

# 아이에스동서

## 010780

Jun 07, 2021

**Buy** 유지  
**TP 75,000 원** 유지

Company Data

현재가(06/04)	59,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	68,300 원
52 주 최저가(보통주)	27,850 원
KOSPI (06/04)	3,240.08p
KOSDAQ (06/04)	987.58p
자본금	154 억원
시가총액	18,319 억원
발행주식수(보통주)	3,089 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	9.0 만주
평균거래대금(60 일)	56 억원
외국인지분(보통주)	5.32%
주요주주	
아이에스지주 외 6 인	54.73%
국민연금	8.32%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	20.5	79.7
상대주가	-9.0	1.6	19.3



**건설/부동산** 백광제  
 3771-9252, seoha100@iprovest.com



### 추매 하기 좋은 날 ~

목표주가 75,000원 유지. 드라마틱한 실적 성장, 최근 조정은 매수 기회

아이에스동서에 대해 투자 의견 '매수' 및 목표주가 75,000원 유지. 최근 주가는 불구, 전년 코로나 저점 이후 업종 내 최고 수준 주가 상승에 따른 피로감과 주가 키 맞추기 영향으로 다소 부진. 현재 멀티플은 PBR 1.4배 수준으로 건설업종 내 상대적 고평가로 보일 수도 있으나, 금년 예상 ROE(13.3%)를 감안하면 여전히 낮은 수준, 금년부터 재개된 고속 성장을 감안하면 오히려 크게 저평가. 1Q21 실적은 매출액·영업이익 크게 개선. 금년 주택 자체 사업의 진행-인도 결정시기가 2분기-4분기(경주 용강, 울산 덕하) 예정으로 '진행 인식' 결정시 현재 추정치 대비 매출액·영업이익 규모가 대규모로 상향 조정될 수 있는 바, 최근 주가 조정을 적극적인 추가 매수 기회로 활용해야 한다고 판단. ① 건설부문의 드라마틱한 실적 개선 및 콘크리트 등 별도 실적 대폭 개선. ② 내년 초 고양 덕은, 경산 중산 등 수익성 뛰어난 대규모 자체 프로젝트가 착공 예정으로 실적 추정치 대폭 상향될 여지 증가 및 ③ 환경 사업 확대, 사회 공헌 활동 지속으로 향후 객관적 ESG 지표 강화 적용시 선도적인 위치에 있을 가능성이 높을 것으로 판단. 건설업종 Top-Pick.

### 1Q21 영업이익 403억원(YoY +55.6%), 건설·콘크리트 이익 개선

1Q21 매출액 3,102억원(YoY +43.8%), 영업이익 403억원(YoY +55.6%), 건설·콘크리트 대규모 이익 개선. 건설(YoY +51.3%)은 일부 준공현장 준공정산 손실로 OPM 악화요인 있었으나, 착공 진행물량 증가에 힘입어 대규모 이익 개선. 콘크리트(YoY +1,150억원)는 수도권 공급 증대에 따른 파일 업황 개선으로 이익 정상화 궤도 진입. 환경부문(YoY -22.8%)은 1분기 매립 단가 소폭 하락으로 전년비 다소 부진했으나, 2분기 회복 가능성 증가. 해운은 1분기 적자 지속했으나, 최근 업황 개선으로 2Q 흑자 전환 예정.

'21년 매출액 1.6조원(YoY +31.9%), 영업이익 2,940억원(YoY +41.6%), 자체 사업 진행-인도 결정에 따른 실적의 분기 변동성은 있겠지만, 연간 기준 실적 고속 성장은 매년 뚜렷이 보여 질 것. 향후 2~3년간 업종 최고 수준 성장 및 이익 개선 기록할 전망.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	771	1,200	1,584	2,058	2,307
YoY(%)	-51.7	55.8	32.0	29.9	12.1
영업이익(십억원)	71	209	294	422	499
OP 마진(%)	9.2	17.4	18.6	20.5	21.6
순이익(십억원)	74	142	188	282	339
EPS(원)	2,139	4,022	5,349	8,025	9,653
YoY(%)	-73.1	88.0	33.0	50.0	20.3
PER(배)	15.4	13.3	11.1	7.4	6.1
PCR(배)	7.2	6.3	5.5	4.1	3.6
PBR(배)	0.9	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	13.1	11.0	9.3	6.7	5.7
ROE(%)	6.1	10.9	13.3	17.5	18.0

[도표 1] 부문별 실적 추정 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020	2021F
매출액	2,157	3,142	3,394	3,315	3,102	3,769	3,619	5,351	12,008	15,842
건설부문	1,214	2,205	2,596	2,319	2,033	2,767	2,565	3,886	8,334	11,251
콘크리트	395	388	267	407	520	449	485	513	1,457	1,967
요업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
렌탈	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
해운	11	18	42	26	29	33	33	27	97	122
환경	515	500	450	621	537	520	536	806	2,086	2,399
영업이익	259	553	707	559	403	677	608	1,256	2,079	2,944
건설부문	195	513	653	457	295	548	495	1,025	1,818	2,363
콘크리트	4	-39	-23	-43	50	51	29	27	-101	157
요업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
렌탈	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
해운	-14	-7	17	-10	-17	10	12	22	-14	27
환경	123	131	98	137	95	106	109	200	489	510
영업이익률	12.5%	17.9%	21.0%	16.2%	13.0%	18.0%	16.7%	23.5%	17.3%	18.6%
건설부문	16.1%	23.3%	25.2%	19.7%	14.5%	19.8%	19.3%	26.4%	21.8%	21.0%
콘크리트	1.0%	-10.1%	-8.6%	-10.6%	9.6%	11.4%	6.0%	5.2%	-6.9%	8.0%
요업	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%
렌탈	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%
해운	-127.3%	-38.9%	40.5%	-38.5%	-58.6%	8.0%	17.2%	80.9%	-14.4%	22.0%
환경	23.9%	26.2%	21.8%	22.1%	17.7%	20.3%	20.4%	24.8%	23.4%	21.3%
순이익	133	239	873	171	143	424	345	969	1,416	1,881

자료: 교보증권 리서치센터, 주: 콘크리트 와 해운 이익 규모 상향 조정.

[도표 2] 추정치 변경

	변경전		변경후	
	2021.12E	2022.12E	2021.12E	2022.12E
<b>12 결산(십억원)</b>				
<b>매출액(십억원)</b>	<b>1,436.0</b>	<b>1,885.0</b>	<b>1,584</b>	<b>2,058</b>
YoY(%)	19.6	31.2	32.0	29.9
<b>영업이익(십억원)</b>	<b>279.0</b>	<b>389.0</b>	<b>294</b>	<b>422</b>
OP 마진(%)	19.4	20.6	18.6	20.5
<b>순이익(십억원)</b>	<b>186.0</b>	<b>271.0</b>	<b>188</b>	<b>282</b>
<b>EPS(원)</b>	5,192	7,551	5,349	8,025
YoY(%)	17.2	45.4	33.0	50.0

자료: 교보증권 리서치센터,

주: 추정치 상향 조정 불구, 최근 목표주가 괴리 확대 감안 목표주가 유지함.

[아이에스동서 010780]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	771	1,200	1,584	2,058	2,307
매출원가	584	857	1,144	1,488	1,659
매출총이익	187	344	440	570	648
매출총이익률 (%)	24.3	28.6	27.8	27.7	28.1
판매비와관리비	116	135	146	147	149
영업이익	71	209	294	422	499
영업이익률 (%)	9.3	17.4	18.6	20.5	21.6
EBITDA	149	261	336	457	528
EBITDA Margin (%)	19.3	21.8	21.2	22.2	22.9
영업외손익	0	-52	-40	-41	-41
관계기업손익	13	2	9	9	9
금융수익	13	10	9	11	12
금융비용	-30	-54	-55	-56	-57
기타	4	-11	-3	-5	-5
법인세비용차감전순손익	72	157	254	381	459
법인세비용	15	47	66	99	119
계속사업순손익	56	109	188	282	339
중단사업순손익	18	32	0	0	0
당기순이익	74	142	188	282	339
당기순이익률 (%)	9.6	11.8	11.9	13.7	14.7
비지배지분순이익	8	17	23	35	42
지배지분순이익	66	124	165	248	298
지배순이익률 (%)	8.6	10.4	10.4	12.0	12.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-2	3	3	3
포괄순이익	75	140	191	285	342
비지배지분포괄이익	8	18	24	36	43
지배지분포괄이익	67	122	167	249	299

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-69	-114	-75	147	192
당기순이익	74	142	188	282	339
비현금항목의 가감	75	137	168	194	208
감가상각비	72	44	35	29	23
외환손익	-4	3	0	0	0
자본법평가손익	-35	-2	-9	-9	-9
기타	42	92	142	174	193
자산부채의 증감	-163	-315	-319	-184	-190
기타현금흐름	-54	-78	-112	-145	-165
투자활동 현금흐름	-82	-210	-106	-126	-121
투자자산	70	-203	-143	-153	-153
유형자산	-68	-20	-67	-60	-60
기타	-84	13	104	87	92
재무활동 현금흐름	253	408	3	-4	-4
단기차입금	-12	79	15	25	25
사채	80	20	20	20	20
장기차입금	561	564	-10	-20	-20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-37	-22	-30	-37	-37
기타	-340	-233	8	8	8
현금의 증감	102	83	-33	115	143
기초 현금	199	301	384	352	466
기말 현금	301	384	352	466	609
NOPLAT	56	146	218	313	369
FCF	-97	-137	-126	104	148

자료: 아이에스동서, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,702	2,268	2,270	2,413	2,584
현금및현금성자산	301	384	352	466	609
매출채권 및 기타채권	322	376	405	439	462
재고자산	705	1,089	1,089	1,078	1,078
기타유동자산	374	419	424	429	435
비유동자산	1,182	1,353	1,486	1,659	1,833
유형자산	718	596	597	616	634
관계기업투자금	12	222	369	526	683
기타금융자산	123	164	155	155	156
기타비유동자산	329	371	365	362	361
자산총계	2,884	3,621	3,756	4,072	4,417
유동부채	853	1,157	1,123	1,192	1,230
매입채무 및 기타채무	166	178	102	116	124
차입금	248	309	324	349	374
유동성채무	183	207	213	220	226
기타유동부채	256	463	484	506	505
비유동부채	758	1,075	1,084	1,083	1,082
차입금	549	938	928	908	888
사채	80	20	40	60	80
기타비유동부채	129	116	115	115	114
부채총계	1,610	2,231	2,207	2,274	2,312
지배지분	1,098	1,177	1,312	1,523	1,783
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	399	388	388	388	388
이익잉여금	676	779	914	1,125	1,385
기타자본변동	3	-7	-7	-7	-7
비지배지분	175	213	237	275	322
자본총계	1,274	1,390	1,549	1,798	2,106
총차입금	1,084	1,485	1,516	1,547	1,578

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

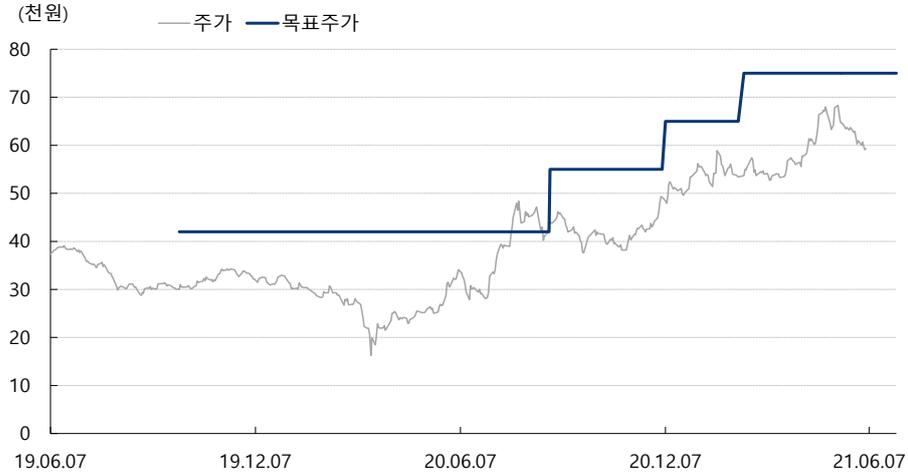
12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,139	4,022	5,349	8,025	9,653
PER	15.4	13.3	11.1	7.4	6.1
BPS	35,551	38,111	42,521	49,348	57,802
PBR	0.9	1.4	1.4	1.2	1.0
EBITDAPS	4,825	8,457	10,898	14,814	17,106
EV/EBITDA	13.1	11.0	9.3	6.7	5.7
SPS	24,953	38,858	51,346	66,691	74,783
PSR	1.3	1.4	1.2	0.9	0.8
CFPS	-3,154	-4,419	-4,091	3,360	4,805
DPS	700	1,000	1,200	1,200	1,200

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-51.7	55.8	32.0	29.9	12.1
영업이익 증가율	-81.2	192.5	40.8	43.5	18.2
순이익 증가율	-69.5	90.7	32.8	50.0	20.3
수익성					
ROIC	3.5	7.9	11.2	15.7	18.4
ROA	2.6	3.8	4.5	6.3	7.0
ROE	6.1	10.9	13.3	17.5	18.0
안정성					
부채비율	126.4	160.5	142.5	126.5	109.8
순차입금비율	37.6	41.0	40.4	38.0	35.7
이자보상배율	2.6	4.1	5.7	8.0	9.3

아이에스동서 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2019.09.30	매수	42,000	(22.70)	(18.45)					
2019.12.11	매수	42,000	(24.82)	(18.45)					
2020.02.18	매수	42,000	(28.80)	(18.45)					
2020.05.26	매수	42,000	(11.54)	15.24					
2020.08.26	매수	55,000	(23.47)	(10.27)					
2020.12.07	매수	65,000	(17.92)	(9.38)					
2021.02.15	매수	75,000	(21.17)	(8.93)					
2021.06.07	매수	75,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2021.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.1	3.3	1.6	0.0

[업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하