



기업분석 | 건설/건자재

Analyst
김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	74,000 원
현재주가	53,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(2/9)	3,084.67 pt
시가총액	16,558 억원
발행주식수	30,893 천주
52주 최고가 / 최저가	58,900 / 16,250 원
90일 일평균거래대금	78.79 억원
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(20.12E)	2.2%
BPS(20.12E)	36,466 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -1.5%
	6개월 -12.5%
	12개월 43.5%

주주구성	아이에스지주 (외 6인)	54.7%
	권혁운 (외 1인)	7.9%
	국민연금공단 (외 1인)	7.2%

Stock Price

아이에스동서 (010780)

2021년, 본격적 성장의 원년

4분기, 주력 사업부인 주택과 환경 실적 호조는 지속

아이에스동서의 4분기 매출액은 3,386 억원으로 전년동기대비 40.0% 증가, 컨센서스에 부합했다. 영업이익은 513 억원으로 전년동기대비 82.8% 증가, 컨센서스 영업이익 648 억원 대비 20.9% 하회하는 다소 아쉬운 실적을 기록했다. 영업이익 컨센서스 하회의 주요 원인은 4분기 실적 턴어라운드를 예상했던 해운, 콘크리트 부문의 저지 지속 또는 확대에 기인하나, 주력 사업인 주택과 환경 (인선이엔티)의 실적 호조가 지속되었다는 점에서 긍정적으로 판단한다. 순이익은 자회사인 아토스터디 매각에 인한 중단사업손실이 발생하면서 컨센서스 대비 하회하는 모습을 보였다.

주택을 필두로 강한 성장성 기대, 목표주가 상향

아이에스동서의 2021년 ROE 성장을 고려한 역사적 PBR을 적용, 목표주가를 기존 60,000 원에서 74,000 원으로 상향 조정한다. 2021년은 특히 주택 부문에서 고마진세가 지속되는 자체 현장들의 공사진행률이 본격적 성장, 4Q21 인도 기준으로 입주에 따라 한꺼번에 매출이 인식되는 동대구 에일린의 뜰 (4분기 예상, 매출 규모 총 3,220 억원 중 2,250 억원 추정치 반영)등을 고려할 때 강한 실적 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 아이에스동서가 분양 공급을 가장 많이 한 해는 2019년 4,700 세대 (2020년 2,400 세대) 였는데, 2021년은 기 확보된 건설 수주잔고 4.1 조원을 바탕으로 최소 9,000 세대 이상의 분양 공급이 예정되어 있어 성장성의 발판이 추가로 확보될 전망이다. 상반기 정부의 정책 기조 선회에 따라 규제로 인해 성장성이 눌러있던 대형 건설주, 건자재에 수급이 몰리면서 상대적 수급 소외가 나타나고 있으나, 강한 실적 기조에 대한 기대감과 더불어 연말 경산시 중산지구 공급 등의 주가 트리거 포인트가 남아있어 연내 주가 우상향 흐름은 지속될 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액	964	1,208	1,632	2,034	2,349
영업이익	66	206	311	358	418
세전계속사업손익	65	156	282	330	390
순이익	74	139	205	239	283
EPS (원)	2,138	4,010	6,030	7,364	8,691
증감률 (%)	-73.1	87.5	50.4	22.1	18.0
PER (x)	15.4	13.4	8.9	7.3	6.2
PBR (x)	0.9	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	16.7	9.5	6.0	5.2	3.8
영업이익률 (%)	6.9	17.0	19.1	17.6	17.8
EBITDA 마진 (%)	11.1	20.9	22.5	20.3	20.2
ROE (%)	6.9	12.5	16.9	17.1	17.4
부채비율 (%)	126.4	138.2	124.0	110.9	97.3

주: IFRS 연결 기준

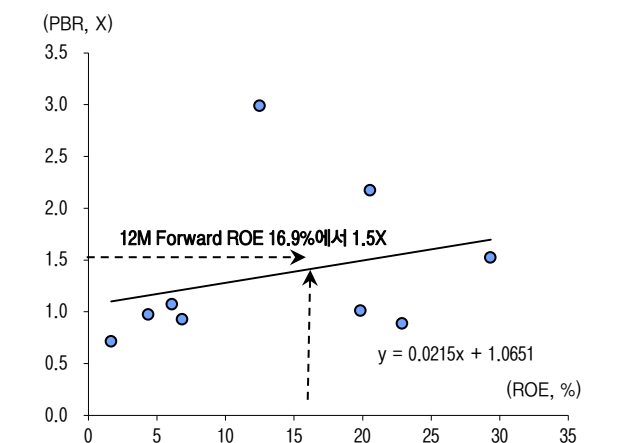
자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아이에스동서 목표주가 재산정

	2019	2020P	2021E	2022E
BPS (원)	35,551	36,466	41,973	48,526
BPS Growth (%)	2.8	2.6	15.1	15.6
PBR (X)	0.93	1.47	1.28	1.11
ROE (%)	6.9	12.5	16.9	17.1
Target BPS (원)	43,065	12M Forward BPS		
Target PBR (X)	1.5	12M Forward ROE 16.9%에서 역사적 PBR 적용		
확정 이익 기준 목표주가 (원)	70,000	①		
중산지구 보수적 매출 (십억원)	1,000	전체 3.0조원 중 Phase1 예상 매출 (단계별 순차적 공급)		
기대순이익률 (%)	25.0	부산 용호동W 당시 순이익률 26.7% 감안, 보수적 적용		
예상 순이익 (십억원)	250			
# of shares (천 주)	30,893			
주당 중산지구 주당가치 (원)	8,093	②		
중산지구 반영 목표주가 (원)	78,000	③=①+②		
목표주가 (원)	74,000	①과 ③의 평균		
현재주가 (원, 2/9)	53,600			
Upside (%)	38.1			
기존목표주가 (원)	60,000			
변동률 (%)	23.3			

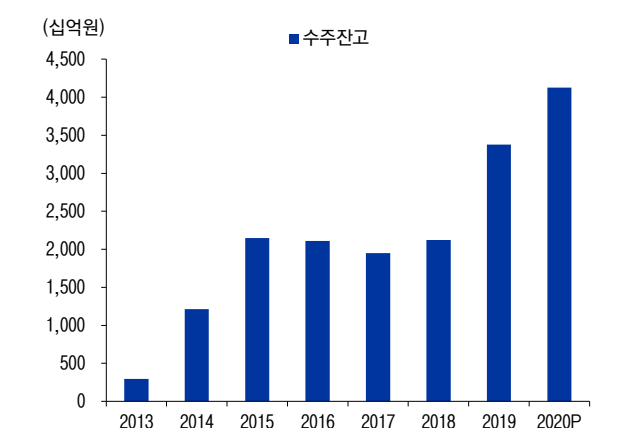
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 아이에스동서 ROE~PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 아이에스동서 건설 부문 수주잔고 추이



자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아이에스동서 4Q20 Review

(단위: 십억원)	4Q20	4Q19	YoY (% , %p)	3Q20	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	338.6	242.0	40.0	339.4	-0.2	339.7	-0.3
영업이익	51.3	28.1	82.8	71.2	-27.9	64.8	-20.9
영업이익률 (%)	15.1	11.6	3.6	21.0	-5.8	19.1	-3.9
순이익	14.1	18.0	-21.9	87.3	-83.9	34.5	-59.2
순이익률 (%)	4.2	7.5	-3.3	25.7	-21.6	10.2	-6.0

자료: 아이에스동서, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020P	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,208.1	1,632.1	2,034.2	215.7	314.2	339.4	338.8	215.7	336.5	352.6	693.3
건설	833.4	1,248.9	1,634.7	121.4	220.5	259.6	231.9	197.5	277.5	261.0	512.9
콘크리트	145.6	141.4	146.6	39.5	38.8	26.7	40.6	29.8	36.7	33.3	41.6
해운	9.7	10.0	10.0	1.1	1.8	4.2	2.6	1.4	1.9	4.0	2.7
환경	208.5	221.0	232.1	51.5	50.0	45.0	62.0	18.2	17.7	51.7	133.5
Sales Growth (YoY %)	38.5	35.1	24.6	16.1	108.2	38.2	16.8	0.0	7.1	3.9	104.6
건설	76.0	49.9	30.9	-18.4	134.0	191.1	64.1	62.7	25.9	0.5	121.1
콘크리트	-19.5	-2.9	3.7	29.6	-22.6	-50.4	-12.5	-24.5	-5.4	24.6	2.3
해운	-34.6	2.7	0.2	-36.4	-20.7	-33.2	-42.8	26.7	3.3	-5.1	4.8
환경	118.6	6.0	5.0			-2.8	26.3	-64.7	-64.7	14.8	115.3
Sales Growth (QoQ %)				-25.6	45.6	8.0	-0.2	-36.3	56.0	4.8	96.6
건설				-14.1	81.6	17.7	-10.7	-14.8	40.5	-6.0	96.5
콘크리트				-14.9	-1.8	-31.2	52.2	-26.5	23.0	-9.4	24.9
해운				-75.8	63.6	133.3	-38.1	-46.4	33.4	114.4	-31.7
환경				4.9	-2.9	-10.0	37.8	-70.6	-2.9	192.4	158.4
영업이익	205.6	310.9	358.2	27.0	56.1	71.2	51.3	44.2	60.2	66.8	139.7
건설	181.8	260.4	304.3	19.5	51.3	65.3	45.7	39.9	56.0	54.9	109.5
콘크리트	-10.1	-0.1	0.7	0.4	-3.9	-2.3	-4.2	0.0	0.0	0.0	0.0
해운	-1.4	0.7	0.6	-1.4	-0.7	1.7	-1.0	0.1	0.1	0.3	0.2
환경	48.9	50.3	53.0	12.3	13.1	9.8	13.7	4.3	4.1	11.7	30.1
영업이익률 (%)	17.0	19.1	17.6	12.5	17.9	21.0	15.1	20.5	17.9	18.9	20.2
건설	21.8	20.8	18.6	16.1	23.3	25.2	19.7	20.2	20.2	21.0	21.4
콘크리트	-6.9	-0.1	0.4	1.0	-10.2	-8.6	-10.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
해운	-14.7	7.5	5.8	-127.3	-38.9	40.5	-39.6	7.5	7.5	7.5	7.5
환경	23.4	22.7	22.8	23.9	26.2	21.8	22.1	23.5	23.4	22.7	22.6
순이익	139.4	204.7	239.5	13.3	23.9	87.3	14.9	17.6	33.6	40.3	113.2
순이익률 (%)	11.5	12.5	11.8	6.2	7.6	25.7	4.4	8.2	10.0	11.4	16.3

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서(010780)

재무상태표

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,702	1,491	1,795	1,677	2,224
현금 및 현금성자산	301	350	564	600	984
매출채권 및 기타채권	311	331	402	446	515
재고자산	705	662	671	502	579
기타유동자산	385	148	158	130	146
비유동자산	1,182	1,397	1,330	1,726	1,473
관계기업투자등	349	456	390	787	536
유형자산	718	826	825	824	822
무형자산	115	115	115	115	115
자산총계	2,884	2,887	3,126	3,403	3,697
유동부채	853	875	907	953	973
매입채무 및 기타채무	151	215	282	358	406
단기금융부채	441	401	364	331	300
기타유동부채	260	259	262	264	267
비유동부채	758	800	823	836	849
장기금융부채	652	689	706	713	720
기타비유동부채	105	111	117	124	130
부채총계	1,610	1,675	1,730	1,790	1,823
지배주주지분	1,098	1,127	1,297	1,499	1,742
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	399	399	399	399	399
이익잉여금	676	793	977	1,194	1,455
비지배주주지분(연결)	175	86	99	114	133
자본총계	1,274	1,212	1,395	1,613	1,874

현금흐름표

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-117	95	258	76	421
당기순이익(손실)	74	139	205	239	283
비현금수익비용가감	-1	71	69	68	68
유형자산감가상각비	36	41	50	50	51
무형자산상각비	5	5	5	5	5
기타현금수익비용	-42	25	13	12	12
영업활동 자산부채변동	-190	-116	-16	-232	70
매출채권 감소(증가)	-127	20	71	43	69
재고자산 감소(증가)	-116	-43	9	-169	78
매입채무 증가(감소)	82	-64	-67	-77	-48
기타자산, 부채변동	-29	-29	-29	-29	-29
투자활동 현금	-39	-2	-2	-2	-2
유형자산처분(취득)	-321	-39	-35	-32	-29
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-24	-51	-51	-51	-51
기타투자활동	307	88	85	81	78
재무활동 현금	258	-45	-41	-38	-35
차입금의 증가(감소)	339	-33	-29	-26	-23
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-22	-22	-22	-22
기타재무활동	-44	10	10	10	10
현금의 증가	102	48	215	36	384
기초현금	199	301	350	564	600
기말현금	301	350	564	600	984

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액	964	1,208	1,632	2,034	2,349
매출원가	735	852	1,142	1,454	1,648
매출총이익	229	356	490	580	701
판매비 및 관리비	163	151	179	222	283
영업이익	66	206	311	358	418
(EBITDA)	107	252	367	414	474
금융손익	-13	-36	-36	-36	-37
이자비용	34	40	41	41	41
관계기업등 투자손익	13	-7	5	6	6
기타영업외손익	-1	-7	3	3	3
세전계속사업이익	65	156	282	330	390
계속사업법인세비용	17	47	78	91	107
계속사업이익	48	109	205	239	283
중단사업이익	26	30	0	0	0
당기순이익	74	139	205	239	283
지배주주	66	124	186	227	268
총포괄이익	75	141	207	241	284
매출총이익률 (%)	23.7	29.5	30.0	28.5	29.8
영업이익률 (%)	6.9	17.0	19.1	17.6	17.8
EBITDA마진률 (%)	11.1	20.9	22.5	20.3	20.2
당기순이익률 (%)	7.7	11.5	12.5	11.8	12.0
ROA (%)	2.9	4.8	6.8	7.3	8.0
ROE (%)	6.9	12.5	16.9	17.1	17.4
ROIC (%)	1.9	7.0	10.3	10.9	13.2

주요 투자지표

	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	15.4	13.4	8.9	7.3	6.2
P/B	0.9	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.7	9.5	6.0	5.2	3.8
P/CF	14.0	7.9	6.1	5.4	4.7
배당수익률 (%)	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	-39.6	25.3	35.1	24.6	15.5
영업이익	-82.6	210.4	51.2	15.2	16.7
세전이익	-80.4	138.1	81.2	17.0	18.0
당기순이익	-69.5	87.8	46.8	17.0	18.0
EPS	-73.1	87.5	50.4	22.1	18.0
안정성 (%)					
부채비율	126.4	138.2	124.0	110.9	97.3
유동비율	199.6	170.4	197.9	175.9	228.5
순차입금/자기자본(x)	60.4	60.3	37.7	31.0	6.7
영업이익/금융비용(x)	1.9	5.1	7.6	8.7	10.1
총차입금 (십억원)	1,070	1,080	1,090	1,100	1,110
순차입금 (십억원)	769	730	526	500	126
주당지표(원)					
EPS	2,138	4,010	6,030	7,364	8,691
BPS	35,551	36,466	41,973	48,526	56,377
CFPS	2,358	6,824	8,855	9,954	11,356
DPS	700	700	700	700	700



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 리서치본부에 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 제3자에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자익건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)