



기업분석 | 건설/건자재

Analyst

김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	55,000 원
현재주가	34,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/7)	2,376.46 pt
시가총액	10,704 억원
발행주식수	30,893 천주
52주 최고가 / 최저가	59,500 / 34,650 원
90일 일평균거래대금	32.75 억원
외국인 지분율	6.1%
배당수익률(22.12E)	3.5%
BPS(22.12E)	42,409 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -10.4%
	6개월 -26.6%
	12개월 -7.3%
주주구성	아이에스지주 54.7%
	국민연금공단 (외 1인) 5.6%

Stock Price



아이에스동서 (010780)

호실적과 리스크의 사이

호실적 확인한 상반기, 3분기 비수기에도 이익 체력 확인 가능

아이에스동서의 2분기 매출액은 5,752 억원으로 전년동기대비 71.5% 증가, 컨센서스에 부합했다. 영업이익은 823 억원으로 전년동기대비 60.8% 증가, 컨센서스 영업이익 914 억원 대비 10.0% 하회하는 실적을 기록했다. 매출액 호조의 주요 원인은 자체현장 중 인도기준으로 인식되는 '안양 아이에스 BIZ 타워'의 잔여 입주분 1,484 억원 반영에 기인한다. 반면 영업이익률의 경우 시장 눈높이에 다소 못미치는 수준인데, 이는 여타 건설사와 동일하게 건자재 가격 상승에 따른 도급 현장들의 예정원가 조정에 따른 마진 하락에 기인한다. 물론 자체 현장의 이익이 크게 반영되었기 때문에, 일반적인 주택 매출총이익률이 10% 초반에 그치는 반면 아이에스동서의 금번 분기 주택부문 영업이익률이 17.0% 수준을 기록한 것은 상당히 고무적인 성과로 판단된다. 3분기 주택 매출 비수기에도 불구하고, '고양덕은 DMC 에일린의 딸'이 인도기준으로 1,405 억원 반영될 것으로 추정하고 있어 Peer 대비 우량한 실적 확인이 가능할 것으로 기대하고 있다.

금리 인상에 따른 지방 미분양 리스크로 멀티플 감소 불가피

지방 익스포저가 높은 종목인만큼 자체적인 분양 성과 및 금년도 호실적 기조 지속에도 불구하고, 분양 경기 둔화에 따른 미분양 리스크로 멀티플 감소가 불가피한 상황이다. 이에 따라 목표배수를 장기 평균 10 개년 PBR 인 1.38X 에서 20% 할인 적용하고, 목표주가를 기존 74,000 원에서 55,000 원으로 하향 조정한다. 3분기 고양덕은 지식산업센터 (8,9,10 블록) 8,000 억원의 진행/인도 회계기준이 결정날 예정으로 당장 매출액 성장세는 지속될 수 있겠으나, 자체 사업지의 분양 일정이 분양 경기 둔화로 인해 지연될 가능성을 배제할 수는 없어 보인다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,200	1,608	2,295	2,638	2,805
영업이익	209	311	380	454	487
세전계속사업손익	157	168	345	429	462
순이익	142	111	262	326	351
EPS (원)	4,022	3,398	8,058	10,016	10,786
증감률 (%)	88.1	-15.5	137.2	24.3	7.7
PER (x)	13.3	13.0	4.3	3.5	3.2
PBR (x)	1.4	1.1	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA (x)	9.7	5.0	3.7	3.2	2.8
영업이익률 (%)	17.4	19.3	16.6	17.2	17.4
EBITDA 마진 (%)	21.8	22.3	18.7	19.0	19.0
ROE (%)	12.4	9.2	20.6	22.2	19.7
부채비율 (%)	160.5	140.9	140.8	114.7	96.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아이에스동서 목표주가 재산정

	2020	2021	2022E	2023E
BPS (원)	38,111	40,141	42,409	52,405
PBR (X)	1.40	1.10	0.82	0.66
ROE (%)	12.4	9.2	20.6	22.2
적용BPS (원)	49,906	12M Forward BPS		
Target Multiple (X)	1.10	10년 평균 PBR 1.38X에서 20% 할인 적용		
목표주가 (원)	55,000			
현재주가 (원, 9/7)	34,650			
Upside (%)	58.7			
기존목표주가 (원)	74,000			
변동률 (%)	-25.7			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출액	1,609.4	2,310.0	2,639.9	310.2	335.3	317.6	646.3	589.9	575.2	609.9	529.1
건설	1,120.3	1,625.1	1,888.0	203.3	203.4	193.8	519.8	454.2	413.8	438.8	318.4
콘크리트	217.2	226.2	239.4	52.0	64.3	49.3	51.6	44.4	53.6	53.4	74.8
해운	26.3	25.1	27.3	2.9	6.0	8.4	9.0	3.0	4.8	7.8	9.4
환경	246.1	434.0	483.2	53.7	63.3	65.5	63.6	97.0	109.0	110.0	118.0
Sales Growth (YoY %)	34.1	43.5	14.3	43.8	6.7	-6.4	95.2	90.2	71.6	92.1	-18.1
건설	34.4	45.1	16.2	67.4	-7.8	-25.3	124.1	123.4	103.4	126.4	-38.7
콘크리트	49.1	4.2	5.9	31.5	65.7	84.6	27.0	-14.5	-16.7	8.3	45.0
해운	171.1	-4.6	8.8	162.6	233.3	100.0	246.3	5.0	-19.9	-6.7	4.6
환경	18.0	76.3	11.3	4.3	26.6	45.6	2.6	80.6	72.1	68.0	85.6
Sales Growth (QoQ %)				-6.3	8.1	-5.3	103.5	-8.7	-2.5	6.0	-13.2
건설				-12.4	0.1	-4.7	168.2	-12.6	-8.9	6.0	-27.4
콘크리트				27.9	23.8	-23.3	4.7	-14.0	20.7	-0.4	40.1
해운				11.2	107.7	40.0	7.1	-66.3	58.4	63.1	20.2
환경				-13.4	17.9	3.5	-2.9	52.5	12.4	1.0	7.3
판매비	148	221	259	38	38	38	35	50	59	57	55
판매비율 (%)	9.2	9.6	9.8	12.1	11.2	11.9	5.5	8.5	10.3	9.3	10.3
영업이익	311.7	379.9	453.7	40.3	51.2	52.8	167.4	111.7	82.3	107.1	73.1
건설	249.4	326.4	380.2	29.5	31.1	35.6	153.2	103.3	70.4	98.8	53.9
콘크리트	13.6	-2.3	6.1	5.0	7.6	2.4	-1.4	-1.6	-4.8	1.8	2.4
해운	14.4	7.7	5.8	-1.7	3.6	6.0	6.6	0.5	2.1	2.4	2.7
환경	41.9	53.1	64.6	9.5	11.0	11.2	10.2	10.1	13.7	14.0	15.3
영업이익률 (%)	19.4	16.4	17.2	13.0	15.3	16.6	25.9	18.9	14.3	17.6	13.8
건설	22.3	20.1	20.1	14.5	15.3	18.4	29.5	22.7	17.0	22.5	16.9
콘크리트	6.2	-1.0	2.5	9.5	11.8	4.9	-2.7	-3.6	-9.0	3.4	3.2
환경	17.0	12.2	13.4	17.6	17.4	17.1	16.0	10.4	12.6	12.7	13.0
순이익	110.7	262.0	325.7	14.3	3.2	32.2	61.0	82.2	55.0	73.7	45.2
순이익률 (%)	6.9	11.3	12.3	4.6	0.9	10.2	9.4	13.9	9.6	12.1	8.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서(010780)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,268	2,125	2,211	2,516	2,880
현금 및 현금성자산	384	331	235	250	366
매출채권 및 기타채권	376	211	289	325	338
재고자산	1,089	1,474	1,446	1,590	1,806
기타유동자산	419	109	240	350	371
비유동자산	1,353	1,385	1,495	1,567	1,615
관계기업투자등	600	607	635	714	769
유형자산	596	627	709	702	695
무형자산	157	151	151	151	151
자산총계	3,621	3,510	3,706	4,083	4,495
유동부채	1,157	1,500	1,607	1,615	1,633
매입채무 및 기타채무	178	268	400	422	452
단기금융부채	309	316	288	263	240
기타유동부채	670	916	919	930	941
비유동부채	1,075	553	560	566	573
장기금융부채	11	8	8	8	8
기타비유동부채	1,064	545	551	558	564
부채총계	2,231	2,053	2,167	2,181	2,205
지배주주지분	1,177	1,240	1,310	1,619	1,949
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	388	391	391	391	391
이익잉여금	779	833	1,132	1,495	1,882
비지배주주지분(연결)	213	217	229	283	341
자본총계	1,390	1,457	1,539	1,902	2,290

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-114	224	289	592	657
당기순이익(손실)	142	111	262	326	351
비현금수익비용가감	59	105	102	102	101
유형자산감가상각비	44	41	42	41	41
무형자산상각비	8	7	7	7	7
기타현금수익비용	7	58	53	54	54
영업활동 자산부채변동	-315	8	-76	164	205
매출채권 감소(증가)	-118	64	78	36	13
재고자산 감소(증가)	62	-54	-28	144	216
매입채무 증가(감소)	22	-8	-132	-22	-30
기타자산, 부채변동	-281	6	6	6	6
투자활동 현금	-210	-79	-122	-135	-133
유형자산처분(취득)	2	1	-20	-18	-15
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-20	-36	-36	-36	-36
기타투자활동	-192	-43	-66	-81	-81
재무활동 현금	408	-199	-262	-442	-409
차입금의 증가(감소)	813	613	-14	-12	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	22	30	-37	-37	-37
기타재무활동	-426	-842	-210	-393	-362
현금의 증가	83	-54	-95	15	115
기초현금	301	384	331	235	250
기말현금	384	331	235	250	366

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,200	1,608	2,295	2,638	2,805
매출원가	857	1,149	1,698	1,926	2,063
매출총이익	344	459	597	712	742
판매비 및 관리비	135	148	217	258	255
영업이익	209	311	380	454	487
(EBITDA)	261	358	429	502	534
금융손익	-44	-67	-67	-67	-67
이자비용	51	76	57	58	58
관계기업등 투자손익	3	57	0	0	0
기타영업외손익	-12	-133	32	42	42
세전계속사업이익	157	168	345	429	462
계속사업법인세비용	47	57	83	103	111
계속사업이익	109	111	262	326	351
중단사업이익	32	0	0	0	0
당기순이익	142	111	262	326	351
지배주주	124	105	249	309	333
총포괄이익	140	95	267	331	358
매출총이익률 (%)	28.6	28.5	26.0	27.0	26.4
영업이익률 (%)	17.4	19.3	16.6	17.2	17.4
EBITDA마진률 (%)	21.8	22.3	18.7	19.0	19.0
당기순이익률 (%)	11.8	6.9	11.4	12.3	12.5
ROA (%)	4.4	3.1	7.3	8.4	8.2
ROE (%)	12.4	9.2	20.6	22.2	19.7
ROIC (%)	5.4	13.3	14.2	14.3	13.7

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	13.3	13.0	4.3	3.5	3.2
P/B	1.4	1.1	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA	9.7	5.0	3.7	3.2	2.8
P/CF	8.2	6.3	2.9	2.5	2.4
배당수익률 (%)	1.9	2.7	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	55.8	34.0	42.7	14.9	6.3
영업이익	192.5	48.7	22.3	19.4	7.3
세전이익	118.5	7.1	105.6	24.3	7.7
당기순이익	90.7	-21.8	136.8	24.3	7.7
EPS	88.1	-15.5	137.2	24.3	7.7
안정성 (%)					
부채비율	160.5	140.9	140.8	114.7	96.3
유동비율	196.1	141.7	137.6	155.8	176.4
순차입금/자기자본(x)	63.5	28.5	33.8	27.1	17.9
영업이익/금융비용(x)	4.1	4.1	6.7	7.9	8.3
총차입금 (십억원)	1,267	746	756	766	776
순차입금 (십억원)	883	415	520	516	410
주당지표(원)					
EPS	4,022	3,398	8,058	10,016	10,786
BPS	38,111	40,141	42,409	52,405	63,090
CFPS	6,493	6,995	11,794	13,835	14,629
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200

아이에스동서

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

80,000

70,000

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

20/09

21/03

21/09

22/03

22/09

투자이견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.03.16	변경	김세현									
2020.11.23	Buy	60,000	-1.8		-13.7						
2021.02.10	Buy	74,000	-7.7		-29.0						
2022.02.11	Buy	74,000	-19.6		-36.4						
2022.09.08	Buy	55,000									

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 당사에 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)	투자이견 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% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경 투자이견 비율은 2021.7. 1 ~ 2022. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)