 도시기본계획, 1997년 작성)



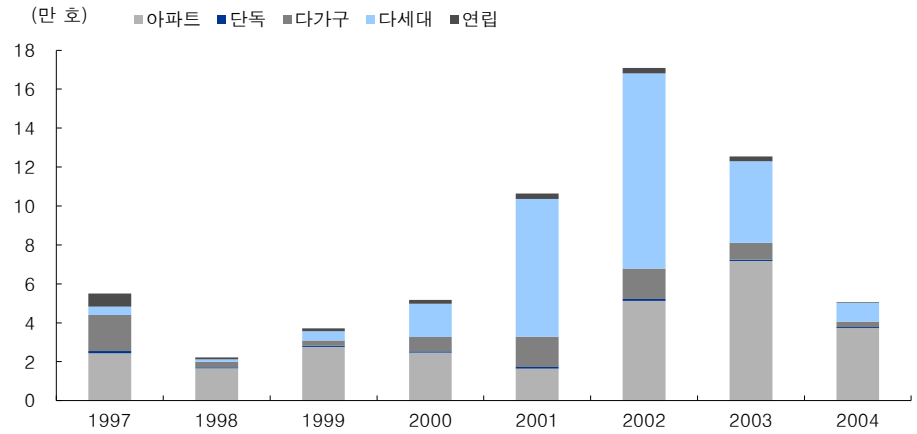
자료: 서울특별시, IBK투자증권

그림 44. 주택공급계획(서울시 도시기본계획, 1997년 작성)

단계별 공급 목표		1993-1996	1997-2001	2002-2006	2007-2011
주택공급목표(호)		매년 80,000	매년 70,000	매년 70,000	매년 70,000
주택규모	18평 이하	32,000	28,000	28,000	28,000
	18-25.7평	28,000	24,500	24,500	24,500
	25.7평 이상	20,000	17,500	17,500	17,500
주택보유량(천호)		1,938	2,156	2,713	3,063
주택보급율(%)		69.3	73.8	79.1	85.2

주: 1) 주택규모별 배분은 18평 이하 40%, 18~25.7평 35%, 25.7평 이상 25%를 적용하였음. 2) 주택보급율은 주택의 개념을 “소유”가 아닌 “독립주거공간”, 즉 거처의 개념으로 적용하고 주택 소요가구에서 단독가구를 제외한 결과임.
자료: 서울특별시, IBK투자증권

그림 45. 서울시 주택건설 실적(1997~2004)

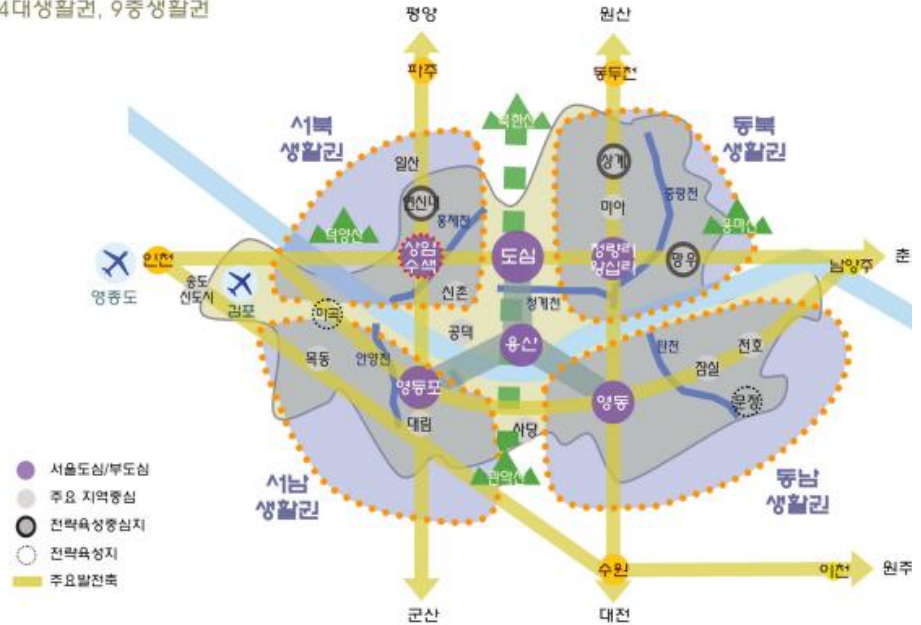


자료: 통계청, 서울시, IBK투자증권

제3차 도시기본계획 개요	2006년에 수립된 제3차 서울 도시기본계획은 직전인 1997년 제2차 계획과 비교해 정책적 일관성을 유지하면서도, 중심지 체계의 구체화와 실현 가능성에 중점을 둔 다핵 분산형 도시구조 계획으로 판단한다. 제2차 계획이 다핵형 도시구조를 도입한 선언적 계획이었다면, 제3차 계획은 이를 위계화하고 단계별로 정비할 수 있도록 설계된 실행 중심의 도시계획이기 때문이다.
3도심·7광역중심·12지역 중심 체계	가장 큰 차이는 중심지 체계의 구성 방식이다. 제2차 계획은 도심 외에 용산, 청량리·왕십리, 영동, 수색·상암 등 여섯 곳을 부도심으로 설정해 다핵화를 추진했지만, 중심지 간 위계나 역할 구분은 비교적 느슨했다. 반면 제3차 계획은 서울을 3도심(종로·강남·여의도), 7광역중심, 12지역중심 체계로 나누고, 지역 간 균형발전을 강조했다.
전략 거점 지정	이에 따라, 기존 부도심을 존중하면서도 도심-부도심-지역중심-지구중심으로 위계를 명확히 나누고, 상암·수색을 신부도심으로 승격시키며 북서부 생활권의 전략거점으로 육성하는 등 실질적 공간계획 체계를 확립했다.
다극화 시도	이 시기에는 창동·상계(동북권), 마곡(서남권), 수색·상암(서북권) 등이 전략적 중심지로 지정되었고, 기존의 일극 집중형 도심 구조를 다극화하려는 시도가 나타났다. 하지만 이 역시 대규모 재생이나 기능 유입 없이 공간계획만 제시되었기 때문에, 지역 간 격차를 실질적으로 줄이지는 못했다. 다핵 구조 설계는 이후 4차, 5차 계획에서도 유지되며 보완되는 기초가 되었다
직주근접형 역세권 개발 전략	또 하나의 차이는 직주근접형 도시구조 실현을 위한 교통 및 산업 전략이다. 제2차 계획이 주거 중심의 택지개발과 인구 분산에 중점을 두었다면, 제3차 계획은 통근 패턴과 교통결절점을 기반으로 역세권 중심지 개발을 유도하여 장거리 교차 통근을 줄이는 구조를 만들고자 했다. 특히 대중교통 중심의 도시구조를 통해, 지역 간 균형발전과 교통 혼잡 해소를 동시에 달성하려는 의도가 반영됐다.
준공업지역 산업기능 유지	산업 육성과 관련해서도 차별점이 존재한다. 제2차 계획에서는 주거공급에 우선순위가 있었던 반면, 제3차 계획은 영등포, 성수, 용산 등 기존 준공업지역의 산업기능을 유지하고 과도한 주거전환을 억제하는 규제 방식을 병행했다. 이는 도시형 산업 클러스터 유지, 일자리 기반 강화를 통해 지역경제 자생력을 확보하겠다는 전략으로 볼 수 있다.

그림 46. 서울시 공간구조구상 개념도 (서울시 도시기본계획, 2006년 작성)

1도심, 5부도심, 11지역중심
4대생활권, 9중생활권



자료: 서울특별시, IBK투자증권

그림 47. 서울 및 수도권 산업집적지간 네트워크 구상 (서울시 도시기본계획, 2006년 작성)



자료: 서울특별시, IBK투자증권

표 7. 서울도시기본계획

연도	계획	주요내용	비고
1966년	도시기본계획	목표연도 1985년, 계획인구 500만 명 서울광역권을 중심시가지역, 교외지역, 녹지지역, 주변지역으로 구분하여 개발방향을 제시 6개의 부도심을 구상 행정부는 광화문, 입법부는 영등포, 사법부는 영동에 분산배치	비현실적인 목표인구 설정 및 여건변화로 수정 불가피
1970년	도시기본계획조정	목표연도 1991년, 계획인구 760만 명 1966년의 계획내용 중 일부를 수정 수도권 인구집중억제정책의 강화 등 여건변화 수용 여의도 개발	부분적으로만 법정계획으로 고시
1972년	시정종합계획	목표연도 1991년, 계획인구 750만 명 기존도심과 7부심으로 구상 부도심: 미아, 청량리, 천호, 영동, 영등포, 화곡, 은평 가로망은 3개의 순환선과 14개의 방사선도로로 구상	법정계획 아님 도시개발행정을 추진 지침서적
1978년	서울도시기본계획(안)	목표연도 2001년, 계획인구 700만 명 강북지역의 개발 억제 위성도시 및 신도시 건설 광역교통망체계 도입	상위계획 변경으로 백지화
1980년	서울 도시개발장지구상 및 중기계획	목표연도 2001년, 계획인구 945만 명 단일도심집중식 도시구조에서 다핵도시구조로 개편 전철역세권 개발	법정계획으로서의 절차 미비 → 법정계획으로 채택되지 못함
1981-1983년	구단위기본계획	각 구별 계획	지방자치제 도입 대비 시안적 도시계획
1984년	도시기본계획	목표연도 2001년, 계획인구 1,000만 명 1주핵, 3부핵, 50지구중심의 도시구조로 개편 전철 중심의 대중교통체계 수립과 역세권 개발 에너지 및 자원 절약적 도시로의 지향	공청회의 지연으로 법정화되지 못함
1990년	2000년대를 향한 서울시도시기본계획	목표연도 2000년대, 계획인원 1,200만 명 균형적이고 분산된 다핵도시공간구조 지향 공원녹지계획의 비중 증대 역세권 개발	최초의 법정계획
1991-1995년	자치구도시기본계획	22개 자치구별 계획 1995년 분구 후 3개 자치구 기본계획 수립	법정계획의 하위계획으로 자치구의 특성을 반영한 도시계획
1997년	2011년 서울도시기본계획	목표연도 2011년, 계획인구 1,200만 명 1도심, 4부심, 11지역중심, 54지구중심 대도시권 개발계획 교통, 공원녹지, 사회복지의 증대	법정계획으로 고시
2006년	2020년 서울도시기본계획	목표연도 2020년, 계획인구 980만 명 1도심, 5부도심, 11지역중심, 4대생활권, 9중생활권 서북권 광역교통체계의 구축	

주: <https://archives.seoul.go.kr/contents/city>
자료: 서울기록원, IBK투자증권

제4차 도시기본계획
(2030 서울플랜) 개요

2014년 수립된 제4차 계획, 이른바 「2030 서울플랜」에서는 기존 약 20년간 강조해 왔던 5대 중심축이 아닌, 3개의 기능적 중심축으로 재편된 것이 가장 큰 특징이다. 이를 가장 명확히 보여주는 사례가, 「2030 서울플랜」에서 제시한 ‘공간구조 구상’이다. 해당 구상은 기존의 행정구역 또는 생활권 중심이 아니라, 3도심(한양도성, 강남, 여의도·영등포)을 삼각축으로 설정하였다.

3도심 체계와
다핵 연계형 도시구조

또한, 이를 연결하는 광역 중심지 7곳, 그리고 지역 중심지 12곳을 설정하는 다핵 연계형 도시구조를 본격 도입했다. 이 과정에서 기존 생활권 단위는 지도 하단부에 부차적으로 표기되었을 뿐이며, 실질적인 정책적 구상과 개발 방향은 모두 중심지 위계를 따라 움직이도록 설계됐다.

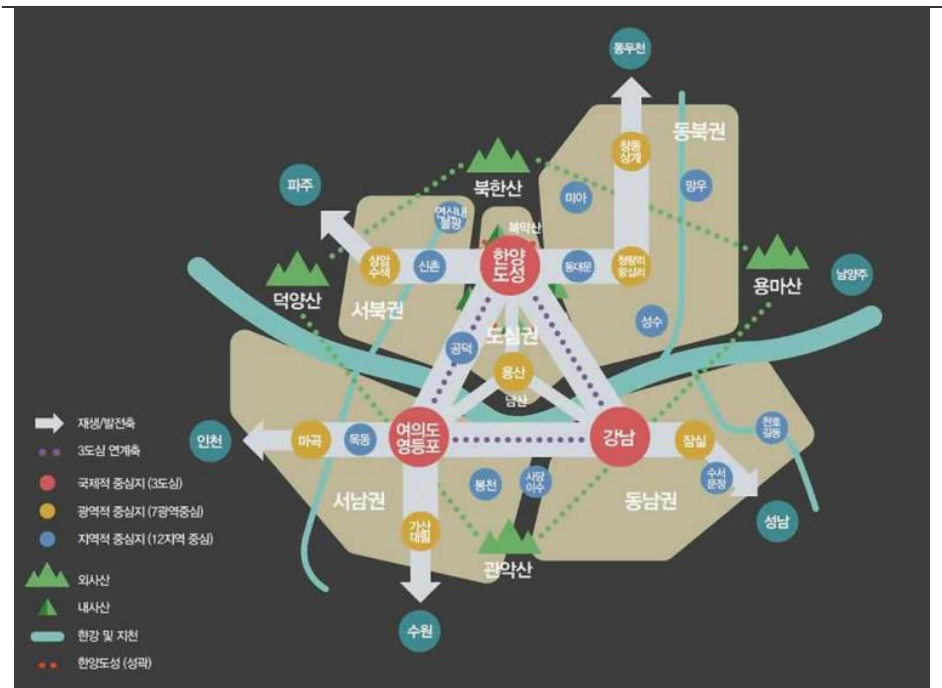
상하위 체계 재편

서울시 도시계획 주요 자료에 따르면, 기존 5생활권 중 일부는 중심지가 광역 중심지 또는 지역 중심지로 분해되거나, 도심 삼각축의 영향권으로 재편되었다. 예컨대, 동북권의 경우 왕십리·청량리 중심지로 흡수되고, 서북권은 상암·수색이 신부도심으로 격상되며 3도심과 직접 연결되는 중심축으로 자리잡았다.

기능 중심의
도시구조 재편

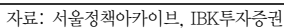
이처럼 도시 전역을 기능 중심으로 분할 후 재설정, 기존 생활권 단위가 정치·행정적 단위로서 존치되더라도, 도시정책적 의사결정에서는 중심지 체계가 우선 순위를 가지게 되었음을 의미한다.

그림 48. 서울시 공간구조구상 개념도 (서울시 도시기본계획, 2013년 작성)



자료: 서울특별시, IBK투자증권

그림 49. 도시계획 관련 제도의 변천



2-2. 계획 이후 추진된 주요 개발 사례 분석

2-2-1. 성공과 실패의 요인 도출

성공과 실패 요인
분석 개요

1997~2023년 서울의 대규모 개발사업 중에는 DMC와 마곡지구의 사례가 도시개발이 한 가지 기능만으로 완성도를 높이기 어렵다는 점을 잘 보여준다. 두 지역 모두 고부가가치 산업과 기업 집적지를 중심축으로 삼았고, 이를 뒷받침할 교통 인프라(대중교통망과 도로망)를 먼저 갖췄다.

기능 연계형 설계의
성공 사례

여기에 주거와 업무 수요를 함께 수용할 수 있는 상업지구가 인접해 생활 편의성과 도시 활력을 높였으며, 녹지·수변공원·문화시설 같은 환경·문화 요소를 결합해 장기적인 거주 매력과 지속가능성까지 확보했다.

지속 가능한 도시를
설계하는 요건

결국 이들 개발은 처음부터 기능 간 연계를 염두에 두고 설계됐고, 실행 과정에서 공공과 민간이 역할을 분담하며 협력한 결과 완성도를 높일 수 있었다. 산업 거점 조성, 교통 접근성 확보, 상업·문화 활성화, 환경·주거 품질 제고라는 네 가지 축이 동시에 작동할 때 도시개발이 성공적으로 자리 잡는다는 점을 입증한 셈이다.

실패 사례의 공통 요인
1. 기반 시설 선행 부족

반면, 계획 대비 성과가 부진하거나 무산된 경우도 적지 않았다. 공통된 실패 요인을 보면, **먼저 기반시설 선행 부족**이 눈에 띈다. 일부 신도시나 복합환승센터 사례처럼 핵심 교통망·상하수도·전력망 공급이 뒤로 밀려 입주 시 생활 편의가 제대로 보장되지 않았다.

2. 행정 및 제도 조율
미흡
3. 환경 사회적 수용성
한계

두 번째는 행정·제도 조율 미흡이다. 복수 지자체가 얹힌 사업은 관할권과 이해관계가 충돌했고, 인허가 절차나 이익 배분 문제로 지연이 잦았다. **세 번째는 환경·사회적 수용성 한계**다. 환경영향평가에서 제약을 받거나 주민 갈등이 장기화되면, 계획 규모 축소나 용도 변경이 불가피했다.

4. 업무·상업 기능의
부재 또는 축소

네 번째는 업무·상업 기능의 부재 또는 축소다. 주거 위주로만 설계되거나, 초기 계획된 상업·업무 기능이 사업성 악화로 빠지면서 고용·상관·생활 인프라 균형이 무너졌다. 마지막으로 민간 자금 의존 구조의 취약성도 있었다. 민간 투자 비중이 과도한 사업은 경기 침체나 부동산 시장 악화 시 사업성이 급격히 떨어져 착공조차 못 한 사례가 발생했다.

2-2-2. 계획 이후 추진된 주요 개발 사례

성공사례 ① 상암 DMC

상암 DMC 개발 과정

상암 디지털미디어시티(DMC)는 서울 서북권 난지 매립지(약 569만 m^2)를 첨단 문화·산업 거점으로 탈바꿈시킨 대표적인 도시개발 사례다. 1999년 기본 구상이 수립된 뒤, 2002년 서울시가 ‘디지털미디어시티 지원 조례’를 제정하며 법적·행정적 기반을 마련했고, SH공사가 토지 정비와 기반시설 구축을 담당했다.

산업·교통·환경 결합 모델

민간 부문은 방송·미디어·IT 기업을 유치하며 산업 클러스터 조성이 본격화됐다. 개발 과정에서 MBC·SBS·CJ ENM 등 대형 미디어 기업과 LG CNS, 삼성 SDS 등 IT 기업이 집적되었고, 이를 중심으로 방송·제작·유통 기능이 한 곳에 모인 복합 업무지구가 형성됐다.

DMC는 교통 편의가 장점

교통 인프라는 DMC역을 중심으로 지하철 6호선과 공항철도, 경의중앙선을 연계해 도심·공항 접근성을 강화했고, 월드컵공원·문화비축기지·상암 상업지구 등 상업·문화 시설을 결합해 주거와 업무, 여가가 동시에 가능한 생활권을 만들었다.

자연생성 녹지공간도 주요 요인

환경 측면에서는 난지 매립지라는 부지를 재생해 녹지축과 수변 공간을 확보했으며, 문화 인프라와 공원·광장이 어우러진 도시 환경을 구현했다. 이러한 산업·교통·상업·환경 요소의 균형 잡힌 결합은 계획 단계부터 기능 간 연계를 전제로 설계된 결과였고, 공공과 민간의 역할 분담과 협력이 병행되면서 서북권 경제 거점으로 자리 잡게 됐다.

그림 50. 난지도와 상암 항공사진 (1997년)



자료: 서울연구데이터서비스, IBK투자증권

그림 51. 상암 월드컵경기장 건설 현장 (1999년)



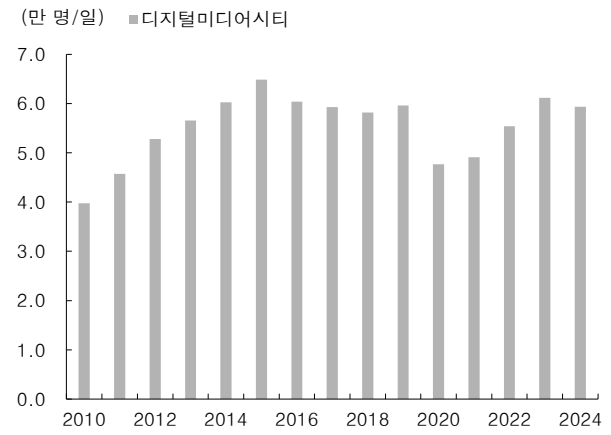
자료: 서울연구데이터서비스, IBK투자증권

그림 52. DMC첨단산업센터 (2015년)



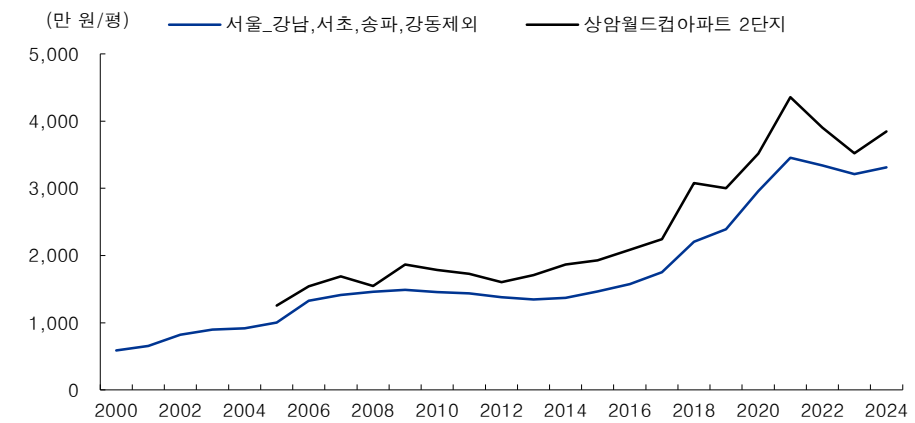
자료: 서울연구데이터서비스, IBK투자증권

그림 53. 디지털미디어시티역 승하차인원(일평균) 변화



자료: 서울열린데이터광장, IBK투자증권

그림 54. 강남 제외 서울 아파트 및 상암월드컵아파트 2단지 평균 매매가격



자료: REPS, 직방, IBK투자증권

성공사례: ② 마곡지구

마곡지구 개발 과정

마곡지구 개발은 2007년 12월 서울시가 공식 착수하면서 시작됐다. 사업 부지는 총 366만 9천㎡ 규모로, 1지구 주거 110만 4천㎡, 2지구 산업업무 186만 6천㎡, 3지구 공원 복합 69만 9천㎡로 구성됐다. 서울시와 SH공사가 토지 조성과 기반시설 설치를 맡았다.

산업·주거·환경 유기적 결합

민간에서는 대기업과 개발사가 R&D센터, 주거단지, 상업시설을 조성하는 구조로 추진됐다. 개발의 핵심은 LG사이언스파크를 중심으로 한 대규모 R&D 집적지였으며, 코오롱, 롯데, S-Oil 등 대기업 연구소가 들어서며 서남권의 새로운 산업 거점이 형성됐다.

교통 인프라 선제적 설치에 주목

교통 인프라는 지하철 5·9호선, 공항철도, 김포공항이 연결돼 직주근접성이 높아졌고, 내부 대로망과 환승체계가 강화됐다. 주거 기능은 1만 2천 세대 규모로 단계별 공급됐으며, 마곡나루역 인근에는 상업·문화시설이 조성돼 생활 편의와 도시 활력이 함께 확보됐다. 환경 측면에서는 서울식물원과 수변공원, 대규모 녹지를 배치해 친환경 요소를 강화했다. 마곡지구는 산업·주거·상업·환경·교통이 유기적으로 결합하였고, 대규모 부지를 다기능 복합도시로 탈바꿈하였다.

그림 56. 마곡역 (1999년)



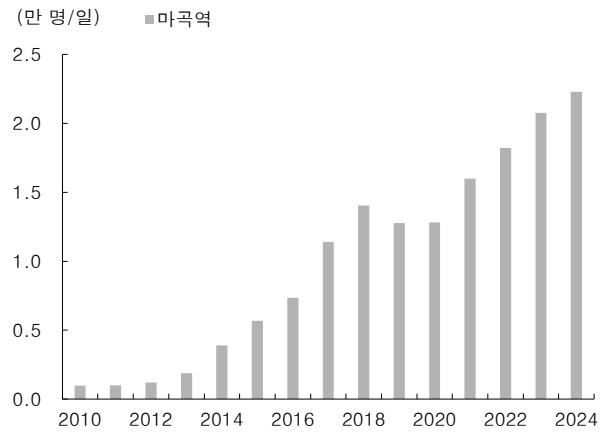
자료: 서울연구데이터서비스, IBK투자증권

그림 57. 마곡지구 항공사진(2005년)



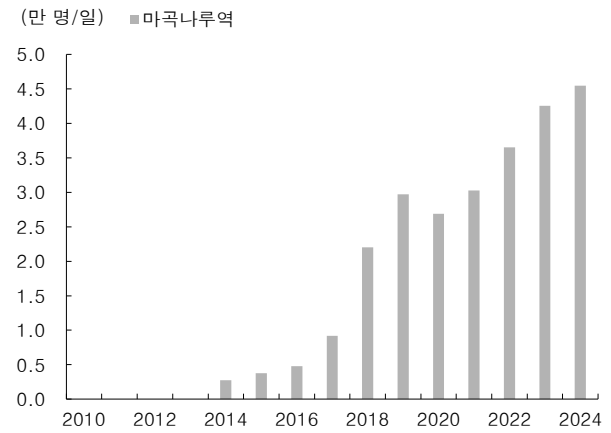
자료: 서울연구데이터서비스, IBK투자증권

그림 58. 마곡역 승하차인원(일평균) 변화



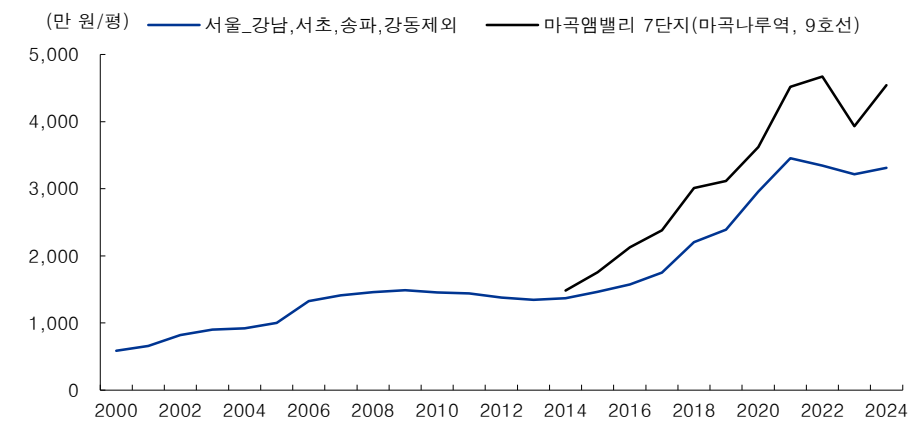
자료: 서울열린데이터광장, IBK투자증권

그림 59. 마곡나루역 승하차인원(일평균) 변화



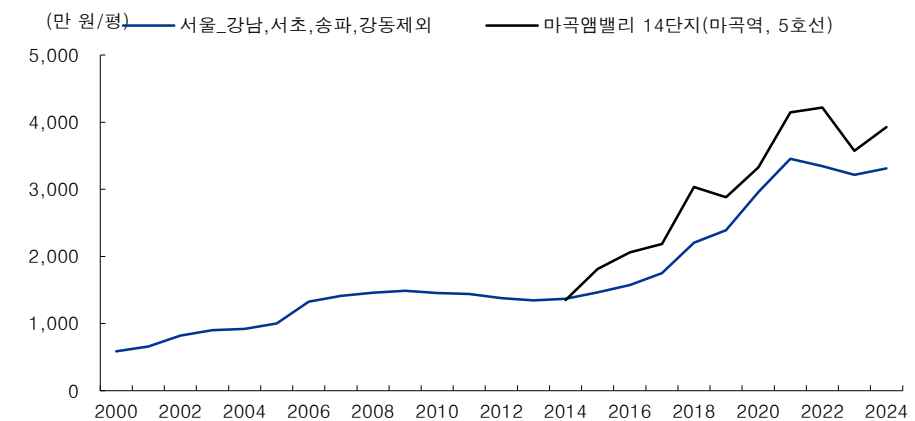
주: 2019년 부터 공항철도 이용 고객수 합산
자료: 서울열린데이터광장, IBK투자증권

그림 60. 강남 제외 서울 아파트 및 마곡엠밸리 14단지 평균 매매가격



자료: 직방, REPS, IBK투자증권

그림 61. 강남 제외 서울 아파트 및 마곡엠밸리 7단지 평균 매매가격



자료: 직방, REPS, IBK투자증권

그림 62. 마곡도시개발사업



주: 산업단지 - 보라색, 상업지구 - 분홍색, 파란색 - 업무용지, 주거지역 - 노란색, 녹지지역 - 초록색
 자료: 서울균형발전포털, IBK투자증권 추정

3. 인구 감소 시대, 미래 서울을 위한 개발 조건은?

3-1. 인구 감소 시대, 서울시 도시기본계획(2040)을 통한 개발 전략의 재점검

서울의 전환기와
수요 전망

서울의 도시구조는 지금 커다란 전환의 문턱에 서 있다. 생산가능인구는 감소하고, 도심은 고령화되며, 외곽은 이미 도시 확장의 물리적 한계에 다다랐다. 그럼에도 불구하고 여전히 개발 전략에 주목해야할 이유는 분명하다. 그 이유는 1. 서울시 주택 핵심 수요인 수도권 가구수는 2043년까지 증가할 것으로 전망되고, 2. 직전 계획과 달리 개발 정책(고밀화)이 활성화 될 것이기 때문이다.

2043년까지
가구 수 증가 추세

통계청의 추계에 따르면, 전국 가구 수는 2043년까지 약 2,287만 가구로 증가할 것으로 전망되며, 이는 현재 대비 약 174만 가구가 추가되는 셈이다. **단순한 인구 수가 줄어든다고 해서 주택 수요가 곧장 줄어들지 않는 이유라 판단한다.** 【통계청, 장래가구 추계 2021~2045】. 서울시의 잠재 수요라 볼 수 있는 수도권의 경우 가구 수가 2040년대 초까지 뚜렷이 늘어날 것으로 예상되며, **2022년 대비 2043년까지 경기 131만 가구 증가, 인천 28만 가구 증가 등 수도권 외연의 가구 증가가 두드러질 것으로 전망한다.**

고령화 · 1~2인 가구
증가 영향

서울도 이러한 흐름에서 예외가 아니다. 특히 고령화에 따른 1~2인 가구 증가, 핵가족화, 2주택 수요 등으로 인해 가구 수는 여전히 증가세를 보이고 있다. 이러한 수요를 감당하려면 서울 도심 내의 고밀 개발과 함께, 교통 인프라를 중심으로 한 생활권 재편이 필수적이다.

인구 감소에도
가구 수는 증가

즉, 인구 정체와 고령화에도 불구하고 가구 수 증가는 당분간 계속되어 수도권 주택 수요를 지탱할 전망이며, 이러한 수요는 1인 가구 중심으로 변화하고 있다. 평균 가구 원수는 2020년 2.37명에서 2050년 1.9명 수준까지 낮아질 것으로 예측되는 등, 주택 수요의 단위가 되는 가구 수는 인구 감소보다 느리게 정점에 이르게 된다.

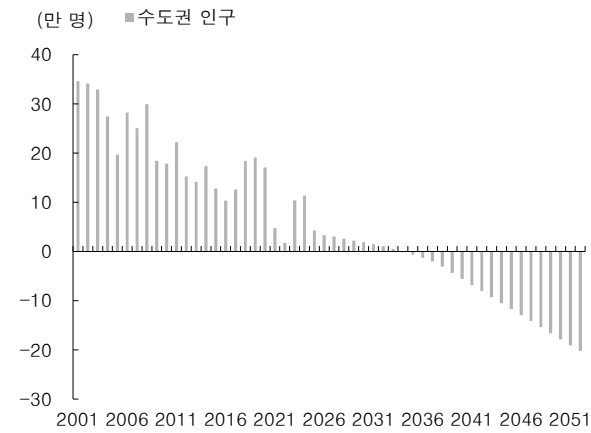
도심 내 고밀 개발의
필수성

이는 정책적으로 주택 공급이 여전히 필요하나, 과거처럼 도시 외연을 확장하여 신규 택지 개발에만 의존하기 어려운 딜레마를 뜻한다. 서울의 경우 이미 도시 경계 확장의 한계에 직면해 있고, 수도권 그린벨트와 외곽 개발압력 등으로 무분별한 팽창이 제약되어 있다.

선택과 집중의 개발 전략
필요

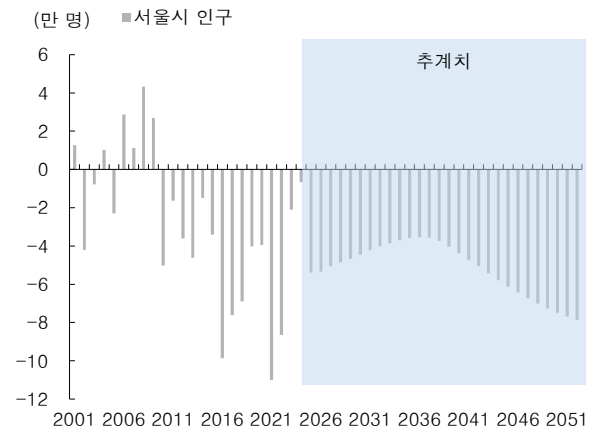
따라서 인구 감소 시대의 주택 수요에 대응하기 위해서는 기존 도시공간 내에서의 효율적 개발이 불가피하며, 고밀도 재개발과 도시 구조 재편을 통한 해법이 요구된다고 판단한다.

그림 63. 연도별 수도권 인구 증감 추이



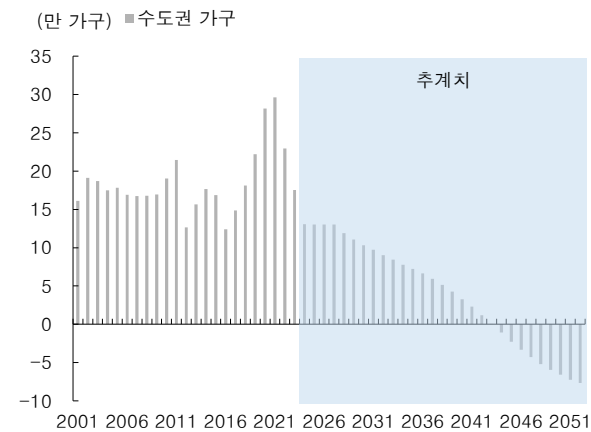
자료: 서울정책 아카이브, IBK투자증권

그림 64. 연도별 서울시 인구 증감 추이



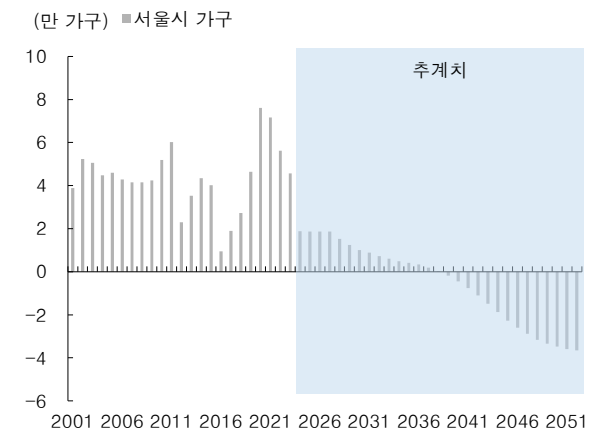
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 65. 연도별 수도권 가구 증감 추이 (2043년 Peak)



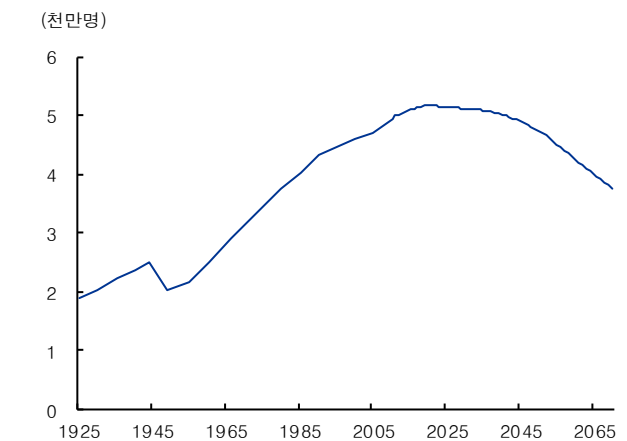
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 66. 연도별 서울시 가구 증감 추이 (2038년 Peak)



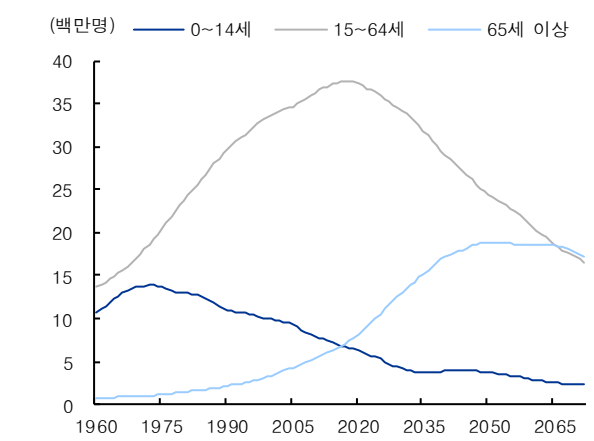
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 67. 우리나라 총 인구 추이 및 전망



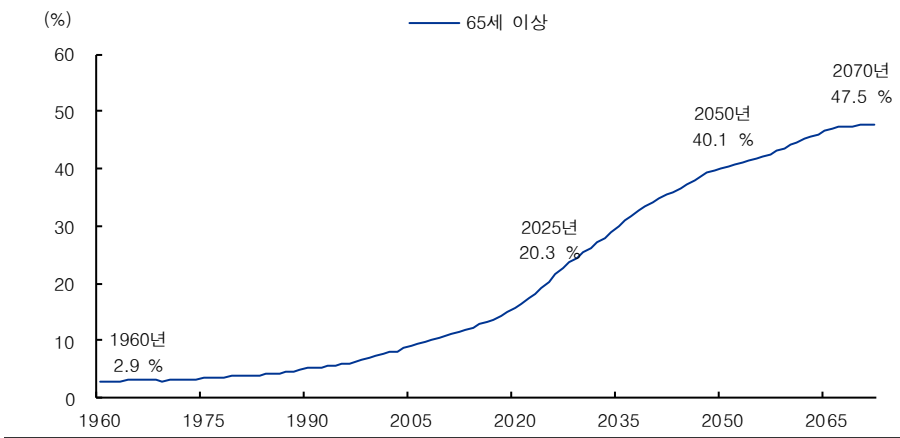
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 68. 우리나라 인구 구성 추이 및 전망



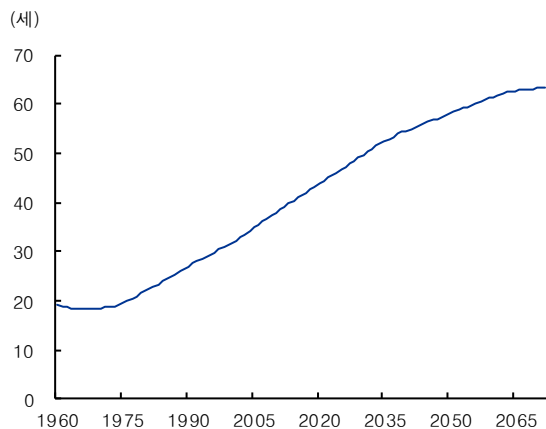
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 69. 우리나라 65세 이상 인구 비율



자료: 통계청, IBK투자증권

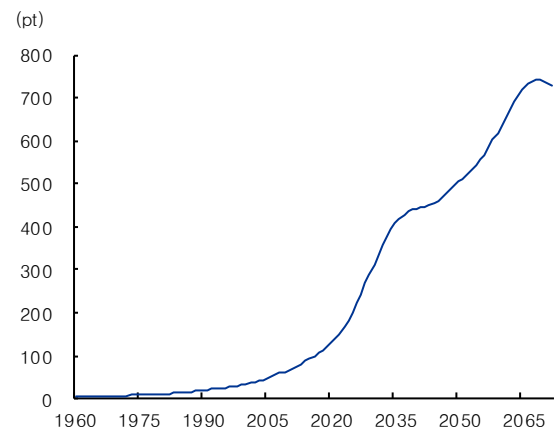
그림 70. 우리나라 인구 중위연령 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권

주: 중위연령 = 전체 인구를 연령순서로 나열할 때, 중앙에 있게 되는 사람의 연령

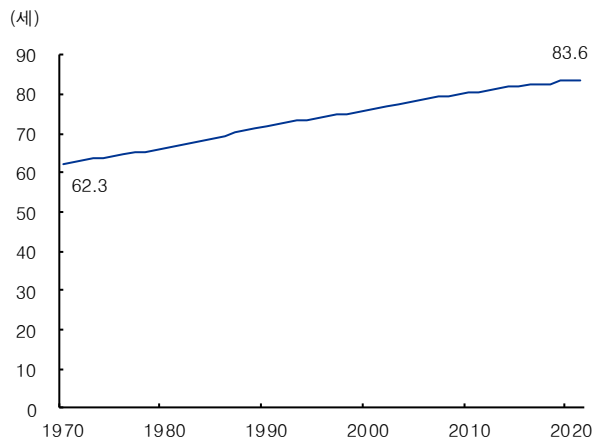
그림 71. 우리나라 노령화지수 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권

주: 노령화지수 = (65세 이상 인구 ÷ 15세 미만 인구) × 100, 유소년인구 100명당 고령인구 수

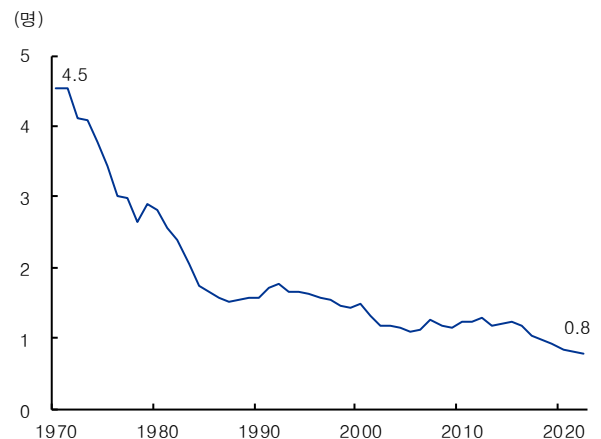
그림 72. 우리나라 기대수명 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

주: 기대수명 = 해당 연도가 태어난 0세 출생자가 생존할 것으로 기대되는 평균 생존연수

그림 73. 우리나라 합계출산율

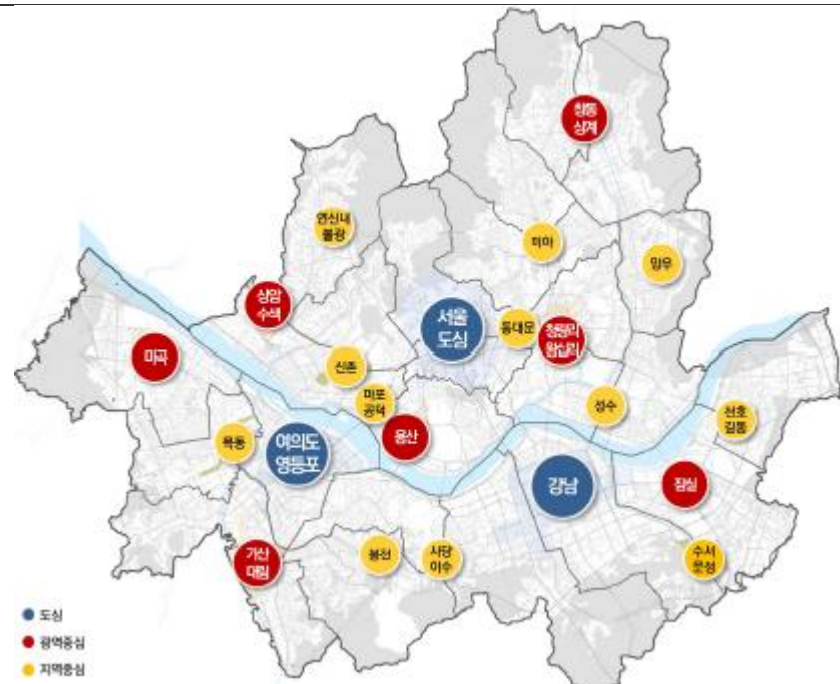


자료: 통계청, IBK투자증권

주: 합계출산율 = 여성 한 명이 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수

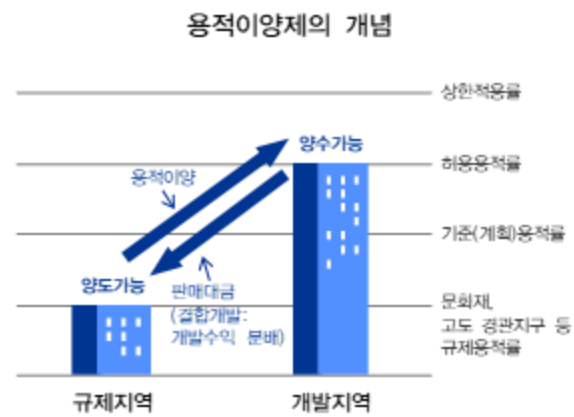
본질적인 개발 변화 필요	현재 서울은 단순한 주택 공급이나 규제 완화를 넘어 ‘어떤 도시가 되어야 하는가’에 대한 본질적인 질문에 직면 하고 있다. 핵심은 서울 전역을 동일한 방식으로 개발할 수 없다는 점이다. 인구 밀도, 기존 인프라 수준, 지역 내 자생력 등 변수에 따라 개발 전략은 달라져야 한다. 결국 선택과 집중, 즉 거점을 중심으로 한 집약적 개발이 불가피 하다고 판단한다.
2040 도시기본계획 개요	서울시 2040 도시기본계획에서는 도시공간 구조를 고밀화와 광역교통 연계 중심으로 재설계하는 방향을 제시하고 있다. 과거 2030 서울플랜이 도시 경관과 저층주거 보호를 위해 획일적인 높이 제한 등을 두었다면, 2040 계획에서는 규제를 완화하여 유연한 밀도 관리로 전환하고 있다
용도지역 · 용적률 탄력 운용	우선, 서울시는 용도지역 및 용적률 체계의 대대적 개편을 예고 했다. 기존에는 토지이용 용도에 따라 건물 높이와 용적률을 일률 규제했으나, 앞으로는 저이용·유헤 부지의 주변 여건을 고려해 용도지역 변경과 용적률 상향을 탄력 운용한다는 방침이다.
역세권 및 유헤 시설부지 활성화	특히, 역세권 개발과 유헤 시설부지의 주거 전환 등을 적극 추진하여 도심 내 숨은 공간을 활용하겠다는 것이다. 이는 소규모 필지 위주(노후 저층 주거지 중심)의 개발을 지양하고, 권역별 여건에 맞는 지구단위계획 및 광역 개발로 전환할 것을 강조한 것으로 판단한다.
용적률 상향 필요	용적률 상향은 역세권 활성화 사업 과 연계되어 이루어진다. 서울시는 3도심 및 7광역 중심으로 지정한 주요 거점의 역세권에 대해 용도지역을 최고 일반상업지역까지 상향할 수 있도록 하여, 주거지역이라도 요건을 충족하면 고밀 개발을 허용한다.
용적률 거래제 도입 계획	나아가 서울시는 용적률 거래제도(용적률 이양제) 도입도 추진 중이다. 이는 규제상 미사용 용적률을 다른 지역에 이전하여 팔 수 있도록 함으로써, 개발이 필요한 지역엔 용적률을 높여주고 보존이 필요한 지역은 낮춰서 도심 개발압력을 효율적으로 분산시키려는 구상이다
민간 개발 유인 증가	2040 기본계획과 서울시 대개조 정책을 통해 이러한 용적률 거래제의 필요성이 언급되었고, 2023년 말 관련 연구용역을 거쳐 2025년 말부터 본격 시행을 준비하고 있다. 이 제도가 도입되면, 사업지 간 용적률 이동을 허용하여 민간의 개발 유인을 높이면서도 전체 도시 차원에서는 계획된 밀도 범위를 관리할 수 있게 된다

그림 74. 서울시 중심지 체계 (서울시 도시기본계획, 2013년 작성)



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 75. 서울시 용적률 이양제



자료: IBK투자증권

GTX의 생활권 변화 효과	역세권을 중심으로 한 밀집화 핵심요소 중 하나는 바로 ‘GTX’라 판단한다. 현재, GTX는 A, B, C에 이어 D, E, F 노선까지 논의되며, 서울과 수도권은 점차 하나의 생활권으로 통합되고 있다. 도시 간 경계가 흐려지는 구조 속에서, 2040 서울플랜은 다핵화 구조 강화를 위해 기존 도심(도심권, 여의도, 강남 등) 외에 다수의 지역거점을 육성하고, 이를 GTX 등 광역교통망으로 촘촘히 연결하는 그림을 그리고 있다.
광역철도망 확충	특히 수도권 광역급행철도(GTX) A·B·C 노선의 개통과 연장은 서울과 경기·인천 주요 거점을 30분 통근권으로 연결하여 생활권 지도를 바꾸는 핵심 요소이다. 실제 GTX-A 일부 구간 개통 결과 파주서울, 동탄서울 소요 시간이 기존 대비 절반 이하로 단축되어, 수도권 남북 축 통합이 가시화되고 있다.
순환형 네트워크	이러한 광역철도망 확충은 서울 도심의 과밀 교통을 완화하는 한편, 서울 도심-부도심-신도시로 이어지는 순환형 네트워크를 구축하여 도시 구조를 입체적으로 개편할 것으로 기대된다. 따라서 2040 계획은 GTX 정거장 입지와 연계한 신규 거점 개발, 그리고 기존 철도시설 지하화 및 부지 활용 등을 통해 서울 도시공간 재편을 추진하고 있다.
철도시설 지하화	예를 들어, 철도 차량기지·지상 선로 등의 입체 개발을 통해 부족한 택지와 공원을 확보하고, GTX 환승역 인근에는 광역복합환승센터와 업무·주거 복합단지를 조성하는 구상을 내놓고 있다. 미래교통 인프라 확충과 이에 따른 도시공간 재창조가 서울시 기본계획의 중요한 축이 될 것이라 판단한다.
입체개발 구상	이런 구조적 변화에 대응한 전략적 실마리는 이미 인구 감소와 저성장을 먼저 겪은 일본에서 찾아볼 수 있다. 도쿄를 중심으로 한 선진 디벨로퍼들은 복합 개발과 교통 중심 재편을 동시에 추진하며, 도심과 외곽을 연결하는 새로운 도시 전략을 실험해 왔다. 이 글에서는 일본의 세 가지 대표 사례를 통해, 서울이 참고할 수 있는 도시 미래상의 핵심 개념들을 정리해 보고자 한다.

표 8. 광역철도 이동시간 단축효과에 따른 도시 간 경계 소멸

노선명	이동구간 단축효과	노선명	이동구간 단축효과
GTX	A (동탄~수서) 79 → 19분 (운정~서울역) 54 → 20분	신안산선	(한양대~여의도) 100 → 25분
	B (인천대~서울역) 120 → 29분 (마석~서울역) 70 → 28분	별내선	(별내~잠실) 45 → 27분
	C (덕정~삼성) 80 → 29분 (수원~삼성) 60 → 28분	도봉산~포천 1단계	(양주~서울북부) 60 → 40분

자료: 국토교통부, IBK투자증권

그림 76. GTX 노선도



3-2. 일본 도시 개발 사례

일본 사례의 전략적 의미

인구감소와 저성장에 직면한 일본 도시들의 대응은 서울에 유용한 벤치마크가 될 것으로 판단한다. 여기서는 ① 도심 고밀 복합개발: 모리빌딩 아자부다이 힐즈, ② 교외 자족형 스마트시티: 치바현 가시와노하 스마트시티, ③ 광역교통 연계 재생: 도쿄 시부야 스트림 사례를 살펴보고, 서울과의 유사점과 차이를 비교분석하고자 한다.

3-2-1) 모리빌딩 아자부다이 힐즈 - 도심 고밀 복합개발

아자부다이 힐즈는 도쿄 미나토구 중심부에 조성된 초대형 도심형 복합개발 프로젝트로, 주거·업무·상업·문화·교육·의료·공원이 집약된 ‘마이크로시티(Micro-city)’다. 이 사업의 디벨로퍼인 모리빌딩은 1989년부터 해당 지역의 토지를 매입하며 장기적 비전을 준비했고, 300여 가구에 달하는 원주민을 설득해 90% 이상 동의를 얻기까지 34년이 소요됐다. 긴 시간과 높은 난이도의 이해관계 조율이 필요했던 만큼, 프로젝트는 일본에서도 유례없는 대규모 장기 개발 사례로 꼽힌다.

총 부지 면적은 약 8.1헥타르로, 64층 330m 높이의 ‘모리 JP타워’를 포함한 4개 주요 빌딩과 150여 개 상점, 고급 호텔, 1,400세대 규모의 주거시설, 브리티시 스쿨 도쿄(국제학교), 종합병원, 공공 공원이 함께 들어섰다. 개발비만 약 6,400억 엔(한화 약 6조 4천억 원)에 달해, 모리빌딩의 이전 대표작인 롯폰기 힐즈(2003)의 2배 이상 규모다.

개발 컨셉은 ‘도시 전체를 하나의 생활권으로 만드는 것’이었다. 주거와 직장, 상업, 여가, 교육, 의료가 도보 생활권 안에서 해결되도록 설계해 이동 시간을 최소화하고, 거주자와 방문객 모두에게 새로운 도시 경험을 제공한다. 이를 위해 세계적인 건축가와 디자이너를 참여시켜 독창적인 외관과 공간 연출을 완성하고, 부지의 약 30%를 녹지로 확보해 쾌적성과 지속가능성을 높였다. 단지 내에는 일본 자연을 재현한 조경, 예술 조각, 도심 속 농원 등이 배치돼 ‘거주와 문화가 공존하는 도시정원’의 이미지를 구현했다.

경제·산업적 기능도 강하다. 벤처기업 70여 개가 입주한 스타트업 허브, 글로벌 기업 오피스, 외국인 주재원 가족을 위한 국제학교, 첨단 의료시설이 함께 들어서 도쿄를 아시아 비즈니스 중심지로 끌어올리는 혁신 생태계를 조성했다. 모리빌딩은 과거 롯폰기 힐즈에서도 미술관, 대형 정원 등 문화·공공성을 결합해 상업적 성공과 도시 브랜드 강화를 동시에 달성한 경험이 있는데, 이번 프로젝트에서도 동일한 전략을 확장 적용했다.

아자부다이 힐즈의 완공은 단순한 부동산 개발을 넘어, 도쿄의 도시 경쟁력을 상징적으로 높이는 사건으로 평가된다. 연간 약 3천만 명의 방문객이 예상되는 이 거대한 복합공간은, 일본 최고층 빌딩을 중심으로 한 고밀도·고부가가치 도시모델의 최신 버전이며, 글로벌 도시들이 지향하는 ‘콤팩트+프리미엄’ 전략의 전형이기도 하다.

3-2-2) 가시와노하 스마트시티 - 교외 자족형 신도시 개발

가시와노하 스마트시티는 일본 수도권 외곽, 치바현 가시와시의 변두리 농지를 첨단 복합도시로 재탄생시킨 대표적인 재생개발 사례다. 현재의 부지는 원래 미쓰이부동산이 소유하던 대규모 골프장이었는데, 활용도가 낮은 토지를 지역 가치와 수익성을 높일 수 있을지 검토하던 중, 2005년 광역철도 ‘츠쿠바 익스프레스(TX)’ 개통이 결정적 전환점이 됐다.

TX가 연결되면서 가시와노하 캠퍼스역에서 도쿄 아키하바라까지 약 30~35분이면 도달할 수 있게 되었고, 외곽 농지와 레저용 부지가 도심 생활권에 편입됐다. 미쓰이부동산은 골프장 부지를 전면 재개발해, 단순 주거 공급이 아닌 자족형 스마트시티를 만드는 장기 프로젝트에 착수했다.

개발은 가시와시, 미쓰이부동산, 도쿄대학교 카시와 캠퍼스, 국립암센터, 히타치 등 민·관·학이 협력체계에서 진행됐다. ‘세계의 미래상을 제시하는 도시’를 비전으로, ▲환경과 공생 ▲건강 장수 ▲신산업 창출을 핵심 목표로 삼고, 에너지 절감형 인프라, 고령친화적 주거, 연구·산업 클러스터 조성을 병행했다.

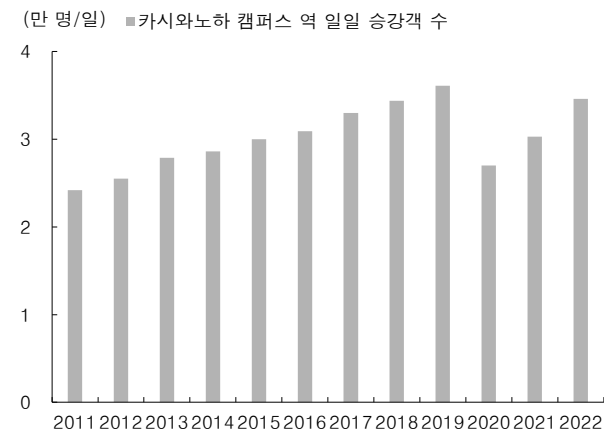
도시 설계는 TX 역을 중심축으로 한 방사형 구조다. 게이트 스퀘어라 불리는 상업·업무 복합시설과 대형 쇼핑몰 라라포트(미쓰이 부동산 리테일 부문)가 상업 거점 역할을 하고, 주변에 주거단지와 공원을 배치했다. 인근에는 도쿄대 카시와 캠퍼스, 국립암센터 같은 연구기관이 입지해 산·학·연 클러스터를 형성했다. 주거, 일자리, 연구, 상업, 여가가 보행권 안에서 연결되는 구조다.

개발은 단계적으로 진행됐다. 1단계로 2008년 착공해 2014년 5월 게이트 스퀘어를 완공하며 상업·업무·문화 중심지를 먼저 조성했다. 2단계에서는 2016년 LEED-ND 플래티넘 인증을 받으며 친환경성과 커뮤니티 기능을 강화했고, 에너지 센터와 오픈스페이스, 스마트 모빌리티를 도입했다. 현재는 3단계 확장 단계로, 2030년까지 총 300헥타르 규모의 완성을 목표로 하고 있다.

운영은 UDCK(Urban Design Center Kashiwa-no-ha)가 총괄한다. 주민 동의를 거쳐 수집한 생활 데이터를 빅데이터로 분석해 행정과 민간 서비스를 개선하고, 공유자전거·자율주행 셔틀 등 새로운 교통수단을 시험 중이다. 저층부 보행공간과 커뮤니티 시설 배치로 사회적 인프라를 보강하고, 기술기업과의 데이터 공유로 서비스 품질을 높인다.

2018년 기준 약 3,500가구 / 9,000명이 거주했으며, 도쿄도에서는 2030년에 1만 가구 / 2.6만 명 규모로 확대될 것으로 전망하고 있다. TX 개통 전에는 인구집적과 산업 기반이 거의 없던 지역이었지만, 철도망과 기능 복합화 설계가 결합되면서 주거 선호도와 기업 유치 모두에서 성과를 거뒀다.

그림 83. 카시와노하 스마트시티 (도쿄대학교 제 2캠퍼스)



자료: 국토교통성, IBK투자증권

그림 84. 츠쿠바 익스프레스 노선도 (아키하바라 행)



자료: IBK투자증권

그림 85. 카시와노하 스마트시티 (도쿄대학교 제 2캠퍼스)



자료: IBK투자증권

그림 86. 카시와노하 스마트시티 (라라포트/미즈이부동산 소유)



자료: IBK투자증권

그림 87. 카시와노하 스마트시티 (도시 구성)



자료: IBK투자증권

그림 88. 카시와노하 스마트시티 (클라렌스 국제학교)



자료: IBK투자증권

3-3-3) 시부야 스트립 - 광역 교통망 연계 재생

시부야는 전통적으로 젊은 층과 문화·콘텐츠 산업의 중심지였지만, 2000년대 들어 노후화된 인프라와 복잡한 철도·도로 구조로 인해 공간 효율성이 떨어지고 상권이 일부 구역에 편중되는 문제가 부각됐다. 특히 시부야역은 여러 노선이 얹혀 환승 동선이 비효율적이었고, 주변 지역이 단절되어 상업·업무 기능의 확장이 어려웠다.

상황을 바꾼 계기는 2000년 도쿄메트로 후쿠토신선과 도큐 도요코선의 직결 운행 결정이었다. 지상에 있던 도요코선 플랫폼을 지하로 이전해, 역 상부와 주변부에 새로운 개발 부지를 확보할 수 있었다.(2013년 지하화 완료) 일본 정부는 2005년 시부야역 일대를 ‘도시재생 긴급정비지역’으로 지정하여 용적률 완화, 높이 제한 해제, 도시계획 변경 승인 절차 간소화 등의 규제 완화를 적용했고, 대형 재개발이 가능해졌다.

도큐부동산은 그룹 차원에서 시부야를 ‘글로벌 거점형 업무·문화 중심지’로 재정립하는 전략을 세웠다. 당시 시부야는 IT 벤처와 콘텐츠 기업이 많았지만, 대규모 고급 오피스가 부족해 성장한 기업이 다른 지역으로 이전하는 경우가 잦았다. 이에 도큐는 ‘성장한 기업도 떠나지 않는 시부야’를 만들기 위해, 역 직결형 대형 오피스와 첨단 업무환경을 갖춘 복합 빌딩을 단계적으로 공급했다.

타임라인은 2005년 도시재생 긴급정비지역 지정 이후, 2012년부터 히카리에, 2018년 시부야 스트립, 2019년 시부야 스크램블 스퀘어(제1기), 2023년 시부야 사쿠라 스테이지 등이 순차 완공됐다. 각 프로젝트는 철도·도로 재배치와 연계되어 추진됐으며, 구글 재팬 본사 등 글로벌 IT기업과 다수의 스타트업이 입주해 ‘비트 밸리’의 부활을 이끌었다.

법적·제도적 인센티브도 컸다. 도시재생 긴급정비지역 지정에 따라 상업·업무 복합 용도의 경우 용적률이 기존 대비 20~30% 상향됐고, 외국인 장기체류형 호텔·방재 거점·보행 연결로 등 공공성 있는 시설을 도입하면 추가 인센티브를 받을 수 있었다. 도큐부동산은 이러한 제도를 활용해 방재 성능 향상, 보행 네트워크, 공공광장 등을 계획에 포함시켰다. 고밀도·고부가가치 개발은 공공기여에 대한 인센티브 부여로 가능했고, 지역사회 반발 없이 공공성과 수익성을 동시에 확보할 수 있었다.

개발 방향성은 명확했다. 첫째, 철도·도로·보행 동선을 통합 설계해 환승 편의성과 지역 간 연결성을 높였다. 둘째, 대규모 오피스·상업·문화 기능을 복합화하여 낮과 밤 모두 인구가 유입되는 구조를 만들었다. 셋째, 스타트업·벤처 생태계 확대를 위해 MIT 등과 연계한 인큐베이션 센터를 도입, 기존 콘텐츠 중심 산업에 IT 분야를 더했다.

결과적으로 시부야 재개발은 낙후된 구시가지지를 글로벌 IT·문화 거점으로 재탄생시켰고, 역세권 고밀도 복합개발의 모범사례로 평가받고 있다. 이는 용산 정비창·서울역 북부역세권 등 국내 대규모 역세권 개발에도 참고할 만한 모델이다. 핵심은 교통·공간·산업이 동시에 작동하도록 설계하고, 법적 인센티브와 민간 자본을 조율해 장기적으로도 매력과 경쟁력을 유지하는 것이다.

3-3. 전략적 선택: 광역 철도축 중심 고밀 개발의 필요성

세 가지 일본 사례를 종합하면, 인구감소 시대에도 주택과 도시 수요 대응에서 유효한 전략은 “선택과 집중”에 기반한 **광역 철도축 중심의 고밀 복합개발임이 분명하다고 판단**한다. 이는 서울시 2040 도시계획에서 지향하는 거점 집중형 콤팩트 시티 구상과 같은 방향이라 생각한다.

아자부다이 힐즈는 초고밀·초대규모 복합개발로 도심 속 생활권 도시를 구현했다. 전체 부지의 30% 이상을 녹지로 확보하고 국제학교, 병원, 문화시설을 포함한 통합 계획은 고밀화가 반드시 환경 악화를 초래하지 않으며, 오히려 도시 경쟁력과 거주 매력을 동시에 높일 수 있음을 입증했다.

시부야 재개발은 노후 도심을 광역 교통망과 연계해 첨단 산업·업무 중심지로 재창조한 사례다. 용적률 완화, 높이 제한 해제 등 제도적 지원과 민간 디벨로퍼 주도의 장기 투자를 통해 구글 재팬을 비롯한 글로벌 IT기업과 수천 개의 스타트업이 모여드는 ‘비트 밸리’가 부활했다. 이는 서울 용산, 서울역 북부, 강남권 주요 역세권 개발에서 산업 앵커 유치와 보행 중심 설계가 결합되어야 함을 시사한다.

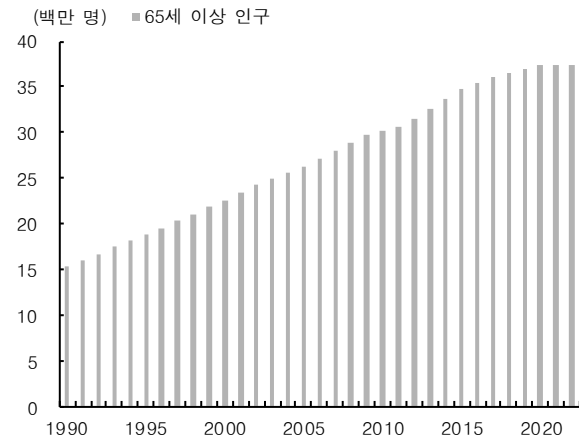
가시와노하 스마트시티는 수도권 외곽에서도 고속 광역철도(TX)를 기반으로 도심급 기능을 수행할 수 있음을 보여줬다. 철도망과 함께 산·학·연·주거를 집약해 자족형 거점을 만들면 단순한 베드타운을 넘어 외부 인구와 기업을 끌어들이는 구조가 형성된다. 이러한 모델은 GTX나 지하철 연장선이 통과하는 서울 외곽 핵심 역세권에도 적용 가능하다.

위 사례들은 서울과 수도권에 전체 인구가 줄더라도 소규모 가구 증가와 주거·업무 수요 불균형에 대응하려면, 광역철도망 접근성이 확보된 거점에 개발을 집중해야 한다고 판단한다.

GTX 역세권, 노후 산업단지, 저층 주거지 밀집지 등에 용적률 상향, 세제 혜택, 공공 기여 연계 개발을 적용하면 신규 택지 조성 없이도 상당한 공급 효과를 얻을 수 있다고 생각하기 때문이다.

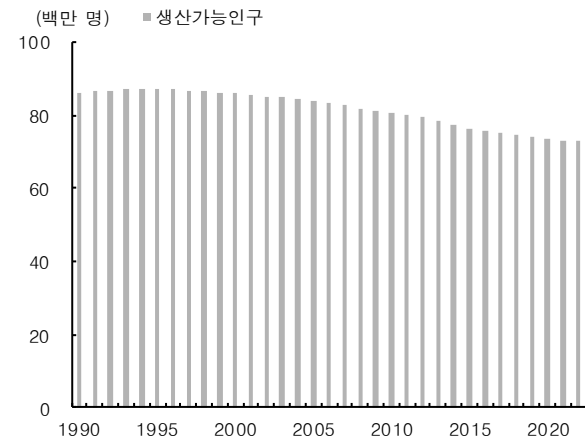
결국, **광역철도망이 교통 수용능력을 보장하므로 추가 인구 유입에 따른 혼잡 부담을 줄일 수 있고, 수도권 다핵도시 구조 형성도 가속화할 수 있다고 판단**한다. 해당 요건들이 충족된 진행 중인 개발 사업은 대표적으로는 용산, 북정, 광운대 등이 있다.

그림 95. 일본 65세 인구 추이



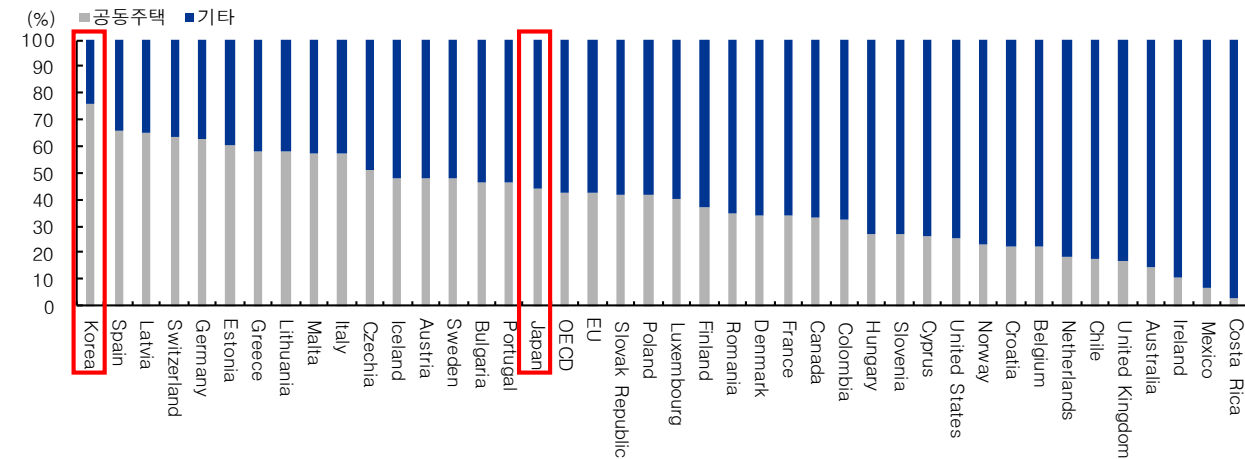
자료: 후생노동성, IBK투자증권

그림 96. 일본 생산가능인구 추이



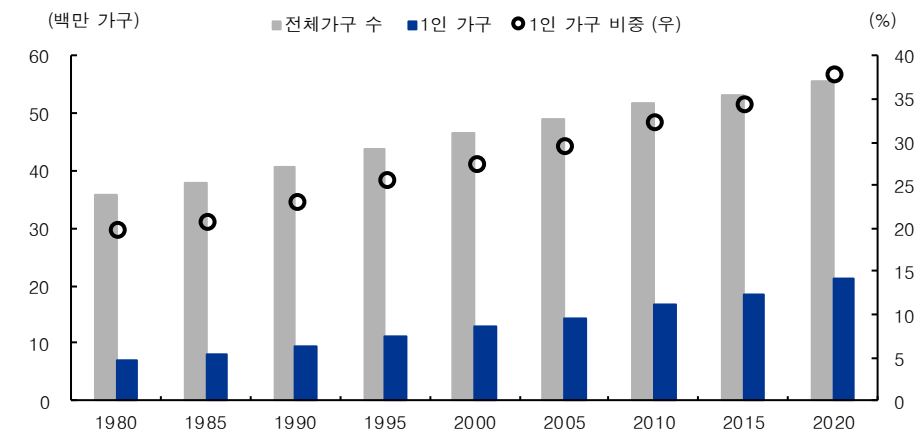
자료: 후생노동성, IBK투자증권

그림 97. 주택 형태별 거주 비율



자료: OECD, IBK투자증권

그림 98. 일본 1인 가구 추이



자료: 후생노동성, IBK투자증권

4. 투자전략

4-1. 일본 사례

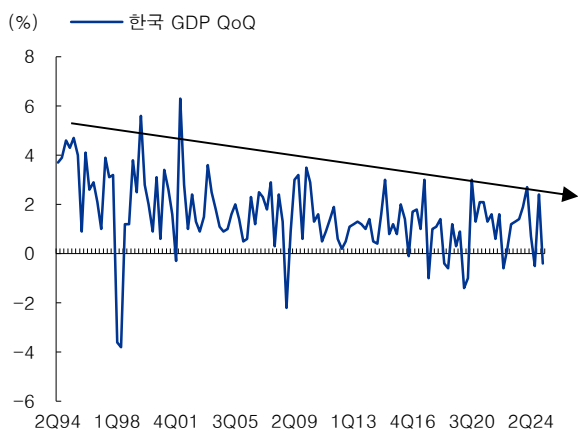
일본 건설업은 저성장 국면에 접어들면서 양적 고정자산 투입이 줄어들었고, 이에 따라 고도성장기에 폭발적인 성장을 기록했던 제네콘(종합건설사)들의 매출 증가세도 둔화됐다. 영업이익률 역시 3~4% 수준에서 크게 벗어나지 못하며 구조적 한계가 드러났다.

이와 달리, 시대 변화 속에서 부상한 디벨로퍼(부동산 개발·시행사)는 양적 성장보다 질적 성장에 초점을 맞추며 산업 내 입지를 강화했다. 단순 시공에 머문 제네콘과 달리, 디벨로퍼들은 사업 모델을 다각화해 일본 경제와 부동산 시장의 변동에도 안정적인 성장세를 유지했다. 특히 영업이익 규모에서 제네콘과의 격차를 상당 부분 좁히며, 일본 내 경쟁력 있는 산업으로 자리매김했다.

국내 건설업 역시 도시정비사업, GTX, 경부고속도로 지하화 등 여전히 양적 성장 여력이 남아 있지만, 인구 감소로 인한 장기 저성장은 피할 수 없다는 전망이 우세하다(한국은행 이창용 총재, 2023.05.25). 과거와 같이 대규모 아파트 분양에 의존하는 성장 방식만으로는 한계가 뚜렷하며, 새로운 질적 성장 전략이 필요한 시점이다.

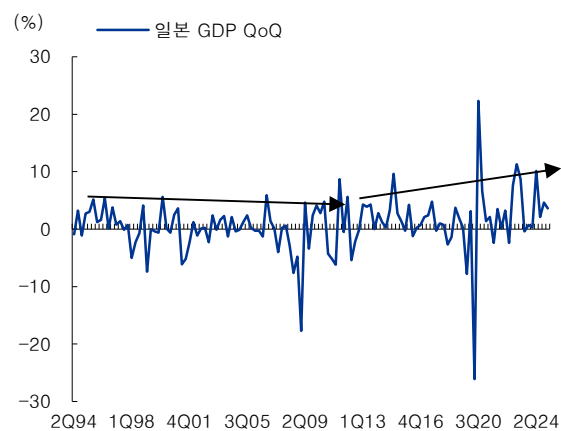
향후 산업 재편 국면에서 유동성을 확보한 기업들이 경쟁 우위를 점하게 될 가능성이 높다. 특히 시행 진입 장벽이 점차 높아질 경우, 자기자본을 투입할 수 있는 상위 몇 개사로 시장이 재편될 전망이다. 이에 따라 대형 시공사들이 PFV에 직접 자금을 투입하거나 준자체사업(시행이익 공유) 형태로 적극 진출할 가능성이 커지고 있다. 이는 일본 사례에서 확인된 바와 같이, 불황기 이후에도 안정적이고 지속 가능한 성장을 이어갈 수 있는 핵심 요인이 될 것으로 판단한다.

그림 99. 한국 GDP 성장률 추이 (QoQ)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 100. 일본 GDP 성장률 추이 (QoQ)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 101. 일본 부동산 가격 증감률

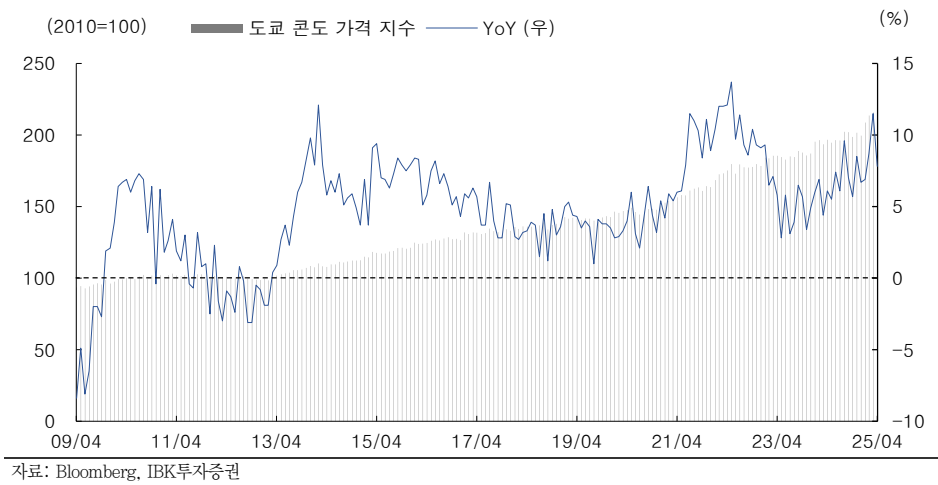


그림 102. 한국 건설 신규 수주 추이

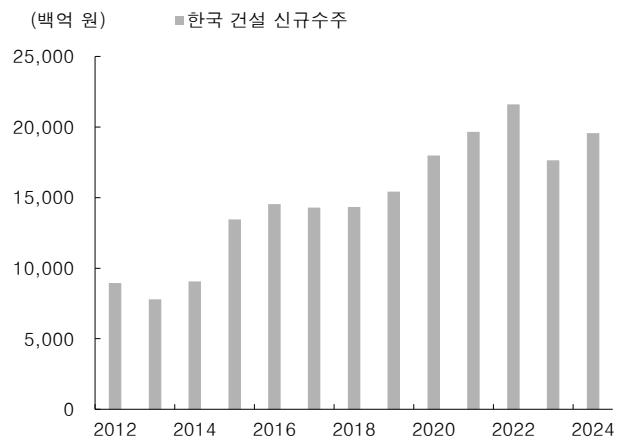


그림 103. 일본 건설 신규 수주 추이

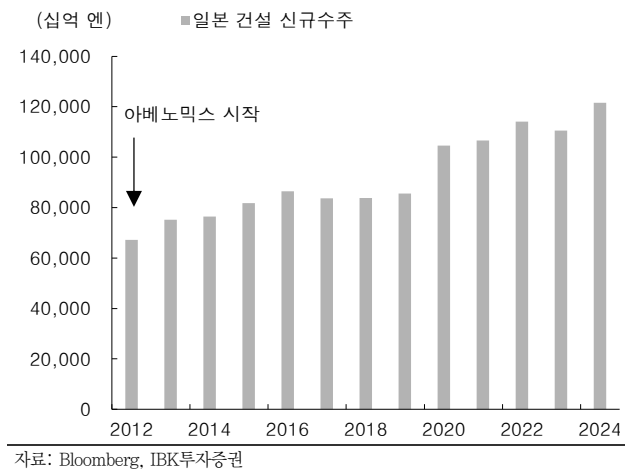


그림 104. 일본 4대 제네콘 매출 추이

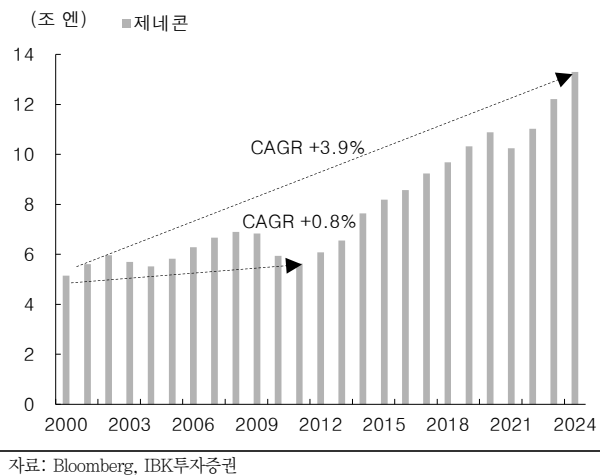


그림 105. 일본 4대 디벨로퍼 매출 추이

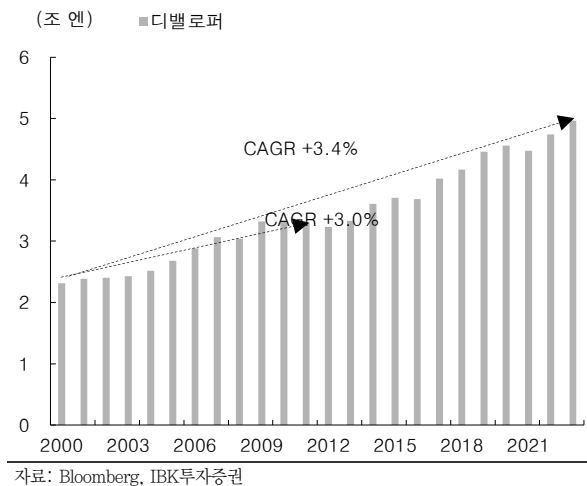
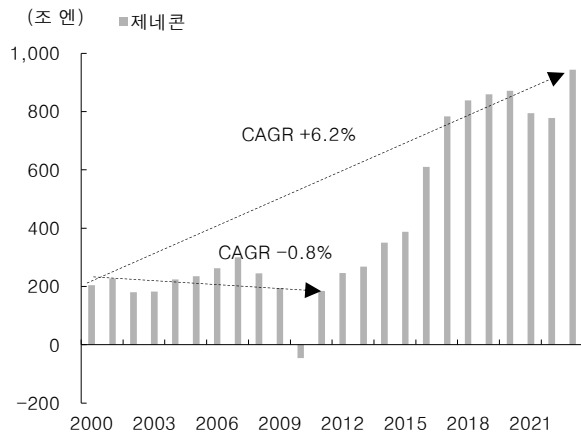
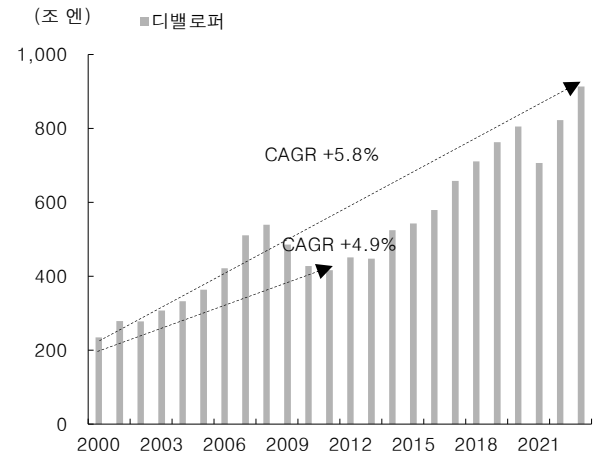


그림 106. 일본 4대 제네콘 영업이익 추이



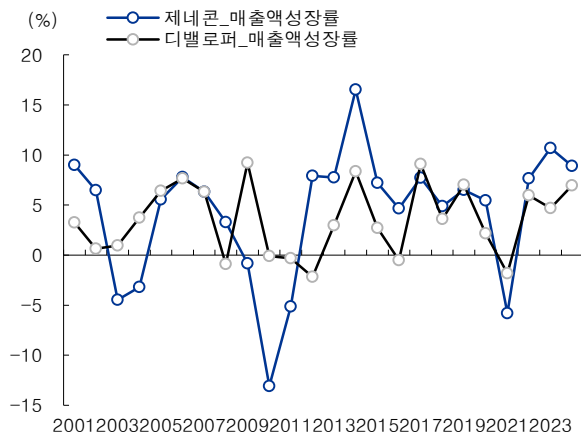
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 107. 일본 4대 디벨로퍼 영업이익 추이



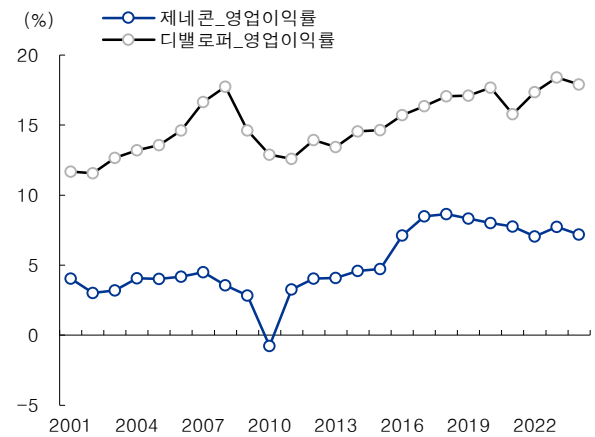
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 108. 일본 4대 제네콘/디벨로퍼 매출액 성장률 추이



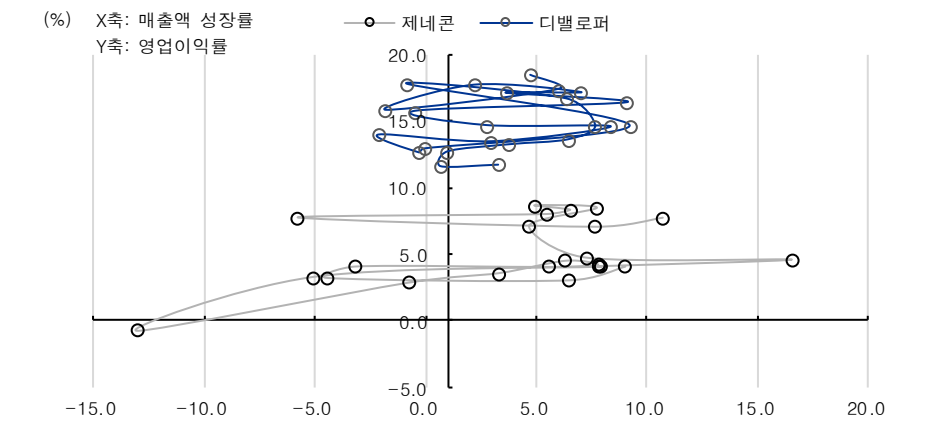
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 109. 일본 4대 제네콘/디벨로퍼 영업이익률 추이



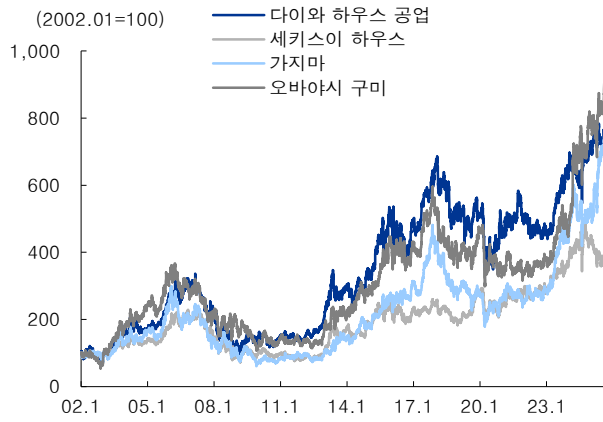
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 110. 23개년(2000~2023) 제네콘/디벨로퍼 매출액 성장률 영업이익률 추이



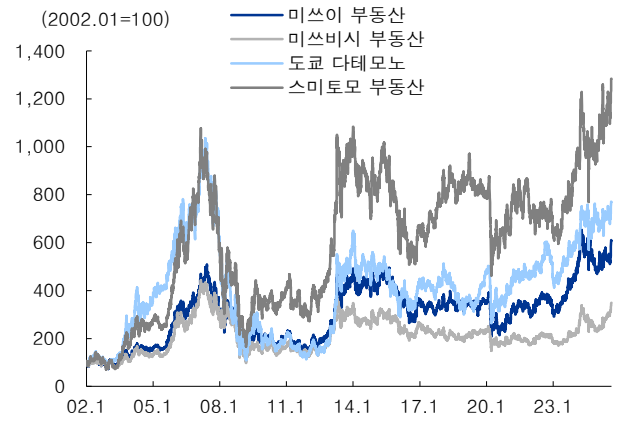
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 111. 일본 4대 제네콘 주가 수익률 추이



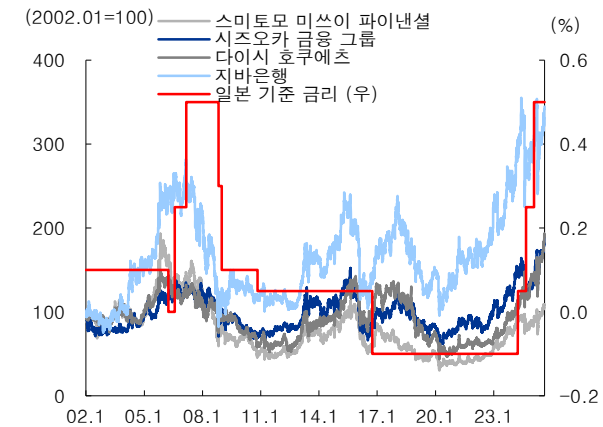
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 112. 일본 4대 디벨로퍼 주가 수익률 추이



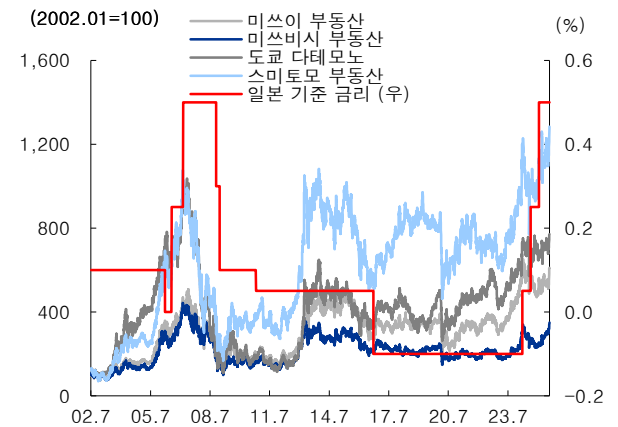
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 113. 일본 금융 주가 수익률/기준금리 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 114. 일본 디벨로퍼 주가 수익률/기준금리 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4-2. 주가 및 밸류에이션

건설업 지수는 8월 14일 기준 YTD +46.9%로 KOSPI 수익률 +34.5% 대비 +12.4%p 우수한 성과를 기록하였다. 주가는 ▶ 수익성 증가, ▶ 신사업 수주 기대감 등 영향으로 뛰어난 성과를 기록한 것으로 판단한다. 반면, 주가 부진했던 기업들은 ▶ 지방 미분양 확대 우려, ▶ 국내 중심 매출구조 등이 이유였던 것으로 판단한다.

종목별로는 8월 14일 기준 현대건설은 해외 원전 수주 기대감에 연초 대비 +150.7%를 기록하였다. 다음으로 주가 수익률이 가장 높았던 종목은 삼성E&A로 관계사 수주 회복 기대감으로 연초대비 +67.6%를 기록하였다. 반면, GS건설은 커버리지 종목 중 가장 저조한 수익률(+7.0%)을 기록하였는데, 자회사 파산절차 돌입에 따른 손실 영향으로 판단한다.

그림 115. 주요 건설사 연초 이후 주가 추이

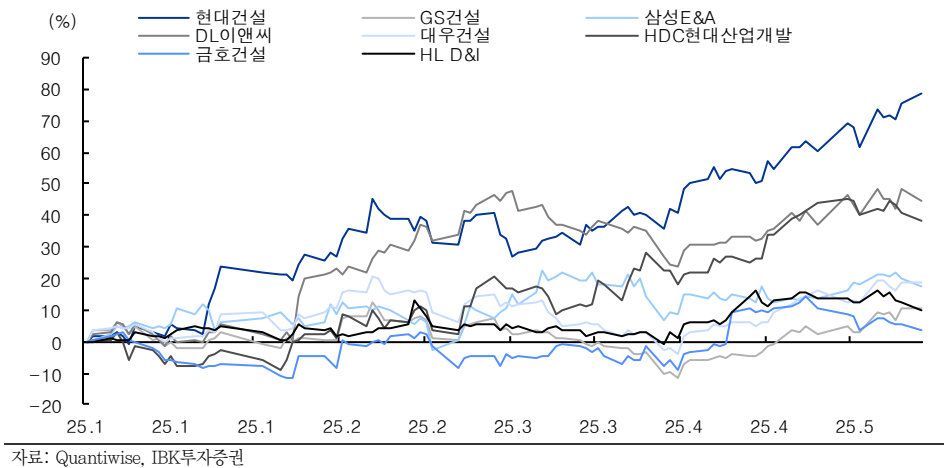


그림 116. 국내 건설사 연초대비 수익률(高)

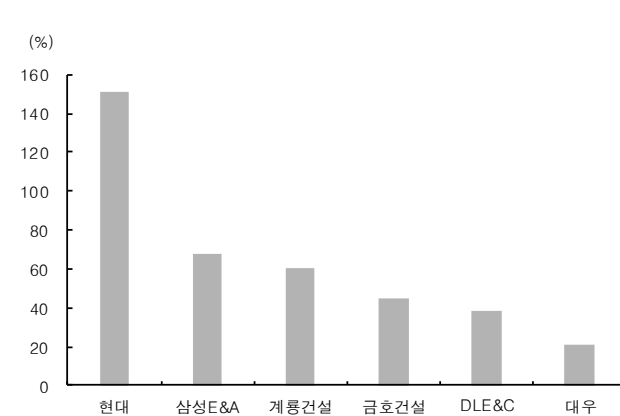
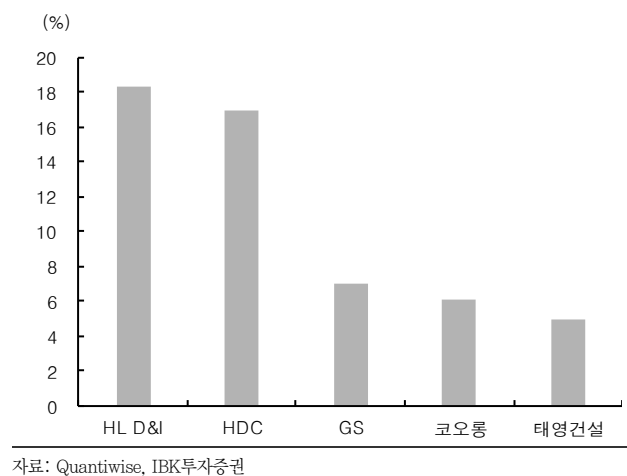


그림 117. 국내 건설사 연초대비 수익률(低)

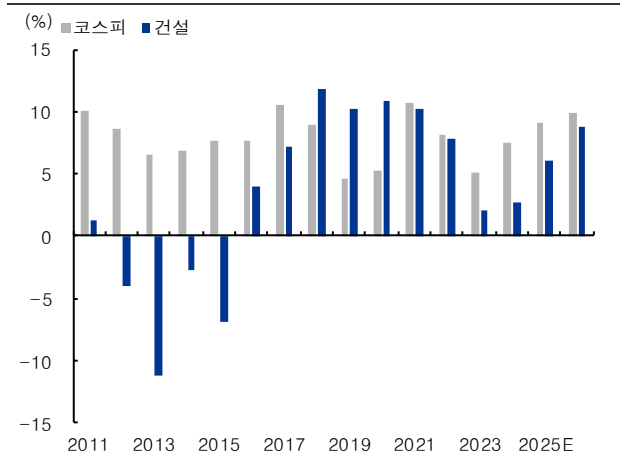


4-3. 밸류에이션 Key point: 디벨로퍼

국내 건설업은 분명히 변화하고 있다. 3년간 지속된 고금리는 부동산 업계에 가득차 있었던 유동성을 감소시켰고, 부실 업체들을 선별할 수 있는 계기가 되었다. 지금 시점은 과거 2008년 시절 벌어졌던 건설업 대규모 정리와 다른 모습이지만, 건전성 기준이 점차 높아지고 있는 만큼, 점차 산업 개편이 될 것으로 판단한다.

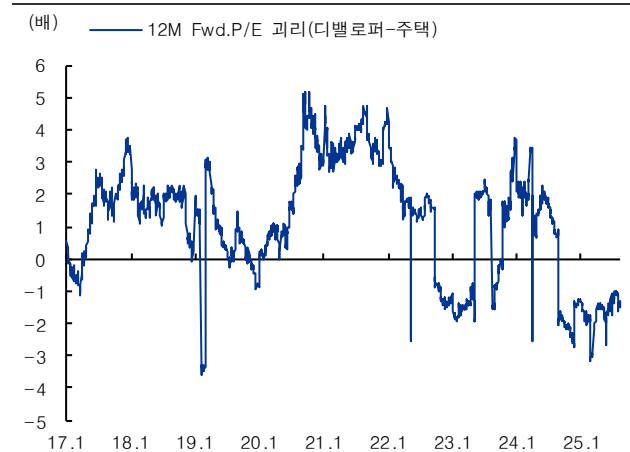
개편될 우리나라 건설업이 맞이할 시장 환경은 장기 저성장에 직면할 것으로 생각한다. 다만, 일본 디벨로퍼들이 증명하였듯, 우리나라도 점차 건설/부동산업의 질적 성장 시대를 맞게 될 것이라 판단한다. 종합 건설사들은 단순 시공에만 그쳤던 모습을 탈피하고, 안정적인 성장을 지속하는 사업 모델을 구축할 것으로 기대하므로 건설업 종에 대한 투자 의견을 ‘비중확대(Overweight)’로 제시한다. 중목으로는 **HDC현대산업개발과 현대건설을 최선호**로 제시한다.

그림 118. 국내 코스피/건설업 ROE비교



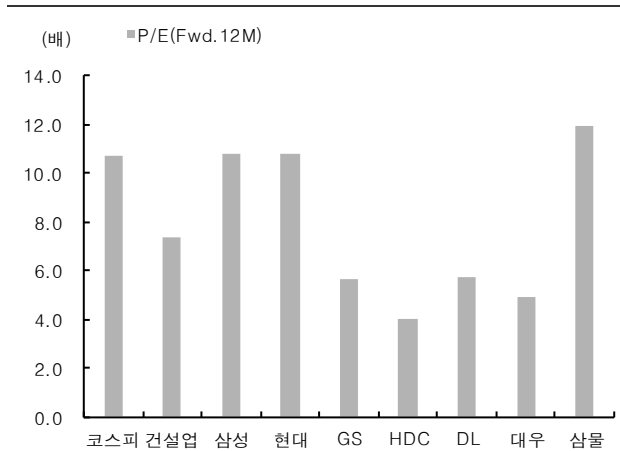
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 119. 디벨로퍼 대비 주택 밸류에이션



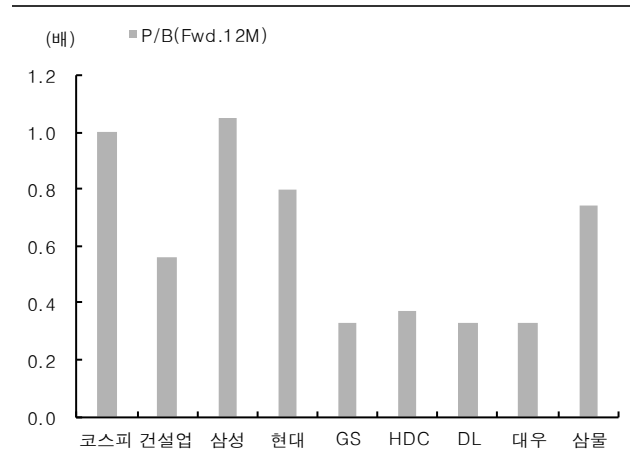
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 120. KOSPI와 국내 대형건설사 12M Fwd. P/E



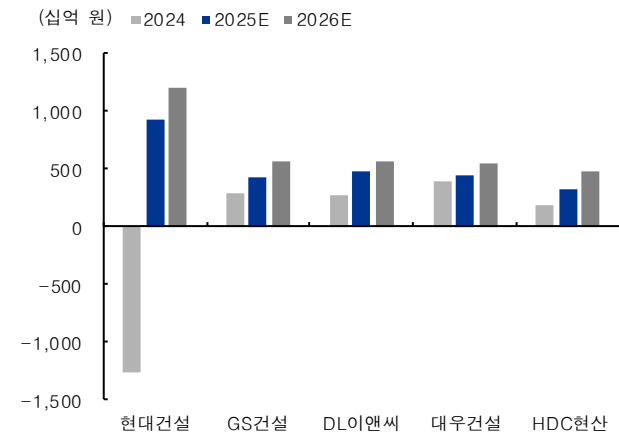
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 121. KOSPI와 국내 대형건설사 12M Fwd. P/B



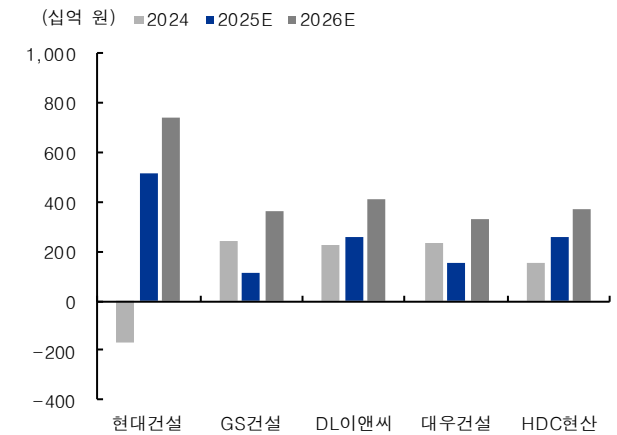
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 122. 국내 주요 5개사 영업이익 추이 및 예상



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 123. 국내 주요 5개사 지배주주순이익 추이 및 예상



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 9. 커버리지 기업 컨센서스 실적 전망

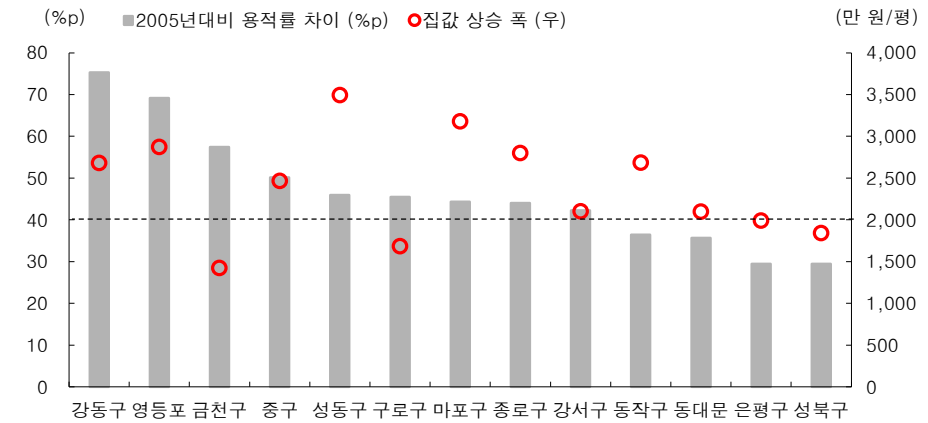
(단위: 십억 원)

기업	영업이익		지배주주 순이익	
	2024	2025E	2024	2025E
5개기업 합산	-118.8	2,633.3	695.9	1,305.8
현대건설	-1,263.4	931.7	-168.7	517.0
GS건설	286.0	437.5	245.6	113.2
대우건설	270.9	479.7	229.2	262.1
DL이앤씨	403.1	451.0	234.1	152.8
HDC현대산업개발	184.6	333.5	155.7	260.8

자료: Quantiwise, IBK투자증권

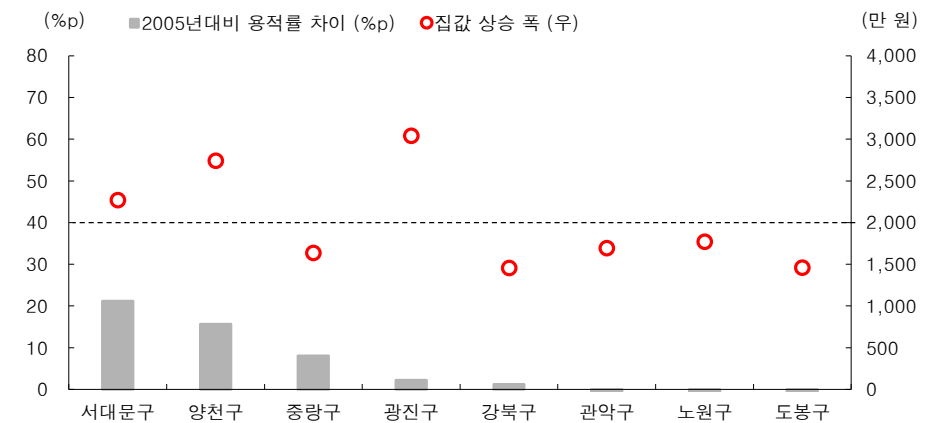
[별첨1] 서울특별시 개발 대비 아파트 평균 가격 변동 폭

그림 124. 2020년 기준 2005년 대비 용적률 차이와 집값 변동 폭(개발 다수, 강남 외 지역)



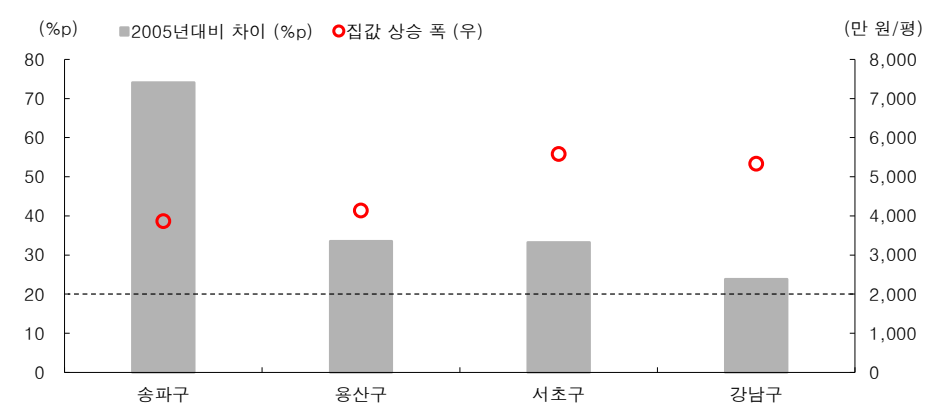
자료: 통계청, Reps, IBK투자증권

그림 125. 2020년 기준 2005년 대비 용적률 차이와 집값 변동 폭(개발 저조, 강남 외 지역)



자료: 통계청, Reps, IBK투자증권

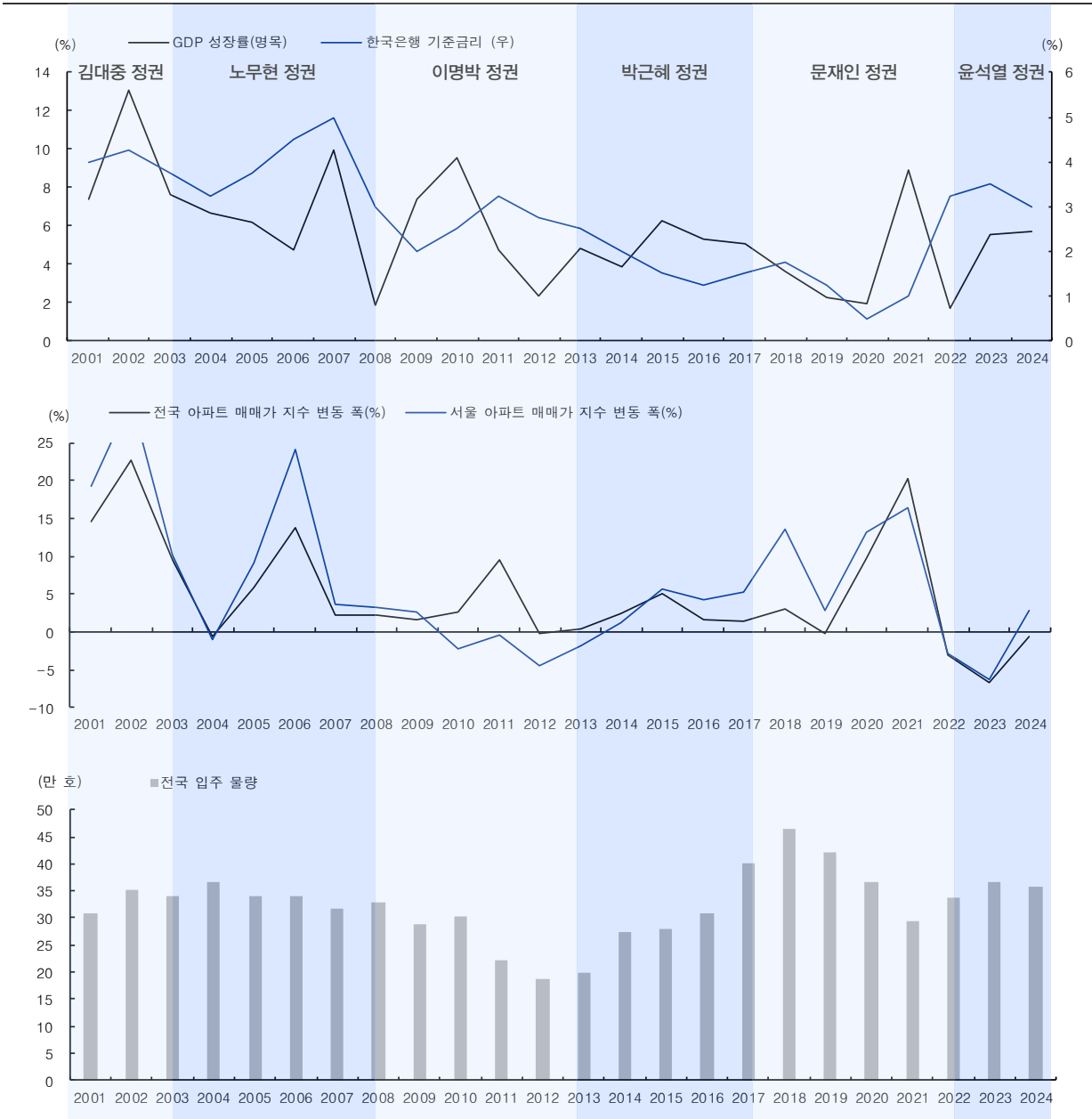
그림 126. 2020년 기준 2005년 대비 용적률 차이와 집값 변동 폭(강남 + 용산)



자료: 통계청, Reps, IBK투자증권

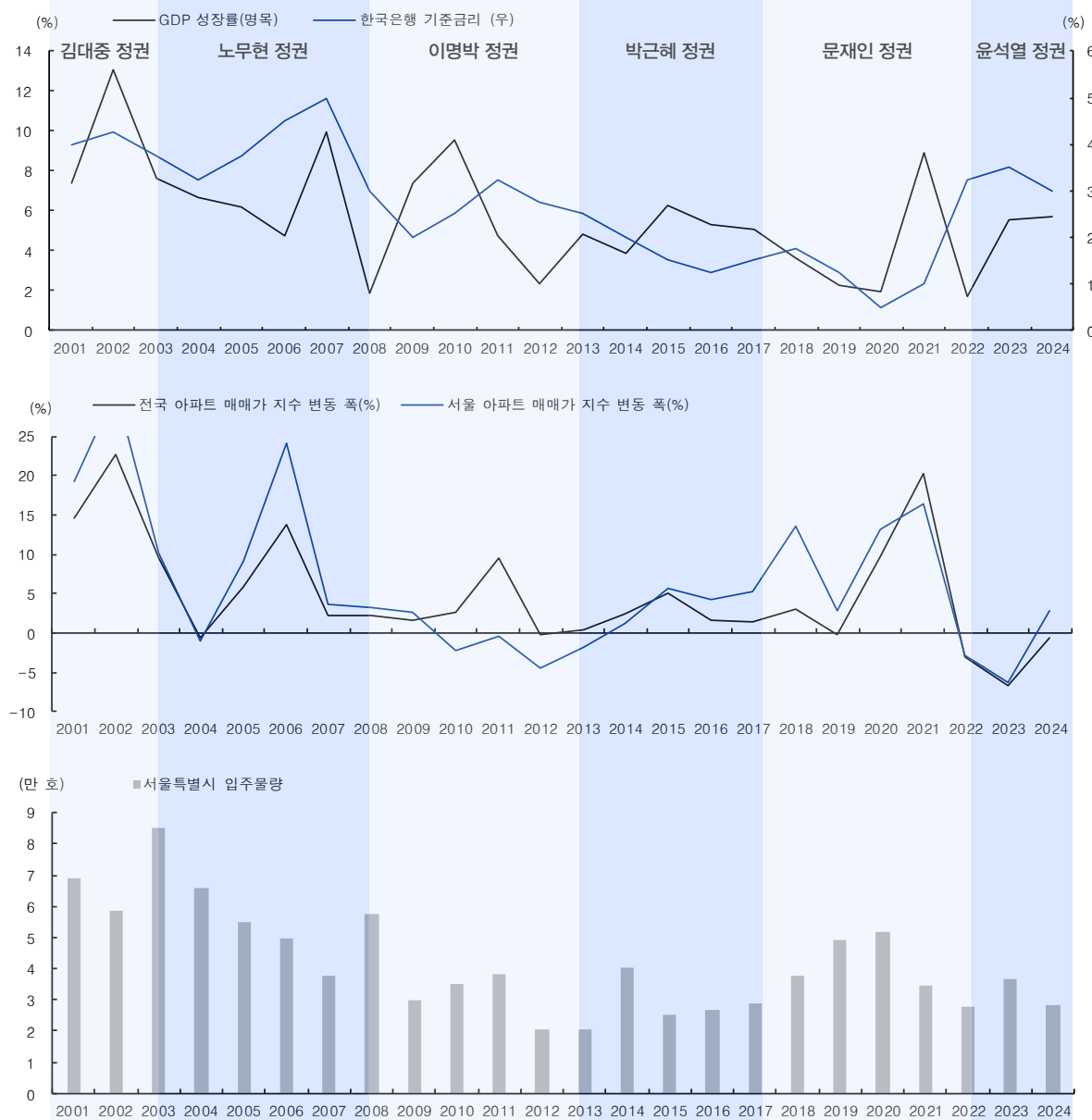
[별첨2] 연도별 주택 가격 주요 요인 점검

그림 127. 연도별 주요 주택 가격 요인 정리 (전국)



자료: Quantiwise, Reps, IBK투자증권

그림 128. 연도별 주요 주택 가격 요인 정리 (서울)



자료: Quantiwise, Reps, IBK투자증권

[별첨3] 서울특별시 주요 도시정비 사업장 목록

표 10. 서울특별시 주요 도시정비 사업장 목록1 (조합설립이전/재건축)

구분	계획기간	목표	대표지번	진행단계
강동구	재건축	명일동 신동아아파트 재건축정비사업	명일동 44	정비계획 수립
강동구	재건축	고덕현대아파트 재건축정비사업	명일동 56	정비계획 수립
영등포구	재건축	여의도 수정아파트 주택재건축정비사업	여의도동 32	정비계획 수립
영등포구	재건축	당산한양아파트 재건축정비사업	당산동3가 2-6	안전진단
영등포구	재건축	당산현대3차아파트 재건축정비사업	당산동4가 88	안전진단
영등포구	재건축	대림우성아파트 재건축정비사업	대림동 696	안전진단
영등포구	재건축	문래공원한신아파트 재건축정비사업	문래동3가 77-2	안전진단
영등포구	재건축	신길건영아파트 재건축정비사업	신길동 364	안전진단
영등포구	재건축	신길우성1차아파트 재건축정비사업	신길동 365	안전진단
영등포구	재건축	신길우성3차아파트 재건축정비사업	신길동 4656	안전진단
영등포구	재건축	양평현대2차아파트 재건축정비사업	양평동3가 79-4	안전진단
영등포구	재건축	초원아파트 재건축정비사업	여의도동 11-1	안전진단
영등포구	재건축	서울아파트 재건축정비사업	여의도동 21-1	안전진단
영등포구	재건축	장미아파트 재건축정비사업	여의도동 40	안전진단
영등포구	재건축	화랑아파트 재건축정비사업	여의도동 40-4	안전진단
종로구	재건축	금강하이츠빌라 주택재건축사업	평창동 64-3	안전진단
강동구	재건축	명일 한양아파트 재건축정비사업	명일동 54	정비구역지정
광진구	재건축	신향빌라 재건축사업	중곡동 18-24	정비구역지정
강남구	재건축	도곡삼익아파트 재건축정비사업 조합설립추진위원회	도곡동 869	추진위원회승인
강남구	재건축	압구정아파트지구 특별계획구역① 재건축사업	압구정동 414	추진위원회승인
구로구	재건축	우신빌라 재건축정비사업	궁동 213-27	추진위원회승인
금천구	재건축	우창연립 주택재건축정비사업조합설립추진위원회	가산동 547-44	추진위원회승인
도봉구	재건축	쌍문한양1차아파트 재건축사업	쌍문동 388-33	추진위원회승인
동대문구	재건축	청량리미주아파트 주택재건축정비사업	청량리동 235-1	추진위원회승인
마포구	재건축	성산시영 재건축정비사업 조합설립추진위원회	성산동 446	추진위원회승인
서초구	재건축	반포미도1차아파트 재건축정비사업조합	반포동 60-4	추진위원회승인
서초구	재건축	신반포공전아파트 주택재건축정비사업조합설립추진위원회	반포동 65-1	추진위원회승인
서초구	재건축	방배삼호아파트 주택재건축정비사업 조합설립추진위원회	방배동 758-4	추진위원회승인
송파구	재건축	가락우성1차아파트 재건축정비사업 조합설립추진위원회	가락동 96-1	추진위원회승인
송파구	재건축	오금현대아파트 주택재건축정비사업구역	오금동 43	추진위원회승인
양천구	재건축	목동12단지아파트 재건축정비사업(임시)	신정동 326	추진위원회승인
영등포구	재건축	삼부아파트 주택재건축정비사업조합설립추진위원회	여의도동 30-2	추진위원회승인
영등포구	재건축	미성아파트 주택재건축정비사업 조합설립추진위원회	여의도동 37	추진위원회승인
영등포구	재건축	여의도 진주아파트 재건축정비사업	여의도동 54	추진위원회승인
용산구	재건축	이촌동제1구역 주택재건축정비사업 조합설립추진위원회	이촌동 203-75	추진위원회승인
용산구	재건축	중산아파트 주택재건축정비사업 조합설립추진위원회	이촌동 211-2	추진위원회승인
용산구	재건축	청화아파트주택재건축정비사업조합설립추진위원회	이태원동 22-2	추진위원회승인
용산구	재건축	후암동제1구역 주택재건축정비사업 조합설립추진위원회	후암동 142-4	추진위원회승인

자료: 서울특별시, IBK투자증권

표 11. 서울특별시 주요 도시정비 사업장 목록2 (조합설립이전/재개발)

구분	계획기간	목표	대표지번	진행단계
성북구	재개발(도시정비형)	광흥창역세권(구수동) 도시정비형 재개발구역	구수동 16-1	정비계획 수립
성북구	재개발(도시정비형)	합정역세권 도시정비형 재개발구역	합정동 376-3	정비계획 수립
양천구	재개발(도시정비형)	(가칭)북아현4재정비촉진구역	북아현동 221-7	정비계획 수립
영등포구	재개발(도시정비형)	홍제역세권 도시정비형 재개발정비사업조합	홍제동 311-1	정비계획 수립
은평구	재개발(도시정비형)	대림역세권 장기전세주택사업(도시정비형 재개발)	대림동 807-13	정비계획 수립
은평구	재개발(도시정비형)	도림2동 역세권 장기전세주택사업(도시정비형 재개발)	도림동 239-12	정비계획 수립
은평구	재개발(도시정비형)	신길동96-24역세권 장기전세주택사업(도시정비형 재개발)	신길동 96-24	정비계획 수립
은평구	재개발(도시정비형)	여의대방신길역세권 장기전세주택사업(도시정비형 재개발)	신길동 1343	정비계획 수립
은평구	재개발(도시정비형)	(가칭)대방역세권 도시환경정비사업 개발촉진위원회	신길동 1358	정비계획 수립
중랑구	재개발(도시정비형)	신길6역세권 장기전세주택 사업(도시정비형 재개발)	신길동 1448-1	정비계획 수립
동대문구	재개발(도시정비형)	원효로1가 역세권 장기전세주택 도시정비형 재개발사업	원효로1가 82-1	정비계획 수립
영등포구	재개발(도시정비형)	청파동 역세권 장기전세주택 도시정비형 재개발사업	청파동1가 46	정비계획 수립
영등포구	재개발(도시정비형)	삼각맨션 부지 도시정비형 재개발사업	한강로1가 231-30	정비계획 수립
영등포구	재개발(도시정비형)	빗물펌프장구역 도시정비형 재개발사업	한강로3가 40-881	정비계획 수립
강동구	재개발(도시정비형)	이촌역 역세권 장기전세주택 도시정비형 재개발사업	한강로3가 65-342	정비계획 수립
관악구	재개발(도시정비형)	효창동 역세권 장기전세주택 도시정비형 재개발사업	효창동 5-307	정비계획 수립
금천구	재개발(도시정비형)	새절역세권(신사동) 장기전세주택 건립사업	신사동 338-41	정비계획 수립
금천구	재개발(도시정비형)	구산역세권(역촌동) 장기전세주택 건립사업	역촌동 13-4	정비계획 수립
노원구	재개발(도시정비형)	(임시) 사가정역세권 도시정비형 재개발사업	면목동 572-1	정비계획 수립
성북구	재개발(주택정비형)	(가칭)천호동 214-19번지 일대 재개발	천호동 214-19	정비계획 수립
영등포구	재개발(주택정비형)	미아동 258번지 일대 주택정비형 재개발사업	미아동 258	정비계획 수립
용산구	재개발(주택정비형)	미아동 791-2882번지 일대 주택정비형 재개발사업	미아동 791-2882	정비계획 수립
은평구	재개발(주택정비형)	번동 148번지 일대 주택정비형 재개발사업	번동 148	정비계획 수립
종로구	재개발(주택정비형)	번동 441-3번지 일대 주택재개발정비사업	번동 441-3	정비계획 수립
중랑구	재개발(주택정비형)	수유동 170-1번지 일대 주택재개발정비사업	수유동 170-1	정비계획 수립
동대문구	재개발(주택정비형)	자양4동 A구역 주택재개발사업	자양동 57-90	정비계획 수립
구로구	재개발(주택정비형)	가리봉2구역 주택재개발정비사업	가리봉동 87-177	정비계획 수립
동작구	재개발(주택정비형)	개봉동 49번지 일대 정비사업	개봉동 49	정비계획 수립
마포구	재개발(주택정비형)	고척동 253번지 일대 주택재개발정비사업	고척동 253	정비계획 수립
마포구	재개발(주택정비형)	오류동 4번지 일대 주택재개발정비사업	오류동 4	정비계획 수립
서대문구	재개발(주택정비형)	독산동 1072번지 일대 주택정비형 재개발사업	독산동 1072	정비계획 수립
서초구	재개발(주택정비형)	쌍문3구역 주택정비형재개발사업	쌍문동 724	정비계획 수립
성동구	재개발(주택정비형)	청량리9구역 주택재개발정비사업	청량리동 19	정비계획 수립
성동구	재개발(주택정비형)	사당12구역 민간재개발사업	사당동 288	정비계획 수립
성동구	재개발(주택정비형)	공덕8구역 주택정비형 재개발사업	공덕동 11-24	정비계획 수립
양천구	재개발(주택정비형)	망원동 신숙통합기획 후보지	망원동 416-53	정비계획 수립
양천구	재개발(주택정비형)	염리동 488-14번지 일대 정비계획 수립 및 정비구역 지정 진행 지역	염리동 488-14	정비계획 수립
영등포구	재개발(주택정비형)	홍은동 8-400 일대	홍은동 8-400	정비계획 수립
영등포구	재개발(주택정비형)	사근동 293번지 일대	사근동 293	정비계획 수립
영등포구	재개발(주택정비형)	석관4구역 주택정비형 재개발사업	석관동 62-1	정비계획 수립

자료: 서울특별시, IBK투자증권

표 12. 서울특별시 주요 도시정비 사업장 목록3 (조합설립이전/재개발)

구분	계획기간	목표	대표지번	진행단계
성북구	재개발(주택정비형)	종암8구역 주택정비형 재개발사업	종암동 3-10	정비계획 수립
성북구	재개발(주택정비형)	종암9구역 주택정비형 재개발사업조합	종암동 125-35	정비계획 수립
송파구	재개발(주택정비형)	마천2구역 주택재개발	마천동 183-1	정비계획 수립
양천구	재개발(주택정비형)	목2동 232번지 일대 주택정비형 재개발사업조합	목동 232	정비계획 수립
영등포구	재개발(주택정비형)	신길16-2구역 주택재개발	신길동 314-14	정비계획 수립
은평구	재개발(주택정비형)	공공주택복합사업 조합(임시)	불광동 329-13	정비계획 수립
은평구	재개발(주택정비형)	(임시)신사동200,237번지 일대	신사동 200	정비계획 수립
은평구	재개발(주택정비형)	응암3동 재개발 연계형 도시재생활성화사업(A구역)	응암동 700	정비계획 수립
은평구	재개발(주택정비형)	응암3동 재개발 연계형 도시재생활성화사업	응암동 700	정비계획 수립
은평구	재개발(주택정비형)	응암3동 재개발 연계형 도시재생활성화사업(B구역)	응암동 755	정비계획 수립
종량구	재개발(주택정비형)	(임시)면목동69-14일대 주택재개발사업	면목동 69-14	정비계획 수립
동대문구	재개발(도시정비형)	전농13구역 도시정비형 재개발사업 조합	전농동 295	정비구역지정
영등포구	재개발(도시정비형)	43. 문래동1 · 2가 도시환경정비구역	문래동1가 70-1	정비구역지정
영등포구	재개발(도시정비형)	44. 문래동2 · 3가 도시환경정비사업	문래동2가 14-84	정비구역지정
영등포구	재개발(도시정비형)	30. 영등포1-14 재정비촉진구역	영등포동5가 34-16	정비구역지정
강동구	재개발(주택정비형)	천호동 461-31번지 일대 재개발정비사업(천호 A1-2)	천호동 461-31	정비구역지정
관악구	재개발(주택정비형)	신림7구역 재개발정비사업	신림동 675	정비구역지정
금천구	재개발(주택정비형)	시흥1구역	시흥동 810	정비구역지정
성북구	재개발(주택정비형)	하월곡1구역 주택정비형 재개발사업	하월곡동 70-1	정비구역지정
영등포구	재개발(주택정비형)	대림1구역 신속통합기획	대림동 855-1	정비구역지정
용산구	재개발(주택정비형)	청파제2구역주택재개발정비사업 (신속통합기획)	청파동1가 89-18	정비구역지정
은평구	재개발(주택정비형)	불광8 주택정비형 재개발사업	불광동 600	정비구역지정
종로구	재개발(주택정비형)	창신동 23일대 주택정비형 재개발구역	창신동 23-2	정비구역지정
종량구	재개발(주택정비형)	상봉13구역 주택정비형 재개발사업	망우동 461	정비구역지정
동대문구	재개발(도시정비형)	신이문2 역세권 도시정비형 재개발정비사업	이문동 170-65	정비계획 수립
구로구	재개발(도시정비형)	천왕3역세권	오류동 206-2	추진위원회승인
동작구	재개발(도시정비형)	흑석2재정비촉진구역 도시환경정비사업 조합설립추진위원회	흑석동 99-3	추진위원회승인
마포구	재개발(도시정비형)	마포로1구역 제5지구 도시정비형 재개발사업	도화동 544	추진위원회승인
마포구	재개발(도시정비형)	마포로1구역 제23지구 도시정비형 재개발사업 조합	마포동 350	추진위원회승인
서대문구	재개발(도시정비형)	홍제3구역도시환경정비사업조합설립추진위원회	홍제동 306-2	추진위원회승인
서초구	재개발(도시정비형)	내방세권역활성화사업	방배동 872-11	추진위원회승인
성동구	재개발(도시정비형)	(가칭)금호동2가 421-1번지 일원 도시정비형 재개발정비사업	금호동2가 421-1	추진위원회승인
성동구	재개발(도시정비형)	(가칭)금호동2가 684번지 일원 도시정비형재개발정비사업	금호동2가 684	추진위원회승인
성동구	재개발(도시정비형)	행당동248번지 일대 역세권활성화사업 도시정비형 재개발사업	행당동 248	추진위원회승인
양천구	재개발(도시정비형)	신정3재정비촉진지구2구역 도시환경정비사업조합설립추진위원회	신정동 1182-1	추진위원회승인
양천구	재개발(도시정비형)	신정3재정비촉진3-1구역 도시환경정비사업 조합설립추진위원회	신정동 1190-1	추진위원회승인
영등포구	재개발(도시정비형)	영등포유통상가 시장정비사업 조합설립추진위원회	당산동2가 30-2	추진위원회승인
영등포구	재개발(도시정비형)	67. 양평제10구역 도시환경정비사업 조합설립추진위원회	양평동1가 9-6	추진위원회승인
영등포구	재개발(도시정비형)	71. 양평제14구역 도시환경정비사업 조합설립추진위원회	양평동2가 29-6	추진위원회승인

자료: 서울특별시, IBK투자증권

표 13. 서울특별시 주요 도시정비 사업장 목록4 (조합설립이전/재개발)

구분	계획기간	목표	대표지번	진행단계
용산구	재개발(도시정비형)	용산역전면 제1-2구역 재개발사업 조합설립추진위원회	한강로3가 40-712	추진위원회승인
은평구	재개발(도시정비형)	역촌역세권(대조동) 장기전세주택 도시정비형재개발사업	대조동 59-1	추진위원회승인
종로구	재개발(도시정비형)	창신4구역 도시환경정비사업 조합설립추진위원회	창신동 330-1	추진위원회승인
중랑구	재개발(도시정비형)	상봉10재정비촉진구역 도시정비형 재개발사업	상봉동 50-1	추진위원회승인
관악구	재개발(주택정비형)	봉천 제13구역 주택재개발정비사업 조합설립추진위원회	봉천동 913-1	추진위원회승인
구로구	재개발(주택정비형)	고척산업용품상가 시장정비사업	고척동 103-4	추진위원회승인
동대문구	재개발(주택정비형)	용두1도시환경정비구역 제5지구 조합설립추진위원회	용두동 23-1	추진위원회승인
동대문구	재개발(주택정비형)	동성빌라일대 주택재개발정비사업 추정분담금 검토위	휘경동 43	추진위원회승인
동대문구	재개발(주택정비형)	휘경제5 주택정비형 재개발구역	휘경동 43-188	추진위원회승인
성북구	재개발(주택정비형)	장위3구역 주택재개발정비사업 조합	장위동 350	추진위원회승인
송파구	재개발(주택정비형)	마천5구역	마천동 45	추진위원회승인
용산구	재개발(도시정비형)	용산역전면 제1-2구역 재개발사업 조합설립추진위원회	한강로3가 40-712	추진위원회승인
은평구	재개발(도시정비형)	역촌역세권(대조동) 장기전세주택 도시정비형재개발사업	대조동 59-1	추진위원회승인
종로구	재개발(도시정비형)	창신4구역 도시환경정비사업 조합설립추진위원회	창신동 330-1	추진위원회승인
중랑구	재개발(도시정비형)	상봉10재정비촉진구역 도시정비형 재개발사업	상봉동 50-1	추진위원회승인
관악구	재개발(주택정비형)	봉천 제13구역 주택재개발정비사업 조합설립추진위원회	봉천동 913-1	추진위원회승인
구로구	재개발(주택정비형)	고척산업용품상가 시장정비사업	고척동 103-4	추진위원회승인
동대문구	재개발(주택정비형)	용두1도시환경정비구역 제5지구 조합설립추진위원회	용두동 23-1	추진위원회승인
동대문구	재개발(주택정비형)	동성빌라일대 주택재개발정비사업 추정분담금 검토위	휘경동 43	추진위원회승인
동대문구	재개발(주택정비형)	휘경제5 주택정비형 재개발구역	휘경동 43-188	추진위원회승인
성북구	재개발(주택정비형)	장위3구역 주택재개발정비사업 조합	장위동 350	추진위원회승인
송파구	재개발(주택정비형)	마천5구역	마천동 45	추진위원회승인

자료: 서울특별시, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
HDC현대산업개발 (294870)	매수(유지)	34,000원
현대건설 (000720)	매수(유지)	85,000원

매수 (유지)

목표주가 (유지) 34,000원
현재가 (8/14) 20,650원

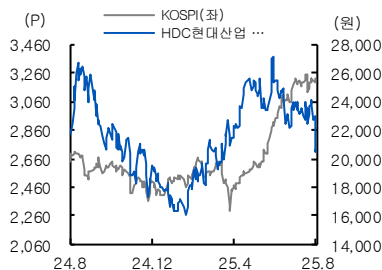
KOSPI (8/14) 3,225.66pt
시가총액 1,361십억원
발행주식수 65,907천주
액면가 5,000원
52주 최고가 27,100원
최저가 16,100원
60일 일평균거래대금 8십억원
외국인 지분율 15.0%
배당수익률 (2025F) 3.9%

주주구성
HDC 외 6 인 43.01%
국민연금공단 13.14%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	-13%	-22%
절대기준	-13%	8%	-5%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	34,000	34,000	-
EPS(25)	3,938	3,938	-
EPS(26)	5,473	5,473	-

HDC현대산업개발 상대주가 (%)



HDC현대산업개발 (294870)

용산, HDC그룹이 주목한 권역

자체 사업이 가진 이익의 질

HDC현대산업개발 2분기 실적은 연결 기준 매출 1.2조 원, 영업이익 803억 원으로, 자체사업 비중이 22%까지 확대되면서 매출총이익률과 영업이익률 모두 큰 폭으로 개선되었다. 실적 개선은 청주, 수원, 천안 등의 자체 현장에서 나타난 고수익성 기성 인식 덕분이며, 특히 서울원 아이파크는 향후 공정률 증가에 따라 실적 기여도가 본격화될 것으로 예상된다.

서울 동북권의 미래, 서울원 아이파크가 그리는 판도 변화

서울원 아이파크는 광운대 역세권이라는 핵심 입지에 들어서는 대형 복합개발 프로젝트로, 서울 동북권의 도시 구조를 전환시킬 것으로 판단한다. 그 중심에는 지하철 1호선, 경춘선, GTX-C 노선이 연결되는 교통 허브가 완성될 예정이므로, 향후 광역 접근성이 비약적으로 향상될 전망이다.

이를 기반으로 주거 수요는 물론 상업·문화시설에 대한 외부 유입 수요까지 흡수 가능하며, 업무시설 역시 HDC그룹이 앵커 테넌트로 입주할 예정이므로 시너지 효과가 기대된다. 단순한 개발이 아닌, 동북권의 경제·상업 중심지로서 위상을 높이는 중장기 프로젝트라 할 수 있다.

용산, 그룹 시너지가 만드는 도심 대전환

한편, 동사가 최근 수주한 용산정비창 1구역은 단순 정비사업이 아닌 서울 도심의 위상을 바꿀 전략적 개발이라는 점에서 의미가 깊다고 판단한다. 동사는 용산철도병원 부지, 용산역 공원 지하 개발권을 확보하고 있고, 모회사 HDC는 자회사를 통해 아이파크몰을 소유 중이다.

이처럼 그룹 시너지를 활용할 경우, 용산 일대는 주거·업무·상업·문화가 포함된 대규모 생활권으로 재편될 가능성이 높다고 판단한다. 서울시가 제시한 통합계획 방향성과도 일치하며, 향후 용산은 서울의 새로운 글로벌 비즈니스·문화 중심으로 도약할 수 있다고 전망한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,253	4,533	5,113
영업이익	195	185	346	494	560
세전이익	237	200	342	497	560
지배주주순이익	173	156	260	361	406
EPS(원)	2,626	2,363	3,938	5,473	6,163
증가율(%)	243.6	-10.0	66.7	39.0	12.6
영업이익률(%)	4.7	4.3	8.1	10.9	11.0
순이익률(%)	4.1	3.7	6.1	8.0	7.9
ROE(%)	5.9	5.1	8.1	10.4	10.7
PER	5.6	7.6	5.2	3.8	3.4
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.5	10.4	6.9	5.6	5.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

용산에서 일본의 롯폰기힐스와 아자부다이 힐스를 바라보다

HDC현대산업개발은 올해 6월 22일 약 1조 원 규모의 용산정비창 전면 1구역 개발사업을 따냈다. 일반적으로 도시정비사업은 시공사가 가져갈 수 있는 이익이 제한적이지만, 이번 사업은 단순 시공을 넘어 용산 일대의 도시 구조와 위상을 바꿀 가능성이 높은 점에 주목해야 한다고 판단한다. 그 이유는 주변의 나진상가 12·13동 재개발(용산전자 상가)과 용산 국제 업무지구 개발이 맞물릴 경우, 서울 중심부인 용산이 국제 업무·문화 거점으로 재편되는 데 중요한 발판이 될 수 있기 때문이다.

현재 동사는 용산역전면 공원 지하 개발권과 용산철도병원 부지(2021.12. 토지매입약정)를 보유하고 있으며, 모회사 HDC는 자회사를 통해 용산역 아이파크몰을 소유하고 있다. 이처럼 동사가 확보한 개발권과 그룹의 운영 자산을 함께 활용하면, 정비창 1구역과 용산역 일대를 공공·상업·업무·문화 기능이 유기적으로 결합된 하나의 생활·업무권으로 통합할 수 있다고 판단한다.

서울시는 ‘용산정비창 도시개발구역 기본구상’과 공모 지침서에서 용산역 광장, 신용산역, 한강로, 철도 부지, 공공보행축을 연결하는 통합 계획을 명시했다. 공공성과 연계성을 동시에 높이는 이 방안은 동사의 개발 전략과도 궤를 같이하며, 단절된 도시공간을 하나로 묶는 데 초점을 맞추고 있다.

위 구상은 일본 도쿄의 롯폰기힐스 개발 사례에서도 확인할 수 있다. 롯폰기힐스는 지하철 히비야선 롯폰기역과 직접 연결되는 초대형 복합단지로, 주거·업무·상업·문화 기능을 한 공간 안에서 조화시켜 교통 접근성과 집객력을 동시에 확보했다. 일본 내에서 도시복합개발의 대표적인 성공 사례로 손꼽히는 이유다.

롯데힐스의 핵심 차별점은 그랜드 하얏트 도쿄(특급 호텔)을 단지 내부에 배치해 MICE, 고급 숙박, 글로벌 금융 수요를 흡수한 점이다. 이를 통해 오피스·상업시설의 분양성과 자산가치를 크게 높였고, 도시의 랜드마크로 자리매김하는 데 성공했다.

또 다른 벤치마킹 대상으로는 아자부다이 힐스를 들 수 있다. 이 개발 프로젝트는 초고층 주거, 오피스, 국제학교, 특급 호텔, 쇼핑·문화시설, 그리고 약 2만4천㎡ 규모의 녹지를 하나의 유기적인 시스템 안에 결합했다. 도심 속에서 녹지 공간과 국제 업무지구를 함께 구현한 새로운 형태의 복합공간이다.

아자부다이 힐스의 특징은 대규모 녹지와 공공공간을 중심축으로 삼아 이를 다양한 기능과 연결했다는 점이다. 거주자뿐 아니라 근무자, 방문객 모두가 활용할 수 있는 개방형 공간을 제공해 지속적인 유입과 지역 활성화를 유도했다. 이러한 설계 철학은 용산 개발에도 충분히 적용할 수 있는 가치가 있다고 판단한다.

두 해외 사례의 공통된 메시지는 ‘연결성과 복합성’이라 판단한다. 단순히 건물을 올리는 것이 아닌, 교통·상업·업무·주거·문화 기능을 하나의 계획 안에 녹여야 도시 매력과 부동산 가치를 동시에 끌어올릴 수 있기 때문이다. 특히 글로벌 기업, 특급 호텔, 국제학교 등 핵심 시설을 선점하면, 장기적인 경쟁력을 갖추 수 있을 것이라 기대한다.

이러한 점에서 **용산철도병원 부지 개발은 동사가 확보가능한 가장 큰 후속 가치라 판단**한다. 주변 개발이 완료되면 주변 지가가 오르고, 운영 수익이나 평가이익 측면에서도 상당한 성과가 기대된다. 그 이유는 인프라와 기능적 집적이 결합된 복합개발이 인근 부동산 가치 상승에 직접적인 영향을 미치기 때문이다.

따라서 동사의 용산정비창 1구역 프로젝트는 단순한 정비사업을 넘어, 서울의 새로운 글로벌 비즈니스·문화 허브를 창출하는 도시재생 사업이 될 수 있다고 판단한다. 롯데 기힐스와 아자부다이 힐스가 보여준 교통·상업·환경·문화의 융합을 실현한다면, 용산은 서울을 대표하는 국제적 랜드마크로 자리 잡을 가능성이 높다고 전망한다.

그림 135. 용산역 주변 주택 공급계획



도면 번호	구역명	순증	도면 번호	구역명	순증	도면 번호	구역명	순증
1	산호아파트	93	5	용산도시재생혁신지구	600	9	아세아아파트 특계	849
2	원호로3가 청년안심주택	988	6	신용산역 북측1 특계	192	10	정비창전면1 특계	1,052
3	용문동 도심공공주택복합사업	929	7	신용산역 북측2 특계	305	11	정비창전면3 특계	108
4	용산전자상가	1,123	8	용산철도병원부지 특계	602	12	이촌1구역 특계	262
합계		7,103호	※ 고시문, 열람공고, 주민설명회 자료 등을 반영하였으며, 구역별 추진 상황에 따라 달라질 수 있음					

자료: 국토교통부, IBK투자증권

서울원 아이파크, 동북권을 바꾸는 주거·상업·업무 복합허브

서울원 아이파크(광운대 역세권 개발사)는 서울 동북권의 핵심 교통 결절점인 광운대역 일대를 대규모 재편 프로젝트로, 복합개발(주거·상업·업무)이라는 점에서 높은 매력을 지닌다고 판단한다. 해당 프로젝트는 상부 유후 부지를 활용해 도시 공간을 재탄생시키는 사업으로, **단순 주거 공급을 넘어 생활·업무·문화가 한 곳에 모이는 새로운 중심지를 조성하는 것이 목표다.**

사업 부지는 지하철 1호선과 경춘선, GTX-C 노선이 연결되는 교통 허브에 위치해 있으며, 향후 GTX 개통 시 서울 주요 권역과 수도권 전역으로의 접근성이 크게 향상될 것으로 판단한다. 이를 기반으로 주거 단지는 **강북·노원·성북권의 주거 수요를 흡수하고, 상업·문화시설은 지역 상권 활성화와 외부 유입 인구 증가를 동시에 이끌 것으로 기대한다.**

업무지구 조성 계획도 주목할 만하다. 역세권 입지와 광역 교통망을 활용해 기업 입주율을 유도하고, **HDC그룹이 앵커 테넌트로 자리잡아 지역 경제 활성화를 동시에 도모할 수 있다고 판단한다.** 특히 업무와 상업, 주거가 맞물린 직주근접 환경은 장기적인 자생력을 보장하는 핵심 요소다.

이 사업은 단순한 부지 활용이 아니라 동북권 도시구조를 전환하는 전략적 개발이다. 주거·상업·업무의 유기적 결합은 상암 DMC와 마곡지구에서 입증된 성공 공식을 따르고 있으며, 교통망·배후수요·복합기능이 삼박자를 이루는 만큼 장기적인 자산가치 상승이 가능하다고 판단한다. 광운대 역세권 개발이 완료되면 서울 동북권의 새로운 거점이자 복합 비즈니스 허브로 자리잡을 것으로 전망한다.

그림 136. 서울원 아이파크 조감도



자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권

표 14. 서울원 아이파크 개요

공사기간	24.11~1H28				
총사업비	4.8조 원				
매출화 추정	2.9조 원				
구분	상업업무용지(600%)		복합용지(500%)		공공용지(400%)
용도	업무, 판매, 숙박시설		근린생활시설, 공동주택		공공기숙사, 도서관, 주민센터, 체육, 창업지원
대지면적	5,952평		23,511평		3,302평
연면적	57,975평		172,034평		19,847평
비주거	상업시설	16,100평	근린생활시설(지상)	4,027평	공공시설 (도서관, 체육시설 등) 4,883평
	오피스	15,400평	근린생활시설(지하)	2,084평	
	호텔	4,800평			
	소계	36,300평	소계	5,988평	
세대계획				공동주택	공공기숙사 (1.5만 평)
				공공임대	59/72/74m ² 408세대
					70m ² 192세대
				민간임대	73m ² 192세대
					80m ² 384세대
					59m ² 32세대
					72/74m ² 84세대
					84m ² 672세대
				공동주택	91m ² 176세대
					105m ² 336세대
					112m ² 176세대
					120m ² 336세대
					143~244P 44세대
					1,856세대
				총	3,032세대

자료: HDC현대산업개발, 언론보도

표 15. 콘텐츠 도입 현황

구분	현황	강점
호텔	메리어트 본 계약 체결예정(24.10월 말) 약 200실	
메디컬	대형병원 건강검진센터 입점 예정 약 1,400평	맞춤형 헬스케어 서비스 프로그램 서울원 아이파크 거주민의 편의 증대
웰니스	프리미엄 피트니스센터 입점 MOU체결 약 1,200평	럭셔리 피트니스 프로그램 진행
교육	고려대학교와 교육프로그램 개발 목적 MOU 체결 약 200평	입주민 대상 교육 전문 기관 부설
리테일	라이프스타일 쇼핑몰입점 예정(협의중) 약 15,100평	

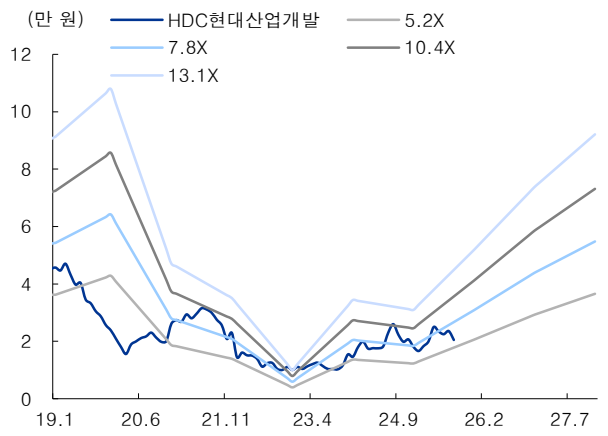
자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권

표 16. HDC현대산업개발 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	4,833	12 Fwd, EPS
Target PER (배)	7.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 적용
적정주가 (원)	33,884	
목표주가 (원)	34,000	
전일종가 (원)	20,650	
상승여력 (%)	64.6	
투자의견	매수	

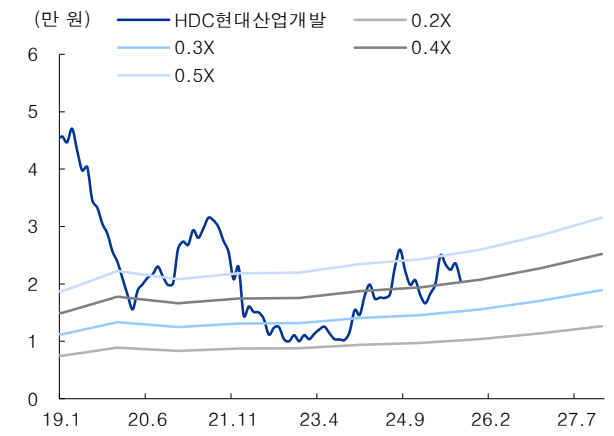
자료: IBK투자증권

그림 137. HDC현대산업개발 PER 밴드차트



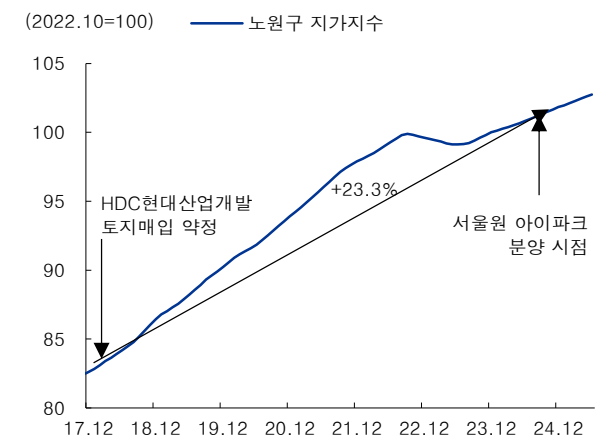
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 138. HDC현대산업개발 PBR 밴드차트



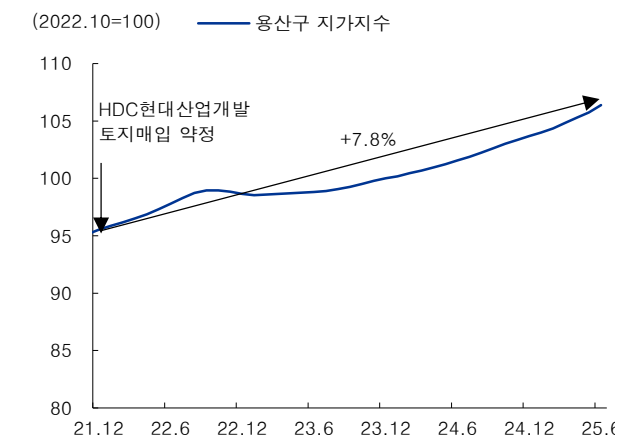
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 139. 서울시 노원구 지가 추이(2017.12 토지매입약정)



자료: 한국부동산원, IBK투자증권

그림 140. 서울시 용산구 지가 추이(2021.12 토지매입약정)



자료: 한국부동산원, IBK투자증권

표 17. HDC현대산업개발 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,125	906	1,163	1,154	1,030	4,256	4,253	4,533
YoY (%)	-11.1	16.4	5.4	-2.1	-5.2	7.0	6.0	-8.5	1.6	-0.1	6.6
자재공사	109	53	88	186	227	212	372	198	401	1,010	1,177
외주주택	475	670	610	667	504	722	600	661	2,456	2,488	2,558
토목	76	83	73	76	62	77	66	68	308	273	296
건축	223	216	252	145	51	84	48	48	836	231	242
해외	44	25	66	51	62	68	67	55	256	251	260
매출원가율 (%)	91.4	89.6	91.0	90.3	88.2	88.1	83.8	86.4	90.6	86.5	84.2
자재공사	78.1	83.0	85.3	71.0	67.9	61.6	66.2	65.1	75.7	65.4	64.8
외주주택	90.9	88.0	88.9	93.4	93.3	91.3	91.9	91.5	90.3	91.9	90.4
토목	82.7	78.4	83.6	90.7	86.1	89.7	89.0	85.9	83.7	87.8	86.7
건축	101.9	98.4	101.0	98.8	134.1	107.4	94.0	93.0	100.2	107.5	95.3
해외	86.7	92.1	88.3	389.2	168.6	95.5	95.5	96.5	96.7	111.0	98.4
영업이익	42	54	47	42	54	80	128	83	185	346	494
YoY (%)	-17.0	838.4	-23.4	-46.1	29.8	49.1	170.7	98.3	-5.5	87.1	43.0
영업이익률(%)	4.4	4.9	4.4	3.7	6.0	6.9	11.1	8.0	4.3	8.1	10.9
지배주주 순이익	30	47	41	45	54	52	97	57	156	260	361

자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권

HDC현대산업개발 (294870)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,253	4,533	5,113
증가율(%)	27.1	1.6	-0.1	6.6	12.8
매출원가	3,810	3,854	3,681	3,819	4,308
매출총이익	381	402	572	714	805
매출총이익률 (%)	9.1	9.4	13.4	15.8	15.7
판매비	185	217	227	220	245
판매비율(%)	4.4	5.1	5.3	4.9	4.8
영업이익	195	185	346	494	560
증가율(%)	67.8	-5.5	87.1	43.0	13.3
영업이익률(%)	4.7	4.3	8.1	10.9	11.0
순금융손익	50	21	24	23	20
이자손익	49	26	30	23	20
기타	1	-5	-6	0	0
기타영업외손익	-9	-6	-24	-20	-20
중속/관계기업손익	0	0	-3	0	0
세전이익	237	200	342	497	560
법인세	64	45	82	137	154
법인세율	27.0	22.5	24.0	27.6	27.5
계속사업이익	173	156	260	361	406
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	260	361	406
증가율(%)	244.3	-9.9	66.7	39.0	12.6
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	6.1	8.0	7.9
지배주주당기순이익	173	156	260	361	406
기타포괄이익	-6	-7	0	0	0
총포괄이익	167	149	260	361	406
EBITDA	255	243	392	531	591
증가율(%)	57.0	-4.8	61.4	35.7	11.2
EBITDA마진율(%)	6.1	5.7	9.2	11.7	11.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,626	2,363	3,938	5,473	6,163
BPS	45,640	47,257	50,519	55,121	60,115
DPS	700	700	900	1,200	1,300
밸류에이션(배)					
PER	5.6	7.6	5.2	3.8	3.4
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.5	10.4	6.9	5.6	5.4
성장성지표(%)					
매출증가율	27.1	1.6	-0.1	6.6	12.8
EPS증가율	243.6	-10.0	66.7	39.0	12.6
수익성지표(%)					
배당수익률	4.8	3.9	3.9	5.2	5.6
ROE	5.9	5.1	8.1	10.4	10.7
ROA	2.4	2.2	3.3	4.0	4.1
ROIC	6.7	5.4	8.1	9.5	9.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	133.3	139.6	154.1	158.8	160.8
순차입금 비율(%)	48.3	43.1	39.9	44.2	46.2
이자보상배율(배)	4.3	3.3	5.2	6.8	7.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	741.8	455.9	395.2	323.8	320.1
재고자산회전율	2.7	2.5	2.1	1.9	1.9
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987	5,380	6,633	7,436	8,233
현금및현금성자산	558	825	1,301	1,270	1,278
유가증권	150	190	141	163	184
매출채권	10	9	13	15	17
재고자산	1,507	1,854	2,167	2,507	2,827
비유동자산	2,029	2,081	1,829	1,966	2,100
유형자산	484	485	469	434	404
무형자산	11	12	10	9	7
투자자산	595	816	282	290	297
자산총계	7,016	7,462	8,462	9,402	10,333
유동부채	3,148	3,510	4,295	4,889	5,451
매입채무및기타채무	236	220	237	275	310
단기차입금	1,137	1,340	1,708	1,975	2,228
유동성장기부채	462	429	500	500	500
비유동부채	861	837	837	880	920
사채	249	200	170	170	170
장기차입금	246	332	340	340	340
부채총계	4,008	4,347	5,132	5,769	6,371
지배주주지분	3,008	3,115	3,330	3,633	3,962
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
자본조정등	-21	-21	-21	-21	-21
기타포괄이익누계액	-1	1	1	1	1
이익잉여금	1,097	1,199	1,414	1,718	2,047
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,330	3,633	3,962
비이자부채	1847	1991	2360	2730	3079
총차입금	2,161	2,356	2,772	3,039	3,292
순차입금	1,453	1,342	1,330	1,607	1,830

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	640	314	-40	153	207
당기순이익	173	156	260	361	406
비현금성 비용 및 수익	253	215	65	34	31
유형자산감가상각비	57	55	44	36	30
무형자산상각비	3	3	2	2	1
운전자본변동	222	13	-368	-265	-250
매출채권등의 감소	-290	-139	-116	-2	-2
재고자산의 감소	78	-211	-239	-339	-321
매입채무등의 증가	45	-18	16	37	35
기타 영업현금흐름	-8	-70	3	23	20
투자활동 현금흐름	-143	-98	-101	-668	-631
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-34	-18	0	0
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-3	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-16	-49	353	-8	-7
기타	-61	-12	-436	-660	-624
재무활동 현금흐름	-504	47	612	483	432
차입금의 증가(감소)	468	465	100	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-972	-418	512	483	432
기타 및 조정	1	3	6	0	0
현금의 증가	-6	266	477	-32	8
기초현금	564	558	825	1,301	1,270
기말현금	558	825	1,301	1,270	1,278

매수 (유지)

목표주가 (유지) 85,000원
현재가 (8/14) 63,800원

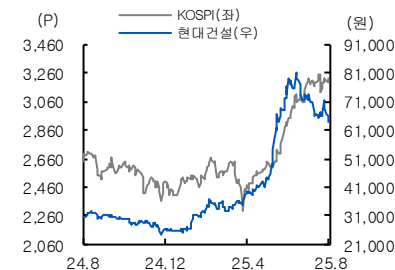
KOSPI (8/14)	3,225.66pt
시가총액	7,163십억원
발행주식수	112,410천주
액면가	5,000원
52주 최고가	81,100원
최저가	24,100원
60일 일평균거래대금	129십억원
외국인 지분율	24.9%
배당수익률 (2025F)	1.1%

주주구성	
현대자동차 외 5 인	34.92%
국민연금공단	11.72%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	48%	70%
절대기준	-10%	84%	107%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	85,000	85,000	-
EPS(25)	3,715	3,715	-
EPS(26)	6,789	6,789	-

현대건설 상대주가 (%)



현대건설 (000720)

이익률 구조 전환의 실마리

준자체사업, 이익률 구조 전환의 키워드

현대건설의 2분기 상반기 건축/주택 매출 이익률은 5.5%로 전분기 대비 1.2%포인트 개선되며 구조적인 이익 상승 흐름이 나타났다. 이는 사업 포트폴리오 변화와 신규 착공 현장 증가에 따른 효과로, 하반기에도 유사한 추세가 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

향후 이익률 상승은 1) 이번 분기에서 나타난 매출 믹스 개선과, 2) 단순 도급사업이 아닌 PFV 지분투자 후 EPC를 도급받는 준자체사업 확대가 핵심 전략이 될 수 있다고 판단한다. 그 이유는 준자체사업 안정적인 시공 이익 외에도, 분양·매각 이익이 총 수익성을 끌어올릴 수 있다는 점에서 전략적으로 중요한 시도이기 때문이다.

동사는 작년 말 가양동 CJ 공장 부지 개발을 착공했고, 이마트 가양점, 역삼 르메르디앙호텔, 이태원 크라운호텔 부지 등 4개 준자체 프로젝트가 본격화되고 있다. 주요 준자체사업의 프로젝트 매출 기여도가 당장의 연결 외형에 미치는 영향은 제한적일 수 있다. 다만, 올해부터 저수익 주택현장의 준공이 본격화되는 국면에서 고수익 신규 사업이 기성 인식되면, 이익률 회복 속도는 가속화될 수 있기 때문이다.

중장기 포인트는 원전, 단기 실적은 '준자체사업'에 주목

한편, 동사의 중장기 핵심 투자포인트는 원전 및 SMR 프로젝트임이 분명하다. 다만 미국 펠리셰이즈 원전 및 불가리아 신규 원전은 2029~2030년에 기대되는 만큼, 당장의 이익 레버리지는 제한적이다.

PFV 기반 준자체사업 확대는 이 시차를 메우기 위한 중요한 전략으로, 동사의 단기 실적 개선뿐 아니라 주택사업 중심의 매출 구조 개편 측면에서도 의미 있는 축이라 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	30,219	28,891	31,442
영업이익	785	-1,263	897	1,261	1,372
세전이익	940	-986	758	1,280	1,536
지배주주순이익	536	-169	418	763	916
EPS(원)	4,767	-1,500	3,715	6,789	8,146
증가율(%)	31.1	-131.5	-347.6	82.7	20.0
영업이익률(%)	2.6	-3.9	3.0	4.4	4.4
순이익률(%)	2.2	-2.3	1.8	3.2	3.5
ROE(%)	6.8	-2.1	5.1	8.7	9.7
PER	7.3	-16.9	17.2	9.4	7.8
PBR	0.5	0.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.2	-2.4	6.3	4.1	3.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

북정역세권 개발 사업은 무엇인가?

북정역세권 복합개발사업은 해당 지역의 도시 구조 자체를 바꿀 잠재력을 가진 대형 사업이라 판단한다. 우선, 북정역세권 개발은 서울 동남권의 핵심 교통 거점이자 강남·판교 업무지구를 30분 내로 연결하는 입지적 장점을 지닌다. 지하철 8호선·수인분당선, 복합환승센터, SRT·GTX가 연계되는 교통망은 향후 유입 수요를 뒷받침할 확실한 기반이 되기 때문이다.

사업 규모는 대지면적 약 66,454평, 연면적 506,417평에 달하며, 복합용지2·3과 지원 시설용지 1로 구성된다. 오피스 29만평, 지식산업센터 8만평, 오피스텔 8만평, 판매·근생 3.8만평, 숙박 1.2만평, 공공시설 798평 등 단일사업 최대 규모의 업무복합단지다. 3개 블록을 연결하는 2만평 규모의 ‘BORDERLESS PARK’ 근린공원(녹지지역)도 조성해 업무·상업·주거·환경을 유기적으로 결합할 계획이다.

이 프로젝트 구성은 긍정적이라 평가하는데, 기존 개발 성공사례의 장단점을 보완한 계획이기 때문이다. 상암 DMC와 마곡지구 사례에서 확인된 것처럼, 업무·상업·주거·환경의 균형 있는 배치는 장기 자생력을 보장한다. **북정역세권은 포스코 미래기술연구원이라는 앵커테넌트를 중심으로 업무 기능을 확립하고, 판매·근생·오피스텔을 통해 상업·주거 수요를 흡수하며, 대규모 공원으로 환경 가치를 강화하는 구조다.**

지분 구조는 국내 최상위 시공사, 금융기관, 유통사, 디벨로퍼 등 다자 구성으로 안정성이 높다고 판단한다. 동사가 PFV 지분을 확보하고 시공까지 맡는다면 안정적인 EPC 수익에 더해 분양·매각이익 일부를 확보할 수 있다고 기대한다. 특히 앵커테넌트 확정은 선매각 단가를 높이고, PF 안정성 강화에도 기여할 것으로 판단한다.

결국 북정역세권 복합개발사업은 동사가 준자체사업 구조를 통해 시공과 개발이익을 동시에 확보할 수 있는 기회라 판단한다. 성공적인 추진을 위해서는 설계 단계에서부터 기능 간 연계성을 극대화하고, 상업·업무·주거·환경이 상호 보완하는 구조를 구현해야 한다. 이를 통해 단기 수익성뿐 아니라 장기적인 도시 브랜드 가치까지 구현할 수 있을 것이라 전망한다.

그림 141. 복정 역세권 개발사업 지도



자료: 현대건설, IBK투자증권 수정

그림 142. 복정 역세권 개발사업 계획(안)



자료: 현대건설, IBK투자증권 수정

표 18. 현대건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	7,698	12 Fwd. EPS
Target PER (배)	11.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 적용
적정주가 (원)	84,678	
목표주가 (원)	85,000	
전일종가 (원)	63,800	
상승여력 (%)	33.2	
투자의견	매수	

자료: IBK투자증권

표 19. 현대건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	8,545	8,621	8,257	7,247	7,456	7,721	7,488	7,555	32,670	30,219	28,891
YoY (%)	41.7	20.4	5.1	-15.7	-12.8	-10.4	-9.3	4.3	10.2	-7.5	-4.4
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,135	3,891	4,154	4,004	4,113	27,689	25,707	27,266
토목	434	370	555	444	419	421	434	449	1,803	1,724	1,449
건축/주택	2,790	2,935	2,601	2,610	2,298	2,404	2,401	2,443	10,935	9,546	11,134
플랜트	922	981	937	1,040	1,030	1,284	1,123	1,177	3,880	4,722	3,379
현대엔지니어링	4,096	4,063	3,788	2,815	3,367	3,412	3,335	3,294	14,760	13,408	11,559
매출원가	8,012	8,279	7,909	8,688	6,942	7,252	7,009	7,045	32,887	28,248	26,674
매출원가율 (%)	93.8	96.0	95.8	119.9	93.1	93.9	93.6	93.2	100.7	93.5	92.3
현대건설	93.1	96.6	96.8	104.1	94.6	95.6	94.1	93.2	97.8	94.4	92.4
현대엔지니어링	95.2	96.2	95.9	146.0	92.9	93.1	94.2	94.0	105.4	93.5	93.5
판관비	282	195	234	335	300	252	258	264	1,046	1,073	956
판관비율 (%)	3.3	2.3	2.8	4.6	4.0	3.3	3.5	3.5	3.2	3.6	3.3
영업이익	251	147	114	-1,776	214	217	220	246	-1,263	897	1,261
YoY (%)	44.6	-34.1	-53.4	적전	-14.8	47.3	92.8	-113.9	적전	-171.0	40.4
영업이익률 (%)	2.9	1.7	1.4	-24.5	2.9	2.8	2.9	3.3	-3.9	3.0	4.4
영업외손익	52	101	-29	155	-8	-17	2	-116	278	-140	20
세전이익	303	248	85	-1,621	205	200	223	130	-986	758	1,280
순이익	208	146	40	-1,161	167	158	155	78	-766	559	926
YoY (%)	38.4	-31.2	-78.1	적전	-20.0	8.3	287.2	-106.7	적전	-172.9	65.8
순이익률 (%)	2.4	1.7	0.5	-16.0	2.2	2.1	2.1	1.0	-2.3	1.8	3.2
지배기업순이익	155	150	50	-525	120	94	135	68	-169	418	763

자료: 현대건설, IBK투자증권

현대건설 (000720)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	30,219	28,891	31,442
증가율(%)	39.6	10.2	-7.5	-4.4	8.8
매출원가	27,949	32,887	28,249	26,674	29,030
매출총이익	1,703	-217	1,971	2,216	2,412
매출총이익률 (%)	5.7	-0.7	6.5	7.7	7.7
판관비	917	1,046	1,073	956	1,040
판관비율(%)	3.1	3.2	3.6	3.3	3.3
영업이익	785	-1,263	897	1,261	1,372
증가율(%)	36.6	-260.9	-171.0	40.5	8.8
영업이익률(%)	2.6	-3.9	3.0	4.4	4.4
순금융손익	153	188	12	63	164
이자손익	115	116	144	181	222
기타	38	72	-132	-118	-58
기타영업외손익	6	84	-144	-41	0
중속/관계기업손익	-5	6	-8	-3	0
세전이익	940	-986	758	1,280	1,536
법인세	285	-219	199	354	425
법인세율	30.3	22.2	26.3	27.7	27.7
계속사업이익	654	-766	558	926	1,111
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	654	-766	558	926	1,111
증가율(%)	38.9	-217.1	-172.9	65.9	20.0
당기순이익률 (%)	2.2	-2.3	1.8	3.2	3.5
지배주주당기순이익	536	-169	418	763	916
기타포괄이익	-28	76	23	0	0
총포괄이익	626	-690	581	926	1,111
EBITDA	982	-1,042	1,111	1,441	1,528
증가율(%)	29.7	-206.2	-206.6	29.8	6.0
EBITDA마진율(%)	3.3	-3.2	3.7	5.0	4.9

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,767	-1,500	3,715	6,789	8,146
BPS	72,383	71,394	74,634	80,630	87,984
DPS	600	600	800	800	800
밸류에이션(배)					
PER	7.3	-16.9	17.2	9.4	7.8
PBR	0.5	0.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.2	-2.4	6.3	4.1	3.5
성장성지표(%)					
매출증가율	39.6	10.2	-7.5	-4.4	8.8
EPS증가율	31.1	-131.5	-347.6	82.7	20.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	2.4	1.1	1.1	1.1
ROE	6.8	-2.1	5.1	8.7	9.7
ROA	2.9	-3.0	2.1	3.4	3.9
ROIC	14.2	-15.3	11.3	17.6	21.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	126.8	179.3	168.6	149.5	147.1
순차입금 비율(%)	-20.9	-21.1	-18.9	-29.3	-32.4
이자보상배율(배)	12.3	-12.6	7.0	9.5	10.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8,229.6	9,432.7	6,773.5	6,850.4	7,317.9
재고자산회전율	35.5	41.0	38.4	37.2	39.7
총자산회전율	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	18,613	21,101	22,148	22,600	24,782
현금및현금성자산	4,206	5,130	4,805	6,079	6,803
유가증권	376	266	395	376	410
매출채권	2	5	4	4	4
재고자산	816	777	796	758	825
비유동자산	5,101	5,905	5,206	4,890	4,974
유형자산	1,205	1,289	1,052	892	757
무형자산	724	751	744	723	702
투자자산	1,217	1,390	1,411	1,371	1,442
자산총계	23,714	27,005	27,354	27,490	29,756
유동부채	10,357	14,664	14,711	14,060	15,214
매입채무및기타채무	3,959	4,039	4,219	4,019	4,374
단기차입금	249	745	880	839	913
유동성장기부채	354	1,045	991	991	991
비유동부채	2,902	2,672	2,461	2,411	2,500
사채	1,207	928	917	917	917
장기차입금	564	598	445	445	445
부채총계	13,259	17,336	17,172	16,471	17,715
지배주주지분	8,137	8,025	8,390	9,064	9,890
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
자본조정등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	65	244	255	255	255
이익잉여금	6,420	6,130	6,483	7,157	7,984
비지배주주지분	2,319	1,644	1,793	1,956	2,151
자본총계	10,456	9,669	10,182	11,019	12,041
비이자부채	10,862	13,979	13,899	13,240	14,410
총차입금	2,397	3,357	3,273	3,231	3,305
순차입금	-2,185	-2,039	-1,927	-3,224	-3,907

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-715	-119	-409	1,021	1,602
당기순이익	654	-766	558	926	1,111
비현금성 비용 및 수익	557	258	344	103	-66
유형자산감가상각비	187	211	192	160	136
무형자산상각비	10	10	22	21	21
운전자본변동	-1,816	588	-1,451	-189	335
매출채권등의 감소	-1,378	-1,933	-301	0	0
재고자산의 감소	54	43	-13	38	-67
매입채무등의 증가	1,344	107	79	-200	355
기타 영업현금흐름	-110	-199	140	181	222
투자활동 현금흐름	563	212	164	838	-1,593
유형자산의 증가(CAPEX)	-222	-179	-16	0	0
유형자산의 감소	38	6	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	-15	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-38	201	438	-20	-71
기타	798	199	-256	858	-1522
재무활동 현금흐름	366	734	-75	-585	715
차입금의 증가(감소)	431	505	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-65	229	-75	-585	715
기타 및 조정	18	98	-5	0	0
현금의 증가	232	925	-325	1,274	724
기초현금	3,974	4,206	5,130	4,805	6,079
기말현금	4,206	5,130	4,805	6,079	6,803

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자 등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자 등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

HDC현대산업개발	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.05.16	매수	24,000	-24.14	-5.00
	2024.07.30	매수	28,000	-23.78	-4.64
	2025.01.09	매수	26,000	-35.52	-33.12
	2025.02.03	매수	24,000	-18.00	-5.63
	2025.04.09	매수	28,500	-15.86	-4.91
	2025.07.28	매수	34,000	-31.79	-29.12
	2025.08.14	매수	34,000		
현대건설	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	47,000	-27.54	-20.53
	2024.07.05	매수	40,000	-26.02	-13.88
	2025.01.08	매수	37,000	-11.62	0.00
	2025.04.09	매수	50,000	15.12	62.20
	2025.07.09	매수	85,000	-19.62	-13.41
	2025.08.14	매수	85,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	ttreestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200