Company Report

아이에스동서
010780

Aug 29, 2022

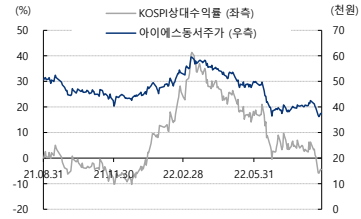
Buy 유지

TP 54,000 원 하향

Company Data

현재가(08/26)	37,450 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	59,500 원
52 주 최저가(보통주)	36,250 원
KOSPI (08/26)	2,481.03p
KOSDAQ (08/26)	802.45p
자본금	154 억원
시가총액	11,569 억원
발행주식수(보통주)	3,089 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.6 만주
평균거래대금(60 일)	34 억원
외국인지분(보통주)	6.01%
주요주주	
아이에스지주 외 6 인	54.74%
국민연금공단	5.60%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-8.3	-29.7	-22.3
상대주가	-10.8	-24.2	-2.0

건설/부동산 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com

KYOBO 교보증권

차별화된 경쟁력, 위기의 순간 빛날 것

목표주가 54,000원으로 22.9% 하향. 원자재 가격 인상과 금리 반영

아이에스동서에 대해 투자의견 '매수' 유지. 목표주가는 70,000원 → 54,000원으로 22.4% 하향. 목표주가 변경은 2분기 원자재가격•노무비 인상 등 건설 원가율 조정에 따른 연간 실적 추정치 일부 조정과 최근 급격한 금리 인상에 따른 COE 상승을 밸류에이션에 반영. 최근 주가는 원자재 가격 상승 發 비용 우려 및 분양시장 둔화 우려로 대폭 조정. 현재 주가는 '22년 추정 PER 5.7배 수준으로 업계 최고 수준의 ROE를 기록중인 동사 실적에 걸맞지 않는 극단적 저평가 구간. 물론 현재 전반적 시장 조건이 향후 실적에 우호적인 상황은 아니지만, ① 동사의 최대 강점인 주요 입지 토지를 저렴한 가격에 매입해 자체사업 분양 가격 경쟁력이 높다는 점, ② 2Q22 원가율 조정 불구, 여전히 역대 최고 실적이 기대되고, 고양 덕은•경산 중산 등 수익성 뛰어난 대규모 자체 프로젝트에 힘입어 여전히 추가 실적 성장이 가능한 점. ③ 현재 위기로 평가되는 분양시장 둔화•토지가격 하락이 다음 싸이클의 대규모 성장을 위한 토지 매입 기회를 가져다 준다는 점 등을 감안하면 이번 주가 급락을 매수 기회로 활용할 필요가 있다 판단. Top-Pick.

2Q22 영업이익 823억원(YoY +60.8%), 안양 자체현장 인도기준 반영

2Q22 매출액 5,752억원(YoY +71.5%), 영업이익 823억원(YoY +177.2%), 안양 아이에스 비즈타워 등 인도기준 실적 반영으로 이익 개선. 건설(YoY +126.4%)은 원자재 가격 인상 원가 반영 불구, 안양 자체현장 인도기준 인식(1,400억원) 인도 기준 매출 인식에 힘입어 이익 급증. 콘크리트(적자전환)는 출하량 증가 불구, 원자재 단가 상승으로 적자전환. 해운(YoY-41.7%)은 전년비 해상운임 악화로 이익 둔화. 환경부문(YoY +24.5%)은 연결 추가로 이익 개선. 콘크리트 제외 전부문 양호한 실적으로 영업이익 크게 개선.

☞ '22년 매출액 2.27조원(YoY +41.3%), 영업이익 3,548억원(YoY +13.8%), '18년 이후 자체 분양성과 수확 시기로 역대 최고 실적 경신 전망. 3분기 고양덕은 일부 필지 추가 분양 분양 결과에 따라 연간 실적 추가 성장 여부 결정 예정.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	1,200	1,608	2,274	2,443	2,585
YoY(%)	55.8	34.0	41.4	7.4	5.8
영업이익(십억원)	209	311	355	408	476
OP 마진(%)	17.4	19.3	15.6	16.7	18.4
순이익(십억원)	142	111	215	254	305
EPS(원)	4,022	3,398	6,611	7,791	9,353
YoY(%)	88.0	-15.5	94.5	17.9	20.0
PER(배)	13.3	13.0	5.7	4.8	4.0
PCR(배)	6.3	3.8	2.4	2.2	2.0
PBR(배)	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	11.0	7.1	5.1	4.0	2.8
ROE(%)	10.9	8.7	15.4	15.9	16.6

[도표 1] 부문별 실적 추정 (단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021F	2022F
매출액	3,102	3,353	3,176	6,463	5,899	5,752	5,779	5,315	16,094	22,745
건설부문	2,033	2,034	1,938	5,198	4,542	4,138	4,307	3,593	11,203	16,580
콘크리트	520	643	493	515	444	536	485	619	2,171	2,084
요업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
렌탈	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
해운	29	60	84	90	30	48	62	50	263	190
환경	537	636	655	636	970	1,090	925	802	2,464	3,787
영업이익	403	512	528	1,674	1,117	823	876	654	3,117	3,548
건설부문	295	311	356	1,533	1,038	704	775	550	2,495	3,067
콘크리트	50	79	24	-14	-16	-48	-19	0	139	-83
요업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
렌탈	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
해운	-17	36	60	66	5	21	8	0	145	34
환경	95	110	112	102	101	137	150	142	419	530
영업이익률	13.0%	15.3%	16.6%	25.9%	18.9%	14.3%	15.2%	13.8%	19.4%	15.6%
건설부문	14.5%	15.3%	18.4%	29.5%	22.9%	17.0%	18.0%	15.3%	22.3%	18.5%
콘크리트	9.6%	12.3%	4.9%	-2.7%	-3.6%	-9.0%	-4.0%	0.0%	6.4%	-4.0%
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	-58.6%	60.0%	71.4%	73.3%	16.7%	43.8%	13.0%	0.3%	55.1%	18.0%
환경	17.7%	17.3%	17.1%	16.0%	10.4%	12.6%	16.2%	17.7%	17.0%	14.0%
순이익	143	32	322	610	822	550	575	206	1,107	2,153

자료: 교보증권 리서치센터,

[도표 2] Valuation

			2022E	2023E	2024E
ROE(당해)	10.92	8.68	15.43	15.94	16.63
COE	7.9	7.9	13	13	13
PBR(당해)	1.38	1.10	1.19	1.23	1.28
목표가	52,679	44,128	54,070	63,984	77,169

목표주가	54,000
현재주가	37,450
상승여력	44.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[아이에스동서 010780]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,200	1,608	2,274	2,443	2,585
매출원가	857	1,149	1,750	1,864	1,936
매출총이익	344	459	525	579	649
매출총이익률 (%)	28.6	28.5	23.1	23.7	25.1
판매비와관리비	135	148	170	172	173
영업이익	209	311	355	408	476
영업이익률 (%)	17.4	19.3	15.6	16.7	18.4
EBITDA	261	358	395	441	504
EBITDA Margin (%)	21.8	22.3	17.4	18.1	19.5
영업외손익	-52	-143	-47	-45	-41
관계기업손익	2	-57	5	5	5
금융수익	10	11	13	17	22
금융비용	-54	-78	-68	-68	-68
기타	-11	-19	2	0	0
법인세비용차감전순손익	157	168	308	363	435
법인세비용	47	57	92	109	131
계속사업순손익	109	111	215	254	305
중단사업순손익	32	0	0	0	0
당기순이익	142	111	215	254	305
당기순이익률 (%)	11.8	6.9	9.5	10.4	11.8
비지배지분순이익	17	6	11	13	16
지배지분순이익	124	105	204	241	289
지배순이익률 (%)	10.4	6.5	9.0	9.9	11.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-16	-15	-15	-15
포괄순이익	140	95	201	239	290
비지배지분포괄이익	18	6	13	15	19
지배지분포괄이익	122	89	188	224	271

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

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,268	2,125	2,285	2,478	2,721
현금및현금성자산	384	331	607	927	1,284
매출채권 및 기타채권	376	211	240	244	247
재고자산	1,089	1,474	1,327	1,194	1,075
기타유동자산	419	109	111	113	115
비유동자산	1,353	1,385	1,385	1,442	1,510
유형자산	596	627	640	654	681
관계기업투자금	222	184	232	281	329
기타금융자산	164	203	152	152	152
기타비유동자산	371	371	361	355	348
자산총계	3,621	3,510	3,670	3,920	4,231
유동부채	1,157	1,500	1,538	1,561	1,584
매입채무 및 기타채무	178	268	269	270	271
차입금	309	316	319	322	325
유동성채무	207	577	594	612	630
기타유동부채	463	339	356	357	357
비유동부채	1,075	553	478	465	457
차입금	938	260	161	122	83
사채	20	170	190	210	230
기타비유동부채	116	123	127	133	144
부채총계	2,231	2,053	2,016	2,026	2,041
지배지분	1,177	1,240	1,408	1,612	1,864
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	388	391	391	391	391
이익잉여금	779	833	1,000	1,204	1,457
기타자본변동	-7	-6	-6	-6	-6
비지배지분	213	217	246	282	326
자본총계	1,390	1,457	1,654	1,894	2,190
총차입금	1,485	1,331	1,270	1,271	1,272

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-114	224	346	387	420
당기순이익	142	111	215	254	305
비현금항목의 가감	137	257	276	282	294
감가상각비	44	41	34	28	23
외환손익	3	2	-1	-1	-1
지분법평가손익	-2	57	-5	-5	-5
기타	92	157	249	261	278
자산부채의 증감	-315	8	3	13	1
기타현금흐름	-78	-151	-149	-162	-180
투자활동 현금흐름	-210	-79	-112	-107	-115
투자자산	-203	-77	-43	-43	-43
유형자산	-20	-36	-60	-60	-60
기타	13	35	-9	-4	-12
재무활동 현금흐름	408	-199	-95	-34	-33
단기차입금	79	49	3	3	3
사채	20	150	20	20	20
장기차입금	564	173	-99	-39	-39
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-22	-30	-37	-37	-37
기타	-233	-541	18	18	19
현금의 증감	83	-54	277	319	357
기초 현금	301	384	331	607	927
기말 현금	384	331	607	927	1,284
NOPLAT	146	205	248	286	333
FCF	-137	225	232	272	302

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	4,022	3,398	6,611	7,791	9,353
PER	13.3	13.0	5.7	4.8	4.0
BPS	38,111	40,141	45,567	52,173	60,341
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	8,457	11,604	12,778	14,278	16,302
EV/EBITDA	11.0	7.1	5.1	4.0	2.8
SPS	38,858	52,066	73,625	79,085	83,683
PSR	1.4	0.8	0.5	0.5	0.4
CFPS	-4,419	7,268	7,503	8,799	9,772
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200

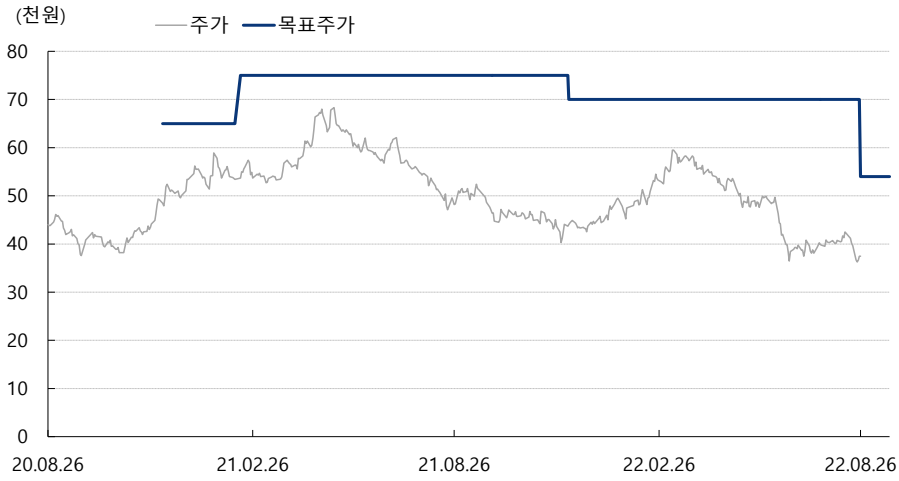
재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	55.8	34.0	41.4	7.4	5.8
영업이익 증가율	192.5	48.7	14.2	14.9	16.8
순이익 증가율	90.7	-21.8	94.5	17.9	20.0
수익성					
ROIC	7.9	10.7	13.2	16.3	20.2
ROA	3.8	2.9	5.7	6.3	7.1
ROE	10.9	8.7	15.4	15.9	16.6
안정성					
부채비율	160.5	140.9	121.9	107.0	93.2
순차입금비율	41.0	37.9	34.6	32.4	30.1
이자보상배율	4.1	4.1	5.4	6.2	7.2

자료: 아이에스동서, 교보증권 리서치센터

아이에스동서 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.12.07	매수	65,000	(17.92)	(9.38)					
2021.02.15	매수	75,000	(21.17)	(8.93)					
2021.06.07	매수	75,000	(22.39)	(8.93)					
2021.09.15	매수	75,000	(39.16)	(31.33)					
2021.12.07	매수	70,000	(33.34)	(24.00)					
2022.02.23	매수	70,000	(27.63)	(15.00)					
2022.05.25	매수	70,000	(32.39)	(15.00)					
2022.08.29	매수	54,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ **Compliance Notice** ■

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ **투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항** ■ 기준일자_2022.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	97.5	0.0	2.5	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 투자기간 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