

IBKS 유통/부동산 ESG In-Depth

# 도쿄에서 본 서울의 미래

유통/음식료/지주 **남성현**

02) 6915-5672

rockrole@ibks.com

건설/부동산 **조정현**

02) 6915-5660

controlh@ibks.com

SMART SEOUL  
GREEN CITY  
CONNECTED LIFE

\*AI로 제작된 이미지입니다.



안녕하세요.

IBK투자증권 리서치부문 유통 담당 남성현, 건설 담당 조정현입니다.

최근 국내 부동산 개발 시장을 보면서 당사가 가장 궁금했던 질문 중 하나는 ‘왜 인구 감소 시대에도 서울과 수도권 핵심 권역의 가치는 계속 높아질까?’였습니다. 한국은 2024년 12월부터 초고령사회에 진입했고, 2025년 인구수는 5,168만 명으로 전년 대비 -0.67% 감소한 것으로 추정하고 있습니다. 이제 인구 증가를 전제로 한 과거 개발 방식은 달라질 수밖에 없습니다. 하지만, 인구 감소가 곧바로 도시 수요 소멸을 의미하지는 않습니다. 오히려 수요는 1~2인 가구 확대, 고령화, 직주근접 선호, 교통 접근성 중시 등이 맞물리면서 서울과 수도권의 핵심 권역으로 더 압축되고 있습니다.

과거에는 부족한 주택을 해결하기 위해 외곽에 대규모 택지를 공급하는 것이 중요했습니다. 하지만, 앞으로는 이미 형성된 도시 안에서 주거·업무·상업·문화·교통 기능을 얼마나 효율적으로 결합하느냐가 더 중요해질 가능성이 높습니다. 당사는 동 변화를 한국 부동산 개발 시장의 다음 사이클을 결정할 핵심 변수로 판단하고 있습니다. 현 시점에서 당사는 한국 도시 개발의 주체가 달라질 가능성에 주목하고 있습니다. 과거 개발의 핵심 역량이 토지를 확보하고, 인허가를 받고, 건물을 지어 분양하는 능력에 가까웠다면, **향후 개발의 중심은 외곽 확장에서 → 도심 재편으로, 분양수익에서 → 장기 운영수익으로 이동할 것으로 예상**하고 있습니다. 이에 따라 관련 역량도 달라질 것으로 전망하고 있습니다. 핵심 입지를 보유하고, 집객력을 확보할 수 있는 콘텐츠 경쟁력과 공간을 장기간 운영할 수 있는 기업이 더 높은 가치를 인정받을 가능성이 높다는 의미입니다.

동 기준에서 유통기업과 리테일 기반 디벨로퍼가 새로운 도시 개발 주체로 부각될 가능성을 전망합니다.

일본 권역 개발에서 확인하였듯 미래 복합개발 핵심은 주요 입지에 사람을 모으고 오래 머물게 만드는 능력에 달려있기 때문입니다. 유통기업은 백화점, 쇼핑몰, 대형마트를 운영하는 과정에서 이미 주요 입지 자산을 확보하였고, 브랜드·MD·콘텐츠를 통해 트래픽을 구축할 수 있는 경험도 축적해왔습니다. 개발의 본질이 시공에서 공간 운영으로 이동한다면, 유통기업이 개발의 전면에 등장하는 것은 자연스러운 변화라 판단합니다.

이미 신세계그룹과 롯데그룹은 복합개발 전환을 시도하고 있습니다. 신세계그룹은 신세계프라퍼티와 신세계센트럴을 중심으로 스타필드, 센터필드, 반포 고속터미널 부지 개발 등을 추진하고 있으며, 롯데그룹은 롯데물산을 중심으로 롯데월드타워·롯데월드몰 운영 경험과 그룹 내 유희부지 개발을 결합하고 있습니다. 여기에 서부티엔디는 보유 부동산을 운영자산으로 전환하는 전문 디벨로퍼 모델을 보여주고 있고, IPARK현대산업개발은 광운대역세권과 용산 권역을 기반으로 도급 시공 중심 건설사에서 복합 디벨로퍼로 진화하고 있습니다.

결국 앞으로의 부동산 개발 경쟁력은 누가 더 많은 주택을 공급하느냐가 아니라, **누가 핵심 입지를 확보하고, 사람을 모으고, 오래 머물게 하며, 그 공간을 장기간 운영할 수 있느냐**에 의해 결정될 가능성이 높습니다. 이번 자료에서는 한국 도시 개발이 왜 다시 안으로 성장해야 하는지, 일본의 복합개발 사례가 무엇을 시사하는지, 그리고 한국에서 ‘권역 개발형 디벨로퍼’가 등장할 수 있는지를 살펴보았습니다. 동 보고서를 통해 한국 부동산 개발 시장이 단순 공급 산업을 넘어, 권역을 설계하고 운영하는 도시 플랫폼 산업으로 전환될 수 있다는 점을 확인하는 계기가 되기를 바랍니다.

# CONTENTS

복합개발이 온다.....	4
1. 도시는 또 그렇게 성장한다.....	6
도시의 라이프 사이클: 확장에서 재생으로.....	6
도시는 다시 안으로 성장한다: 서울의 인구구조와 개발 가능권역 변화.....	8
서울의 개발 여력은 내부 자산에서 나온다.....	15
2. 한국형 복합개발(Compact City) 시대.....	17
매크로 환경의 구조적 변화.....	19
도시경제학 관점에서 복합개발로 전환되는 이유.....	21
3. 수요와 공급 관점에서도 복합개발 니즈 증가할 전망.....	25
수요 측면: 머무는 시간과 소비.....	25
공급 측면: 자산의 효율성 극대화.....	29
4. 한국의 모리 그룹은 누가 될 상인가?.....	32
리테일 업체에서 디벨로퍼로 전환.....	35
주요 리테일 기반 업체들의 전략적 변화는 시작.....	38
5. 일본에서 확인한 개발의 본질: 건물이 아니라 권역을 운영한다.....	56
도쿄권의 성장과 다핵형 도시 구조의 형성.....	56
다이마루유(大丸有): 중심 업무 지구는 이렇게 개발되어야 한다.....	63
시부야 스트림: 광역 교통망 연계 재생.....	70
모리빌딩 아자부다이 힐즈: 도심 노후지를 고밀 복합 생활권으로 재편.....	74
6. 한국형 권역 개발의 조건: 흩어진 자산을 묶는 제도.....	78
일본식 보유 모델을 넘어 한국형 운영 모델로.....	79
첫 번째 해법: 장기 운영자의 정비사업 참여.....	83
두 번째 해법: 프로젝트리츠를 통한 자본시장형 개발 구조.....	85
기업분석.....	87
이마트 (139480): Rising Developer!.....	88
신세계 (004170): 파이프라인의 가치.....	94
IPARK현대산업개발 (294870): 용산에서 서울원으로 이어지는 디벨로퍼 가치.....	99

## 복합개발이 온다

부동산 복합개발(Mixed-Use) 시대로 전환

복합개발(Mixed-Use Development)이 중요한 시대가 오고 있다. 복합개발은 하나의 개발 프로젝트 안에 둘 이상의 서로 다른 기능을 통합하여 상호 시너지를 발휘할 수 있는 도시 혹은 지역구 개발 방식을 말한다. 부동산과 내수소비 시장의 변화가 빠르게 이루어지면서 과거 단순 형태의 개발사업보다는 부가가치를 창출할 수 있는 복합개발의 니즈가 증가할 가능성이 높다.

권역 복합개발, 일본 사례

- 1) 다이마루유
- 2) 시부야 스트림
- 3) 아자부다이 힐즈

이미 뉴욕, 도쿄 등 도시가 성숙한 곳에서는 복합개발이 활발히 진행되고 있다. 도쿄는 고도성장기 다핵형 구조로 진화한 뒤, 버블 붕괴 이후 2002년 도시재생특별조치법을 계기로 권역 단위 재생 모델로 전환했다. 1) 다이마루유(미쓰비시지쇼)는 도쿄역 용적이전 기반 CBD 고도화, 2) 시부야 스트림(도쿄 부동산)은 철도 지하화 부지를 활용한 광역교통 연계 재생, 3) 아자부다이 힐즈(모리빌딩)는 노후지 통합형 국제 복합생활 개발 사례다. 세 사례 모두 분양보다 장기 보유·운영으로 트래픽·임대료·브랜드를 강화했다. 이는 도시의 성숙 단계에서 개발은 건물을 짓는 사업에서 권역을 운영하는 사업으로 이동해야 함을 시사한다.

한국은 재도시화 전환 중 : 일본형 권역 복합개발 모델로의 이동

한국 도시 개발은 외곽 확장에서 기존 도심을 재활용하는 재도시화 국면으로 전환 중이다. 인구는 정체되지만 1~2인·고령 가구 분화로 주택 수요 단위는 오히려 늘어, 수요 소멸이 아닌 공급 방식의 전환이 핵심이다. 2040 서울도시기본계획은 35층 일률규제 폐지, 용적률 탄력 운용, 용적이양제 등으로 거점 중심 선택적 고밀화를 제도화하고 있다. 또한, GTX 확충으로 역세권·철도부지 등 저이용 자산이 부상하면서, 서울 개발은 일본형 권역 복합개발 모델로 이동할 전망이다.

수요와 공급 두 가지 측면 모두 복합개발의 필요성 확인

복합개발의 필요성은 소비 패턴 변화에서 확인된다. 인구구조 변화, 소비 채널 다변화로 기존 단일 기능 공간의 집객력과 수익성은 약화되고 있다. 오피스·주거·리테일을 결합할 경우 내부 수요와 외부 트래픽을 동시에 확보할 수 있으며, 이는 체류 시간의 절대적 증가를 통한 소비 증가로 연결될 수 있다. 공급 측면에서도 서울 및 핵심 입지의 토지 희소성이 심화되면서, 개발 리스크 분산, 수익 구조의 다변화, 공실 리스크 감소 등의 효과를 기대할 수 있다.

핵심 입지 자산을 보유한 유통 기업과 부동산 개발 기업이 복합개발의 주요 주체로 부상

국내 복합개발의 주체는 핵심 입지와 운영 역량을 보유한 기업들이 될 가능성이 높다고 판단한다. 신세계·이마트·롯데그룹 등 유통 기반 기업은 다수의 핵심 입지 자산과 트래픽 설계 역량, 리테일 운영 경험을 바탕으로 복합개발로의 전환을 진행하고 있기 때문이다. 서부티엔디와 IPARK현대산업개발 역시 보유 부지와 부동산 개발·운영 경험을 기반으로 복합개발 역량을 강화하고 있으며, 향후 운영형 디벨로퍼로 부상할 전망이다.

국내 기업 부지는 충분, 다만 공공과 민간의 협업이 주요

이외에도 주요 부동산을 보유하고 있는 기업은 많지만, 복합개발을 진행하기 어려운 것이 현실이다. 해법은 일본 참가조합원 제도이다. 장기 운영 역량을 갖춘 민간을 정비사업 초기부터 참여시키되, 자본력·운영 레퍼런스·의무보유 등 진입 요건을 엄격히 설계하는 것이다. 동시에 프로젝트리츠를 통해 토지를 매각 없이 현물출자·지분화해 배당과 자산가치 상승을 공유해 단기 분양 회수형에서 장기 권역 운영형 모델로 전환할 수 있을 것으로 판단한다.

프로젝트리츠를 활용, 개발사업 가속화 가능

[참고] 글로벌 주요 부동산 디벨로퍼 Peer Valuation

표 1. 글로벌 부동산 디벨로퍼 Peer Valuation

기업명	시가총액	주가수익률(%)			PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			
	US Bn \$	1M	3M	12M	24	25	26F	27F	24	25	26F	27F	24	25	26F	27F
<b>미국</b>																
브룩필드	110.5	-1.7	6.0	16.3	38.6	67.8	16.2	12.5	2.1	2.4	2.2	2.0	1.2	2.7	11.4	14.4
사이먼 프로퍼티 그룹	66.9	1.9	2.6	28.3	23.0	30.0	28.8	28.0	19.4	11.6	16.6	19.3	80.5	114.6	56.0	73.4
BXP(REIT)	9.9	6.0	11.9	-13.6	492.0	58.5	29.4	32.2	2.2	2.1	2.0	2.2	0.3	5.2	6.1	6.0
하워드휴즈 홀딩스	3.9	3.0	-7.8	-3.1	14.6	47.2	21.3	20.0	1.4	1.3	1.0	1.0	6.9	3.8	4.6	5.2
미국 평균					142.0	50.9	23.9	23.2	6.2	4.3	5.5	6.1	22.2	31.6	19.5	24.8
<b>일본</b>																
미쓰비시부동산	30.3	-9.2	-19.2	50.4	21.1	16.1	21.8	20.0	1.5	1.2	1.9	1.8	7.4	7.6	8.7	9.0
미쓰이부동산	25.4	-11.7	-24.3	10.7	20.5	14.9	15.0	13.8	1.5	1.2	1.3	1.2	7.5	8.0	8.6	8.9
스미토모부동산	20.8	-25.0	-28.6	28.6	15.5	13.8	15.4	14.3	1.3	1.2	1.4	1.3	9.2	9.1	9.5	9.2
도큐 부동산 홀딩스	5.8	-3.5	-10.9	23.8	13.0	9.2	10.1	9.1	1.2	0.9	1.0	1.0	9.6	9.9	10.9	10.9
일본 평균					17.5	13.5	15.6	14.3	1.4	1.1	1.4	1.3	8.4	8.6	9.4	9.5
<b>중국/홍콩</b>																
쑤홍카이 자산	44.6	-12.9	-15.5	42.5	10.3	13.5	15.2	13.9	0.3	0.4	0.6	0.5	3.2	3.1	3.6	3.8
화룬치지	32.8	8.7	19.3	37.4	5.9	6.9	9.3	8.9	0.6	0.6	0.7	0.7	9.6	9.0	8.0	8.0
청공실업집단	22.0	12.8	17.1	19.4	8.1	9.5	12.1	11.4	0.3	0.3	0.4	0.4	4.1	3.3	3.1	3.2
중국 해외발전	20.7	-7.1	-2.2	40.5	8.2	12.7	11.5	12.1	0.3	0.3	0.4	0.4	3.5	2.8	3.7	3.2
헨더슨 랜드 디벨롭먼트	17.2	-14.5	-18.0	14.7	18.2	24.1	18.2	15.6	0.4	0.4	0.4	0.4	1.9	1.8	2.3	2.9
중국 평균					10.1	13.3	13.3	12.4	0.4	0.4	0.5	0.5	4.5	4.0	4.2	4.2
<b>한국(유통)</b>																
신세계	4.0	58.6	93.4	274.6	11.3	156.0	17.9	15.5	0.3	0.5	1.3	1.1	2.5	0.3	7.3	7.7
이마트	1.6	-15.4	-3.5	3.0	N/A	16.0	11.6	8.3	0.2	0.2	0.2	0.2	-5.5	1.3	1.8	2.6
<b>한국(디벨로퍼)</b>																
IPARK현대산업개발	0.8	-13.3	-8.2	-19.0	7.4	8.9	3.6	2.7	0.4	0.4	0.4	0.3	5.1	5.0	10.5	13.1
서부T&D	0.5	-24.5	-20.1	40.0	10.2	10.5	15.8	13.3	0.4	0.8	0.7	0.6	3.7	7.7	4.0	4.5
SK D&D	0.1	-8.4	-6.5	22.0	3.4	33.3	N/A	N/A	0.2	0.4	N/A	N/A	6.6	1.2	N/A	N/A

주: 2026년 6월 5일 기준  
 자료: Bloomberg, IBK투자증권

## 1. 도시는 또 그렇게 성장한다

### 도시의 라이프 사이클: 확장에서 재생으로

도시 생애주기 판단은  
도시 개발의 출발점

도시 개발의 출발점은 도시가 어떤 생애주기에 놓여 있는지를 판단하는 데에 있다. 동일한 개발 방식이라도 인구가 유입되는 성장기, 외곽 확장이 진행되는 성숙기, 중심부 기능이 약화되는 쇠퇴기, 다시 도심 경쟁력을 회복해야 하는 재편기에는 전혀 다른 의미를 갖기 때문이다.

재도시화는 도심 기능  
회복, 중심부 재편 단계

Van den Berg et al.(1982)은 『Urban Europe: A Study of Growth and Decline』에서 도시의 발전 과정을 도시화(urbanization), 교외화(suburbanization), 역도시화 또는 탈도시화(deurbanization), 재도시화(reurbanization)의 단계로 설명한다. 이 이론은 도시 중심부와 주변부의 인구 변화에 따라 도시공간의 성장 방식이 달라진다는 점을 강조한다.

신규 택지 개발을 통한  
주택 수요 흡수

2020년도까지의 한국의 개발 모델은 도시화 및 교외화 단계로 분류할 수 있다. 산업화와 인구 증가가 빠르게 진행되던 시기에는 부족한 주택과 기반시설을 얼마나 빠르게 공급하느냐가 핵심 과제였고, 도시 개발 역시 기존 도시를 정교하게 재편하기보다 새로운 택지와 외곽 거점을 조성해 수요를 흡수하는 방식으로 전개되었기 때문이다.

대표적 사례는 신도시  
개발

특히 수도권은 신규 택지 개발, 외곽 신도시 조성 등이 도시 성장의 중심축이 된 것도 이 때문이다. 1기 신도시와 2기 신도시, 수도권 외곽 택지 개발은 모두 이러한 성장 방식의 대표적 사례다. 당시에는 인구와 가구 수가 모두 빠르게 늘고 있었기 때문에 개발의 가치는 공간을 얼마나 많이, 얼마나 빠르게 공급하느냐에 의해 평가됐다.

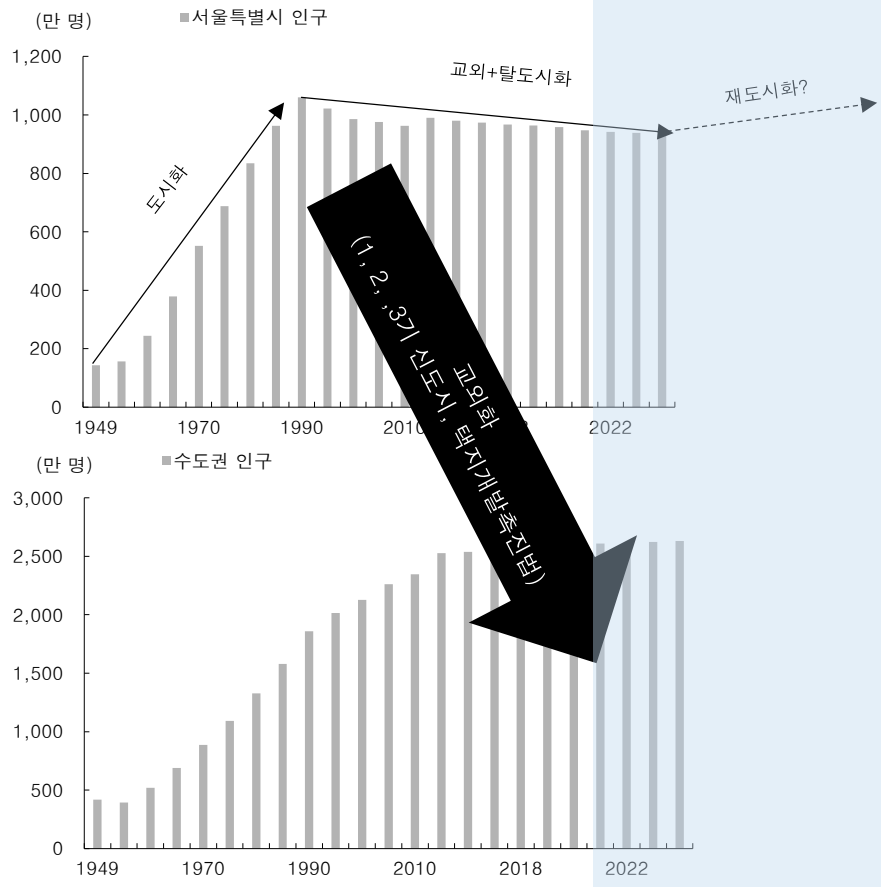
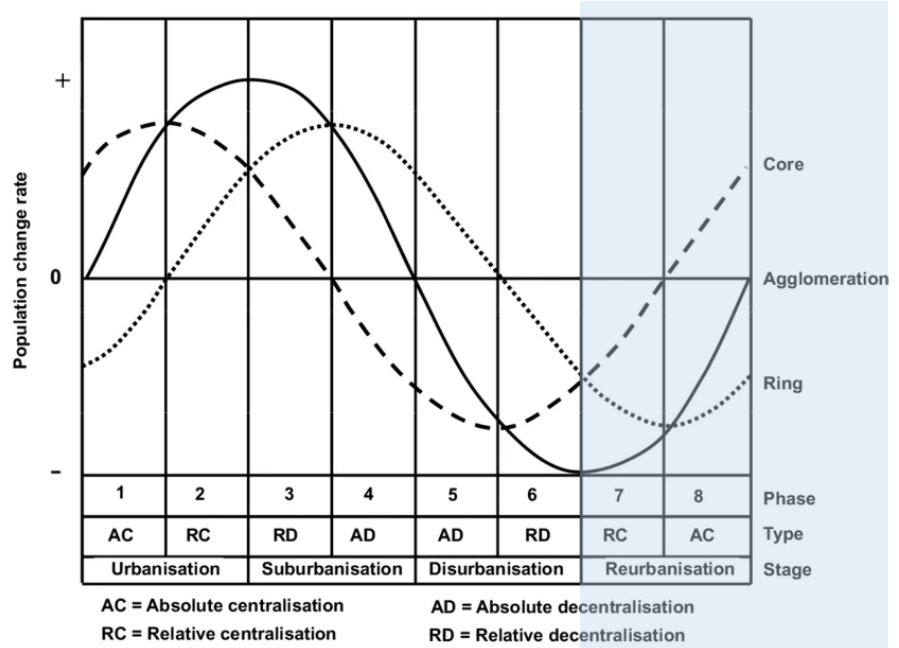
도시 팽창의 둔화로  
개발의 초점이 변환

그러나 이러한 외연 확장형 개발 모델은 인구 증가와 도시 팽창이 지속된다는 전제를 바탕으로 작동했다. 인구 성장률이 둔화되고, 수도권 내부에서도 노후화된 도심과 기성시가지의 기능 저하가 두드러지면서 개발의 초점은 점차 달라질 수밖에 없다. 과거 조성된 신도시마저 30년 이상 지난 노후계획도시가 되었고, 정부가 노후계획도시특별법 적용 대상을 전국 108개 지구, 215만 가구로 확대한 점도 이를 보여준다.

도시자산의 재편 필요성이  
높아지는 중

한국의 도시 개발이 재도시화 국면으로 이동하고 있다는 판단도 이 지점에서 출발한다. 인구 증가 속도는 둔화되고 외곽 확장의 물리적 한계는 커지는 반면, 도심 내 노후 주거지와 저이용 상업지, 철도부지, 대기업 보유지 등 기존 도시자산의 재편 필요성은 높아지고 있기 때문이다.

그림 1. van den Berg et al.의 도시 개발 모델 단계



자료: Haase, A., Herfert, G., Kabisch, S., & Steinführer, A. (2008), Reurbanisation: Inflationary Use of an Insufficiently Defined Term? Comments on the Definition of a Key Concept of Urban Geography, with Selected Findings for the City of Dresden, Die Erde: Zeitschrift der Gesellschaft für Erdkunde zu Berlin, 139(4), 289-308., IBK투자증권

## 도시는 다시 안으로 성장한다: 서울의 인구구조와 개발 가능권역 변화

서울, 도시 자산의  
효율적 재구성으로  
이동 중

서울의 도시 구조는 커다란 전환의 문턱에 서 있다. 생산가능인구는 감소하고, 도심은 고령화되며, 외곽 확장은 물리적·제도적 한계에 가까워지고 있다. 과거처럼 도시의 경계를 넓히고 신규 택지를 조성하는 방식만으로는 앞으로의 주택 수요와 도시 기능 변화를 감당하기 어려워지고 있다. 따라서 개발의 중심은 이미 형성된 도시 안의 자산을 더 효율적으로 재구성하는 것으로 이동하고 있다고 판단한다.

수요 관점에서  
주택의 수와 유형 변화

중요한 점은 이러한 변화가 개발 수요의 소멸을 의미하지 않는다는 점이다. 대표적으로 주택 수요는 인구가 감소하더라도 가구 분화, 1~2인 가구 증가, 고령가구 확대가 지속되면 필요한 주택의 수와 유형은 달라질 수밖에 없다. 즉, 개발 수요의 기본 단위가 인구 수가 아니라는 것이 중요하다.

서울 수요는 수도권을  
함께 파악해야함

특히 서울의 개발 수요를 판단할 때는 행정구역상 서울 인구만 볼 것이 아니라, 서울과 생활권·통근권으로 연결된 수도권 전체를 함께 봐야 한다. 서울은 이미 독립된 단일 도시라기보다 경기·인천과 하나의 광역 생활권을 형성하고 있으며, 수도권 가구 증가는 장기적으로 서울 도심 및 주요 거점에 대한 잠재 수요로 이어질 수 있다.

경기·인천 지역의  
가구 증가,  
주택 수요 단위 ↑

이 관점에서 보면 2015년 대비 2045년까지 경기 지역은 약 127만 가구, 인천은 약 31만 가구 증가할 것으로 예상된다. 인구 총량이 정체되더라도 1~2인 가구 증가, 고령화, 핵가족화, 세대분리 수요가 맞물리면 주택 수요의 단위는 더 작아지고 더 많아진다.

서울의 과제  
= 개발 방식의 변화

따라서 서울의 과제는 개발 수요의 부재가 아니라, 개발 방식을 어떻게 바꿀 것인가에 있다. 인구 감소는 도시의 수요가 사라진다는 뜻이 아니라, 도시가 요구받는 기능의 구성이 달라진다는 의미에 가깝기 때문이다.

서울은 수도권권의 핵심  
거점이나 외곽 확장을  
통한 수요 확대는 어려움

서울은 여전히 수도권의 고용, 교통, 교육, 문화, 소비 기능이 집중된 핵심 거점이며, 경기·인천의 가구 증가 역시 장기적으로 서울 주요 권역에 대한 접근 수요를 유지시키는 요인이다. 그러나 서울은 더 이상 외곽 확장을 통해 이러한 수요를 받아내기 어렵다.

신규 택지 공급에서  
기성시가지로의 고도화

결국 개발의 방향은 신규 택지 공급에서 기성시가지의 고도화로 이동해야 한다고 판단한다. 역세권, 유희부지, 노후 상업지, 저이용 공공부지, 대기업 보유지 등 이미 존재하는 도시자산을 더 높은 밀도와 복합 기능을 담는 공간으로 전환하는 것이 서울 재도시화의 핵심이기 때문이다.

그림 2. 연도별 수도권 주택 인허가 추이

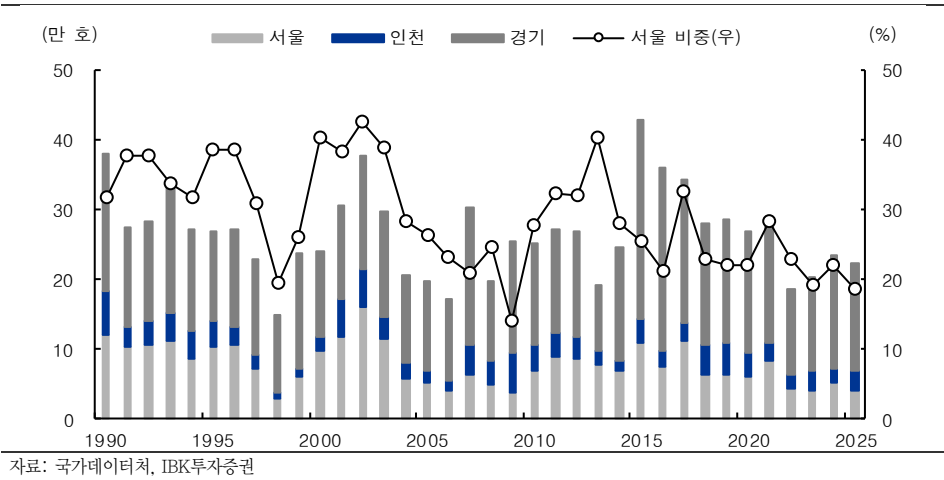


그림 3. 연도별 수도권 인구 증감 추이

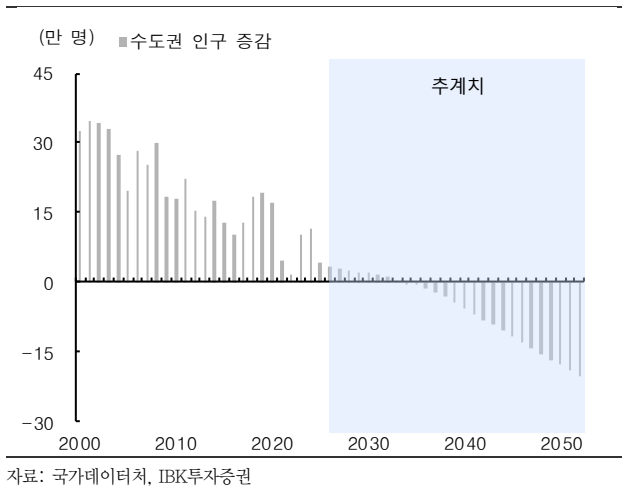


그림 4. 연도별 서울시 인구 증감 추이

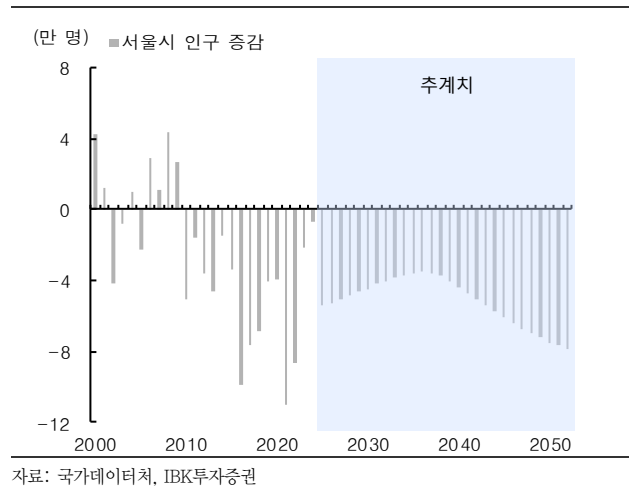


그림 5. 연도별 수도권 가구 증감 추이 (2043년 Peak)

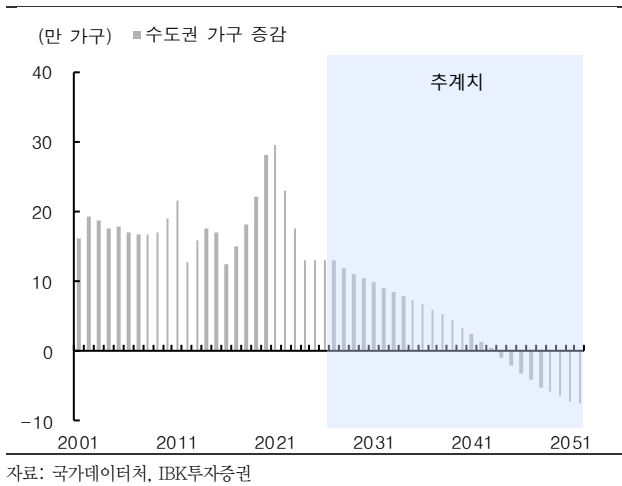


그림 6. 연도별 서울시 가구 증감 추이 (2038년 Peak)

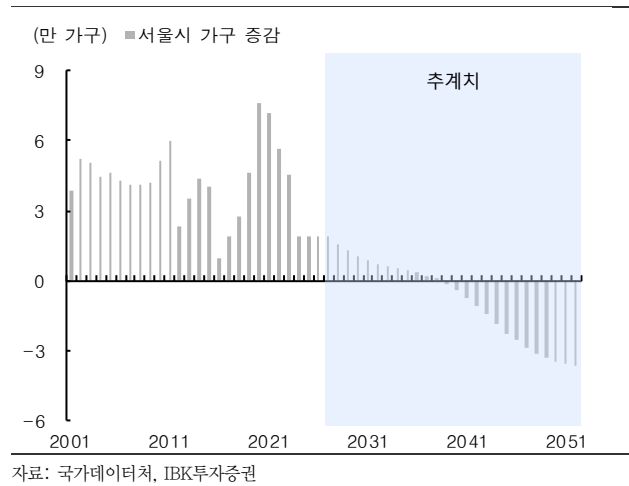
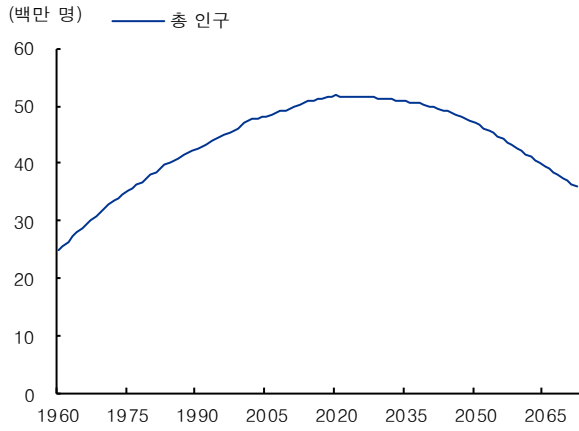
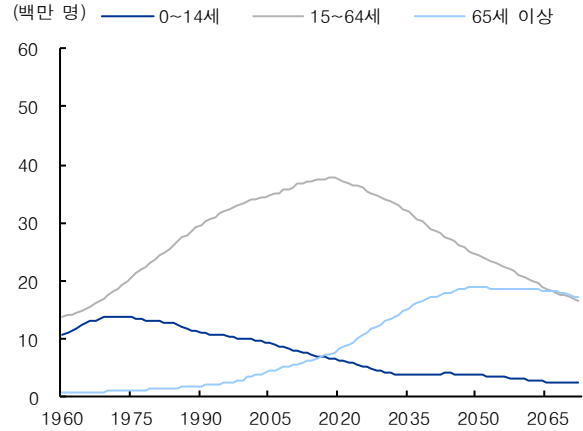


그림 7. 우리나라 총 인구 추이 및 전망



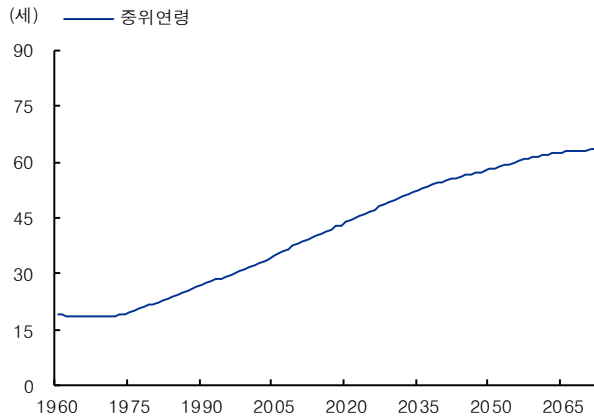
자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 8. 우리나라 인구 구성 추이 및 전망



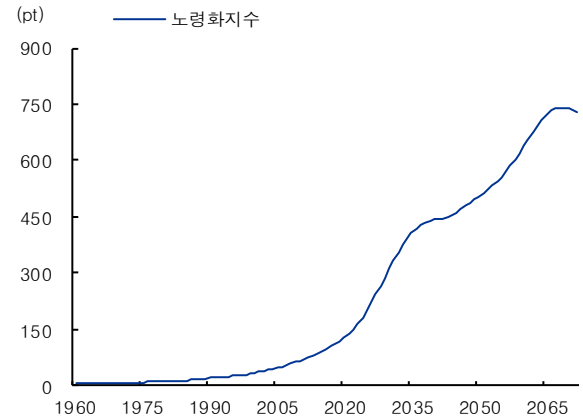
자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 9. 우리나라 인구 중위연령 추이 및 전망



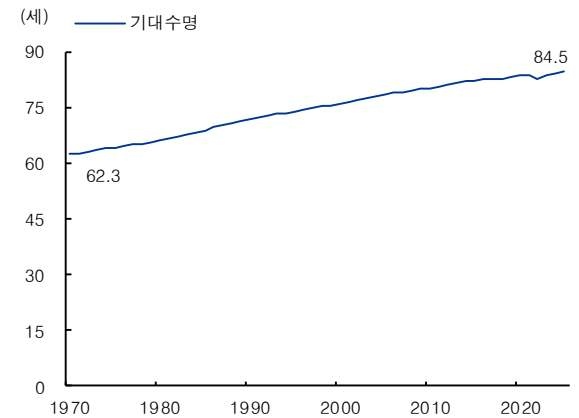
주: 중위연령 = 전체 인구를 연령순서로 나열할 때, 중앙에 있게 되는 사람의 연령  
 자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 10. 우리나라 노령화지수 추이 및 전망



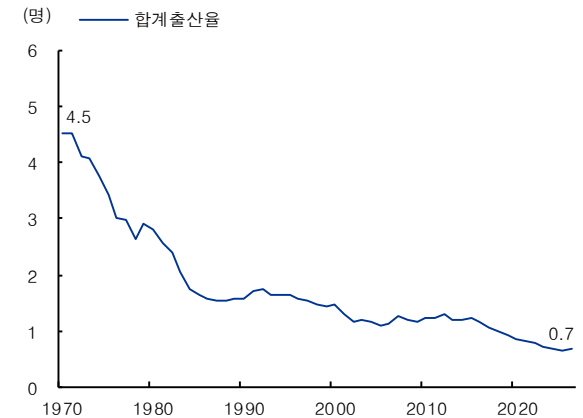
주: 노령화지수 = (65세 이상 인구 ÷ 15세 미만 인구) × 100. 유소년인구 100명당 고령인구 수  
 자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 11. 우리나라 기대수명 추이



주: 기대수명 = 해당 연도가 태어난 0세 출생자가 생존할 것으로 기대되는 평균 생존연수  
 자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 12. 우리나라 합계출산율



주: 합계출산율 = 여성 한 명이 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수  
 자료: 국가데이터처, IBK투자증권

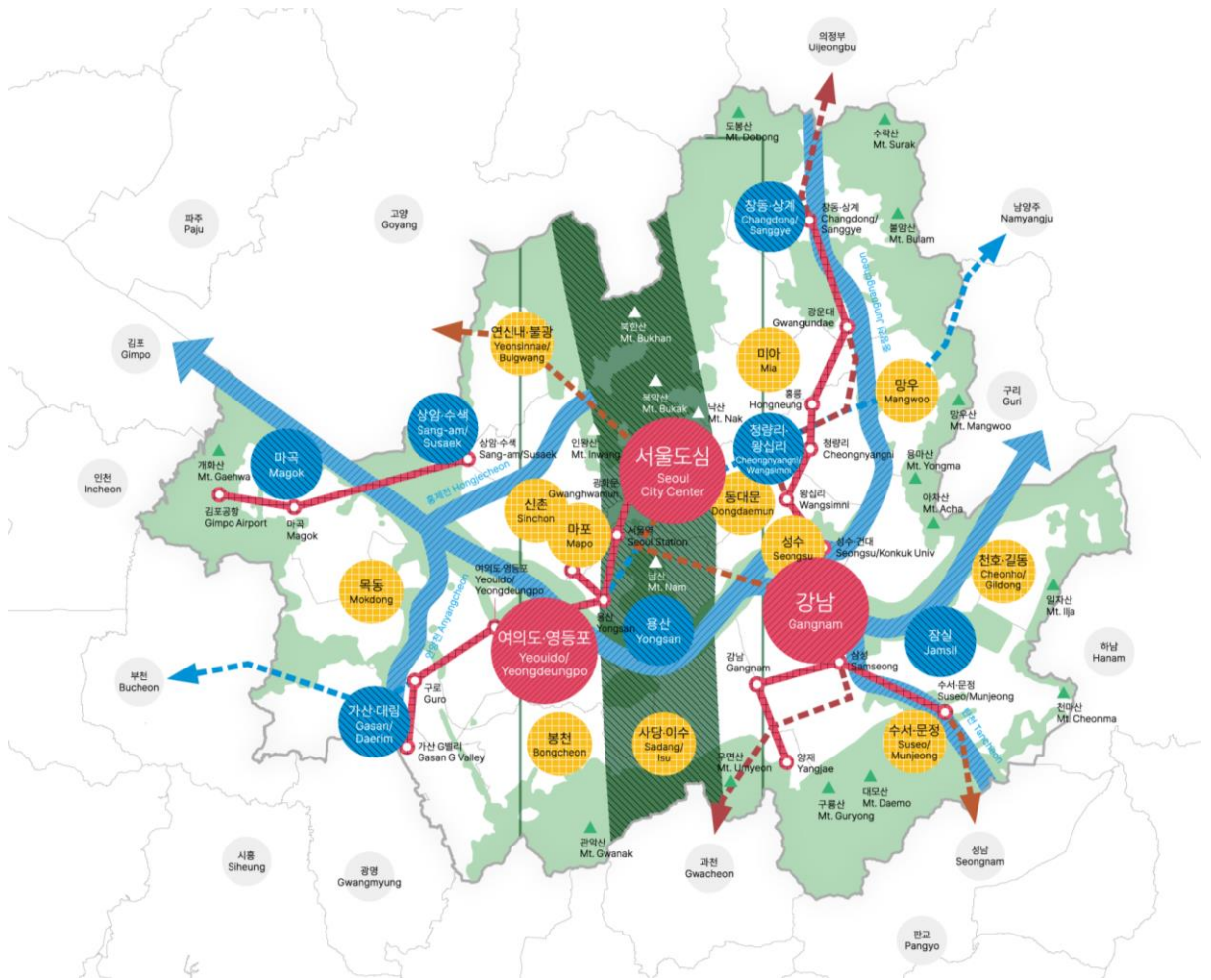
2040 도시기본계획 : 유연성 + 도시공간 재편	서울시 2040 도시기본계획은 서울 개발 방식의 전환을 제도적으로 보여준다. 직전 2030 서울플랜이 경관 관리와 저층 주거지 보호를 위해 35층 높이 제한 등 비교적 보수적인 관리체계를 유지했다면, 2040 계획은 유연한 밀도 관리와 거점 중심의 도시공간 재편을 강조한다.
지역별 선택적 밀도 배분이 필요	이는 서울 전역을 동일한 방식으로 개발할 수 없다는 인식에서 출발한다. 인구 밀도, 기반시설 수준, 지역 내 자생력, 광역교통 접근성에 따라 개발 강도를 달리하고, 교통·업무·상업·주거 수요가 결합될 수 있는 거점에는 더 높은 밀도와 복합 기능을 허용하겠다는 방향이다. 결국 핵심은 도시 기능이 집약될 수 있는 곳에 선택적으로 밀도를 배분하는 데에 있다.
용도지역, 용적률 체계 탄력성이 중요	이러한 변화에서 가장 중요한 수단은 용도지역과 용적률 체계의 탄력적 운용이다. 기존 도시계획 체계에서는 토지이용 용도에 따라 건물 높이와 용적률이 비교적 일률적으로 관리됐다. 그러나 앞으로는 저이용·유희부지의 입지, 주변 인프라, 교통 접근성, 지역 내 기능 변화 등을 고려해, 용도지역 변경과 용적률 상향을 보다 유연하게 적용할 가능성이 크다고 판단한다.
복합개발로의 전환 : 주택 공급 확대에서 도시 기능의 재편으로	준공업지역, 역세권, 노후 상업지, 저이용 공공부지 등은 이러한 제도 변화가 우선적으로 작동할 수 있는 공간이다. 특히 역세권 활성화 정책과 결합될 경우, 주거지역이라도 일정 요건을 충족하면 상업·업무·주거 기능이 결합된 복합개발로 전환될 여지가 커진다. 이는 일반 주택 공급 확대가 아니라, 서울 안에서 업무·상업·문화·생활 인프라를 함께 재배치하는 도시 기능의 재편으로 이해해야 한다.
용적이양제는 특정 거점 개발 유인 ↑	용적이양제 논의도 같은 맥락에 놓여 있다. 보존이 필요한 지역의 미사용 용적률을 개발이 필요한 지역으로 이전할 수 있다면, 도시 전체의 평균 밀도는 관리하면서도 특정 거점의 개발 유인을 높일 수 있다.
도시 구조 정교화 1) 적절한 보존 2) 성장 여력 있는 곳 밀도 집중	이는 서울이 무조건 높은 밀도를 추구한다는 의미가 아니다. 오히려 보존할 곳은 보존하고, 성장 여력이 있는 곳에는 밀도를 집중시키는 방식으로 도시 구조를 정교하게 재편하려는 시도에 가깝다. 앞으로 서울의 개발 경쟁력은 어느 입지에 어떤 기능을 결합해 밀도를 부여하느냐에 의해 결정될 가능성이 높다고 판단한다.

표 2. 2030 서울도시기본계획과 2040 서울도시기본계획 비교

구분	2030 서울도시기본계획	2040 서울도시기본계획
기본 관리 기조	저층 주거지 보호, 경관 관리 중심	유연한 관리, 거점 중심 도시공간 재편
높이 관리 원칙	<b>일률적(35층 높이 제한)</b>	<b>35층 규제 폐지, 정성적/유연성</b>
도시 구조	3도심, 7광역중심 등 위계적 중심지 체계	복합 거점 중심, 보행일상권 도입
밀도 관리 방식	용도지역별 획일적, 정량적 기준 적용	인구밀도, 기반시설, 교통 고려 <b>차등 배분</b>
용도지역/용적률 운용	비탄력적(용도 별 높이, 용적률 적용)	<b>탄력적(용도지역 변경, 용적률 상향 등)</b>
역세권 활용	일반적 관리 대상	주거지 <b>복합개발 전환</b> 가능, 역세권 활성화
용적이양제(용적률 거래)	-	<b>보존지역 미사용 용적률, 거점 이전 논의</b>
개발 전략의 핵심	저층 주거지 보호 및 도심부 관리	보존 및 선택적 고밀화

자료: 서울도시공간포럼, IBK투자증권

그림 13. 2040 서울도시기본계획 공간구조도(서울시 도시기본계획, 2023년 작성)



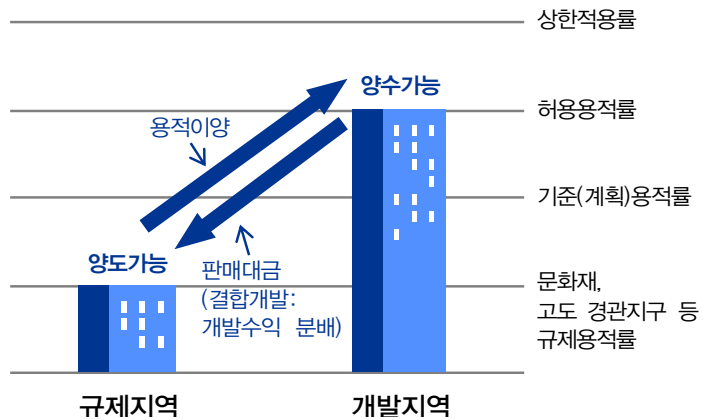
자료: 서울도시공간포럼, IBK투자증권

그림 14. 비온드 조닝(Beyond Zoning) 정책



자료: 2040서울플랜, IBK투자증권

그림 15. 용적이양제의 개념



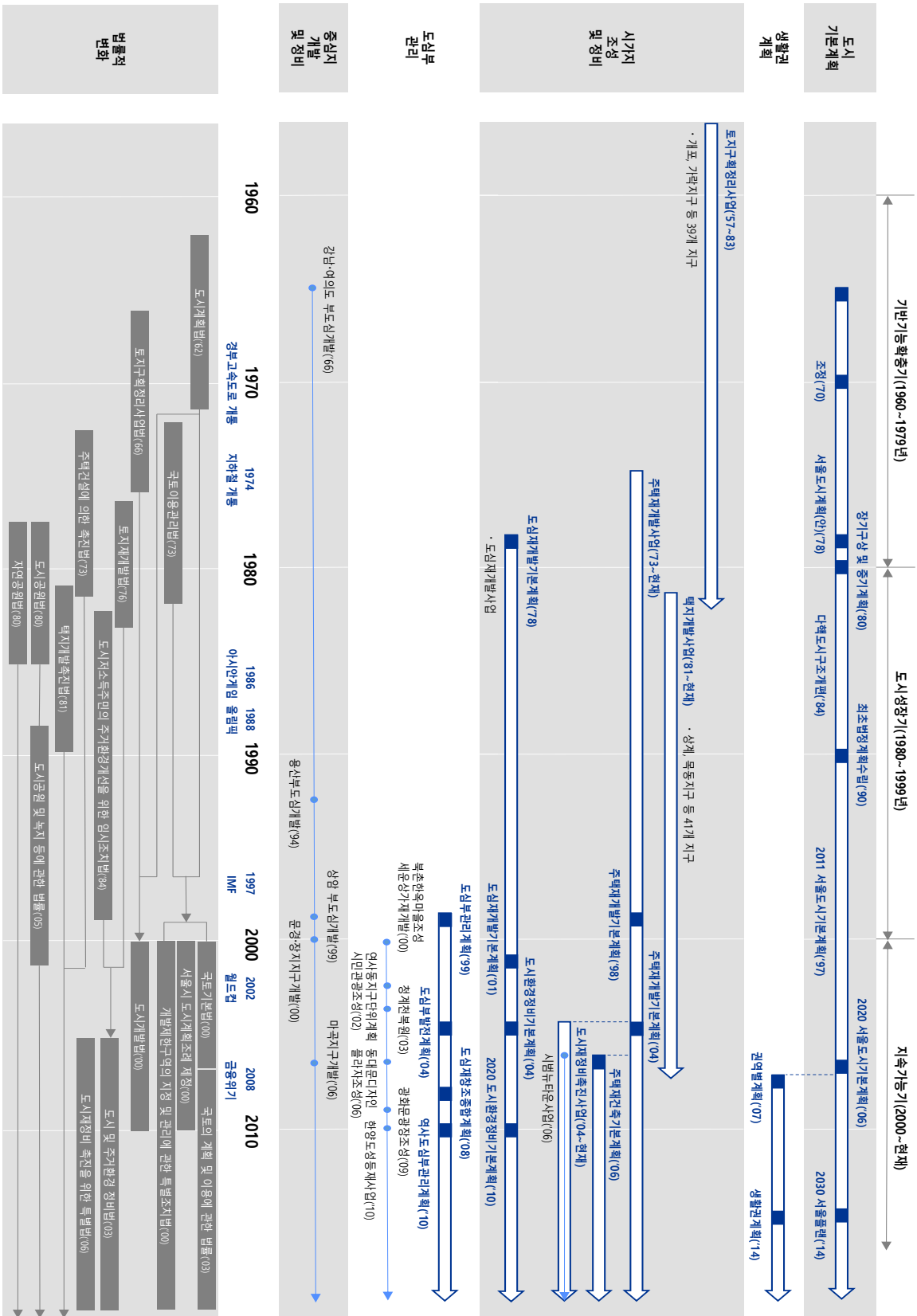
자료: IBK투자증권

표 3. 서울시 주요 개발 제한 구역 현황

규제 유형	연면적
문화유산 주변지역	52.4만 <sup>2</sup> m
장애물 제한표면(비행안전구역)	78.6만 <sup>2</sup> m
역사문화환경 보존구역(풍납토성 등)	21.1만 <sup>2</sup> m
합계	약 152만 <sup>2</sup> m

자료: 서울시, IBK투자증권

그림 16. 도시계획 관련 제도의 변천



자료: 서울정책아카이브, IBK투자증권

## 서울의 개발 여력은 내부 자산에서 나온다

서울 내부 저이용 자산  
= 새로운 개발 가능 자산

2040 도시기본계획이 제도적 방향을 제시했다면, 실제 개발의 무대는 서울 내부의 저이용 자산에서 형성될 가능성이 높다고 판단한다. 서울에서 대규모 신규 택지를 확보하기는 갈수록 어려워지고 있다. 반면 역세권, 철도부지, 차량기지, 지상 선로, 노후 상업지, 저이용 공공부지에는 이미 교통 접근성과 수요가 축적되어 있다. 앞으로의 개발 여력은 외곽의 빈 땅이 아니라, 기존 도시 안에서 충분히 활용되지 못했던 공간에서 찾아야 한다.

GTX, 서울과 경기·인천  
생활권 및 통근권 확장

GTX를 비롯한 광역교통망 확충은 이 흐름을 더 강화한다. 서울과 경기·인천이 하나의 생활권으로 연결되면서, 개발의 기준은 행정구역이 아니라 통근권과 생활권으로 바뀌고 있다. 역과 환승 거점 주변은 주거·업무·상업·문화 기능이 결합될 수 있는 핵심 입지가 된다. 철도시설 지하화와 상부 부지 활용, 차량기지 복합화, 광역복합환승센터 조성도 같은 맥락에 있다. 이는 도시 인프라 위에 새로운 기능을 엮는 방식이다.

권역 개발의 초점  
: 권역 전체 기능 + 운영

따라서 앞으로의 개발은 개별 사업지 단위에 머물기 어렵다. 역세권 하나를 개발 하더라도 교통 접근성, 업무 수요, 상업 소비, 주거 기능, 공공공간을 함께 설계해야 한다. 개발의 초점은 건물 자체가 아니라, 그 건물이 속한 권역 전체의 기능과 운영 방식으로 이동한다. 이 지점에서 권역 개발의 필요성이 커진다.

일본의 예시  
1) 미쓰비시지쇼  
2) 도큐 부동산  
3) 모리빌딩

이 지점에서 아래에서 언급할 일본의 사례는 유효한 참고점이 된다. 미쓰비시지쇼의 마루노우치, 도큐 부동산의 시부야, 모리빌딩의 아자부다이 힐즈는 모두 교통 결절점과 도심 자산을 기반으로 주거·업무·상업·호텔·문화·녹지를 결합한 권역 단위 복합개발이다. 핵심은 건물을 지어 파는 것이 아니라, 특정 권역을 장기적으로 보유·운영하면서 임대수익, 소비, 체류시간, 지역 브랜드를 함께 키워가는 데에 있다.

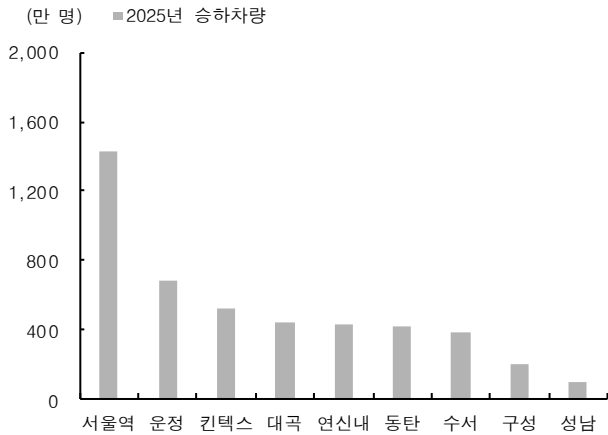
선분양, PF 구조 기반,  
단기 분양수익의 한계

서울이 앞으로 나아가야 할 방향도 이와 맞닿아 있다. 한국의 부동산 개발은 오랫동안 선분양과 PF 구조에 기반해 빠른 회수와 프로젝트 단위 성과에 최적화되어 있었다. 그러나 개발 가능한 입지가 줄고 도시가 성숙기에 접어들수록, 단기 분양수익만으로는 도시의 장기 가치를 설명하기 어렵다.

도시자산의 효율적 조합  
및 공간의 통합화가 중요

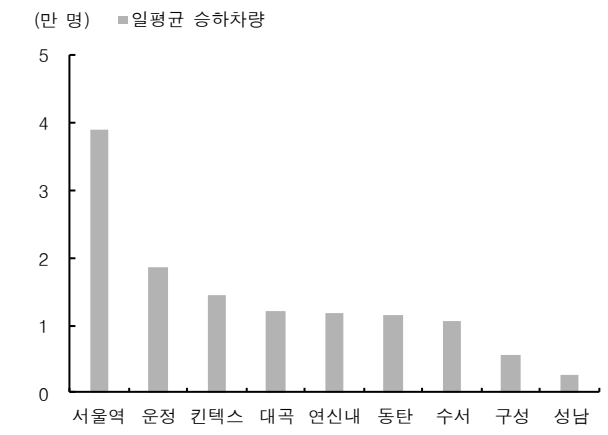
앞으로 중요한 것은 누가 기존 도시자산을 더 효율적으로 조합하고, 교통·상업·업무·주거 공공공간을 하나의 운영체제로 묶을 수 있느냐다. 그런 점에서 서울의 미래 개발은 외곽 확장의 연장이 아니라, 기존 도시 안에서 새로운 플랫폼을 만드는 과정이다. 결국 서울은 다시 안으로 성장해야 한다.

그림 17. GTX-A 2025년 역당 승하차 인원



자료: GTX, IBK투자증권

그림 18. GTX-A 2025년 역당 일평균 승하차 인원



자료: GTX, IBK투자증권

그림 19. 수도권 광역급행철도(GTX) 노선도



자료: 경기도청, IBK투자증권

## 2. 한국형 복합개발(Compact City) 시대

단순개발에서 복합개발로  
부동산 시장 변화 중

복합개발(Mixed-Use Development)이 중요한 시대가 오고 있다. 부동산과 내수소비 시장의 변화가 빠르게 이루어지면서 과거 단순 형태의 개발사업보다는 부가가치를 창출할 수 있는 복합개발의 니즈가 증가할 가능성이 높다.

복합개발은 오피스, 호텔,  
리테일, 문화시설 등을  
결합한 모델. 이를 통해  
부동산 가치와 운영수익  
극대화

그럼 복합개발이란 무엇인가? 복합개발은 하나의 개발 프로젝트 안에 둘 이상의 서로 다른 기능을 통합하여 상호 시너지를 발휘할 수 있는 도시 혹은 지역구 개발 방식을 말한다. 단순 혼합 형태인 주거 + 주거의 보조기능인 상업시설이 아닌 오피스 + 호텔 + 리테일 + 문화시설 등을 결합하여 가치와 수익을 극대화할 수 있는 개발 방식으로 정의내릴 수 있다.

국가 주도의 주택 공급  
체계

국내의 경우 복합개발이 아직까지는 활성화되어 있다고 보기는 어렵다. 그러한 이유는 명확하다. **우리나라는 국가 주도의 주택 공급 체계를 구축**하고 있었기 때문이다. 1970년대 이후 급격한 도시화와 수도권 인구 밀집도 확대에 따라 이들을 수용할 수 있는 주택을 공급하는데 초점이 맞추어져 있었다. 이에 주택 공급 중심 + 분양 회수 모델이 정착된 것이 원인으로 분석된다. 복합개발은 Internal Traffic + External Traffic을 확보할 수 있는 구조로 건설되어야 한다. 또한, 일시적인 개발에서 마무리되는 것이 아닌 중장기적인 관점에서 관련 영역을 확대하고, 개발지역의 특색을 가미해야 중장기적으로 성장할 수 있는 모델로 안착할 수 있다. 이를 고려할 경우 국내의 도시 개발 모델, 주거지를 중심으로 개발하는 사업과는 상이하다고 볼 수 있다.

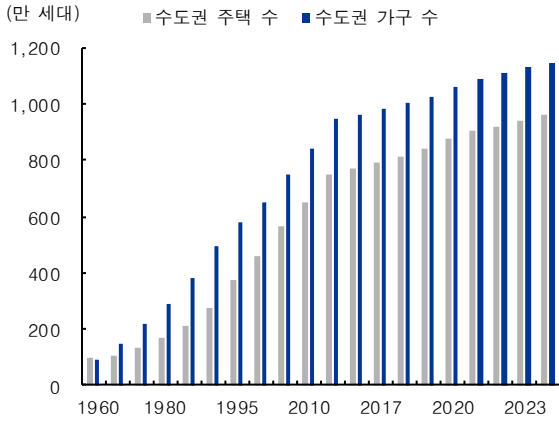
분양을 통한 자금회수가  
주를 이룸

국내 시장의 복합개발이 제한되었던 두 번째 이유는 **분양을 통한 자금회수를 지향하는 방식**이 주를 이루었기 때문이다. 복합개발의 핵심은 운영수익을 기반으로 사업을 전개하는 방식이다. 하지만, 국내의 경우 개발 이후 분양을 통해 리스크를 헷지하는 방식이 주를 이루었기에 단일개발 프로젝트에 중점을 두는 구조가 대부분을 차지할 수밖에 없었다. 분양 혹은 금융시장 차입을 통해 건축비를 충당하기에 운영보다는 분양을 선택할 수밖에 없었던 것이다.

기존 한계성 탈피 위해  
한국형 복합개발 불가피

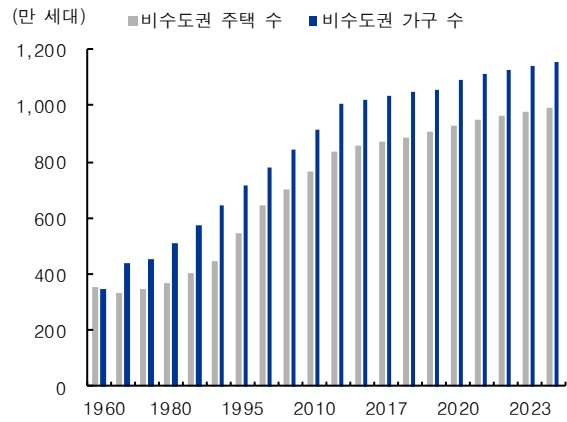
이러한 저해 요인은 ▶ 자금 조달의 변화, 그리고 ▶ 기존 사업의 한계성을 탈피할 수밖에 없는 환경적 변화에 따라 약화될 가능성이 높다. 이에 한국형 복합개발은 활성화될 것으로 전망한다.

그림 20. 수도권 주택 및 가구 수 추이



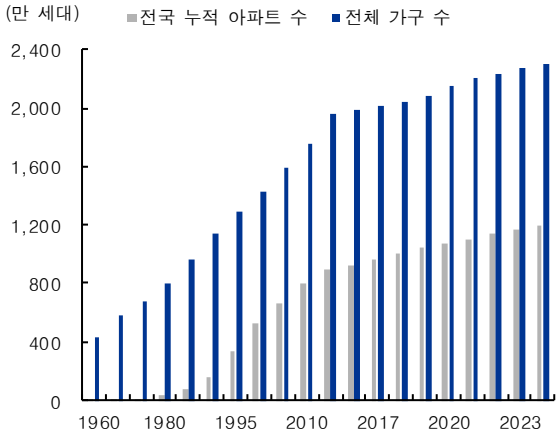
주: 주택 호 수와 가구 수 비교를 위해 단위 통일  
 자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 21. 비수도권 주택 및 가구 수 추이



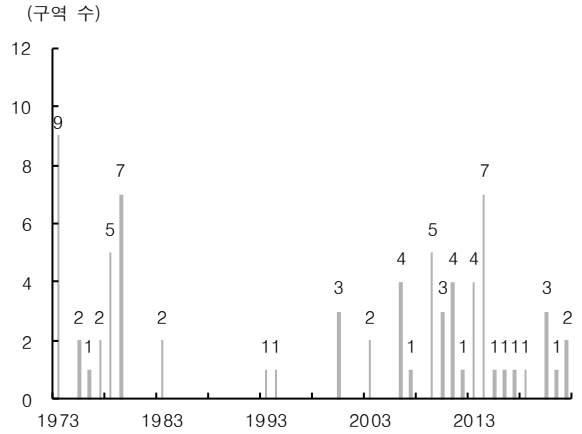
주: 주택 호 수와 가구 수 비교를 위해 단위 통일  
 자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 22. 전체 가구 수와 준공 아파트 추이



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

그림 23. 도시정비형 재개발구역 지정 추이



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

표 4. 주택공급계획(서울시 도시기본계획, 1997년 작성)

단계별 공급 목표		1993~1996	1997~2001	2002~2006	2007~2011
주택규모별	18평 이하	매년 32,000호		매년 28,000호	
	18~25.7평	매년 28,000호		매년 24,500호	
	25.7평 이상	매년 20,000호		매년 17,500호	
총 주택공급목표		매년 80,000호		매년 70,000호	
주택보유량		193.8만 호	215.6만 호	271.3만 호	306.3만 호
주택보급률		69.3%	73.8%	79.1%	85.2%

자료: 서울시, IBK투자증권

## 매크로 환경의 구조적 변화

환경적 변화에 주목

- 1) 고령화
- 2) 생산가능인구 감소
- 3) 가구 세분화

환경적 변화가 주는 요인에 주목할 필요가 있다. 국내 개발 시장은 앞서 언급했듯이 주거지를 개발하는 사업에 집중되었고, 이를 분양하는 구조로 사업을 전개해왔다. 하지만, 국내 인구구조가 변화되기 시작하면서 단순 주거지를 개발하고 이를 고객에게 전가하는 사업구조는 한계성을 가질 수밖에 없다. 그러한 이유는 1) 고령화 인구 증가에 따른 절대적 수요 감소, 2) 생산가능인구 감소에 따른 소비/경제력 약화, 3) 가족 구성원 세분화에 따라 대형 아파트 중심 주거 수요가 변화될 가능성이 높기 때문이다.

2024년 도시 확장에서  
도시 재편으로 전환 시작

국내의 경우 2024년 12월부터 초고령 사회로 진입하기 시작하였고, 1~2인 가구 비중은 이미 80%에 육박하는 수준까지 증가하였다. 이러한 변화는 분양을 통해 주택을 소유할 수 있는 절대적 계층이 적어질 수밖에 없다는 신호로 해석할 수 있다. 일반적으로 도시는 접근성과 사람의 특성이 바뀌면 가치가 변하는 구조를 가진다(알론소-머스-밀스 모형)고 알려져 있다. 이러한 점을 고려할 때 **국내 인구구조의 변화는 도시 확장에서 도시 재편으로 전환되는 시기에 접어든 것으로** 보이며, 이러한 추이는 더욱 빠르게 전환될 가능성이 높다.

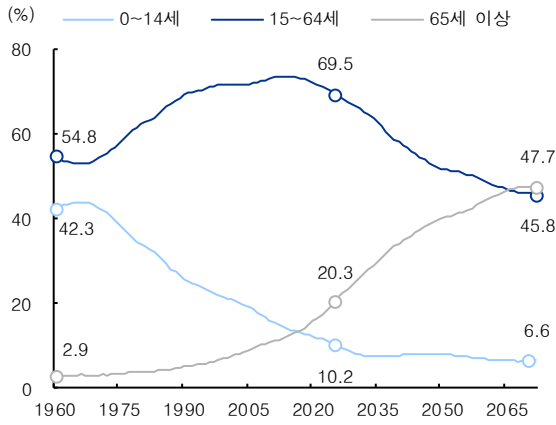
초고령 사회 진입과  
인구 감소 시작  
2070년 예상 인구  
3,720만 명

1960년대 65세 이상이 차지하는 비율은 2.9% 수준에 불과하였지만, 2025년 20.3%, 2070년에는 47.5%에 이를 것으로 예측되는 상황이다. 통상적으로 전체 인구수에서 65세 이상이 차지하는 비중이 7% 이상이면 고령화 사회, 14% 이상이면 고령 사회, 20% 이상이면 초고령 사회로 구분한다. 현재 인구구조 추세가 유지된다고 보면 국내는 이미 초고령 사회로 진입한 것으로 파악한다. 인구 규모도 감소하는 추세로 전환되었는데, 국가데이터처에서 예상하고 있는 인구 감소는 2070년까지 이어질 것으로 보고 있다. 2025년 인구수는 5,168만 명으로 2024년 대비 -0.67% 감소한 것으로 추정한다. 인구수 감소는 2025년부터 본격화되고 있으며, 동 추세가 유지될 경우 2070년에는 약 3,720만 명까지 감소할 것으로 전망한다.

인구 감소는 공실 증가,  
공급 과잉 위험 확대로  
귀결

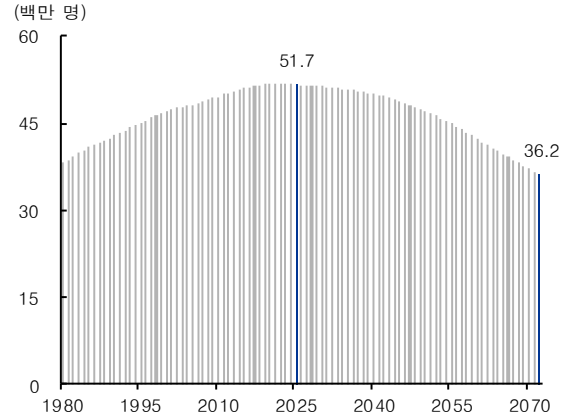
특히, 인구 규모 감소는 도시 재편을 가속화시킬 요인으로 작용할 가능성이 높다. 인구 증가 시대에는 ▶ 신규택지 개발, ▶ 신도시 확장, ▶ 외곽 개발(스프롤: 도시가 저밀도로 무질서하게 교외로 확산되는 현상)이 주를 이룬다면, 인구 감소는 ▶ 공실증가, ▶ 공급과잉 위험 확대 등에 따라 기존 도시 재생 필요성이 대두될 수밖에 없다. 또한, **고령층 비중 증가는 접근성에 대한 수요가 높아질 수밖에 없기에 도시 재생을 통한 밀집도를 높이는 것이 수요를 창출할 수 있는 요인으로 작용할 수밖에** 없다는 판단이다.

그림 24. 연령대별 인구비율 추이 및 전망



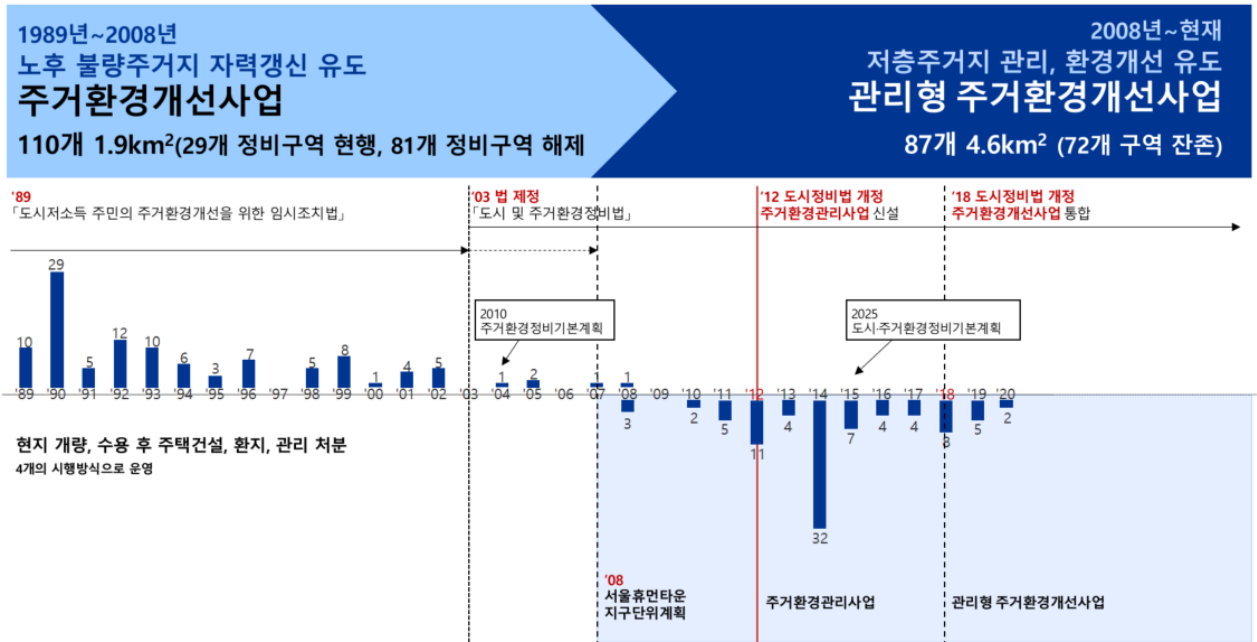
자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 25. 대한민국 인구규모 전망



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 26. 서울시 주거환경개선사업 변천 과정



자료: 서울시, IBK투자증권

### 도시경제학 관점에서 복합개발로 전환되는 이유

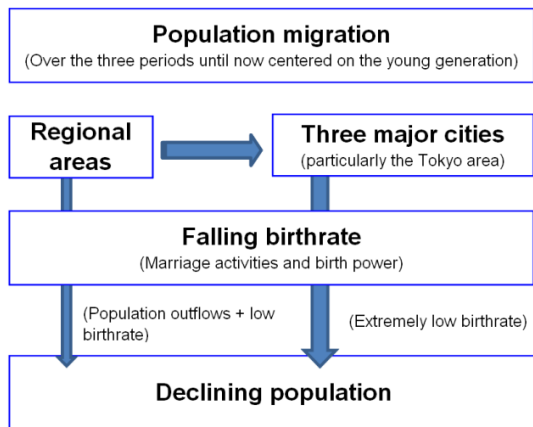
- 일본 지방소멸 위기
- 1) 지방 50% 소멸 가능
  - 2) 인구감소 + 고령화 + 수도권 이동
  - 3) 도시계획 미진
- = 선택적 도시 재편 필수

도시재생을 이해하기 위해서는 도시경제학의 도시 생애주기 이론에 대해서 학습할 필요가 있다. 2014년 5월 마스다 히로야(전 일본 총무상)는 지방소멸 보고서를 발표하였다. 동 내용의 핵심은 크게 4가지로 1) 일본의 현 인구구조가 유지될 경우 2040년까지 886개 지방자치단체(49.8%)가 소멸될 가능성이 높고, 2) 인구감소 + 고령화 + 청년층 수도권 집중 현상의 가속화는 지방의 지속 가능성을 위협하며, 3) 도시계획 없이는 자동적으로 쇠퇴하게 되며, 4) 이를 해결하기 위해서는 선택과 집중된 도시 재편이 필요하다는 것이다. 대전제로 도시의 경우에도 생애주기를 가지고 있으며, 이를 결정짓는 여러 요소 중 인구수 + 고령화 지표 등의 인구구조가 성숙기와 쇠퇴기로 전환되는 영향을 미친다는 것이다.

- 일본 지방소멸에 주목
- 1) 한국은 일본과 유사한 인구 구조 진행
  - 2) 이미 쇠퇴기 초입 진입

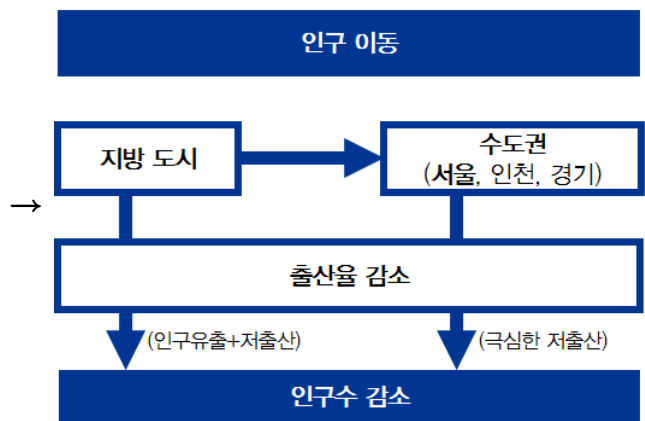
마스다 히로야의 지방소멸 보고서를 주목하는 이유는 1) 특히, 일본의 매크로 환경과 국내가 상당히 유사하게 전개되고 있고, 2) 국내의 경우 이미 쇠퇴기 초입에 진입하였다는 시그널이 나타나고 있기 때문이다. 국내도 앞서 언급했듯이 유사한 흐름이 전개되고 있다. 궁극적으로 도심권을 중심으로 인구 밀집도가 높아지고, 이에 따른 고령인구 비중 및 1~2인 가구 확대로 인해 기존 도심 모델이 가지는 한계성이 명확해질 수밖에 없다.

그림 27. 일본: 인구의 도시권 집중에 따른 출산율 감소 과정



자료: Regional Cities will disappear by 2040(Masuda Hiroya), IBK투자증권

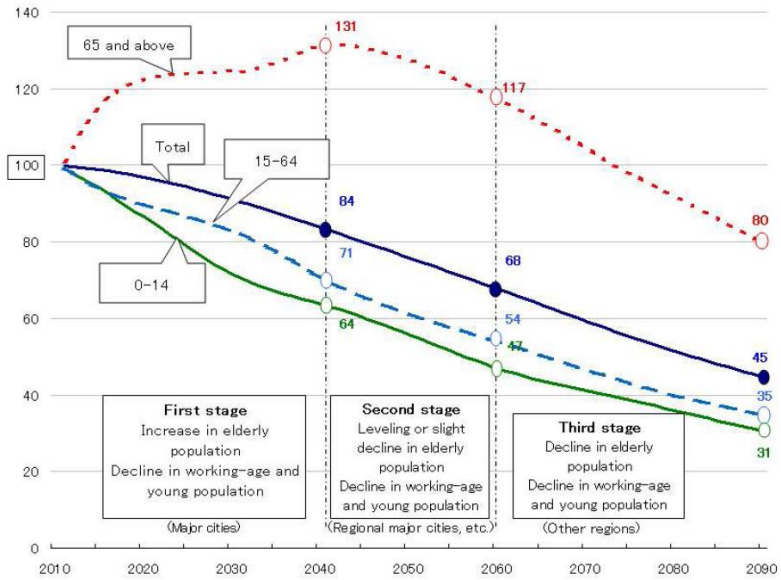
그림 28. 한국: 인구의 수도권 집중에 따른 출산율 감소 과정



자료: IBK투자증권

[참고] 한국-일본 인구구조 비교

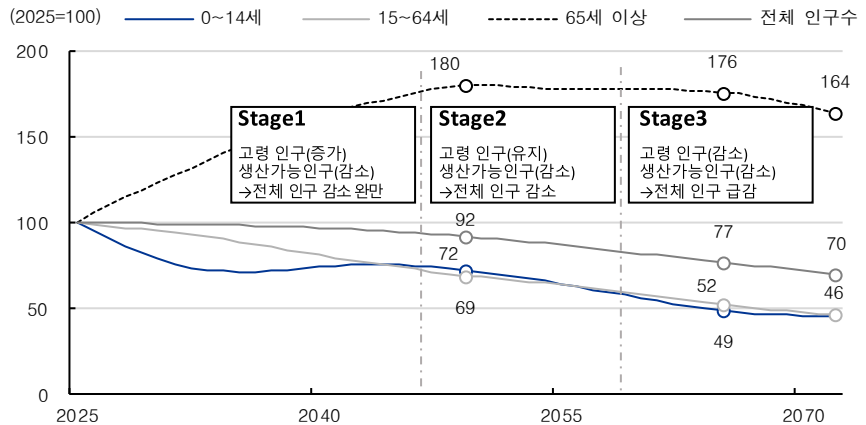
그림 29. 일본: 2010년 전체 인구 감소 시작, 2042년 65세 이상 인구 감소 시작



자료: Regional Cities will disappear by 2040(Masuda Hiroya), IBK투자증권

그림 30. 한국: 2025년 전체 인구 감소 시작, 2050년 65세 이상 인구 감소 시작

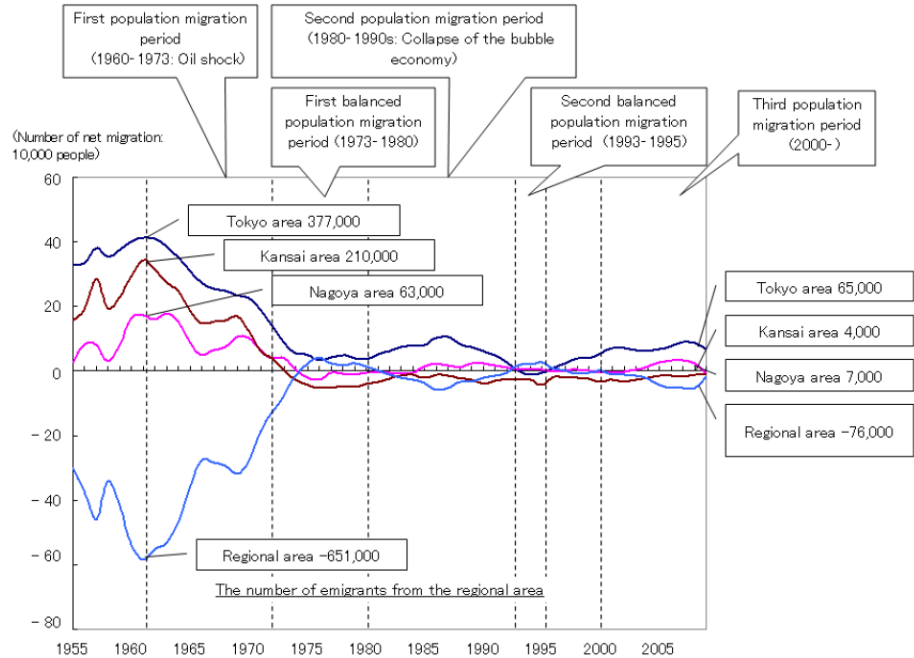
2050년까지 고령인구  
1.8배 증가  
2065년까지 생산가능인구  
절반으로 감소



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

[참고] 한국-일본 인구이동 비교

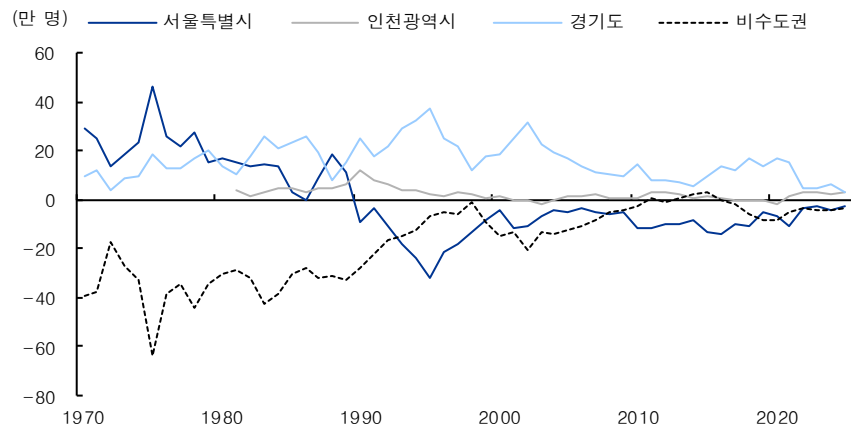
그림 31. 일본: 지방권에서 대도시(도쿄, 오사카, 나고야) 전입



자료: Regional Cities will disappear by 2040(Masuda Hiroya), IBK투자증권

높아진 거주비용으로 인해  
서울은 순유출, 비수도권  
인구는 인천, 경기로 집중

그림 32. 한국: 비수도권에서 수도권(서울, 인천, 경기) 전입



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

인구구조 변화로 오히려  
도심 밀집도는 상승

도시 구조(생태계)의  
변화는 필수적

살아남는 도시(공간)  
전략으로 전환  
: Compact City 안착

결론적으로 인구구조의 변화는 일부 도심의 밀집도를 집중화시킬 가능성이 높다. 하지만, 이는 밀집도 증가에 따라 주변 도시의 생태계는 약화되는 구조로 전환되고, 밀집 도시의 경우에도 집중화에 따른 높아진 제반비용(물가, 거주비 등) 등에 따라 기능이 달라질 수밖에 없게 된다. 즉, 기존 도시와 주변 도시의 생태계를 변화시키지 않는 한 도시의 지속 가능한 구조가 유지되기는 쉽지 않은 것이다. 이러한 점을 자생적으로 해결하기는 어렵다.

이에 복합개발은 공간 전략 개념으로 현 환경이 고착화되는 과정에서 살아남는 도시 전략으로 전환되는 필연 과정으로 해석하는 것이 바람직하다. 결국, 과거의 주거 중심의 개발 방식이 가지는 한계성은 명확해질 것으로 판단하며, 복합형태 즉, Compact City 구조가 안착될 것으로 전망한다. 도시 전체적으로 보면 정부 및 지자체가 구상을 해야하는 요소이지만, 이를 개발하는 사업자는 조금 더 세밀하고 촘촘하게 복합개발 구조로 전환될 가능성이 높다. 이러한 점을 고려할 때 국내 인구구조의 변화는 도시 확장에서 도시 재편으로 전환되는 시기에 접어든 것으로 판단하며, 이러한 추이는 더욱 빠르게 전개될 것으로 전망한다.

동 보고서에서 도시의 생존 기능에 대해서보다 개발 전략 관점에서 복합개발의 중요성을 구상하고자 한다. 인구구조 변화에 따른 생존 기능에 대해서는 추후 논의할 예정이다.

그림 33. 서울시 도심기능 복합화 개발 추진



자료: 2030 서울특별시 도시·주거환경정기기본계획, IBK투자증권

### 3. 수요와 공급 관점에서도 복합개발 니즈 증가할 전망

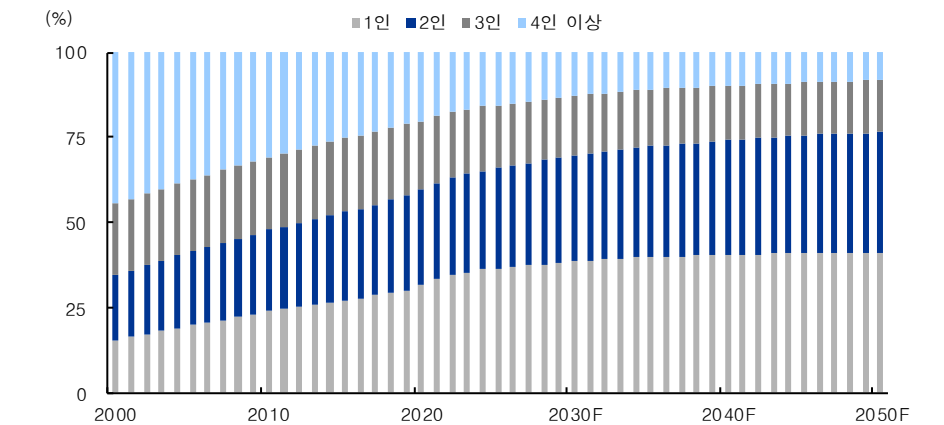
도시의 거주 인구 구성 요소 변화는 복합개발을 확산시키는 원인으로 작용할 가능성이 높다.

#### 수요 측면: 머무는 시간과 소비

1~2인 가구 확산,  
고령 계층 확대 등으로  
소비 분산

수요적인 측면 변화는 복합개발을 자극시키는 요인으로 작용하고 있다. 소비계층이 다변화되기 시작하면서 단일 형태의 개발구조는 부가가치 창출이 쉽지 않은 형태로 전환되고 있다. 즉, 과거보다 낮은 수익성이 이루어지고 있는 것이다. 그러한 이유는 명확하다. ▶ 가족 구성원 수(1~2인 가구 확산) 변화, ▶ 소비력이 낮아지는 계층 확대, ▶ 다양한 채널이 성장함에 따라 소비가 분산되는 효과가 나타나고 있기 때문이다. 이러한 구조적 변화는 소비 패턴을 변화시키고 있다. 과거에는 소비를 위해 이동하는 수요가 많았지만, 지금은 그렇지 않다는 의미이다. 이에 수요를 집중시킬 수 있는 전략이 점차 중요해지고 있는 상황이다.

그림 34. 한국 가구원 수별 가구 비중

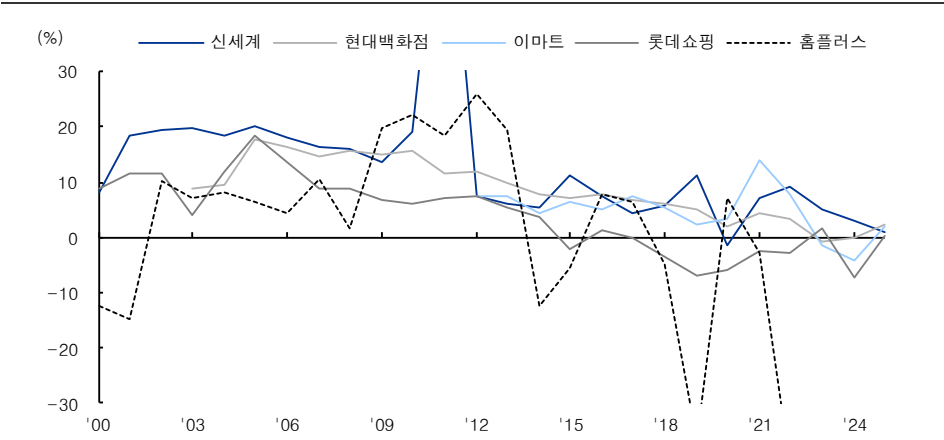


자료: 국가데이터처, IBK투자증권

기존 백화점, 대형마트 등  
전통 채널 ROE 장기 하락

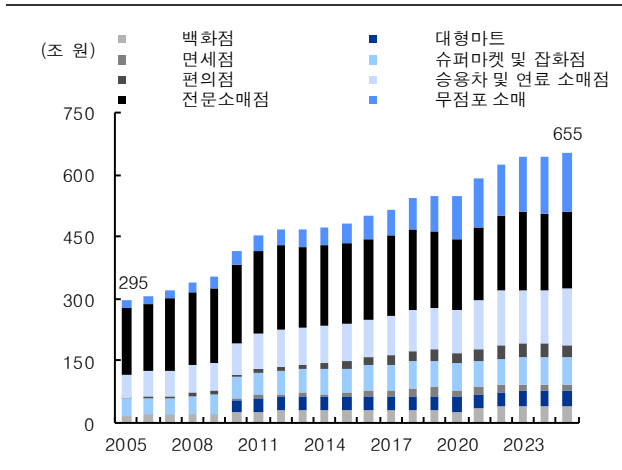
실제 과거 단일개발 구조의 수익성은 점차 낮아지고 있다. 입지별 그리고 채널간 차이가 있겠지만, 백화점, 대형마트, 오피스 등 운영 수익성은 하락하고 있다. 실제 주요 업체들의 ROE는 평균적으로 하락하고 있는 추세이다.

그림 35. 주요 유통업체 ROE 추이



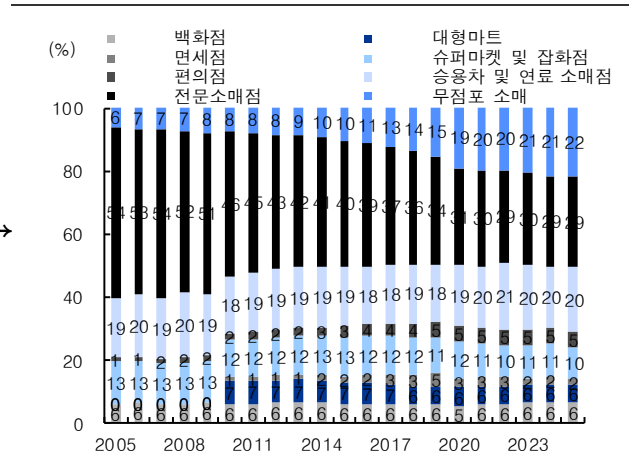
자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

그림 36. 주요 업체별 소매판매액



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 37. 주요 업체별 소매판매 비중



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

소비의 핵심은 집객력  
: 오피스, 주거, 리테일의  
결합으로 체류시간 극대화

소비를 불러일으키는 핵심은 집객력에 있다. 소비자를 불러들일 수 있는 다양한 콘텐츠를 제공하고, 체류시간을 길게 확대하게 되면 소비는 자연스럽게 이어지는 구조이다. 하지만, 과거 공간의 구조를 가지고는 이를 지속하기란 한계점이 크다. 그러한 이유는 ▶ 외부에서 소비자가 지속적으로 유입되는 동기가 명확해야 하고, ▶ 다수의 소비자 니즈를 충족시킬 수 있는 콘텐츠를 제공해야 하기 때문이다. 이를 해결하기 위한 가장 좋은 솔루션은 머무는 공간과 소비하는 공간을 일원화시키는 것이다. 즉, 오피스, 주거, 리테일을 결합시켜 주거와 소비 그리고 근로를 한 곳으로 모으는데 있다. 이렇게 되면 체류시간이 절대적으로 증가함에 따라 소비로 연결되는 구조로 전환될 가능성이 높다.

공간 기반 비즈니스 확장

- 1) 체류형 쇼핑몰
- 2) 복합 문화 공간
- 3) 호텔 및 레저

여기에 복합개발로 오피스 + 주거 기능 확대

최근 주요 리테일 사업자들은 단순 상품 판매에서 벗어나 공간 기반 비즈니스로 전략을 확장하고 있다. ▶ 체류형 쇼핑몰 확대, ▶ 복합 문화 공간 도입, ▶ 호텔 및 레저사업 결합 등이다. 하지만, 이는 여전히 소비계층이 방문해야 하는 한계성이 명확하다. 여기에 ▶ 오피스 및 주거 기능 확대와 연계해 개발해야 관련 수요가 안정적으로 확보될 가능성이 높다. 이에 수요적인 측면에서 장기적으로 복합개발을 선호할 가능성은 높을 수밖에 없다는 판단이다.

그림 38. 도심형 주거유형 및 도심주거 디자인 가이드 예시

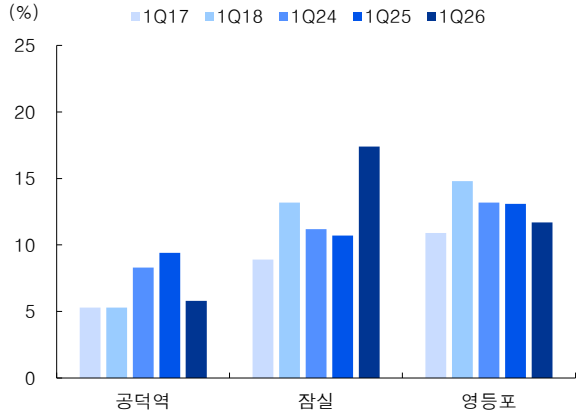


자료: 2030 서울특별시 도시·주거환경정비기본계획, IBK투자증권

[참고] 주요 상권의 기능별 공실률(중대형 상가) 추이

그림 39. 4중 이상 복합 기능(오피스+유흥+주거+관광 등)

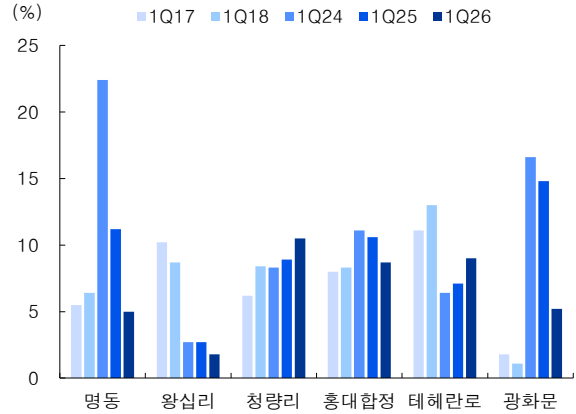
→ 공실률 안정적으로 유지 혹은 감소



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 40. 3중 기능(오피스+유흥+교통 등)

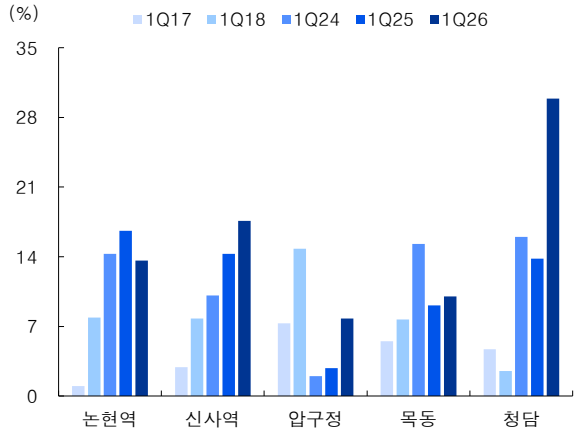
→ 공실률 안정적으로 유지 혹은 감소



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 41. 2중 기능(유흥, 교육, 교통 등)

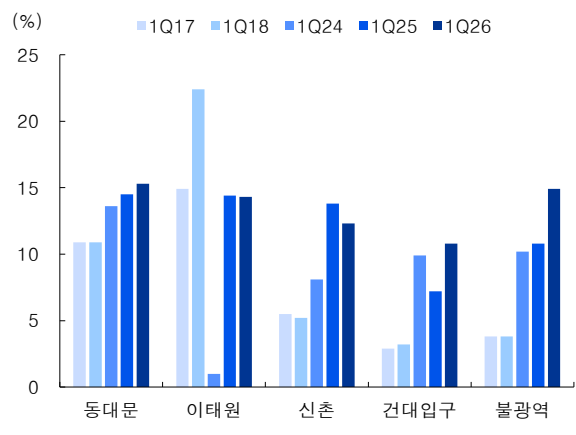
→ 공실률 빠르게 증가



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 42. 단일 기능(주로 유흥)

→ 공실률 매우 빠르게 증가



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

## 공급 측면: 자산의 효율성 극대화

공급적인 측면에서도  
복합개발 증가 기대

공급적인 측면에서도 복합개발을 선호할 가능성이 높다. 특히, 서울과 같은 고밀도 도시에서는 토지가 절대적으로 부족하기에 동일 부지에서 복합적인 수익원을 창출할 수 있는 개발이 필요할 수밖에 없다. 공급 측면에서 복합개발이 증가할 것으로 기대되는 이유는 크게 4가지이다.

### 1) 입지의 희소성

**첫째, 토지 및 입지의 희소성이다.** 서울 및 주요 도시들과 같은 핵심 입지에서는 토지가 절대적으로 부족하다. 이러한 구조에서 단일 용도 개발은 기회비용 손실이 발생할 수밖에 없는 구조이다. 예를 들어 오피스와 주거를 각각 개발한다고 가정할 때 오피스는 야간 시간대, 주거는 낮 시간대의 효율성이 하락할 수밖에 없다. 핵심 입지가 제한되는 상황에서 지속 가능한 수익 구조를 창출하기 위해서는 토지 생산성을 극대화하기 위해서는 용도의 확대가 필요하다.

### 2) 개발 리스크 분산 유리

**둘째, 개발 리스크 분산효과이다.** 단일개발은 경기 사이클에 취약하다는 단점을 가진다. 오피스는 경기 민감도, 리테일은 소비 Cycle, 주거 금리와 정책적 영향을 받을 수밖에 없다. 이를 해결하기 위해서는 개발사업 자체를 하나의 부동산 포트폴리오로 구성하는 것이 훨씬 유리하다.

### 3) 지속적인 현금흐름 창출 가능

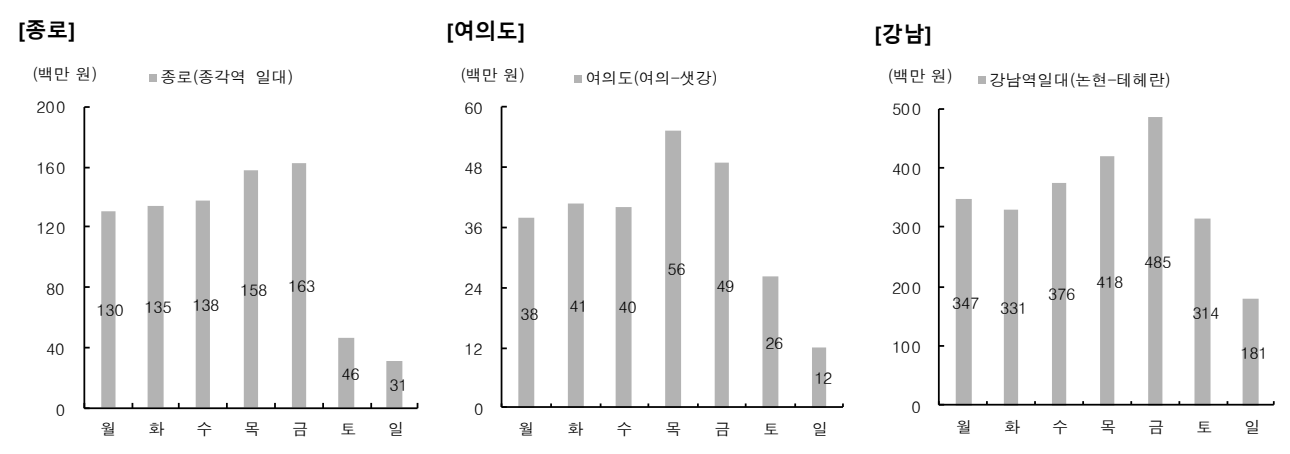
**셋째, 수익 구조 다변화이다.** 복합개발의 핵심은 분양보다는 임대수익을 통해 지속 가능한 개발을 목표로 한다. 일부 자산의 경우 분양을 통해 자금을 회수할 수 있지만, 도시 개발이 가능한 지역이 한정적이라는 점을 감안하면 지속 가능 수익을 추구하는 것이 무엇보다 중요하다. 리테일은 체류를 통해 소비를 일으킬 수 있고, 오피스는 안정적인 임대수익과, 주거는 운영 및 커뮤니티 관리를 통한 수익 발생이 가능하다. 복합개발의 수익 구조는 한 공간에서 다양하고 지속적인 현금흐름을 창출할 수 있다는 장점이 명확하다. 이에 단일개발 구조보다는 복합형 개발을 통해 다양한 임대수익을 추구하는 수요가 증가할 가능성이 높다.

### 4) 공실 리스크 감소

**넷째, 공실 리스크 감소이다.** 복합개발은 단순히 리스크를 분산하는 것이 아니라 공실 자체를 줄이는 구조를 구축할 수 있다. 단순 개발은 목적에 의한 자산을 구축하기에 내외부 수요를 동시에 충족하기란 쉽지 않다. 하지만, 다양한 자산을 개발할 경우 Internal Traffic + External Traffic 확보를 동시에 할 수 있기에 상대적으로 안정적인 유동성을 확보할 수 있다는 장점을 가진다. 오피스의 경우 단일 형태보다는 산업적 방향 그리고 관련된 밸류체인을 구축할 수 있고, 이와 관련된 비즈니스 수요로 유동 인구(호텔 등) 확보도 가능하다는 판단이다. 이에 관련 업체, 이를 필요로 하는 비즈니스 수요, 체류시간 증대에 따른 리테일 수요 증가 등이 동반될 가능성이 높다. 이는 구조적으로 하나의 산업화 도시를 구축하는 것으로 관련 업종 밀집도 증가로 공실 리스크는 상대적으로 감소할 가능성이 높다.

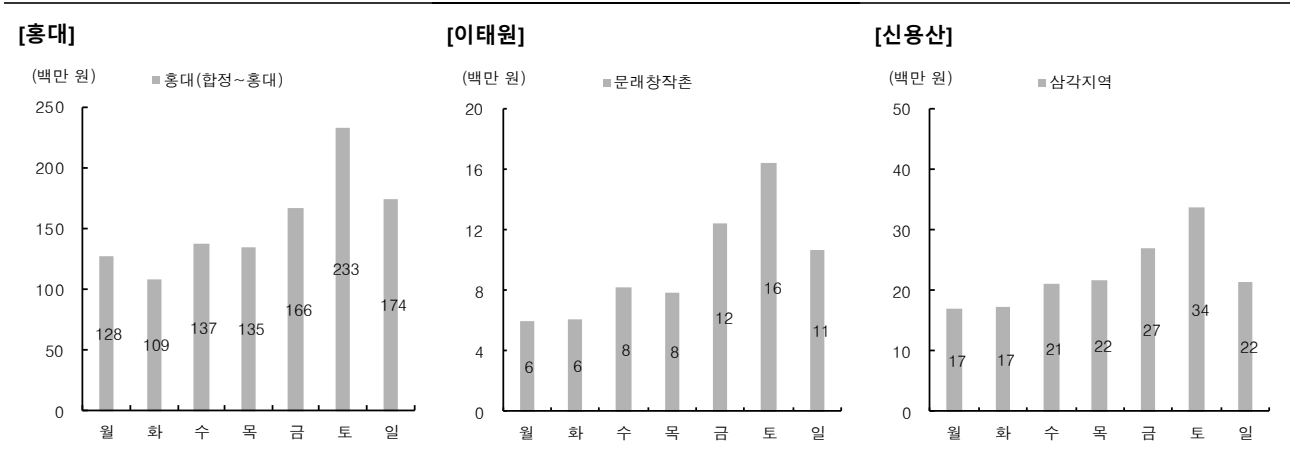
[참고] 주요 상권의 요일별 매출특성

그림 43. 오피스 상권: 평일+점심 매출 집중



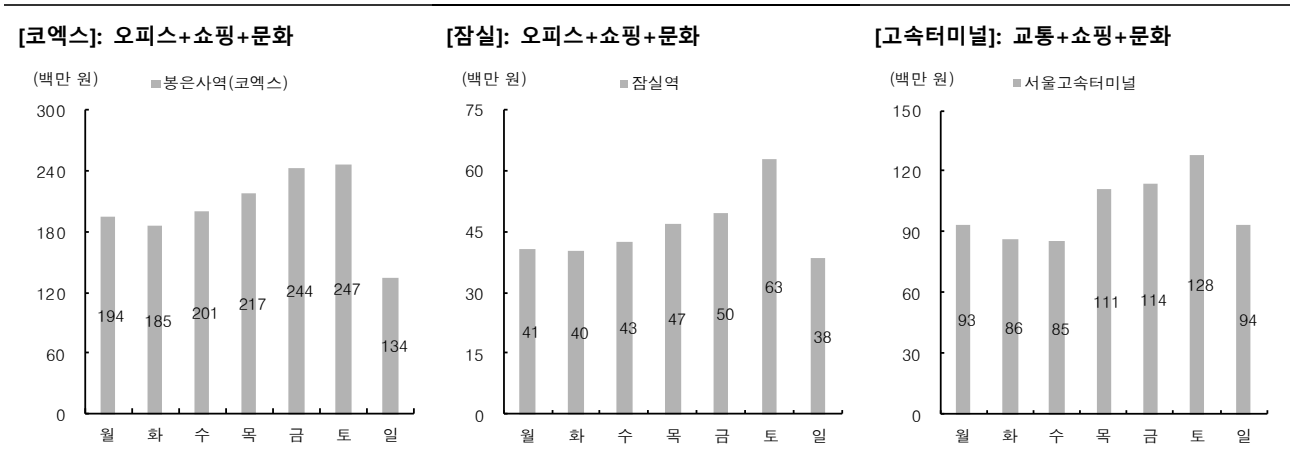
자료: 소상공인시장진흥공단, IBK투자증권

그림 44. 유흥 상권: 주말+저녁에 매출 편중



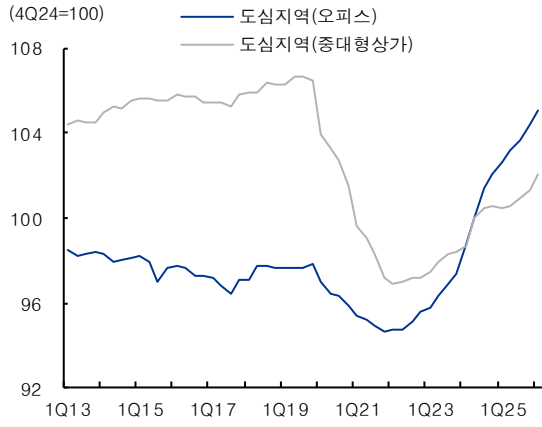
자료: 소상공인시장진흥공단, IBK투자증권

그림 45. 복합 상권: 고른 매출 분포



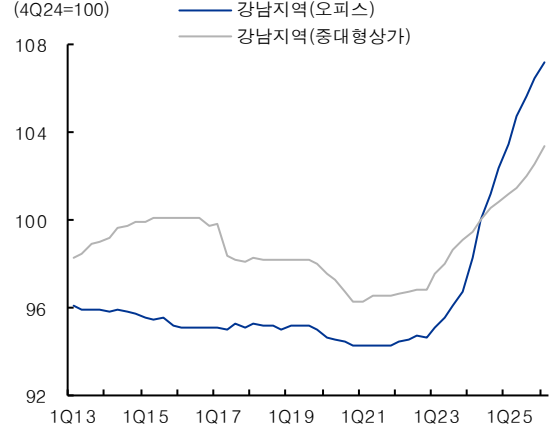
자료: 소상공인시장진흥공단, IBK투자증권

그림 46. 도심지역(CBD) 오피스/중대형상가 임대가격 지수 추이  
→ 복합포트폴리오 구성 시 임대수입 변동성 완화



자료: 한국부동산원, IBK투자증권

그림 47. 강남지역(GBD) 오피스/중대형상가 임대가격 지수 추이  
→ 복합포트폴리오 구성 시 임대수입 변동성 완화



자료: 한국부동산원, IBK투자증권

#### 4. 한국의 모리 그룹은 누가 될 상인가?

- 1) 개발 가능 토지 보유
- 2) 트래픽 설계 능력으로 유통기업 도시 개발 주체 가능성

그렇다면 복합개발의 주체는 누가 될 수 있을까? 당사에서는 국내에서는 유통기업이 도시 개발의 새로운 주체로 등장할 가능성을 높게 점치고 있다. **복합개발을 하기 위해서는 크게 두 가지 요건을 갖추는 것이 필수적이라 판단하고 있는데, 1) 개발할 수 있는 토지 보유 여부, 2) 트래픽을 설계할 수 있는 능력이 구축되어야 하기 때문이다.** 당사에서는 한국형 모델도 복합 구조가 될 것으로 보고 있으며, 오피스 + 주거 + 호텔 + 리테일이 결합된 형태가 될 것으로 전망한다.

일본 도시 디벨로퍼 모델은 도시 기능 설계 및 장기 운영 기업으로 전환 중

일본의 도시 디벨로퍼 모델은 이와 상당히 유사한 구조를 가지고 있다. 일본의 대형 디벨로퍼는 단순 건설 사업자가 아니라 도시 기능을 설계하고 장기적으로 운영하는 기업으로 전환되고 있다. 이들은 크게 3가지 특징을 가지고 있는데, 1) 프리미엄 오피스 클러스터 구축, 2) 고급 주거 및 문화시설 결합, 3) 리테일과 관광 기능을 통합하였다는 점이다. 모리그룹의 대표적인 성공 케이스인 ‘아자부다이 힐즈’는 이러한 부분을 정확하게 구축하고 있다.

아자부다이 힐즈 : 모리그룹의 대표적인 복합개발 성공 케이스

일본 아자부다이 힐즈 복합개발을 보면 총 2개의 레지던스 시설과 1개의 호텔 그리고 모리타워를 중심으로 오피스가 구축되어 있다. 여기에 가든프라자 A, B, C, D를 통한 상업(리테일)시설이 구축되어 있다. 모리 그룹은 이를 구축하기 위해 약 34년간 사업을 진행한 것으로 알려져 있다. 아자부다이 힐즈는 64층, 약 325m 높이의 메인타워를 중심으로 형성되어 있다. 사업을 추진하는 과정에서 약 300명의 관리자들과의 논의를 거쳐 사업을 진행하였다.

그림 48. 아자부다이 힐즈 구조도

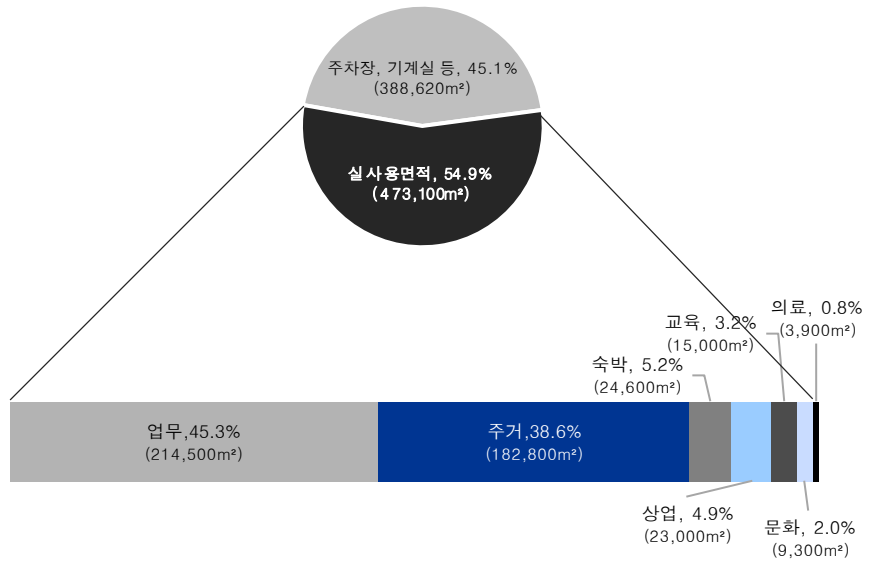


구분	Mori JP Tower	Residence A	Residence B
주요 용도	오피스 및 레지던스 시설	레지던스, 호텔	레지던스, 소규모 오피스
건물 높이	325.2m	237.2m	262.8m
건물 층 구성	지상 64층 / 지하 5층	지상 54층	지상 64층
건물 부지	약 24,100m <sup>2</sup>	약 16,500m <sup>2</sup>	약 9,600m <sup>2</sup>
<b>부지 면적 합계</b>	<b>부지 면적 약 8.1ha, 가든 플라자 A, B, D 포함 건물 부지 약 63,900m<sup>2</sup> 제외 시, 약 50,200m<sup>2</sup></b>		

자료: 모리빌딩, IBK투자증권



그림 50. 일본 아자부다이 힐즈 용도별 혼합 비율



자료: 모리빌딩, IBK투자증권

아자부다이 힐즈 핵심  
: 토지 확보

일본 아자부다이 힐즈 복합개발의 가장 큰 핵심은 수십 년간의 권리자들과의 사업 계획을 진행하면서 토지를 수용했다는 것이다. 복합개발을 하기 위해서는 토지의 확보가 무엇보다 중요하다. 그러한 이유는 1) 복합개발이 대형화를 전제로 하기에 일정 규모 이상이 되어야 하고, 2) 투자 규모 중 토지가 차지하는 비중이 상당히 높기 때문이다. 즉, 동 사업을 하기 위해서는 상대적으로 저렴한 토지 그리고 특정 규모 이상의 토지를 확보한 업체가 사업을 진행하는 것이 유리할 수밖에 없는 것이다.

## 리테일 업체에서 디벨로퍼로 전환

### 유통기업

- 1) 핵심 입지 자산
  - 2) 뛰어난 트래픽 유입 능력
  - 3) 공간 운영 능력
- 도시 개발 주체 가능성

그렇다면 주목해야 할 업체들은 어디일까? 당사에서는 한국에서는 유통기업이 도시 개발의 새로운 주체로 등장할 가능성이 높다고 보고 있다. 그렇게 생각하는 근거는 첫째, 대형 부지 및 핵심 입지 자산을 보유하고 있고, 둘째, 브랜드와 콘텐츠를 활용한 트래픽 유입 능력이 뛰어나며, 셋째, 공간 운영 및 경험 관리 능력을 두루 갖추고 있기 때문이다.

국내 리테일 업체들은 다수의 토지를 보유하고 있고, 이를 통한 개발 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다. 또한, 다양한 콘텐츠를 이미 운영하고 있다는 점도 긍정적인 요인으로 볼 수 있다.

### 복합개발 중요 요소

: 핵심 입지 자산 보유 여부

복합개발에서 가장 중요한 요소 중 하나는 핵심 입지 자산 보유 여부이다. 그러한 이유는 분양이 아닌 운영수익이 기반이 되기 때문이다.

### 리테일 업체 부동산 자산 비중 늘리는 추세

리테일 업체들은 백화점, 쇼핑몰, 대형마트를 개발하기 위해 과거부터 다양한 자산을 확보하였고, 최근까지 부동산 자산 비중을 늘리고 있는 추세이다. 또한, 물리적 트래픽을 염두에 두어야 했기에 상대적으로 핵심 입지 자산을 보유한 상태이다. 과거에는 단일개발을 목적으로 자산을 취득했다면, 현 추세는 대규모 부지 확보를 진행하고 있는 것으로 파악된다. 신세계센트럴의 경우 반포 고속터미널 부지, 롯데그룹은 서초동 부지, 신세계프라퍼티는 강변, 청라 등 다양한 부지를 이미 확보하고 있으며, 이를 개발하기 위한 작업을 진행 중이다.

### 리테일 업체

- 1) 차별적인 MD 구성력
  - 2) 수천 개의 협력사
  - 3) 축적된 운영 데이터
  - 4) 앵커테넌트 유치 능력
- 트래픽 확보 유리

두 번째는 리테일 업체가 트래픽 확보에 있어 상대적으로 유리한 측면이 있기 때문이다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 그동안 다양한 포맷을 운영했기에 MD 구성력이 차별적이고, 2) 기존 네임밸류 및 수천 개의 협력사를 보유하고 있어 테넌트 유치가 상대적으로 유리하며, 3) 그동안 운영해왔던 데이터를 확보하였다는 점과, 4) 그룹사를 중심으로 다양한 사업을 진행하고 있어 앵커테넌트를 유치할 수 있는 능력이 뛰어나기 때문이다. 국내 복합개발 모델도 오피스 + 호텔 + 상업시설 + 레지던스(하이엔드 주거, 시니어 하우스, 일반 주거 등)로 구성될 가능성이 높다.

### 오피스 임대료 협상력, 호텔 투숙률, 주변 상권 가치 보존을 위한 외부 트래픽 확보 중요

이를 성공적으로 개발 시키려면 트래픽을 유도시킬 수 있는 경쟁력이 무엇보다 중요하다. 기본적으로 오피스를 중심으로 체류형 고객을 확보할 수 있지만, 외부 트래픽 확보도 중요한 변수가 된다. 그러한 이유는 복합개발에서 리테일 집객이 약해지게 되면 오피스 임대료 협상력, 호텔 투숙률, 주변 상권 가치가 훼손될 가능성이 높기 때문이다. 이에 상대적으로 상품 소싱 경쟁력과 운영 노하우를 보유한 업체들이 유리할 수밖에 없다는 판단이다.

표 5. 신세계프라퍼티 부지 확보 및 이용 현황

프로젝트명	부지 위치	부지 면적	연면적	개발 진행도
스타필드 하남	경기 하남시 신장동	11.8만㎡	46만㎡	운영 중
스타필드 고양	경기 고양시 덕양구	9.1만㎡	36.5만㎡	운영 중
스타필드 안성	경기 안성시 공도읍	20.3만㎡	23.5만㎡	운영 중
센터필드	서울 강남구 역삼동	1.8만㎡	24만㎡	운영 중
스타필드 수원	수원 장안구 정자동	2.4만㎡	33.1만㎡	운영 중
스타필드 창원	창원 의창구 중동	3.3만㎡	21.6만㎡	2028년 준공 목표
청담 프리미호텔 부지	서울 강남구 청담동	0.5만㎡	-	개발 전
스타필드빌리지 별내 부지	경기 남양주시 별내동	0.9만㎡	-	개발 전
스타필드 청라 + 인천 동구장	인천 서구 청라동	16.5만㎡	49.6만㎡	2028년 개장 목표
동서울터미널(스타필드 동서울)	서울 광진구 구의동	3.7만㎡	-	개발 전
스타베이시티(화성 국제테마파크)	경기 화성 송산그린시티	전체 약 419만㎡	-	개발 전
그랜드 스타필드 광주	광주 광산구 어등산 일원	41.8만㎡	53.7만㎡	개발 전

주1: SPC, JV, PFV 지분 투자 방식 포함 매입 부지  
 주2: 위탁 운영 중인 부지는 제외  
 자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

표 6. 신세계그룹(신세계센트럴, 광주신세계 등) 부지 확보 및 이용 현황

프로젝트명	부지 위치	부지 면적	연면적	개발 진행도
센텀시티 A·B 부지	부산 해운대구 우동	합계 5.9만㎡	-	운영 중
센트럴시티 강남점·JW메리어트·터미널	서울 서초구 반포동	5.9만㎡	26.6만㎡	운영 중
신세계 대구점 + 동대구 복합환승센터	대구 동구 신천동	3.6만㎡	33.8 만㎡	운영 중
신세계 여주 프리미엄 아울렛	경기 여주시 상거동	45.3만㎡	-	운영 중
신세계 파주 프리미엄 아울렛	경기 파주시 탄현면	8.6만㎡	7만㎡	운영 중
신세계 시흥 프리미엄 아울렛	경기 시흥시 배곧동	14.7만㎡	-	운영 중
신세계 부산 프리미엄 아울렛	부산 기장군 장안읍	15.5만㎡	-	운영 중
광주 유스퀘어(광천터미널) 부지	광주 서구 광천동	6.6만㎡	-	2028년 백화점 개관 1차 목표
센텀시티 C부지	부산 해운대구 우동	1.7만㎡	-	2027년 하반기 착공 목표
송도 부지	인천 연수구 송도국제도시	6만㎡	-	2030년 준공 재추진 목표
수서역 복합환승센터	서울 강남구 수서동	10.2만㎡	-	2030년~2032년 준공 목표
서울고속버스터미널	서울 서초구 반포동	14.6만㎡	-	개발 전

주1: SPC, JV, PFV 지분 투자 방식 포함 매입 부지  
 주2: 위탁 운영 중인 부지는 제외  
 자료: 신세계, IBK투자증권

표 7. 롯데그룹 부지 확보 및 이용 현황

프로젝트명	부지 위치	부지 면적	연면적	개발 진행도
롯데월드타워 몰	서울 송파구 신천동	8.8만㎡	80.6만㎡	운영 중
롯데백화점 본점·롯데호텔	서울 중구 소공동	3만㎡	31.9만㎡	운영 중
롯데백화점 잠실점	서울 송파구 잠실동	-	-	운영 중
타임빌라스 수원	수원 권선구 서둔동	4.3만㎡	23.5만㎡	운영 중
롯데백화점 동탄점	경기 화성시 오산동	5.5만㎡	24.6만㎡	운영 중
롯데호텔 제주	제주 서귀포시 색달동	6.4만㎡	-	운영 중
롯데호텔 부산	부산 부산진구 부전동	3.5만㎡	2.8만㎡	운영 중
롯데호텔 사이공	베트남 호치민시	0.8만㎡	3.2만㎡	운영 중
롯데호텔 모스크바	러시아 모스크바	0.7만㎡	3.9만㎡	운영 중
롯데 아라이 리조트	일본 니가타현 모코시	209만㎡	-	운영 중
롯데호텔 블라디보스토크	러시아 블라디보스토크	1.1만㎡	2.3만㎡	운영 중
롯데시티호텔 마포	서울 마포구 공덕동	0.2만㎡	2.6만㎡	운영 중
롯데시티호텔 제주	제주 제주시 연동	0.6만㎡	4.3만㎡	운영 중
L7 명동	서울 중구 명동	0.1만㎡	1.5만㎡	운영 중
L7 강남	서울 강남구 삼성동	0.2만㎡	3.4만㎡	운영 중
L7 홍대	서울 마포구 동교동	0.2만㎡	2.8만㎡	운영 중
L7 시카고	미국 시카고 루프	890㎡	1.5만㎡	운영 중
롯데뉴욕팰리스호텔	뉴욕 맨해튼 455 매디슨 애비뉴	0.3만㎡	7.7만㎡	운영 중
롯데센터 하노이	베트남 하노이 띠이호구	1.4만㎡	25.3만㎡	운영 중
롯데몰 웨스트레이크 하노이	베트남 하노이 서호 지역	7.3만㎡	35.4만㎡	운영 중
롯데리조트 속초	강원 속초시 대포동	7만㎡	9.5만㎡	운영 중
롯데홈쇼핑 양평동 본사	서울 영등포구 양평동	0.7만㎡	4.5만㎡	운영 중
롯데건설 잠원동 본사 사옥	서울 서초구 잠원동	1만㎡	1.7만㎡	매각 보류
중국 청두 반성강 프로젝트	중국 청두	7.8만㎡	-	매각 추진
롯데백화점 미아점	서울 강북구 미아동	0.9만㎡	7.3만㎡	매각 추진
롯데백화점 센텀시티점	부산 해운대구 우동	1.1만㎡	3.3만㎡	매각 추진
덕평 CJ물류센터	경기 이천시 덕평리	6.6만㎡	5.8만㎡	착공 지연
롯데백화점 광복점·부산 롯데타운	부산 중구 중앙동	4만㎡	-	부분 운영 중 / 2028년 준공 목표
검단신도시 101역세권	인천 서구 원당동	5만㎡	41.3만㎡	준공 완료 후 분양
르웨스트 부지	서울 강서구 마곡동	8.3만㎡	82.7만㎡	준공 완료 후 임대
롯데칠성음료 양평동 부지	서울 영등포구 양평동	2.1만㎡	-	2026년 롯데물산 매수
롯데칠성 서초동 부지	서울 서초구 서초동	4.2만㎡	-	2026년 RFP 예정
아트빌라스·롯데스카이힐CC 제주	제주 서귀포시 색달동	총 면적 41.3만㎡	-	부분 운영 중 / 2030년 준공 목표
상암 DMC 롯데몰	서울 마포구 상암동	2만㎡	-	2030년 준공 목표
인천중합터미널 일대	인천 미추홀구 연남로 일대	총 면적 13.9만㎡	-	사업기한 2031년으로 연장
롯데웰푸드 영등포공장	서울 영등포구 양평동	1.2만㎡	-	롯데물산 매각 검토 중

주1: SPC, JV, PFV 지분 투자 방식 포함 매입 부지

주2: 위탁 운영 중인 부지는 제외

주3: 롯데물산, 호텔롯데, 롯데쇼핑, 롯데건설, 롯데자산개발, 롯데칠성음료, 롯데웰푸드, 롯데홈쇼핑 부지 한정

자료: 롯데그룹, IBK투자증권

### 주요 리테일 기반 업체들의 전략적 변화는 시작

이마트, 신세계, 롯데그룹 등 복합개발 전환 적극적

국내 주요 리테일 기반 업체들의 전략적 변화는 이미 시작된 것으로 판단한다. 주요 리테일 기반 업체들은 그동안 가지고 있던 자산 개발 노하우를 복합개발로 전환하고 있으며, 관련 성과는 일부 업체에서 이미 나타나고 있다. 가장 앞서고 있는 업체들은 이마트(신세계프라퍼티 100%), 신세계(신세계센트럴 60%, 광주신세계 62.8%), 롯데그룹(롯데물산) 등이다. 이 중 당사에서 주목하고 있는 업체는 크게 2개 그룹사로, 사실상 신세계그룹과 롯데그룹이 가장 적극적인 행보를 보이고 있으며, 가시적인 성과도 가장 빠르게 이루어질 것으로 전망한다.

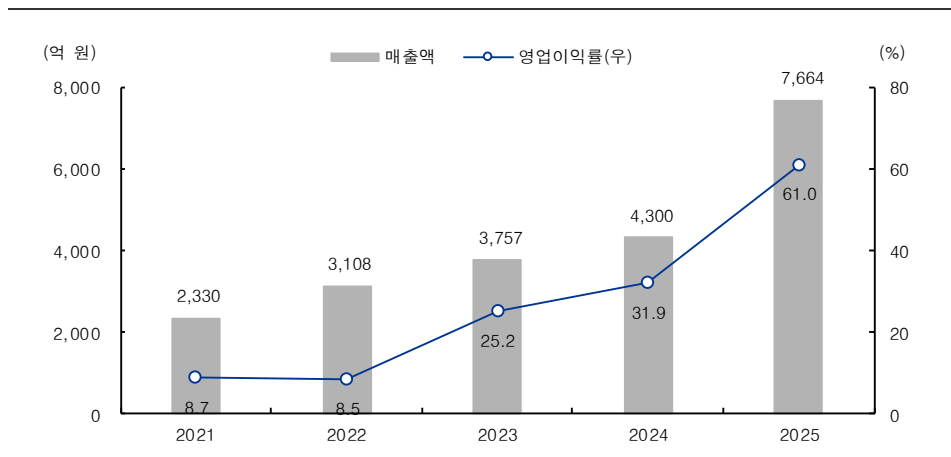
이마트: 신세계프라퍼티 중심 하남스타필드를 시작으로 복합개발 본격화

- (1) 이마트: 신세계그룹은 2013년 12월 신세계프라퍼티를 설립하였다. 하남스타필드를 시작으로 복합개발 사업을 본격화하려는 목적으로 설립되었으며, 초기 사업 모델은 복합쇼핑몰 개발에 집중되었다. 이는 할인점과 백화점 그리고 체험형 시설들을 한군데에 모아 집객력을 높여 오프라인 채널의 경쟁력을 극대화하려 했던 것으로 분석된다. 하지만, 이후 추진하고 있는 사업 전략은 복합개발 형태로 진화하고 있으며, 다양한 콘텐츠를 기반으로 확장하는 추세이다.

백화점 + 체류형 모델 구조 → 주거 + 오피스 + 리테일 결합으로 내외부 집객력 동시 구축

2015년 이마트 그룹은 하남스타필드를 공개하였다. 기본적인 구조는 백화점 + 쇼핑몰 + 할인점 + F&B + 체험형 공간을 제공하는 것이다. 이후 스타필드는 도서관 등 추가적인 체류형 모델을 추가하였고, 스타필드청라는 스포츠시설 + 아레나 등 다양한 공간적 경험을 제공하는 구조로 진화 중인 상황이다. 현재는 외부고객 집객력을 확대시키는 기능에 집중하고 있지만, 향후에는 주거 + 오피스 + 리테일 결합을 통해 내부의 안정적인 집객력과 외부의 집객력을 동시에 구축하는 구조까지 확대될 가능성에 무게가 실린다. 이는 최근 스타필드 프로젝트 현황에서도 확인이 가능하다.

그림 51. 신세계프라퍼티 영업실적 추이(별도)



자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

표 8. 스타필드 하남 및 청라 개요

구분	스타필드 하남	스타필드 청라(2028년 준공 예정)
조감도		
위치	경기 하남시 신장동 616	인천광역시 서구 청라동
프로젝트 성격	쇼핑·레저·힐링 결합 체류형 복합 쇼핑몰	멀티스타디움 결합형 복합 쇼핑몰
주요 구성	아쿠아필드, 레저형 시설, 쇼핑몰 등	멀티스타디움, 아레나, 호텔, 수영장, 쇼핑몰 등

자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

표 9. 스타필드 프로젝트별 유형

구분	스타필드	스타필드 시티	스타필드 빌리지
프로젝트 성격	쇼핑·레저·힐링 등 체험형 공간 결합형	쇼핑·문화·휴식 등 라이프스타일 결합형	쇼핑·헬스케어·뷰티 등 주거 및 커뮤니티 결합형
프로젝트 구성	아쿠아필드, 레저형 시설, 도서관 등 <b>체험형 콘텐츠</b>	키즈 놀이터, 도심 정원, 시티라운지 등 <b>생활형 콘텐츠</b>	전문 그로서리 스토어, 키즈 콘텐츠, 헬스케어, 아카데미 등 <b>일상형 콘텐츠</b>
매장 현황	하남, 고양, 코엑스몰, 안성, 수원	위례, 부천, 명지	파주 운정
추가 준공 예정지	청라	-	기양, 진주

자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

센터필드 역삼  
: 오피스 중심  
+ 호텔 + 상업시설

신세계프라퍼티는 2021년 (구)르네상스 호텔부지를 개발해 센터필드(WEST + EAST 타워)를 준공하였다. 프라임 오피스와 조선팰리스 호텔을 앵커테넌트로 구성하고, 지하 2층부터 지상 2층까지는 상업용 시설로 채워놓았다. 그 동안의 프로젝트 대부분이 쇼핑몰을 중심으로 개발을 진행했다면, 센터필드의 경우 오피스를 중심으로 호텔과 상업용 시설이 추가적으로 구축된 시설이다.

센터필드 역삼으로 기존 스타필드와 차별화된 레퍼런스 확보

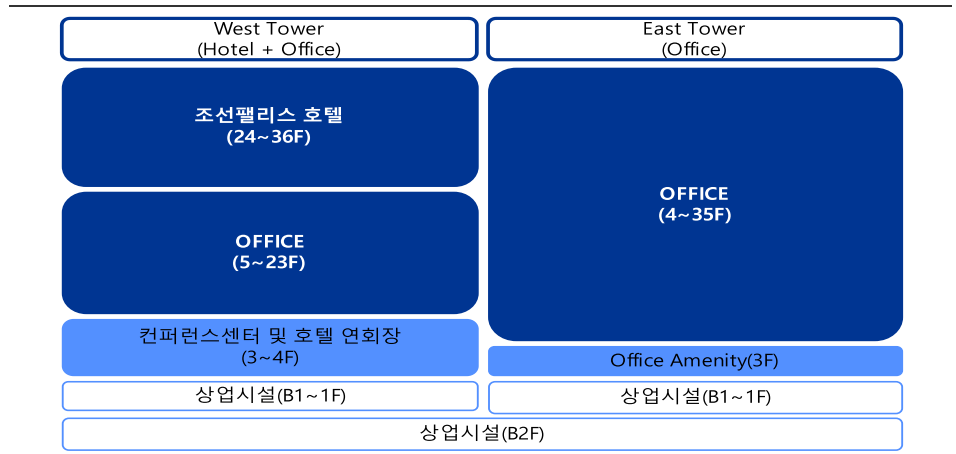
센터필드의 총 연면적은 24만㎡로, 이는 강남 업무 지구 중 최대규모로 알려져 있다. 오피스의 경우 지상 35층 업무 전용동(EAST) 1개와 복합동(WEST) 1~23층을 사용하고 있다. 복합동 24~36층은 호텔로 운영되고 있고, 저층부에 문화·판매 시설로 형성되어 있다. 연면적 대비 정확한 비율은 파악하기는 어렵지만, 대략적으로 오피스 비중이 60% 이상을 차지하는 것으로 추정된다. 이는 이전 스타필드 프로젝트와는 확실한 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

표 10. 센터필드 개요

구분	내용
주소	서울시 강남구 역삼동 676
대지 면적	18,489.7m <sup>2</sup>
건축 면적	6,822.93m <sup>2</sup>
연면적	239,252m <sup>2</sup>
규모	WEST: B7F~36F EAST: B7F~35F
기준층 면적	WEST: 임대면적 1,096(평) / 전용면적 599(평) EAST: 임대면적 964(평) / 전용면적 529(평)
건폐율	37.23%
용적률	880.86%
사용 승인일	2021년 1월 30일

자료: 센터필드, IBK투자증권

그림 52. 센터필드 층별 구조도



자료: 센터필드, IBK투자증권

스타베이시티, 스타필드  
동서울 등 향후 파이프라인  
복합개발 형태로 확장

향후 파이프라인을 보더라도 복합개발 형태로 확장하고 있다는 판단이다. 스타베이시티(화성국제테마파크)의 경우 테마파크 + 워터파크 + 스타필드 + 골프장 + 호텔.리조트 + 공동주택, 스타필드 동서울은 동서울터미널 현대화 + 복합산업 + 오피스 구조로 개발할 계획이다.

표 11. 신세계프라퍼티 개발 현황

구분	스타베이시티(화성 국제테마파크)	스타필드 동서울
위치	경기 화성 송산그린시티	서울 광진구 구의동 546-1번지 일대
부지 면적	4,198,000m <sup>2</sup>	36,704m <sup>2</sup>
프로젝트 성격	테마파크 중심 복합도시 개발	터미널 기반 도심 복합개발
프로젝트 구성	테마파크, 워터파크, 스타필드, 호텔/리조트 등	터미널, 스타필드, 상업시설, 오피스 등
진행 현황	25년 8월: 조성계획 제안서 제출	25년 11월: 도시관리계획 결정 고시
향후 일정	26년 말: 착공 29년: 1차 준공 (스타필드, 파라마운트 테마파크, 골프장 등) <b>30년: 1차 개장</b> 36년: 준공 목표	26년 상반기: 도시관리계획 변경 결정 26년 하반기: 건축허가 27년 상반기: 착공 <b>30~31년: 준공 목표</b>

자료: 신세계프라퍼티, 경기도 의회, 서울시, IBK투자증권

신세계: 광주신세계 개발 프로젝트를 시작으로 개발사업 집중

(2) 신세계: 신세계도 개발사업에 집중하고 있다는 판단이다. 첫 번째는 광주신세계 개발 프로젝트로 보고 있으며, 이후 센트럴 개발을 통해 본격화될 전망이다. 2021년 9월 신세계는 정용진 부회장으로부터 광주신세계 지분 52.08%(83만 3,330주)를 인수하면서 1대 주주(62.5%)로 등극하였다. 이에 따라 광주신세계는 자체적인 현금동원능력 + 신세계 자본력 + 기획력이 결합됨에 따라 광주신세계 개발 프로젝트를 적극적으로 수행할 수 있는 구조로 전환되었다.

2단계 개발 계획 기반 향후 전망 매출액 2030년 기준 3,500억 원 목표

현재 계획은 총 2단계로 예정되어 있으며, 1단계는 약 2028년(2026~2028년), 2단계 2033년 개발을 목표로 하고 있다. 1단계는 백화점과 공원 공간, 2단계는 터미널 복합시설 + 수상복합 + 의료/웰니스 시설 등 총 3동의 고층 건물을 구축할 예정이다. 세부시설은 650석 규모의 공연장과 5성급 호텔 그리고 전망대를 구축한다는 계획이다. 총 투자비용은 3조 원 수준에 달할 것으로 보이고 향후 전망 매출액은 백화점이 2030년 3,500억 원(EBITDA 1,500억 원), 복합개발 완공 후 연 매출 2조 원 규모를 목표로 하고 있다.

표 12. 광주터미널 복합개발 계획 개요

구분	광주 종합 버스터미널 복합화사업 개발 계획
위치	광주광역시 서구 광천동 49-1 외 5필지
부지 면적	101,150m <sup>2</sup>
프로젝트 구성	버스터미널, 백화점, 주거시설, 의료시설, 문화시설 등
진행 현황	26년 2월: 사전협상 타결 및 투자 양해각서 체결
향후 일정	26년: 착공 28년 말: 백화점 신축 및 공원공간 조성 <b>28년 10월: 백화점 확장 오픈</b> 33년 8월: 터미널, 숙박시설, 교육, 의료시설 신축 37년 9월: 주거복합시설 신축
실적 목표	<b>30년 매출액 3,500억 원, EBITDA 1,500억 원 목표</b>

자료: 광주신세계, IBK투자증권

그림 53. 광주터미널 복합개발 마스터플랜



자료: 광주신세계, IBK투자증권

그림 54. 광주터미널 조감도



자료: 광주신세계, IBK투자증권

서울 반포 고속터미널  
부지 재단장으로  
Compact City 표방

또한 주요 거점 개발도 계획하고 있다. 주요 계획은 ① 서울 반포, ② 인천 송도, ③ 부산 센텀시티 C부지를 개발하는 것으로 복합형태 구조를 가지고 있다. 특히, 가장 주목받고 있는 부분은 서울 반포 고속터미널 부지이다. 약 10만 평 규모 부지를 개발하는 것으로 기존 백화점 + 호텔 + 터미널 + 쇼핑몰을 새롭게 재단장할 것으로 알려져 있다. 현재까지 알려진 내용에 따르면 초고층 거주시설과 기존 쇼핑 + 문화 + 호텔 등을 새롭게 단장하고 노후화된 버스터미널을 지하화한다는 계획이다. 문화·예술·업무·상업·주거·녹지 기능을 집약한 Compact City를 표방하고 있고, 일본의 아자부다이 힐즈와 유사한 형태로 개발할 가능성이 높다.

그림 55. 서울 고속터미널 현황



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 56. 서울 고속터미널 개발 예상도(외부)



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 57. 서울 고속터미널 개발 예상도(내부)

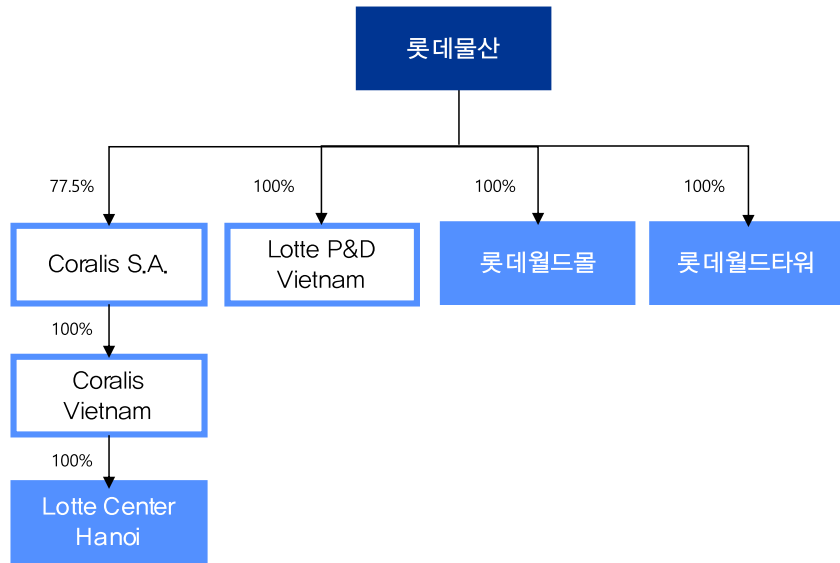


자료: 서울시, IBK투자증권

롯데그룹: 롯데물산  
중심으로 롯데 그룹  
복합개발 및 운영 집중

(3) 롯데그룹: 롯데그룹의 행보도 이와 유사하다. 그룹 내 부동산을 복합개발 형태로 진행하고 있으며, 중심에는 롯데물산이 있다. 롯데물산은 롯데월드타워와 롯데월드몰을 개발 및 운영하고 있으며, 부동산 자산관리, 개발, 대체투자 등을 통해 부동산 포트폴리오를 확대해 나가는 종합 부동산 기업이다. 롯데물산은 2021년 롯데자산개발의 자산관리 사업과 공유오피스 사업을 인수하면서 관련 사업을 확대해가고 있으며, 21년 6월에는 그룹 내 롯데월드타워 및 롯데월드몰 지분을 인수하여 100% 소유로 운영 사업을 전개하고 있다. 또한, 22년 7월에는 베트남 롯데센터 하노이 지분(77.5%)을 획득하면서 해외 사업도 적극적으로 확장하는 추세이다. 2020년 이후 그룹내 부동산 개발과 운영에 대한 노하우를 습득하면서 자산개발 회사로 거듭나고 있으며, 이를 기반으로 추가적인 복합개발과 운영을 집중하는 것으로 해석되는 부분이다.

그림 58. 롯데물산 지분구조 및 자산보유 현황

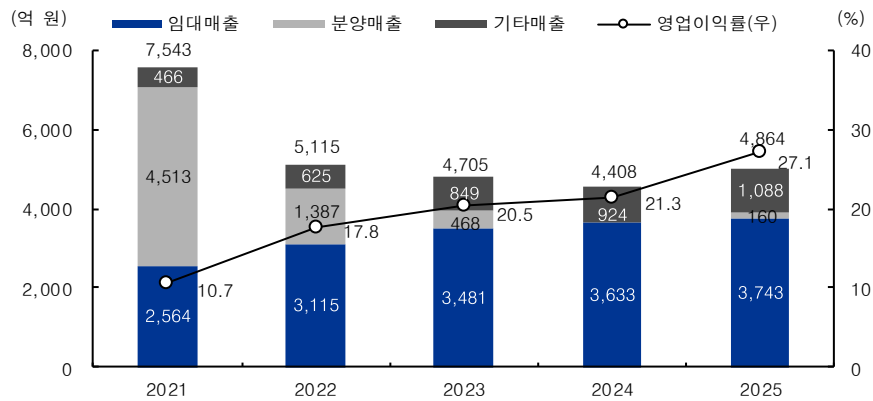


자료: 롯데물산, IBK투자증권

롯데물산 영업실적 내 임대매출 비중 2021년 34% 수준에서 2025년 77%까지 상승

실제 영업실적에서도 관련 성과를 확인할 수 있다. 2025년 매출액은 4,864억 원(전년 대비 +10.3%), 영업이익 1,316억 원(전년 대비 +40.0%)을 달성하였다. 2021년 이후 동사의 매출 중 임대매출 비중은 34% 수준에 불과하였지만, 분양 매출이 마무리된 이후 임대매출 비중은 2025년 기준 77%까지 상승하면서 복합개발을 통한 운영수익 중심으로 사업이 재편된 것을 확인할 수 있다. 분양형 중심의 개발 모델이 아닌 다양한 테넌트를 기반으로 한 운영수익이 기본이 되고 있는 것이다. 매출액 기준으로 보면 2021년 이후 2024년까지 하락한 것으로 비춰진다. 2021년 매출액은 7,543억 원에서 2024년 4,408억 원으로 감소하였기 때문이다. 하지만, 이는 분양매출이 발생하면서 일시적인 효과에 기인한 것으로 임대매출 구조만을 보면 2021년 2,564억 원에서 2025년 3,743억 원으로 5년 동안 약 46% 상승하였다.

그림 59. 롯데물산 영업실적 추이



자료: 롯데물산, IBK투자증권

그림 60. 롯데월드타워 및 롯데월드몰



자료: 롯데물산, IBK투자증권

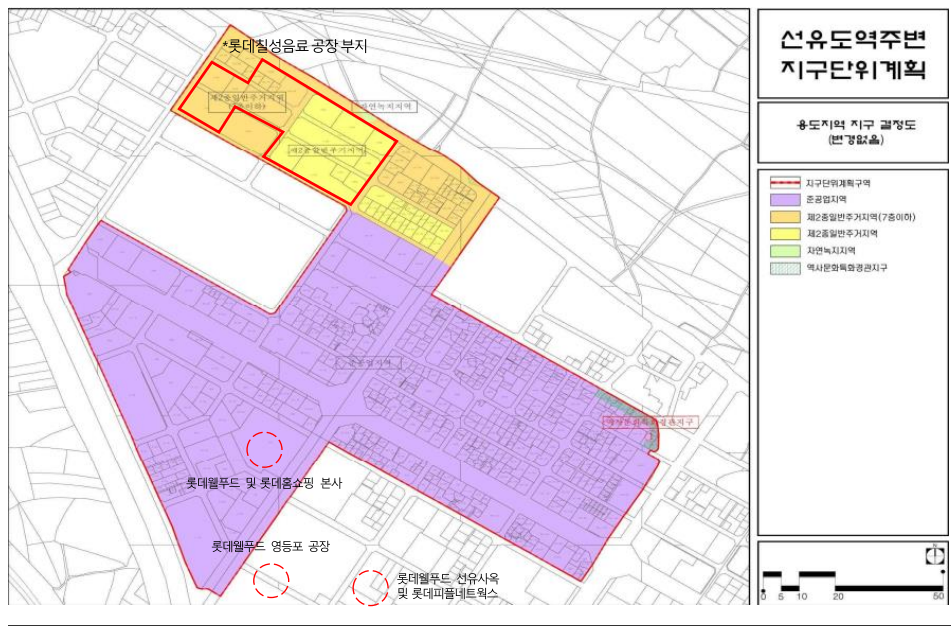
그림 61. 롯데센터 하노이



자료: 롯데건설, IBK투자증권

롯데물산은 지난 3월 공시를 통해 계열사(롯데칠성음료) 토지 및 건물을 약 2,800억 원에 매수하였다. 취득 목적은 부동산 개발사업 추진으로 밝혔고, 양평동 일대의 롯데칠성음료 강서지점 부지를 매입한 것이다. 총 2만1,120㎡(약 6,400평) 규모로 알려져 있으며, 용적률은 200%, 건폐율은 60%, 제2종 일반주거지역인 점을 감안하면 개발가치는 충분한 지역이다. 동 사이트 매입이 의미 있는 이유는 1) 주변 일대의 롯데웰푸드 공장 부지 및 롯데홈쇼핑 등 계열사가 포진해 있고, 2) 부동산 개발을 위한 투자라는 목적 때문이다. 그룹 내 유효부지를 확보해 개발을 진행하는 것으로 개발과 운영의 노하우가 있는 롯데물산이 이를 담당하는 것으로 해석된다. 신세계프라퍼티와는 다르게 그룹내 유효부지를 적극적으로 활용해 개발사업에 집중하려는 전략이 선행되는 것으로 볼 수 있다.

그림 62. 롯데칠성음료 공장 부지 및 주변 롯데 계열사 현황



주: 2026년 3월 31일, 롯데물산이 2,805억 원에 공장 부지 매수  
 자료: 서울시, IBK투자증권

- 신세계와 롯데그룹이 현 시점에 이러한 전략을 구사하는 이유는 명확하다.
- ① 국내 도시환경이 도시확장에서 도시재생으로 재편되는 과정에 진입하였고,
  - ② 핵심 자산을 보유하고 있어 개발을 통한 기대수익 확대가 가능한 구조며,
  - ③ 그룹 역량을 감안할때 운영을 통한 수익 구조 창출 능력이 뛰어나기 때문이다.

서부티엔디: 부동산 전문  
복합 디벨로퍼

(4) 서부티엔디: 국내를 대표하는 부동산 개발사로, 화물유통 시설(서부트럭터미널)로 시작하여 현재는 리테일, 호텔 등을 아우르는 전문 디벨로퍼로 성장했다. 동사는 2012년 인천 연수구의 트럭터미널 예정 부지를 개발하여 국내 최대(당시)의 복합 쇼핑센터 ‘인천 SQUARE1(스퀘어원)’을 오픈하였고, 2017년에는 용산관광버스터미널을 개발하여 국내 최대 호텔플렉스(1,700객실, 4개 호텔)인 ‘서울 드래곤시티’를 오픈하였다.

그림 63. 서부티엔디 종합개발 파이프라인



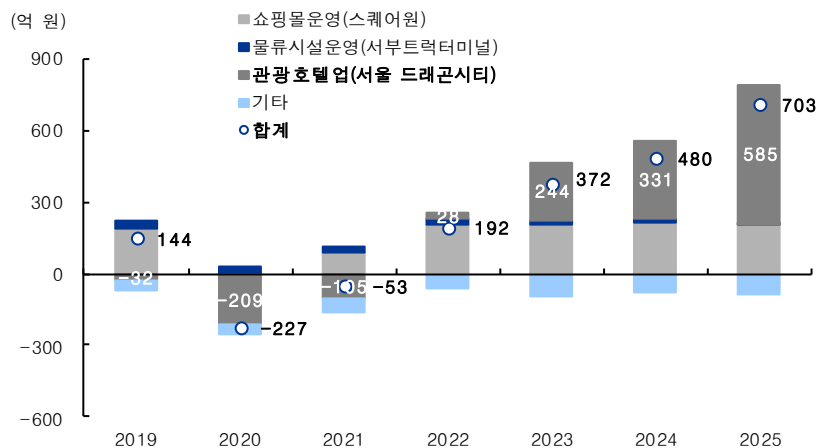
자료: 서부티엔디, IBK투자증권

복합개발 파이프라인

- 1) 신정동 서부트럭터미널
- 2) 용산나진상가 12·13동

동사는 과거부터 보유해온 부동산을 재개발하여 부지의 효율성을 극대화시키고 있다. 현재는 양천구 신정동의 서부트럭터미널(104,245m<sup>2</sup>)과 용산 나진상가 12·13동 부지(6,027m<sup>2</sup>)의 개발을 추진하고 있다. 동사에 주목하는 이유는 단순히 부동산을 개발하고 일회성 분양수익을 통해 사업을 종결하지 않고, 중장기적인 관점으로 보유 부동산의 가치를 끌어올리고 이를 운영 실적으로 연결시키고 있다는 점이다.

그림 64. 서부티엔디 사업 부문별 영업이익의 추이



자료: 서부티엔디, IBK투자증권

용산관광버스터미널  
흡수 합병을 통한  
부지 확보

서울 드래곤시티: 2008년 12월 동사는 기존 39.4%를 보유하고 있던 계열사 용산관광버스터미널(주)을 100% 자회사로 흡수합병하면서 해당 부지 19,154m<sup>2</sup>를 확보하였다. 이 부지는 서부티엔디가 국내 최대규모의 호텔로 개발을 추진하였고, 2013년 10월 1,800객실 호텔 3개동(건폐율 60%, 용적률 960%, 연면적 196,402m<sup>2</sup>)으로 서울시의 승인을 획득하였다.

서울 드래곤시티 개발  
: 부지가치 상승 4배  
이상, 영업수익 연간  
600억 원

2008년 12월 자산재평가 당시 용산관광버스터미널 부지는 2,520억 원으로 평가받은 바 있다. 2026년 6월 기준 서울 4성급 호텔의 객실당 매매가격(PPP)이 5억 원 중반대 수준임을 감안해보면, 4성급 이상 1,700객실과 카지노를 보유한 서울 드래곤시티의 가치는 최소 1조 원 이상으로 판단한다. 자산가치 상승보다 중요한 것은 기존 무수익 자산으로 평가받던 용산관광버스터미널을 개발하여 연 600억 원 수준의 영업이익을 가져다주는 영업자산으로 변화시켰다는 점이다. 현재의 방한외국인 성장세가 이어질 경우 사업가치는 더욱 높아질 전망이며, 향후 용산국제업무지구 계획 진행에 따른 가치 재평가도 기대된다.

그림 65. 용산관광버스터미널 재개발 부지계획



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 66. 용산관광버스터미널 재개발 단면도



자료: 서울시, 서부티엔디, IBK투자증권

용산 나진상가 12·13동  
: 서울 드래곤시티  
호텔과 연계된 복합개발  
추진

나진상가 12·13동 부지: 2020년 6월 서부티엔디는 나진산업으로부터 나진상가 12·13동을 포함한 대지 6,027m<sup>2</sup>를 948억 원에 매입하였다. 주목할 점은 이 위치가 서울 드래곤시티 호텔의 바로 맞은편이라는 점이다. 이들은 각각의 호텔과 오피스, 주거시설(오피스텔)로 분리되는 것이 아니라 향후 용산국제업무지구 안에서 주거(오피스텔) + 오피스 + 상업시설 + 호텔이 결합된 하나의 복합시설로 완성될 가능성이 높다. 해당 필지는 '용산전자상가 지구 특별계획구역5'에 포함되어 개발이 진행중이며, 오피스와 오피스텔, 판매시설, 운동시설 등으로 구성된 지하 8층~지상 27층 규모(건폐율 59.95%, 용적률 799.93%, 연면적 74,841m<sup>2</sup>)로 추진된다. 해당 계획은 2026년 5월 15일 건축허가를 획득하였으며, 준공 목표는 2030년이다.

그림 67. 나진상가 12, 13동 개발사업 조감도



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 68. 용산전자상가 구역별 배치도



자료: 서울시, IBK투자증권

서부트럭터미널 개발  
: 주거·업무·상업·문화가  
결합된 대규모 복합개발

서부트럭터미널 부지: 동사는 양천구 신정동 서부트럭터미널(104,245m<sup>2</sup>)의 재개발도 추진하고 있다. 서부트럭터미널은 부지만 약 3.2만 평으로 잠실 롯데월드(약 3.9만 평)와 비슷한 수준이며, 상업시설 기준 서울 최대 수준이다. 여기에는 아파트, 오피스텔, 복합쇼핑몰, 문화시설, 업무시설 등이 복합개발될 예정이다. 향후 해당 시설은 서울 서남권을 대표하는 랜드마크로 거듭날 예정이며, 인근 광역권의 수요도 가져올 수 있을 것으로 예상된다.

준공 후 추가적인  
운영수익  
약 500~550억 원 기대

중요한 점은 이 시설이 대규모 업무시설(물류창고, 콜드체인시설, 오피스)과 1,000세대 규모의 공동주택을 포함하고 있어 내부 수요만으로 자생가능한 구조를 갖추고 있다는 점이다. 동 사업은 공동주택 분양을 통해 사업비를 충당할 계획이며, 물류 및 상업시설 운영에 따른 기대수익은 연간 500~550억 원 수준으로 추정한다. 동 사이트까지 운영될 경우, 동사는 연간 1,000억 원을 상회하는 운영수익을 창출할 수 있을 것으로 전망한다.

그림 69. 서부트럭터미널 도심첨단물류단지 재개발 배치도



자료: 서울시, IBK투자증권

IPARK현대산업개발  
: 도급 시공 중심 건설사  
→ 복합 디벨로퍼로 진화

(5) IPARK현대산업개발: 국내를 대표하는 도시 개발형 건설사이자, 자체사업·복합개발·운영자산 개발 중심 디벨로퍼이다. 동사는 과거 용산 민자역사와 아이파크몰 개발을 통해 역세권 상업시설 개발 역량을 축적했으며, 최근에는 광운대역세권 개발사업인 서울원 아이파크와 용산철도병원부지 개발사업 등을 통해 도심 내 저이용 부지를 주거·상업·업무·문화 기능이 결합된 복합공간으로 전환하고 있다.

대규모 물류시설 이전적지 개발 '서울원 아이파크'

서울원 아이파크: 광운대역세권 개발사업은 서울 노원구 월계동 일대의 대규모 물류시설 이전적지를 개발하는 프로젝트다. 해당 부지는 지하철 1호선, 경춘선, 향후 GTX-C 노선과 연계되는 광역 교통 결절점에 위치해 있다. 사업지는 약 15만㎡ 규모의 도시 개발 프로젝트이며, 공동주택 1,856세대, 레지던스 768세대, 공공임대 408세대 등 총 3,032세대 규모로 계획되어 있다. 주거시설은 지하 4층~지상 최고 49층, 8개 동 규모로 조성된다.

생활·업무·상업·문화 기능을 동시에 흡수 : 일회성 분양수익 + 중장기 개발이익

서울원 아이파크는 공동주택 외에도 오피스, 쇼핑몰, 호텔, 문화시설, 공공기숙사 등을 포함하여 개발 중이다. 즉, 주거 수요만을 대상으로 한 단지 개발이 아니라 동북권 내에서 생활·업무·상업·문화 기능을 동시에 흡수하는 하나의 타운 개발에 가깝다. 동사는 공동주택 분양을 통해 공사 자금을 확보함과 동시에, 레지던스와 상업·업무시설 등 장기 운영 또는 자산가치 상승이 가능한 시설을 결합함으로써 일회성 분양수익과 중장기 개발이익을 동시에 추구할 수 있다.

대상 부지는 교통 허브  
1) 주거: 강북·노원·성북권  
2) 상업/문화: 상권 활성화, 유입 인구 ↑

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.

HDC그룹이 앵커테넌트로 자리잡은 업무지구 조성 계획

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

서울원 아이파크 = 서울 동북권의 광역 생활권 거점으로서의 기능

서울원 아이파크의 핵심은 광운대역 일대를 서울 동북권의 새로운 중심지로 전환한다는 데 있다. 서울 동북권은 강남·용산·마곡·상암 대비 대규모 업무·상업 복합 거점이 부족했던 지역이다. 그러나 광운대역세권은 노원, 도봉, 성북, 강북권의 배후 주거수요를 확보하고 있으며, 향후 GTX-C 개통 시 강남권 및 수도권 주요 거점과의 접근성이 개선될 가능성이 높다. 이에 따라 서울원 아이파크는 동북권 내 소비·업무·문화 수요를 흡수하는 광역 생활권 거점으로 기능할 수 있다고 판단한다.

그림 70. 서울원 아이파크 조감도



자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

그림 71. 서울원 아이파크 배치도



자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

표 13. 서울원 아이파크 내 콘텐츠 도입 현황

구분	현황	강점
호텔	메리어트 본 계약 체결예정, 약 200실	-
메디컬	대형병원 건강검진센터 입점 예정, 약 1,400평	맞춤형 헬스케어 서비스 프로그램, 서울원 아이파크 거주민 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, 약 15,100평	-

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

표 14. 서울원 아이파크 개요

구분	세부내용						
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		
비주거시설	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			소계
주거시설			공동주택		공공기숙사 (1.5만 평)		
			공공임대	59/72/74m <sup>2</sup>	408세대	1인실(12m <sup>2</sup> ) 2인실(21m <sup>2</sup> )	설계공모 중
			민간임대	70m <sup>2</sup>	192세대		
				73m <sup>2</sup>	192세대		
				80m <sup>2</sup>	384세대		
			공동주택	59m <sup>2</sup>	32세대		
				72/74m <sup>2</sup>	84세대		
				84m <sup>2</sup>	672세대		
				91m <sup>2</sup>	176세대		
				105m <sup>2</sup>	336세대		
				112m <sup>2</sup>	176세대		
120m <sup>2</sup>	336세대						
143~244P	44세대						
공동주택 합계		1,856세대					
<b>합계</b>		<b>3,032세대</b>					

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

동사의 개발권 +  
그룹 운영자산 활용  
= 용산역 일대 통합 가능

용산 권역 개발: 동사는 용산역 전면공원 지하공간 개발권과 용산철도병원 부지를 보유하고 있으며, 모회사 HDC는 현재 용산역 아이파크몰을 운영하고 있다. 이처럼 동사가 확보한 개발권과 그룹의 운영자산을 함께 활용할 경우, 경의중앙선·1호선·4호선·KTX가 결합되는 용산역 일대를 공공·상업·업무·문화 기능이 유기적으로 결합된 하나의 생활·업무권으로 통합할 수 있다고 판단한다.

용산역, 아이파크몰 개발  
및 운영 실적 보유

동사의 복합개발 역량은 용산에서 먼저 축적됐다. 동사는 1998년 용산 민자역사 사업자로 선정된 이후 용산역과 아이파크몰을 개발 및 운영해왔으며, 2011년에는 본사를 용산 아이파크몰로 이전했다. 이는 특정 권역을 장기간 운영하면서 상업시설과 콘텐츠를 결합하는 개발사업자로 전환한 대표 사례다.

1. 도시정비사업 수주  
= 용산이 핵심 업무·문화  
거점으로 재편 가능

동사는 작년 6월 22일 약 1조 원 규모의 용산정비청 전면 1구역 개발사업을 따냈다. 일반적으로 도시정비사업은 시공사가 가져갈 수 있는 이익이 제한적이지만, 이번 사업은 용산 일대의 도시 구조와 입지를 바꿀 가능성이 높다는 점에서 주목할 필요가 있다고 판단한다. 특히 주변의 나진상가 12·13동 재개발, 용산전자상가 재편, 용산국제업무지구 개발이 맞물릴 경우 서울 중심부 내 용산이 핵심 업무·문화 거점으로 재편되는 과정에서 중요한 발판이 될 수 있다.

2. 운영형 개발사업  
: 전면공원 지하공간  
개발사업

또한 동사는 용산역 전면공원 지하공간 개발사업에도 참여하고 있다. 해당 사업은 지상에는 공원을 조성하고, 지하에는 광장과 상업시설을 배치한 뒤 BTO 방식으로 장기간 운영하는 구조로 알려져 있다. 이는 용산역 일대 유동인구와 상업수요를 장기간 흡수할 수 있는 운영형 개발사업이라는 점에서 의미가 크다.

3. 철도병원부지 개발사업  
: 주거복합단지 조성  
프로젝트

동사는 용산구 한강로3가 일대의 용산철도병원부지 개발사업도 추진하고 있다. 해당 사업은 1928년에 지어진 용산철도병원 본관을 용산역사박물관으로 리모델링하고, 주변 부지에는 지하 6층~지상 최고 34층, 610가구 규모의 주거복합단지를 조성하는 프로젝트다. 이는 용산역, 아이파크몰, 용산국제업무지구, 용산역 전면공원 지하공간 개발과 연계될 수 있는 자산이다.

표 15. 용산철도병원부지 개발사업 개요

구분	내용
주소	서울시 용산구 한강로3가 65-154 외 23필지 일원
대지 면적	10,948㎡(약 3,312평)
시행사	(주)에이치디씨아이파크제1호위탁관리부동산투자회사
시공사	IPARK현대산업개발
연면적	약 94,000㎡
규모	B6F~34F
가구 수	610가구(공공임대 84가구 + 민간임대 526가구)
진행 현황	2024년 10월 사업시행계획 인가
향후 일정	2026년 하반기 착공 목표

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

그림 72. 용산역 주변 주택 공급계획



자료: 국토교통부, IBK투자증권

표 16. 용산역 주변 주택 공급계획 상세(고시문, 열람공고, 주민설명회 자료 기준)

도면번호	구역명	순증가 주택 수
1	산호아파트	93세대
2	원효로 3가 청년안심주택	988세대
3	용문동 도심공공주택복합사업	929세대
4	용산전자상가	1,123세대
5	용산도시재생혁신지구	600세대
6	신용산역 북측1 특별계획구역	192세대
7	신용산역 북측2 특별계획구역	305세대
8	용산철도병원부지 특별계획구역	602세대
9	아세아아파트 특별계획구역	849세대
10	정비창전면1 특별계획구역	1,052세대
11	정비창전면3 특별계획구역	108세대
12	이촌1구역 특별계획구역	262세대
<b>합계</b>		<b>7,103세대</b>

자료: 국토교통부, IBK투자증권

## 5. 일본에서 확인한 개발의 본질: 건물이 아니라 권역을 운영한다

### 도쿄권의 성장과 다핵형 도시 구조의 형성

도쿄는 전후 복구, 고도성장기 이후 도시화 단계를 지남

도쿄의 현재 개발 방향은 하루아침에 만들어진 것이 아니다. 전후 복구와 고도성장기 도쿄는 서울과 마찬가지로 인구와 산업, 행정 기능이 빠르게 집중되는 도시화 단계를 거쳤다.

전후 혼란 이후, 증가하는 인구 및 업무 수요에 대응

전후 혼란이 정리된 1955년 도쿄권, 즉 도쿄도·사이타마현·치바현·가나가와현의 인구는 약 1,542만 명이었으나, 1965년에는 2,102만 명, 1985년에는 3,027만 명을 돌파했다. 이 시기 개발의 핵심은 늘어나는 인구와 업무 수요를 수용하기 위한 주택, 오피스, 도로, 철도, 항만 등 기반시설의 대량 공급이었다. 도시의 가치는 얼마나 빠르게 공간을 공급하고, 집중되는 인구와 산업을 수용하느냐에 의해 결정됐다.

도쿄권의 성장, 중심부 집중 및 외곽 확산으로 진행

그러나 도쿄권의 성장은 시간이 갈수록 23구 중심부 내부의 팽창만으로는 감당하기 어려워졌다. 업무와 행정 기능은 도심에 집중됐지만, 주거 기능은 높은 지가와 개발 여력 부족으로 점차 외곽으로 이동했고, 도쿄의 성장은 중심부 집중과 외곽 확산이 동시에 진행되는 형태로 바뀌었다.

도쿄 23구 인구는 감소, 도쿄권역 전체인구 증가

도쿄 23구 인구는 1965년 약 889만 명을 정점으로 이후 장기간 감소했지만, 도쿄권 전체 인구는 계속 증가했다. 이는 도쿄의 성장이 더 이상 23구 내부의 인구 팽창만으로 설명되지 않고, 사이타마·치바·가나가와를 포함한 광역권 확장으로 전환됐음을 의미한다.

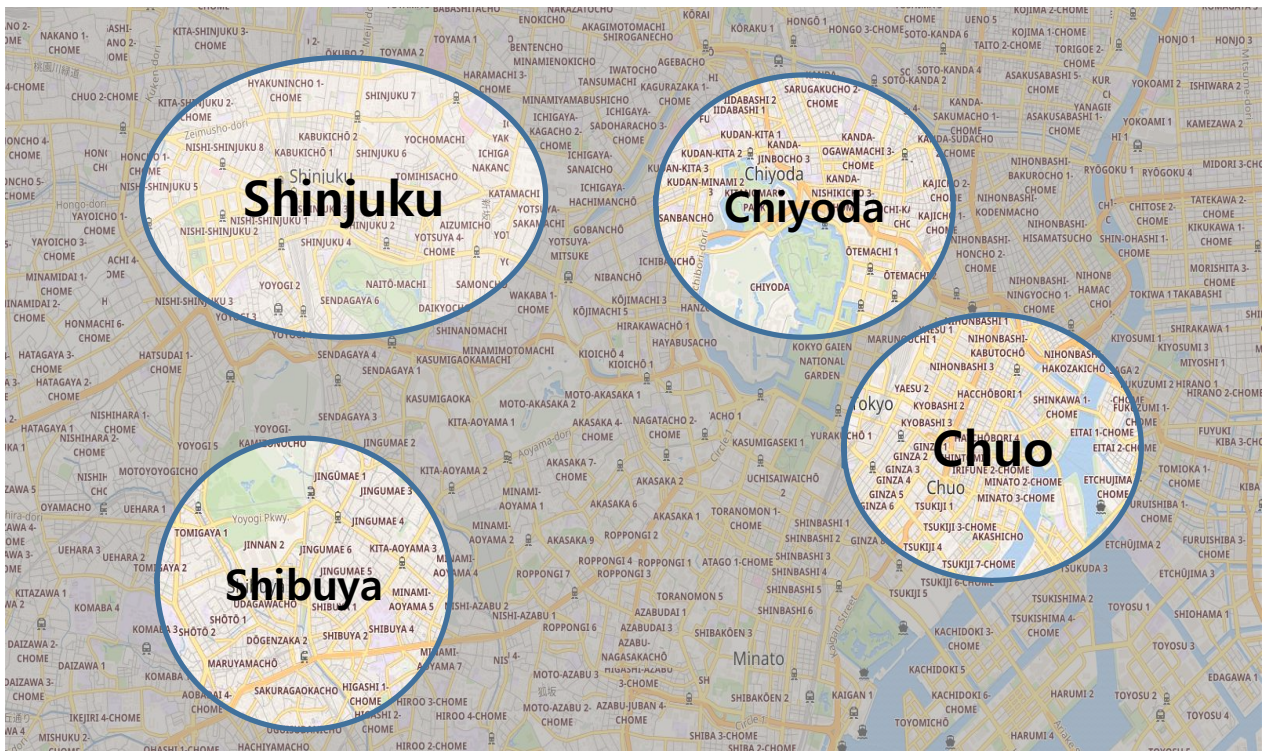
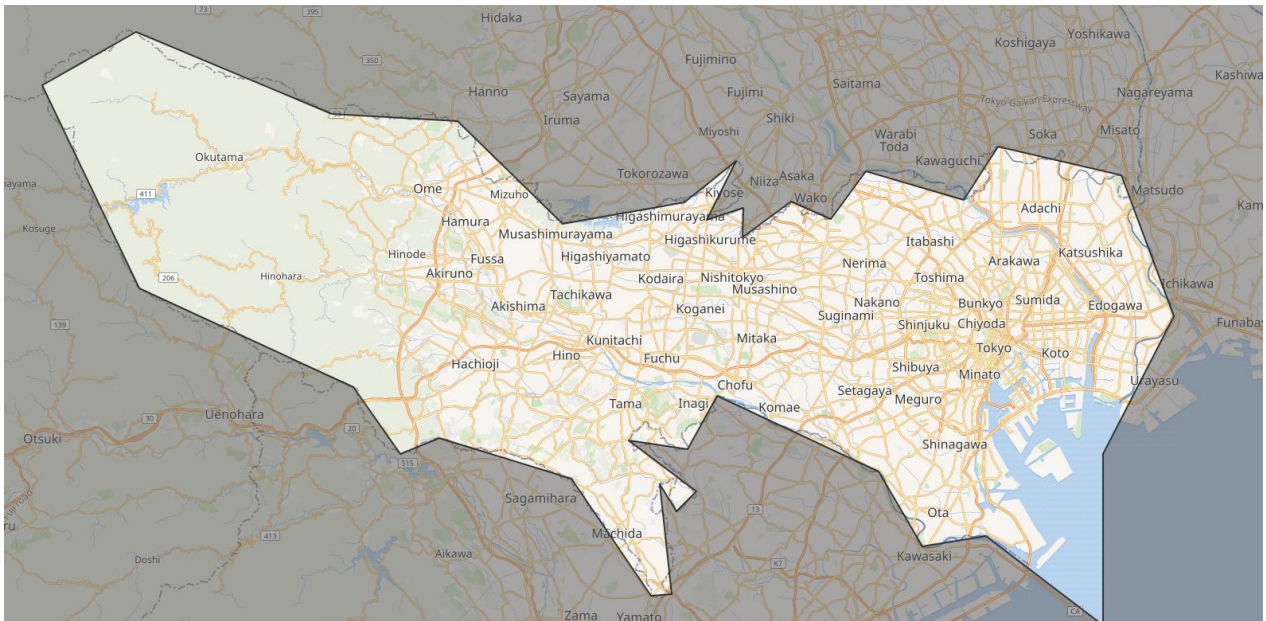
단일 도심 집중 구조 → 부도심 육성

이러한 변화에 대응해 도쿄는 단일 도심 집중 구조에서 벗어나, 신주쿠·시부야·이케부쿠로 등 대형 터미널을 중심으로 한 부도심을 육성했다. 신주쿠는 서부 업무·상업 거점으로, 시부야는 문화·소비·창조산업 거점으로, 이케부쿠로는 북서부 환승·상업 거점으로 성장했다.

부도심은 교통 결절점이자 새로운 도시 거점

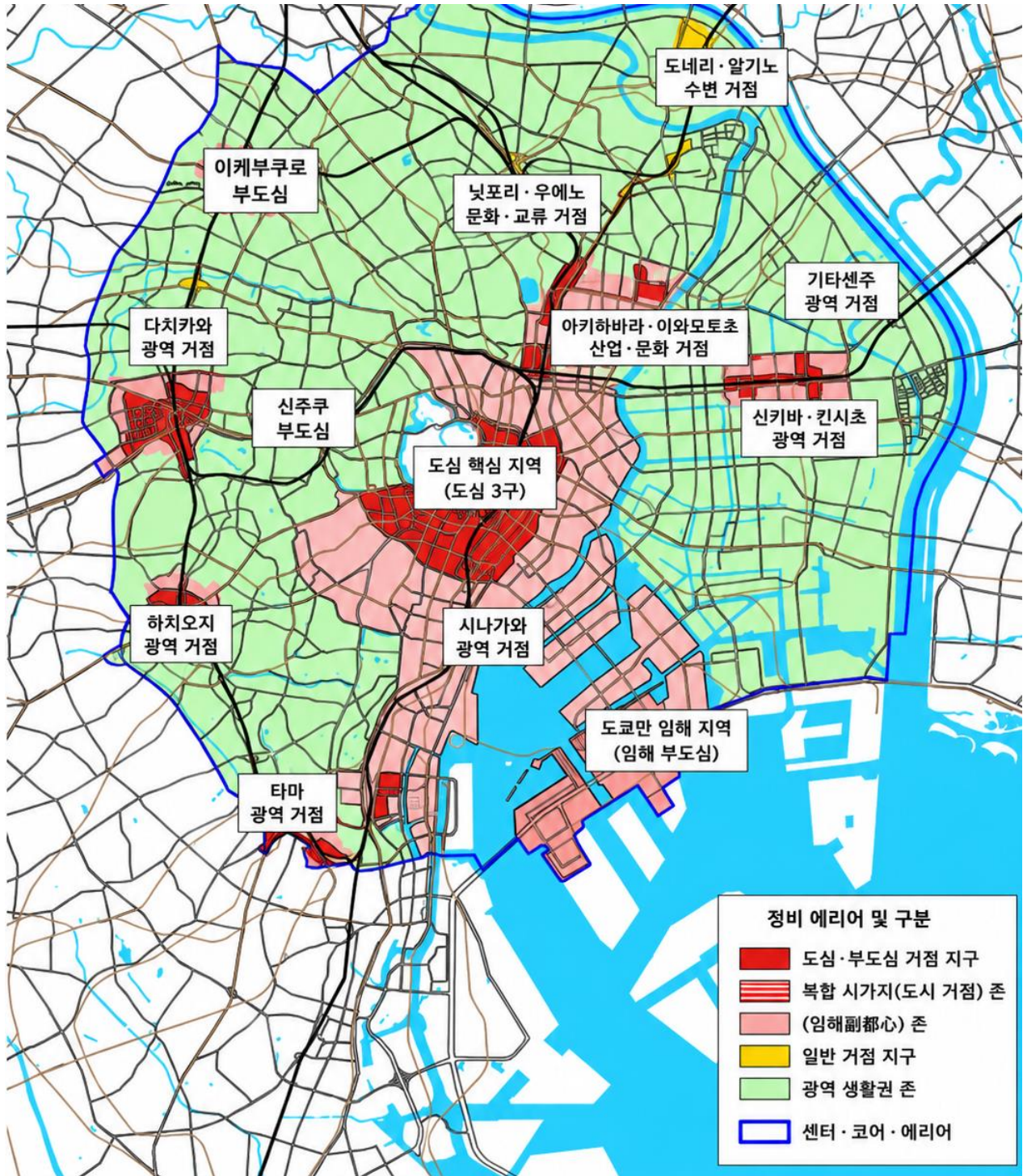
이들 부도심은 외곽 주거지와 도심 업무지구를 연결하는 교통 결절점이자, 업무·상업·소비 기능을 흡수한 새로운 도시 거점이었다. 결국 도쿄의 다핵형 도시 구조는 중심부 과밀을 완화하고, 광역화된 도시권 안에서 여러 개의 생활·업무 중심지를 만들어낸 대응이었다.

그림 73. 도쿄도 지도 및 주요 상업지구



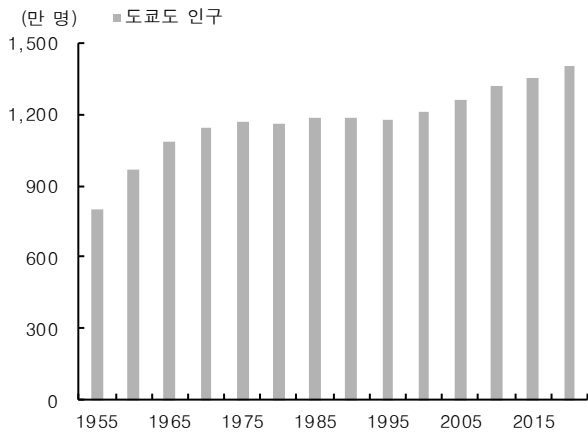
자료: Google map, IBK투자증권

그림 74. 도쿄도 지도 및 주요 상업지구



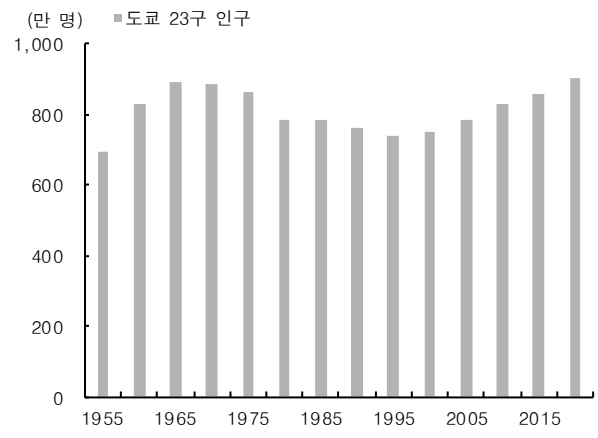
주: OpenAI ChatGPT로 재가공  
 자료: Google map, IBK투자증권

그림 75. 일본 도쿄도 인구 추이



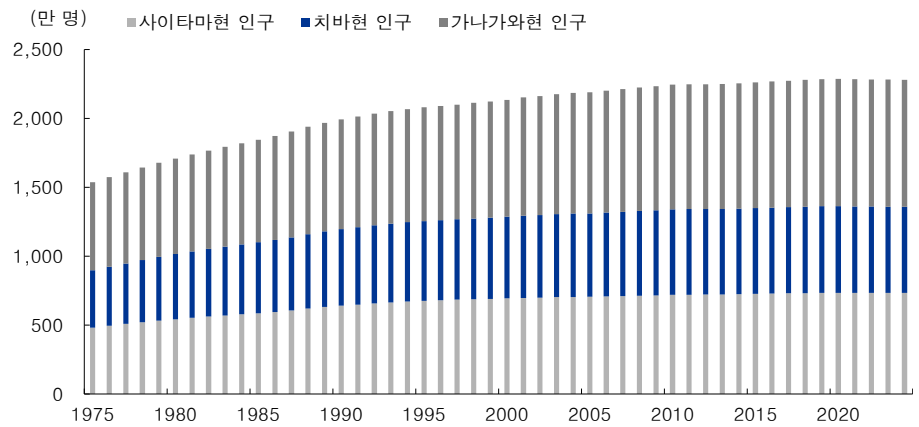
자료: 일본 통계청, IBK투자증권

그림 76. 도쿄 23구 인구 추이



자료: 일본 통계청, IBK투자증권

그림 77. 도쿄도 내 3현 인구 추이



자료: 일본 통계청, IBK투자증권

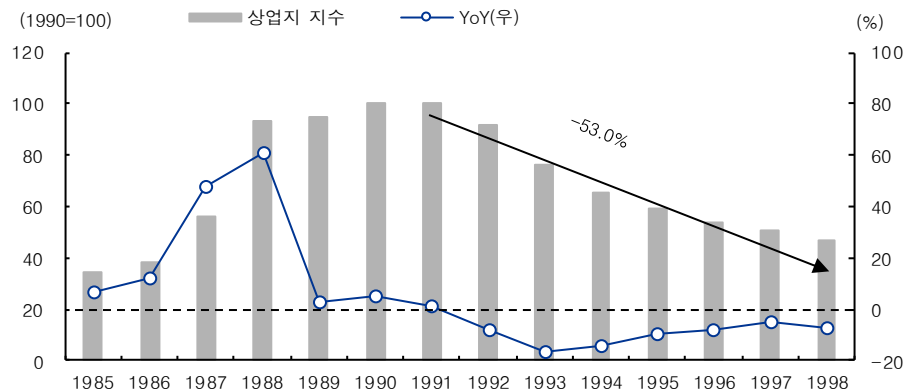
고도성장기, 버블기 이후  
다핵형 도시 구조의 성격  
변화

다만 도쿄의 다핵형 도시 구조는 중심부 과밀을 완화하기 위한 대응에서 출발했지만, 버블경제와 그 붕괴를 거치며 다시 한 번 성격이 바뀌었다. 고도성장기와 버블기에는 인구 증가와 자산가격 상승이 개발을 정당화했다. 부동산 가격 상승과 금융완화 속에서 대규모 민간개발이 확산됐고, 토지와 건물을 보유하는 것만으로도 자산가치 상승을 기대할 수 있었다.

버블 붕괴 후, 도쿄의  
개발 논리가 변화

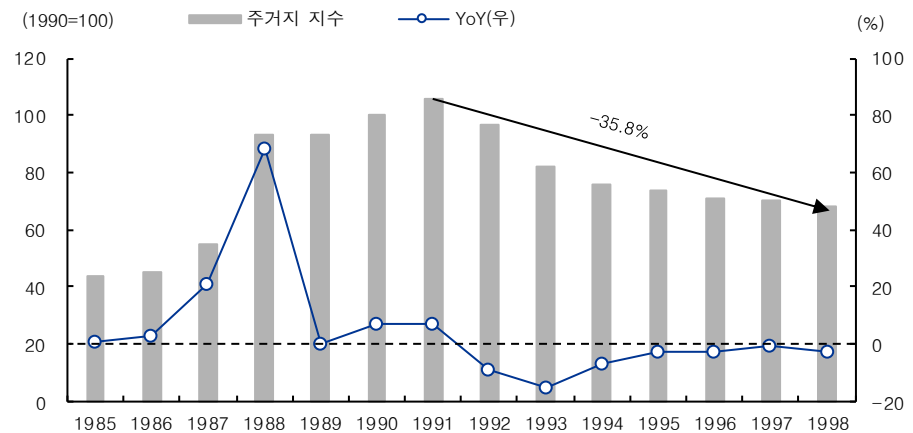
그러나 버블 붕괴 이후 토지가격 상승에 기대는 개발은 더 이상 작동하기 어려워졌다. 1991~1998년 도쿄 23구의 주거지 가치는 53%, 상업지 가치는 73% 하락했다. 이 시점부터 도쿄의 개발 논리는 외곽 확장이나 기형성된 도심과 주요 거점의 생산성을 다시 높이는 방향으로 이동했다.

그림 78. 도쿄도 상업지 공시지가 추이



자료: 일본 통계청, IBK투자증권

그림 79. 도쿄도 주거지 공시지가 추이



자료: 일본 통계청, IBK투자증권

정책 기반, 도심부/교통  
결절점 중심의  
도시재생 프로젝트 추진

이 전환은 정책적으로도 뒷받침됐다. 2002년 도시재생특별조치법 이후 일본은 민간투자를 유도하기 위해 도시재생긴급정비지역을 지정했고, 도쿄에서도 주요 도심부와 교통 결절점을 중심으로 대규모 도시재생 프로젝트가 추진됐다.

다양한 인센티브, 제도  
기반 개발 수익성 ↑

이들 지역에는 용적률 완화, 도시계획 규제 완화, 금융지원 등 인센티브가 제공되며 민간 디벨로퍼가 노후지와 저이용 부지를 재편할 수 있는 제도적 기반이 마련됐다. 즉 버블 붕괴 이후의 도쿄 개발은 자산가격 상승에 편승한 개발이 아니라, 제도적 지원을 바탕으로 기존 도심의 기능과 수익성을 다시 끌어올리는 도시재생의 성격을 띠게 됐다.

도쿄는 권역 단위의  
복합개발을 수행

이후 도쿄 개발의 초점은 새 땅을 넓히는 것보다, 이미 형성된 도시 안에서 노후지, 저이용 부지, 교통 결절점, 업무-상업 기능, 공공공간을 어떻게 재조합하느냐로 이동했다. 도쿄의 복합개발이 개별 건물 단위가 아니라 권역 단위로 진화한 이유도 여기에 있다.

도쿄, 성숙도시로서의  
새로운 개발 방식 선택

개발의 목적은 더 많은 연면적을 공급하는 데 그치지 않았다. 특정 권역의 업무 경쟁력, 보행 경험, 상업 콘텐츠, 체류시간, 임대수익, 지역 브랜드를 함께 높이는 것이 핵심이 됐다. 결국 도쿄의 도시재생은 고도성장기 대량 공급 모델의 연장이 아니라, 성숙도시가 선택한 새로운 개발 방식이었다.

한국 도시 개발  
: 권역 기능 재정의, 장기  
운영 사업으로 이동

이 점에서 도쿄의 사례는 현재 한국 도시 개발에도 중요한 참고점이 된다. 한국 역시 과거에는 인구 증가, 주택 부족, 외곽 택지 개발, 선분양, 대량공급이 합리적인 개발 모델이었다. 그러나 이제는 인구 증가 둔화, 외곽 확장의 한계, 기성시가지 노후화, 도심 내 저이용 자산 증가로 인해 개발의 중심이 확장에서 재생으로 이동하고 있다. 앞으로의 개발은 건물을 짓고 분양하는 사업을 넘어, 권역의 기능을 재정의하고 장기적으로 운영하는 사업에 가까워질 가능성이 높다고 판단한다.

표 17. 도시재생관련 법과 제도적 지원

제도	내용	개발상 의미
도시재생특별조치법	2002년 제정, 민간 도시 개발 제도적 지원	버블 이후 도심 재생, 국가 전략 전환
도시재생긴급정비지역	도시재생 거점, 긴급중점 정비 지역 지정	노후 도심, 저이용 부지, 교통 결절점 개발
도시계획 특례	토지이용 규제 완화, 인허가 절차 단축	민간 디벨로퍼의 사업성 개선
금융-세제 지원	민간도시재생사업계획 인정 시 세제 특례	장기-대형 복합개발의 자본조달 보완
특정도시재생긴급정비지역	국제경쟁력 강화를 위한 핵심 지역	도쿄 도심, 업무-상업 거점으로 고도화

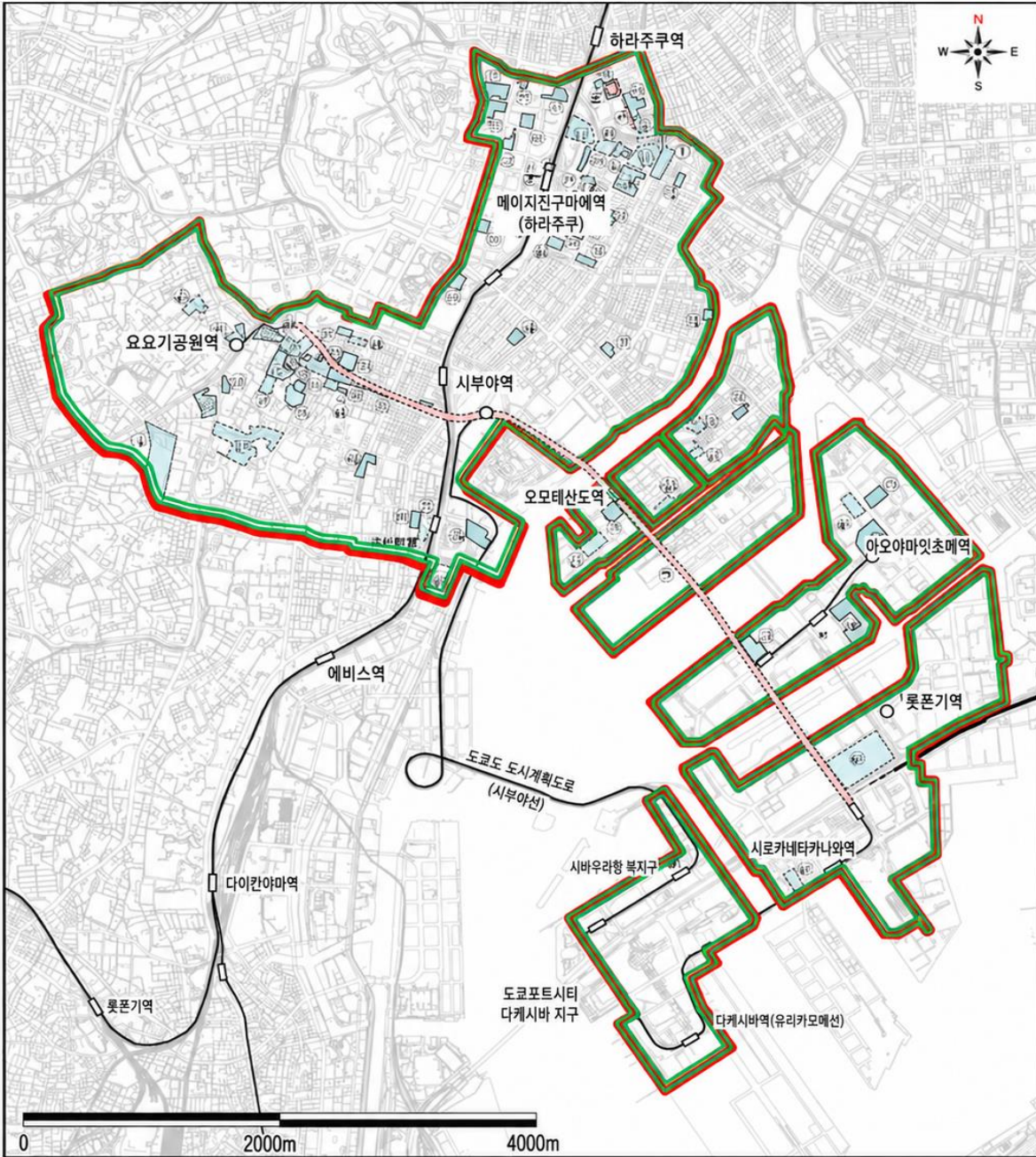
자료: 국토교통성, IBK투자증권

표 18. 일본 도시 재생 지정 지역

항목	현황
도시재생 긴급정비 지역	55지역, 약 9,811ha
특정 도시재생 긴급정비 지역	15지역, 약 4,339ha
도시재생특별지구 결정	132지구
민간도시재생사업계획 인정	170계획
국제경쟁 거점 도시정비사업	47사업

자료: 국토교통성, IBK투자증권

그림 80. 도쿄도 내 도시재생긴급정비지역과 특정도시재생긴급정비지역



※ 착수란, 법정사업의 경우에는 사업인가 시점, 임의사업의 경우에는 주택계 사업은 건축공사 착공 시점, 비주택계 사업은 기반조성공사 착공 시점을 말한다.

	도시재생긴급정비지역		도시개발사업(완료)
	특정도시재생긴급정비지역		공공시설 정비(미착수)
	도시개발사업(미착수)		공공시설 정비(진행 중)
	도시개발사업(진행 중)		공공시설 정비(완료)

주: OpenAI ChatGPT로 제공  
 자료: 일본 내각관방·지방창생추진사무국, IBK투자증권

## 다이마루유(大丸有): 중심 업무 지구는 이렇게 개발되어야 한다

다이마루유(대표 CBD)  
= 오테마치, 마루노우치,  
유라쿠초

다이마루유는 오테마치·마루노우치·유라쿠초를 묶은 권역으로, 도쿄역과 황궁 사이에 위치한 일본 대표 CBD(Central Business District)다. 이 일대는 일본의 정치·행정 중심지와 인접해 있고, 금융기관과 대기업 본사, 상업 기능이 밀도 높게 결합된 도쿄 최상위 업무 권역이다. 특히 마루노우치는 오랫동안 일본 기업 본사 기능이 집적된 지역으로, 도쿄의 업무 경쟁력을 상징하는 공간이었다.

오피스 중심 구조에서  
권역 단위 복합개발로의  
재편

다만 버블 붕괴 이후 이 권역도 기존 오피스 중심 구조만으로는 경쟁력을 유지하기 어려워졌다. 다이마루유는 100년 이상 일본 기업의 본사 기능이 집적된 지역이었지만, 1990년대 이후 기존 오피스 중심 기능만으로는 글로벌 도시 간 경쟁, 오피스 수요 변화, 보행환경 개선 요구에 대응하기 어려웠다. 노후화된 빌딩을 새 건물로 바꾸는 것만으로는 한계가 있었고, 업무 기능뿐 아니라 저층부 상업, 보행환경, 공공공간, 교통 연결성, 도시 브랜드를 함께 개선하는 권역 단위 재편이 필요해졌다.

미쓰비시지쇼  
: 마루노우치 일대 주요  
민간 디벨로퍼

이 과정에서 핵심 역할을 한 주체는 미쓰비시지쇼였다. 미쓰비시지쇼는 마루노우치 일대의 주요 토지를 장기 보유한 민간 디벨로퍼로서, 개별 건물의 분양수익보다 권역 전체의 임대료, 입주기업의 질, 보행량, 상업 활성화, 도시 브랜드를 높이는 방식으로 개발을 추진했다.

권역 단위 개발 방향,  
도시 공간 관리 체계  
제도적 정리

1988년 지역 토지소유자들이 오테마치·마루노우치·유라쿠초 지구 재개발 프로젝트 협의회를 설립한 것도 이러한 문제의식에서 출발했다. 이후 1996년에는 도쿄도, 지요다구, JR동일본, 지구 개발협회가 참여하는 개발 자문위원회가 발족했고, 2002년에는 오테마치·마루노우치·유라쿠초 지구계획이 수립되면서 권역 단위의 개발 방향과 도시공간 관리 체계가 제도적으로 정리됐다.

공공: 권역 단위 고밀  
개발 지원,  
민간: 사업성, 공공공간  
개선

공공의 역할도 중요했다. 도쿄도와 지요다구는 지구계획, 도시재생 관련 특례, 용적률 완화 등 도시계획 수단을 통해 권역 단위 고밀 개발을 지원했다. 대신 민간은 공개공지, 보행공간, 지하 보행 네트워크, 저층부 상업·문화시설, 거리환경 개선을 제공했다. 이는 고밀 개발의 이익을 민간이 독점하는 구조가 아니라, 민간의 사업성과 공공공간 개선을 맞교환하면서 권역 전체의 경쟁력을 높이는 방식이었다.

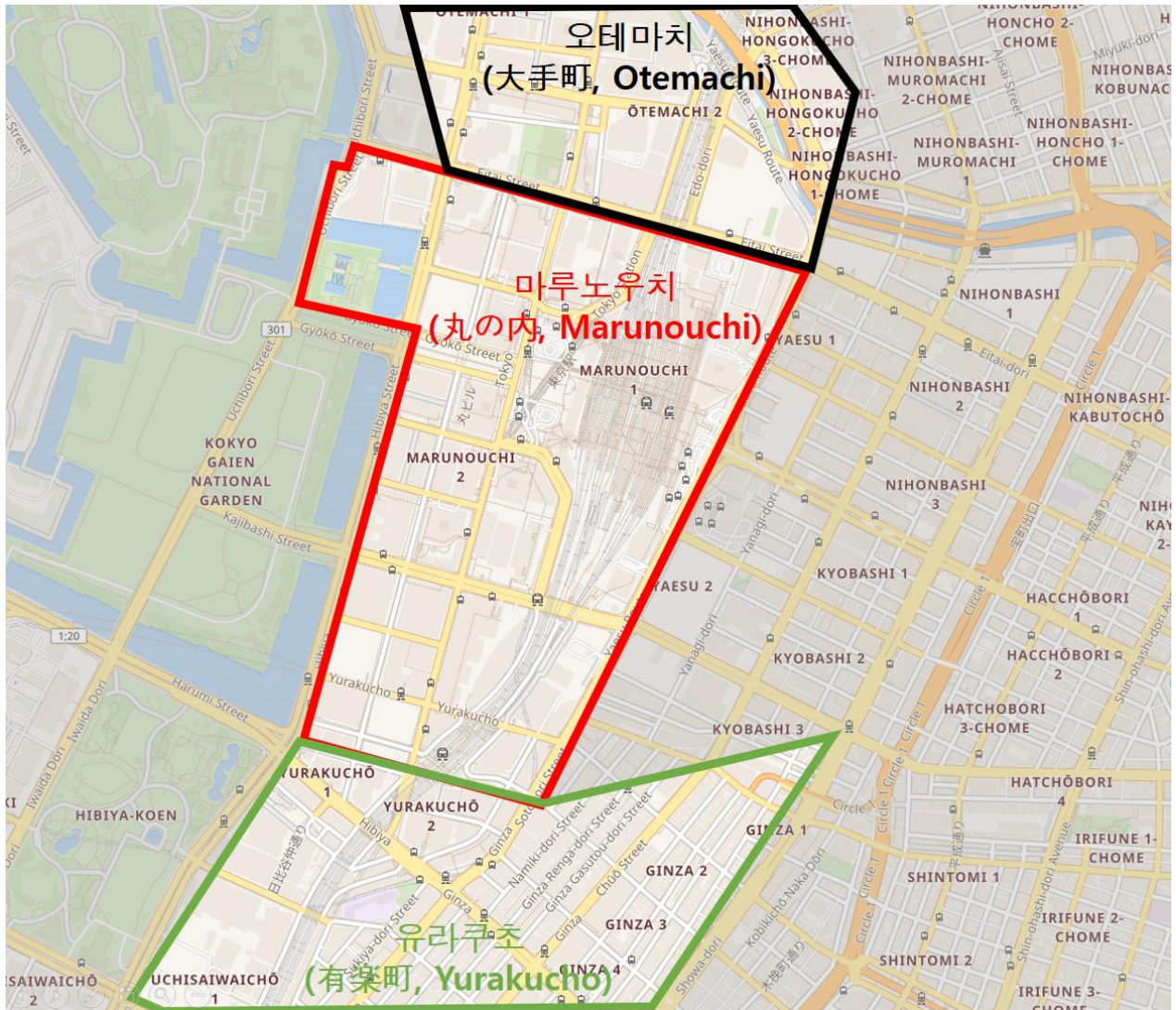
1990년대 후반,  
마루노우치 일대 재개발  
본격화

이러한 틀 위에서 1990년대 후반 이후 마루노우치 일대의 재개발이 본격화됐다. 2002년 마루노우치 빌딩, 2005년 도쿄빌딩, 2007년 신마루노우치 빌딩 등이 순차적으로 재건축되면서 도쿄역 주변의 업무 기능은 한 단계 고도화됐다.

단순 연면적 확장  
→ 권역형 도시자산

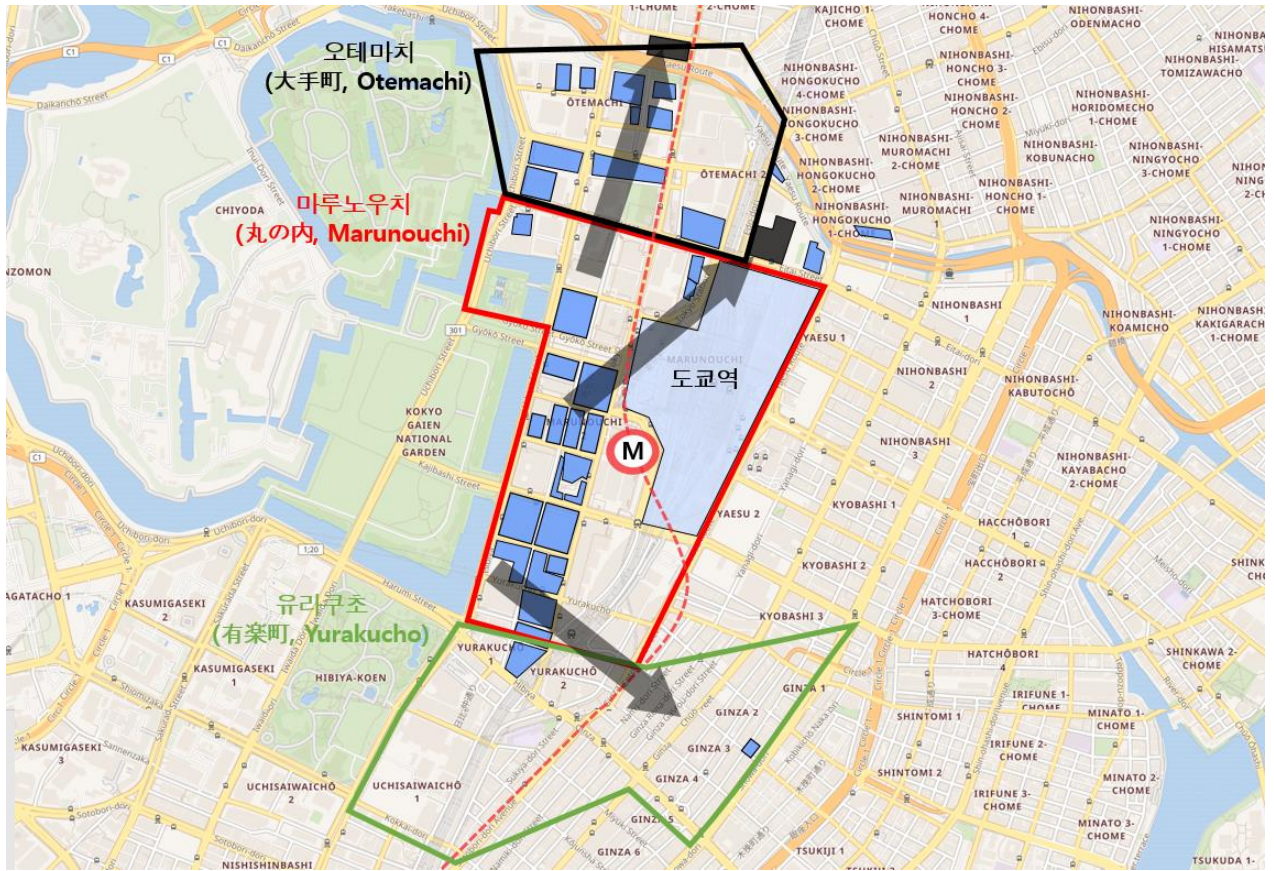
저층부 상업 기능을 강화하고, 도쿄역 주변의 지상·지하 보행 네트워크를 개선하며, 마루노우치 나카도리를 중심으로 걷고 머무는 업무지구를 만들었다는 점이 중요하다. 과거의 마루노우치가 기업 본사가 밀집한 폐쇄적 업무지구였다면, 재개발 이후의 마루노우치는 업무, 상업, 보행, 문화 기능이 결합된 권역형 도시자산으로 바뀌었다.

그림 81. 다이마루유(大丸有)의 주요 권역은 오테마치, 마루노우치, 유라쿠초로 구성



자료: Google Map, IBK투자증권

그림 82. 다이마루유(大丸有) 내에 미쓰비시 부동산이 소유한 건물



자료: Google Map, IBK투자증권

도시계획 수단의 제도적  
혜택, 민간의 사업성 +  
공공공간 개선

세부 제도 혜택은 지구계획, 종합설계제도, 도시재생 관련 특례 등 권역 단위 고밀 개발을 가능하게 한 도시계획 수단에서 찾을 수 있다. 공공은 용적률과 도시계획상 유연성을 제공하고, 민간은 보행공간, 공개공지, 지하광장, 지하보행로, 저층부 상업·문화시설, 거리환경 개선을 제공하는 구조였다. 이는 고밀 개발의 이익을 민간이 독점하는 방식이 아니라, 민간의 사업성과 공공공간 개선을 결합해 권역 전체의 경쟁력을 높이는 방식이었다.

도쿄빌딩 개발 시 도쿄역  
건물의 용적 이전으로  
연면적 확대

이 구조를 보여주는 상징적 장치가 도쿄역 마루노우치 역사 보존·복원과 연계된 용적이전이다. 도쿄역은 역사적 건축물로서 보존 필요성이 컸지만, 그 자체로 고밀 개발을 하기에는 한계가 있었다. 이에 따라 사용하지 못한 용적을 주변 개발지로 이전하는 방식이 활용됐고, 미쓰비시지쇼의 도쿄빌딩 개발에서도 도쿄역 건물의 용적 이전을 통해 연면적 확대가 가능했다. 이는 일본식 권역 개발이 보존과 개발을 대립시키는 것이 아니라, 보존할 자산은 지키고 개발 가능한 곳에 밀도를 집중하는 방식으로 공공성과 민간수익을 결합했음을 보여준다.

대규모 승하차 및 보행  
네트워크, 체류 수요 축적  
기반의 권역 발전

다이마루유의 성과는 권역 운영 구조에서 확인된다. 도쿄역은 2024년도 JR동일본 기준 하루 평균 승차 인원 43.5만 명을 기록한 대형 터미널이며, 도쿄메트로 기준 도쿄역 승하차 인원도 하루 평균 19.9만 명 수준이다. 여기에 오테마치, 유라쿠초, 니혼바시, 긴자와 연결되는 지상·지하 보행 네트워크가 결합되면서, 다이마루유는 대규모 트래픽과 체류 수요가 축적되는 권역으로 발전했다.

트래픽 ↑  
1) 저층부 상업 활성화  
2) 오피스 임대 경쟁력

이러한 트래픽은 저층부 상업 활성화와 오피스 권역의 임대 경쟁력으로 연결된다. 실제 치요다구 오피스 시장을 보면 공실률은 2004년 3월 7.54%에서 2008년 1월 1.35%까지 하락했고, 평균 임대료는 2005년 7월 18,268엔/평에서 2008년 6월 24,077엔/평까지 상승했다.

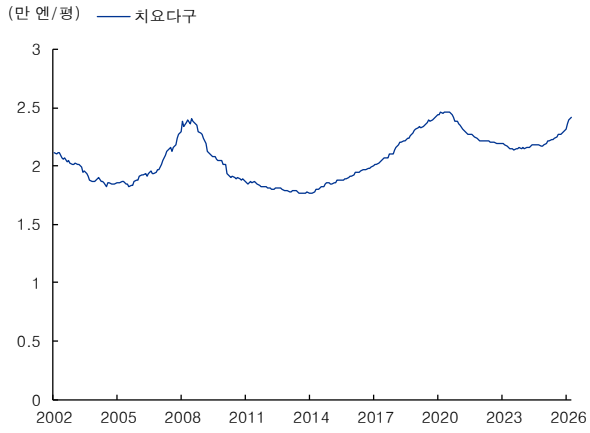
경기 사이클 영향 있으나,  
장기적 높은 경쟁력 및  
회복력 확인

이후 글로벌 금융위기와 코로나 국면에서 공실률과 임대료가 다시 흔들렸지만, 2026년 3월 기준 치요다구 공실률은 1.35%, 평균 임대료는 24,168엔/평으로 회복됐다. 이는 다이마루유와 같은 핵심 CBD 권역이 경기 사이클의 영향을 받더라도 장기적으로 높은 임대 경쟁력과 회복력을 유지할 수 있음을 보여준다.

권역 운영 구조의 일본식  
복합개발

결국 다이마루유는 일본식 복합개발의 출발점을 보여주는 사례다. 미쓰비시지쇼를 중심으로 한 민간 장기 보유 디벨로퍼는 공공과 협력해 권역 전체의 임대료, 보행량, 입주기업의 질, 저층부 상업, 도시 브랜드, 공공공간을 장기간 관리했다. 개발의 결과는 단순히 더 큰 건물을 짓는 데 그치지 않고, 트래픽 증가, 체류시간 확대, 저층부 상업 활성화, 공실률 안정, 임대료 프리미엄 유지로 이어지는 권역 운영 구조에 있다.

그림 83. 치요다구 임대료 추이



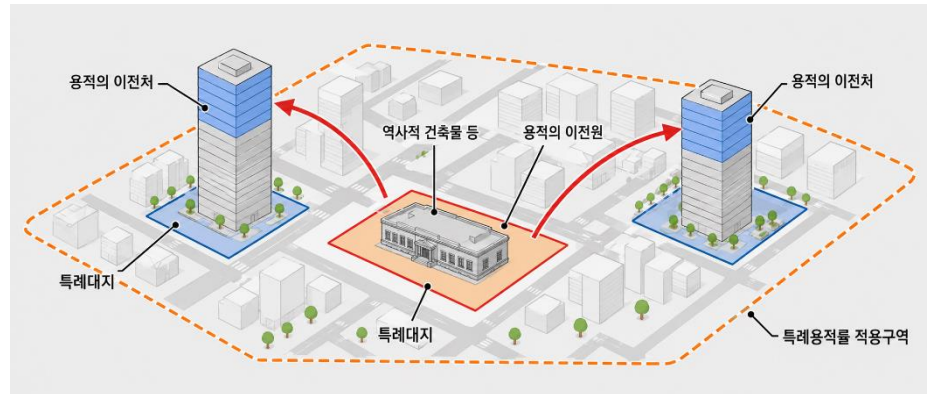
자료: 미키쇼지, IBK투자증권

그림 84. 치요다구 공실률 추이



자료: 미키쇼지, IBK투자증권

그림 85. 특례용적률 적용구역 제도의 개념



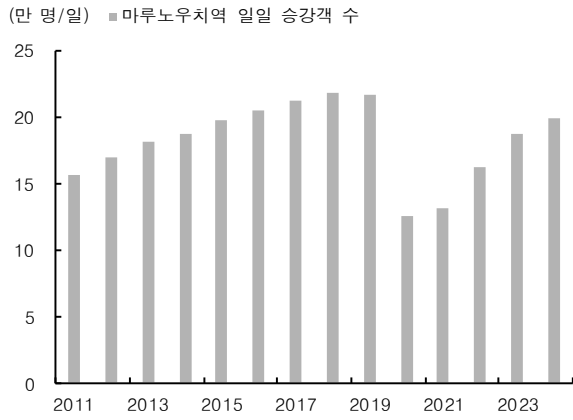
자료: 일본 내각부, IBK투자증권

그림 86. 도쿄역 적용 사례



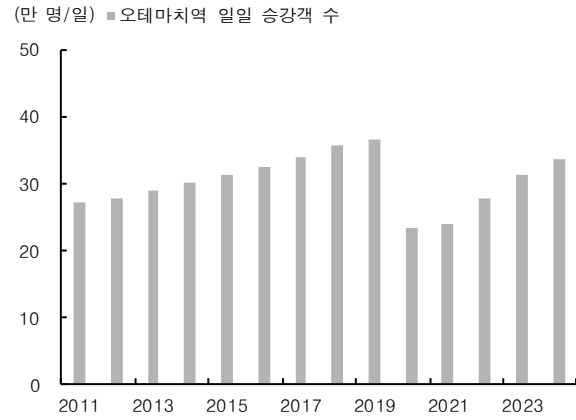
자료: JR동일본, IBK투자증권

그림 87. 마루노우치역 승하차 인원



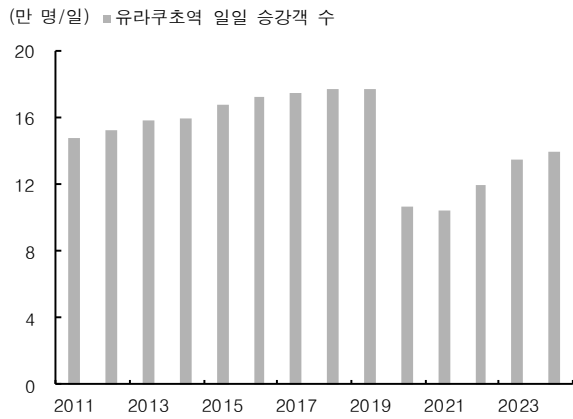
자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 88. 오테마치역 승하차 인원



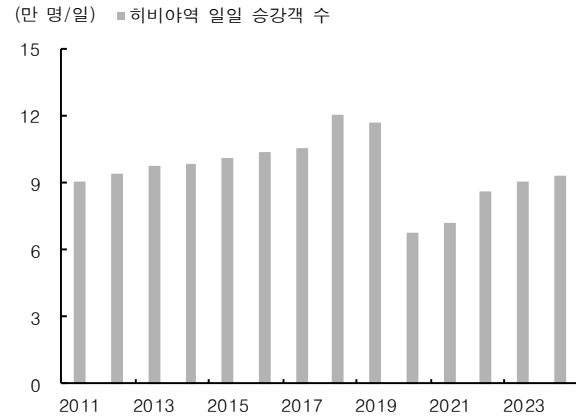
자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 89. 유라쿠초역 승하차 인원



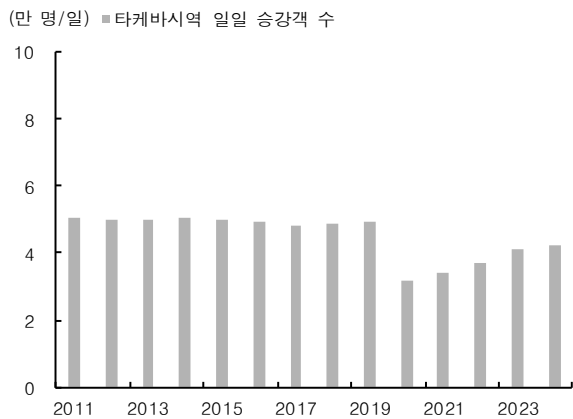
자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 90. 히비야역 승하차 인원



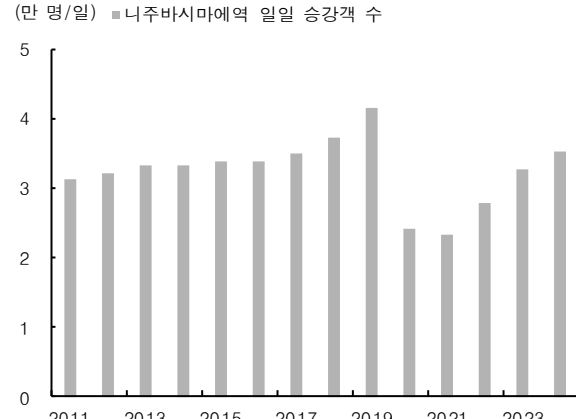
자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 91. 타케바시역 승하차 인원



자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 92. 니주바시마에역 승하차 인원



자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

표 19. 미쓰비시지소 특례용적률 활용 사례

구분	도쿄빌딩(東京ビル)	신마루노우치 빌딩(新丸の内ビル)	마루노우치파크 빌딩(丸の内パークビル)
준공	2005년 10월	2007년 4월	2009년 4월
사업주체	미쓰비시지소(중심), JR동일본, 도쿄미쓰비시은행	미쓰비시지소 단독	미쓰비시지소 단독
규모	지상 33층/지하 4층, 약 164m	지상 38층/지하 4층, 약 198m	지상 34층/지하 4층, 약 170m
연면적	약 145,500㎡	약 195,400㎡	약 205,000㎡
기준용적률	1,000%	1,300%	1,300%
<b>최종 적용용적률</b>	<b>1,266%</b>	<b>1,665%</b>	<b>1,430%</b>
도쿄역 용적 이전분	266%	365%	130%
추가 도시계획 수단	특례용적률 적용구역 제도 + 종합설계 기반 용도입체·육성용도 집약화 특례	특례용적률 적용구역 제도 + 특정가구제도 등	특례용적률 적용구역 제도 + 도시재생특별지구
공공기여	지상 관통 통로, 저층부 공간 공개, 도쿄역-유라쿠초-도쿄국제포럼 연결	보행자 전용통로 정비, 도쿄역 앞 지하광장 정비, 저층부 상업시설 153개 점포 도입	이치고칸 광장, 저층부 상업시설, 지역냉난방시설, 지하보행 네트워크 확장
제도적 의의	일본 최초의 특례용적률 적용, 도쿄역 보존·복원 자원과 주변 고밀 개발을 결합	도쿄역 미사용 용적을 대규모로 이전, 고밀 업무·상업 복합개발과 보행환경 개선	역사적 건축물 복원, 문화시설, 광장, 환경 인프라, 고밀 업무개발

자료: 각 사, IBK투자증권

## 시부야 스트림: 광역 교통망 연계 재생

시부야 복합개발 프로젝트  
: 광역철도망 재편 + 유희  
철도부지 활용

시부야 스트림은 시부야역 남측에 위치한 복합개발 프로젝트로, 광역철도망 재편과 유희 철도부지 활용이 결합된 도시재생 사례다. 시부야는 도쿄 서남부의 핵심 환승 거점이면서 젊은 소비, 문화 콘텐츠, IT·스타트업 수요가 동시에 모이는 부도심이다.

소비·문화 기반, 교통  
인프라 재편 및 남측 확장

도큐가 철도와 역세권 개발을 통해 시부야의 물리적 기반을 형성했다면, 세이부와 파르코는 패션, 문화, 젊은 소비 콘텐츠를 축적하며 시부야를 소비 문화 거점으로 키웠다. 다만 시부야 스트림의 핵심은 이러한 소비·문화 기반 위에서, 도큐가 교통 인프라 재편과 보유 자산을 활용해 시부야의 도시 기능을 남측으로 확장했다는 데에 있다.

시부야역 일대, 계곡형  
지형으로 복잡성 ↑

시부야역 일대는 높은 잠재력에도 불구하고 지형과 인프라의 제약이 컸다. 계곡형 지형 위에 철도와 간선도로가 복잡하게 얽히면서 역 주변 공간은 여러 방향으로 단절됐고, 사람의 흐름도 자연스럽게 확장되기 어려웠다.

연결 약화 요인  
1) 국도 246호  
2) 수도고속도로

특히 국도 246호와 수도고속도로는 시부야역 남측과 기존 중심 상권 사이의 보행 연결을 약화시키는 요인으로 작용했다. 역 시설은 노후화됐고 환승동선은 복잡했으며, 역 앞 교통광장과 보행공간도 늘어나는 유동인구와 도시 기능을 충분히 받아내기 어려웠다.

도요코선과 후쿠토신선의  
상호직통 운행이 시부야  
스트림의 직접적 계기

시부야 스트림의 직접적 계기는 2013년 3월 도큐 도요코선과 도쿄메트로 후쿠토신선의 상호직통 운행이었다. 이 과정에서 도요코선 시부야역이 지하화됐고, 기존 지상부 플랫폼과 선로 부지가 더 이상 철도시설로 쓰이지 않게 됐다.

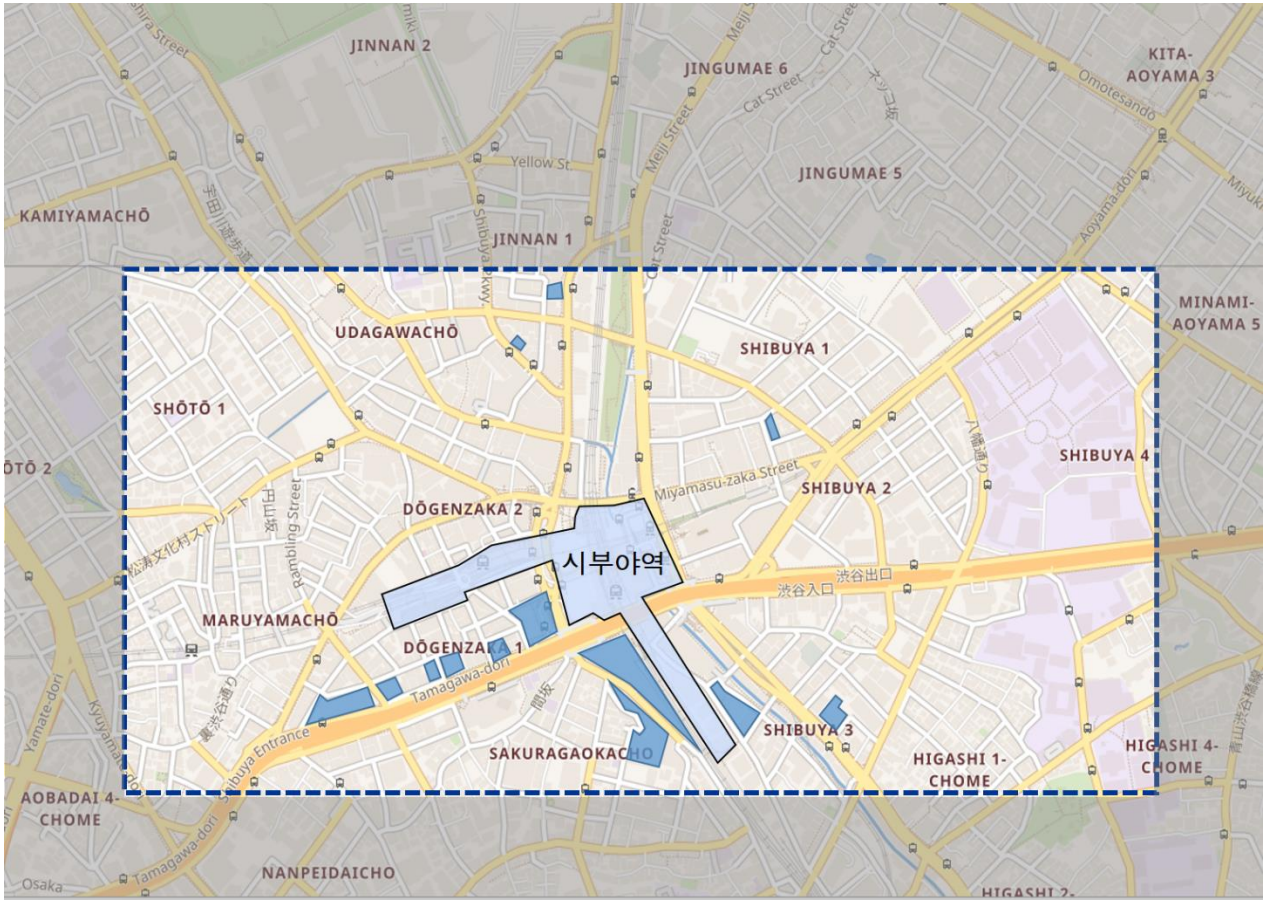
유희화된 철도부지  
→ 남측 개발의 핵심 부지

이 유희화된 철도부지가 시부야역 남측 개발의 핵심 부지로 전환되면서, 철도망 재편은 교통 개선을 넘어 새로운 도시공간을 만들어내는 계기가 됐다. 도큐는 이 부지를 활용해 시부야역 남측의 보행 흐름을 되살리고, 기존 중심 상권에 집중됐던 유동인구를 사쿠라가오카와 시부야 3초메 방향으로 확장하는 전략을 추진했다.

도큐 그룹은 복합 권역  
운영자에 가까움

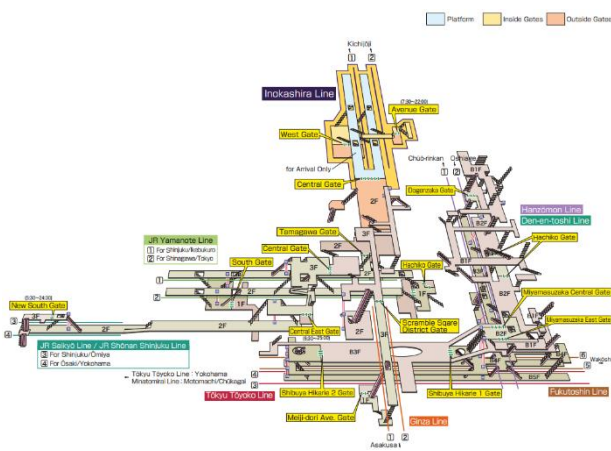
이 과정에서 핵심 역할을 한 주체는 도큐 그룹이다. 도큐 그룹은 시부야를 기반으로 철도, 부동산, 상업, 호텔, 생활서비스를 함께 운영해온 사업자다. 따라서 시부야에서 도큐의 역할은 철도 이용자 흐름, 역세권 보행동선, 상업시설 배치, 업무 수요 유치, 호텔 문화 기능을 함께 설계할 수 있는 권역 운영자에 가까웠다.

그림 93. 도큐 부동산(Tokyu Land Corporation) 시부아 구역



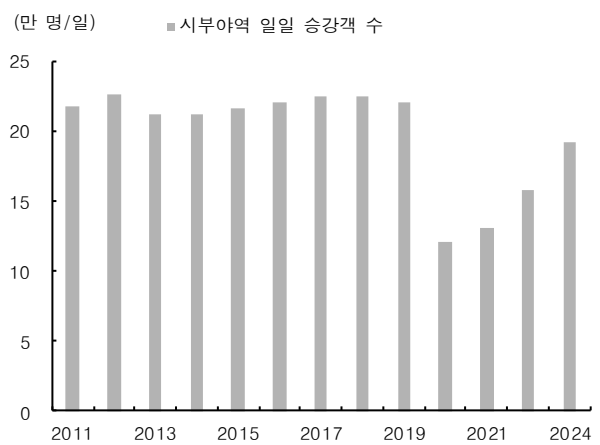
주: 파란색 표시가 도큐 부동산이 보유한 자산  
 자료: Google map, IBK투자증권

그림 94. 시부아역 구내도



자료: 케이오 전철, IBK투자증권

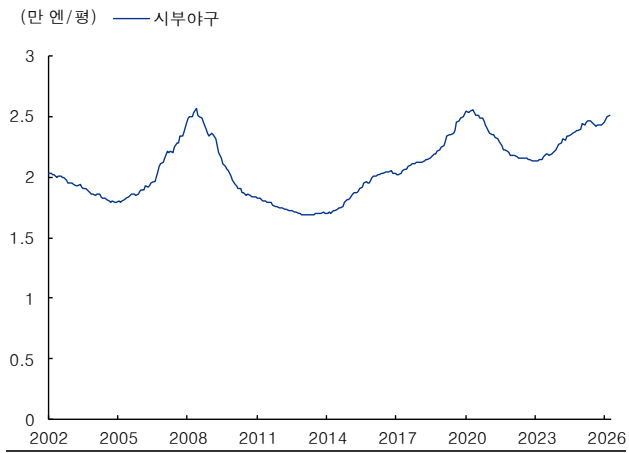
그림 95. 시부아역 승하차 인원



주: 2023년 자료 부재  
 자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

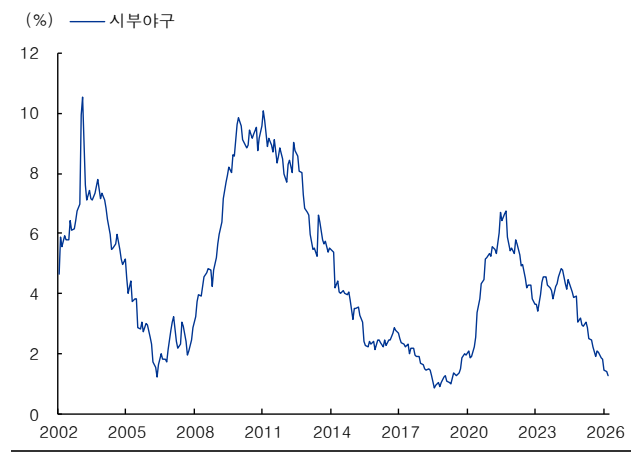
<p>제도적 기반 1) 도시재생긴급정비지역 2) 도시재생특별지구</p>	<p>제도적 기반은 도시재생긴급정비지역과 도시재생특별지구였다. 시부야역 주변은 2005년 12월 도시재생긴급정비지역으로 지정됐고, 이후 시부야역 지구, 시부야역 남측 지구, 도겐자카 지구를 중심으로 도시계획 제안과 도시재생특별지구 결정이 이어졌다. 시부야역 남측 지구는 기존 상업지역 기준보다 높은 수준의 개발이 가능해졌고, 이러한 인센티브는 단순한 용적률 상향에 그치지 않았다.</p>
<p>공공 = 개발 가능성 제공 민간 = 전체 도시 기능 ↑</p>	<p>철도 개량사업, 환승 기능 강화, 보행 네트워크 개선, 방재 기능 보완, 크리에이티브·콘텐츠 산업 기능 도입과 결합되면서 개발 유연성과 공공기여가 맞교환되는 구조가 만들어졌다. 즉 공공은 민간에 더 높은 개발 가능성을 제공하고, 민간은 교통·보행·공공공간·방재 기능을 개선함으로써 권역 전체의 도시 기능을 높이는 방식이었다.</p>
<p>시부야 스트림은 시부야의 복합 거점</p>	<p>시부야 스트림의 개발 내용도 이러한 목적에 맞춰 설계됐다. 이 프로젝트는 기존 도요코선 플랫폼과 선로 부지를 활용해 조성된 지하 4층·지상 35층, 높이 약 180m, 연면적 약 11.7만㎡ 규모의 복합시설이다. 주요 용도는 오피스, 상업시설, 호텔, 홀, 컨퍼런스, 식음시설 등으로 구성되었으며, 여기에 업무, 호텔, 컨퍼런스, 식음, 수변공간을 더해 시부야를 일하고 머무는 복합 거점으로 확장했다. 기존 중심 상권에 집중됐던 유동인구를 역 남측으로 끌어내고, 단절됐던 보행 흐름을 다시 연결한 것이다.</p>
<p>트래픽, 체류시간 ↑ : 낮은 공실률과 높은 임대료의 보조 지표</p>	<p>이러한 권역 개발의 성과는 일반적인 건물 연면적 증가로만 설명되지 않는다. 핵심은 트래픽과 체류시간을 늘리고, 이를 저층부 상업 활성화와 오피스 임대 경쟁력, 권역 브랜드 개선으로 연결하는 데 있다. 물론 공실률과 임대료는 경기 사이클, 신규 공급, 금리, 기업 이전 수요 같은 외부 변수의 영향을 받기 때문에 특정 프로젝트의 효과로 단정할 수는 없다. 그러나 시부야역 주변 오피스 시장이 낮은 공실률과 높은 임대료를 유지하고 있다는 점은 시부야가 업무·문화 복합 거점으로 확장되고 있음을 보여준다.</p>
<p>시부야구, 평균 공실률 하락, 평균 임대료의 상승 확인</p>	<p>실제 시부야구 평균 공실률은 2024년 3월 4.77%에서 2025년 3월 3.05%, 2026년 3월 1.27%까지 낮아졌다. 같은 기간 평균 임대료는 2024년 3월 23,185엔/평에서 2025년 3월 24,538엔/평, 2026년 3월 25,047엔/평으로 상승했다.</p>
<p>외부 충격에도 장기적으로 임대 경쟁력 ↑, 회복력 ↑</p>	<p>장기 흐름으로 보더라도 시부야구 공실률은 코로나 이전인 2018~2019년 1%대까지 낮아졌고, 코로나 이후 2021년 9월 6.75%까지 상승했으나 이후 다시 하락세로 전환됐다. 평균 임대료 역시 2020년 4월 25,531엔/평을 고점으로 조정받은 뒤 2026년 3월 25,047엔/평까지 회복했다. 이는 시부야 권역이 외부 충격을 겪더라도 장기적으로 높은 임대 경쟁력과 회복력을 유지하고 있음을 보여준다.</p>
<p>소비 문화 중심지 → 복합 거점(업무, 체류)</p>	<p>따라서 시부야 스트림의 의미는 교통망 재편과 유희 철도부지 활용, 보행 네트워크 개선, 업무·문화 기능 도입이 결합되면서 커진다. 시부야 스트림은 남측 권역을 새롭게 열어 시부야의 활동 반경을 넓혔고, 그 결과 시부야는 젊은 소비문화 중심지에서 업무와 체류 기능을 함께 갖춘 고밀 복합 거점으로 진화했다고 판단한다.</p>

그림 96. 시부야구 임대료 추이



자료: 미키쇼지, IBK투자증권

그림 97. 시부야구 공실률 추이



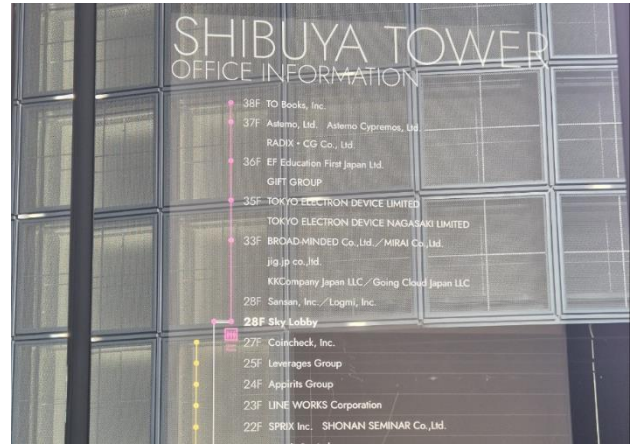
자료: 미키쇼지, IBK투자증권

그림 98. 시부야 사쿠라 스테이지 조감도



자료: IBK투자증권

그림 99. 시부야 타워 주요 임차인(반도체 및 IT 기업 입주)



자료: IBK투자증권

## 모리빌딩 아자부다이 힐즈: 도심 노후지를 고밀 복합 생활권으로 재편

도쿄 도심 남서부 권역  
: 국제 생활권에서 복합  
거점으로서의 진화

도쿄의 또 다른 핵심 개발축은 롯폰기·도라노몬·아카사카·아자부다리로 이어지는 도심 남서부 권역이다. 이 지역은 마루노우치처럼 전통적 대기업 본사와 금융 기능이 집중된 CBD라기보다, 외국계 기업, 대사관, 호텔, 문화시설, 고급 주거, 국제학교, 의료·라이프스타일 기능이 혼합된 국제 생활권에 가깝다. 도쿄의 업무 기능이 마루노우치와 오테마치 중심의 전통적 CBD에 집중돼 있었다면, 도심 남서부는 글로벌 인재와 외국계 기업, 고급 주거 수요, 문화·소비 기능을 함께 수용하는 복합 거점으로 진화해왔다.

아자부다이 힐즈  
1) 도심 노후지 통합  
2) 국제 복합생활권 재편

아자부다이 힐즈는 이러한 도심 남서부 권역의 성격을 가장 집약적으로 보여주는 대규모 도심 재개발 사례다. 사업지는 도쿄 미나토구의 도라노몬·아자부다이 지구에 위치한다. 개발 이전 이 지역은 도쿄 중심부에 있었음에도 구릉과 계곡이 섞인 복잡한 지형, 오래된 목조주택과 소규모 필지, 부족한 기반시설로 인해 토지 이용 효율이 낮았다. 따라서 아자부다이 힐즈의 출발점은 분절된 도심 노후지를 하나의 사업구역으로 통합하고, 업무·주거·상업·문화·교육·의료·녹지가 결합된 국제 복합생활권으로 재편하는 것이 핵심 과제였다.

개발 주체(모리빌딩)  
: 권역 전체 기능 재편

개발을 실질적으로 주도한 주체는 모리빌딩이다. 모리빌딩은 이 지역을 롯폰기힐즈와 도라노몬힐즈를 연결하는 도심 남서부의 새로운 도시축으로 보고, 개별 건물 개발이 아니라 권역 전체의 기능을 재편하는 장기 프로젝트로 접근했다.

아자부다이 힐즈를 통해  
복합건물 → 복합 생활권

이 점에서 아자부다이 힐즈는 도쿄 중심부의 노후·저이용지를 고밀 복합 생활권으로 전환한 권역 개발 사례다. 특히 모리빌딩은 롯폰기힐즈 이후 축적한 복합개발 운영 경험을 바탕으로, 업무·주거·상업·문화·녹지 기능을 하나의 권역 안에 통합하고 이를 장기적으로 운영하는 모델을 강화했다.

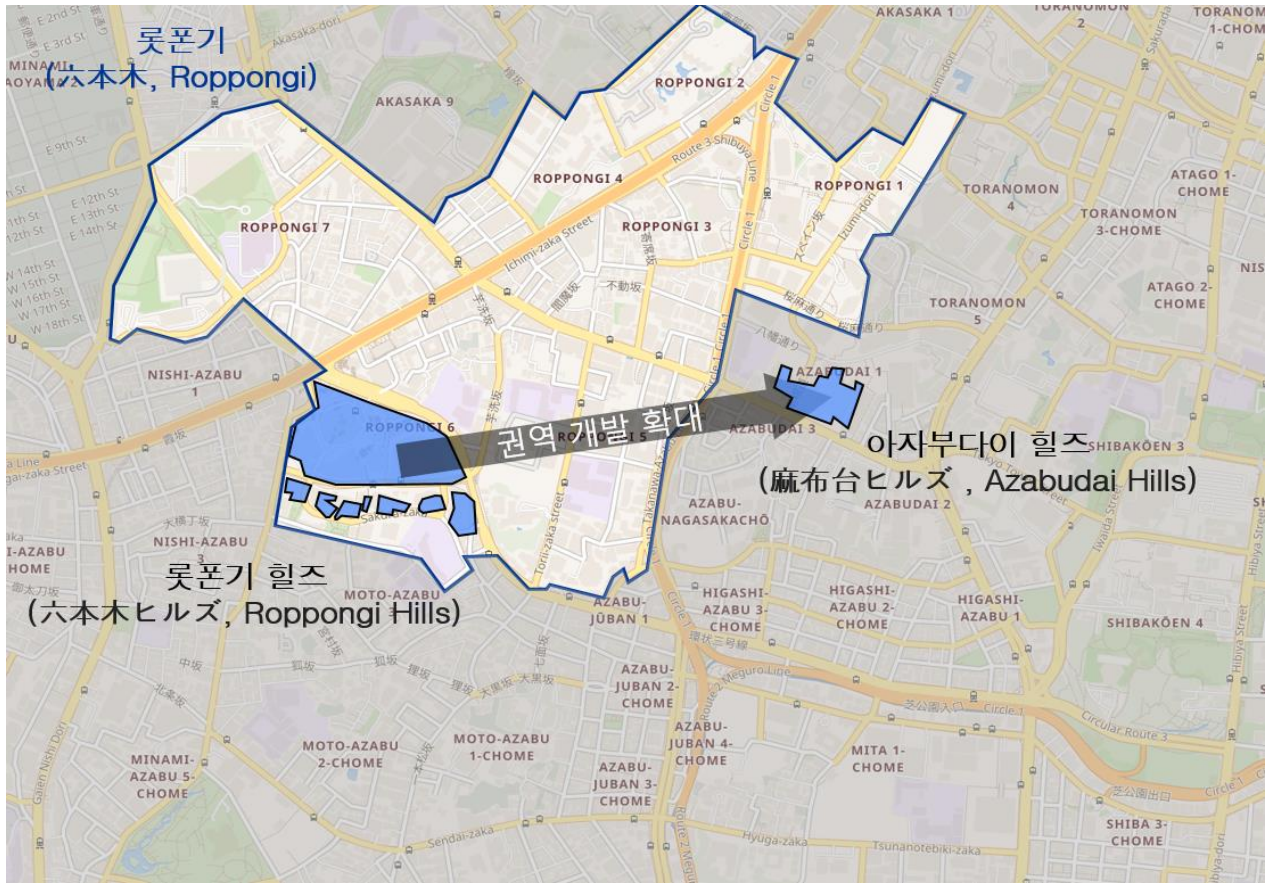
일본식 도심 복합개발의  
어려움

사업의 진행 과정은 일본식 도심 복합개발의 난이도를 보여준다. 아자부다이 힐즈는 1989년 재개발 협의회 설립에서 출발했지만, 재개발 조합 설립은 2018년 3월에야 이뤄졌다. 이후 2019년 2월 권리변환계획 인가, 2019년 8월 착공, 2023년 11월 준공 순으로 사업이 진행됐다.

아자부다이 힐즈 사례  
: 복잡한 이해 관계 +  
도시 기능의 조정

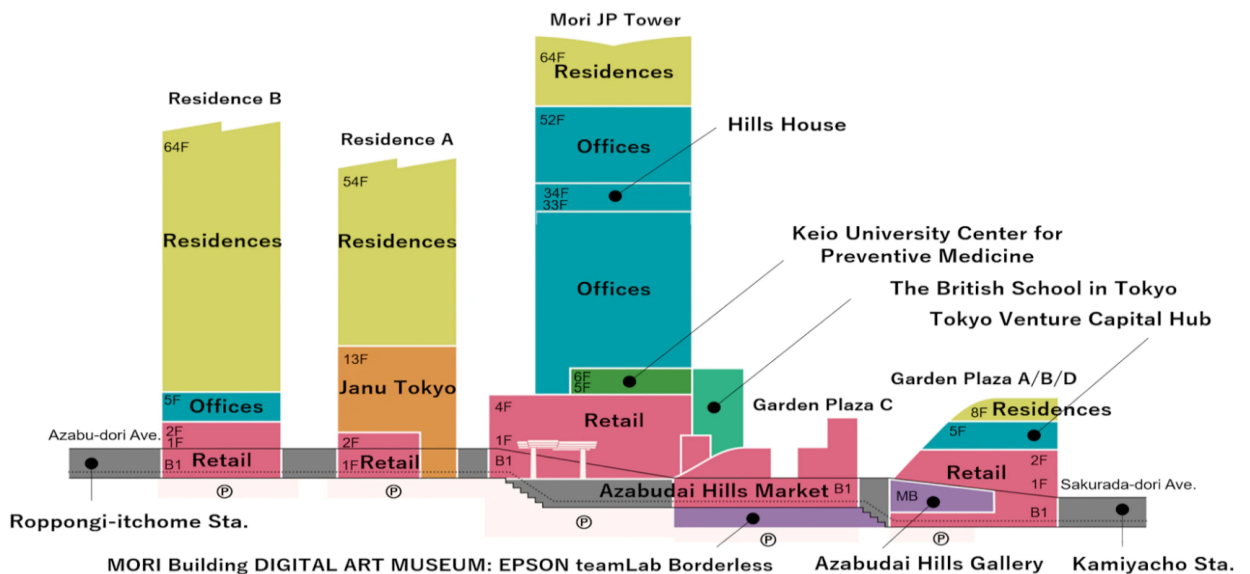
이는 아자부다이 힐즈가 권리관계 조정, 도시계획 승인, 공공기여 설계, 고밀 개발, 장기 운영전략이 결합된 30년 이상 장기 프로젝트였음을 보여준다. 대규모 도심 재개발의 본질은 토지를 확보해 건물을 짓는 데 그치지 않고, 복잡한 이해관계와 도시 기능을 장기간 조정하는 과정에 있다는 점도 이 사례에서 확인된다.

그림 100. 롯폰기 일대 롯폰기 힐즈 및 아자부다이 힐즈의 위치



자료: Google Map, IBK투자증권

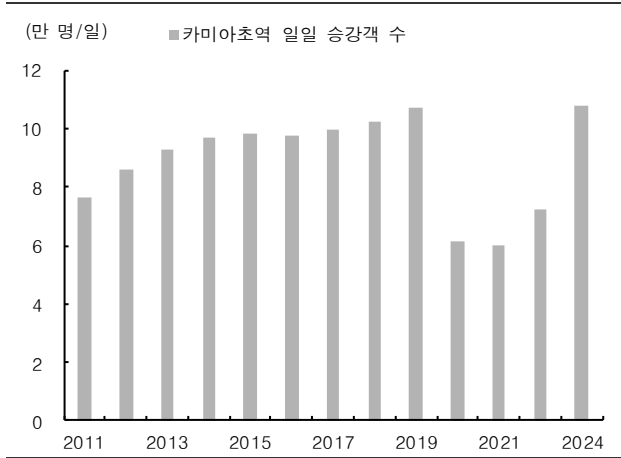
그림 101. 아자부다이 힐즈(麻布台ヒルズ, Azabudai Hills) 건물 내부 구조



자료: 모리빌딩, IBK투자증권

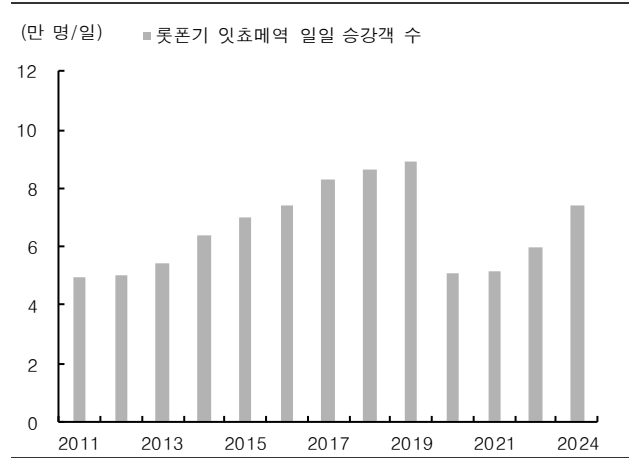
<p>제도적 기반 1) 국가전략특별구역법 2) 시가지재개발사업</p>	<p>제도적 기반은 국가전략특별구역법과 제1종 시가지재개발사업의 결합이다. 아자부다이 힐즈는 2017년 국가전략특별구역법에 근거해 도시계획 승인을 받았고, 이후 제1종 시가지재개발사업 절차를 통해 재개발조합 설립 인가와 권리변환계획 인가를 거쳤다.</p>
<p>필지, 권리관계 통합으로 대규모 고밀 복합개발</p>	<p>이 구조는 분절된 필지와 복잡한 권리관계를 하나의 사업구역으로 통합하고, 도심 핵심부에서 대규모 고밀 복합개발을 가능하게 했다. 이러한 제도적 혜택은 국가전략특구를 통한 도시계획 승인과 시가지재개발사업은 민간의 고밀 개발을 허용하는 대신, 도심 기능 개선과 국제 경쟁력 강화, 공공공간 확보를 함께 요구하는 구조로 작동했다.</p>
<p>개발 콘셉트 : 도심 안에 작은 도시</p>	<p>개발 개요는 도심 안에 하나의 작은 도시를 만드는 방향이었다. 아자부다이 힐즈는 약 8.1ha 부지, 총 연면적 약 86.2만㎡, 약 2.4ha의 녹지를 갖춘 도시 내 복합 생활권으로 개발됐다. 모리 JP타워를 중심으로 오피스, 주거, 호텔, 국제학교, 문화시설, 상업시설, 의료·웰니스 기능, 중앙광장과 녹지가 결합됐다.</p>
<p>체류가치 ↑, 생활가치 ↑ : 업무/생활, 교육/의료, 상업/문화, 녹지/보행공간</p>	<p>오피스 면적은 약 21.45만㎡, 주거는 약 1,400세대, 리테일·레스토랑은 약 150개로 구성되며, 완전 입주 시 약 2만 명의 근무자와 약 3,500명의 거주자, 연간 약 3,000만 명의 방문객이 기대된다. 이는 업무와 생활, 교육과 의료, 상업과 문화, 녹지와 보행공간을 한 권역 안에 압축 배치해 도심의 체류가치와 생활가치를 동시에 높인 사례다.</p>
<p>녹지, 오픈스페이스 등 공공기여</p>	<p>공공기여의 핵심은 녹지, 중앙광장, 보행 네트워크, 방재 성능, 도로체계 개선, 문화·교육·의료 기능의 도입이다. 아자부다이 힐즈는 약 2.4ha의 녹지를 확보해 전체 부지의 약 30%를 녹지와 오픈스페이스로 구성했고, 중앙광장을 중심으로 상업·문화·교육·의료 기능을 배치했다.</p>
<p>자연 조화 도심형 생활권 : 고밀 개발, 녹지·웰니스</p>	<p>모리빌딩은 이 프로젝트를 자연과 조화를 이루는 도심형 생활권으로 제시하며, 고밀 개발과 녹지·웰니스 기능을 동시에 구현하려 했다. 결과적으로 고밀 개발 인센티브는 민간수익만을 위한 장치가 아니라, 노후 도심의 방재 성능과 기반시설, 보행환경, 녹지, 국제 생활서비스를 함께 개선하는 대가로 부여된 것으로 볼 수 있다.</p>
<p>노후·저이용 도심지 통합 → 녹지 + 공공공간</p>	<p>결국 아자부다이 힐즈의 의미는 노후·저이용 도심지를 통합해 국제 업무, 고급 주거, 문화·소비, 교육·의료, 녹지와 공공공간을 하나의 운영 가능한 권역으로 재구성했다는 데에 있다.</p>
<p>노후 주거·상업 혼재지 → 국제 생활권형 복합도시</p>	<p>다이마루유가 일본 대표 CBD의 업무 경쟁력을 권역 단위로 고도화한 사례이고, 시부야 스트림이 철도망 재편과 유희 철도부지를 활용해 역세권의 활동 반경을 넓힌 사례라면, 아자부다이 힐즈는 도심 내 노후 주거·상업 혼재지를 국제 생활권형 복합도시로 전환한 사례다. 세 사례 모두 개발의 목적이 기존 도시자산을 재조합해 권역의 사용가치와 운영가치를 높이는 데 있다는 점에서 공통점을 갖는다.</p>

그림 102. 카미아초역 승하차



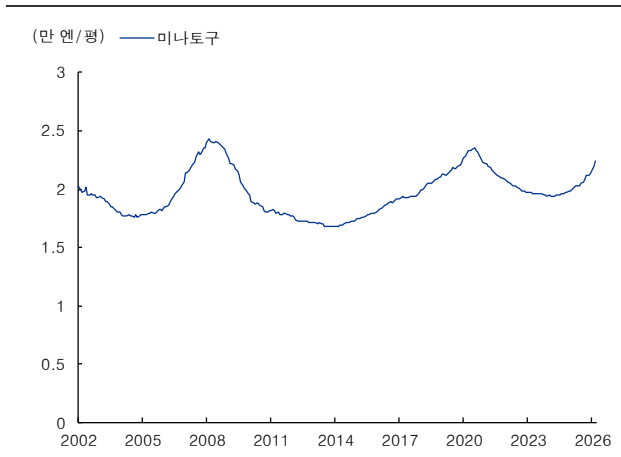
주: 2023년 자료 부재  
자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 103. 롯폰기 잇초메역 승하차



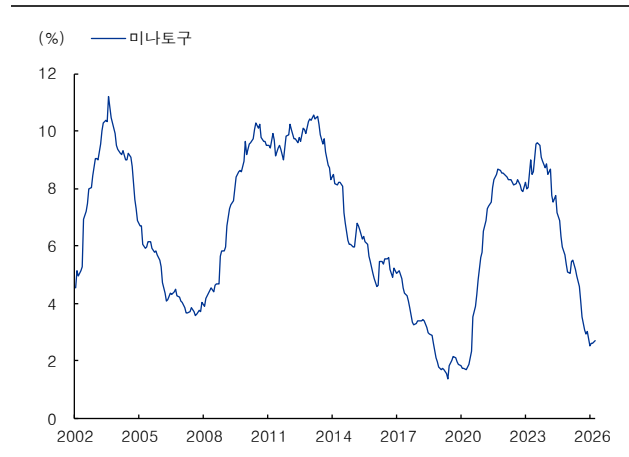
주: 2023년 자료 부재  
자료: 도쿄메트로, 국토교통성, IBK투자증권

그림 104. 미나토구 임대료 추이



자료: 미키쇼지, IBK투자증권

그림 105. 미나토구 공실률 추이



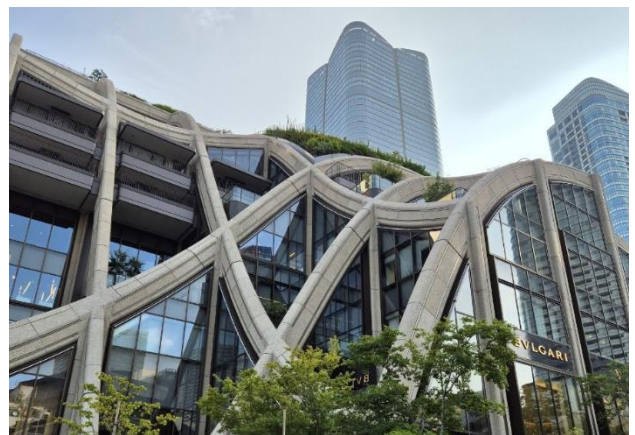
자료: 미키쇼지, IBK투자증권

그림 106. 아자부다이 힐즈(모리타위 및 레지던스)



자료: IBK투자증권

그림 107. 아자부다이 힐즈(쇼핑센터)



자료: IBK투자증권

## 6. 한국형 권역 개발의 조건: 흠어진 자산을 묶는 제도

일본의 권역 개발 모델

- 1) 토지, 권리 장기간 조정
- 2) 업무·상업 등 기능 결합
- 3) 운영자산으로 관리

일본의 권역 개발 모델이 매력적인 이유는 대형 복합시설에서만 기인하지 않는다. 다이마루유, 시부야, 아자부다이 힐즈의 공통점은 토지와 권리를 장기간 조정하고, 업무·상업·주거·문화·교통 기능을 결합한 뒤, 개발 이후에도 권역 전체를 운영자산으로 관리했다는 데에 있다. 결국, 권역의 임대료, 트래픽, 체류시간, 상업 활성화도, 브랜드 가치를 장기간 높이는 운영 구조가 만들어졌다는 점이 중요하다.

한국의 도시 개발

- (빠른 공급, 빠른 회수)
- 1) 외곽 택지 개발
  - 2) 아파트 대량공급
  - 3) 선분양

그러나 한국에서 같은 모델이 바로 나타나기는 어려웠다. 한국의 도시 개발은 장기 보유·운영형 모델보다 빠른 공급과 빠른 회수에 최적화된 구조로 발전해왔기 때문이다. 고도성장기에는 주택 부족과 인구 증가에 대응하는 것이 우선이었고, 외곽 택지 개발, 아파트 대량공급, 선분양 방식이 가장 효율적인 공급 수단으로 작동했다. 시행사는 얇은 자기자본으로 토지를 확보하고, 차입을 통해 사업을 진행한 뒤 분양대금으로 수익을 올렸다. 이 구조에서는 자산을 오래 보유해 운영수익을 키우기보다, 분양으로 빠르게 회수하고 다음 사업으로 이동하는 것이 합리적이었다.

일본 = 장기 보유, 임대 수익, 권역 브랜드 축적  
한국 = 투기, 불로소득의 원천

또한, 기업 부동산을 둘러싼 제도적·사회적 인식도 일본과 달랐다. 일본의 대형 디벨로퍼는 도심 토지를 장기간 보유하고 임대수익과 권역 브랜드를 축적하는 방식으로 성장했다. 반면 한국에서는 기업의 대규모 토지 보유가 투기나 불로소득의 원천으로 인식되는 경향이 강했다.

한국, 비업무용 토지 규제

- 1) 세제 규제
- 2) 토지공개념 논의
- 3) 5·8 부동산 특별대책

인식의 시작은 정부의 정책이었다. 1970년대 이후 비업무용 토지에 대한 세제 규제와 1980년대 말 토지공개념 논의, 1990년 5·8 부동산 특별대책은 이러한 인식을 제도적으로 보여준 사례다. 당시 정부는 대기업 집단의 업무와 직접 관련이 낮은 부동산 보유를 억제했고, 이는 기업에 업무용으로 명확히 설명되지 않는 토지는 세제·금융·행정·여론의 부담이 될 수 있다는 신호를 줬다.

1990년 5·8 부동산 특별대책으로 대기업 부동산 자산 대거 매각

당시 정부는 49개 계열기업군의 비업무용 부동산 처분을 요구하고, 대기업의 신규 부동산 취득 제한, 신규대출 중단, 연체대출금리 적용, 금융기관의 담보취득 금지 등 세제와 금융을 결합한 강한 압박을 가했다. 이후 삼성·현대·대우·럭키금성 등 49개 재벌이 처분해야 할 비업무용 부동산은 5,741만 평으로 집계됐고, 1993년 3월 말까지 84.9%가 매각됐다.

한국 대기업, 업무 관련성 입증위한 자산 중심 보유

이러한 환경에서는 대기업이 도심 토지를 장기간 보유하며 권역 전체를 운영하는 일본식 디벨로퍼로 성장하기 어려웠다. 기업 부동산은 공장, 본사, 물류센터, 연수원, 리조트, 백화점, 호텔처럼 업무 관련성을 입증하기 쉬운 자산 중심으로 남았다. 또한 제조업 중심의 성장 체제에서 기업 자금은 본업 설비투자에 우선 배분됐고, 부동산 장기 보유와 권역 운영은 자본 배분의 우선순위에서 밀릴 수밖에 없었다.

## 일본식 보유 모델을 넘어 한국형 운영 모델로

국내 주요 그룹, 권역  
개발 잠재 자산 다수 보유

그럼에도 한국에서 권역 개발의 잠재력이 없는 것은 아니다. 문제는 자산의 배치와 활용 방식이다. 주요 그룹의 서울 내 보유·사용 부동산을 보면 삼성은 서초와 태평로, SK는 종로·을지로·남산, 현대차그룹은 양재·계동·삼성동, LG는 여의도·강남·용산, 롯데는 소공동·잠실, 한화는 장교동·여의도·소공동에 주요 사옥과 영업용 부동산을 보유하거나 사용하고 있다.

국내 대기업 자산  
: 본사, 사옥, 백화점,  
호텔, 연구시설

다만 이 자산들은 일본의 마루노우치, 시부야, 롯폰기·아자부다이처럼 특정 권역 안에서 연속적으로 축적되어 하나의 도시 플랫폼을 형성했다기보다, 그룹 본사, 금융사 사옥, 백화점, 호텔, 연구시설, 업무용 건물 등으로 흩어져 존재해왔다. 여러 자산이 동일한 권역 안에서 연결되어 장기 운영형 도시자산으로 발전한 사례는 제한적이었다.

일본 = 장기 운영  
복합도시  
한국 = 개별 목적 자산

이 차이가 일본과 한국의 핵심 차이다. 일본의 미쓰비시지쇼는 마루노우치 일대에서 토지를 장기간 보유하며 권역 전체의 임대료, 보행량, 상업 콘텐츠, 공공공간, 도시 브랜드를 관리하는 방식으로 성장했다. 도큐 그룹은 시부야에서 철도와 부동산, 상업시설을 결합해 역세권 전체의 흐름을 재편했다. 모리빌딩은 롯폰기와 아자부다이에서 노후지를 통합하고 업무·주거·상업·문화·녹지를 결합한 장기 운영형 복합도시를 만들었다.

한국 기업의 역량은 충분

그렇다고 권역 개발을 포기할 필요는 없다. 이미 국내 대기업들은 자본력, 브랜드, 상업시설 운영 경험, 호텔·리테일 운영 역량, 건설·개발 역량을 갖추고 있다. 특히 롯데, 신세계, 현대백화점, 한화 등은 대형 상업시설과 복합시설을 장기간 운영해본 경험이 있고, 삼성, SK, 현대차, LG 역시 주요 도심 입지에 업무용 자산을 보유하고 있다.

한국에 맞는 새로운 제도  
필요

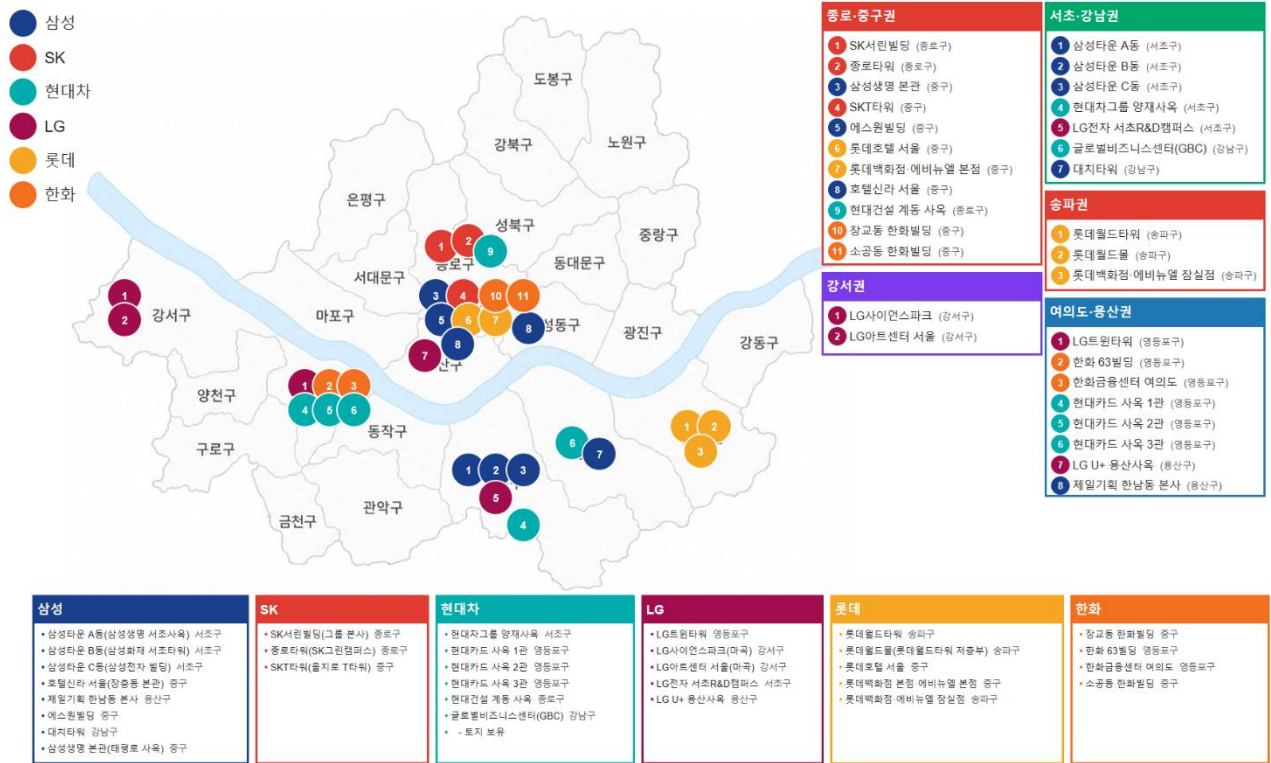
오히려 필요한 것은 일본 모델을 그대로 복제하는 것이 아니라, 한국의 제도와 금융 구조에 맞는 우회 경로를 만드는 것이다. 핵심은 흩어져 있는 기업 자산, 노후 상업지, 역세권, 철도부지, 공공 저이용지를 하나의 개발 구조 안으로 묶고, 개발 이후에도 장기 운영이 가능한 주체가 참여할 수 있도록 만드는 데 있다.

권역 개발을 위한  
2가지 제도  
1) 참가조합원 제도  
2) 프로젝트리츠

이를 위해서는 두 가지 제도적 통로가 필요하다고 판단한다. 첫째는 장기 운영 역량을 가진 민간 사업자가 정비사업 안으로 들어올 수 있는 구조다. 일본의 참가조합원 제도처럼 토지를 보유하지 않은 사업자라도 자금과 운영 역량을 바탕으로 사업에 참여하고, 개발 이후 일정 권리를 취득할 수 있다면 권역 개발의 설계가 달라질 수 있다.

두 번째 방안은 프로젝트리츠를 활용한 자본시장형 개발 구조다. 프로젝트리츠는 토지소유자와 기업이 직접 장기 보유 부담을 모두 떠안지 않더라도, 자산을 출자하고 개발 이후 운영수익을 공유할 수 있는 구조를 제공할 수 있기 때문이다.

그림 108. 주요 그룹 사옥 빌딩 분포



주: OpenAI ChatGPT로 재가공  
자료: IBK투자증권

그림 109. 토지공개념 관련 3개 법안 승인



자료: 대한민국 정책브리핑, IBK투자증권

그림 110. 1990년 부동산 대책 영향으로 재벌 땅 매각



자료: MBC, IBK투자증권

표 20. 주요 그룹사별 소유 오피스 목록

구분	빌딩명	보유법인
삼성	삼성타운 A동(삼성생명 서초사옥)	삼성생명보험
	삼성타운 B동(삼성화재 서초타워)	삼성SRA자산운용 리츠(삼성생명·삼성화재 출자)
	삼성타운 C동(삼성전자 빌딩)	삼성전자
	호텔신라 서울(장충동 본관)	호텔신라
	제일기획 한남동 본사(제일비바빌딩)	제일기획
	에스원빌딩	삼성FN리츠
	대치타워	삼성FN리츠
삼성생명 본관(태평로 사옥)	삼성생명보험	
SK	SK서린빌딩(그룹 본사)	SK리츠(에스케이위탁관리부동산투자회사)
	종로타워(SK그린캠퍼스)	SK리츠 자리츠(토털밸류제1호)
	SK타워(을지로 T타워)	SK텔레콤
현대차	현대차그룹 양재사옥	현대자동차기아
	현대카드 사옥 1관	현대카드
	현대카드 사옥 2관	현대카드
	현대카드 사옥 3관	현대카드
	현대건설 계동 사옥	현대건설
	글로벌비즈니스센터(GBC) - 토지 보유	현대자동차기아·현대모비스
LG	LG트윈타워	(주)LG·LG전자·LG디스플레이·LG화학
	LG사이언스파크(마곡 캠퍼스)	LG전자·LG화학·LG디스플레이·LGi노텍·LGe너지솔루션·LG CNS·LG생활건강·LX하우시스
	LG아트센터 서울(마곡)	LG연암문화재단
	LG전자 서초R&D캠퍼스	LG전자
	LG U+ 용산사옥	LG유플러스
롯데	롯데월드타워	롯데물산
	롯데월드몰(롯데월드타워 저층부)	롯데물산
	롯데호텔 서울	호텔롯데
	롯데백화점 본점·에비뉴엘 본점	롯데쇼핑
	롯데백화점 잠실점·에비뉴엘 잠실점	롯데쇼핑·롯데물산
한화	장교동 한화빌딩	한화리츠
	한화 63빌딩	한화생명보험
	한화금융센터 여의도	한화리츠
	소공동 한화빌딩	한화생명보험

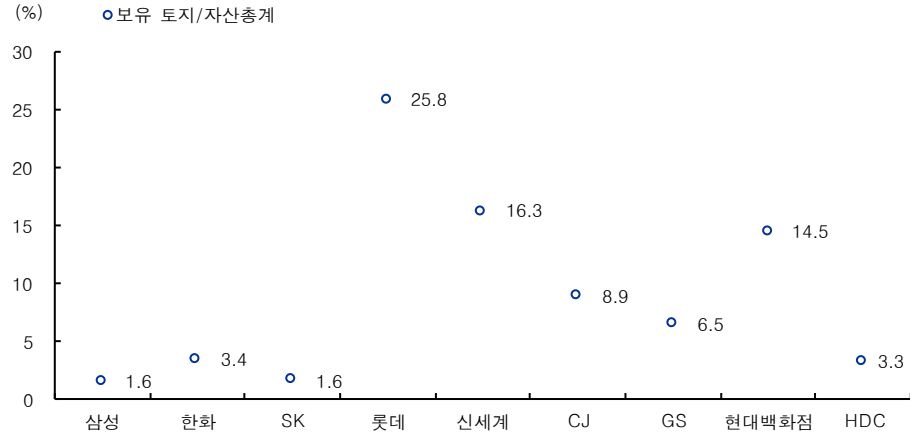
자료: 각 사, IBK투자증권

표 21. 주요 그룹 상장사 유형자산 및 투자부동산 현황(2025.12)

(단위: 조 원, %)	삼성	한화	SK	롯데	신세계	CJ	GS	현대백화점	HDC
자산총계 (A)	1,011.8	251.9	254.5	80.2	34.1	32.4	30.8	18.3	10.5
유형자산	178.5	16.1	80.2	33.6	10.1	7.4	2.3	5.1	0.8
토지 (B)	13.9	7.0	3.8	17.7	5.2	2.7	1.1	2.3	0.1
건물및부속설비	65.5	6.5	13.7	8.7	7.8	3.5	0.8	2.9	0.4
투자부동산	4.5	2.8	0.4	4.5	0.6	0.3	1.5	0.4	0.5
토지 (C)	1.8	1.6	0.3	3.0	0.3	0.2	0.9	0.3	0.2
건물	2.7	1.2	0.1	1.5	0.2	0.2	0.6	0.1	0.3
부채총계	572.9	198.4	87.5	39.6	17.6	16.4	13.6	5.7	4.5
자본총계	438.8	53.5	165.9	40.6	16.5	16.1	17.3	12.6	6.0
부채비율	130.6	370.9	52.7	97.7	107.0	102.1	78.5	45.0	74.1
<b>토지(B+C) / 자산총계 (A)</b>	<b>1.6</b>	<b>3.4</b>	<b>1.6</b>	<b>25.8</b>	<b>16.3</b>	<b>8.9</b>	<b>6.5</b>	<b>14.5</b>	<b>3.3</b>

주1: 2025년 12월 기준  
 주2: 리즈를 제외한 상장사만 포함  
 자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 111. 주요 그룹 내 상장사 자산총계 대비 토지 비율



주1: 2025년 12월 기준  
 주2: 리즈를 제외한 상장사만 포함  
 자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

## 첫 번째 해법: 장기 운영자의 정비사업 참여

한국형 권역 개발의 과제  
1) 민간 사업자 정비사업 참여  
2) 프로젝트리츠 기반, 자본시장형 개발 구조 내 출자

따라서 한국형 권역 개발의 과제는 대기업이 다시 무분별하게 토지를 보유하게 만드는 것이 아니다. 이미 흩어져 있는 기업 부동산, 노후 상업지, 철도부지, 역세권, 공공 저이용지를 하나의 권역 개발 구조 안으로 묶을 수 있는 제도적 통로를 만드는 것이다.

이때 핵심 해법은 두 가지다. 첫째, 일본의 참가조합원 제도와 유사하게 장기 운영 역량을 가진 민간 사업자가 정비사업에 참여할 수 있는 길을 열어야 한다. 둘째, 프로젝트리츠를 통해 대기업이나 토지소유자가 보유한 토지를 직접 장기 보유하지 않더라도 자본시장형 개발 구조 안으로 출자할 수 있게 해야 한다.

일본, 참가조합원 제도  
: 토지 미보유 민간 사업자, 참여(자금부담) 시 사업 후 권리 취득이 가능

일본의 참가조합원 제도는 이 점에서 참고할 만하다. 일본 도심 재개발에서는 원래 토지를 보유하지 않은 민간 사업자라도 사업에 참여해 자금을 부담하고, 사업 완료 후 일정한 권리를 취득할 수 있다. 이는 미쓰비시지쇼, 도큐, 모리빌딩 같은 민간 디벨로퍼가 복잡한 도심 재개발에 들어가 장기적 관점에서 사업을 설계할 수 있는 기반이 됐다.

한국은 민간 시행사의 구조적 참여가 제한적

반면 한국의 정비사업은 기본적으로 토지 등 소유자와 조합 중심 등 분양목적으로 설계되어 있다. 공공시행, 공동시행, 신탁방식, 지정개발자 방식 등이 열려 있기는 하지만, 장기 운영 역량을 가진 민간 사업자가 사업 초기부터 자본과 운영전략을 갖고 구조적으로 참여하는 장치는 제한적이다.

참가조합원형 제도 국내 도입 시, 참여 자격 엄격화 필요

다만 한국에서 참가조합원형 제도를 도입한다면 진입 요건은 엄격해야 한다. 단순히 민간 시행사의 참여 기회를 넓히는 방식으로 가면, 자본력과 운영 역량이 부족한 소규모 시행사들이 소수의 지분으로 사업 진행을 방해할 가능성이 존재한다. 단기 분양수익을 목적으로 난립할 가능성이 크다. 그렇게 되면 권역 개발은 장기간 표류할 가능성이 높다.

참여 자격 필요  
1) 자본력  
2) 장기 운영 레퍼런스  
3) 의무보유 기간

따라서 참여 자격은 일정 규모 이상의 자본력, 대형 상업시설 또는 복합시설 장기 운영 경험, 임대운영 실적, 개발 완료 후 일정 기간 보유 의무 등을 갖춘 사업자로 제한할 필요가 있다. 사실상 대기업, 대형 유통·호텔·상업시설 운영사, 리츠 운영사, 장기 기관투자자와 결합한 전문 디벨로퍼가 주요 대상이 되어야 한다고 판단한다.

표 22. 일본 참가조합원 제도와 한국 시사점

구분	일본 참가조합원 제도	한국에 필요한 시사점
제도 성격	재개발조합 사업에 민간 디벨로퍼·사업자가 조합원 형태로 참여	장기 운영 역량을 가진 민간, <b>정비사업 초기부터 진입 통로가 필요</b>
참여 주체	민간 디벨로퍼, 부동산회사, 운영사업자 등 일반 분양분 취득 예정자	대기업, 유통·호텔·상업시설 운영사, 리츠 운영사, 장기 기관투자자와 결합한 전문 디벨로퍼
참여 시점	사업 초기 또는 조합 정관 단계에서 참여 구조를 설정	사업 후기 시공사 선정보다는 기획·자금·운영전략 단계부터 참여
경제적 역할	일반 분양분 취득 대가로 부담금 납부, 사업비 조달에 기여	기존 PF 의존도를 낮추고 <b>장기 자본을 사업구조 안으로 유입</b>
취득 권리	사업 완료 후 일반 분양분 일부를 취득	분양수익이 아닌 오피스·상업·호텔·임대주택 등 <b>운영자산 확보</b>
사업 내 지위	조합의 일원으로 <b>운영에 참여, 사업 리스크도 부담</b>	민간이 단순 시공자나 금융제공자가 아닌 <b>권역 운영자의 책임</b>
장점	권리관계가 복잡한 도심 재개발에 디벨로퍼의 역량 결합	서울 역세권, 철도부지, 노후 상업지, 대기업 보유지 개발에 유효
위험	일반 분양분 부적절한 가격이나 과도한 민간 이익은 권리자와 이해상충	참여자 자격, 일반 분양분 가격, 공공기여, 장기 보유 의무 설계
한국 도입 조건	일본식 제도의 복제보다는 <b>한국 정비사업 구조에 맞게 변형 필요</b>	자본, 경험 및 실적, 관리 역량, 준공 후 보유 의무를 요건화
프로젝트리츠와 결합	참가조합원이 직접 보유하거나 장기 운영 가능	<b>프로젝트리츠가 참가조합원 역할, 또는 참가조합원과 리츠가 결합, 일반 분양분·운영자산 보유 가능</b>

자료: 국토교통성, IBK투자증권

표 23. 일본, 한국 도시정비사업 비교

구분	일본 시가지 재개발사업	한국 재개발·재건축 정비사업	권역 개발 관점의 차이
기본 법제	도시재개발법·도시계획 관련 제도, 도시재생특별조치 등과 결합	도시 및 주거환경정비법 중심	도심 기능 재편·일반 분양분 처분·민간 참여가 제도 내 비교적 명확
기본 사업 주체	재개발조합, 지방공공단체 등	조합 시행이 기본, 공공시행사, 공동시행사, 신탁업자, 지정개발자 방식	<b>한국은 조합 중심</b> , 민간 디벨로퍼는 주로 시공·금융·대행 방식의 결합
권리 구조	기존 토지·건물 소유자가 권리변환을 통해 권리상 취득	토지등소유자가 조합원, 중전자산·중후자산 평가로 권리 배분	양국 모두 기존 권리자 보호가 핵심, 일본은 일반 분양분과 참가조합원 구조가 보다 명시적
민간 디벨로퍼 참여	참가조합원, 특정사업참가자, 특정업무대행, 특정건축자 등으로 참여	시공사, 공동시행사, 신탁업자, 지정개발자, 민관합동법인 등으로 참여	일본은 민간이 일반 분양분 취득 예정자로 <b>사업 초기부터 참여 통로가 비교적 선명</b>
개발이익 회수 구조	권리자에게 <b>조합 분양분을 배분하고, 일반분양분을 처분</b> 해 사업비 회수	<b>조합원 분양, 일반분양, 임대·상가 분양 등으로 사업성 확보</b>	일본은 참가조합원 참여자가 개발자금·운영전략과 결합될 여지가 큼
디벨로퍼의 사업 내 지위	참가조합원이 되면 조합의 일원으로 참여, 일반 분양분 취득 대가로 부담금 납부	일부 공공 시행자 제외 사실상 참여불가	한국은 민간이 사업 완료 후 권역 운영자까지 자연스럽게 이어지기 어려움
장기 운영 가능성	일반 분양분 취득자가 오피스·상업·주거를 보유·운영하며 권역 운영자로 성장 가능	분양형 회수, 시공 도급, PF 상환 중심, 준공 후 장기 운영 구조가 약함	일본식 권역 개발은 <b>개발 이후 운영까지 이어지는 구조가 강함</b>
공공기여 방식	용적률·도시계획 특례와 보행공간, 광장, 방재, 기반시설 개선	기부채납, 임대주택, 기반시설, 공공시설 부담 등	한국도 공공기여는 존재하나, 권역 전체 운영성과와 결합되는 정도는 제한적
금융 구조	일반 분양분 매각·취득, 참가조합원 부담금, 공공지원, 민간 장기 보유가 결합	분양대금 회수 및 시공사 신용보강 중심	한국은 단기 회수형 금융이 강하고, 일본은 <b>개발 후 보유·운영과 연결될 여지가 큼</b>
한국형 개선 방향	참고 대상	<b>프로젝트리츠, 참가조합원 제도, 장기 운영자 참여조건 도입 필요</b>	<b>토지·자본·개발·운영 역량을 하나의 사업구조 안에 묶음</b>

자료: 국토교통성, 국가법령정보센터, IBK투자증권

### 두 번째 해법: 프로젝트리스를 통한 자본시장형 개발 구조

자본시장형 개발 수단  
활용

장기 운영자를 정비사업 안으로 들이는 것과 별개로, 또 하나의 방법은 자산의 성격에 맞는 자본시장형 개발 수단을 활용하는 것이다. 권역 개발의 대상이 되는 자산은 모두 같은 방식으로 개발될 필요가 없다.

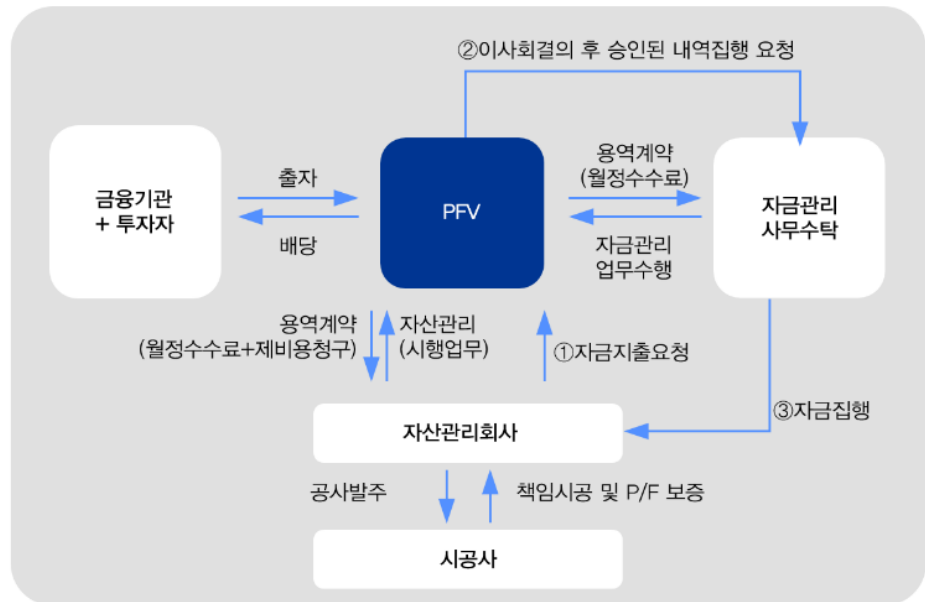
임대수익 위주 자산 구조  
= 배당수익 & 장기 보유

오피스, 상업시설, 호텔, 임대주택, 생활SOC처럼 준공 이후 임대수익이 중요한 자산은 애초에 배당수익과 장기 보유를 전제로 한 구조가 더 적합하다. 특히 상업용지나 복합개발 부지는 개발 이후 단기 매각차익보다 안정적인 NOI와 배당 가능성이 중요하기 때문에, 기존 PFV·PF 구조보다 프로젝트리스와 같은 자본시장형 비히클이 더 자연스럽게 맞는다고 판단한다.

PFV·PF 중심의 개발  
: 분양성 & 차입상환 위주

기존 PFV·PF 중심의 개발 구조에서는 사업의 핵심이 분양성과 차입상환에 놓인다. 시행사는 제한된 자기자본으로 토지를 확보하고, 브릿지론과 본PF를 통해 사업을 진행한 뒤, 분양대금이나 자산 매각대금으로 차입을 상환한다. 이 구조에서는 준공 이후 자산을 장기간 보유하며 임대수익과 운영가치를 키우기보다, 개발 완료 후 빠르게 회수하는 것이 합리적이다. 따라서 장기 임대수익과 운영 효율이 중요한 상업용·복합용 자산에는 구조적으로 맞지 않는 측면이 있다.

그림 112. PFV 구조



자료: IBK투자증권

프로젝트리츠의 특징  
: 개발 초기(구조 활용)  
~ 개발 후기(운영)

반면 프로젝트리츠는 개발 단계부터 리츠 구조를 활용할 수 있도록 설계된 제도다. 설립신고가 수리되면 부동산 개발사업에 대한 투자와 운용, 현물출자, 차입과 사채발행이 가능하고, 개발 및 안정화 단계에서는 일반 리츠보다 공모와 주식분산 부담이 완화된다. 개발 초기에는 전문투자자와 기관자본 중심으로 의사결정을 하고, 준공 이후에는 영업인가 또는 등록을 거쳐 운영형 리츠로 전환할 수 있는 구조다. 운영까지 연결할 수 있다는 점에서 차이가 있다.

과거 = 토지 장기 보유 & 개발 시점 고려  
프로젝트리츠 = 현물출자 & 지분화된 구조 전환

이 구조의 실질적인 장점은 토지소유자에게 단순 매각 외의 선택지를 제공한다는 데 있다. 과거처럼 기업이 나대지나 유희지를 장기간 보유하며 개발 시점을 기다리는 방식은 제도적으로도 사회적으로도 부담이 크다. 그러나 프로젝트리츠를 활용하면 보유 부동산을 현물출자하거나 지분화된 구조로 전환해 개발사업에 참여할 수 있다.

배당수익 및 자산가치 상승 공유 & 소득세 이연

토지소유자는 개발 이후의 배당수익과 자산가치 상승을 함께 공유할 수 있다. 특히 토지 또는 건물을 프로젝트리츠에 현물출자할 경우 일정 요건 아래 양도소득세 납부 또는 법인세 과세가 리츠 주식 처분 시점까지 이연될 수 있어, 토지소유자가 장기 지분 보유를 선택할 유인이 생긴다.

법·금융적 구조 내 결합  
1) 토지와 자본  
2) 개발 역량  
3) 운영 역량

디벨로퍼와 리츠 운용사는 개발계획과 운영전략을 설계하고, 리츠는 준공 이후 자산을 보유·운영하거나 공모·상장·지분 매각을 통해 회수할 수 있다. 즉 프로젝트리츠는 단순히 개발비를 조달하는 수단이 아니라, 토지와 자본, 개발 역량, 운영 역량을 하나의 법적·금융적 구조 안에서 결합하는 플랫폼이 될 수 있다.

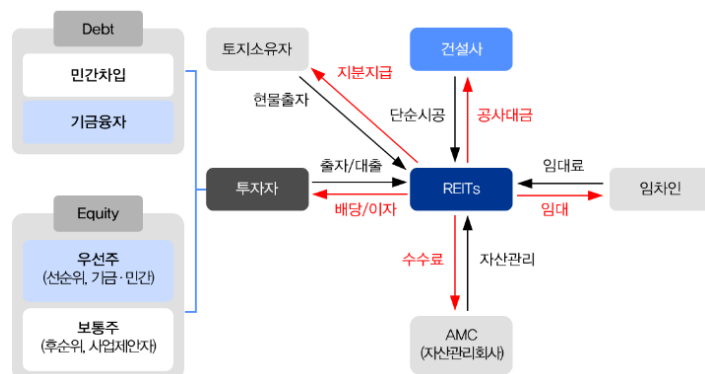
개발금융의 중심  
: 단기 회수 → 장기 운영

결국 프로젝트리츠가 전환의 계기가 될 수 있는 이유는 개발금융의 중심을 단기 회수에서 장기 운영으로 옮길 수 있기 때문이다. 상업용지와 복합개발 부지는 분양으로 빠르게 회수하는 방식보다, 준공 이후 NOI를 안정화하고 이를 배당 가능한 현금흐름으로 전환하는 방식이 더 적합하다.

준공 전 = 토지 + 자본  
준공 후 = 운영형 자산  
→ 배당 및 자산가치 상승 공유

프로젝트리츠는 개발 단계에서는 토지와 기관자본을 묶고, 준공 이후에는 운영형 자산으로 전환해 배당수익과 자산가치 상승을 공유할 수 있게 한다. 참가조합원형 제도가 장기 운영자를 정비사업 안으로 들이는 제도적 통로라면, 프로젝트리츠는 흩어진 토지와 기업 자산을 자본시장형 개발 구조로 전환하는 방법이라 판단한다.

그림 113. 프로젝트리츠 구조



자료: IBK투자증권



## Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
이마트 (139480)	매수(유지)	120,000원(유지)
신세계 (004170)	매수(유지)	780,000원(상향)
IPARK현대산업개발 (294870)	매수(유지)	35,000원(유지)

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 120,000원  
현재가 (6/5) 89,200원

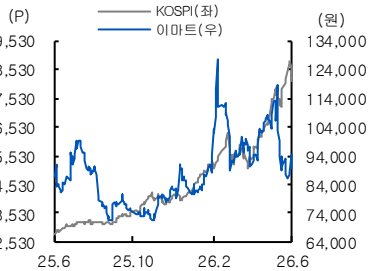
KOSPI (6/5) 8,160.59pt  
시가총액 2,462십억원  
발행주식수 27,596천주  
액면가 5,000원  
52주 최고가 127,600원  
최저가 71,200원  
60일 일평균거래대금 23십억원  
외국인 지분율 26.1%  
배당수익률 (2026F) 3.1%

주주구성  
정용진 외 2 인 28.85%  
국민연금공단 8.94%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-28%	-46%	-65%
절대기준	-16%	8%	3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(26)	8,584	8,584	-
EPS(27)	11,524	11,524	-

이마트 상대주가 (%)



## 이마트 (139480)

### Rising Developer!

#### 신세계프라퍼티 가치 상승은 시간의 문제

중장기적으로 이마트의 핵심 사업부는 신세계프라퍼티가 될 가능성이 높다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 스타필드 준공 사이트 확대에 따른 운영수익 증가가 지속될 것으로 보이고, 2) 이외에도 신규 파이프라인을 보유하고 있어 가치 상승을 기대하고 있으며, 3) 기존 쇼핑몰 노하우와 오피스, 레저 등 다양한 시너지를 창출할 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 동사의 파이프라인 확장 속도는 상당히 빠르게 진행되고 있다. 과거 쇼핑몰 중심에서 테마파크 + 워터파크 + 스타필드 + 골프장 + 호텔 리조트 + 공동주택 등 다양한 복합개발을 시도하고 있다. 이는 복합개발이 구축해야 할 경쟁력으로 평가되며, 이를 통한 운영수익 증가는 향후 수반될 것으로 예상된다.

이미 운영수익 기여도는 빠르게 증가하고 있다. 2025년 신세계프라퍼티 영업이익은 1,740억 원(일회성 이익 포함)을 기록하였고, 이는 2024년 대비 +125.1% 상승한 수치이다. 26년 1분기 영업이익도 270억 원으로 일회성 기저를 감안하면 안정적 수치를 기록하고 있다. 이는 스타필드 및 센터필드 운영에 따른 수익 증가가 영향을 미치고 있기 때문이다.

#### 이마트 본업 개선도 기대

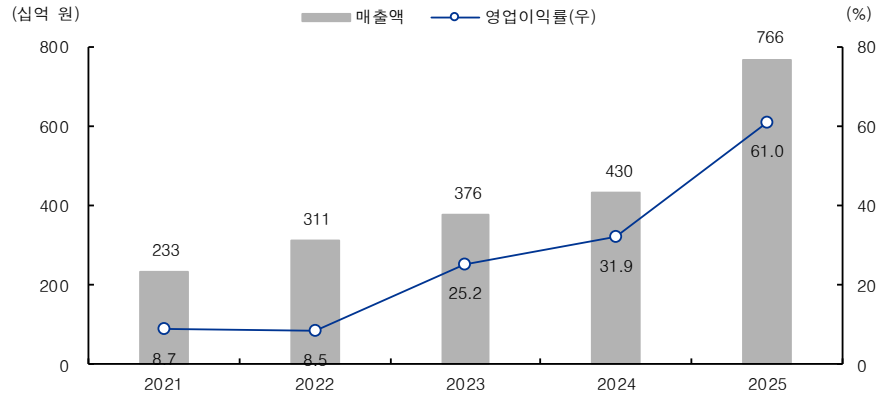
이마트 본업 실적 개선도 당분간 지속될 것으로 전망한다. 그러한 이유는 1) 경쟁사 영업력 약화가 본격화되고 있고, 2) 온라인 체질 개선에 따른 기대 효과와, 3) 통합매입을 통한 수익성 개선과, 4) 연결 자회사 실적 개선도 기대되기 때문이다. 향후 동사의 기업가치는 신세계프라퍼티 성장이 기여할 것으로 판단한다. 단기적으로 본업 펀더멘탈 회복이 기여하겠지만, 중장기적으로 신세계프라퍼티에 주목해야 한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 12만원 유지

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	29,021	28,970	30,697	32,411	33,719
영업이익	47	323	531	585	645
세전이익	-605	376	395	420	544
지배주주순이익	-590	136	237	318	437
EPS(원)	-21,166	4,921	8,584	11,524	15,843
증가율(%)	562.3	-123.2	74.4	34.2	37.5
영업이익률(%)	0.2	1.1	1.7	1.8	1.9
순이익률(%)	-2.0	0.8	1.0	1.0	1.3
ROE(%)	-5.4	1.3	2.1	2.8	3.8
PER	-3.0	16.5	11.0	8.2	6.0
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.6	8.0	6.8	7.0	7.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 114. 신세계프라퍼티 영업실적 추이(별도)



자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

표 24. 스타필드 프로젝트별 유형

구분	스타필드	스타필드 시티	스타필드 빌리지
프로젝트 성격	쇼핑·레저·힐링 등 체험형 공간 결합형	쇼핑·문화·휴식 등 라이프스타일 결합형	쇼핑·헬스케어·뷰티 등 주거 및 커뮤니티 결합형
프로젝트 구성	아쿠아필드, 레저형 시설, 도서관 등 <b>체험형 콘텐츠</b>	키즈 놀이터, 도심 정원, 시티라운지 등 <b>생활형 콘텐츠</b>	전문 그로서리 스토어, 키즈 콘텐츠, 헬스케어, 아카데미 등 <b>일상형 콘텐츠</b>
매장 현황	하남, 고양, 코엑스몰, 안성, 수원	위례, 부천, 명지	파주 운정
추가 준공 예정지	청라, 창원, 광주 등	-	기양, 진주

자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

표 25. 신세계프라퍼티 개발 현황

구분	스타베이시티(화성 국제테마파크)	스타필드 동서울
위치	경기 화성 송산그린시티	서울 광진구 구의동 546-1번지 일대
부지 면적	4,198,000m <sup>2</sup>	36,704m <sup>2</sup>
프로젝트 성격	테마파크 중심 복합도시 개발	터미널 기반 도심 복합개발
프로젝트 구성	테마파크, 워터파크, 스타필드, 호텔/리조트 등	터미널, 스타필드, 상업시설, 오피스 등
진행 현황	25년 8월: 조성계획 제안서 제출	25년 11월: 도시관리계획 결정 고시
향후 일정	26년 말: 착공 29년: 1차 준공 (스타필드, 파라마운트 테마파크, 골프장 등) <b>30년: 1차 개장</b> 36년: 준공 목표	26년 상반기: 도시관리계획 변경 결정 26년 하반기: 건축허가 27년 상반기: 착공 <b>30~31년: 준공 목표</b>

자료: 신세계프라퍼티, 경기도 의회, 서울시, IBK투자증권

표 26. 신세계프라퍼티 주요 운영 현황

이름	지역	연면적	개관
스타필드 하남	경기도 하남시 신장동	459,504m <sup>2</sup>	16년 9월
스타필드 코엑스몰	서울시 강남구 삼성동	364,958m <sup>2</sup>	16년 10월
스타필드 고양	경기도 고양시 동산동	364,958m <sup>2</sup>	17년 8월
스타필드 안성	경기도 안성시 공도읍	240,000m <sup>2</sup>	20년 10월
스타필드 수원	경기도 수원시 정자동	329,917m <sup>2</sup>	24년 1월
스타필드 시티 위례	경기도 하남시 학암동	160,330m <sup>2</sup>	18년 12월
스타필드 시티 부천	경기도 부천시 옥길동	149,090m <sup>2</sup>	19년 9월
스타필드 시티 명지	부산시 강서구 명지동	99,504m <sup>2</sup>	19년 10월
스타필드 빌리지 운영	경기도 파주시 와동동	178,000 m <sup>2</sup>	25년 12월
스타필드 청라	인천시 서구 청라동	537,497m <sup>2</sup>	(2028년 예정)
스타필드 창원	경남 창원시 중동	216,170m <sup>2</sup>	(2028년 예정)
스타필드 광주	광주광역시 광산구 서봉동	536,900m <sup>2</sup>	(2030년 예정)
스타베이시티(화성국제테마파크)	경기도 화성시 남양읍	-	(2030년 이후)
스타필드 동서울	서울시 광진구 구의동	-	(2030년 이후)
센터필드 역삼	서울시 강남구 역삼동	239,252m <sup>2</sup>	21년 1월
스탈릿 성수	서울시 성동구 성수동	7,150 m <sup>2</sup>	22년 5월

자료: 신세계프라퍼티, IBK투자증권

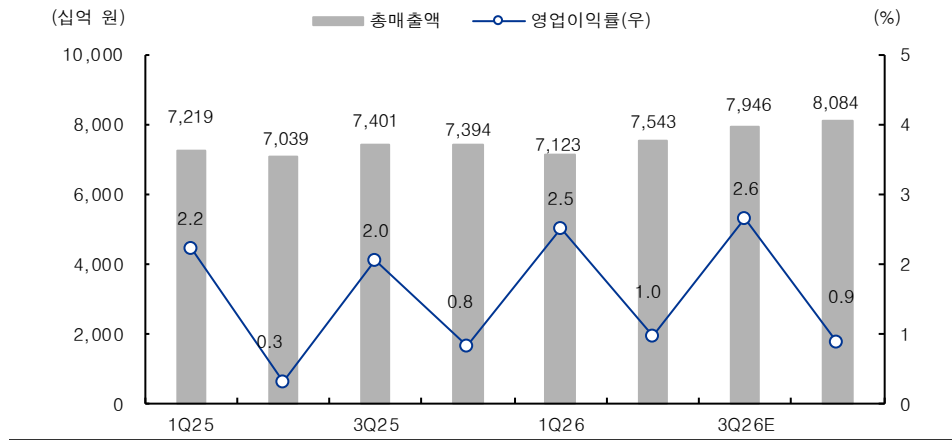
표 27. 이마트 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	72,189	70,390	74,008	73,940	71,234	75,434	79,458	80,842	290,527	306,968	324,106
YoY, %	0.2	-0.2	-1.4	2.0	-1.3	7.2	7.4	9.3	0.1	5.7	5.6
매출원가	49,470	48,396	50,973	50,793	49,222	51,789	54,727	55,534	199,632	211,272	222,993
YoY, %	-0.6	0.0	-1.6	2.0	-0.5	7.0	7.4	9.3	-0.1	5.8	5.5
매출총이익	22,719	21,994	23,035	23,147	22,012	23,646	24,731	25,307	90,895	95,696	101,113
YoY, %	1.8	-0.8	-1.1	2.0	-3.1	7.5	7.4	9.3	0.5	5.3	5.7
매출총이익률, %	31.5	31.2	31.1	31.3	30.9	31.3	31.1	31.3	31.3	31.2	31.2
판관비	21,126	21,778	21,521	22,535	20,229	22,920	22,639	24,595	86,960	90,384	95,267
YoY, %	-3.3	-3.3	-2.9	-3.8	-4.2	5.2	5.2	9.1	-3.3	3.9	5.4
인건비	7,923	7,679	7,568	8,081	6,905	6,925	7,211	8,014	31,250	29,055	28,809
감가상각비	2,755	2,750	2,778	2,778	3,078	3,078	3,078	3,078	11,953	12,312	12,681
무형자산상각비	356	361	359	359	631	631	631	631	2,449	2,522	2,598
광고선전비	518	594	597	685	564	662	586	749	2,395	2,561	2,703
기타 판관비	9,574	10,394	10,218	10,631	9,051	11,624	11,134	12,123	40,818	43,933	51,179
영업이익	1,593	216	1,514	612	1,783	725	2,092	712	3,935	5,312	5,846
YoY, %	238.2	흑전	35.5	흑전	11.9	235.7	38.2	16.4	662.6	35.0	10.0
영업이익률, %	2.2	0.3	2.0	0.8	2.5	1.0	2.6	0.9	1.4	1.7	1.8

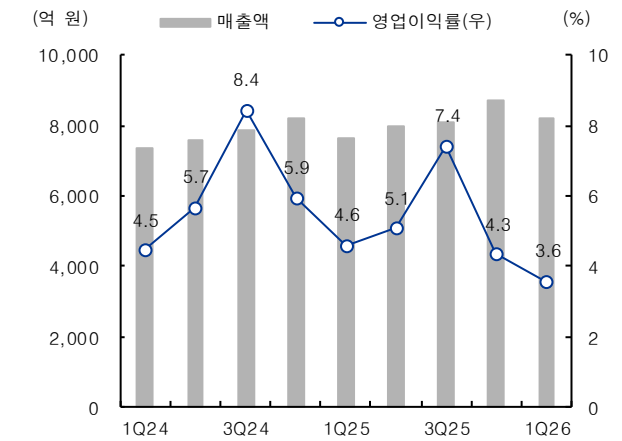
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 115. 이마트 분기별 영업실적 추이 및 전망



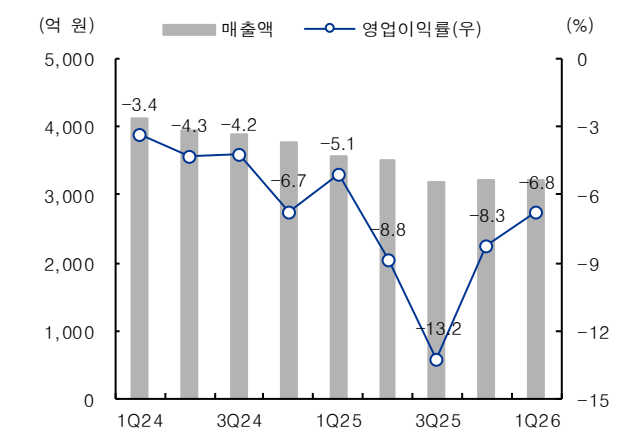
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 116. SKC(구, 스타벅스코리아) 영업실적 추이 및 전망



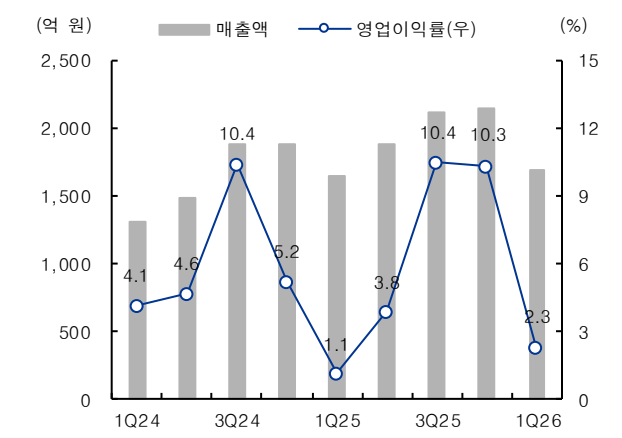
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 117. SSG.COM 분기별 영업실적 추이 및 전망



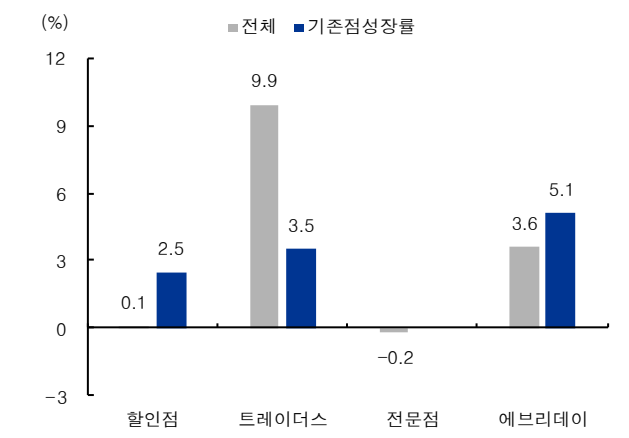
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 118. 조선포텔앤리조트 실적 추이 및 전망



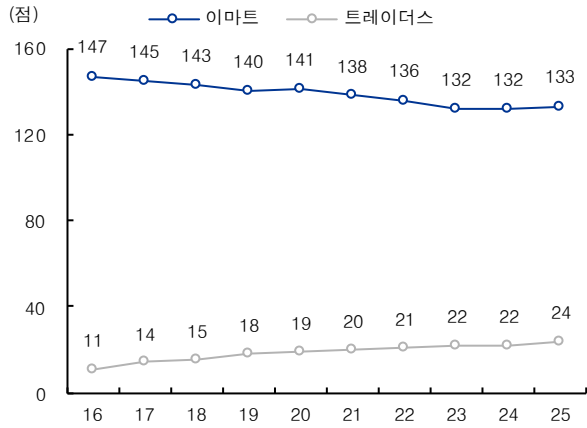
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 119. 2026년 1-4월 누적 사업부별 신장률



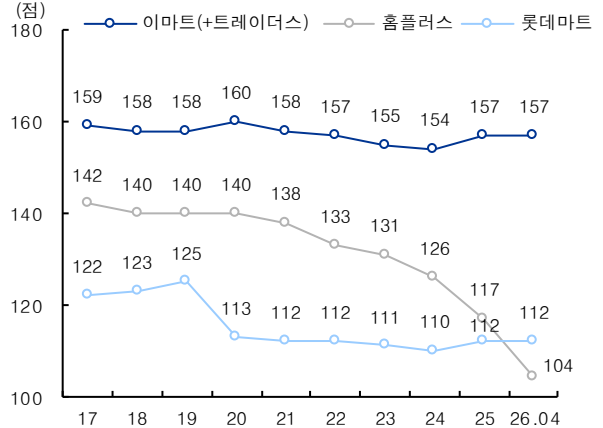
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 120. 이마트 할인점 기말 영업점포수 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 121. 국내 주요 할인점 기말 영업점포수 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권  
 주: 홈플러스 점포수는 26.05.13 기준

표 28. 조선호텔&리조트 운영 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	웨스틴 조선 서울 (보유)	서울 중구 소공동	462	1914년 10월
	웨스틴 조선 부산 (보유)	부산 해운대구 동백로	290	78년 6월
	그랜드 조선 부산 (임차)	부산 해운대구 해운대동	330	20년 10월
	그랜드 조선 제주 (임차)	제주 서귀포시 중문	271	21년 1월
	조선 팰리스 서울 강남 (위탁)	서울 강남구 역삼동	254	21년 5월
4성급 (★★★★)	포포인츠 바이 쉐라톤 조선 서울역 (임차)	서울 용산구 청파동	342	15년 5월
	포포인츠 바이 쉐라톤 조선 명동 (임차)	서울 중구 수표동	375	20년 10월
	그래비티 조선 서울 판교 (위탁)	성남 분당구 판교	306	20년 12월
	레스케이프 호텔 (보유)	서울 중구 회현동	204	18년 7월
	오라카이 대학로 호텔	서울 중구 원남동	232	(우선협상 선정)
<b>합계 (오라카이 제외)</b>			<b>2,834실</b>	

자료: 조선호텔앤리조트, IBK투자증권

이마트 (139480)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	29,021	28,970	30,697	32,411	33,719
증가율(%)	-1.5	-0.2	6.0	5.6	4.0
매출원가	19,980	19,877	21,127	22,299	23,191
매출총이익	9,041	9,093	9,570	10,111	10,528
매출총이익률 (%)	31.2	31.4	31.2	31.2	31.2
판매비	8,994	8,770	9,038	9,527	9,884
판매비율(%)	31.0	30.3	29.4	29.4	29.3
영업이익	47	323	531	585	645
증가율(%)	-200.3	584.8	64.7	10.0	10.3
영업이익률(%)	0.2	1.1	1.7	1.8	1.9
순금융손익	-399	-313	-260	-139	-116
이자손익	-365	-398	-470	-362	-357
기타	-34	85	210	223	241
기타영업외손익	-276	389	167	-42	-15
종속/관계기업손익	23	-22	-43	17	31
세전이익	-605	376	395	420	544
법인세	-32	130	87	92	120
법인세율	5.3	34.6	22.0	21.9	22.1
계속사업이익	-573	246	308	328	424
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-573	246	308	328	424
증가율(%)	205.9	-143.0	25.1	6.4	29.5
당기순이익률 (%)	-2.0	0.8	1.0	1.0	1.3
지배주주당기순이익	-590	136	237	318	437
기타포괄이익	295	567	0	0	0
총포괄이익	-279	814	308	328	424
EBITDA	1,675	1,812	2,055	1,925	1,789
증가율(%)	8.2	8.1	13.4	-6.3	-7.1
EBITDA마진율(%)	5.8	6.3	6.7	5.9	5.3

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-21,166	4,921	8,584	11,524	15,843
BPS	372,745	398,577	404,734	413,346	425,791
DPS	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000
밸류에이션(배)					
PER	-3.0	16.5	11.0	8.2	6.0
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.6	8.0	6.8	7.0	7.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-1.5	-0.2	6.0	5.6	4.0
EPS증가율	562.3	-123.2	74.4	34.2	37.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.2	3.1	3.1	3.6	4.1
ROE	-5.4	1.3	2.1	2.8	3.8
ROA	-1.7	0.7	0.9	1.0	1.2
ROIC	-4.5	2.3	3.0	3.4	4.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	159.3	144.6	145.4	144.2	142.2
순차입금 비율(%)	75.9	69.6	61.2	57.4	54.8
이자보상배율(배)	0.1	0.6	0.9	1.2	1.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	22.9	25.3	24.2	21.8	21.7
재고자산회전율	14.9	14.0	14.1	14.0	13.9
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,429	6,229	7,625	8,288	8,834
현금및현금성자산	1,775	1,303	2,244	2,583	2,783
유가증권	226	511	566	676	706
매출채권	1,216	1,079	1,455	1,520	1,589
재고자산	2,054	2,089	2,264	2,365	2,473
비유동자산	23,501	27,274	26,575	26,346	26,327
유형자산	9,731	9,572	8,921	8,463	8,212
무형자산	4,096	3,937	3,809	3,693	3,589
투자자산	4,242	8,820	8,657	8,792	8,947
자산총계	33,931	33,504	34,200	34,634	35,161
유동부채	10,804	10,071	10,421	10,532	10,648
매입채무및기타채무	1,393	1,340	1,374	1,436	1,501
단기차입금	961	1,112	1,204	1,253	1,304
유동성장기부채	2,204	1,999	1,999	1,999	1,999
비유동부채	10,042	9,735	9,840	9,917	9,997
사채	3,352	2,746	2,746	2,746	2,746
장기차입금	2,397	2,740	2,640	2,640	2,640
부채총계	20,846	19,807	20,262	20,449	20,645
지배주주지분	10,391	10,999	11,169	11,407	11,750
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,208	4,220	4,220	4,220	4,220
자본조정등	384	368	368	368	368
기타포괄이익누계액	1,020	1,566	1,566	1,566	1,566
이익잉여금	4,638	4,705	4,875	5,113	5,456
비지배주주지분	2,694	2,698	2,769	2,779	2,766
자본총계	13,085	13,697	13,938	14,186	14,516
비이자부채	8908	8453	8917	9055	9200
총차입금	11,938	11,354	11,345	11,394	11,445
순차입금	9,937	9,539	8,535	8,136	7,956

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,460	1,319	1,027	1,388	1,224
당기순이익	-573	246	308	328	424
비현금성 비용 및 수익	2,775	2,102	1,660	1,505	1,245
유형자산감가상각비	1,382	1,335	1,396	1,225	1,040
무형자산상각비	246	154	128	116	105
운전자본변동	-372	-632	-471	-83	-88
매출채권등의 감소	4	-49	-377	-65	-69
재고자산의 감소	-210	-247	-175	-102	-107
매입채무등의 증가	-96	-47	34	62	65
기타 영업현금흐름	-370	-397	-470	-362	-357
투자활동 현금흐름	-892	-1,070	-946	-1,226	-1,234
유형자산의 증가(CAPEX)	-651	-723	-744	-767	-790
유형자산의 감소	24	167	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-27	-39	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-440	-665	74	-165	-221
기타	202	190	-276	-294	-223
재무활동 현금흐름	-153	-858	859	177	210
차입금의 증가(감소)	731	-152	-100	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-884	-706	959	177	210
기타 및 조정	-411	137	1	0	0
현금의 증가	4	-472	941	339	200
기초현금	1,771	1,775	1,303	2,244	2,583
기말현금	1,775	1,303	2,244	2,583	2,783

## 매수 (유지)

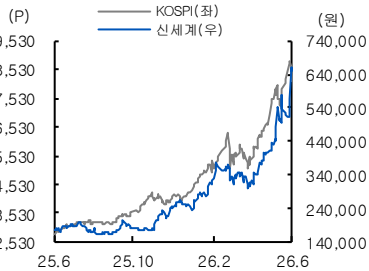
목표주가 (상향)	780,000원
현재가 (6/5)	650,000원
KOSPI (6/5)	8,160.59pt
시가총액	6,139십억원
발행주식수	9,445천주
액면가	5,000원
52주 최고가	659,000원
최저가	161,200원
60일 일평균거래대금	33십억원
외국인 지분율	24.0%
배당수익률 (2026F)	2.0%

주주구성	
정유경 외 3인	29.80%
국민연금공단	13.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	35%	35%	29%
절대기준	58%	169%	276%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	780,000	530,000	▲
EPS(26)	32,855	32,855	-
EPS(27)	39,967	39,967	-

신세계 상대주가 (%)



## 신세계 (004170)

### 파이프라인의 가치!

#### 모멘텀의 방향은 명품에서 자산 개발로

중장기적으로 자산 개발 확대에 따른 펀더멘탈 강화 가능성에 집중할 필요가 있다. 신세계는 광주신세계 개발을 진행하고 있고, 향후 센트럴(고속터미널) 개발을 통해 복합형태 운영수익 구조가 확대될 것으로 전망한다. 특히, 당사에서는 서울 반포 고속터미널 부지 개발에 주목하고 있다. 약 10만 평 규모 부지를 개발하는 것으로 기존 백화점 + 호텔 + 터미널 + 쇼핑몰을 새롭게 재단장할 것으로 알려져 있다. 현재까지 알려진 내용에 따르면 초고층 거주시설과 기존 쇼핑 + 문화 + 호텔 등을 새롭게 단장하고 노후화된 버스터미널을 지하화한다는 계획이다. 문화·예술·업무·상업 주거·녹지 기능을 집약한 Compact City를 표방하고 있고, 일본의 아자부다이 힐즈와 유사한 형태로 개발할 가능성이 높아 향후 기업가치 상승을 이끌 것으로 전망한다.

#### 실적 고성장은 2분기에도 이어질 전망

실적 모멘텀은 2분기에 더욱 강화될 것으로 전망한다. 근거는 1) 본점 리뉴얼 효과가 높게 나타나고 있고, 2) 감가상각비 증가액 부담 완화로 인한 수익성 개선 (1Q +130억 원), 3) 인바운드 증가, 자산가치 상승 등 우호적인 영업환경 지속과, 4) 인천공항 DF2 폐점에 따른 면세점 수익성 개선 및 주요 종속회사 실적 회복도 나타나고 있기 때문이다.

#### 복합개발 가치 반영이 필요한 시점

투자의견 매수 유지 및 목표주가를 780,000원으로 상향한다. 향후 디벨로퍼 전환 가능성을 반영해 Target PER 21.5배(글로벌 Peer 24년, 25년 PER 평균, 20% 할인)를 적용하였다. 당사는 2028년 광주신세계 개장으로 동 사업부 가치가 부각될 가능성이 높다. 향후 파이프라인도 준비하다는 점을 감안할 때 가치 부여는 합당하다는 의견이다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,570	6,929	7,141	7,364	7,687
영업이익	477	480	669	737	819
세전이익	195	132	508	618	710
지배주주순이익	108	14	312	377	432
EPS(원)	10,948	1,440	32,855	39,967	45,765
증가율(%)	-52.1	-86.8	2,181.1	21.6	14.5
영업이익률(%)	7.3	6.9	9.4	10.0	10.7
순이익률(%)	2.8	0.9	5.7	6.7	7.4
ROE(%)	2.5	0.3	6.8	7.8	8.3
PER	12.1	171.5	20.1	16.5	14.4
PBR	0.3	0.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.0	9.0	11.4	10.3	9.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 122. 서울 고속터미널 개발 예상도(외부)



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 123. 서울 고속터미널 개발 예상도(내부)



자료: 서울시, IBK투자증권

그림 124. 광주터미널 복합개발 마스터플랜



자료: 광주신세계, IBK투자증권

그림 125. 광주터미널 조감도



자료: 광주신세계, IBK투자증권

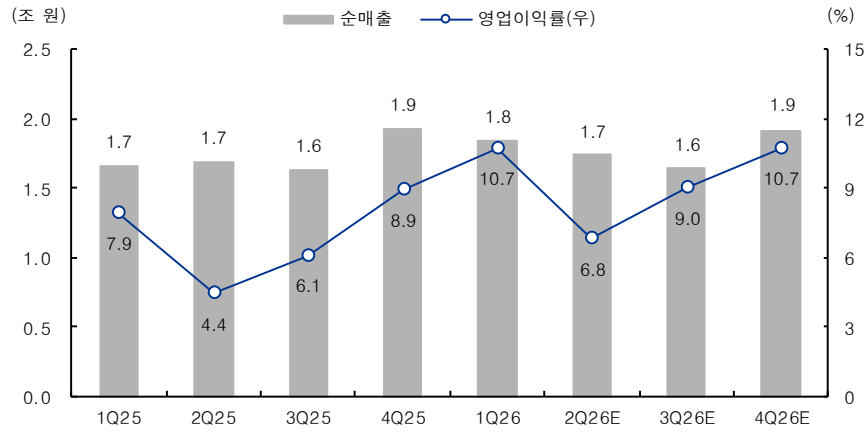
표 29. 신세계 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출	28,780	28,958	28,143	34,196	32,144	30,144	28,564	34,441	120,077	125,293	129,113
순매출	16,658	16,938	16,361	19,337	18,471	17,367	16,435	19,137	69,294	71,410	73,643
YoY, %	3.8	5.6	6.2	6.2	10.9	2.5	0.4	-1.0	5.5	3.1	3.1
매출원가	6,381	6,731	6,567	7,685	6,923	6,498	6,050	7,065	27,364	26,536	27,085
YoY, %	2.0	11.0	9.1	12.3	8.5	-3.5	-7.9	-8.1	8.7	-3.0	2.1
매출총이익	10,277	10,207	9,794	11,652	11,548	10,870	10,385	12,072	41,930	44,875	46,558
YoY, %	5.0	2.3	4.4	2.5	12.4	6.5	6.0	3.6	3.5	7.0	3.8
매출총이익률, %	61.7	60.3	59.9	60.3	62.5	62.6	63.2	63.1	60.5	62.8	63.2
판매비	8,954	9,454	8,797	9,927	9,570	9,686	8,906	10,021	37,132	38,183	39,187
YoY, %	9.7	7.3	4.1	-6.4	6.9	2.4	1.2	0.9	3.1	2.8	2.6
인건비	1,541	1,517	1,486	1,852	1,559	1,557	1,520	1,907	6,395	6,544	6,740
감가상각비	1,025	1,051	1,072	1,104	1,056	1,083	1,104	1,137	4,252	4,380	4,511
무형자산상각비	101	112	131	147	127	127	127	127	492	507	522
광고선전비	252	283	300	292	281	295	304	294	1,126	1,173	1,210
기타 판매비	6,035	6,491	5,808	6,533	6,548	6,624	5,852	6,556	24,867	25,579	26,204
영업이익	1,323	753	997	1,725	1,978	1,184	1,478	2,052	4,798	6,692	7,370
YoY, %	-18.8	-35.9	7.2	66.6	49.5	57.2	48.3	18.9	0.6	39.5	10.1
영업이익률, %	7.9	4.4	6.1	8.9	10.7	6.8	9.0	10.7	6.9	9.4	10.0

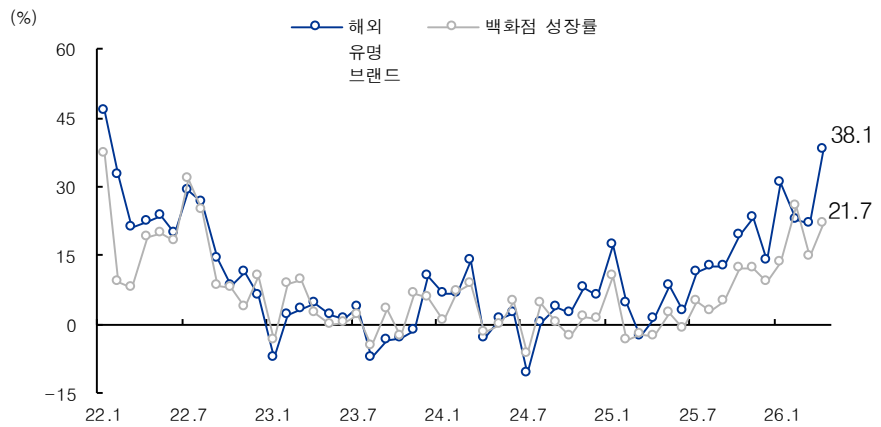
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 126. 신세계 순매출액 및 성장률 추이 및 전망



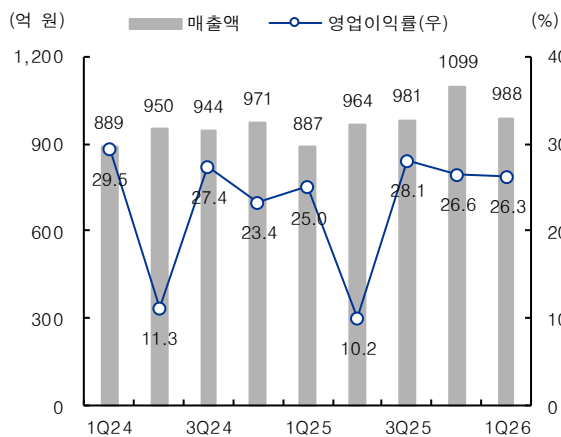
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 127. 주요 유통업체(백화점) 명품브랜드 매출액 성장률



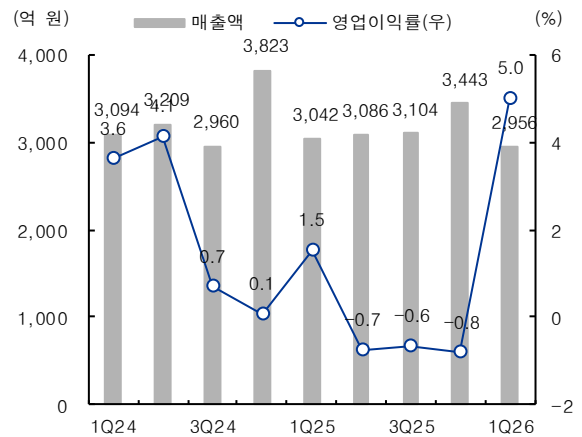
자료: 산업통상부, IBK투자증권

그림 128. 신세계 센트럴 분기별 실적 추이



자료: 신세계, IBK투자증권

그림 129. 신세계인터내셔널 분기별 실적 추이



자료: 신세계, IBK투자증권

신세계 (004170)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,570	6,929	7,141	7,364	7,687
증가율(%)	3.4	5.5	3.1	3.1	4.4
매출원가	2,518	2,736	2,654	2,708	2,828
매출총이익	4,053	4,193	4,487	4,656	4,859
매출총이익률 (%)	61.7	60.5	62.8	63.2	63.2
판매비	3,576	3,713	3,818	3,919	4,040
판매비율(%)	54.4	53.6	53.5	53.2	52.6
영업이익	477	480	669	737	819
증가율(%)	-25.4	0.6	39.4	10.1	11.2
영업이익률(%)	7.3	6.9	9.4	10.0	10.7
순금융손익	-157	-170	-152	-109	-100
이자손익	-154	-157	-152	-109	-100
기타	-3	-13	0	0	0
기타영업외손익	-113	-165	0	0	0
종속/관계기업손익	-12	-12	-10	-10	-9
세전이익	195	132	508	618	710
법인세	8	68	102	124	142
법인세율	4.1	51.5	20.1	20.1	20.0
계속사업이익	187	65	406	495	568
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	187	65	406	495	568
증가율(%)	-40.2	-65.4	528.5	21.8	14.8
당기순이익률 (%)	2.8	0.9	5.7	6.7	7.4
지배주주당기순이익	108	14	312	377	432
기타포괄이익	69	218	0	0	0
총포괄이익	255	283	406	495	568
EBITDA	958	981	1,125	1,221	1,312
증가율(%)	-15.8	2.5	14.6	8.5	7.5
EBITDA마진율(%)	14.6	14.2	15.8	16.6	17.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	10,948	1,440	32,855	39,967	45,765
BPS	433,221	461,923	498,617	531,056	568,476
DPS	4,500	5,200	6,800	7,500	8,200
밸류에이션(배)					
PER	12.1	171.5	20.1	16.5	14.4
PBR	0.3	0.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.0	9.0	11.4	10.3	9.4
성장성지표(%)					
매출증가율	3.4	5.5	3.1	3.1	4.4
EPS증가율	-52.1	-86.8	2,181.1	21.6	14.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.4	2.1	2.0	2.2	2.4
ROE	2.5	0.3	6.8	7.8	8.3
ROA	1.3	0.4	2.6	3.1	3.4
ROIC	2.7	0.9	5.6	6.6	7.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	136.4	140.9	130.3	123.0	115.6
순차입금 비율(%)	66.1	65.4	62.6	54.3	46.1
이자보상배율(배)	2.4	2.5	3.5	5.0	5.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	20.0	24.2	25.0	25.1	25.2
재고자산회전율	7.0	7.3	7.2	6.9	6.9
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,343	2,767	2,966	3,215	3,520
현금및현금성자산	582	845	824	987	1,189
유가증권	27	112	115	119	125
매출채권	289	284	287	299	313
재고자산	979	929	1,053	1,095	1,146
비유동자산	12,729	13,067	12,971	13,164	13,368
유형자산	7,795	7,795	7,863	7,922	7,998
무형자산	574	642	651	653	655
투자자산	2,239	2,451	2,218	2,295	2,357
자산총계	15,072	15,833	15,937	16,379	16,889
유동부채	4,947	5,176	5,012	4,995	4,971
매입채무및기타채무	123	161	159	211	229
단기차입금	885	1,045	1,265	1,166	1,076
유동성장기부채	1,072	1,110	910	830	750
비유동부채	3,750	4,085	4,004	4,041	4,084
사채	2,093	2,198	2,198	2,198	2,198
장기차입금	120	207	207	207	207
부채총계	8,697	9,261	9,016	9,035	9,056
지배주주지분	4,265	4,455	4,710	5,016	5,369
자본금	49	49	48	48	48
자본잉여금	424	424	424	424	424
자본조정등	-193	-157	-157	-157	-157
기타포괄이익누계액	267	482	482	482	482
이익잉여금	3,718	3,658	3,913	4,219	4,573
비지배주주지분	2,110	2,117	2,211	2,328	2,464
자본총계	6,375	6,572	6,921	7,344	7,833
비이자부채	3872	4006	3742	3939	4131
총차입금	4,825	5,255	5,274	5,096	4,925
순차입금	4,215	4,297	4,335	3,989	3,611

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	776	991	742	987	1,025
당기순이익	187	65	406	495	568
비현금성 비용 및 수익	855	983	617	602	602
유형자산감가상각비	426	440	400	427	435
무형자산상각비	55	62	56	57	57
운전자본변동	-41	137	-129	0	-44
매출채권등의 감소	87	-14	-3	-12	-14
재고자산의 감소	-78	32	-124	-43	-51
매입채무등의 증가	21	34	-2	52	18
기타 영업현금흐름	-225	-194	-152	-110	-101
투자활동 현금흐름	-981	-646	-456	-709	-735
유형자산의 증가(CAPEX)	-895	-491	-467	-486	-511
유형자산의 감소	10	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	-7	-65	-59	-60
투자자산의 감소(증가)	-19	-133	242	-77	-61
기타	-64	-19	-166	-87	-103
재무활동 현금흐름	-17	-81	-308	-116	-88
차입금의 증가(감소)	202	-217	0	0	0
자본의 증가	0	0	-1	0	0
기타	-219	136	-307	-116	-88
기타 및 조정	2	-1	1	1	0
현금의 증가	-220	263	-21	163	202
기초현금	802	582	845	824	987
기말현금	582	845	824	987	1,189

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 35,000원  
현재가 (6/5) 19,510원

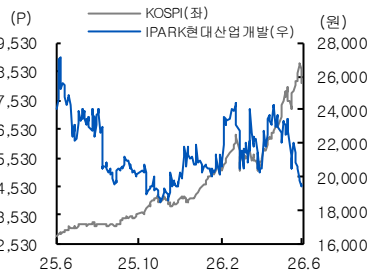
KOSPI (6/5)	8,160.59pt
시가총액	1,286십억원
발행주식수	65,907천주
액면가	5,000원
52주 최고가	27,100원
최저가	18,480원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	16.6%
배당수익률 (2026F)	4.5%

주주구성	
HDC 외 6 인	43.02%
국민연금공단	10.08%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-27%	-52%	-72%
절대기준	-14%	-4%	-19%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	35,000	35,000	-
EPS(26)	5,188	4,734	▲
EPS(27)	7,228	6,958	▲

IPARK현대산업개발 상대주가 (%)



## IPARK현대산업개발 (294870)

### 용산에서 서울원으로 이어지는 디벨로퍼 가치

#### 마진 개선은 더욱 가시화

동사의 1Q26 영업실적은 연결 기준 매출액 6,739억 원(YoY -25.6%), 영업이익 801억 원(YoY +48.4%)을 기록하였다. 이번 분기 실적의 핵심은 마진 개선에 있다. 전사 매출총이익률은 19.1%로 전년 대비 7.4%p 개선되었다. 부문별로 보면 자체사업 GPM은 36.1%로 전년 대비 4.0%p 상승했고, 외주 주택은 16.5%로 전년 대비 9.8%p 개선되었다.

특히 외주 주택 마진 개선은 공사비 상승 이후 체결된 도급계약의 매출 비중이 확대된 영향으로 해석된다. 대표적인 현장으로는 천안 아이파크 시티와 운정 아이파크 포레스트 등 고수익 대형 현장의 매출 비중이 확대되면서, 외주 주택 수익성이 유지될 가능성이 높을 것으로 전망한다.

#### 디벨로퍼 프리미엄은 아이파크 준공과 함께 부각될 것

동사의 투자포인트는 서울 핵심 지역 재구성 국면에서 부각될 수 있는 디벨로퍼라는 점에 있다. 서울 개발 방향은 외곽 신규 택지에서 기성시가지와 역세권 재구성으로 이동하고 있다. 중요한 것은 교통·상업·업무·주거·문화 기능을 한 권역 안에서 운영할 수 있는 역량이라 판단한다.

동사의 차별점은 HDC 그룹이 축적한 용산 권역 개발 경험이다. HDC는 용산역 아이파크몰을 개발 및 운영하며 역세권 유동인구를 상업시설로 흡수하고, 권역의 사용가치를 높였다. 이는 동사가 일반 도급 시공사가 아닌, 권역 단위 디벨로퍼로서 평가 받을 수 있는 근거라 판단한다.

동사는 해당 경험을 서울원 아이파크에서도 적용 중에 있다. 서울원 아이파크는 광운대역세권의 핵심 프로젝트로, 노후 역세권을 신규 고밀 복합개발 사업지로 재편하는 사업이다. 이는 서울시가 요구하는 기성 시가지 재개발 사업 방향과도 맞닿아 있다. 따라서, 장기 운영 수익원이 확보될 동사에 대한 재평가를 기대한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,256	4,147	3,705	4,326	5,100
영업이익	185	249	516	690	767
세전이익	200	213	475	657	729
지배주주순이익	156	158	342	476	529
EPS(원)	2,363	2,400	5,188	7,228	8,023
증가율(%)	-10.0	1.6	116.2	39.3	11.0
영업이익률(%)	4.3	6.0	13.9	16.0	15.0
순이익률(%)	3.7	3.8	9.2	11.0	10.4
ROE(%)	5.1	5.0	10.2	12.8	12.7
PER	7.6	9.1	4.1	3.0	2.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	10.4	10.1	4.3	2.7	2.6

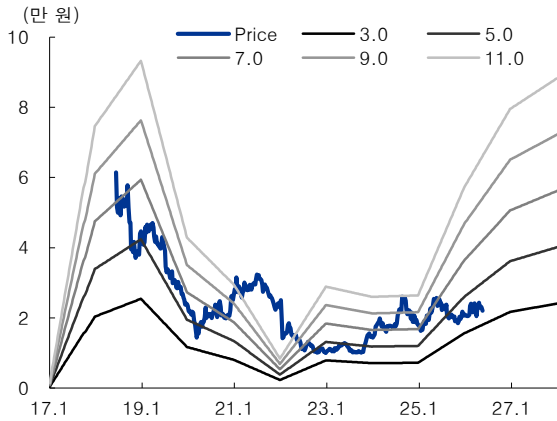
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 30. IPARK현대산업개발 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	5,188	2026F EPS
Target PER (배)	7.0	2017~2019 수익성 회복시기
적정주가 (원)	36,313	
목표주가 (원)	35,000	
전일종가 (원)	19,510	
상승여력 (%)	79.4	
투자이건	매수	

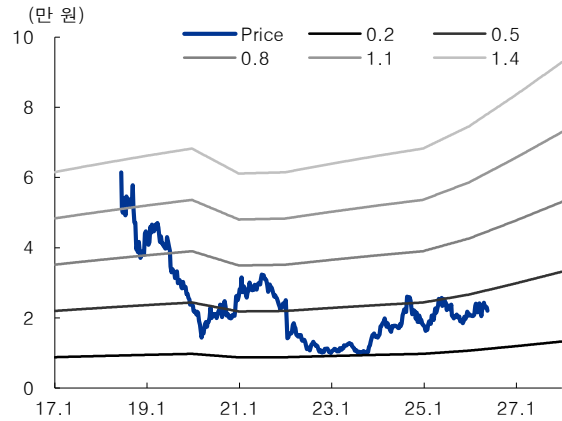
자료: IBK투자증권

그림 130. IPARK현대산업개발 PER 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 131. IPARK현대산업개발 PBR 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 31. IPARK현대산업개발 파이프라인

구분	사업지	매출액 (단위: 조 원)	매출기여						공사기간
			2025	2026	2027	2028	2029	2030	
자체사업	서울원아이파크	2.9							'24.11~'28.1H
	청주가경 7, 8단지	0.8							'26 착공 예정
	천안아이파크 3단지	0.5							'27 착공 예정
외주주택	천안아이파크 1, 2, 4, 5, 6단지	1.5							'24~'26 착공 예정
	시티오씨엘 (1~9단지)	1.3							'21~'27 착공 예정
	운정아이파크포레스트	1.2							'25.10 ~ '28.12
일반건축	복정역세권개발	1.4							'26 착공 예정
	청라의료복합	0.7							'27 착공 예정
	잠실MICE	0.5							'27 착공 예정

주: 서울원 아이파크는 2028년 준공시점에 약 2,000억 원 가량의 인도매출 인식예정  
 자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

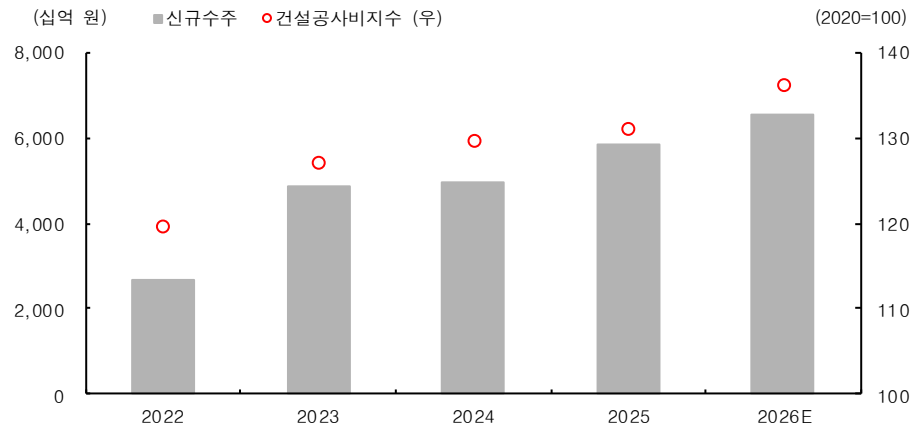
표 32. IPARK현대산업개발 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>906</b>	<b>1,163</b>	<b>1,053</b>	<b>1,025</b>	<b>674</b>	<b>930</b>	<b>972</b>	<b>1,129</b>	<b>4,147</b>	<b>3,705</b>	<b>4,326</b>
YoY (%)	-5.2	7.0	-3.3	-8.9	-25.6	-20.0	-7.7	10.2	-2.6	-10.7	16.8
자재공사	227	212	314.9	202	144.3	248	272	323	957	988	1,345
외주주택	504	722	611	675	420.2	550	576	675	2,513	2,221	2,415
토목	62	77	65	75	51	57	58	57	278	223	245
건축	51	84	10	12	3	6	9	12	158	30	74
해외	62	68	52	61	56	69	56	63	242	243	247
매출원가율 (%)	88.2	87.3	87.7	79.7	80.9	80.6	80.8	79.6	85.7	80.4	79.3
자재공사	67.9	61.6	71.5	59.6	63.9	63.5	65.0	63.5	65.9	64.0	63.8
외주주택	93.3	91.3	95.1	84.3	83.5	83.6	84.3	83.7	90.7	83.8	83.6
토목	86.1	89.7	104.1	100.5	94.3	93.9	94.9	94.3	95.2	94.3	93.2
건축	134.1	107.4	89.3	-3.4	97.7	97.4	97.3	97.8	106.5	97.6	92.4
해외	168.6	95.5	100.0	240.5	94.9	101.0	101.8	103.0	144.0	98.8	111.9
<b>영업이익</b>	<b>54</b>	<b>80</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	<b>80</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>179</b>	<b>249</b>	<b>516</b>	<b>690</b>
YoY (%)	29.8	49.1	53.8	-1.0	48.4	55.0	81.4	333.3	34.7	107.6	33.8
영업이익률(%)	6.0	6.9	6.9	4.0	11.9	13.4	13.6	15.9	6.0	13.9	16.0
<b>지배주주 순이익</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>40</b>	<b>11</b>	<b>71</b>	<b>81</b>	<b>88</b>	<b>104</b>	<b>158</b>	<b>342</b>	<b>476</b>

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

그림 132. IPARK현대산업개발 신규수주 및 공사비 지수 추이



자료: IPARK현대산업개발, 국가데이터처, IBK투자증권

그림 133. 서울원 아이파크 조감도



자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

그림 134. 서울원 아이파크 배치도



자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

표 33. 서울원 아이파크 내 콘텐츠 도입 현황

구분	현황	강점
호텔	메리어트 본 계약 체결예정, 약 200실	-
메디컬	대형병원 건강검진센터 입점 예정, 약 1,400평	맞춤형 헬스케어 서비스 프로그램, 서울원 아이파크 거주민 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, 약 15,100평	-

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

표 34. 서울원 아이파크 개요

구분	세부내용							
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			
비주거시설	상업시설	16,100평	근린생활시설(지상)	4,027평	공공시설 (도서관, 체육시설 등)	4,883평		
	오피스	15,400평	근린생활시설(지하)	2,084평				
	호텔	4,800평						
	<b>소계</b>	<b>36,300평</b>	<b>소계</b>	<b>5,988평</b>			<b>소계</b>	<b>4,883평</b>
주거시설				공동주택		공공기숙사 (1.5만 평)		
				공공임대	59/72/74m <sup>2</sup>	408세대	1인실(12m <sup>2</sup> ) 2인실(21m <sup>2</sup> )	설계공모 중
				민간임대	70m <sup>2</sup>	192세대		
					73m <sup>2</sup>	192세대		
					80m <sup>2</sup>	384세대		
				공동주택	59m <sup>2</sup>	32세대		
					72/74m <sup>2</sup>	84세대		
					84m <sup>2</sup>	672세대		
					91m <sup>2</sup>	176세대		
					105m <sup>2</sup>	336세대		
					112m <sup>2</sup>	176세대		
120m <sup>2</sup>	336세대							
143~244P	44세대							
공동주택 합계	1,856세대							
<b>합계</b>				<b>3,032세대</b>				

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

표 35. 용산 철도병원부지 개발사업 개요



구분	내용
주소	서울시 용산구 한강로3가 65-154 외 23필지 일원
대지 면적	10,948㎡(약 3,312평)
시행사	(주)에이치씨아이파크제1호위탁관리부동산투자회사
시공사	IPARK현대산업개발
연면적	약 94,000㎡
규모	B6F~34F
가구 수	610가구(공공임대 84가구 + 민간임대 526가구)
진행 현황	2024년 10월 사업시행계획 인가
향후 일정	2026년 하반기 착공 목표

자료: IPARK현대산업개발, IBK투자증권

그림 135. 용산역 주변 주택 공급계획



자료: 국토교통부, IBK투자증권

표 36. 용산역 주변 주택 공급계획 상세(고시문, 열람공고, 주민설명회 자료 기준)

도면번호	구역명	순증가 주택 수
1	산호아파트	93세대
2	원효로 3가 청년안심주택	988세대
3	용문동 도심공공주택복합사업	929세대
4	용산전자상가	1,123세대
5	용산도시재생혁신지구	600세대
6	신용산역 북측1 특별계획구역	192세대
7	신용산역 북측2 특별계획구역	305세대
8	용산철도병원부지 특별계획구역	602세대
9	아세아아파트 특별계획구역	849세대
10	정비창전면1 특별계획구역	1,052세대
11	정비창전면3 특별계획구역	108세대
12	이촌1구역 특별계획구역	262세대
<b>합계</b>		<b>7,103세대</b>

자료: 국토교통부, IBK투자증권

IPARK현대산업개발 (294870)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,256	4,147	3,705	4,326	5,100
증가율(%)	1.6	-2.6	-10.7	16.8	17.9
매출원가	3,854	3,555	2,979	3,430	4,121
매출총이익	402	592	727	896	979
매출총이익률 (%)	9.4	14.3	19.6	20.7	19.2
판매비	217	343	210	205	212
판매비율(%)	5.1	8.3	5.7	4.7	4.2
영업이익	185	249	516	690	767
증가율(%)	-5.5	34.7	107.6	33.8	11.0
영업이익률(%)	4.3	6.0	13.9	16.0	15.0
순금융손익	21	0	-13	-21	-24
이자손익	26	-2	-21	-17	-19
기타	-5	2	8	-4	-5
기타영업외손익	-6	-25	-23	-14	-15
종속/관계기업손익	0	-10	-6	2	2
세전이익	200	213	475	657	729
법인세	45	55	133	181	201
법인세율	22.5	25.8	28.0	27.5	27.6
계속사업이익	156	158	342	476	529
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	156	158	342	476	529
증가율(%)	-9.9	1.6	116.2	39.3	11.0
당기순이익률 (%)	3.7	3.8	9.2	11.0	10.4
지배주당순이익	156	158	342	476	529
기타포괄이익	-7	1	0	0	0
총포괄이익	149	159	342	476	529
EBITDA	243	299	555	723	795
증가율(%)	-4.8	23.2	85.6	30.3	9.8
EBITDA마진율(%)	5.7	7.2	15.0	16.7	15.6

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,363	2,400	5,188	7,228	8,023
BPS	47,257	48,747	53,268	59,543	66,316
DPS	700	700	1,000	1,300	1,400
밸류에이션(배)					
PER	7.6	9.1	3.8	2.7	2.4
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	10.4	10.1	4.0	2.5	2.4
성장성지표(%)					
매출증가율	1.6	-2.6	-10.7	16.8	17.9
EPS증가율	-10.0	1.6	116.2	39.3	11.0
수익성지표(%)					
배당수익률	3.9	3.2	4.5	5.8	6.3
ROE	5.1	5.0	10.2	12.8	12.7
ROA	2.2	2.1	4.3	5.6	5.8
ROIC	5.4	5.7	12.3	16.7	17.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	139.6	136.5	134.2	120.4	122.7
순차입금 비율(%)	43.1	49.5	27.2	13.3	15.0
이자보상배율(배)	3.3	3.5	7.3	9.3	9.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	455.9	396.7	285.1	316.9	342.3
재고자산회전율	2.5	2.5	2.3	2.6	2.8
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,380	4,718	5,878	6,333	7,212
현금및현금성자산	825	884	1,654	2,093	2,215
유가증권	190	84	93	93	110
매출채권	9	12	14	14	16
재고자산	1,854	1,506	1,659	1,665	1,963
비유동자산	2,081	2,881	2,345	2,317	2,519
유형자산	485	839	802	771	745
무형자산	12	14	12	10	9
투자자산	816	1,076	1,160	1,163	1,326
자산총계	7,462	7,599	8,224	8,651	9,731
유동부채	3,510	3,292	3,592	3,604	4,187
매입채무및기타채무	220	159	175	176	207
단기차입금	1,340	1,382	1,523	1,528	1,802
유동성장기부채	429	342	342	342	342
비유동부채	837	1,095	1,121	1,122	1,173
사채	200	320	320	320	320
장기차입금	332	459	459	459	459
부채총계	4,347	4,386	4,713	4,726	5,361
지배주주지분	3,115	3,213	3,511	3,924	4,371
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,606	1,606	1,606	1,606	1,606
자본조정등	-21	-37	-37	-37	-37
기타포괄이익누계액	1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	1,199	1,315	1,613	2,027	2,473
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,115	3,213	3,511	3,924	4,371
비이자부채	1991	1826	2012	2020	2382
총차입금	2,356	2,560	2,701	2,706	2,979
순차입금	1,342	1,592	954	520	655

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	314	3	287	521	352
당기순이익	156	158	342	476	529
비현금성 비용 및 수익	215	375	81	66	65
유형자산감가상각비	55	48	37	31	26
무형자산상각비	3	2	2	2	1
운전자본변동	13	-502	-115	-5	-223
매출채권등의 감소	-139	-204	-1	0	-2
재고자산의 감소	-211	27	-153	-6	-298
매입채무등의 증가	-18	-60	16	1	31
기타 영업현금흐름	-70	-28	-21	-16	-19
투자활동 현금흐름	-98	-73	294	-13	-623
유형자산의 증가(CAPEX)	-34	-118	0	0	0
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-49	-60	531	-3	-163
기타	-12	109	-237	-10	-460
재무활동 현금흐름	47	126	189	-69	392
차입금의 증가(감소)	465	450	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-418	-324	189	-69	392
기타 및 조정	3	4	0	0	0
현금의 증가	266	60	770	439	121
기초현금	558	825	884	1,654	2,093
기말현금	825	884	1,654	2,093	2,215

**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								
해당 사항 없음											

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

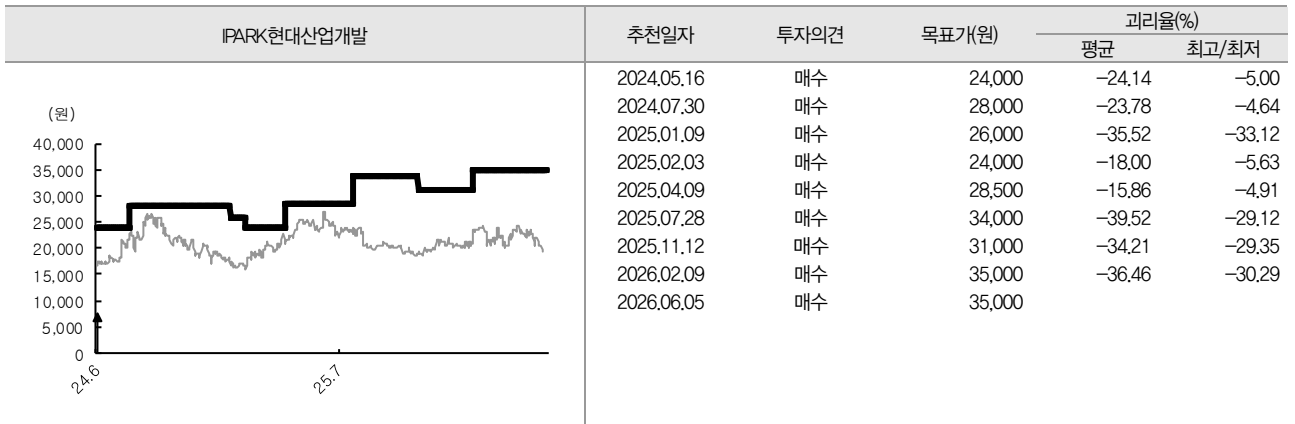
투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	92.7
Trading Buy (중립)	10	6.7
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

이마트	추천일자	투자이건	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
<p>(원)</p> <p>140,000 120,000 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 0</p> <p>24.6 25.7</p>	2024.02.14	중립	70,000	-8.02	-20.71
	2024.07.12	매수	70,000	-13.24	-6.71
	2024.10.16	매수	83,000	-22.14	-9.04
	2025.02.21	매수	95,000	-14.39	-6.95
	2025.04.10	매수	104,000	-17.16	22.69
	2026.04.10	1년경과	104,000	-5.91	-0.48
	2026.04.17	매수	120,000	-16.35	-1.08
	2026.06.05	매수	120,000		
신세계	추천일자	투자이건	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
<p>(원)</p> <p>900,000 800,000 700,000 600,000 500,000 400,000 300,000 200,000 100,000 0</p> <p>24.6 25.7</p>	2024.02.07	매수	270,000	-38.85	-29.81
	2024.08.07	매수	220,000	-35.22	-26.23
	2025.02.05	매수	180,000	-7.07	14.17
	2025.11.10	매수	250,000	-11.81	-4.60
	2025.12.03	매수	300,000	-14.62	-4.83
	2026.01.20	매수	360,000	-14.27	-1.39
	2026.02.10	매수	410,000	-13.26	8.66
	2026.05.12	매수	530,000	0.72	24.34
2026.06.05	매수	780,000			





## IBKS Research Center

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

### 기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

### 혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

### 코스닥리서치센터

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	헬스케어	6915-5686	ucck0726@ibks.com

## “국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

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

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		