



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원

주가(9/15): 19,460원

시가총액: 16,654억원

건설 Analyst 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/15)		3,407.31pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	24,150 원	15,340원
등락률	-19.4%	26.9%
수익률	절대	상대
1M	4.8%	-0.8%
6M	9.4%	-17.6%
1Y	2.0%	-22.7%

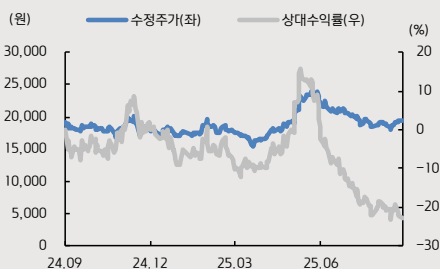
Company Data

발행주식수	85,581 천주
일평균 거래량(3M)	451천주
외국인 지분율	23.5%
배당수익률(25E)	1.5%
BPS(25E)	52,164원
주요 주주	허창수 외 16 인 23.6%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,437	12,864	12,169	12,336
영업이익	-388	286	419	470
EBITDA	-195	495	698	737
세전이익	-517	442	93	454
순이익	-420	264	47	329
지배주주지분순이익	-482	246	79	322
EPS(원)	-5,631	2,869	920	3,761
증감률(%YoY)	적전	흑전	-67.9	308.7
PER(배)	-2.7	6.0	21.1	5.2
PBR(배)	0.30	0.34	0.37	0.35
EV/EBITDA(배)	-22.3	11.0	8.1	7.3
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.4	3.8
ROE(%)	-10.5	5.6	1.8	7.0
순차입금비율(%)	51.0	64.6	64.9	57.0

Price Trend



GS건설 (006360)

베트남 주택 시장과 베트남 개발 사업



GS건설은 베트남 개발 사업을 통해 프리미엄 주거를 공급하는 사업을 영위하고 있다. 기확보 된 토지의 가격 상승에 힘입어 높은 수익성을 향유할 것으로 전망되며, 최근 토지법 개정도 GS건설에겐 유리하다고 판단된다. 여전히 사업 초기 단계인 프로젝트가 많은 가운데 '26년부터 본격적인 착공에 나설 것으로 전망된다. GS이니마 매각이 결정된 가운데 해외 개발사업과 모듈러 주택의 역할이 중요할 것으로 판단된다.

>>> 기획의 땅 베트남, 기확보 된 토지 긍정적

베트남의 GDP성장률은 향후 6%이상의 고성장이 지속되는 가운데, **베트남에선 투자자산으로서 부동산의 매력**이 지속되면서 **높은 수준의 시세가 지속될 것으로 전망된다**. 특히, **투자자산으로서 수요가 강한 프리미엄 주거들의 상승이 두드러지는 가운데 GS건설은 향후 이런 수요에 부합하는 주거를 공급할 계획**이다. 베트남에선 해외 개발사들에 대한 선호도가 높다는 점에서 GS건설도 수혜를 볼 것으로 예상된다. 특히, GS건설은 과거 '07년부터 토지 사용권을 확보해온 상황에서 그동안의 토지가 상승과 '24년 토지법 개정에 따른 수혜가 전망된다. **높아진 토지가격과 공시지가로 인해 신규 사업자의 진입장벽이 높아졌고, GS건설은 과거 기확보 된 토지를 통해 높은 수익성을 향유할 수 있을 것이다**.

>>> 아직 먹을 것이 많은 GS건설 베트남 3개 현장

GS건설은 베트남에서 1) 투티엠(Thu Thiem) 프로젝트, 2) 나베(Nha Be) 프로젝트, 3) 롱빈(Long Binh) 프로젝트 등 총 3개를 진행하고 있다. **각각의 프로젝트 모두 호치민시 개발 계획상 중요한 곳에 위치하고 있으며, 아직 사업의 초기 단계인 프로젝트가 많은 만큼 중장기적으로 GS건설 신사업 부문의 성장을 이끌 수 있는 동력이라 판단된다**. 투티엠의 경우 여전히 3-7블록(154세대), 3-3블록(345세대), 1-15 블록(용적률 1,300% 오피스 1채), 나베의 경우 1-2/3단계(47ha), 2단계(183ha), 3단계(98.9ha), 롱빈의 경우 Site A(34.5ha), Site B(57.2ha) 등의 부지에서 개발 사업을 진행할 수 있다. **단기적으로 매출이 빠르게 올라갈 것으로 예상되지는 않으나 '26년부터 본격적인 착공에 나설 것으로 전망된다**.

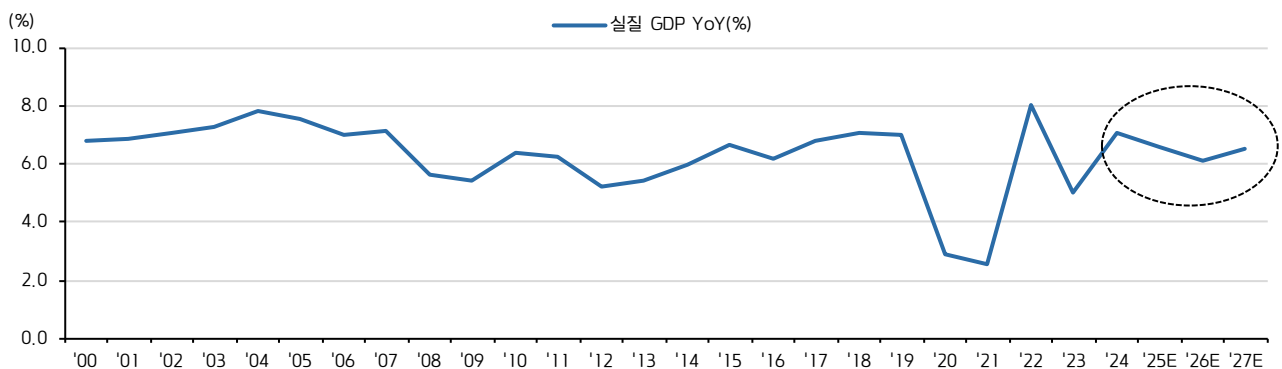
>>> 투자의견 Buy와 목표주가 27,000원 유지

GS건설에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 27,000원을 유지한다. 하반기엔 대규모 일회성 이익 발생 가능성이 낮을 것으로 전망되는 가운데, 주택건축 부문 착공 믹스에 따른 수익성 개선이 전망된다. **최근 GS이니마에 대한 매각 금액(1.68조원)이 결정되었다. GS이니마 처분에 따라 받는 현금 대부분은 차입금 상환에 사용할 것으로 예상된다. GS이니마 처분에 따른 신사업 부문의 외형 축소는 불가피할 것으로 예상되는 만큼, 향후 베트남을 포함한 해외 개발사업과 모듈러 주택의 역할이 중요할 것으로 판단된다**.

베트남 부동산 시장

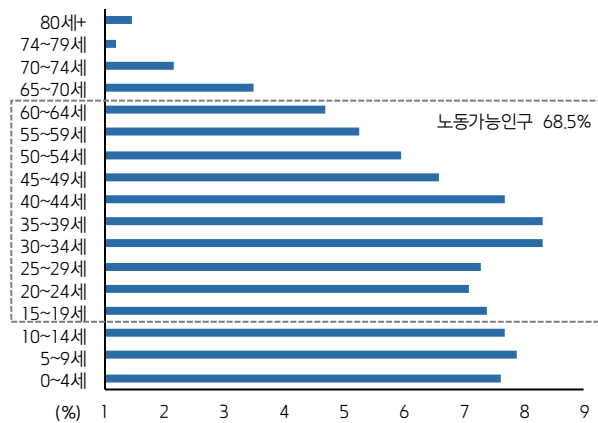
베트남은 우리에게 친숙하다. 삼성, LG, 롯데 등의 국내 그룹사의 투자로 한국과 교류가 많아 금융/유통/제조 산업에 있어 한국 기업들의 진출이 많은 국가이다. 최근 2Q 실질 GDP 성장률이 7.5%를 기록하는 등 여전히 개발도상국으로서 높은 성장률을 보이고 있다. 베트남의 인구 구조는 여전히 젊다. 노동 가능 인구가 '24년 기준으로 68.5%로 향후 10년간 노동 가능 인구 비중은 67.5% 이상이 유지될 것으로 전망된다. 이런 젊고 활력 있는 인구 구조에 힘입어 당분간 베트남의 GDP 성장률은 높은 수준이 지속될 것으로 전망된다. 세계은행은 올해 베트남 GDP 성장률을 6.6%로 전망하며 '26년 6.1%, '27년 6.5%의 성장을 전망하고 있다.

베트남 GDP 성장률- 6%이상의 실질 GDP 성장 지속될 것으로 전망



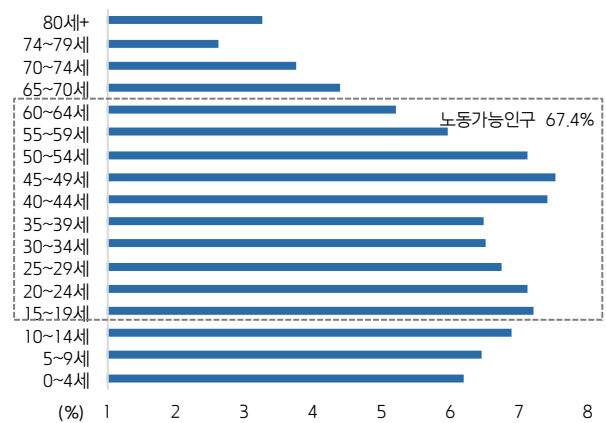
자료: Bloomberg, World Bank, 키움증권 리서치센터

베트남 '24년 인구 분포도(5세)-활력 있는 인구 구조



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

베트남 '35년 인구 분포도(5세)-높은 노동가능인구 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이런 가운데 베트남의 부동산의 가격은 지속적으로 상승하고 있다. 이번 탐방을 통해 다녀온 경쟁사 Gamuda Land의 Eaton Park의 분양가를 볼 시 '24년 5월 가장 먼저 분양한 A5, A6 동의 경우 4,500~5,000 USD/m², '24년 12월 분양한 A1, A2 동의 경우 6,000 USD/m²에 분양되었다. '25년 10월 분양 예정중인 가장 프리미엄 단지인 A3, A4의 경우 8,600 USD/m²으로 분양가가 예정되어 있는 만큼 베트남 GDP와 월급을 고려 할 시 매우 높은 수준이라 할 수 있다.

이렇게 베트남의 높은 부동산 가격이 형성될 수 있는 이유는 베트남 사람들의 투자 방식에 있다. 먼저, 베트남의 경우 시중 은행에 대한 불신이 강하다. 이런 상황 속에서 '11년을 고점으로 베트남의 예금 금리는 지속적으로 하락하고 있어 사람들로 하여금 예금보단 투자자산에 대한 선호도를 만들고 있다. 또한, 금융 시장에 대한 교육과 투자 경험 부족으로 주식 시장 선호도 낮은 편이다. 최근 젊은 층의 주식 투자 참여도가 증가하고 여전히 고령층의 경우 부동산 투자를 선호하고 있다.

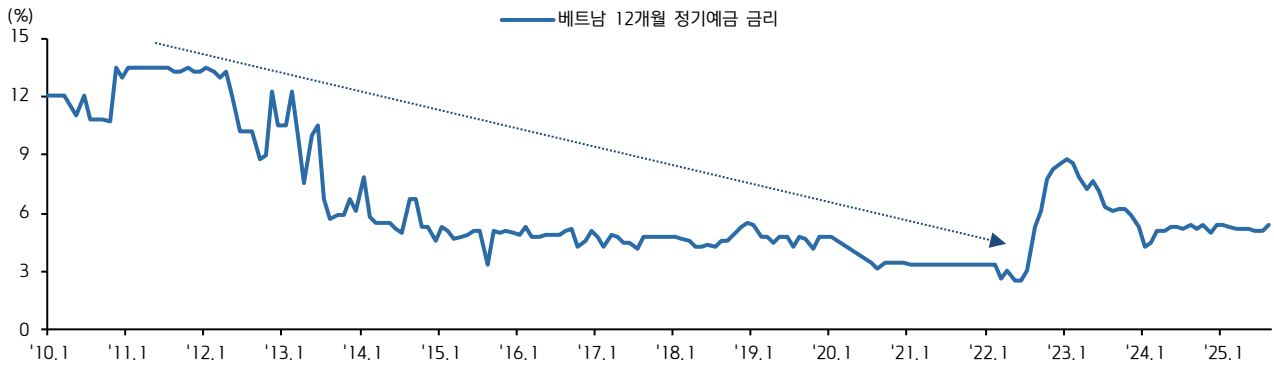
따라서 부동산에 대한 투자 수요는 지속되고 있기 때문에 베트남 부동산 가격이 지속되고 있는 것이다. 특히, 베트남은 15년 이후 지속적으로 아파트 공급이 감소세를 보인 가운데, 최근 팬데믹 당시 풀린 유동성으로 토지와 부동산의 가격은 급격히 상승했다. 부동산의 상승 요인이 투자 수요가 많은 만큼 입지가 좋고 사람들이 선호하는 프리미엄 주거들의 가격 상승이 더 강한 모습을 보였고, GS건설은 이런 트렌드에 맞추어 High-End 이상의 주거를 공급할 계획이다.

Gamuda Land의 Eaton Park 조감도



자료: 키움증권 리서치센터

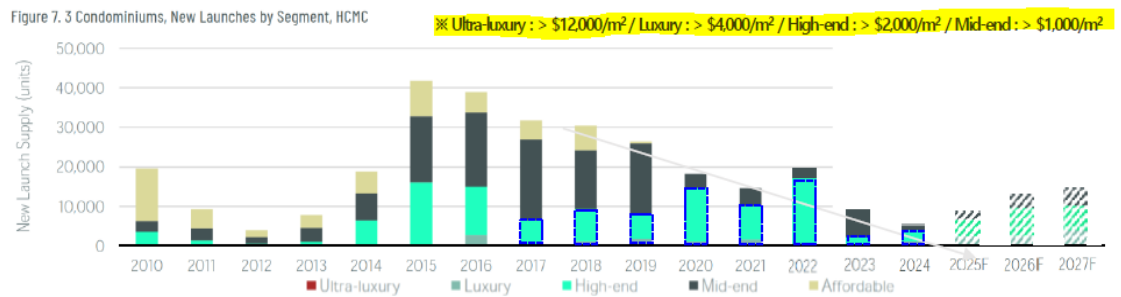
베트남 12개월 정기예금 금리 '11년 고점 이후 하락, '25년 평균 5.2% 수준



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

베트남 '15년 이후 지속적인 주택 공급 감소세, GS건설 High-End 이상의 주택 공급 계획

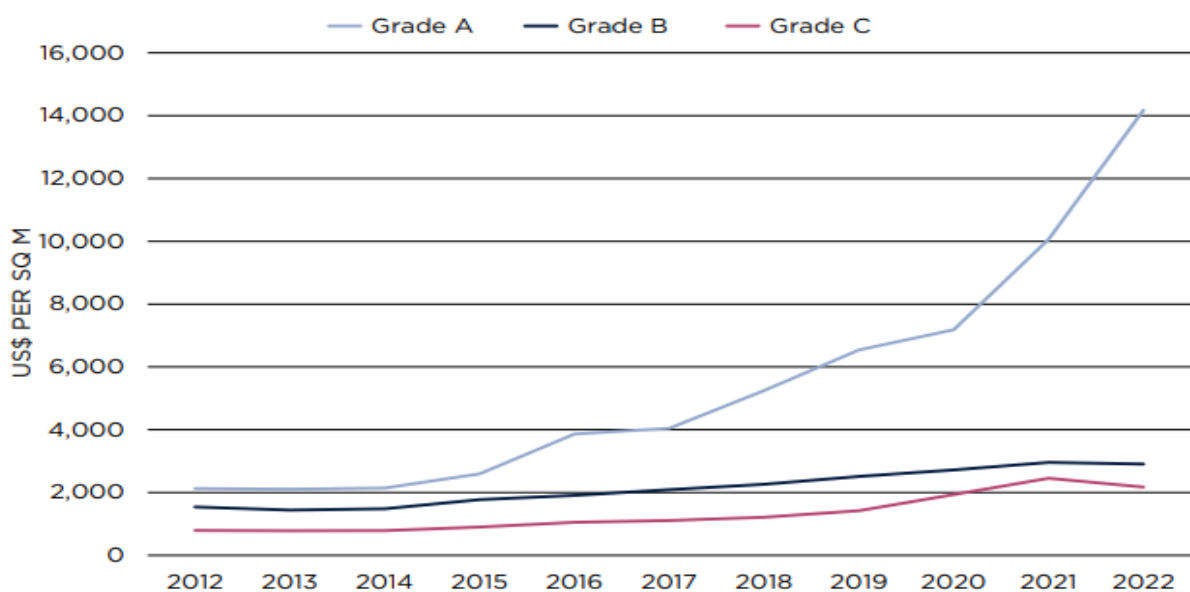
Supply by Segment 2015년 공급 Peak 후 약 10년간 공급이 하락중으로, 신규 (분양) 및 인기 입지 주택들은 가격이 지속 상승중



자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

부동산 투자 수요 증가에 따른 프리미엄 주거 위주의 상승세 기록(호치민시)

GRAPH 2: Primary Apartment Prices in HCMC, 2012 to 2022



자료: Savills, 키움증권 리서치센터

주 1) Grade A는 호치민 중심부 프리미엄 아파트들을 의미, 위의 Luxury 이상과 비슷한 등급

베트남의 주거는 크게 Landed property와 Condominium(혹은 Apartment)로 구분 가능하다. 우리가 흔히 이야기하는 아파트의 경우 아파트 단지 총 호수 중 30%까지만 외국인이 소유가 가능하며 Landed property의 경우는 한 동(洞) 단위 내에서 250채만이 외국인이 소유가 가능하다. 따라서, Landed property의 경우 대체로 베트남 현지인들이 분양을 받게 된다. Landed Property의 경우는 빌라(Villa), 타운하우스(Townhouse), 샵하우스(Shophouse) 등으로 나뉘며 빌라가 가장 고급 주거형태로 높은 선호도를 갖고 있다.

GS건설 냐베 신도시 빌라 모형: 1~3층 한 가구가 사용



자료: 키움증권 리서치센터

호치민시 내의 타운하우스: 1~3층 한 가구가 사용



자료: Fanwaz, 키움증권 리서치센터

베트남 ‘주택법 2014’ 제 161조 외국인으로서 집 소유에 대한 권리

2항 a) 아파트 30% 소유권 제한 및 빌라 한 동당 250세대 이하로 제한, c) 외국인 주택 소유는 50년으로 제한

Article 161. Rights of foreign entities as homeowners

1. The foreign entity prescribed in Point a Clause 1 Article 159 of this Law is entitled to exercise rights of homeowners as prescribed in Article 10 of this Law, if his/her house is built on a piece of leased land, he/she is only entitled to lease that house.

2. The foreign entity prescribed in Point b and c Clause 1 Article 159 of this Law is entitled to exercise rights of homeowners similarly to Vietnam citizens provided that he/she comply with following regulations:

a) He/She may not buy, rent and purchase, receive, inherit and own more than 30% of apartments in an apartment building; or more than 250 houses regarding separate houses including villas, row houses in an area whose population is equivalent to a ward-administrative division.

In case in an area whose population is equivalent to a ward-administrative division has multiple apartment buildings or regarding separate houses in a street, the Government shall provide guidance on number of apartments or number of separate houses that a foreign entity is entitled to buy, rent and purchase, receive, inherit and own;

b) In case the foreign entity receives or inherits house(s) not in accordance with Point b Clause 2 Article 159 of this Law or exceeding the number of houses prescribed in Point a of this Clause, he/she only receives the value of that house(s);

c) The foreign individuals are eligible for the homeownership as agreed in agreements on housing sale, lease purchase, gifting, or inheritance for not more than 50 years, from the day on which they are granted the Certificate and they may be also granted extension as prescribed in regulations of the Government; the duration of the homeownership must be stated in the Certificate.

If a foreign individual marries to a Vietnamese citizen or an oversea Vietnamese, he/she qualifies for stable and long-term homeownership and has all rights of homeowner similarly to Vietnamese citizens;

자료: vanbanphapluat, 키움증권 리서치센터

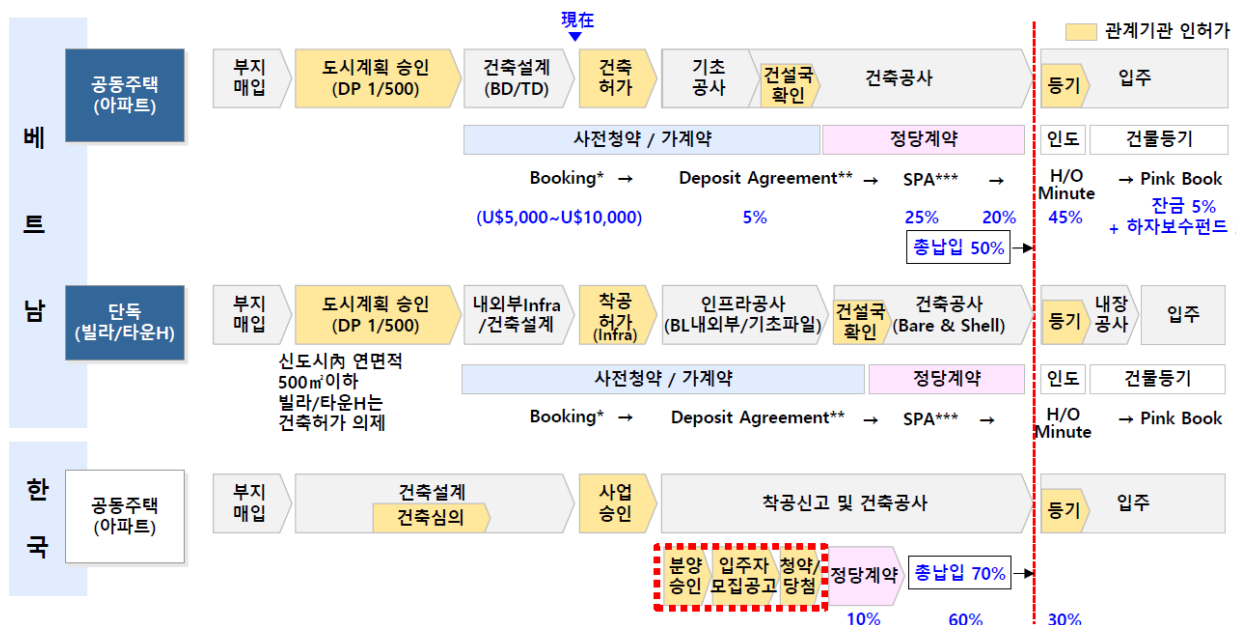
베트남과 한국 분양시장의 차이

베트남 분양 시장은 한국과 다르다. 선분양을 통해 주로 공급한다는 점은 비슷하나, 분양승인 등 주택공급에 관한 법적 강제사항이 없다. 또한 차수 분양 및 공급 세대수도 임의 조절이 가능하여 일부 분양을 통해 수요를 확인한 후 분양가를 조절하면서 공급이 가능하다. 결국 가격 차별을 만들어 공급자 우위 시장이 가능하게 한다. 앞서 살펴본 Gamuda Land의 경우도 같은 단지내의 아파트를 동마다 다른 시기에 다른 가격으로 분양을 하여 가장 프리미엄 동을 이전 분양가(6,000 USD/m²)보다 40% 높은 가격(8,600 USD/m²)으로 분양할 계획인 것을 볼 수 있다.

분양대금 수취에서도 차이가 있다. 로컬개발사의 경우 분양대금을 인도 전까지 70% 수금이 가능하나, 외국개발사는 인도 전까지 분양대금의 50%까지 밖에 수금할 수 없다. 또한, 시행사는 20%의 Equity를 확보해 두어 토지비를 자체 부담하여야 한다. 또한 해외에서 자금을 빌리거나 조달하여 주택개발 프로젝트에 사용하는 것이 금지되어 있는 만큼 어느정도 수준 자금을 갖고 있고 자금조달 능력이 좋아야 한다.

베트남의 주택개발에서의 시행사와 시공사가 맡게되는 업무 범위도 한국과 다르다. 베트남의 경우 시공사는 대체로 시공 관련 업무만을 맡고, 사업성 검토, 설계, 인허가 등 행정적 절차, 하자보수 등을 모두 시행사에서 책임진다. 현재 GS건설이 개발한 투티엠 3-11 블록(Thu Thiem Zeit River) 또한 운영/하자보수 관리를 GS건설에서 맡아서 진행하고 있다. 이러한 특징들로 인해 개발사의 신뢰도가 매우 중요하고 베트남에서는 시공사가 아닌 개발사 이름을 브랜드(Vinhome, Masteri 등)로 사용한다. 따라서, 베트남에서는 수분양자와 시공사 모두 행정적 리스크가 적고 자금 문제가 덜한 해외 디벨로퍼(Keppel Land, Capital Land, Gamuda Land, GS건설, 대우건설 등)를 더 선호하는 경향이 있다.

베트남과 한국 분양 절차 비교



GS E&C

* 분양Proj.에 대한 관심의사 표명, 보통 3~6개월 내 Unit 선택/추첨 행사에서 청약철회시 Booking fee 반환
 ** 분양지번, 호수, 면적, 금액, 납부조건 등 명기, 일방적 철회시 납부 Deposit 불취 조항 유
 *** 계약시까지 분양대금의 30%를 초과할 수 없으며, 외국개발사는 인도전까지 분양대금의 50%를 초과하여 수취할 수 없음 (로컬개발사는 70% 수금 가능)

자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

베트남과 한국 시공사 업무 범위 비교

	사업성검토	기본설계	착공/인허가	실시설계	실행예산	입찰	공사수행	준공/인허가	하자보수
국내	# 상품 구성 협의 (영업/설계/예산) # 현지 자재조사 (설계/예산) # 계약공사비 산출 (사업성 검토 用) # 영업심의	# 현지 법규 검토 (설계) # Zeit Identity 구축 (설계)	# 착공신고 (공사) # 가설전기 / 설비 (공사)	# 공사용도면 작성 (설계/예산) # 현장여건 도면반영 (설계/공사) # 원가절감 발췌 (설계/공사/예산) # 품질향상 (공사/설계)	# 예산 편성 (예산/공사) # 현장여건 실행반영 (공사/예산) # 부분/변경실행 (공사/예산)	# 전문공종 분리발주 (공사/공무) # 지급자재 발주 (공사/구매)	# 공정/품질 관리 (공사) # 기성관리 (공사) # 자재/안전 관리 (공사) # 설계변경 관리 (공사) # 주변민원 관리 (공사) # 대관 점검 (공사)	# 책임준공 (공사) # 입주자 사전점검 (공사) # 대관인허가 (공사)	# C/S 팀 (공사) # 하자보수 F/B (공사/C/S)
베트남	시행사 Scope					# 입찰견적 # 시공팀 구성 # 재하도 입찰	# 공정/품질관리 # 기성관리 # 자재/안전관리		
							# 설계변경 관리 # 주변민원 관리 # 대관점검		

자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

베트남 시내 공사가 중단된 현장



자료: 키움증권 리서치센터

Masterise Homes가 분양한 Masteri Thao Dien



자료: 키움증권 리서치센터

베트남 토지 기획보는 좋은 기회

베트남은 사회주의 국가다. 시장경제를 받아들이긴 했으나 기본적으로 사회주의가 저변에 깔려있어 토지에 대해서도 외국인은 외국 투자 법인에 한해서 토지 사용권을 취득할 수 있고, 그 기간은 50년 이내로 제한된다. 만약 이런 토지 사용권(LURC)을 다른 내국인과 외국인에게 이전시킬 시 다시 50년의 사용 기한을 얻게 되고, 주거, 집단 농장 등 일부 용도의 토지에 대해서만 내국인에 한해 지속적인 토지 사용권이 인정된다.

베트남 '토지법 2013' 제 5조 7항 외국인은 개인이 아닌 법인만 토지 사용권 취득 가능

Article 5. Land users

Land users may be allocated land or leased land, have land use rights recognized by the State, or acquire land use rights in accordance with this Law, including:

1. Domestic organizations, including state agencies, people's armed forces units, political organizations, socio-political organizations, economic organizations, socio-politico-professional organizations, social organizations, socio-professional organizations, public non-business organizations, and other organizations as prescribed by the civil law (below referred collectively to as organizations).
2. Domestic households or individuals (below referred collectively to as households or individuals).
3. Communities, including Vietnamese communities residing in the same village, street quarter or similar residential area sharing the same customs and practices or the same family line.
4. Religious institutions, including pagodas, churches, oratories, chancels, monasteries, abbeys, religious schools, head offices of religious organizations, and other religious institutions.
5. Foreign organizations with diplomatic functions, including diplomatic representative missions, consulates, other foreign representative agencies with diplomatic functions recognized by the Vietnamese Government, representative missions of organizations of the United Nations, inter-governmental agencies or organizations, and representative missions of inter-governmental organizations.
6. Overseas Vietnamese as prescribed by the nationality law.

7. Foreign-invested enterprises, including 100% foreign-invested enterprises, joint-venture enterprises, Vietnamese enterprises in which foreign investors purchase shares, merge or acquire in accordance with investment law.

자료: vanbanphapluat, 키움증권 리서치센터

베트남 '토지법 2013' 제 126조 1항 토지 사용권 50년으로 제한(제 125조의 장기 사용권에서 외국인 포함 안됨)

Article 126. Land used for limited term

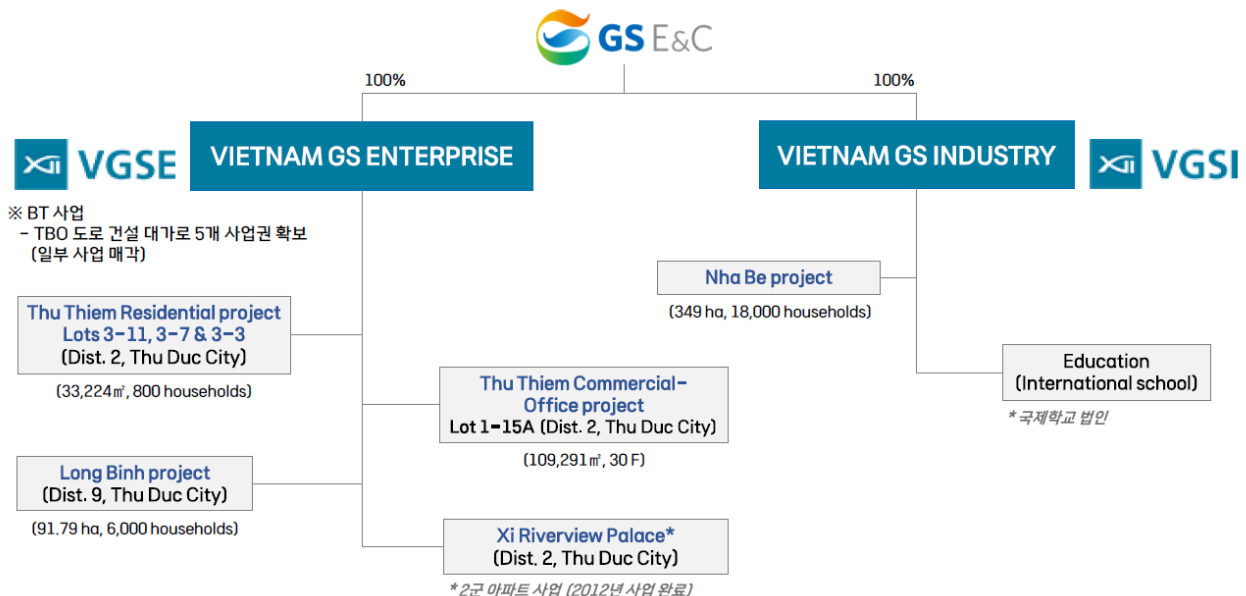
1. The term for land allocation, recognition of agricultural land use rights for households and individuals directly engaged in agricultural production as prescribed in Clauses 1 and 2, at Point b, Clause 3, in Clauses 4 and 5, Article 129 of this Law is 50 years. When the term expires, households or individuals directly engaged in agricultural production that have demand may continue using land in accordance with the land use term prescribed in this Clause.

자료: vanbanphapluat, 키움증권 리서치센터

베트남에서 토지 사용권을 확보하는 방법은 4가지로 1) LURC의 개인 및 법인간 거래, 2) 프로젝트를 인수하는 경우, 3) 토지 사용권을 보유한 회사 지분 인수, 4) BT(Build-Transfer) 사업(SOC 건설)을 통한 토지 사용권 확보 등이다. GS건설의 경우 2007년 제1번 외곽순환도로의 북부구간(13.6km)에 대한 사업 계약을 통해 총 5개 사업권을 확보했고 약 102만㎡의 토지 사용권을 확보했다. 각 사업지마다의 토지가격 확정 시기는 다르나 GS건설이 토지 사용권 확보 이후 토지가격은 이미 크게 상승한 상황인 만큼 회사에겐 유리한 상황이다.

또한, 베트남의 2024년 토지법 개정 시행도 GS건설에겐 유리할 것으로 전망된다. 베트남은 토지법 개정을 통해 토지가격 산정 방식을 변경했다. 기존 2013년 토지법에서는 정부가 5년마다 토지 가격을 발표하였기 때문에 실제 시장 가격과 차이가 높았다. 이런 공시지가를 기준으로 토지 보상비가 결정되었기 때문에 양도 계약서상의 토지 가격이 시장 가격에 비해 낮게 책정되었고, 국가 차원에서 세금 징수와 토지 가격 통제에 어려움을 가졌다. 따라서 정부는 2024년 법 개정을 통해 공시지가를 시장 가격에 근접한 토지 가격표를 신규로 작성했고, 시장기반 원칙을 도입하며 연간 가격표 발행을 의무화했다. 이로 인해 공시지가가 큰 폭으로 상승했으며, 신규 진입하는 개발사로 하여금 토지 보상비가 높아지게 된다. 따라서 토지 기 확보 사업자에게 있어 상대적으로 기회가 될 것으로 전망된다.

GS건설 베트남 개발 사업 자회사 현황



자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

‘토지법 2024’ 공시지가 시장 기반 원칙 도입과 연간 가격표 발행 의무화



HOME OUR PEOPLE INTELLECTUAL PROPERTY CORPORATE INVE

(+84) 9 61 67 55 66

info@vietanlaw.vn

Keyword...

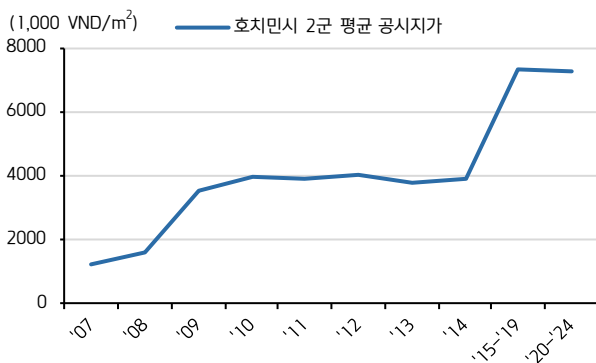
Home » Legal documents » New Land Price Regime from 2026 in Vietnam

New Land Price Regime from 2026 in Vietnam

On 18th January 2024, the Land Law 2024 was passed by the XV National Assembly at the 5th extraordinary session. The Land Law 2024 will replace the Land Law 2013 and take effect from 01 January 2025, except for the provisions under Article 190 and Article 248 which shall take effect from 01 April 2024. Pursuant to the Land Law 2024, as of 01 January 2026, the land price regime shall be determined based on actual market values. This represents a major change compared to the Land Law 2013, under which land prices were determined according to the Government's pricing framework. Accordingly, from 2026, the provinces and centrally-run cities shall issue annual land price regimes, detailed for each area and each land plot (structured by specific area and location). The increase in land prices will affect cost obligations such as land use fees, land rental fees, and registration fees. In the following article, Viet An Law Firm provides clients with an overview of legal advice on the new land price regime from 2026 in Vietnam.

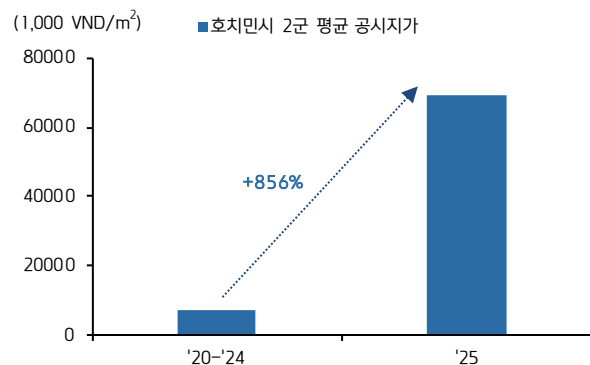
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

‘07~‘24 호치민시 2군 평균 공시지가



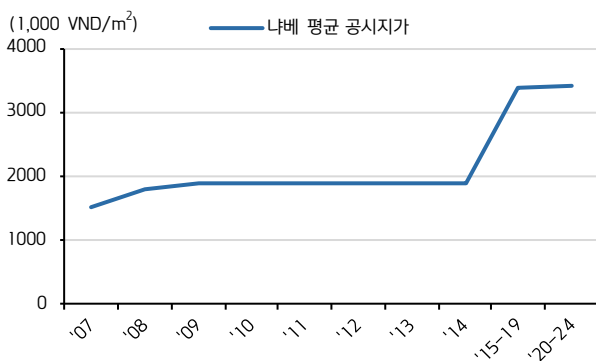
자료: 호치민 인민위원회, 키움증권 리서치센터

토지법 개정 후 호치민시 2군 평균 공시지가



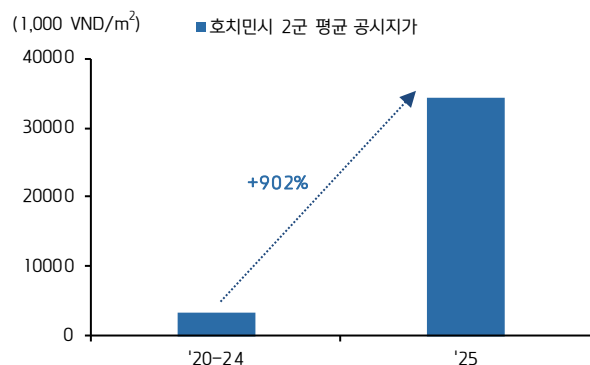
자료: 호치민 인민위원회, 키움증권 리서치센터

‘07~‘24 나베 평균 공시지가



자료: 호치민 인민위원회, 키움증권 리서치센터

토지법 개정 후 나베 평균 공시지가



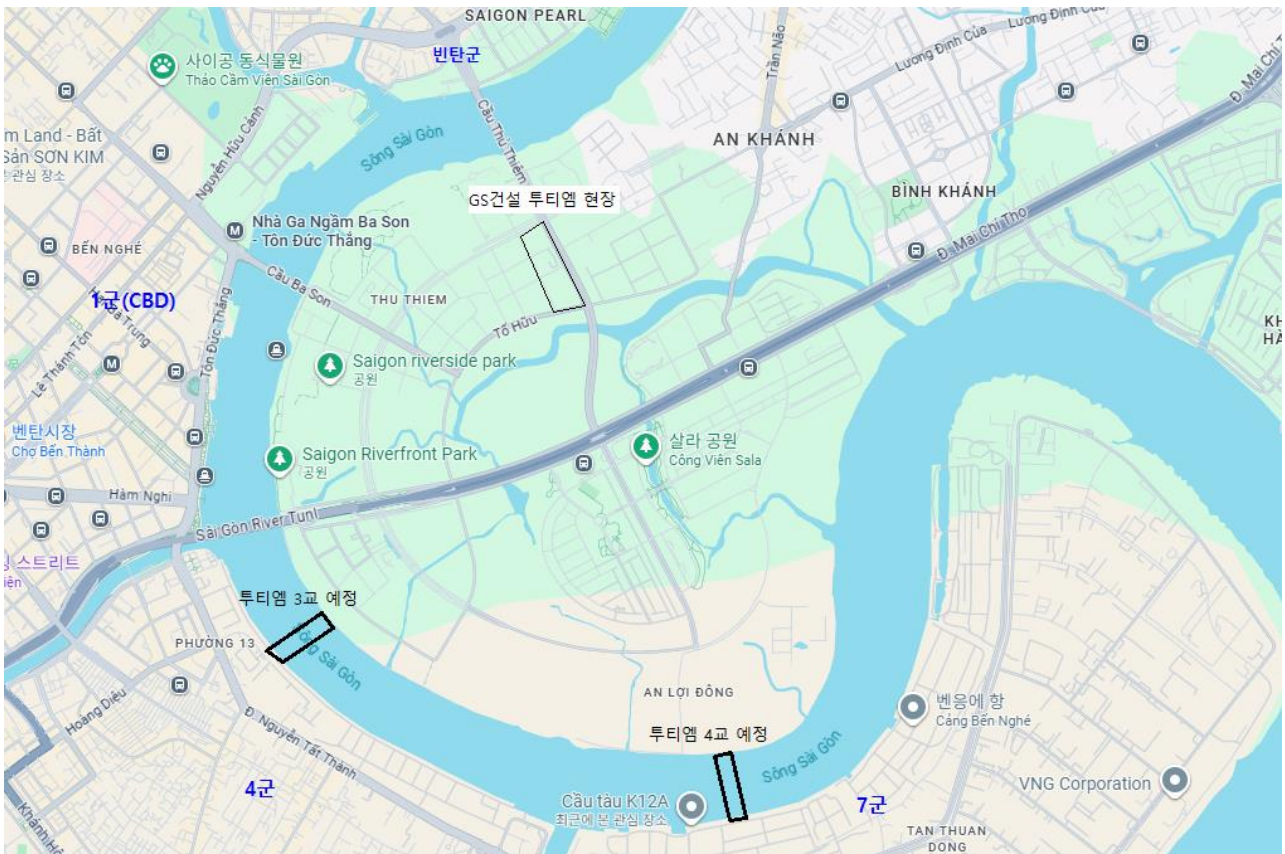
자료: 호치민 인민위원회, 키움증권 리서치센터

GS건설 베트남 개발 사업 I Thu Thiem (투티엠) Project

투티엠은 호치민시 중심구역(Quận 1) 맞은편에 위치한 657ha 규모의 신도시 개발 지역이다. 현재 베트남 정부는 이곳을 주거·상업·금융 중심지로 개발할 계획을 갖고 있다. 현재 투티엠 1교를 통해 Bin Thanh(빈탄구), 투티엠 2교와 사이공강 해저 터널을 통해 호치민시 1군과 연결이 되어있다. 향후 투티엠 3교를 통해 4군, 투티엠 4교를 통해 7군(푸미흥 신도시)과 연결하면서 호치민시 개발의 중심지로서의 역할을 할 예정이다.

GS건설은 투티엠 내 3-11, 3-7, 3-3, 1-15 블록을 통해 총 40,222m² 토지를 확보했고, 2007년 토지 가격이 확정된 상황이다. 해당 현장에선 총 프리미엄 주거시설 799세대, 오피스 건물 1채(용적률 1,300% 규모)를 공급할 계획이다. 현재까지 1개 블록(3-11)은 완공/입주 진행 중이며, 해당 지역은 분양가 6,000~7,000 USD/m²로 총 매출 규모 3,000억원 수준이다. 현재 잔여 주거 2개 블록은 '26년 착공, 오피스(1-15)는 '27년 착공을 목표로 진행 중이고, 1-15의 경우 '25년 하반기 토지사용권을 취득할 예정이다.

투티엠 지도- GS건설 현장 위치와 3교, 4교 예정 지역



자료: 구글지도, 키움증권 리서치센터

GS건설 투티엠 프로젝트 주택 개발 사업

블록	대지면적(m ²)	연면적(m ²)	용적률	전체공급주택수	아파트	샵하우스	타운하우스
3-11	9,126	68,473	547%	300	261	13	26
3-7	7,873	38,238	384%	154	116	16	22
3-3	16,284	84,315	416%	345	253	60	32
전체	33,282	191,026	446%	799	630 (79%)	89 (11%)	80 (10%)

자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 투티엠 프로젝트 오피스 개발 사업

블록	대지면적(m ²)	연면적(m ²)	용적률	순임대가능면적(m ²)	층수
1-15	6,940	109,291	1300%	67,421	B3~30F

자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 투티엠 현장 전경



자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 투티엠 3-11 조감도



자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 투티엠 3-11 단지 모습

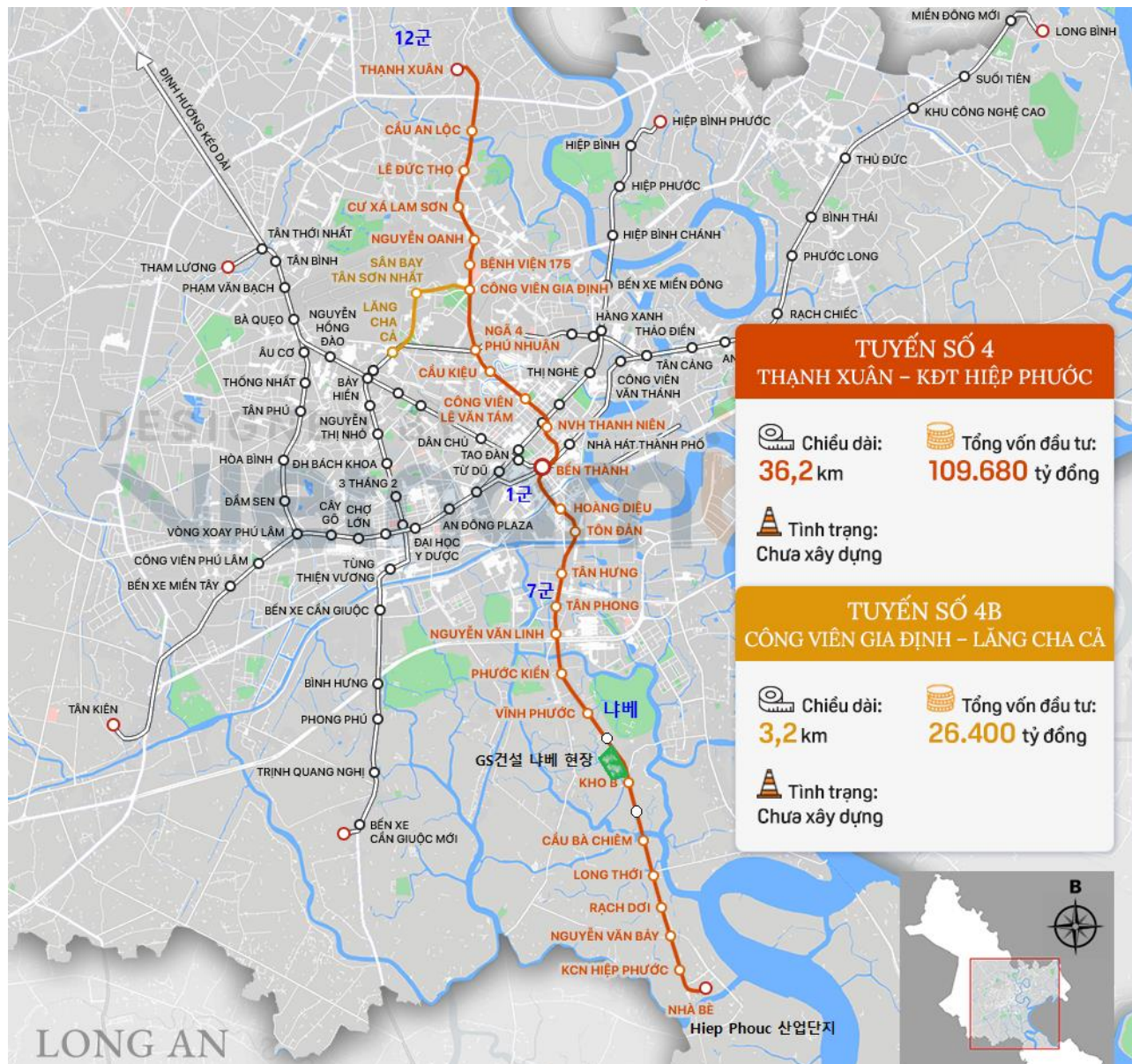


자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 베트남 개발 사업2 Nha Be(나베) Project

나베는 호치민시 7군에서 남쪽에 있는 지역으로 푸미흥 신도시 남쪽의 신규 신도시이다. 호치민시는 Hiep Phuoc 지역에 산업단지가 조성 되어있고, 해당 지역의 항만 인프라를 사용할 계획을 하고 있다. 따라서 산업단지 쪽과의 연계를 중요하게 생각하고, 호치민시에서 Hiep Phuoc 지역까지 연계를 중요하게 생각하고 있다. 따라서 푸미흥 신도시를 시작으로 남쪽으로 개발이 지속되고 있는 가운데 다음은 나베 신도시의 개발이 이뤄질 것으로 보인다. 또한 베트남 정부는 이에 맞추어 12군~1군~7군~나베를 잇는 지하철 4호선(Metro 4)을 계획하고 있다.

호치민 지하철 4호선 계획 - GS건설 나베 현장 및 12군부터 나베 Hiep Phuoc 산업단지까지 연결 예정



자료: Vietnammoi, 키움증권 리서치센터

주1) 녹색음영 GS건설 나베 현장

푸미흥 신도시의 가장 최근 분양된 아파트(High rise)의 경우 분양가 5,000~6,000 USD/m² 수준을 기록했고, '20년도 분양한 Celesta Rise Apartment(신도시 인접 지역)은 2,000~2,200 USD/m²에 분양된 바 있다. 푸미흥 신도시의 단독주택(Low rise)의 경우 최근 분양된 적이 없으나 평균 시세는 11,500 USD/m²를 상회하고 있다.

GS건설은 냐베 신도시에 17,000세대를 공급할 계획으로 IT Park 중심의 스마트시티로 개발할 예정이다. 총 349ha의 부지를 확보한 상태이고, 2013년 토지가격을 확정했다. 냐베 신도시 사업은 Phase1(3,500세대), Phase2(7,200세대), Phase 3(6,300세대)으로 구분되며, 현재 1단계(67ha)의 인프라 공사를 완료했고, 1-1단계(20ha) 빌라 사업을 완료했다. 1-1단계 빌라 358세대 중 334세대가 분양이 완료되었고, 1-2단계(22ha), 1-3단계(25ha)는 아직 인프라 공사만이 완료된 상태이다.

GS건설 냐베 신도시 1~3단계 개발 사업

단계	대지면적(ha)	세대수(세대)	수용인원(명)
Phase 1	67.1	3,500	14,000
Phase 2	183.3	7,200	28,800
Phase 3	98.9	6,300	25,200
전체	349	17,000	68,000

자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 냐베 신도시 1단계 개발 사업 상세

구분	대지면적	빌라/타운하우스	아파트	전체	공급 시기
Phase 1-1	20	358	-	358	'20~'25년
Phase 1-2	22	121	541	662	'26년 이후
Phase 1-3	25	-	2,465	2,465	'27년 이후
전체	67.1	479	3,006	3,485	

자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 냐베 신도시 1단계 현장 전경



자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 나베 신도시 1단계 조감도



자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 나베 신도시 1-1단계 내부 모습



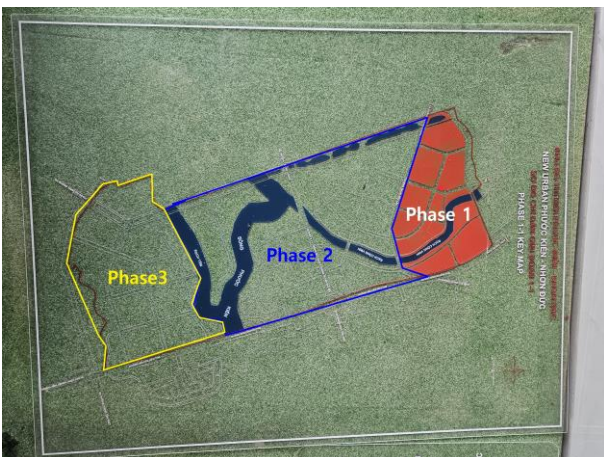
자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 나베 신도시 1-2/3 단계 부지 모습



자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 나베 신도시 1, 2, 3단계 부지



자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 나베 신도시 2, 3단계 부지 모습



자료: 키움증권 리서치센터

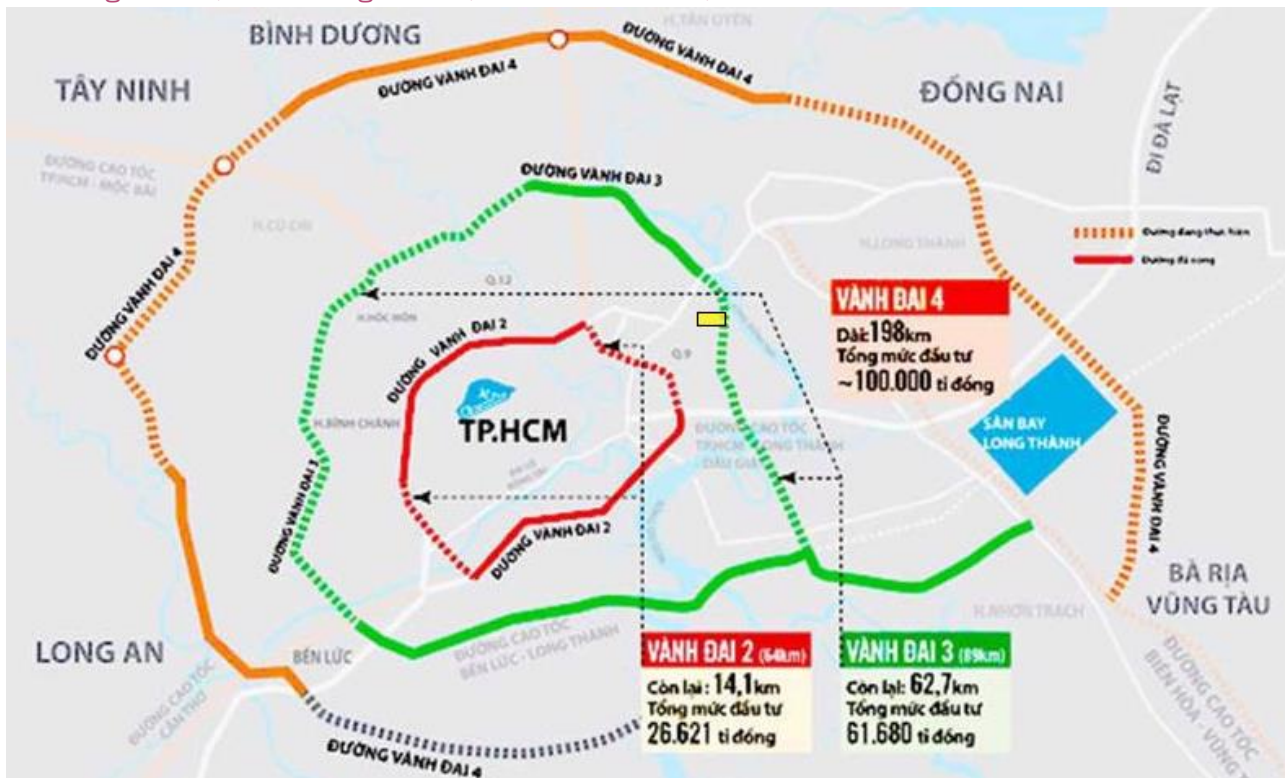
GS건설 베트남 개발 사업3 Long Binh (롱빈) Project

GS건설의 Long Binh Project는 과거 호치민시 9군에 있는 Long Binh에 있고, 호치민 1호선(Metro 1)의 종점에 위치한다. 해당 지역은 트득군(Thu Duc City)와 동나이성에 맞닿은 지역으로 주변에 사이공 하이테크 산업 단지, 호치민 베트남 국립 대학교가 위치해 있다. 향후 Ring Road 3과 연결될 예정으로 연결 될 시, 현재 공사 예정중인 롱타인(Long Thành) 공항과의 접근성이 증가하는 만큼 호치민 1호선, 롱타인 공항, 동나이 성과의 접근성을 보유한 호치민 동부의 신도시로 거듭날 계획이다.

GS건설은 '17년 91.8ha의 토지(Site A 34.5ha, Site B 57.2ha) 사용권을 확보해둔 상황이다. 향후 Site A 2,000세대 Site B 4,000세대를 포함하여 총 6,000세대 개발을 계획중이고, '22년 Site A에 대한 인프라 건설을 시작했다. '25년 도시계획 변경 완료 후 Site A 빌라 단지 개발을 시작으로 본격적인 개발을 진행할 예정이며 '26년 인프라 착공 및 1차 사업 착수에 나설 예정이다. 또한 롱빈 신도시는 나베 신도시와 마찬가지로 스마트 시티로 개발을 추진할 예정이다.

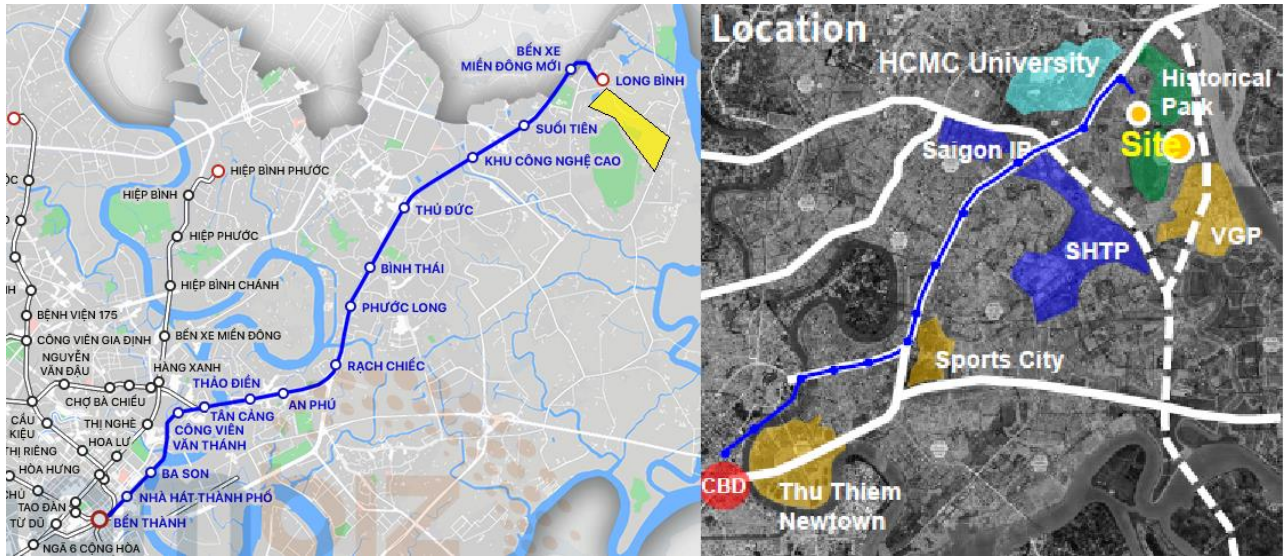
호치민시 Ring Road 3, 4 계획 및 롱타인 공항 위치

녹색 Ring Road 3, 주황색 Ring Road 4, 하늘색 롱타인 공항, 노랑색 음영 GS 롱빈 프로젝트 위치



자료: VnEconomy, 키움증권 리서치센터

GS건설 롱빈 프로젝트 위치 - 1호선 종착역에 위치, 주변 호치민 대학교, 사이공 하이테크 단지가 위치함



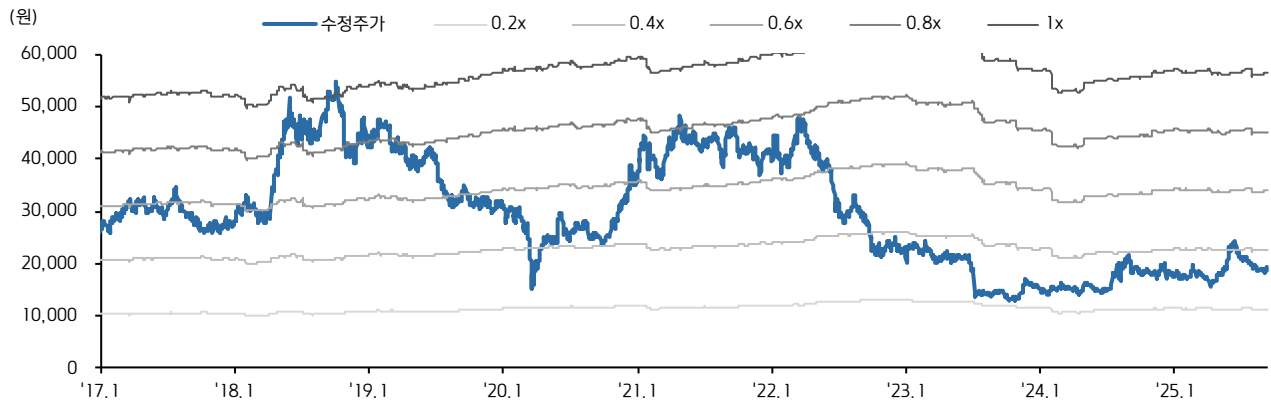
자료: Vietnammoi, GS건설, 키움증권 리서치센터
주1) 첫 사진 노랑 음영 GS건설 롱빈 프로젝트 위치

GS건설 롱빈 프로젝트 현장 전경



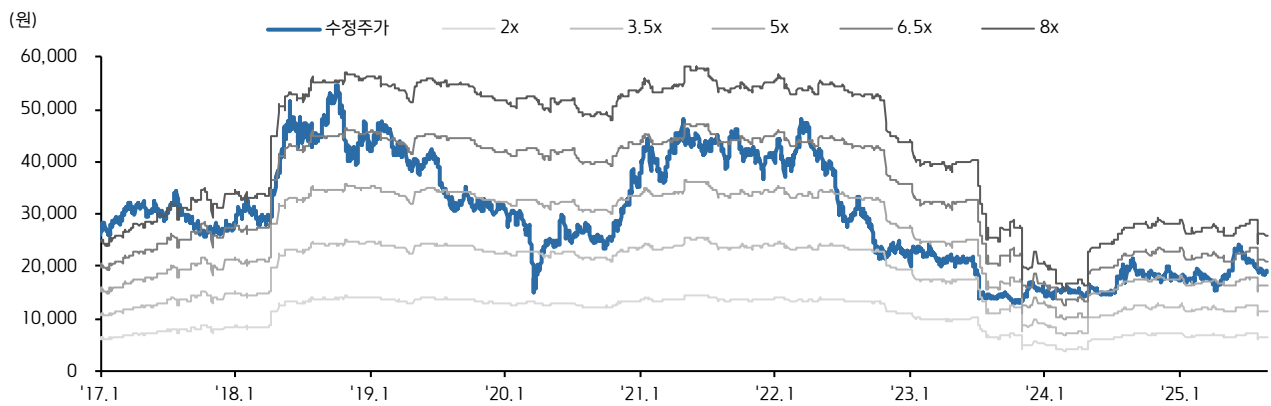
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	3,302	5,045	4,614	6,949	4,655	3,230	3,450	3,650	19,910	14,986	13,100
수주잔고	54,570	57,702	56,728	59,953	63,536	62,428	63,035	63,665	59,953	63,665	64,531
매출액	3,071	3,297	3,109	3,387	3,063	3,196	2,866	3,044	12,864	12,169	12,337
YoY	-12.6%	-5.7%	0.0%	2.0%	-0.3%	-3.1%	-7.8%	-10.1%	-4.3%	-5.4%	1.4%
토목	263	259	313	319	346	311	301	325	1,154	1,284	1,341
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,010	2,148	1,796	1,887	9,511	7,841	7,661
플랜트	102	130	175	295	284	341	324	353	702	1,302	1,536
신사업	287	350	361	393	395	371	422	454	1,392	1,642	1,697
기타	28	32	26	23	25	30	25	23	105	102	102
매출총이익	275	275	257	308	291	299	284	307	1,114	1,180	1,266
YoY	-20.5%	흑전	14.0%	흑전	5.9%	8.7%	10.5%	-0.3%	325.3%	5.9%	7.2%
토목	6	-33	33	-14	51	-22	18	20	-7	66	87
건축/주택	207	277	177	223	191	363	162	176	884	891	747
플랜트	7	-27	9	24	7	4	26	28	12	65	134
신사업	48	58	38	73	37	-42	76	82	217	152	288
매출총이익률	9.0%	8.3%	8.2%	9.1%	9.5%	9.3%	9.9%	10.1%	8.7%	9.7%	10.3%
토목	2.4%	-12.6%	10.5%	-4.4%	14.8%	-7.2%	6.0%	6.0%	-0.6%	5.2%	6.5%
건축/주택	8.7%	10.9%	7.9%	9.5%	9.5%	16.9%	9.0%	9.3%	9.3%	11.4%	9.8%
플랜트	6.6%	-21.2%	5.1%	8.1%	2.4%	1.1%	8.0%	8.0%	1.8%	5.0%	8.8%
신사업	16.6%	16.6%	10.5%	18.6%	9.4%	-11.4%	18.0%	18.0%	15.6%	9.3%	17.0%
판관비	205	181	175	268	221	137	184	220	828	761	795
판관비율	6.7%	5.5%	5.6%	7.9%	7.2%	4.3%	6.4%	7.2%	6.4%	6.3%	6.4%
영업이익	70	94	82	37	70	162	100	87	283	419	470
YoY	-55.9%	흑전	36.7%	흑전	0.5%	72.5%	22.1%	132.7%	흑전	48.1%	12.2%
OPM	2.3%	2.8%	2.6%	1.1%	2.3%	5.1%	3.5%	2.9%	2.2%	3.4%	3.8%
세전이익	179	55	181	26	43	-116	105	62	441	92	454
당기순이익	139	36	121	-31	14	-87	76	45	265	47	329
지배주주순이익	135	27	119	-34	27	-63	72	43	247	79	322
YoY	-2.0%	흑전	38276.5%	-89.5%	-80.1%	적전	-39.3%	흑전	흑전	-68.1%	308.8%

자료: GS건설, 키움증권 리서치

주1) 기존 그린 사업은 플랜트에 포함

주2) 신사업은 Prefab, GS Inima, GPC 등이 포함

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,169	12,336	12,506
매출원가	13,174	11,750	10,989	11,071	11,223
매출총이익	262	1,114	1,180	1,266	1,283
판매비	650	828	761	795	806
영업이익	-388	286	419	470	477
EBITDA	-195	495	698	737	736
영업외손익	-130	156	-327	-16	-3
이자수익	198	172	152	156	160
이자비용	306	315	268	260	252
외환관련이익	241	541	170	170	170
외환관련손실	233	368	368	368	368
종속 및 관계기업손익	40	-7	51	31	31
기타	-70	133	-64	255	256
법인세차감전이익	-517	442	93	454	473
법인세비용	-98	178	45	125	130
계속사업손손익	-420	264	47	329	343
당기순이익	-420	264	47	329	343
지배주주순이익	-482	246	79	322	335
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.3	-4.3	-5.4	1.4	1.4
영업이익 증감율	-169.9	-173.7	46.5	12.2	1.5
EBITDA 증감율	-125.4	-353.8	41.0	5.6	-0.1
지배주주순이익 증감율	-242.1	-151.0	-67.9	307.6	4.0
EPS 증감율	적전	흑전	-67.9	308.7	4.2
매출총이익율(%)	1.9	8.7	9.7	10.3	10.3
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.4	3.8	3.8
EBITDA Margin(%)	-1.5	3.8	5.7	6.0	5.9
지배주주순이익률(%)	-3.6	1.9	0.6	2.6	2.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	470	268	187	521	572
당기순이익	-420	264	47	329	343
비현금항목의 가감	1,103	608	420	496	481
유형자산감가상각비	167	181	245	231	221
무형자산감가상각비	26	28	33	36	38
지분법평가손익	-40	-138	-58	-39	-39
기타	950	537	200	268	261
영업활동자산부채증감	27	-367	-132	-88	-43
매출채권및기타채권의감소	-288	303	126	-122	-35
재고자산의감소	314	189	63	-13	-17
매입채무및기타채무의증가	-96	-93	-262	65	29
기타	97	-766	-59	-18	-20
기타현금흐름	-240	-237	-148	-216	-209
투자활동 현금흐름	-763	-549	-47	-152	-123
유형자산의 취득	-476	-416	-141	-184	-184
유형자산의 처분	1	48	0	0	0
무형자산의 순취득	-28	-109	-91	-75	-75
투자자산의감소(증가)	-314	-529	24	39	39
단기금융자산의감소(증가)	-47	290	-7	-99	-70
기타	101	167	168	167	167
재무활동 현금흐름	496	77	40	33	33
차입금의 증가(감소)	0	0	-43	-50	-50
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-135	-32	-25	-25	-25
기타	631	109	108	108	108
기타현금흐름	18	43	-212	-325	-349
현금 및 현금성자산의 순증가	221	-162	-32	77	133
기초현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,083	2,051	2,128
기말현금 및 현금성자산	2,245	2,083	2,051	2,128	2,262

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,482	8,667	8,626	8,956	9,231
현금 및 현금성자산	2,245	2,083	2,051	2,128	2,262
단기금융자산	1,021	731	738	837	907
매출채권 및 기타채권	3,101	2,841	2,714	2,836	2,871
재고자산	1,339	1,280	1,217	1,230	1,247
기타유동자산	2,797	2,463	2,644	2,762	2,851
비유동자산	8,225	9,137	9,048	9,041	9,041
투자자산	2,503	3,032	3,066	3,066	3,066
유형자산	2,256	2,639	2,534	2,487	2,450
무형자산	961	1,064	1,122	1,162	1,199
기타비유동자산	2,505	2,402	2,326	2,326	2,326
자산총계	17,707	17,803	17,674	17,996	18,272
유동부채	8,796	9,032	7,188	7,154	7,083
매입채무 및 기타채무	2,842	2,809	2,547	2,612	2,641
단기금융부채	2,441	3,222	1,583	1,483	1,383
기타유동부채	3,513	3,001	3,058	3,059	3,059
비유동부채	4,026	3,684	5,380	5,430	5,480
장기금융부채	3,316	2,880	4,519	4,569	4,619
기타비유동부채	710	804	861	861	861
부채총계	12,822	12,716	12,568	12,584	12,563
지배지분	4,314	4,414	4,464	4,763	5,052
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
기타자본	-37	-98	-98	-98	-98
기타포괄손익누계액	-65	-106	-109	-106	-128
이익잉여금	3,046	3,266	3,320	3,616	3,926
비지배지분	571	673	642	649	657
자본총계	4,885	5,087	5,106	5,412	5,709

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,631	2,869	920	3,761	3,918
BPS	50,413	51,578	52,164	55,658	59,028
CFPS	7,983	10,194	5,463	9,648	9,628
DPS	0	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-2.7	6.0	21.1	5.2	5.0
PER(최고)	-4.3	7.6	27.0		
PER(최저)	-2.2	4.8	16.5		
PBR	0.30	0.34	0.37	0.35	0.33
PBR(최고)	0.48	0.42	0.48		
PBR(최저)	0.25	0.27	0.29		
PSR	0.10	0.12	0.14	0.13	0.13
PCFR	1.9	1.7	3.6	2.0	2.0
EV/EBITDA	-22.3	11.0	8.1	7.3	7.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	9.6	53.9	7.7	7.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	1.7	1.5	1.5	1.5
ROA	-2.4	1.5	0.3	1.8	1.9
ROE	-10.5	5.6	1.8	7.0	6.8
ROIC	-12.8	6.2	4.0	7.6	7.6
매출채권회전율	4.5	4.3	4.4	4.4	4.4
재고자산회전율	9.5	9.8	9.7	10.1	10.1
부채비율	262.5	250.0	246.2	232.5	220.1
순차입금비용	51.0	64.6	64.9	57.0	49.6
이자보상배율	-1.3	0.9	1.6	1.8	1.9
총차입금	5,757	6,102	6,102	6,052	6,002
순차입금	2,491	3,288	3,313	3,087	2,834
NOPLAT	-195	495	698	737	736
FCF	-770	-386	91	260	303

Compliance Notice

- 당사는 9월 15일 현재 'GS건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 작성자 신대현은 2025년 9월 3일부터 2025년 9월 5일까지 진행된 애널리스트 대상 'GS건설 베트남 사업장 방문' 행사에 참석하여 일부 비용(교통, 식사 제공)을 GS건설로부터 지원 받았습니다.

고지사항

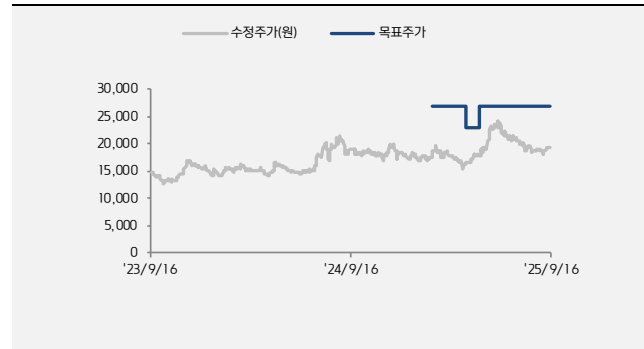
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
GS건설 (006360)	2025-02-11	Buy(Initiate)	27,000원	6개월	-34.64	-27.56
	2025-04-14	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-26.51	-21.83
	2025-04-30	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-24.93	-20.65
	2025-05-09	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-28.86	-22.41
	2025-05-27	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-20.97	-10.56
	2025-07-15	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-21.74	-10.56
	2025-07-31	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-23.48	-10.56
	2025-09-16	Buy(Maintain)	27,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

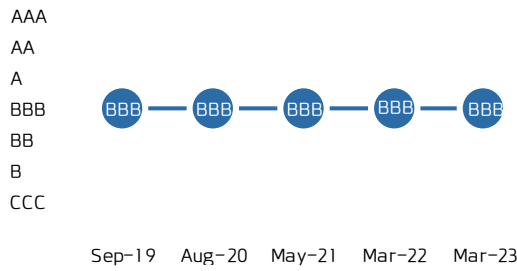
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

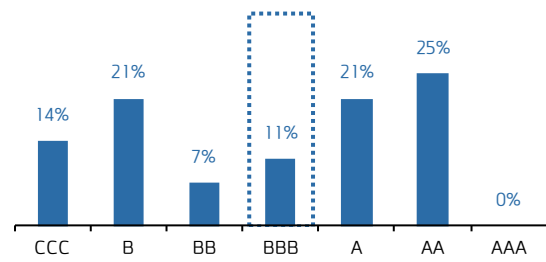
매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI Index 내 건설 기업 28개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	4.3	4.4		
환경	5.2	4.8	17.0%	▲0.1
청정 기술에 대한 기회	5.2	4.8	17.0%	▲0.1
사회	3.5	4	25.0%	▼0.1
건강과 안전성	3.5	4.5	25.0%	▼0.1
지배구조	4.3	4.5	58.0%	▲0.3
기업 지배구조	4.7	5.6		
기업 활동	6.0	4.7		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
'22년 8월	대한민국 인천과 오산, 군산: 각각의 건설 현장에서의 치명적인 사고로 인한 MOLIT 조사가 이뤄짐

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사(건설)	청정 기술에 대한 기회	건강과 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
GS 건설	● ● ●	● ●	●	● ● ●	BBB	◀▶
현대건설	● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	BBB	▲
삼성E&A	● ●	●	● ●	● ● ●	BBB	◀▶
대우건설	● ●	●	● ● ●	●	BB	▲
DL이앤씨	● ●	●	● ● ●	● ●	BB	▲
DL	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	B	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ● ● ● ●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치