



기업분석 | 건설/건자재

Analyst

김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>74,000 원</b>
현재주가	<b>50,400 원</b>

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(8/18)	3,158.93 pt
시가총액	15,570 억원
발행주식수	30,893 천주
52주 최고가 / 최저가	68,300 / 37,600 원
90일 일평균거래대금	43.63 억원
외국인 지분율	4.7%
배당수익률(21.12E)	2.0%
BPS(21.12E)	34,490 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.0%
	6개월 -11.7%
	12개월 -14.2%
주주구성	아이에스지주 54.7%
	국민연금공단 (외 1인) 8.2%

Stock Price



# 아이에스동서 (010780)

## 주가는 쉬고, 펀더멘탈은 바쁘다

### 주택 매출 믹스 개선을 향해, 4분기 동대구현장 입주 효과 기대

아이에스동서의 2분기 매출액은 3,353 억원으로 전년동기대비 6.7% 증가, 컨센서스대비 8.1% 하회했다. 영업이익은 512 억원으로 전년동기대비 8.8% 감소, 컨센서스 영업이익 645 억원 대비 20.6% 하회, 이베스트투자증권 추정치 대비 5.4% 하회하는 실적을 기록했다. 컨센서스 하회의 주요 원인은 1) 마진률이 좋지 않은 지식산업센터 현장의 1분기 매출 기여도 증가 대비 컨센서스의 2분기 마진을 타겟이 높은 점, 2) 도급 현장의 매출 감소에 따라 주택 매출액이 시장 기대만큼 반영되지 않은 점, 3) 도급 현장 일부에서 예정원가 미산정에 따른 원가율 상승에 기인한다. 과징금, 지분법회사 영업권 상각 등 일시적 영업외비용 증가로 순이익을 역시 감소했다. 아이에스동서의 주택에서 고마진 사업인 자체주택이 차지하는 비중이 56% 수준이기 때문에 Peer 대비 타라인 변동성은 불가피한 것으로 보인다. 결과적으로 보면 QoQ 로 매출액이 유사한데 매출총이익률이 개선되었다는 것은 아이에스동서 자체 현장의 장기적 마진 포텐셜을 기대하게 하는 부분이다. 4분기 동대구 에일린의 입주에 따른 큰 폭의 매출, 이익 개선이 나타날 전망이며, 단일 현장 마진을 판단하기 어려워 다소 보수적으로 마진율을 추정했다. 즉, 4분기 추정 마진률은 달성 가능한 최소 수준으로 추가 업사이드는 열려있다.

### 단기 주가 모멘텀 부재하나, 하반기 체력 재확인 가능할 것

3분기는 주가를 견인할 단기 모멘텀이 부진한 것으로 판단되나, 연말 및 내년 실적 성장을 위한 자체 주택들의 본격적 매출 반영, 마진을 낮춘 현장의 순차적 종료 등으로 실적 성장을 위한 펀더멘탈 기반을 분명히 다지고 있는 상황으로 보인다. 당장 3분기에 일부 도급 현장 예정원가가 확정되고, 특정 자체 현장의 진행/인도 기준이 확정되면서 다져진 펀더멘탈을 확인할 수 있을 것이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	771	1,200	1,576	2,013	2,361
영업이익	71	209	246	337	413
세전계속사업손익	72	157	154	280	366
순이익	74	142	111	203	265
EPS (원)	2,138	4,022	3,140	5,782	7,558
증감률 (%)	-73.1	88.1	-21.9	84.1	30.7
PER (x)	15.4	13.3	16.0	8.7	6.6
PBR (x)	0.9	1.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	10.7	9.7	9.2	7.1	5.8
영업이익률 (%)	9.3	17.4	15.6	16.8	17.5
EBITDA 마진 (%)	19.3	21.8	18.8	19.1	19.4
ROE (%)	6.9	12.4	9.9	17.8	20.2
부채비율 (%)	126.4	160.5	182.9	165.0	143.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아이에스동서 2Q21 실적 Review

(단위: 십억원)	2Q21	2Q20	YoY (%, %p)	1Q21	QoQ (%, %p)	컨센서스	Gap (%, %p)	Ebest 추정치	Gap (%, %p)
매출액	335.3	314.2	6.7	310.2	8.1	364.8	-8.1	365.4	-8.2
영업이익	51.2	56.1	-8.8	40.3	27.0	64.5	-20.6	54.2	-5.6
영업이익률 (%)	15.3	17.9	-2.6	13.0	2.3	17.7	-2.4	14.8	0.4
순이익	3.2	23.9	-86.8	14.3	-77.9	38.4	-91.8	29.1	-89.2
순이익률 (%)	0.9	7.6	-6.7	4.6	-3.7	10.5	-9.6	8.0	-7.0

자료: FnGuide, 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	1,200.4	1,575.9	2,013.3	215.7	314.2	339.4	331.1	310.2	335.3	361.6	568.8
건설	833.4	1,094.3	1,469.7	121.4	220.5	259.6	231.9	203.3	203.4	251.0	436.7
콘크리트	145.6	241.9	287.6	39.5	38.8	26.7	40.6	52.0	64.3	56.9	68.7
해운	9.7	20.0	25.1	1.1	1.8	4.2	2.6	2.9	6.0	6.4	4.7
환경	208.5	222.6	233.7	51.5	50.0	45.0	62.0	53.7	63.3	48.0	57.5
Sales Growth (YoY %)	37.6	31.3	27.8	16.1	108.2	38.2	14.2	43.8	6.7	6.5	71.8
건설	76.0	31.3	34.3	-18.4	134.0	191.1	64.1	67.4	-7.8	-3.3	88.3
콘크리트	-19.5	66.1	18.9	29.6	-22.6	-50.4	-12.5	31.5	65.7	113.2	69.1
해운	-34.6	105.7	25.9	-36.4	-20.7	-33.2	-42.8	162.6	233.3	52.1	79.9
환경	118.6	6.7	5.0			-2.8	26.3	4.3	26.6	6.7	-7.2
Sales Growth (QoQ %)				-25.6	45.6	8.0	-2.4	-6.3	8.1	7.9	57.3
건설				-14.1	81.6	17.7	-10.7	-12.4	0.1	23.4	74.0
콘크리트				-14.9	-1.8	-31.2	52.2	27.9	23.8	-11.5	20.7
해운				-75.8	63.6	133.3	-38.1	11.2	107.7	6.5	-26.8
환경				4.9	-2.9	-10.0	37.8	-13.4	17.9	-24.1	19.8
판관비	138	167	206	31	37	38	33	38	38	37	55
판관비율 (%)	11.5	10.6	10.2	14.4	11.7	11.1	9.8	12.1	11.2	10.4	9.6
영업이익	205.6	246.2	337.4	27.0	56.1	71.2	51.3	40.3	51.2	57.0	97.7
건설	181.8	173.4	249.1	19.5	51.3	65.3	45.7	29.5	31.1	39.6	73.3
콘크리트	-10.1	28.1	41.3	0.4	-3.9	-2.3	-4.2	5.0	7.6	6.5	9.0
해운	-1.4	7.5	1.6	-1.4	-0.7	1.7	-1.0	-1.7	3.6	2.9	2.7
환경	48.9	39.2	47.4	12.3	13.1	9.8	13.7	9.5	11.0	8.5	10.2
영업이익률 (%)	17.1	15.6	16.8	12.5	17.9	21.0	15.5	13.0	15.3	15.8	17.2
건설	21.8	15.8	16.9	16.1	23.3	25.2	19.7	14.5	15.3	15.8	16.8
콘크리트	-6.9	11.6	14.4	1.0	-10.2	-8.6	-10.4	9.5	11.8	11.5	13.1
환경	23.4	17.6	20.3	23.9	26.2	21.8	22.1	17.6	17.4	17.7	17.7
순이익	141.6	111.5	203.0	13.3	23.9	87.3	17.1	14.3	3.2	32.0	62.1
순이익률 (%)	11.8	7.1	10.1	6.2	7.6	25.7	5.1	4.6	0.9	8.8	10.9

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

## 아이에스동서(010780)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	1,702	2,268	2,019	2,295	2,732
현금 및 현금성자산	301	384	115	111	187
매출채권 및 기타채권	322	376	494	662	776
재고자산	705	1,089	1,187	1,324	1,552
기타유동자산	374	419	223	199	217
<b>비유동자산</b>	1,182	1,353	1,539	1,495	1,315
관계기업투자등	349	600	740	719	559
유형자산	718	596	642	619	599
무형자산	115	157	157	157	157
<b>자산총계</b>	<b>2,884</b>	<b>3,621</b>	<b>3,558</b>	<b>3,790</b>	<b>4,047</b>
<b>유동부채</b>	853	1,157	1,217	1,269	1,283
매입채무 및 기타채무	166	178	271	342	374
단기금융부채	248	309	280	254	230
기타유동부채	439	670	667	673	679
<b>비유동부채</b>	758	1,075	1,083	1,091	1,099
장기금융부채	23	11	11	11	11
기타비유동부채	734	1,064	1,072	1,080	1,088
<b>부채총계</b>	<b>1,610</b>	<b>2,231</b>	<b>2,300</b>	<b>2,360</b>	<b>2,382</b>
<b>지배주주지분</b>	1,098	1,177	1,065	1,211	1,410
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	399	388	388	388	388
이익잉여금	676	779	860	1,032	1,266
<b>비지배주주지분(연결)</b>	175	213	192	219	255
<b>자본총계</b>	<b>1,274</b>	<b>1,390</b>	<b>1,258</b>	<b>1,430</b>	<b>1,664</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-69</b>	<b>-114</b>	<b>7</b>	<b>204</b>	<b>343</b>
당기순이익(손실)	74	142	111	203	265
비현금수익비용가감	20	59	52	49	47
유형자산감가상각비	72	44	41	39	36
무형자산상각비	6	8	8	8	8
기타현금수익비용	-57	7	2	3	3
영업활동 자산부채변동	-163	-315	-157	-48	31
매출채권 감소(증가)	8	-118	118	168	114
재고자산 감소(증가)	-108	62	99	136	228
매입채무 증가(감소)	86	22	-93	-72	-31
기타자산, 부채변동	-149	-281	-281	-281	-281
<b>투자활동 현금</b>	<b>-82</b>	<b>-210</b>	<b>-87</b>	<b>-71</b>	<b>-83</b>
유형자산처분(취득)	2	2	-27	-24	-22
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-68	-20	-20	-20	-20
기타투자활동	-16	-192	-40	-27	-42
<b>재무활동 현금</b>	<b>253</b>	<b>408</b>	<b>-189</b>	<b>-136</b>	<b>-184</b>
차입금의 증가(감소)	838	813	-19	-17	-14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	37	22	31	31	31
기타재무활동	-622	-426	-200	-150	-200
<b>현금의 증가</b>	<b>102</b>	<b>83</b>	<b>-269</b>	<b>-4</b>	<b>76</b>
기초현금	199	301	384	115	111
기말현금	301	384	115	111	187

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>771</b>	<b>1,200</b>	<b>1,576</b>	<b>2,013</b>	<b>2,361</b>
매출원가	584	857	1,163	1,470	1,705
<b>매출총이익</b>	<b>187</b>	<b>344</b>	<b>413</b>	<b>543</b>	<b>656</b>
판매비 및 관리비	116	135	167	206	242
<b>영업이익</b>	<b>71</b>	<b>209</b>	<b>246</b>	<b>337</b>	<b>413</b>
(EBITDA)	149	261	296	384	458
금융손익	-17	-44	-44	-44	-44
이자비용	27	51	60	60	61
관계기업등 투자손익	12	3	0	0	0
기타영업외손익	5	-12	-48	-13	-3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>72</b>	<b>157</b>	<b>154</b>	<b>280</b>	<b>366</b>
계속사업법인세비용	15	47	42	77	101
계속사업이익	56	109	111	203	265
중단사업이익	18	32	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>74</b>	<b>142</b>	<b>111</b>	<b>203</b>	<b>265</b>
지배주주	66	124	97	179	233
<b>총포괄이익</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>113</b>	<b>204</b>	<b>266</b>
매출총이익률 (%)	24.3	28.6	26.2	27.0	27.8
영업이익률 (%)	9.3	17.4	15.6	16.8	17.5
EBITDA마진률 (%)	19.3	21.8	18.8	19.1	19.4
당기순이익률 (%)	9.6	11.8	7.1	10.1	11.2
ROA (%)	2.9	4.4	3.1	5.5	6.8
ROE (%)	6.9	12.4	9.9	17.8	20.2
ROIC (%)	2.4	5.4	6.5	7.9	9.0

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.4	13.3	16.0	8.7	6.6
P/B	0.9	1.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.7	9.7	9.2	7.1	5.8
P/CF	10.8	8.2	9.5	6.1	5.0
배당수익률 (%)	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-51.7	55.8	31.3	27.8	17.3
영업이익	-81.2	192.5	17.8	37.0	22.5
세전이익	-78.6	118.5	-1.8	82.1	30.7
당기순이익	-69.5	90.7	-21.3	82.1	30.7
EPS	-73.1	88.1	-21.9	84.1	30.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	126.4	160.5	182.9	165.0	143.1
유동비율	199.6	196.1	165.9	180.8	212.9
순차입금/자기자본(x)	45.2	63.5	92.4	82.2	66.7
영업이익/금융비용(x)	2.6	4.1	4.1	5.6	6.8
총차입금 (십억원)	876	1,267	1,277	1,287	1,297
순차입금 (십억원)	575	883	1,162	1,176	1,110
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,138	4,022	3,140	5,782	7,558
BPS	35,551	38,111	34,490	39,208	45,635
CFPS	3,065	6,493	5,292	8,171	10,119
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000



**Compliance Notice**

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

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 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020.7.1 ~ 2021.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)