

IBKS 건설 ESG In-Depth Report

시공의 다음장, 모듈러

Series 2: 생존을 넘어 산업이 되려면

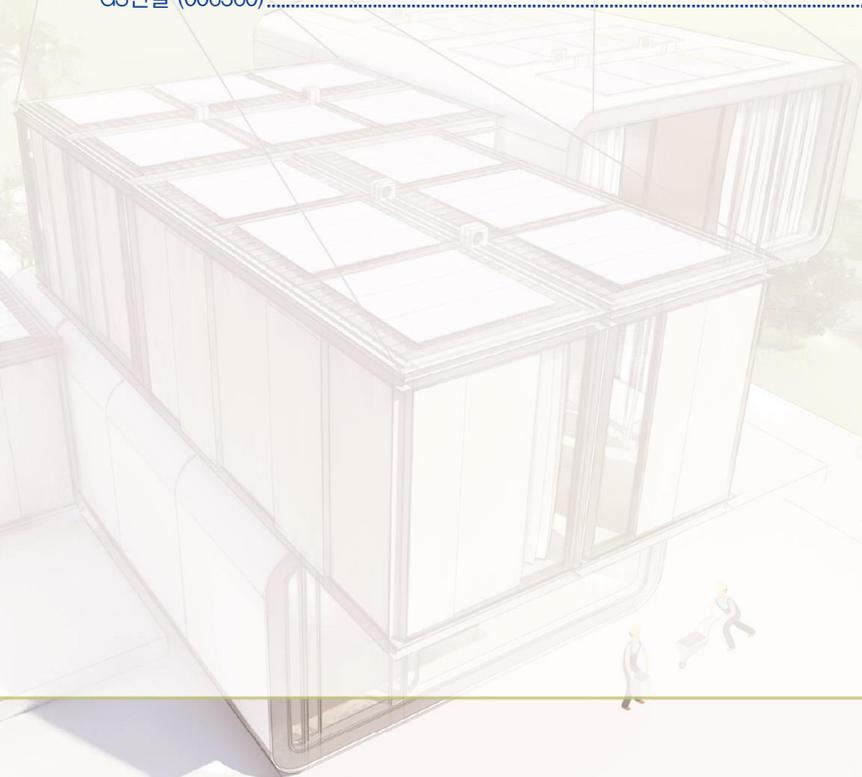
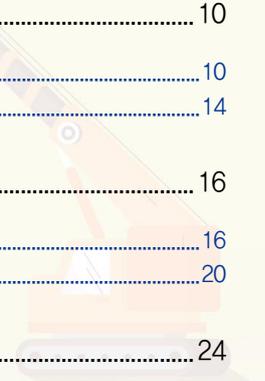
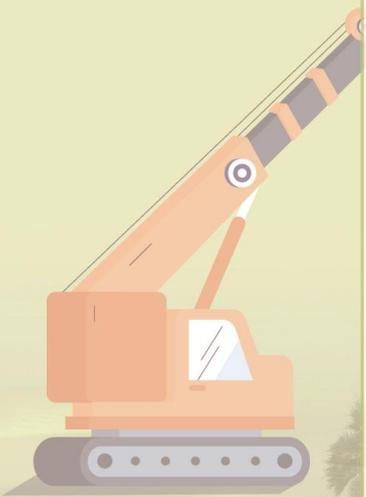
건설/부동산 조정현

02) 6915-5660 / controlh@ibks.com



CONTENTS

건설의 제조업화: 모듈러는 선택이 아닌 필연.....	3
1. 모듈러, 건설 업태를 바꿀 공법.....	4
1-1. 근본적인 변화가 필요한 건설업.....	4
1-2. 모듈러 건축물 정의.....	5
1-3. 모듈러의 장단점.....	8
2. 건설업, 변화가 필요합니다.....	10
2-1. 생산가능인구의 감소.....	10
2-2. 안전품질문제.....	14
3. 모듈러 건축 확대 방안.....	16
3-1. 공공 모듈러 주택 공급 확대를 통한 경제성 확보.....	16
3-2. 건설, 해외시장 수출 가능성.....	20
기업분석.....	24
GS건설 (006360).....	24



건설의 제조업화: 모듈러는 선택이 아닌 필연

산업구조 전환 필요성

본 보고서는 최근 연이어 발생한 건설현장 중대 사고에 깊은 애도를 표하며, 이를 단순한 현장 관리 실패가 아닌 산업 구조의 위기로 인식한다. 한국 건설업은 OECD 최고 수준의 사망십만인율을 기록하고 있으며, 고령화, 청년층 이탈, 외국인 의존 심화 등으로 기존 인력 중심 시공 방식의 지속 가능성은 빠르게 약화되고 있다. 안전 문제는 산업 전반의 구조 전환 없이는 해결이 어려운 상황이라 판단한다.

외부 환경 노출이 산업의 핵심 위험 요소

건설업의 근본적 위험은 고소 작업, 중장비 운영, 철거 등 고위험 공정이 존재하는 데 더해, 외부 환경 변화에 취약하다는 데에 있다. 제도적 안전 강화만으로는 사망 사고를 근본적으로 줄이기 어렵고, 특히 인력 수급이 불안정한 현실에서 사고 위험이 더욱 커진다고 추정한다. 외국인 근로자 침투율이 5년간 6.1%p 상승했지만, 코로나19 기간 입국 제한이 현장의 인력 위기를 그대로 드러냈듯, '사람을 덜 쓰는 방식'으로의 전환이 불가피하다고 판단한다.

모듈러 공법, 변인요소 통제 가능

이러한 대안으로 주목해야할 것은 모듈러 공법이라 판단한다. 모듈러 공법은 건축 구조체를 공장에서 사전 제작 후 현장에서 조립하는 방식으로, 공기 단축, 품질 균일화, 안전사고 감소를 동시에 실현할 수 있다고 판단한다. 특히 평면과 외형이 표준화된 공공주택은 반복 생산 구조에 적합해 모듈러 적용에 유리하다. 제조업형 시공 체계를 통해 외부 변수와 인력 문제를 통제 가능한 변수로 전환 가능하다는 점에서, 산업 구조 전환의 현실적 해법이 될 수 있다고 생각한다.

1. 공공 주택 공급: 규모의 경제 실현 가능

실제 사례에서도 모듈러 공사비는 RC 대비 14.6% 높았으나, 운영비·간접비·폐기비 절감을 통해 인건비는 낮아지는 구조가 확인되었다. 또한 580세대 이상의 대형 프로젝트에서는 규모의 경제가 본격 작동해, 공장형 시공 전환 시 원가 경쟁력까지 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 이는 단순한 파일럿 수준을 넘어 본격적인 대량 공급 체계를 통해 산업 전체 생산성을 끌어올릴 수 있다고 판단한다.

2. 모듈러 수출: 시장 확장성 확보

나아가 목조 모듈러는 해외 수출을 통해 건설업의 외연을 확장할 수 있는 수단이 될 수 있다고 전망한다. 북미·북유럽 등은 단독주택 중심 주거 형태가 보편화되어 있고, 인건비 상승과 숙련공 부족 문제도 심화되고 있다. 이러한 환경에서 모듈러 유닛 수입 후 현장 설치 방식은 실질적인 대안이 될 수 있으며, 공장 단가 기준으로 가격이 고정된다는 점에서 원가 전가 구조도 명확하다. 이는 국내 모듈러 산업이 수출 가능한 제조 산업으로 전환될 수 있다고 판단한다.

삼중 위기 모듈러 공법이 해결책

결국 한국 건설업은 안전 문제, 인력 구조의 한계, 고정비 상승이라는 삼중 위기에 직면해 있으며, 모듈러 공법은 이를 동시에 타개할 수 있는 가장 현실적인 해법 중 하나가 될 것으로 판단한다. 모듈러 공공주택 공급 확대를 통한 내수 물량 확보와 목조 모듈러 중심의 수출 모델 정착은 제조업형 건설 산업으로의 전환을 견인할 핵심 축이 될 것으로 전망한다.

1. 모듈러, 건설 업태를 바꿀 공법

1-1. 근본적인 변화가 필요한 건설업

한국 사망률, 선진국 대비 과다

건설업은 여전히 높은 사망십만인율을 기록하는 업종으로, 특히 한국의 경우 2023년까지 사망십만인율이 21.8명에 달해 여전히 많은 건설 노동자들이 사고로 목숨을 잃고 있는 상황이다. 이는 건설 현장에서 발생할 수 있는 다양한 위험 요소들인 고소 작업, 중장비 사용, 철거 작업 등에서 비롯된 문제들이다. 건설업의 특성상 외부 환경에 따라 사고 위험이 높기 때문에, 산업 내 사고를 예방하기 위한 보다 강력한 안전 관리가 요구된다.

제도만으로는 안전 확보 한계

국내 건설업은 중대재해처벌법, 건설산업기본법 등으로 안전에 노력을 기울이고 있지만, 이는 다른 선진국들과 비교했을 때 여전히 개선이 필요하다. 예를 들어, 미국 건설업 사망십만인율은 12.9명, 캐나다는 10.8명, 프랑스는 9.7명을 기록하고 있는 반면, 한국은 21.8명으로 사고 예방을 위한 시스템이 부족하다는 점이 문제점이라 판단한다.

외부환경 노출이 근원적인 사고 원인

다만, 건설업이 가진 근본적인 문제는 예측할 수 없는 외부 환경에 노출된다는 점이다. 건설 현장은 고온 작업, 날씨 영향, 작업 지연 등 다양한 요소에 의해 사고 위험이 높아질 수 있다. 위험 요소를 관리하는 것은 매우 중요하지만, 건설업 특성상 이를 완전히 통제하는 데에는 한계가 있다.

제조업화를 통한 구조적 대안

위 배경에서 제기되는 대안이 바로 건설의 '제조업화'다. 건설의 제조업화란 구조체나 마감재 등을 공장에서 선제작하고, 현장에서는 최소한의 조립만 수행하는 방식이다. 대표적으로는 모듈러 공법이 이에 속하며, 외부 환경에 노출된 작업 환경을 통제 가능한 내부 환경으로 전환시켜 ▶ 안전 사고 감소와 ▶ 건설 생산성 향상으로 이어질 것이라 기대한다.

그림 1. 업종별 사망 십만인율 추이

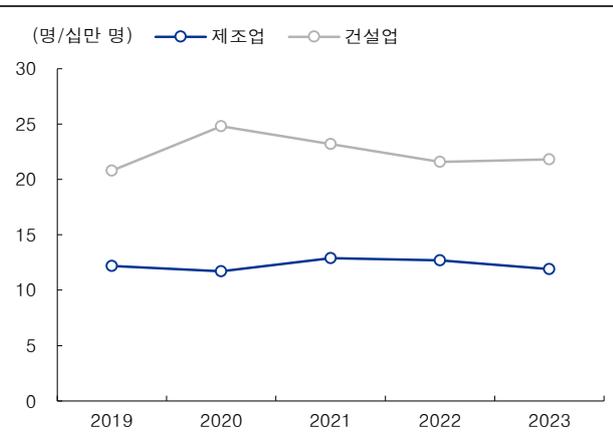


표 1. 주요 선진국 건설업 사망 십만인율 추이

	2019	2020	2021	2022	2023
대한민국	20.8	24.8	23.2	21.6	21.8
미국	10.0	10.0	12.3	13.0	12.9
캐나다	12.7	12.4	13.0	10.8	
프랑스	11.7	7.1	9.1	9.7	
일본	6.6	6.4	8.9	7.8	6.8
싱가포르	2.9	2.2	3.3	2.9	3.4
영국			1.6	2.0	2.4

자료: ILO, IBK투자증권

1-2. 모듈러 건축이란 무엇인가?

(1) 모듈러 자재별 분류

모듈러 개념

모듈러 건축물은 모듈러 공법으로 지어진 조립형 건축을 의미한다. 모듈러 방식은 기존 방식인 현장 시공 방식과 달리, Off-site 시공 등 사전제작 방식을 채택하여 공장에서 일부 또는 대부분이 제작된 건물로 정의된다. 현재 법제도상 모듈러 건축에 대한 통합적 정의는 존재하지 않지만, 주택법에서는 일정 요건을 충족하는 경우 모듈러 방식으로 지어진 주택을 ‘공업화 주택’으로 인정하고 있다.

모듈러 자재별 분류

- 1) 철강
- 2) 목조
- 3) PC

모듈러 공법은 사용되는 구조재에 따라 철강(강구조), 목조(木構), PC(Precast Concrete) 등으로 구분된다. 철강 구조 모듈러는 경량 혹은 중량 철골을 활용해 내구성과 구조 안정성이 뛰어나며, 주거용뿐 아니라 학교, 기숙사, 병원, 상업시설 등 중층 이상의 건축물에도 적용이 가능하다. 내화 성능 확보가 용이하고 고정밀 생산이 가능해 반복성이 요구되는 대규모 사업에 적합하다.

목조 모듈러는 북미, 북유럽 등에서 주로 사용되는 방식으로, 경량 목재를 활용해 제작된다. 자재가 가볍고 가공이 쉽기에 공정 단순성과 빠른 조립이 강점이며, 단독주택·리조트·소형 휴양형 건물 등에 주로 사용된다. 다만, 내화성과 구조적 한계로 인해 고층 구조에는 적용이 제한적이다.

PC 모듈러는 콘크리트를 사전에 타설해 형틀화한 부재(슬래브, 벽체 등)를 조립하는 방식으로, 내구성과 내진 성능이 우수하다. RC(현장 타설) 구조의 대안으로 주목받고 있으며, 외부 마감재를 포함한 상태로 공장에서 사전 제작이 가능하다는 장점이 있다. 다만 무게가 무겁고 운반·설치 장비가 필요하다는 점에서 시공환경의 영향을 받기 쉽다.

그림 2. RC 공법



자료: Naver, IBK투자증권

그림 3. PC모듈러



자료: 까뮤이앤씨, IBK투자증권

그림 4. 목조 모듈러



자료: 자이거리스트, IBK투자증권

그림 5. 철골 모듈러



자료: Tide Construction, IBK투자증권

그림 6. 아마존에서 판매 중인 모듈러 주택



자료: Youtube, IBK투자증권

그림 7. 아마존에서 판매 중인 모듈러 주택



자료: Amazon, IBK투자증권

(2) 모듈러 공법

모듈러 공법별 분류

- 1) 라멘
- 2) 벽식
- 3) 인필

모듈러 건축의 구조 방식은 크게 라멘식(적층형), 벽식(적층형), 인필식으로 구분된다. 이 세 가지 구조 방식은 모듈러 유닛이 하중을 어떤 구조체가 지지하는지에 따라 나뉘며, 각각의 방식은 적용 가능 범위, 구조적 안정성, 고층화 가능성, 설계 유연성 등에서 차별점을 가진다.

라멘 구조의 특징

첫 번째로 라멘식(Rahmen type)은 적층형 공법 중 하나로, 모듈의 하중을 기둥과 보가 지지하는 구조다. 이는 철골 또는 강합성 구조를 바탕으로 한 라멘 프레임에 의해 수직 하중과 수평 하중을 분산시키는 방식으로, 개방감 있는 평면구성이 가능하고 구조적 안정성이 뛰어나다. 라멘식은 상업시설이나 복합건물 등 공간 활용도가 중요한 건축물에 적합하며, 설계 유연성도 높은 편이다.

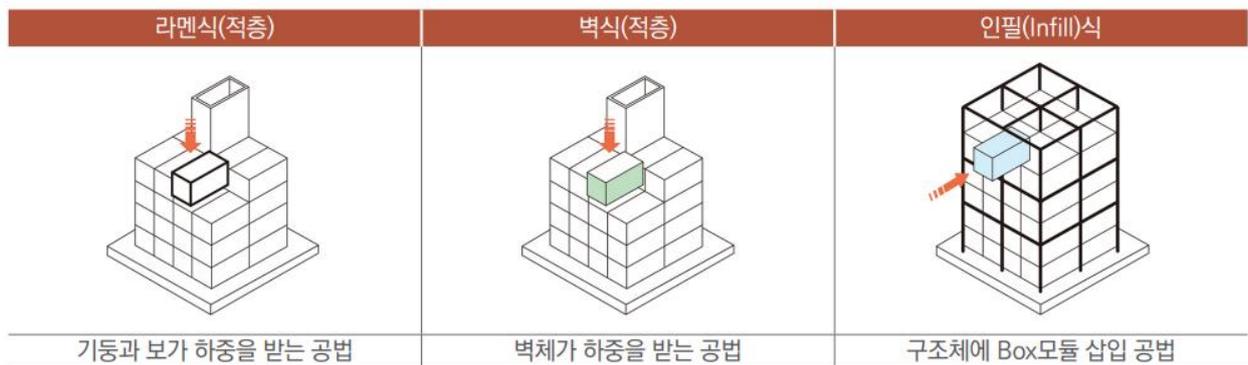
벽식 구조의 특징

두 번째는 벽식 구조(Wall-bearing type)로, 모듈의 하중을 벽체가 직접 지지하는 방식이다. 이 방식은 생산성과 단순성 측면에서 효율이 높지만, 벽체가 하중을 직접 받는 만큼 구조 변경이나 벽체 제거가 어려워 설계 유연성이 떨어진다. 대신 박스 모듈을 공장에서 일체형으로 제작할 수 있어 반복 생산과 대량 시공에 적합하며, 중·저층형 공공주택이나 기숙사, 숙소 시설 등에 많이 적용된다.

인필 구조의 특징

세 번째는 인필식(Infill type)이다. 이 방식은 라멘 프레임 등 현장 시공된 구조체에 박스 모듈을 삽입하는 방식으로, 모듈이 구조체의 하중을 받지 않으며 골조와 기능이 분리된다. 덕분에 고층 건축물에도 적용 가능성이 높고, 외피와 구조체의 기능 분리를 통해 유지관리나 개보수 측면에서도 유리하다. 특히 고층화가 필요한 공공시설, 의료 시설, 오피스 등에 적용 가능성이 높으며, 건축물의 수직 확장성에 장점을 가진다.

그림 8. 구조방식에 따른 모듈러 공법의 분류



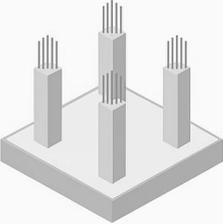
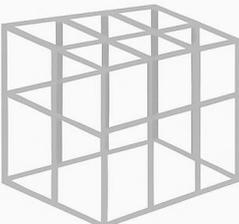
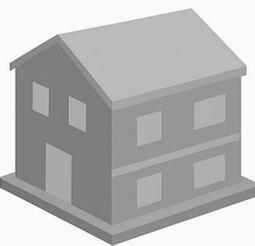
자료: 한국건설기술연구원, IBK투자증권

1-3. 모듈러의 장단점

(1) 모듈러 장점

<p>시공 단축과 경제성 확보</p>	<p>모듈러 공법은 최근 건설업계에서 주목받고 있는 공정 방식으로, 기존 철근콘크리트(RC) 방식 대비 다양한 경제적, 환경적 장점을 제공한다. 대표적인 이점으로는 공사기간 단축이 있다. Nick Bertram, Steffen Fuchs, Jan Mischke, Robert Palter, Gernot Strube, and Jonathan Woetzel, (2019). <i>Modular Construction: From projects to products</i>. McKinsey & Company.에 따르면 모듈러 건축은 전체 공정의 80% 이상을 공장에서 미리 제작한 뒤 현장에서 조립함으로써, 전체 공사 기간을 약 20~50%까지 줄일 수 있다고 알려져있다.</p>
<p>비용 절감과 순환구조 장점</p>	<p>모듈러 공법은 경제성 측면에서 뚜렷한 장점이다. 모듈화된 생산 구조는 자재 단가를 낮출 수 있고, 공사 기간 단축은 이자 비용과 운영비 절감으로 이어진다. 공사 기간 동안 발생하는 인건비, 일반관리비, 현장간접비 등을 절감할 수 있는 핵심 요인이다. 또한, 모듈러는 조립 및 해체가 용이해 이동성과 재사용성이 높아, 장기적으로는 순환 건설 구조에도 적합한 방식으로 평가받는다.</p>
<p>균일한 품질, 안정성 확보</p>	<p>또한 모듈러 공법은 품질 관리와 안전성 측면에서도 높은 효율을 보인다. 공장 기반의 정밀 시공은 균일한 품질을 확보할 수 있는 장점이 있고, 현장 작업이 최소화되므로 안전사고 발생 가능성도 크게 낮아진다. 특히 숙련공의 수급이 불안정한 상황에서, 제조업 방식으로 인력을 대체할 수 있다는 점은 구조적으로도 긍정적인 변화다.</p>
<p>폐기물 절감을 통한 환경적 강점</p>	<p>환경적 측면에서도 모듈러는 강점을 갖는다. Yang Zhang, Wei Pan, (2013). <i>Reducing Construction Waste Through Modular Construction</i>. Proceedings of the 26th International Symposium on Advancement of Construction Management and Real Estate (pp.339-347).에 따르면 건축 자재의 재활용률이 높고, 자재 낭비를 줄이는 설계가 가능해 건설 폐기물 발생량을 최대 70%까지 줄일 수 있을 것으로 추정된다.</p>

그림 9. 공법별 공사기간 비교

<p>RC조</p>  <p>공사 기간 180일</p>	<p>철골조</p>  <p>공사 기간 101일</p>	<p>모듈러</p>  <p>공사 기간 50일</p>
--	--	---

자료: 현대엔지니어링, IBK투자증권

(2) 모듈러 단점

- 초기 고정비 부담 존재** 하지만 모듈러 공법은 단점도 존재한다. Nick Bertram, Steffen Fuchs, Jan Mischke, Robert Palter, Gernot Strube, and Jonathan Woetzel, (2019). *Modular Construction: From projects to products*. McKinsey & Company.에 따르면 공장 비용은 건설 프로젝트 총 비용의 5%에서 15%를 차지할 수 있다고 주장하였다. 이는 **공장 설비와 자동화 기반 시스템, 물류·운송 시스템 구축 등에서 발생하는 고정비용이 원인**이다. 대량 생산 체계가 안정적으로 정착되기 전까지는 이러한 고정비 부담이 계속 존재할 수밖에 없다.
- 설계 유연성의 한계** 설계 유연성도 제한적이다. 표준화된 모듈을 조립하는 방식이기 때문에, 고객 맞춤형 설계나 복잡한 외형 구현에는 어려움이 따른다. 이를 해결하기 위해서는 추가적인 커스터마이징 설계와 추가 예산이 필요하다. 특히 고급 주거시장이나 디자인 수요가 높은 프로젝트에는 한계로 작용할 가능성이 있다.
- 운송 문제로 도심 제약** 운송 제약도 뚜렷한 단점 중 하나다. 모듈 자체가 크고 무겁기 때문에 운송 경로, 차량 접근성, 도로 폭, 고가 구조물 등 다양한 외부 요인에 제약을 받는다. 이로 인해 추가 운송 비용이 발생하고, 도심지 시공에는 적합성이 떨어질 수 있다.
- 현장 조립 시 하자 가능성 존재** 또한, 모듈러는 현장 조립 시 하자 발생 가능성도 존재한다. 공장에서 제작한 부재가 현장에서 조립되는 과정에서 이음부 정밀도가 낮을 경우, 단열 문제나 누수, 변형 등의 하자가 발생할 수 있으며, 이는 유지보수 비용 상승으로 이어질 수 있다. 조립 정확도를 확보하기 위한 품질 관리 시스템이 필수적이다.

표 2. RC 공법(B동) 직접 공사비 내역서

(단위: 억 원)	재료비	노무비	경비	합계
건축공사	2.7	2.7	0.1	5.5
기계설비공사	0.4	0.3	0.1	0.8
전기설비공사	0.1	0.4	0.1	0.5
통신설비공사	0.04	0.2	0.03	0.2
합계	3.3	3.5	0.9	7.0

자료: 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한, (2019), *LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-*, 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24., IBK투자증권

표 3. 모듈러 공법 직접 공사비 내역서

(단위: 억 원)	재료비	노무비	경비	합계
건축공사	4.0	1.9	0.3	6.2
기계설비공사	0.4	0.4	1.0	0.9
전기설비공사	0.1	0.4	0.9	0.6
통신설비공사	0.04	0.2	0.03	0.3
합계	4.6	2.9	0.5	8.0

자료: 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한, (2019), *LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-*, 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24., IBK투자증권

2. 건설업, 변화가 필요합니다

2-1. 생산가능인구의 감소

산업 재설계, 시대적 요구

건설업은 지금 전환점에 서있다. 지금까지는 관성적으로 이어져 온 현장 중심 시공 방식이 통했지만, 이제는 산업 전반의 구조를 다시 점검해야 할 시기라고 판단한다. 그렇게 생각한 이유는 국내 인력 구조의 변화가 건설업의 존립 자체를 위협할 정도로 근본적인 영향을 주고 있기 때문이다.

생산가능인구 감소 시작

그 핵심에는 ‘사람이 줄고 있다’는 사실이 있다. 한국은 이미 급격한 인구 감소에 접어들었고, 생산가능인구(15~64세)는 2018년을 정점으로 본격적인 감소세에 들어섰다. 이 변화는 단순한 사회적 현상이 아니라, 노동 집약적 산업인 건설업에 직접적인 리스크로 작용하고 있다고 판단한다.

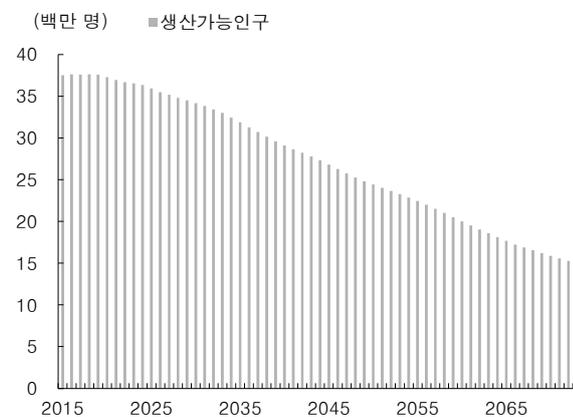
청년층 이탈과 고령화

그 중에서도 20~30대 청년층 이탈은 건설업 지속 가능성을 위협하는 가장 큰 문제라 판단한다. 과거에는 젊은 인력들이 자연스럽게 시공 현장에 유입되었지만, 현재는 그렇지 않기 때문이다. 또한, 최근에는 청년층이 건설업에 진입하더라도 단순 노무직 보다는 주로 팀장·반장 등 관리직으로 투입되고 있다.

인력 불균형 구조 고착화

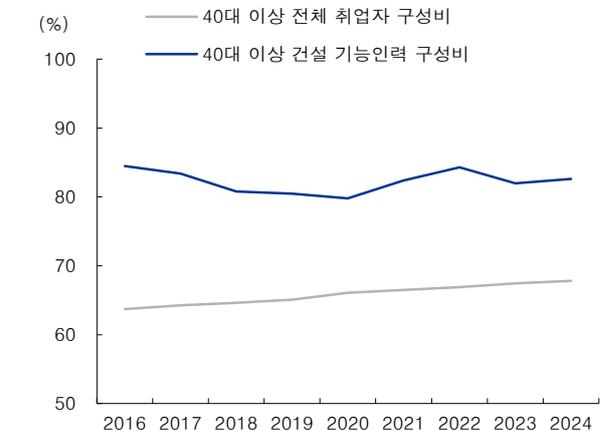
이 결과는 건설 현장의 인력 구성을 불균형하게 만들고 있다. 실제로 구조체를 설치하고, 철근을 조립하며, 콘크리트를 타설하는 등 핵심 시공을 담당하는 인력은 점차 고령화되고 있다. 즉, 젊은 층은 줄고, 고령 노동자들만 남는 구조가 빠르게 고착화되고 있다고 판단한다.

그림 10. 생산 가능 인구 전망 추이



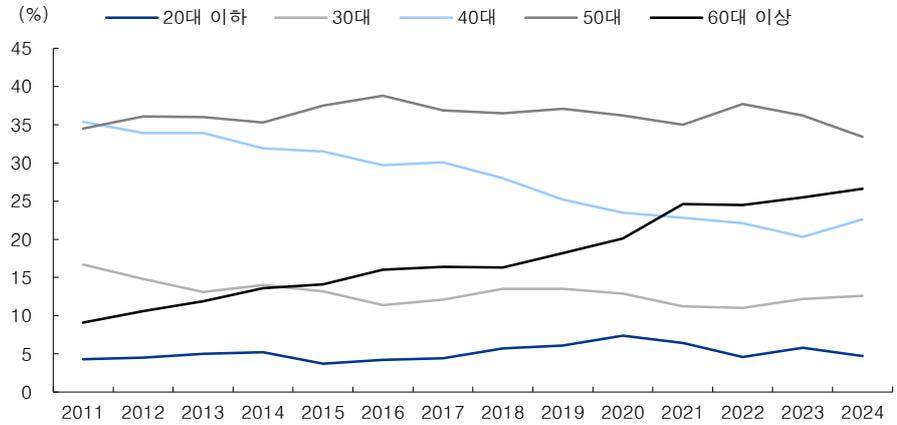
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 11. 건설 가능 인력 및 고령화 추이



자료: 건설근로자공제회, 통계청, IBK투자증권

그림 12. 건설기능인력의 연령대별 구성비 추이



주1: 건설기능인력은 건설업취업자 중 기능원 및 관련기능종사자, 장치기계조작 및 조립종사자, 단순노무종사자 등 3개 직종을 합한 개념임

주2: 각 연도 12월 기준

자료: 건설근로자공제회, 통계청, 경제활동인구조사, IBK투자증권

표 4. 건설 현장 작업 능력별 진입 비중

(단위: %)	일반공	조공	준기공	기능공	팀장반장
20대 이하	15.2	25.4	24.1	32.2	45.2
30대	10.6	15.9	15.9	27.9	22.0
40대	20.5	24.6	28.2	26.8	19.6
50대	31.2	27.5	25.5	12.0	10.2
60대 이상	22.4	6.5	6.4	1.1	3.0
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 건설근로자공제회, IBK투자증권

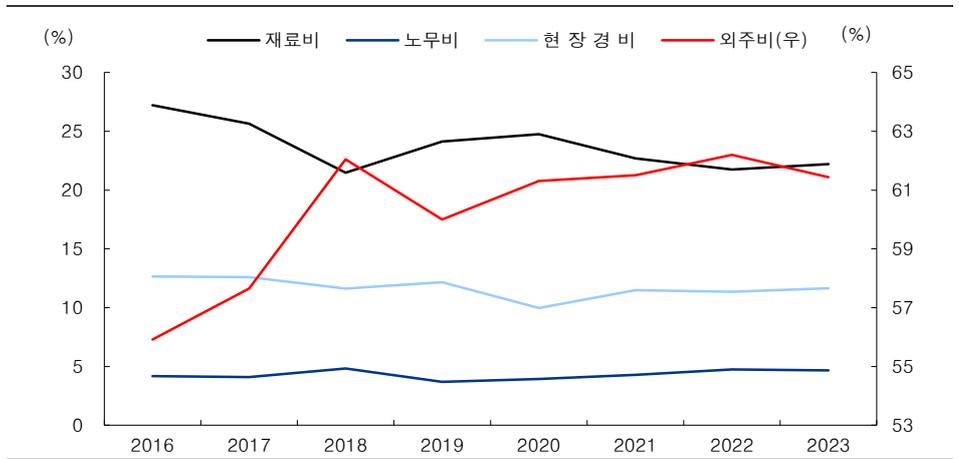
인건비 구조적 상승	생산가능인구 감소는 결국 인건비 상승으로 이어진다. 대표적인 사례로 코로나19 기간 구인난을 예시로 들 수 있다. 당시 국내 건설 현장은 국제 인력 교류가 중단되면서 인력 수급이 제한되며, 현장의 구인 압박으로 연결됐다. 당시 착공 물량이 예년보다 많은 상황이었던 점을 감안하면, 다수의 현장에서 적정 인력을 확보하는데 어려움을 겪었을 것으로 추정한다.
노무비, 외주비 비중 상승	구인 압박은 건설완성원가의 인건비 관련 항목인 노무비와 외주비 비중을 통해 추정할 수 있다. 실제로 2019년부터 2022년 사이, 1군 건설사를 기준으로 노무비 비중은 3.69%에서 4.76%로 증가했고, 외주비는 60.00%에서 62.20%로 상승했다. 주목할 점은 외주비의 약 30%가 인건비로 구성되어 있다는 점인데, 이는 실질적으로 인건비 관련 비용이 건설 원가 전반에 영향에 끼쳤음을 추정해볼 수 있다.
자재비 비중 하락	반면, 같은 기간 동안 자재 가격은 약 31% 상승했음에도 불구하고, 재료비 비중은 24.14%에서 21.76%로 오히려 하락했다. 이로 미루어 보아 자재 단가 상승보다 인건비 단가 상승이 건설 원가 구조에 더 큰 영향을 준 것으로 추정된다. 동기간 최저임금 상승률은 9.7% 수준이었지만, 인건비 관련 항목 비중 확대가 더 뚜렷했던 점은 주목할 만하다.
자재보다 인건비 부담이 핵심	이러한 변화는 일시적인 현상이 아니며, 구조적 수급 문제의 결과로 해석된다. 2020~2022년 사이 착공 현장이 급증하면서 수요는 빠르게 늘었지만, 코로나19 이후에는 숙련공 중심의 외주 인력 시장에서 공급이 오히려 축소됐다. 이로 인해 외주 단가가 자극되었고, 이는 곧 외주비 비중 상승으로 직결됐다. 다시 말해, 건설 원가 상승의 본질은 자재 가격 상승보다는 <u>인력 수급 불균형에 있다는 것이다</u> .
인력 비용 구조적 상승 지속	결국 건설완성원가에서 인건비가 차지하는 비중은 약 30% 이상이며, 이는 지속적으로 건축비 상승의 압력 요인으로 작용하고 있다. 이 같은 구조는 단기간에 바뀌기 어려운 상황이다. 앞으로도 인건비는 설령 단가가 안정된다고 하더라도, ▶ 최저임금의 지속적인 상승, ▶ 중대재해처벌법 시행, ▶ 주 52시간 근로제 등 제도적 요인으로 인해 단위당 인력 비용이 구조적으로 하락하기 어려운 환경에 놓여 있다고 판단한다.
낮은 생산성의 구조적 전환 필요	향후 건설 인건비는 가용 가능한 인력풀이 줄어드는 상황 속에서 더욱 증가할 수밖에 없다. 단순히 시장 논리로 해결할 수 없는 구조적 한계가 분명하며, 이는 결국 건설업이 절대적인 인력 투입을 줄이는 방식으로 변화하지 않으면, 지속 가능성을 확보하기 어렵다는 것을 의미한다 . 오랫동안 제조업 대비 낮은 노동생산성을 유지해온 건설업은 이제 인력 구조 자체를 바꿔야 하는 시점에 와 있다. 이 흐름은 단순한 비용 문제가 아니라 산업 구조 재설계의 신호라 판단한다.

표 5. 완성공사원가 비중 추이(1군 건설사)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
재 료 비	21.48	24.14	24.76	22.71	21.76	22.22
노 무 비	4.82	3.69	3.95	4.29	4.76	4.68
외 주 비	62.05	60.00	61.31	61.51	62.20	61.44
현 장 경 비	11.64	12.17	9.98	11.48	11.37	11.65
(기계경비)	1.48	1.29	1.00	0.86	1.09	1.00
공사원가계	100.00	100.00	100.00	100.00	100	100.00

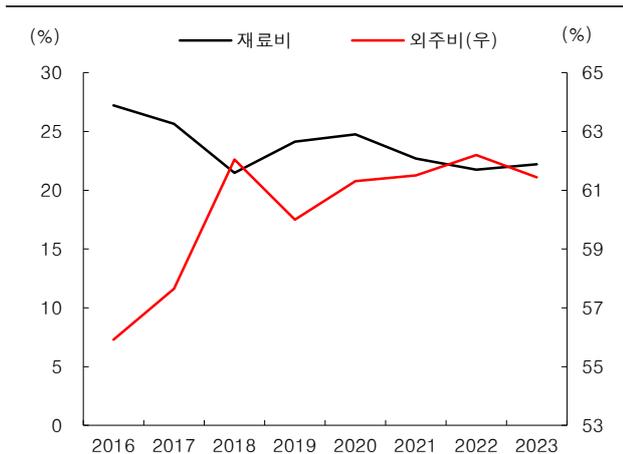
주: 현장경비 내 기계경비 포함
 자료: 대한건축협회, IBK투자증권

그림 13. 완성 공사 원가 비중 추이



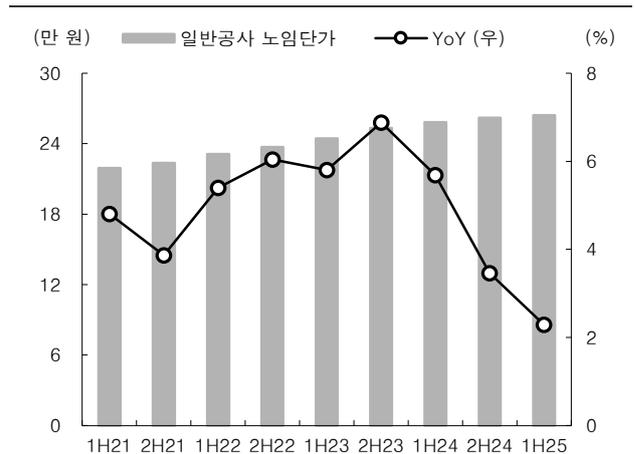
자료: 대한건축협회, IBK투자증권

그림 14. 완성공사원가 외주비 노무비 비중 추이



자료: 대한건축협회, IBK투자증권

그림 15. 건설 노동자 노임단가 추이

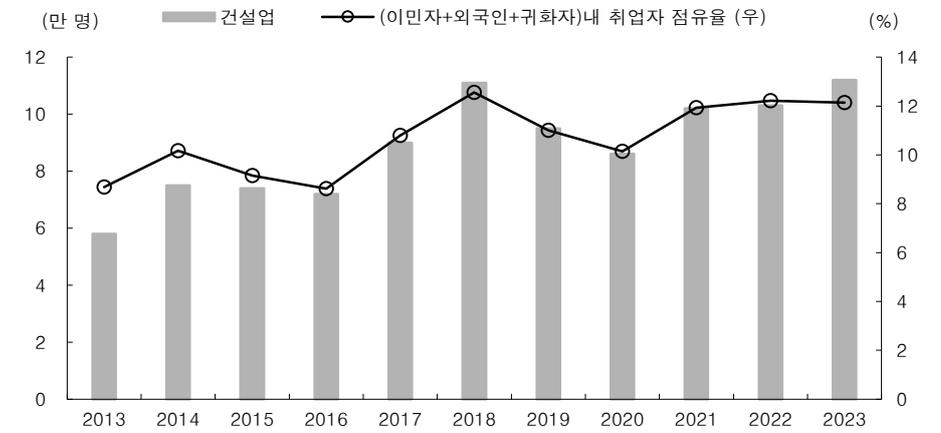


자료: 통계청, IBK투자증권

2-2. 안전품질문제

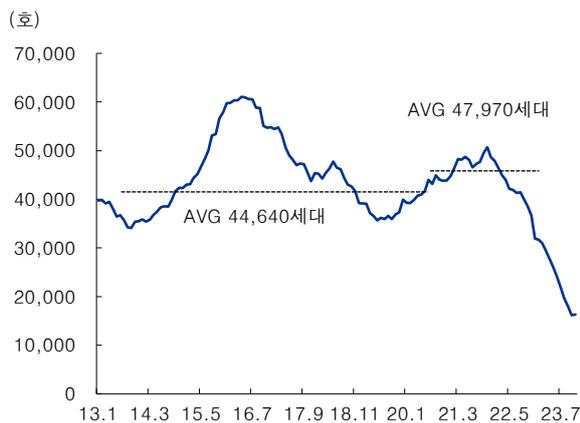
<p>외국인 침투율 증가와 의존도</p>	<p>최근 국내 건설업에서 가장 중요한 화두는 ‘안전과 품질’ 문제였다. 물론, 문제의 원인은 하나로만 설명되기 어려우며, 다양한 외부 변수와 산업 내부 변화가 복합적으로 작용한 결과일 가능성이 높다. 하지만 주목할 급격한 변화는 외국인 근로자의 비중이 빠르게 증가하고 있다는 점이며, 안전 및 품질 저하의 주요 배경으로 작용했을 가능성에 주목할 필요가 있다.</p>
<p>팬데믹이 드러낸 구조적 취약성</p>	<p>국내 건설업은 이미 수년 전부터 내국인 근로자 수 감소와 고령화라는 구조적 문제에 직면해 있었다. 외국인 근로자 의존도는 건설 현장의 인력 공급을 채우기 위한 대안으로 점진적으로 높아져 왔다. 통계상으로도 이러한 흐름은 뚜렷하게 나타난다. 전체 산업 중 외국인 노동자 침투율 증가 폭을 보면, 건설업은 농업·임업·어업 다음으로 가장 가파른 상승세를 기록하고 있다.</p>
<p>2024.12 기준 건설업 외국인 근로자 비중 17.2%</p>	<p>또한, 건설근로자공제회 피공제자 통계에 따르면, 2024년 12월 기준 건설업 외국인 근로자 비중은 17.2%를 기록하며, 2019년 11.1% 대비 6.1%pt 증가했다. 이는 단순히 절대 수의 증가를 넘어, 외국인 인력 의존 구조가 산업 전반에 빠르게 고착화되고 있음을 의미한다.</p>
<p>착공 증가와 인력 수급 불일치</p>	<p>빠르게 외국인 침투율이 증가하는 가운데 코로나19 팬데믹이 발생했고, 외국인 입국 제한 조치는 곧바로 건설현장의 인력 수급 불안정으로 이어졌으리라 추정한다. 더욱이 2021년은 전국 월 평균 착공 물량이 약 47,970세대로, 2013~2020년 평균 대비 높은 수준이었다. 현장에는 평년보다 더 많은 인력이 필요했지만, 인력 수급은 반대로 줄어든 것이다. 실제로 건설근로자공제회 자료에 따르면, 외국인 건설 근로자 수는 2019년 21.7만 명에서 2021년 19.8만 명으로 감소했다.</p>
<p>착공 현장 증가에도 보통인부 감소는 인력 재배치 시사</p>	<p>그럼에도 불구하고 형틀목공과 철근공 같은 주요 공종에서는 외국인 근로자 수가 오히려 증가한 것으로 나타났다. 형틀목공은 2019년 47,144명에서 2021년 50,372명으로, 철근공은 24,931명에서 27,398명으로 각각 증가한 반면, 보통인부(미숙련 직종)는 56,100명에서 46,322명으로 크게 줄었다. 이 수치는 단순한 수급 감소가 아니라, 인력 재배치의 가능성을 암시한다.</p>
<p>코로나 기간 미숙련공→숙련공 재배치 가능성</p>	<p>상기 통계는 미숙련 인력이 고숙련 작업에 투입되었을 것으로 추정하며, 이는 시공 품질 저하와 안전사고 증가로 이어졌을 수 있다고 추정된다. 결국 최근의 안전·품질 이슈는 단순히 인력이 부족해서 발생한 문제가 아니라, 숙련도의 불균형과 현장 인력 구조 변화가 복합적으로 작용한 구조적 결과일 가능성이 크다고 판단한다.</p>
<p>투입 인력 최소화 필요</p>	<p>향후 전망도 낙관적이지 않다. 국내 생산가능인구는 지속적으로 감소하고 있으며, 외국인 노동력 유입 또한 정책적·사회적 제약으로 인해 확대에 한계가 있다. 이 같은 여건에서는 안전과 품질 이슈가 반복적으로 재현될 가능성이 매우 높다. 따라서 현재의 문제를 해결하기 위한 방향은 분명하다. 근본적으로 ‘사람을 더 투입하는 방식’이 아니라, ‘사람을 덜 쓰고도 같은 품질을 낼 수 있는 구조로의 전환을 통해, 시스템 중심의 시공 체계를 갖춰야 할 시점이라고 판단한다.</p>

그림 16. 이민자+외국인+귀화자 건설업 근로자 추이



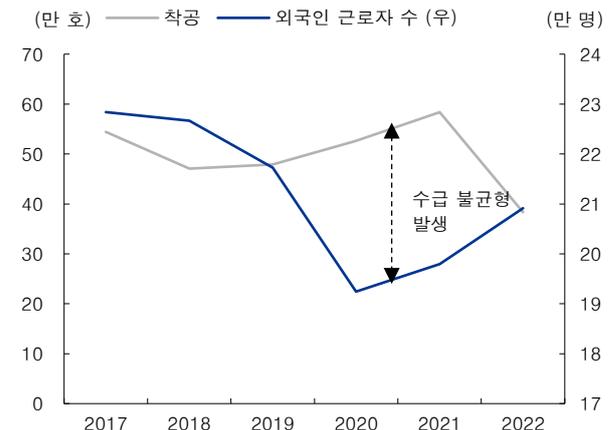
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 17. 주택건설 착공(12M Tr)



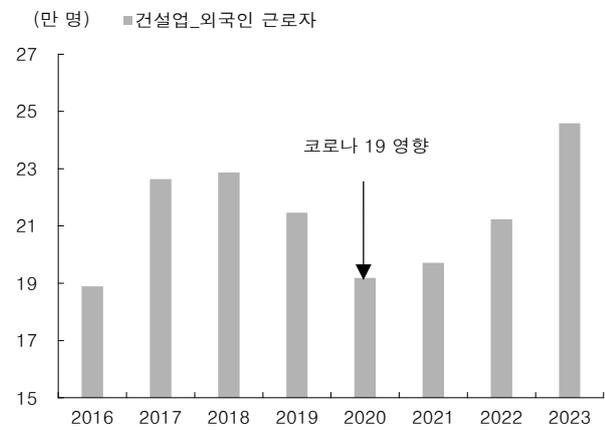
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 18. 외국인 수급 불균형 발생



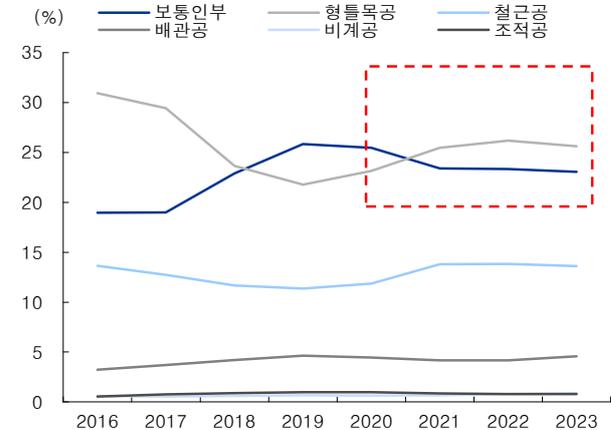
자료: 통계청, 건설근로자공제회, IBK투자증권

그림 19. 건설업 외국인 근로자



자료: 건설근로자공제회, IBK투자증권

그림 20. 직종별 외국인 근로자 비중



자료: 건설근로자공제회, IBK투자증권

그림 23. 산울마을 5단지 (LH 공급)



자료: 네이버 지도, IBK투자증권

그림 24. 양주 옥정 LH 엘리프 (LH 공급)



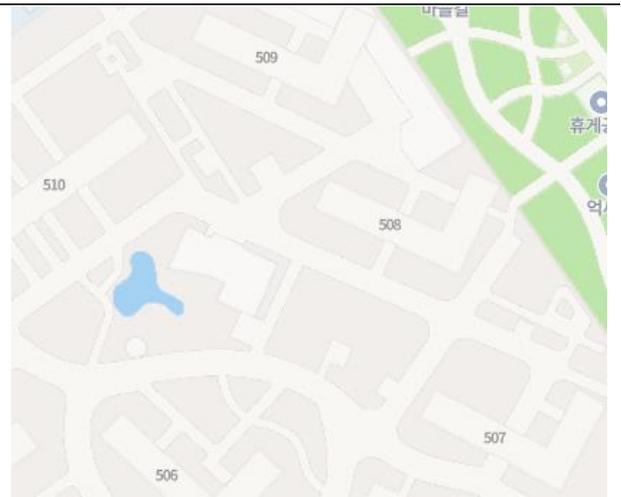
자료: 네이버 지도, IBK투자증권

그림 25. 구리갈매역세권A1 (LH 공급)



자료: 네이버 지도, IBK투자증권

그림 26. 민락2공공주택지구 (LH 공급)



자료: 네이버 지도, IBK투자증권

<p>공공주택의 구조적 반복성</p>	<p>공공주택은 외형과 내부 평면이 일정한 구조를 갖는 경우가 많아 설계 표준화 및 부재 반복 생산이 용이할 것으로 추정한다. 이러한 특성은 모듈러 공법의 핵심 전제인 ‘공장 생산 기반의 효율성’을 실현하기에 최적의 조건을 제공한다. 특히 모듈러 공법의 대표적인 장점인 공기 단축 효과는 단순한 시공 기간의 단축을 넘어, 분양가 상한제 하에서 분양가 자체를 낮출 수 있는 가능성으로도 연결될 수 있다고 판단한다.</p>
<p>분양가 절감 효과 기대</p>	<p>실제로 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한. (2019). <i>LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-</i>. 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24. 에 따르면, 40세대 기준 모듈러 방식의 직접 공사비는 RC공법 7.0억 원 대비 14.6% 높은 8.0억 원으로 나타났다. 하지만, 간접공사비, 운영비, 폐기처분비용 합산 비용은 기존 RC공법 2.4억 원에서, 모듈러 공법은 1.8억 원으로 감소하며 34.3% 절감효과를 기대할 수 있을 것으로 추정하였다.</p>
<p>경제성 확보 임계점</p>	<p>해당 연구는 약 580세대 이상의 대형 프로젝트에서 규모의 경제가 본격적으로 작동하며, 모듈러의 대량 생산 효과가 자재비 절감과 학습곡선 기반의 생산성 향상으로 이어져 단위 생산 비용을 낮출 수 있다고 주장하였다. 당사에서는 코로나19 시기를 거치며 노무비와 외주비 합산 비중이 2.43%pt 상승한 점을 고려한다면, 비용 구조의 변화로 과거보다 낮은 수준(550세대)의 물량에서도 모듈러의 상대적 경쟁력을 확보할 수 있는 기반이 되었을 것으로 판단한다.</p>
<p>공공 발주 지속이 대량 생산 체계 구축 동인 될 것</p>	<p>현재까지 LH에서 발주한 모듈러 주택 사례들은 대부분 조립형 원부자재를 현장에서 조합하는 수준에 머무르고 있지만, 일정 수준 이상의 연속 수요가 확보되고 전용 생산 라인이 구축될 경우 완전한 공장형 제작 방식으로 진화하는 것은 충분히 가능하다고 본다. 기업 입장에서도 안정적인 물량이 확보된다면, 규모의 경제 효과로 간접비와 일반경비를 감소시킬 수 있다고 판단한다.</p>
<p>철골 모듈러의 확장 가능성</p>	<p>더불어 철골 모듈러는 중층 이상의 주거용 건물이나 복합 건축물에도 확장성이 높다. 이는 장기적으로 공공주택뿐만 아니라 병원, 학교, 기숙사, 임대상가 등 다양한 사회 기반시설로의 적용 가능성을 의미한다. 따라서 지금은 공공부문 중심의 안정적인 수요 확보와 시범 적용을 통해 기술 신뢰성을 확보하고, 이를 기반으로 향후 민간 확장 기반을 마련해 나가야 할 시점이다.</p>
<p>공공에서의 민간 확장 기반 마련</p>	<p>결론적으로, 철골 모듈러는 민간 건설사 중심의 고밀도 도시정비사업에는 제한적일 수 있으나, 일정 규모 이상의 유사형 건물을 반복 건설하는 공공사업에서는 현실적이고 전략적인 해법이 될 수 있다고 기대한다. 특히 LH 기반의 공공주택에서부터 파일럿 프로젝트가 축적되고, 노무비 절감과 공기 단축의 효과가 입증된다면, 이는 궁극적으로 건설업 전체의 생산성과 수익성을 끌어올리는 구조적 전환의 핵심 계기가 될 수 있다고 판단한다.</p>

표 6. RC공법(B동) 직접 공사비 내역서

(단위: 억 원)	재료비	노무비	경비	합계
건축공사	2.7	2.7	0.1	5.5
기계설비공사	0.4	0.3	0.1	0.8
전기설비공사	0.1	0.4	0.1	0.5
통신설비공사	0.04	0.2	0.03	0.2
합계	3.3	3.5	0.9	7.0

자료: 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한. (2019). LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-. 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24., IBK투자증권

표 7. 모듈러공법 직접 공사비 내역서

(단위: 억 원)	재료비	노무비	경비	합계
건축공사	4.0	1.9	0.3	6.2
기계설비공사	0.4	0.4	1.0	0.9
전기설비공사	0.1	0.4	0.9	0.6
통신설비공사	0.04	0.2	0.03	0.3
합계	4.6	2.9	0.5	8.0

자료: 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한. (2019). LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-. 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24., IBK투자증권

표 8. RC공법(B동) 간접 공사비 내역서

(단위: 억 원)	비용
노무비	0.3
경비	0.7
기타	0.8
합계	1.9

자료: 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한. (2019). LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-. 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24., IBK투자증권

표 9. 모듈러공법 간접 공사비 내역서

(단위: 억 원)	비용
노무비	0.2
경비	0.4
기타	1.0
합계	1.6

자료: 신현규, 함희래, 장활재 and 안용한. (2019). LCC분석을 통한 모듈러 공공주택의 경제성분석 -천안두정 모듈러 공공주택사례를 중심으로-. 한국퍼실리티매니지먼트학회지, 14(1), 15-24., IBK투자증권

3-2. 건설, 해외시장 수출 가능성

무역수지에 기여 못하는
건설업

건설업은 전통적으로 수출이 불가능한 산업으로 분류돼 왔다. 이는 건설이 특정 지역의 부지를 중심으로 이루어지는 **현장 기반 산업이라는 특성** 때문이다. 현장 상황, 인허가 조건, 기후와 지형, 인력과 자재 수급 등이 지역마다 달라질 수밖에 없고, 이로 인해 시공은 기본적으로 로컬화된 과정일 수밖에 없다. 이러한 특성 때문에 건설업은 국내총생산(GDP)에는 큰 비중을 차지하지만, 무역수지에는 기여하지 못하는 구조였다.

목조 모듈러로
건설업을 변화 기대

그러나 이 구조를 전환할 가능성이 있는 분야가 바로 ‘모듈러 건축’이며, 그 중에서도 **‘목조 모듈러’가 수출 가능성을 가장 먼저 확보할 수 있는 형태로 주목받을 것으로 판단**한다. 목조 모듈러는 공장에서 제작된 경량 목재 구조체를 현장으로 운송해 조립하는 방식으로, 기존 철근콘크리트(RC) 중심의 현장 중심 시공과 달리 높은 수준의 사전 제작과 표준화가 가능하다. 이러한 특징은 **제품 형태로 수출될 수 있는 구조**를 만든다는 점에서 건설업의 제조업화, 나아가 **수출 산업화로 전환 가능**하다는 것이다.

단독 주택 중심 선진국
타겟

해외 시장 측면에서 보았을 때, 목조 모듈러의 잠재력은 더욱 분명해진다. 많은 선진국에서는 생활 양식이 기본적으로 단독주택 중심이며, 특히 미국은 2021년 기준 62.4%가 단독주택으로 구성되어있으며, 대부분 경량 목구조를 기반으로 하고 있다.

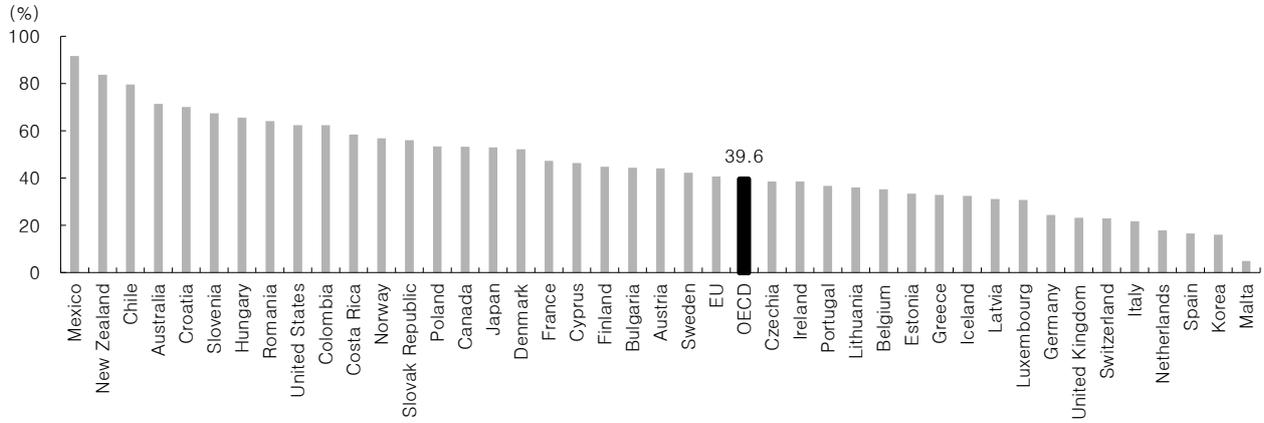
고 인건비 회피 수요
대응 가능

여기에 더해, 목조 모듈러의 경쟁력을 더욱 부각시키는 요소는 인건비다. 선진국일수록 건설 인건비는 높고, 숙련 노동자 확보도 어렵다. 예를 들어 미국은 건설업계의 인건비 상승 문제에 직면해 있고, 유럽도 각국마다 숙련공 고령화가 심각하다. 이 같은 구조 속에서 사전 제작된 모듈러 유닛을 수입해 설치만 하면 되는 방식은 고비용 인건비를 회피할 수 있는 실질적인 대안이 될 수 있다.

공정 단축과
단가 투명성 확보

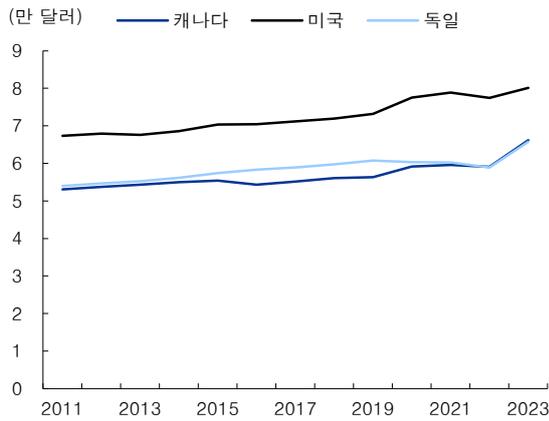
또한, B2B 방식 대비해도 목조 모듈러 수출 방식은 몇 가지 전략적 장점을 갖는다. 첫째, 모듈러는 공장에서 사전 제작되기 때문에 현장 부지 구성에 소요되는 시간 자체가 짧고, 이는 개발사업 전체의 리드타임을 단축시키는 효과로 이어진다. 둘째, 고정된 공장 생산 기반에서 단가가 명확하게 형성되기 때문에, 수출 가격을 통해 원가를 빠르게 고객에게 전가할 수 있다는 점도 큰 장점이다. 이는 B2B 방식처럼 계약 후 가격 협의나 현장 변수에 따른 비용 변동이 반복되지 않는 구조를 만들 수 있다고 판단한다.

그림 27. 전체 주택 중 단독주택 비중



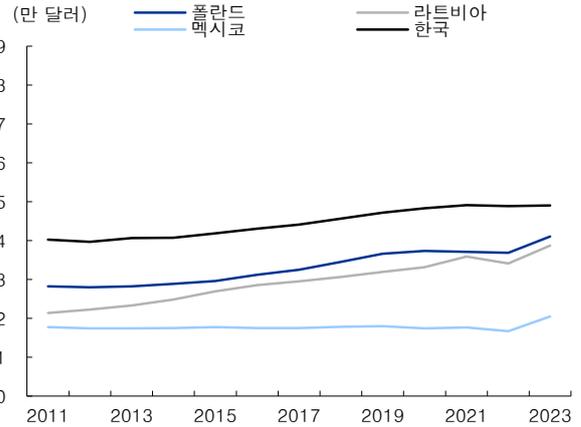
주: 호주(2021년), 캐나다(2020년), 칠레(2017년), 콜롬비아(2018년), 키프로스(2021년), 아이슬란드(2018년), 일본(2018년), 라트비아(2021년), 룩셈부르크(2021년), 몰타(2021년), 멕시코(2020년), 뉴질랜드(2018년), 노르웨이(2020년), 포르투갈(2021년), 스위스(2021년), 영국(2021년), 미국(2021년)을 제외하고 2022년을 기준
 자료: OECD, IBK투자증권

그림 28. 목조 모듈러 주요 잠재 수입국 임금 추이



자료: OECD, IBK투자증권

그림 29. 목조 모듈러 주요 잠재 수출국 임금 추이



자료: OECD, IBK투자증권



“편집상 공백입니다”



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
GS건설 (006360)	매수 (유지)	26,000원

매수 (유지)

목표주가 26,000원
현재가 (4/30) 18,250원

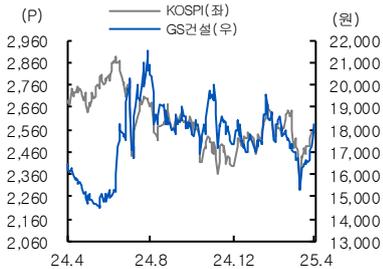
KOSPI (4/30)	2,556.61pt
시가총액	1,562십억원
발행주식수	85,581천주
액면가	5,000원
52주 최고가	21,550원
최저가	14,470원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	23.8%
배당수익률 (2025F)	2.6%

주주구성	
허창수 외 16 인	23.64%
국민연금공단	8.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	4%	17%
절대기준	7%	2%	11%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	26,000	24,000	▲
EPS(25)	2,645	3,016	▼
EPS(26)	5,615	4,575	▲

GS건설 상대주가 (%)



GS건설 (006360)

선구자에게는 그에 합당한 밸류에이션이 따라야 한다

1Q25 Review: 컨센서스 하회

2025년도 1분기 GS건설의 영업실적은 매출액 3.1조 원(YoY -0.3%), 영업이익 704억 원(YoY -0.2%)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 816억 원 대비 13.7% 하회하였다. 수익성이 부진했던 주된 이유는 신사업 부문의 엘리먼트(철골 모듈러) 원가 반영, 판관비 상승(집합 대손 상각비 및 수주 추진비 증가)에서 기인하였다.

목조 · 철골 해외 전략: 수익성과 시장 선점 병행

동사는 국내 대형 건설사 가운데 선도적으로 모듈러 산업에 진입한 기업이다. 단우드(목조)와 엘리먼트 유럽(철골)을 양축으로 한 이중 구조는 ▶ 안정적 수익 기반 확보와 ▶ 차세대 모듈러 시장 선점을 동시에 추구하는 전략으로 해석된다.

단우드는 유럽 내 B2C 기반 목조주택 공급을 통해 2024년 3,989억 원의 매출과 207억 원의 순이익(순이익률 5.2%)을 기록하며 수익성을 입증했다. 반면, 엘리먼트 유럽은 비록 4년간 단기 손실이 지속되었으나, 고층 모듈러 시장을 겨냥한 선제적 설비 투자에 힘입어 향후 신규 수주 확대 가능성이 기대된다.

건설업 전반이 인력 구조 위기, 생산성 저하라는 구조적 리스크에 직면한 상황에서, 동사의 모듈러 전략은 단순한 시공 혁신이 아닌 산업 전환의 신호탄이 될 것을 기대한다. 향후, 국내: 공공주택 공급 확대, 해외: 모듈러 수출 시장 확대가 본격화되면, 모듈러 부문은 연결 손익 구조를 넘어서 별도 가치로 재평가받을 여지가 크다고 판단한다.

투자의견 매수 유지 및 목표주가 26,000원으로 상향

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,596	12,982	12,982
영업이익	-388	286	420	611	840
세전이익	-517	442	363	776	687
지배주주순이익	-482	246	226	481	425
EPS(원)	-5,631	2,869	2,645	5,615	4,968
증가율(%)	-242.1	-151.0	-7.8	112.3	-11.5
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.3	4.7	6.5
순이익률(%)	-3.1	2.1	1.9	4.3	3.8
ROE(%)	-10.5	5.6	5.0	9.9	8.1
PER	-2.7	6.0	6.7	3.2	3.6
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-23.9	11.3	7.1	6.7	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

GS건설의 모듈러 방향성은 어디로?

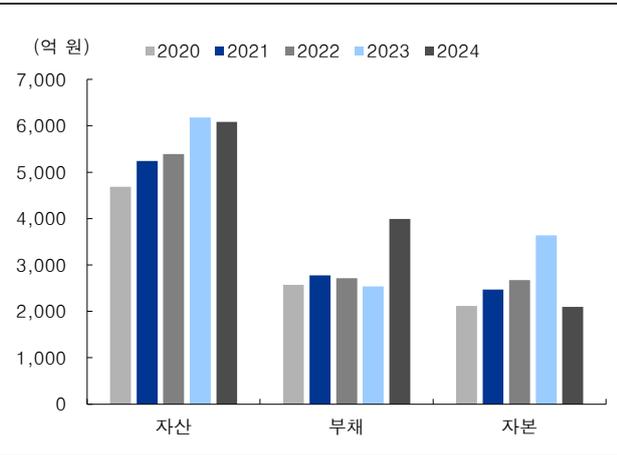
동사는 국내 대형 건설사 중 가장 선도적으로 모듈러 사업에 진입한 기업으로, 2020년 이후 유럽의 철골 모듈러 전문기업 엘리먼트 유럽(Elements Europe)과 목조 모듈러 전문기업 단우드(Danwood)를 인수하며 글로벌 모듈러 시장 개척에 나섰다.

이 같은 행보는 건설업의 제조업화라는 흐름 속에서 GS건설이 얼마나 과감하고 선제적인 투자를 감행해왔는지를 보여주며, 그간 시장에서 저평가된 밸류에이션은 재조명을 받아야 한다는 판단의 근거가 된다.

다만, 두 법인의 최근 5년 실적은 전략의 방향성과 사업 단계의 차이에 따라 뚜렷한 대조를 이룬다. 단우드는 유럽의 목조 단독주택 시장에서 안정적인 수익 구조를 구축하고 있으며, 2020년 매출 2,740억 원에서 2024년 3,989억 원까지 성장했다. 당기순이익 또한 꾸준히 흑자를 유지해 2023년에는 446억 원으로 정점을 찍었고, 2024년에도 207억 원을 기록하며 5.2%의 순이익률을 달성했다.

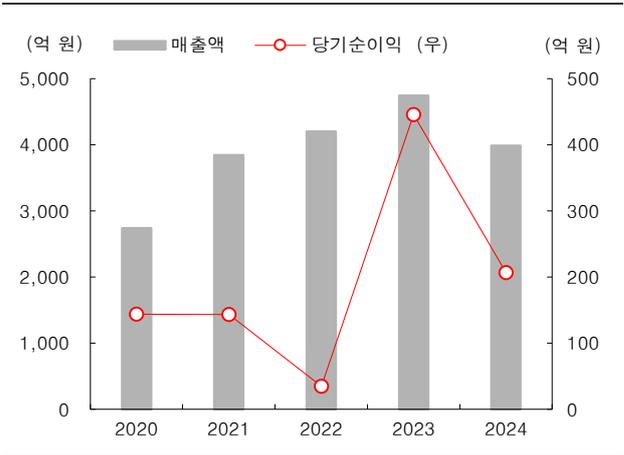
단우드는 현재 4개의 생산 공장을 운영 중이며, '수익형 모듈러 사업모델'의 대표적인 성공 사례로 볼 수 있다. 더 나아가, 북유럽과 북미 등 목조 단독주택 수요가 높은 시장에서의 수출 가능성 또한 열려 있어, 단우드는 향후 동사의 글로벌 주거시장 진출을 위한 교두보 역할을 수행할 것으로 기대된다.

그림 30. 단우드 자산/부채/자본 추이



자료: Dart, IBK투자증권

그림 31. 단우드 5개년 매출 및 영업 이익 추이



자료: Dart, IBK투자증권

엘리먼트 유럽은 철골 모듈러 기반 고층 건축 시공을 목표로 하는 기업으로, 2020년 매출 222억 원에서 2024년 941억 원까지 빠르게 성장했다. 그러나 동 기간 당기순이익은 지속적으로 적자를 기록했으며, 특히 2023년과 2024년에는 각각 259억 원, 446억 원의 손실을 나타냈다.

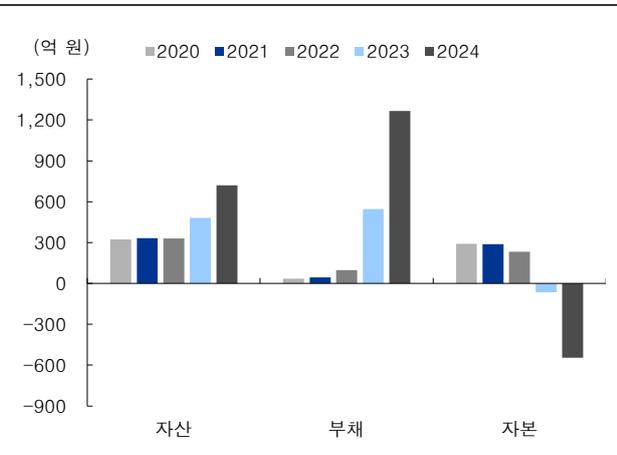
이는 코로나19 이전에 수주했던 저수익성 프로젝트의 기성 반영에 따른 결과로, 손실이 불가피했던 것으로 판단된다. 단우드가 B2C 중심의 비교적 짧은 공기와 안정된 단가 구조를 기반으로 한 반면, 엘리먼트는 B2B 중심 사업으로 프로젝트 공기가 길고 계약 단가 조정 여지가 적었던 것이 실적 악화의 주요 원인으로 추정된다.

다만, ▶ 악성 원가 현상이 올해 10월 준공이 예정되어있고, ▶ 주요 현장 수주를 기반으로 설비 투자가 단행된 만큼, 향후 안정적인 신규 수주가 이어진다면 흑자 전환 역시 충분히 가능하다는 점에 주목할 필요가 있다.

동사는 철골(엘리먼트)과 목조(단우드)라는 서로 다른 구조체를 기반으로 기술 내재화와 수익 안정성이라는 두 축의 전략을 병행하고 있다. 이는 단순한 공법 변화에 그치지 않고, 공장 기반 시공 혁신을 통한 건설업의 제조업화로의 전환이라는 점에서 그 의미가 크다고 판단한다. 특히 철골 모듈러 분야에서 단기 손실을 감수하면서까지 설비 선점에 나선 것을 고려한다면, 향후 고층 모듈러 시장에서 독점적 입지를 구축할 수 있는 기반이 될 수 있다고 판단한다.

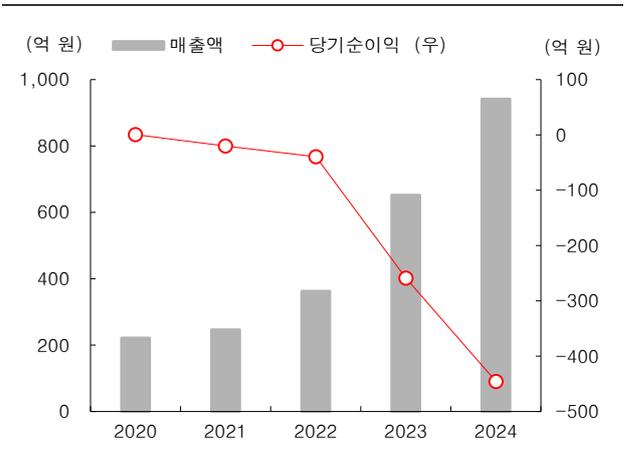
그간 국내 대형 건설사들이 외부 트렌드를 수동적으로 따라갔다면, GS건설은 독자적인 기술을 확보하고 시장을 ‘창출’하고 있다는 점에서 평가 기준이 달라져야 한다고 판단한다. 이러한 관점에서 볼 때, 동사는 단순 시공사업자 이상의 전략적 위상을 지니며, 모듈러 부문은 별도의 사업부문으로 분리해 재조명할 필요가 있다. 따라서 동사는 모듈러 산업의 선도자로서 리레이팅(Valuation re-rating)이 필요하다고 판단하며, SOTP(Sum-of-the-Parts) 방식의 밸류에이션 적용하여 가치를 산출하였다.

그림 32. 엘리먼트 자산/부채/자본 추이



자료: Dart, IBK투자증권

그림 33. 엘리먼트 5개년 매출 및 영업 이익 추이



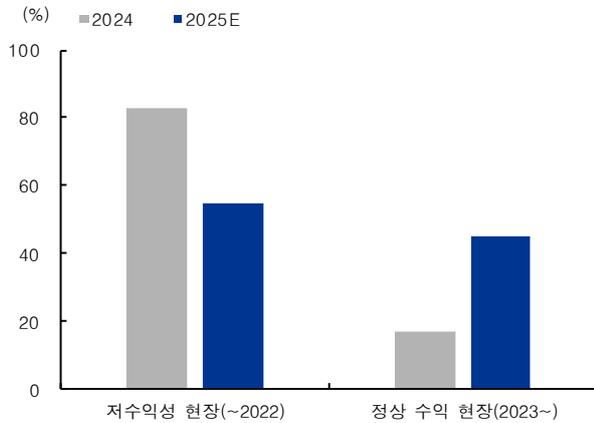
자료: Dart, IBK투자증권

표 10. GS건설 목표주가 산출

항목	주식 가격	비고
1. 고유사업 영업가치	15,105	
A. 고유사업+베트남	15,105	12 Fwd. BPS: 50,350원 PBR: 0.3배, 12 Fwd. ROE 6.3%, COE 5.0%, 영구성장률 1% 가정의 할인
2. 신사업 영업가치	11,877	인도기준 인식 베트남 사업부문 제외
B. 모듈러 사업 영업가치	660	지분: 자이가이스트 및 건축사무소 100%, 지피씨 100% GS E&C Poland SP.ZO.O(단우드) 100%, 엘리먼츠 유럽 75% 12 Fwd. 지배주주기준 EPS: 44원, Target PER 15배 미국 모듈러 사 PER 평균(24배) 할인
C. Inima 청산가치	11,217	매각가 하단 기준(1.2조 원)*80%/상장 주식 수
적정주가(1+2, 원)	26,982	
목표주가 (원)	26,000	
전일종가 (원)	18,250	
상승여력 (%)	42.5	
투자의견	매수	

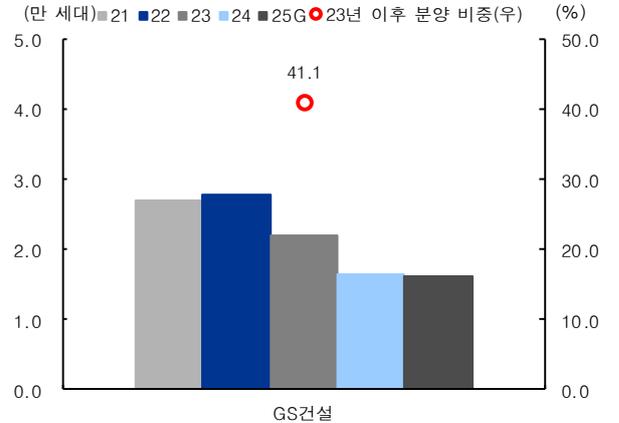
자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 34. 24/25E 주택 부문 저수익/정상수익 현장 매출 비중



자료: GS건설, IBK투자증권 추정

그림 35. 연도별 분양 물량 추이



자료: GS건설, IBK투자증권

표 11. GS건설 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25P	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	3,063	3,386	3,071	-9.6	-0.3	3,156	-2.9
영업이익	70	40	71	75.0	-0.2	82	-13.8
지배주주순이익	27	-35	135	흑자전환	-80.1	69	-60.8
OPM	2.3	1.2	2.3	-1.4	0.5	2.6	-0.3

자료: Quantwise, IBK투자증권

표 12. GS건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	3,071	3,297	3,109	3,386	3,063	3,192	3,063	3,278	12,864	12,596	12,982
YoY (%)	-12.6	-5.7	0.1	2.0	-0.3	-3.2	-1.5	-3.2	-4.3	-2.1	3.1
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,010	2,066	1,907	2,027	9,511	8,010	8,409
신사업	287	350	361	393	395	416	420	446	1,392	1,677	1,522
플랜트	100	130	175	310	284	341	376	437	702	1,438	1,513
인프라	263	259	313	319	346	339	329	338	1,154	1,352	1,398
매출원가	2,795	3,023	2,853	3,079	2,772	2,877	2,771	2,949	11,750	11,370	11,553
YoY (%)	-11.7	-19.3	1.0	-10.5	-0.8	-4.8	-2.9	-4.2	-10.8	-3.2	1.6
매출원가율 (%)	91.0	91.7	91.7	90.9	90.5	90.2	90.5	90.0	91.3	90.3	89.0
건축/주택	91.2	89.0	92.7	90.3	90.5	90.0	91.0	90.6	90.7	90.5	88.9
신사업	83.4	83.4	89.5	81.4	90.6	87.1	86.0	86.6	84.4	87.5	85.6
플랜트	138.5	200.2	125.3	117.9	97.6	92.0	90.9	89.3	97.8	92.0	91.4
인프라	97.6	112.6	89.5	104.4	85.2	93.0	92.8	91.2	100.7	90.5	90.1
판관비	205	181	175	268	221	192	184	210	828	806	818
판관비율(%)	6.7	5.5	5.6	7.9	7.2	6.0	6.0	6.4	6.4	6.4	6.3
영업이익	71	93	82	40	70	123	108	119	286	420	611
YoY (%)	-55.6	흑전	36.0	흑전	-0.2	31.4	31.6	196.1	흑전	46.7	45.6
영업이익률(%)	2.3	2.8	2.6	1.2	2.3	3.8	3.5	3.6	2.2	3.3	4.7
순이익	139	35	121	-31	12	52	96	85	264	244	559
YoY (%)	-14.7	흑전	939.8	적지	-91.2	47.1	-20.8	흑전	흑전	-7.4	128.6
순이익률(%)	4.5	1.1	3.9	-0.9	0.4	1.6	3.1	2.6	2.1	1.9	4.3
지배주주 순이익	135	27	119	-35	27	45	82	73	245	226	481

자료: GS건설, IBK투자증권

GS건설 (006360)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,596	12,982	12,982
증가율(%)	9.2	-4.3	-2.1	3.1	0.0
매출원가	13,174	11,750	11,370	11,553	11,299
매출총이익	262	1,114	1,226	1,429	1,684
매출총이익률 (%)	1.9	8.7	9.7	11.0	13.0
판매비	650	828	806	818	844
판매비율(%)	4.8	6.4	6.4	6.3	6.5
영업이익	-388	286	420	611	840
증가율(%)	-169.9	-173.7	46.8	45.6	37.4
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.3	4.7	6.5
순금융손익	-207	-221	-262	-137	-153
이자손익	-108	-142	-108	-118	-153
기타	-99	-79	-154	-19	0
기타영업외손익	37	384	207	302	0
중속/관계기업손익	40	-7	-2	0	0
세전이익	-517	442	363	776	687
법인세	-98	178	118	217	192
법인세율	19.0	40.3	32.5	28.0	27.9
계속사업이익	-420	264	244	559	494
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-420	264	244	559	494
증가율(%)	-195.1	-162.9	-7.4	128.6	-11.5
당기순이익률 (%)	-3.1	2.1	1.9	4.3	3.8
지배주주당기순이익	-482	246	226	481	425
기타포괄이익	83	-64	0	0	0
총포괄이익	-336	200	244	559	494
EBITDA	-195	495	612	777	983
증가율(%)	-125.3	-354.3	23.7	27.0	26.5
EBITDA마진율(%)	-1.5	3.8	4.9	6.0	7.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,631	2,869	2,645	5,615	4,968
BPS	50,413	51,578	53,925	59,094	63,466
DPS	0	300	450	600	700
밸류에이션(배)					
PER	-2.7	6.0	6.7	3.2	3.6
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-23.9	11.3	7.1	6.7	4.8
성장성지표(%)					
매출증가율	9.2	-4.3	-2.1	3.1	0.0
EPS증가율	-242.1	-151.0	-7.8	112.3	-11.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.7	2.6	3.5	4.0
ROE	-10.5	5.6	5.0	9.9	8.1
ROA	-2.4	1.5	1.4	2.8	2.3
ROIC	-13.6	7.9	6.8	16.3	15.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	262.5	250.0	234.9	269.6	250.6
순차입금 비율(%)	57.4	67.0	40.3	49.8	36.9
이자보상배율(배)	-1.3	0.9	1.3	2.0	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	173.3	318.2	1,721.4	1,486.9	1,264.9
재고자산회전율	9.5	9.8	10.0	8.6	7.3
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,482	8,667	9,710	11,927	12,514
현금및현금성자산	2,245	2,083	3,336	2,841	3,427
유가증권	554	477	462	659	659
매출채권	73	7	7	10	10
재고자산	1,339	1,280	1,239	1,767	1,767
비유동자산	8,225	9,137	8,061	9,610	9,468
유형자산	2,256	2,639	2,475	2,336	2,218
무형자산	961	1,064	1,036	1,010	985
투자자산	2,503	3,032	2,952	3,986	3,986
자산총계	17,707	17,803	17,771	21,537	21,981
유동부채	8,796	9,032	8,807	11,707	11,707
매입채무및기타채무	1,606	1,638	1,586	2,261	2,261
단기차입금	1,286	1,131	1,094	1,560	1,560
유동성장기부채	1,051	1,997	1,997	1,997	1,997
비유동부채	4,026	3,684	3,657	4,004	4,004
사채	443	352	352	352	352
장기차입금	2,467	2,152	2,152	2,152	2,152
부채총계	12,822	12,716	12,465	15,711	15,711
지배주주지분	4,314	4,414	4,615	5,057	5,432
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
자본조정등	-37	-98	-98	-98	-98
기타포괄이익누계액	-65	-106	-106	-106	-106
이익잉여금	3,046	3,266	3,467	3,910	4,284
비지배주주지분	571	673	691	769	839
자본총계	4,885	5,087	5,306	5,827	6,270
비이자부채	7220	6745	6531	9311	9311
총차입금	5,602	5,971	5,934	6,400	6,400
순차입금	2,803	3,410	2,136	2,901	2,315

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	470	268	360	764	637
당기순이익	-420	264	244	559	494
비현금성 비용 및 수익	1,103	608	249	1	296
유형자산감가상각비	167	181	164	139	118
무형자산상각비	26	28	28	26	25
운전자본변동	27	-367	-25	322	0
매출채권등의 감소	-288	303	0	-3	0
재고자산의 감소	314	189	41	-528	0
매입채무등의 증가	-96	-93	-52	675	0
기타 영업현금흐름	-240	-237	-108	-118	-153
투자활동 현금흐름	-763	-549	1,046	-3,810	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-476	-416	0	0	0
유형자산의 감소	1	48	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-28	-109	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-63	90	831	-1,034	0
기타	-197	-162	215	-2776	0
재무활동 현금흐름	496	77	-153	2,551	-51
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	496	77	-153	2551	-51
기타 및 조정	18	42	0	-1	0
현금의 증가	221	-162	1,253	-496	586
기초현금	2,024	2,245	2,083	3,336	2,841
기말현금	2,245	2,083	3,336	2,841	3,427

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											

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

