

2023. 11. 22



Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세련
02 3779 8634 _
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	40,000 원
현재주가	28,200 원
상승여력	41.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(11/21)	2,510.42 pt
시가총액	8,712 억원
발행주식수	30,893 천주
52주 최고가 / 최저가	47,300 / 25,150 원
90일 일평균거래대금	17.34 억원
외국인 지분율	5.6%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	45,739 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.5%
	6개월 -25.1%
	12개월 -16.2%
주주구성	아이에스주주 (외 8인) 54.9%
	국민연금공단 (외 1인) 6.4%
	자사주 (외 1인) 2.3%

Stock Price



아이에스동서 (010780)

둔화된 펀더멘탈, 기다려지는 미래

주택부문 도급계약 증액으로 기대 대비 호실적 확인

아이에스동서의 3Q23 매출액은 4,416억원으로 전년동기대비 25.2% 감소, 컨센서스에 비교적 부합했다. 반면 영업이익은 743억원으로 전년동기대비 18.2% 감소, 컨센서스 영업이익 563억원 대비 32.1% 상회하는 호실적을 기록했다. 호실적의 주요 원인은 건설 부문에서 기 준공된 현장의 도급증액 효과로 인해 230억원 수준의 일회성 이익이 반영되었기 때문이다. 올해 건설 부문에서 신규로 착공한 현장은 없으며, 때문에 2024년 본격적으로 매출 공백이 발생할 수밖에 없는 구조이다. 이자비용의 증가로 순이익은 컨센서스 대비 비교적 부합했다. 자체주택 사이트 PF 지급보증 2,900억원 외 추가 PF 보증 사이트가 없기 때문에, 분기 이자비용 상승으로 인한 순이익 감소 외에는 특별히 재무적 리스크나 부외부채 리스크에서는 비켜있다. 볼트온 전략으로 인수한 폐배터리 재활용 사업들의 경우 금번 분기가 Peers 대비 견조한 이익이 확인된 점은 긍정적이나, 당장 탄산리튬 가격 하락으로 인해 실적 개선이 크게 일어나기 어려운 점은 아쉽다.

이보 전진을 위한 일보 후퇴

어려운 업황에도 불구하고 아이에스동서의 주택 마진이 Peers 대비 높은 수준으로 유지되고 있는 점은 고무적이다. 이는 선제적인 리스크 관리를 통해 매출 볼륨 성장보다는 마진 최적화로 시행/시공을 영위하는 아이에스동서의 전략이 실적으로 나타나고 있다고 판단된다. 부동산 환경 위축 국면에서 선제적으로 건설 사업을 축소했고, 그렇다보니 2025년까지 주 매출처이던 건설의 감익은 불가피한 실정이다. 다만, 올해에도 아이에스동서는 자회사 엠엘씨에 500억원을 출자하여 부산 용호동 인근 토지를 매입하며 다시금 성장을 위한 발판을 쌓고 있는 중이다. 제 2의 용호동W가 될 수 있는 대형 자체개발 사업인 경산시 중산지구 역시 랜드뱅크로 보유하고 있기 때문에, 업황 개선시 일반 건설사보다 베타가 크게 추가 회복 탄력성을 보일 것으로 기대하고 있다. 지금은 쉬어가지만, 좋아질 때 먼저 좋아질 종목으로 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,608	2,278	1,971	1,584	1,456
영업이익	311	345	323	222	177
세전계속사업손익	168	286	310	129	124
순이익	111	205	236	97	93
EPS (원)	3,398	6,334	7,321	3,006	2,889
증감률 (%)	-15.5	86.4	15.6	-58.9	-3.9
PER (x)	13.0	4.5	3.9	9.4	9.8
PBR (x)	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	5.0	3.6	4.7	6.3	7.3
영업이익률 (%)	19.3	15.1	16.4	14.0	12.2
EBITDA 마진 (%)	22.3	17.4	19.0	17.5	16.0
ROE (%)	9.2	15.5	16.9	6.8	6.3
부채비율 (%)	140.9	132.7	128.3	117.2	109.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아이에스동서 3Q23 Review

(단위: 십억원)	3Q23	3Q22	YoY (%,%p)	2Q23	QoQ (%,%p)	당사 추정치	Gap (%,%p)
매출액	441.6	590.5	-25.2	554.3	-20.3	427.7	3.2
영업이익	74.3	90.9	-18.2	91.6	-18.9	56.3	32.1
영업이익률 (%)	16.8	15.4	1.4	16.5	0.3	13.2	3.7
순이익	32.2	56.8	-43.3	39.8	-19.0	30.7	5.0
순이익률 (%)	7.3	9.6	-2.3	7.2	0.1	7.2	0.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	2,277	1,971	1,584	590	575	591	521	543	554	442	432
건설	1,652	1,222	771	454	414	438	346	352	372	257	240
콘크리트	213	172	147	44	54	56	59	48	42	36	47
환경 (폐기물)	423	462	501	97	109	97	120	110	113	120	119
환경 (이차전지 재활용)		96	166					26	23	25	21
Sales Growth (YoY %)	41.5	-13.5	-19.6	90.2	71.6	86.0	-19.4	-8.0	-3.6	-25.2	-17.1
건설	47.5	-26.0	-36.9	123.4	103.4	126.1	-33.5	-22.4	-10.0	-41.3	-30.5
콘크리트	-1.8	-19.1	-14.8	-14.5	-16.7	13.2	15.1	7.4	-22.2	-36.0	-20.4
환경 (폐기물)	71.8	9.3	8.3	80.6	72.1	48.5	87.9	13.6	4.1	23.3	-0.8
환경 (이차전지 재활용)			73.3								
Sales Growth (QoQ %)				-8.7	-2.5	2.7	-11.7	4.1	2.2	-20.3	-2.1
건설				-12.6	-8.9	5.9	-21.1	1.9	5.6	-30.9	-6.6
콘크리트				-14.0	20.7	4.1	6.5	-19.7	-12.6	-14.4	32.5
환경 (폐기물)				52.5	12.4	-10.7	22.8	-7.8	2.9	5.8	-1.2
환경 (이차전지 재활용)									-12.2	8.2	-14.9
판관비	192	163	152	50	59	41	42	36	44	42	41
판관비율 (%)	8.4	8.3	9.6	8.5	10.3	6.9	8.0	6.6	8.0	9.5	9.6
영업이익	345	323	222	112	82	91	60	89	92	74	69
건설	304	259	151	103	70	79	51	66	78	61	54
콘크리트	1	8	6	-2	-5	3	4	4	2	-1	2
환경 (폐기물)	41	42	48	10	14	10	8	10	12	10	10
환경 (이차전지 재활용)		18	20					9	4	3	2
영업이익률 (%)	15.2	16.4	14.0	18.9	14.3	15.4	11.5	16.4	16.5	16.8	15.9
건설	18.4	21.2	19.6	22.7	17.0	18.0	14.8	18.8	20.9	23.6	22.4
콘크리트	0.3	4.4	4.0	-3.6	-9.0	5.0	7.1	7.3	5.0	-1.4	5.1
환경 (폐기물)	9.6	9.1	9.6	10.4	12.6	9.8	6.3	9.2	10.1	8.3	8.7
환경 (이차전지 재활용)		19.0	12.0					35.0	18.2	12.8	7.4
순이익	205	236	97	82	55	57	11	138	40	32	25
순이익률 (%)	9.0	12.0	6.1	13.9	9.6	9.6	2.1	25.5	7.2	7.3	5.8

주: IFRS 연결 기준 / 이차전지 재활용 부문은 BTS 테크놀로지 실적을 2024년부터 반영함

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서 (010780)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,125	2,208	1,720	1,639	1,750
현금 및 현금성자산	331	412	91	90	149
매출채권 및 기타채권	211	301	216	208	192
재고자산	1,474	1,183	983	955	1,037
기타유동자산	109	311	430	385	372
비유동자산	1,385	1,530	1,937	1,985	1,884
관계기업투자등	607	711	956	1,015	914
유형자산	627	609	771	759	759
무형자산	151	211	211	211	211
자산총계	3,510	3,738	3,657	3,624	3,633
유동부채	1,500	1,659	1,579	1,475	1,418
매입채무 및 기타채무	268	338	325	265	248
단기금융부채	316	616	560	510	463
기타유동부채	916	705	693	700	707
비유동부채	553	473	477	481	485
장기금융부채	8	19	20	20	20
기타비유동부채	545	453	457	461	465
부채총계	2,053	2,132	2,055	1,956	1,903
지배주주지분	1,240	1,397	1,393	1,451	1,505
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	391	391	391	391	391
이익잉여금	833	994	1,198	1,265	1,327
비지배주주지분(연결)	217	209	209	217	225
자본총계	1,457	1,606	1,602	1,668	1,731

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	224	429	-116	50	106
당기순이익(손실)	111	205	236	97	93
비현금수익비용가감	105	60	56	61	61
유형자산감가상각비	41	42	41	46	46
무형자산상각비	7	10	10	10	10
기타현금수익비용	58	8	5	5	5
영업활동 자산부채변동	8	164	-408	-108	-48
매출채권 감소(증가)	64	-53	-85	-8	-17
재고자산 감소(증가)	-54	291	-201	-28	82
매입채무 증가(감소)	-8	61	13	60	18
기타자산, 부채변동	6	-136	-134	-133	-132
투자활동 현금흐름	-79	-325	-191	-42	-43
유형자산처분(취득)	1	14	-51	-46	-42
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-36	-77	-77	-55	-50
기타투자활동	-43	-263	-63	59	48
재무활동 현금흐름	-199	-22	-14	-9	-4
차입금의 증가(감소)	613	941	-48	-43	-38
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-30	-37	31	31	31
기타재무활동	-782	-926	3	3	3
현금의 증가	-54	81	-321	-1	59
기초현금	384	331	412	91	90
기말현금	331	412	91	90	149

주: IFRS 연결 기준

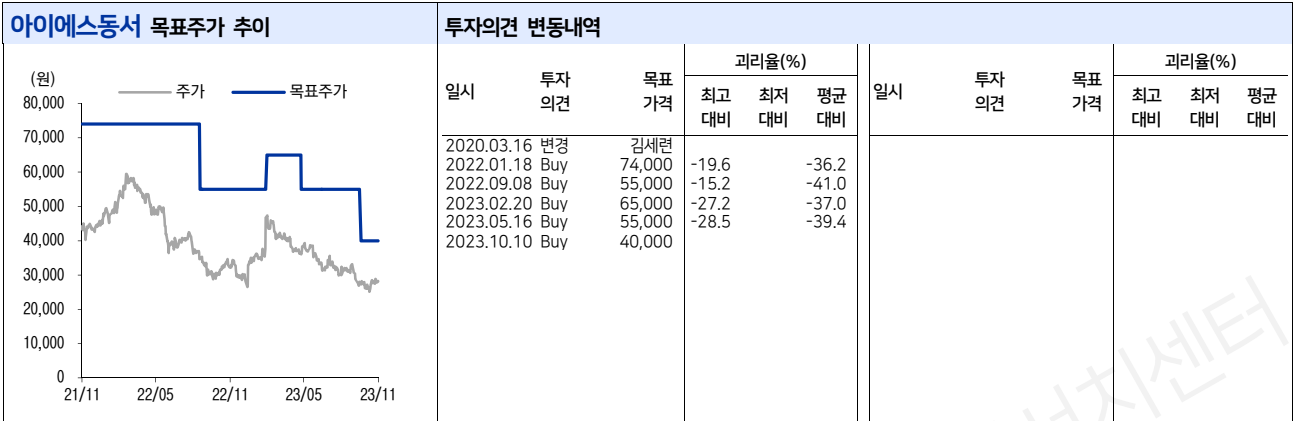
자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,608	2,278	1,971	1,584	1,456
매출원가	1,149	1,736	1,484	1,210	1,129
매출총이익	459	542	486	374	327
판매비 및 관리비	148	197	163	152	150
영업이익	311	345	323	222	177
(EBITDA)	358	397	374	277	232
금융손익	-67	-49	-49	-99	-49
이자비용	76	68	77	77	78
관계기업등 투자손익	57	39	39	39	39
기타영업외손익	-133	-50	-4	-34	-44
세전계속사업이익	168	286	310	129	124
계속사업법인세비용	57	81	74	32	30
계속사업이익	111	205	236	97	93
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	111	205	236	97	93
지배주주	105	196	226	93	89
총포괄이익	95	213	238	100	97
매출총이익률 (%)	28.5	23.8	24.7	23.6	22.5
영업이익률 (%)	19.3	15.1	16.4	14.0	12.2
EBITDA 마진률 (%)	22.3	17.4	19.0	17.5	16.0
당기순이익률 (%)	6.9	9.0	12.0	6.1	6.4
ROA (%)	3.1	5.7	6.4	2.7	2.6
ROE (%)	9.2	15.5	16.9	6.8	6.3
ROIC (%)	13.3	12.5	10.2	7.6	5.8

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	13.0	4.5	3.9	9.4	9.8
P/B	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.0	3.6	4.7	6.3	7.3
P/CF	6.3	3.3	3.0	5.5	5.7
배당수익률 (%)	2.7	0.0	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	34.0	41.7	-13.5	-19.6	-8.1
영업이익	48.7	11.0	-6.3	-31.3	-20.3
세전이익	7.1	70.6	8.4	-58.5	-3.9
당기순이익	-21.8	85.1	15.0	-58.7	-3.9
EPS	-15.5	86.4	15.6	-58.9	-3.9
안정성 (%)					
부채비율	140.9	132.7	128.3	117.2	109.9
유동비율	141.7	133.1	108.9	111.1	123.4
순차입금/자기자본(x)	28.5	33.7	54.4	52.9	48.2
영업이익/금융비용(x)	4.1	5.1	4.2	2.9	2.3
총차입금 (십억원)	746	953	963	973	983
순차입금 (십억원)	415	541	872	883	835
주당지표 (원)					
EPS	3,398	6,334	7,321	3,006	2,889
BPS	40,141	45,221	45,096	46,963	48,725
CFPS	6,995	8,571	9,446	5,113	4,987
DPS	1,200	0	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: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 3 자에게 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	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)