

2024. 5. 23



Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세련

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지) 40,000 원

현재주가 26,000 원

상승여력 53.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(5/22)	2,723.46 pt
시가총액	7,849 억원
발행주식수	30,187 천주
52 주 최고가 / 최저가	39,300 / 23,450 원
90 일 일평균거래대금	18.23 억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률(24.12E)	4.6%
BPS(24.12E)	49,238 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -3.2%
	6 개월 -14.9%
	12 개월 -39.2%
주주구성	아이에스지주 (외 8 인) 55.9%
	국민연금공단 (외 1 인) 5.9%
	아이에스동서우리스주 (외 1 인) 0.1%

Stock Price



아이에스동서 (010780)

[NDR 후기] 사이클 탈 준비

주택 GPM 41%라는 미라클

아이에스동서의 1Q24 매출액은 4,131억원으로 전년동기대비 23.9% 감소, 컨센서스 대비 17.6% 상회했다. 영업이익은 797억원으로 전년동기대비 10.2% 감소, 컨센서스 영업이익 463억원 대비 72.1% 상회하는 호실적을 기록했다. 금번 실적 호조의 주요 원인은 건설부문에서 도급 현장 중 지분제 현장인 대구 죽전역에서 공사비 증액 521억원이 원가 없는 매출로 반영되면서 도급마진이 급증한데에 기인한다. 이로 인해 도급마진은 일시적으로 40.9%라는 높은 수준을 기록했으며, 고양덕은DMC 8, 9, 10블록을 포함한 자체 현장도 마찬가지로 40.7%의 우량한 GPM을 기록하고 있다. Peer 업체들이 높은 건자재 가격 상승에 따른 공사비 에스컬레이션 지연, 미분양 리스크 확대와 PF 부외 부채의 채무인수에 따른 이자비용 증가 등으로 펀더멘탈이 악화되는 것과는 차별화되는 실적이다. 건설 평균 GPM이 5~9% 수준임을 고려할 때, 아이에스동서의 디벨로퍼로서의 이익 저력이 재확인된 실적으로 판단한다.

매출 3.5조원 규모의 경북 경산시 중산지구, 2025년 사업 본격화

아이에스동서의 큰 사업의 축인 건설부문과 폐배터리 두 가지 업종이 최근 업황 둔화로 인해 당분간 추가 모멘텀을 찾기 어려운 것은 사실이다. 다만, 아이에스동서의 핵심 Land Bank인 경북 경산시 중산지구가 인허가 작업을 마무리하고 2025년 하반기 중에 본격 사업 착수에 돌입할 예정이다. 전체 매출 규모는 3.5조원으로 추산되며, 과거 부산 용호동W의 성공적인 개발에 따른 추가 슈팅을 고려할 경우 사업 성공시 밸류에이션 리레이팅이 확정시된다. 분양가에 따라 달라지겠지만 현 시점에서 경산시 중산지구에서 벌어들일 순이익이 최소 5천억원 수준으로 추산되기 때문이다. 폐배터리 부문 역시 폴란드 BTS 신공장 증설 및 유럽 추가 증설부지 확보, 미국 진출 부지 모색 등을 통해 해외 성장의 기반을 다져가고 있다는 점 역시 긍정적이다. 준비한 열매가 맺힐 2025년이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,278	2,029	1,734	1,521	1,507
영업이익	345	341	287	190	219
세전계속사업손익	286	220	177	118	167
순이익	205	160	134	90	127
EPS (원)	6,334	5,216	4,144	2,768	3,925
증감률 (%)	86.4	-17.6	-20.5	-33.2	41.8
PER (x)	4.5	5.6	6.3	9.4	6.6
PBR (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	3.6	3.5	3.7	7.5	7.1
영업이익률 (%)	15.1	16.8	16.6	12.5	14.6
EBITDA 마진 (%)	17.4	19.3	20.0	16.4	18.4
ROE (%)	15.5	10.8	8.7	5.7	7.5
부채비율 (%)	132.7	139.1	152.8	142.1	131.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아이에스동서 1Q24 Review

(단위: 십억원)	1Q24	1Q23	YoY (%,%p)	4Q23	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	413.1	542.6	-23.9	491.0	-15.9	351.2	17.6
영업이익	79.7	88.7	-10.2	85.8	-7.1	46.3	72.1
영업이익률 (%)	19.3	16.4	2.9	17.5	1.8	13.2	6.1
순이익	34.2	138.4	-75.3	-50.1	흑전	10.7	219.5
순이익률 (%)	8.3	25.5	-17.2	-10.2	18.5	3.0	5.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	2,029	1,734	1,521	543	554	442	491	413	386	603	332
건설	1,285	931	700	352	372	257	303	234	186	399	111
콘크리트	182	166	146	48	42	36	57	47	43	38	38
환경	461	481	525	110	113	120	118	102	122	121	136
아이에스TMC	86	140	150	26	23	25	11	25	31	41	43
Sales Growth (YoY %)	-10.9	-14.5	-12.3	-8.0	-3.6	-25.2	-5.8	-23.9	-30.3	36.6	-32.4
건설	-22.2	-27.5	-24.8	-22.4	-10.0	-41.3	-12.4	-33.6	-49.9	55.2	-63.2
콘크리트	-14.6	-8.8	-12.2	7.4	-22.2	-36.0	-4.1	-1.7	3.0	6.1	-32.9
환경	9.2	4.3	9.0	13.6	4.1	23.3	-1.4	-7.3	7.7	1.2	15.2
아이에스TMC		63.3	7.0					-3.4	33.0	63.3	278.7
Sales Growth (QoQ %)				4.1	2.2	-20.3	11.2	-15.9	-6.5	56.2	-45.0
건설				1.9	5.6	-30.9	17.8	-22.7	-20.4	114.1	-72.1
콘크리트				-19.7	-12.6	-14.4	59.5	-17.6	-8.4	-11.8	0.9
환경				-7.8	2.9	5.8	-1.8	-13.3	19.5	-0.6	11.9
아이에스TMC					-12.2	8.2	-54.4	122.8	20.9	32.9	5.7
판관비	165	125	162	36	44	42	44	47	58	26	-6
판관비율 (%)	8.1	7.2	10.7	6.6	8.0	9.5	8.9	11.3	15.0	4.3	-1.8
영업이익	341	287	190	89	92	74	86	80	46	128	33
건설	291	241	128	66	78	61	86	71	35	116	20
콘크리트	8	7	6	4	2	-1	3	2	2	1	1
환경	36	32	39	10	12	10	4	6	8	8	10
아이에스TMC	14	10	20	9	4	3	-3	1	2	3	4
영업이익률 (%)	16.8	16.6	12.5	16.4	16.5	16.8	17.5	19.3	11.9	21.2	10.1
건설	22.6	25.9	18.3	18.8	20.9	23.6	28.4	30.1	18.7	29.0	17.5
콘크리트	4.4	4.2	4.0	7.3	5.0	-1.4	5.0	4.5	4.4	3.9	3.9
환경	7.8	6.7	7.5	9.2	10.1	8.3	3.6	6.1	6.6	7.0	7.0
아이에스TMC	16.1	7.3	13.3	35.0	18.2	12.8	-24.7	4.3	6.1	7.5	9.6
순이익	160	134	90	138	40	32	-50	34	10	73	17
순이익률 (%)	7.9	7.7	5.9	25.5	7.2	7.3	-10.2	8.3	2.5	12.1	5.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서 (010780)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,208	2,622	2,698	1,748	1,578
현금 및 현금성자산	412	641	764	204	112
매출채권 및 기타채권	301	458	228	200	198
재고자산	1,183	1,341	1,520	1,167	1,074
기타유동자산	311	183	185	178	194
비유동자산	1,530	1,615	1,675	2,730	3,081
관계기업투자등	711	578	510	1,575	1,929
유형자산	609	704	832	822	820
무형자산	211	333	333	333	333
자산총계	3,738	4,237	4,373	4,479	4,659
유동부채	1,659	1,590	1,670	1,649	1,658
매입채무 및 기타채무	338	295	290	256	253
단기금융부채	616	390	443	446	450
기타유동부채	705	905	938	946	955
비유동부채	473	876	973	980	987
장기금융부채	19	23	23	23	23
기타비유동부채	453	853	950	957	964
부채총계	2,132	2,465	2,643	2,629	2,645
지배주주지분	1,397	1,559	1,521	1,627	1,771
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	391	394	394	394	394
이익잉여금	994	1,152	1,324	1,444	1,608
비지배주주지분(연결)	209	214	209	223	243
자본총계	1,606	1,772	1,730	1,850	2,014

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	429	128	247	-110	179
당기순이익(손실)	205	160	134	90	127
비현금수익비용가감	60	95	103	103	103
유형자산감가상각비	42	40	49	49	48
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타현금수익비용	8	45	44	44	44
영업활동 자산부채변동	164	-127	10	-302	-50
매출채권 감소(증가)	-53	-94	-229	-28	-2
재고자산 감소(증가)	291	-132	179	-354	-93
매입채무 증가(감소)	61	-10	5	34	3
기타자산, 부채변동	-136	109	54	46	42
투자활동 현금흐름	-325	-4	24	43	152
유형자산처분(취득)	14	1	89	6	6
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-77	-68	-55	-50	-50
기타투자활동	-263	63	-10	87	196
재무활동 현금흐름	-22	106	-147	-493	-422
차입금의 증가(감소)	941	798	186	12	12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	0	-37	-31	-37
기타재무활동	-926	-693	-296	-474	-397
현금의 증가	81	229	123	-560	-92
기초현금	331	412	641	764	204
기말현금	412	641	764	204	112

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,278	2,029	1,734	1,521	1,507
매출원가	1,736	1,524	1,322	1,168	1,154
매출총이익	542	506	412	352	353
판매비 및 관리비	197	165	125	162	134
영업이익	345	341	287	190	219
(EBITDA)	397	391	346	249	278
금융손익	-49	-97	-118	-68	-48
이자비용	68	113	130	139	140
관계기업등 투자손익	39	88	39	39	39
기타영업외손익	-50	-112	-31	-44	-44
세전계속사업이익	286	220	177	118	167
계속사업법인세비용	81	60	43	28	40
계속사업이익	205	160	134	90	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	205	160	134	90	127
지배주주	196	161	128	86	121
총포괄이익	213	161	136	92	126
매출총이익률 (%)	23.8	24.9	23.8	23.2	23.4
영업이익률 (%)	15.1	16.8	16.6	12.5	14.6
EBITDA 마진률 (%)	17.4	19.3	20.0	16.4	18.4
당기순이익률 (%)	9.0	7.9	7.7	5.9	8.4
ROA (%)	5.7	4.0	3.1	2.0	2.8
ROE (%)	15.5	10.8	8.7	5.7	7.5
ROIC (%)	12.5	10.1	8.5	4.5	4.7

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	4.5	5.6	6.3	9.4	6.6
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	3.5	3.7	7.5	7.1
P/CF	3.3	3.5	3.4	4.2	3.5
배당수익률 (%)	0.0	5.2	4.6	3.8	4.6
성장성 (%)					
매출액	41.7	-10.9	-14.5	-12.3	-0.9
영업이익	11.0	-1.3	-15.7	-33.8	15.4
세전이익	70.6	-23.1	-19.4	-33.6	41.8
당기순이익	85.1	-21.8	-16.3	-33.2	41.8
EPS	86.4	-17.6	-20.5	-33.2	41.8
안정성 (%)					
부채비율	132.7	139.1	152.8	142.1	131.3
유동비율	133.1	165.0	161.5	106.1	95.2
순차입금/자기자본(x)	33.7	26.0	28.2	57.2	57.6
영업이익/금융비용(x)	5.1	3.0	2.2	1.4	1.6
총차입금 (십억원)	953	1,102	1,252	1,262	1,272
순차입금 (십억원)	541	461	488	1,058	1,160
주당지표 (원)					
EPS	6,334	5,216	4,144	2,768	3,925
BPS	45,221	50,450	49,238	52,667	57,337
CFPS	8,571	8,277	7,672	6,222	7,428
DPS	0	1,500	1,200	1,000	1,200



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	92.4% 7.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)