GS건설 (006360)

원가율이 끌고 이니마가 밀 것이다

더 많은 리포트 보기

2024년 7월 26일

건설 / REITs Analyst 장문준
moonjoon.chang@kbfg.com

연구원 강민창
minchang.kang@kbfg.com

투자의견 Buy 유지.
목표주가 24,500원으로 상향

GS건설에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 24,500원을 제시한다. 목표주가는 12개월 선행 BVPS의 0.45배 수준으로 적용 ROE 변경 (기존 5.85% → 6.08%)을 반영하여 기존 대비 22.5% 상향한 것이다. 약한 재무구조와 높은 미착공 PF 비중 등 약점이 뚜렷한 기업이지만 업종 내에서 HDC현대산업개발을 제외하고 가장 빠른 주택원가율 회복을 기대해 볼 수 있다. 국내주택주 중 KB증권의 변함 없는 차선호 종목이다.

2Q24 Review: 비주택부문의 각종 비용반영에도 불구하고 주택 정산이익 등으로 기대치 상회

2024년 2분기 GS건설 연결기준 매출액은 3.3조원 (-5.6 YoY, +7.4 QoQ), 영업이익은 937억원 (흑자전환 YoY, 32.7% QoQ)을 기록하면서 영업이익이 시장 기대치를 상회했다. 비주택부문에서 각종 비용 반영에 따른 원가율 증가가 있었으나 작년 하반기 선제적인 원가율 현실화에 일부 현장의 준공정산 이익 등이 맞물리면서 주택/건축부문의 원가율이 기대보다 좋았던 것 (4Q23 103.2% → 1Q24 91.2% → 2Q24 89.0%)이 영업이익 호조의 주요 이유다.

선제적인 원가율 조정으로 주택/건축 부문의 원가율이 안정적으로 관리되는 상황

1분기와 2분기 연이은 주택/건축부문 원가율 개선은 일회성 요인임을 감안하더라도 의미가 있다. 작년 하반기 주택/건축 부문의 원가율 현실화가 충분히 보수적으로 이뤄졌다고 볼 수 있고 따라서 진행 중인 현장의 기본 이익창출력이 (낮지만) 안정적으로 관리되고 있다고 판단되기 때문이다.

2023~2024년 적극적인 주택공급으로 향후 원가율 개선 타이밍 빠를 기업

힘든 시장 상황 속에서도 꾸준한 주택공급이 눈에 띈다. 금년 상반기 GS건설은 약 8,486세대의 주택을 공급하며 연간 목표의 40% 이상을 달성하였다. 2023년도의 경우 약 2.2만세대의 주택을 공급하였는데 이중 1.3만세대가 청약경쟁률 10:1 이상을 기록할 정도로 공급의 퀄리티가 나쁘지 않았다. 원가율 개선이 본격적으로 나타나기 시작했을 때 타사보다 실적 개선 속도가 빠를 수 있을 것이라 추측해볼 수 있는 대목이다.

뚜렷한 약점을 덮을 것은 역시 GS이니마

약한 재무구조와 높은 미착공 PF 비중 등 뚜렷한 약점을 누를 것은 GS이니마의 활용 여부다. KB증권에서 추정해오는 GS이니마의 기업가치는 최소 1.6조원 수준 (경영권 프리미엄 제외)이다 (2024/01/25). GS이니마의 매각 (소수지분 혹은 경영권)을 통해 유입될 현금 규모에 따라 회사에 대한 시장의 평가가 완전히 달라질 수 있다. 글로벌 수처리 산업의 역사는 M&A의 역사다. 확장을 원하는 대형 수처리 기업들에게 GS이니마는 매력적인 매물일 가능성이 높다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	24,500
Dividend yield* (%)	2.3
Total return (%)	41.7
현재가 (7/25, 원)	17,570
Consensus target price (원)	18,800
시가총액 (조원)	1.5

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

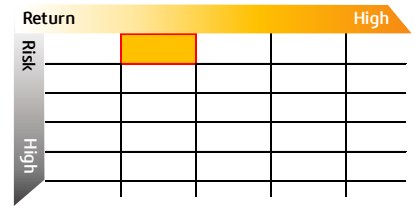
Trading Data

Free float (%)	74.9
거래대금 (3m, 십억원)	8.5
외국인 지분율 (%)	21.4
주요주주 지분율 (%)	허창수 외 16 인 23.6
	국민연금공단 7.4

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.0	17.8	21.5	21.9
시장대비 상대수익률	19.4	13.9	9.7	16.2

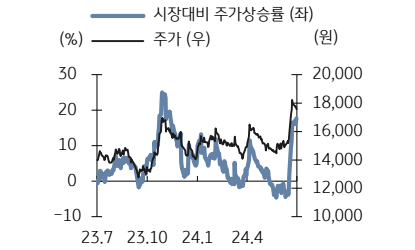
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	13,437	12,712	12,697	12,325
영업이익 (십억원)	-388	365	598	680
지배주주순이익 (십억원)	-482	221	319	371
EPS (원)	-5,631	2,583	3,729	4,340
증감률 (%)	적전	흑전	44.4	16.4
P/E (x)	N/A	6.8	4.7	4.0
EV/EBITDA (x)	N/A	8.1	5.4	4.6
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	-10.5	5.0	6.8	7.5
배당수익률 (%)	0.0	2.3	4.0	5.1

Stock Price & Relative Performance



자료: GS건설, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	27,500원 (12M Fwd P/B 0.5배)
Base-case Scenario (목표주가)	24,500원 (12M Fwd P/B 0.45배)
현재주가	17,570원
Bear-case Scenario	16,500원 (12M Fwd P/B 0.3배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2024년부터 중기적인 실적 정상화 추세
2) 대표이사 교체 후 적극적인 사업 재편

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 신사업 부문 자회사 유동화 본격화
2) 인천 검단 관련 일부 비용 환입

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 재무구조 악화에 따른 신규 주식 상장
2) 주택시장 업황 악화

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	12,677	12,697	12,712	12,697	0.3	0.0
영업이익	347	583	365	598	5.1	2.5
지배주주순이익	209	310	221	319	5.6	3.0

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	12,712	12,697	12,850	12,784	-1.1	-0.7
영업이익	365	598	339	479	7.5	24.7
지배주주순이익	221	319	259	295	-14.7	8.0

자료: Quantiwise, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

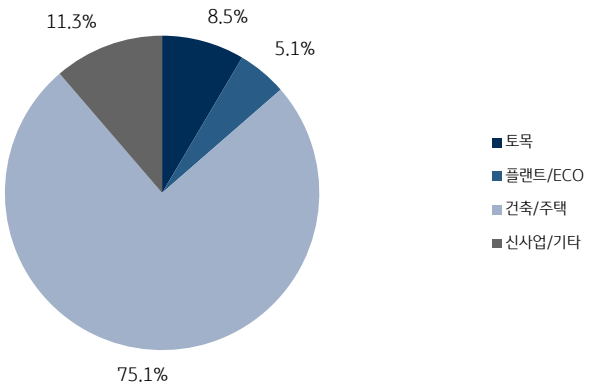
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
BVPS 54,941원 (12M Fwd) x Multiple 0.45배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
27,500원 ~ 16,500원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
P/E 7.53배 (12M Fwd 기준)

매출액 구성 (2024E)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	-8.3	-4.6
유가 1% 상승 시	+0.1	+0.2

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
GS건설	1,504	6.8	4.7	0.3	0.3	8.1	5.4	5.0	6.8	2.3	4.0
현대건설	3,632	6.8	6.5	0.4	0.4	1.6	1.1	5.9	5.9	2.0	2.0
대우건설	1,652	4.8	3.7	0.4	0.4	4.0	2.9	8.6	10.1	0.0	0.3
DL이앤씨	1,334	5.5	4.0	0.3	0.3	0.1	N/A	5.3	7.0	2.1	2.6

자료: Quantiwise, KB증권 추정
주: GS건설 제외 FnGuide 컨센서스 수치

표 1. GS건설 2Q24 Review

(십억원, %)	2Q24P	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	KB추정	추정 차이	컨센서스 (1M)	컨센 차이
매출액	3,298.2	3,495	-5.6	3,071	7.4	3,171	4.0	3,238	1.9
영업이익	93.7	-414	흑자전환	71	32.7	78	20.8	80	17.1
지배주주순이익	27.1	-299	흑자전환	134	-79.7	37	-26.7	56	-51.5
영업이익률	*2.8*	*-11.8*		*2.3*		*2.4*		*2.5*	
지배주주순이익률	*0.8*	*-8.5*		*4.4*		*1.2*		*1.7*	

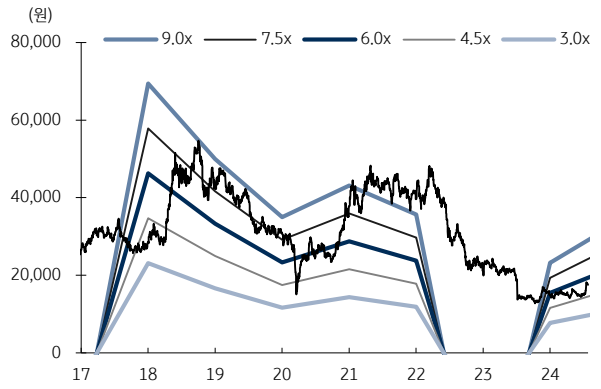
자료: GS건설, Quantiwise, KB증권 추정

표 2. GS건설 분기실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,513	3,495	3,108	3,321	3,071	3,298	3,091	3,251	12,299	13,437	12,712	12,697
인프라	274	310	296	224	263	259	269	284	1,061	1,104	1,075	1,130
플랜트 + ECO	116	139	157	161	102	130	153	253	772	573	638	758
건축/주택	2,767	2,685	2,262	2,523	2,387	2,533	2,269	2,265	9,335	10,237	9,453	8,729
신사업	325	336	368	385	287	350	371	418	1,025	1,414	1,426	1,980
매출원가율 (%)	*90.1*	*107.2*	*92.7*	*101.8*	*91.1*	*91.6*	*92.0*	*91.3*	*89.5*	*98.0*	*91.5*	*89.8*
인프라	*91.8*	*93.1*	*92.6*	*118.6*	*97.6*	*112.6*	*93.0*	*95.5*	*92.7*	*97.8*	*99.5*	*93.0*
플랜트 + ECO	*126.0*	*99.6*	*83.4*	*88.1*	*96.4*	*122.7*	*95.2*	*90.8*	*117.2*	*97.3*	*99.3*	*94.3*
건축/주택	*90.2*	*112.5*	*95.0*	*103.2*	*91.2*	*89.0*	*93.1*	*93.0*	*87.3*	*100.3*	*91.5*	*90.5*
신사업	*76.5*	*81.8*	*83.4*	*88.4*	*83.4*	*83.4*	*83.0*	*83.9*	*84.5*	*82.8*	*83.5*	*83.3*
판관비	188	163	165	134	204	182	164	165	732	650	716	698
판관비율 (%)	*5.3*	*4.7*	*5.3*	*4.0*	*6.6*	*5.5*	*5.3*	*5.1*	*5.9*	*4.8*	*5.6*	*5.5*
영업이익	159	-414	60	-193	71	94	83	118	555	-388	365	598
영업이익률 (%)	*4.5*	*-11.8*	*1.9*	*-5.8*	*2.3*	*2.8*	*2.7*	*3.6*	*4.5*	*-2.9*	*2.9*	*4.7*
세전이익	208	-417	39	-347	178	57	41	58	665	-518	333	501
지배주주순이익	136	-299	0	-320	134	27	24	36	339	-482	221	319

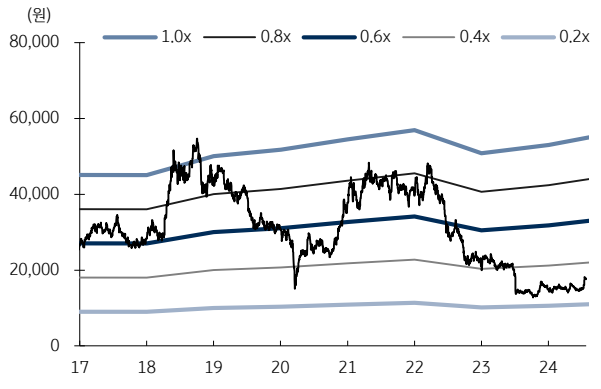
자료: GS건설, KB증권 추정

그림 1. GS건설 12개월 Fwd P/E Band



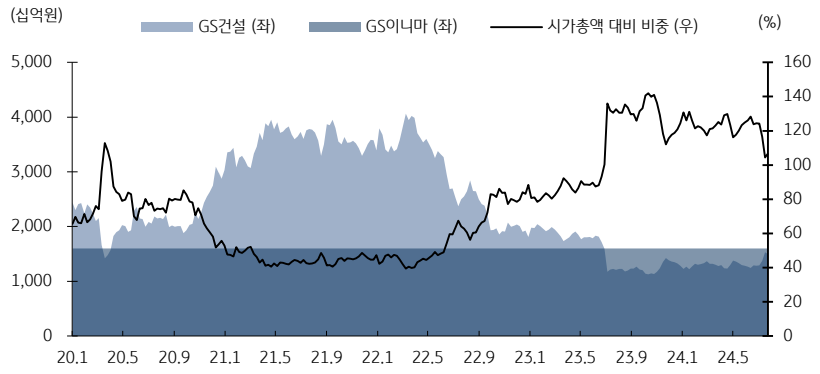
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 2. GS건설 12개월 Fwd P/B Band



자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 3. GS건설 시가총액 대비 GS이니마의 기업가치 비중



자료: Quantiwise, KB증권 추정

주: GS이니마 기업가치 1.6조원 가정

표 3. 수처리 산업의 인수합병 과정

(십억 달러, 만명)

수처리 (O&M) 업체 인수합병 과정															시가총액	매출액 (수처리)	임직원수
합병 전	00	02	04	06	08	10	12	14	16	18	20	22	24	합병 후			
Veolia														Veolia (프랑스)	22.9	46.7 (43%)	22.0
Suez																	
Agbar														Suez (프랑스)	상장폐지		
Suez																	
GE Water																	
Osmonics														GE Water (미국)	사업부 매각 완료		
GE Water																	
Ionics																	

자료: Veolia, 언론종합, KB증권

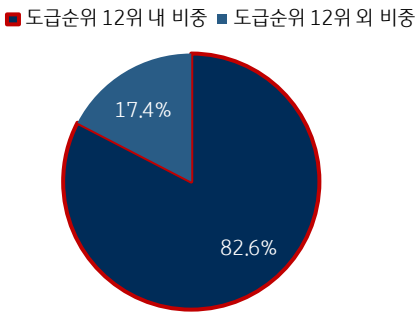
주: EUR to USD=1.09 적용

표 4. 건설사 시공 순위 기준 경쟁률 10:1 이상의 아파트 단지 분양 실적 비교 (2023년, 68개 프로젝트)

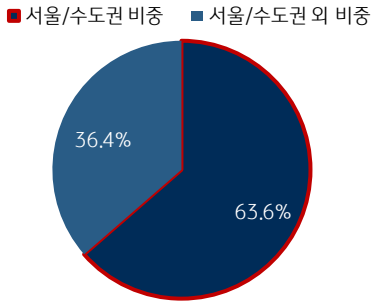
도급 순위	시공사	총 분양		지역별			정비사업	
		단지 (개)	세대수	서울	경기	인천	단지 (개)	세대수
1	삼성물산	1	3,069	3,069	0	0	1	3,069
2	현대건설	2	1,391	997	0	0	1	997
3	대우건설	8	5,114	1,196	727	0	5	3,307
4	현대엔지니어링	1	187	187	0	0	1	187
5	GS건설	13	13,254	6,344	4,627	0	9	11,225
6	DL이앤씨	4	3,083	1,613	1,227	243	2	1,613
7	포스코이앤씨	4	3,548	670	1,195	0	3	2,904
8	롯데건설	8	8,183	1,824	1,778	372	5	5,846
9	SK에코플랜트	1	396	396	0	0	0	0
10	호반건설	4	1,986	427	703	856	2	427
11	HDC현대산업개발	10	10,854	2,642	1,957	0	6	7,830
12	한화건설	1	1,195	0	1,195	0	1	1,195
13	DL건설	1	326	326	0	0	1	326
14	대방건설	0	0	0	0	0	0	0
15	중흥토건	0	0	0	0	0	0	0
16	태영건설	1	190	0	190	0	0	0
17	제일건설	1	383	0	383	0	0	0
18	계룡건설산업	0	0	0	0	0	0	0
19	코오롱글로벌	1	296	0	296	0	0	0
20	서희건설	0	0	0	0	0	0	0
전체 (2023년)		68	63,266	21,459	16,097	2,686	35	38,926

시공순위별, 지역별 분양 비중 (세대수 기준)

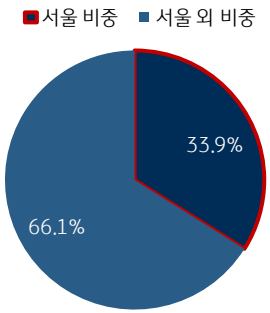
1. 도급 기준



2. 서울/수도권 기준



3. 서울 기준



자료: REPS, KB증권 추정

주: 세대수는 일반 분양 세대수가 아닌 단지의 총 세대수, 공동 도급 프로젝트의 경우 시공사별 시공 세대수를 파악할 수 없는 경우 균등 배분을 가정함

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	12,299	13,437	12,712	12,697	12,325
매출원가	11,013	13,174	11,631	11,400	10,967
매출총이익	1,287	262	1,081	1,296	1,358
판매비와관리비	732	650	716	698	678
영업이익	555	-388	365	598	680
EBITDA	769	-195	528	735	796
영업외손익	110	-130	-32	-97	-97
이자수익	125	198	185	200	200
이자비용	148	306	330	320	310
지분법손익	18	40	3	3	3
기타영업외손익	115	-61	110	20	10
세전이익	665	-517	333	501	583
법인세비용	224	-98	89	150	175
당기순이익	441	-420	244	351	408
지배주주순이익	339	-482	221	319	371
수정순이익	339	-482	221	319	371

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	36.1	9.3	-5.4	-0.1	-2.9
영업이익 성장률	-14.2	적전	흑전	63.9	13.7
EBITDA 성장률	-3.9	적전	흑전	39.4	8.3
지배기업순이익 성장률	-16.9	적전	흑전	44.4	16.4
매출총이익률	10.5	2.0	8.5	10.2	11.0
영업이익률	4.5	-2.9	2.9	4.7	5.5
EBITDA이익률	6.3	-1.5	4.2	5.8	6.5
세전이익률	5.4	-3.9	2.6	4.0	4.7
지배기업순이익률	2.8	-3.6	1.7	2.5	3.0

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-7	470	368	478	483
당기순이익	441	-420	244	351	408
유무형자산상각비	214	193	163	137	116
기타비현금손익 조정	434	909	86	147	172
운전자본증감	-783	27	-27	-6	-34
매출채권감소 (증가)	-94	-288	-89	92	60
재고자산감소 (증가)	203	314	-67	2	41
매입채무증가 (감소)	101	-96	80	-2	-49
기타운전자본증감	-993	96	49	-98	-85
기타영업현금흐름	-313	-241	-97	-150	-179
투자활동 현금흐름	-1,311	-763	-176	-122	-23
유형자산투자감소 (증가)	-293	-475	-60	-50	0
무형자산투자감소 (증가)	-30	-28	-30	-40	-20
투자자산감소 (증가)	-203	-54	-65	-33	-34
기타투자현금흐름	-785	-206	-20	1	30
재무활동 현금흐름	625	496	132	-35	-144
금융부채 증감	-106	-117	117	-3	-72
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-120	-135	0	-34	-59
기타재무현금흐름	850	749	15	2	-13
기타현금흐름	-1	18	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-695	221	324	322	315
기말현금	2,024	2,245	2,569	2,891	3,206
잉여현금흐름 (FCF)	-300	-5	308	428	483
순현금흐름	-1,155	-551	228	323	357
순현금 (순차입금)	-1,840	-2,391	-2,164	-1,840	-1,484

자료: GS건설, KB증권 추정

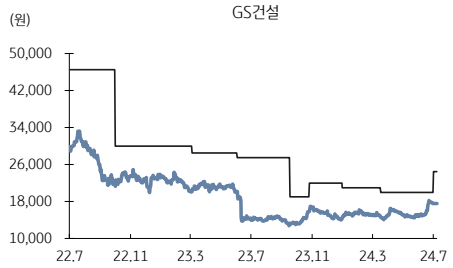
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	16,947	17,707	18,239	18,355	18,423
유동자산	9,412	9,482	10,021	10,151	10,281
현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,569	2,891	3,206
단기금융자산	974	1,021	1,041	1,040	1,010
매출채권	2,723	2,979	3,069	2,977	2,917
재고자산	1,500	1,339	1,406	1,404	1,363
기타유동자산	2,191	1,898	1,936	1,839	1,786
비유동자산	7,535	8,225	8,218	8,204	8,142
투자자산	3,115	3,268	3,333	3,367	3,400
유형자산	1,820	2,256	2,178	2,114	2,020
무형자산	888	961	966	983	981
기타비유동자산	1,711	1,740	1,740	1,740	1,740
부채총계	11,590	12,822	13,109	12,908	12,628
유동부채	8,205	8,796	9,080	8,880	8,620
매입채무	1,682	1,606	1,687	1,685	1,635
단기금융부채	2,152	2,338	2,455	2,452	2,380
기타유동부채	4,371	4,852	4,939	4,744	4,605
비유동부채	3,385	4,026	4,029	4,029	4,008
장기금융부채	2,686	3,320	3,320	3,320	3,320
기타비유동부채	699	706	710	709	688
자본총계	5,356	4,885	5,129	5,446	5,795
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	943	942	942	942	942
기타자본항목	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계액	-162	-65	-65	-65	-65
이익잉여금	3,660	3,046	3,267	3,553	3,865
지배지분 계	4,832	4,314	4,536	4,821	5,133
비지배지분	525	571	594	625	662

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	5.3	N/A	6.8	4.7	4.0
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	5.4	N/A	8.1	5.4	4.6
EV/EBIT	7.5	N/A	11.7	6.6	5.4
배당수익률	6.1	0.0	2.3	4.0	5.1
EPS	3,964	-5,631	2,583	3,729	4,340
BVPS	56,457	50,413	52,997	56,329	59,975
SPS (주당매출액)	143,713	157,005	148,534	148,356	144,016
DPS (주당배당금)	1,300	0	400	700	900
배당성향 (%)	32.5	0.0	15.4	18.6	20.6
수익성지표					
ROE	7.2	-10.5	5.0	6.8	7.5
ROA	2.8	-2.4	1.4	1.9	2.2
ROIC	5.4	-1.8	5.4	6.1	6.4
안정성지표					
부채비율	216.4	262.5	255.6	237.0	217.9
순차입비율	34.4	49.0	42.2	33.8	25.6
유동비율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
이자보상배율 (배)	3.7	-1.3	1.1	1.9	2.2
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.2	4.7	4.2	4.2	4.2
매입채무회전율	8.5	8.2	7.7	7.5	7.4
재고자산회전율	8.3	9.5	9.3	9.0	8.9

투자자 고지 사항



KB증권은 자료 공표일 현재 [GS건설]에 대한 주식 등의 유동성공급자 입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

GS건설 (006360)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-07-05	Buy	장문준	46,500	-40.35	
22-10-26	Buy	장문준	30,000	-24.59	-17.00
23-03-29	Buy	장문준	28,500	-25.73	-21.75
23-06-28	Buy	장문준	27,500	-47.12	-30.84
23-10-12	Buy	장문준	19,000	-27.11	-16.79
23-11-20	Buy	장문준	22,000	-29.95	-22.86
24-01-25	Buy	장문준	21,000	-27.27	-22.81
24-04-11	Buy	장문준	20,000	-22.66	-8.90
24-07-26	Buy	장문준	24,500		

투자등급 비율 (2024. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.