

# 아이에스동서

## 010780

Mar 12, 2024

Buy

유지

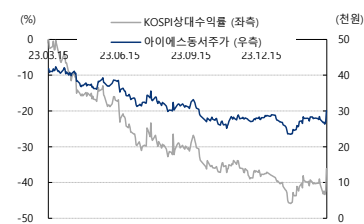
TP 37,000 원

하향

## Company Data

현재가(03/11)	28,150 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	44,950 원
52 주 최저가(보통주)	23,450 원
KOSPI (03/08)	2,680.35p
KOSDAQ (03/08)	873.18p
자본금	154 억원
시가총액	9,299 억원
발행주식수(보통주)	3,019 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.4 만주
평균거래대금(60 일)	24 억원
외국인지분(보통주)	6.44%
주요주주	
아이에스지주 외 4 인	54.59%
국민연금공단	6.38%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.9	-4.3	-33.0
상대주가	5.5	-9.0	-39.2



건설/부동산 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com


**KYOBO** 교보증권

## 무분양 상팔자

## 목표주가 37,000원으로 하향. 목표주가 괴리 확대 반영

아이에스동서에 대해 투자 의견 '매수' 유지. 목표주가는 45,000원 → 37,000원으로 16.7% 하향. 4Q23 실적 호조 불구, 최근 건설업종 주가 부진에 따른 동사 목표주가 괴리 확대로 목표주가 하향. 목표주가 산정은 최근 5개년 평균 PBR을 적용한 값과 '24년 추정 ROE를 감안한 당해 PBR 중 낮은 값을 사용. '24년 실적은 '23년 분양물량 저조에 따른 ROE 급감이 예상되는 해이지만, 반대로 경쟁업체 대비 부동산 시장 관련 유동성 리스크는 현저히 낮다 할 수 있음. 건설 매출액은 향후 2~3년간 다소 급격히 줄어드는 반면, 경쟁업체가 높은 멀티플을 부여 받고 있는 폐배터리 리사이클링과 관련된 사업가치가 주목 받는다면 동사 주가는 상향 재평가될 여지가 크다는 점을 염두에 두어야 함. '24년 이후 건설매출액 급감에도 불구, 동사는 ① 자체사업 분양 가격 경쟁력이 높다는 점, ② 경산 중산 등 수익성 높은 자체 프로젝트 대기로 시장 안정시 드라마틱한 매출액·이익 성장을 기대할 수 있다는 점. ③ 환경·배터리 리사이클 등 신성장 동력이 확보된 점을 근거로 투자 의견 '매수' 유지.

## 4Q23 영업이익 858억원(YoY +36.4%), 범위W 준공정산 이익

4Q23 매출액 4,909억원(YoY -6.1%), 영업이익 858억원(YoY +36.4%), 매출액 감소 불구, 범위 W 준공정산 이익 등에 힘입어 영업이익 증가. 건설(YoY +58.9%)은 대규모 범위 W 현장의 준공정산·공사비 증액(+651억원) 등의 효과로 이익 급증. 콘크리트(적자전환)는 착공물량 급감에 따른 파일 판매단가 하락 영향으로 적자전환. 환경(폐기물)부문(YoY -41.9%)은 폐기물은 단가 하락 및 물량 감소로 부진, 이차전지 기타는 재고자산평가충당금 설정으로 소폭 적자전환.

☞ '23년 매출액 2.0조원(YoY -10.7%), 영업이익 3,405억원(YoY -1.3%), 분양물량 감소에 따른 건설 매출액 급감 불구, 우량 사업장 준공정산 이익 발생 등으로 연간 영업이익의 소폭 하락. '24년 건설/콘크리트 부문 매출액 감소 확정적이나, 자체 사업과 폐배터리 리사이클링 등 히든밸류 감안시 주가 반등은 충분히 가능.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,608	2,278	2,029	1,664	1,750
YoY(%)	34.0	41.7	-10.9	-18.0	5.2
영업이익(십억원)	311	345	341	216	231
OP 마진(%)	19.3	15.1	16.8	13.0	13.2
순이익(십억원)	111	205	253	110	125
EPS(원)	3,398	6,334	8,194	3,608	4,146
YoY(%)	-15.5	86.4	29.4	-56.0	14.9
PER(배)	13.0	4.5	3.5	8.3	7.3
PCR(배)	3.8	2.1	2.2	3.3	3.2
PBR(배)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	7.1	4.7	3.8	5.8	5.2
ROE(%)	8.7	14.8	16.6	6.6	7.1

[도표 1] 분기별 실적

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022F	2023F
매출액	5,899	5,752	5,905	5,228	5,426	5,543	4,416	4,909	22,727	20,294
건설부문	4,542	4,138	4,381	3,417	3,523	3,722	2,572	3,029	16,478	12,846
콘크리트	444	536	558	594	477	417	357	570	2,132	1,821
요업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
렌탈	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
해운	30	48	32	37	0	0	0	0	147	0
환경	970	1,090	973	1,194	1,102	1,134	1,200	1,179	4,227	4,615
영업이익	1,117	823	909	629	887	916	742	858	3,451	3,405
건설부문	1,038	704	789	542	668	777	608	861	3,073	2,914
콘크리트	-16	-48	28	41	35	21	-5	29	5	80
요업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
렌탈	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
해운	5	21	2	7	0	0	0	0	35	0
환경	101	137	95	74	101	115	100	43	407	359
영업이익률	18.9%	14.3%	15.4%	11.5%	16.4%	16.5%	16.8%	17.5%	15.2%	16.8%
건설부문	22.9%	17.0%	18.0%	15.9%	19.0%	20.9%	23.6%	28.4%	18.6%	22.7%
콘크리트	-3.6%	-9.0%	5.0%	6.9%	7.3%	5.0%	-1.4%	5.1%	0.2%	4.4%
요업	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
렌탈	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
해운	16.7%	43.8%	6.3%	18.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.8%	0.0%
환경	10.4%	12.6%	9.8%	6.2%	9.2%	10.1%	8.3%	3.6%	9.6%	7.8%
순이익	822	550	568	109	1,384	398	322	425	2,049	2,529

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] Valuation

	2022	2023E	2024E
PBR(과거 5 개년)	0.95	0.86	0.79
목표가(1)	42941	46155	44740
	2022	2023E	2024E
ROE(당해)	10.92	14.84	16.62
COE	7.9	13	10
PBR(당해)	1.38	1.14	1.28
목표가(2)	52,679	51,623	68,269
(1), (2)의 평균가		40,976	
목표주가		37,000	
현재주가		28150	
상승여력		31.4%	

자료: 교보증권 리서치센터

## [아이에스동서 010780]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,608	2,278	2,029	1,664	1,750
매출원가	1,149	1,736	1,490	1,247	1,318
매출총이익	459	542	540	417	432
매출총이익률 (%)	28.5	23.8	26.6	25.1	24.7
판매비와관리비	148	197	199	201	201
영업이익	311	345	341	216	231
영업이익률 (%)	19.3	15.1	16.8	13.0	13.2
EBITDA	358	397	382	249	259
EBITDA Margin (%)	22.3	17.4	18.8	14.9	14.8
영업외손익	-143	-59	-12	-72	-68
관계기업손익	-57	-35	95	30	30
금융수익	11	24	31	30	31
금융비용	-78	-72	-66	-62	-58
기타	-19	25	-71	-71	-71
법인세비용차감전순이익	168	286	329	143	163
법인세비용	57	81	76	33	38
계속사업순이익	111	205	253	110	125
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	111	205	253	110	125
당기순이익률 (%)	6.9	9.0	12.5	6.6	7.1
비지배자분순이익	6	9	0	0	0
지배자분순이익	105	196	253	110	125
지배순이익률 (%)	6.5	8.6	12.5	6.6	7.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-16	8	15	15	15
포괄순이익	95	213	268	125	140
비지배자분포괄이익	6	10	12	6	6
지배자분포괄이익	89	203	256	119	134

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	224	429	316	221	205
당기순이익	111	205	253	110	125
비현금항목의 가감	257	223	158	168	163
감가상각비	41	42	33	26	22
외환손익	2	1	1	1	1
자본법평가손익	57	35	-95	-30	-30
기타	157	145	219	171	170
자산부채의 증감	8	164	22	13	-13
기타현금흐름	-151	-163	-117	-70	-70
투자활동 현금흐름	-79	-325	-151	-156	-106
투자자산	-77	-93	-83	-84	-84
유형자산	-36	-77	-60	-60	0
기타	35	-156	-8	-13	-23
재무활동 현금흐름	-199	-22	-116	-125	-89
단기차입금	49	254	10	10	10
사채	150	99	-20	-11	-11
장기차입금	173	345	-10	-10	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-37	0	-45	-29
기타	-541	-683	-96	-69	-48
현금의 증감	-54	81	340	-40	36
기초 현금	384	331	412	752	711
기말 현금	331	412	752	711	748
NOPLAT	205	247	262	166	178
FCF	225	386	265	152	192

자료: 아이에스동서, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,125	2,208	2,434	2,285	2,236
현금및현금성자산	331	412	752	711	748
매출채권 및 기타채권	211	301	296	288	293
재고자산	1,474	1,183	1,065	958	863
기타유동자산	109	311	321	327	333
비유동자산	1,385	1,530	1,463	1,594	1,681
유형자산	627	609	617	641	619
관계기업투자금	184	215	204	317	431
기타금융자산	203	261	204	204	204
기타비유동자산	371	445	438	432	427
자산총계	3,510	3,738	3,897	3,879	3,917
유동부채	1,500	1,659	1,560	1,489	1,438
매입채무 및 기타채무	268	338	340	342	342
차입금	316	616	626	636	646
유동성채무	577	431	321	240	179
기타유동부채	339	274	272	271	271
비유동부채	553	473	440	419	398
차입금	260	212	202	192	182
사채	170	124	104	93	82
기타비유동부채	123	136	134	134	134
부채총계	2,053	2,132	2,000	1,907	1,836
지배자분	1,240	1,397	1,650	1,715	1,810
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	391	391	391	391	391
이익잉여금	833	994	1,247	1,312	1,407
기타자본변동	-6	-16	-16	-16	-16
비지배자분	217	209	247	257	271
자본총계	1,457	1,606	1,897	1,971	2,081
총차입금	1,331	1,402	1,274	1,182	1,111

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

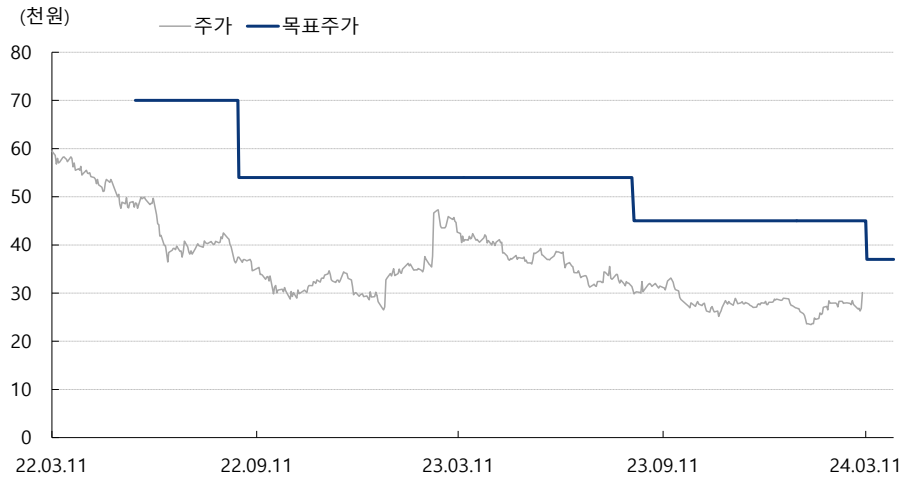
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,398	6,334	8,194	3,608	4,146
PER	13.0	4.5	3.5	8.3	7.3
BPS	40,141	45,221	53,415	56,803	59,973
PBR	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	11,604	12,845	12,362	8,142	8,564
EV/EBITDA	7.1	4.7	3.8	5.8	5.2
SPS	52,066	73,754	65,692	54,472	57,986
PSR	0.8	0.4	0.4	0.6	0.5
CFPS	7,268	12,489	8,572	4,980	6,377
DPS	1,200	0	1,500	1,000	1,000

## 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	34.0	41.7	-10.9	-18.0	5.2
영업이익 증가율	48.7	11.0	-1.3	-36.7	7.0
순이익 증가율	-21.8	85.1	23.4	-56.5	13.6
수익성					
ROIC	10.7	13.1	14.8	10.0	11.4
ROA	2.9	5.4	6.6	2.8	3.2
ROE	8.7	14.8	16.6	6.6	7.1
안정성					
부채비율	140.9	132.7	105.4	96.8	88.2
순차입금비율	37.9	37.5	32.7	30.5	28.4
이자보상배율	4.1	5.1	5.5	3.8	4.3

## 아이에스동서 최근 2년간 목표주가 변동추이



## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.05.25	매수	70,000	(40.95)	(28.64)					
2022.08.26	매수	54,000	(39.19)	(12.59)					
2023.02.21	매수	54,000	(34.74)	(12.41)					
2023.08.16	매수	45,000	(37.60)	(26.33)					
2024.03.12	매수	37,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

## [업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

## [기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하