

아이에스동서

010780

Apr 23, 2018

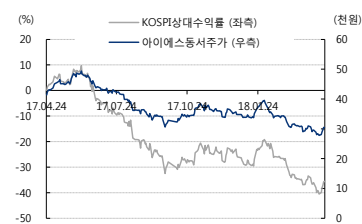
Buy

TP 49,000 원

Company Data

(04/17)	30,400
()	500
52 ()	49,400
52 ()	27,800
KOSPI (04/17)	2,476.33p
KOSDAQ (04/17)	889.17p
	154
	9,372
()	3,083
()	0
(60)	5.7
(60)	17
()	5.92%
5	54.80%
	5.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
	-1.3	-12.5	-30.5
	-0.9	-12.1	-39.7



건설/부동산 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com


KYOBO 교보증권

시련의 끝 임박, 고속 성장 가시화.

49,000

투자 의견 '매수' 및 목표주가 49,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 '18~19년 추정 평균 EPS에 PER 10배 적용. 자체사업 중심 건설/건자재 업체로 압도적인 영업이익률('17년 기준 17.7%)을 기록, 건설업종 평균(7배) 대비 할증 타당. 현재 주가는 '19년 추정 EPS 대비 4.9배에 불과, 자체사업 업체로서 저평가 극심. 매수 추천.

&

주가는 '용호동 W' 이후 사업에 대한 의문으로 최근 2년간 급락. 하지만 첫째, '용호동 W' 성공적 사업 진행에 힘입은 ① 브랜드 이미지 상승으로 신규 분양 호조, ② 대규모 현금 유입에 따른 자체사업(대구 청솔지구 + 고양덕은지구) 확대 및 ③ 향후 고속 성장을 위한 충분한 수주 라인업(자체+도급= 약 4조원) 확보로 '19년 이후 고속 성장 재개. 둘째, 건설 외 모든 사업부문 호실적 지속으로 잠재 리스크가 적음. 담보된 실적 턴어라운드와 고속 성장 재개로 주가 하락분 빠른 회복 기대.

'18 1,903 (YoY -41.4%), W

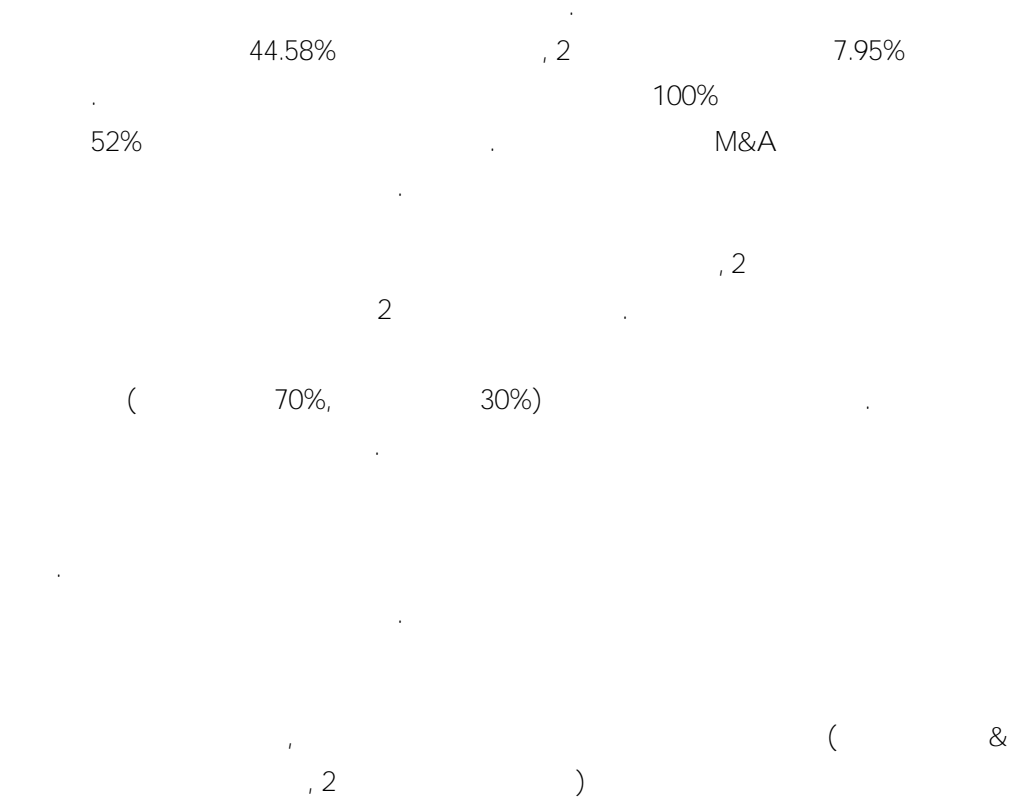
'18년 매출액 1.4조원(YoY -22.6%), 영업이익 1,903억원(YoY -41.4%), 건설외 전부문 이익 개선 불구, 용호동W 준공에 따른 일시적 영업이익 급감. 건설(YoY -50.5%)은 용호동 W 준공에 따른 매출 공백으로 이익 급감. 콘크리트(YoY +5.6%)는 '18년 상반기 국내 주택 분양 증가에 따른 증익. 요업(YoY +26.3%)은 '아누스바스' 판매 증가로 이익 급증. 렌탈(YoY +24.2%)은 평창 올림픽 등 5G 통신기기 수요 증가에 따른 이익 개선.

'19년 매출액 1.9조원(YoY +38.2%), 영업이익 2,927억원(YoY +38.2%), 대구 청솔·고양 덕은지구 등 대규모 자체사업 재개로 건설 영업이익(YoY +69.8%) 급증. 콘크리트(YoY +14.5%), 요업(YoY +6.3%), 렌탈(YoY +10.1%) 등도 증익 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2016.12	2017.12	2018.12E	2019.12E	2020.12E
매출액(십억원)	1,724	1,833	1,419	1,961	2,354
YoY(%)	82.3	6.3	-22.6	38.2	20.0
영업이익(십억원)	305	325	190	293	360
OP (%)	17.7	17.7	13.4	14.9	15.3
순이익(십억원)	214	195	115	191	241
EPS(원)	7,340	6,343	3,727	6,183	7,824
YoY(%)	92.0	-13.6	-41.3	65.9	26.5
PER(배)	6.1	5.5	8.2	4.9	3.9
PCR(배)	3.3	2.5	3.0	2.2	1.9
PBR(배)	1.5	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.2	4.3	5.5	4.1	3.4
ROE(%)	29.1	19.9	10.4	15.6	17.2

1-2.



[도표 2] 주주 현황

주주	주식수	지분율(%)
아이에스지주	13,743,443	44.58
권혁운	2,449,512	7.95
배한선	337,314	1.09
자기주식	34,857	0.11
문암장학문화재단	300,000	0.97
기타주주	13,882,005	45.3

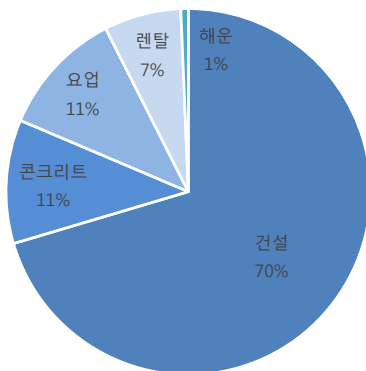
자료: 교보증권 리서치센터

2.

$$\frac{W}{W} = \frac{(1 + \frac{1}{4})}{(1 + \frac{1}{4})} = 1$$

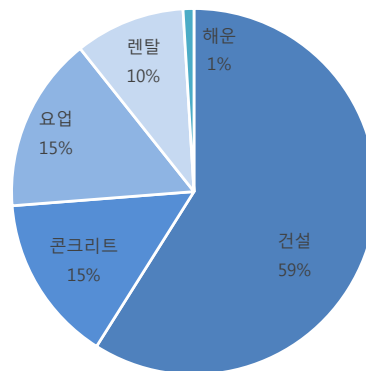
'18
 '19 '17
 B2C 10% 5G

[도표 3] 2017 년 매출 비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 2018 년 매출 비중 추정



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 건설 및 콘크리트 부문 구성



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 요업 및 렌탈 부문 구성



자료: 교보증권 리서치센터

2-1. : W ?

2 '16~17 ' W' '18

30 1 31.6 1 'W' '18~19

4 '19 '17

[도표 7] '18~'19년 주택 공급 예정 현황

(단위: 억원)

분양예정	현장	세대수	도급금액	구분
2018년 1Q	부산 봉래 1 구역	1,216	2,293	재개발
	하남 미사 지식산업센터	연면적 19,000 평	-	자체
2018년 2Q	대구 수성 범어동 청솔지구	719	-	자체
2018년 3Q	부산 광안 2 구역	225	475	재건축
	안양 만안동 지식산업센터	연면적 60,000 평	-	자체
2019년	고양 덕은지구 8 필지	대지면적 17,000 평	-	자체
	부산 동삼 2 구역	1,264	2180	재개발
	경기 의정부 금오 1 구역	847	1267	재개발
	울산 중산매곡 지역주택조합	851	1345	재개발
	대구 범어동 지역주택조합	1,857	5337	재개발
2018년 계		2,160		
2019년 계		4,819		

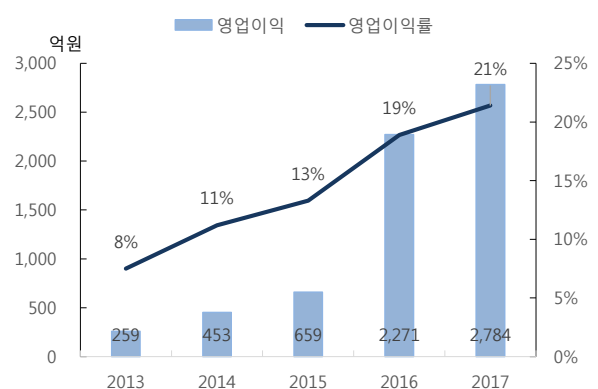
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 부산 용호동 W 조감도



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 건설 영업이익 및 이익률



자료: 교보증권 리서치센터

2-2. :

PHC PILE

3

2013

10%

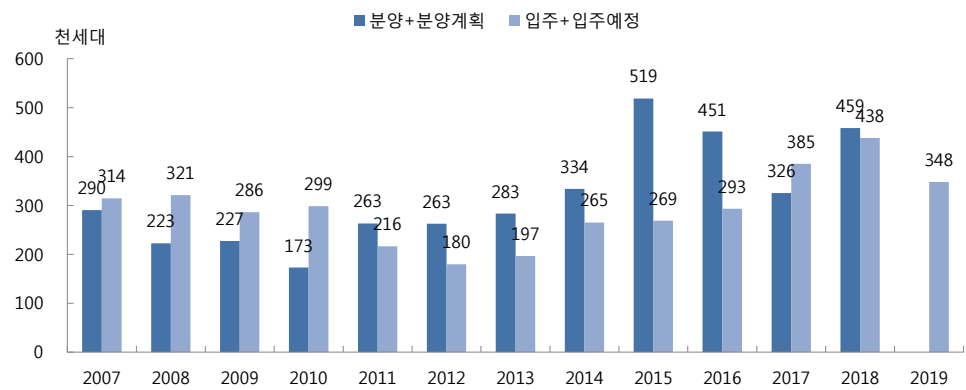
2016

, '18

'18

1

[도표 10] 주택 분양 및 입주 예정



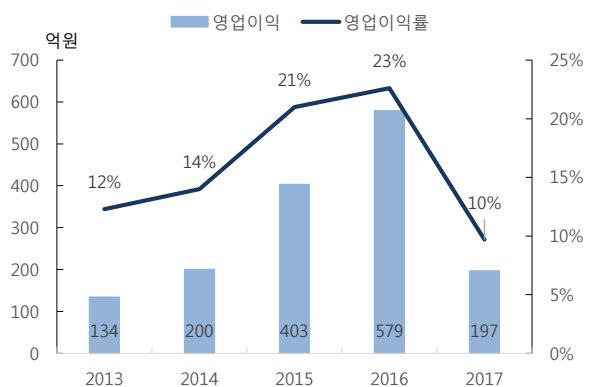
자료: 부동산 114, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 콘크리트 파일



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 영업이익 및 이익률



자료: 교보증권 리서치센터

2-3. : ' B2C

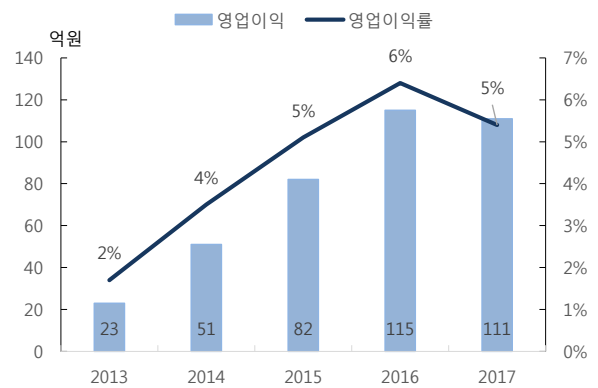
(B2B) (B2C)
 . B2B , B2C /
 . B2B B2C(' ' :
) ' 2017 (
) . B2C
 () '17 ,

[도표 13] 이누스바스



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 요업 영업이익 및 이익률



자료: 교보증권 리서치센터

2-4 :

(54.7%)
 88% M/S
 5G LTE
 LCD
 7%
 10%

3. & Valuation

		49,000		'18~19	
EPS	10			/	
('17	17.7%)			(7)	
‘	W’	2		, ‘ W’	
				‘19	
,					
.					
'18	1.4	(YoY - 22.6%),	1,903	(YoY - 41.4%),	
		W			(YoY -
50.5%)	W			(YoY +5.6%)	'18
		(YoY +26.3%)	‘	,	
		(YoY +24.2%)			
'19	1.9	(YoY +38.2%),	2,927	(YoY +38.2%),	
					(YoY +69.8%)
		(YoY +14.5%),	(YoY +6.3%),	(YoY +10.1%)	

[도표 15] 부문별 실적 추정 및 Valuation									(단위: 억원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	4,285	5,095	4,751	4,198	3,978	3,388	3,344	3,477	18,330	14,187	19,610
건설부문	2,905	3,685	3,534	2,892	2,469	1,843	2,014	2,134	13,016	8,460	13,537
콘크리트	615	594	399	414	633	612	411	467	2,022	2,123	2,335
요업	474	529	538	519	502	561	570	591	2,060	2,225	2,292
렌탈	317	314	287	344	349	345	316	391	1,262	1,401	1,457
해운	22	25	29	46	25	28	32	53	122	138	150
영업이익	769	931	909	637	582	373	420	529	3,245	1,903	2,927
건설부문	590	804	818	572	444	240	302	393	2,784	1,379	2,342
콘크리트	102	68	24	3	56	55	46	51	197	208	238
요업	33	33	39	6	35	35	39	32	111	140	149
렌탈	50	30	19	16	42	38	25	38	115	143	157
해운	(2)	2	5	22	4	5	8	16	27	33	41
영업이익률	18.0%	18.3%	19.1%	15.2%	14.6%	11.0%	12.6%	15.2%	17.7%	13.4%	14.9%
건설부문	20.3%	21.8%	23.1%	19.8%	18.0%	13.0%	15.0%	18.4%	21.4%	16.3%	17.3%
콘크리트	16.6%	11.4%	6.0%	0.7%	8.9%	9.0%	11.2%	10.8%	9.7%	9.8%	10.2%
요업	7.0%	6.2%	7.2%	1.2%	6.9%	6.2%	6.8%	5.4%	5.4%	6.3%	6.5%
렌탈	15.8%	9.6%	6.6%	4.7%	12.0%	11.0%	8.0%	9.7%	9.1%	10.2%	10.8%
해운	-9.1%	8.0%	17.2%	47.8%	17.0%	18.0%	25.0%	29.8%	22.1%	24.0%	27.0%
순이익	372	688	618	272	323	250	266	310	1,950	1,149	1,906
EPS(원)									6,343	3,727	6,183
'18~19 평균										4,955	
목표배수(배)									10	10	10
목표주가(원)									63,000	49,000	61,831

자료: 교보증권 리서치센터

[아이에스동서 010780]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,724	1,833	1,419	1,961	2,354
매출원가	1,257	1,347	1,080	1,502	1,824
매출총이익	467	486	339	459	530
매출총이익률 (%)	27.1	26.5	23.9	23.4	22.5
판매비와관리비	163	162	149	167	170
영업이익	305	325	190	293	360
영업이익률 (%)	17.7	17.7	13.4	14.9	15.3
EBITDA	367	391	250	353	423
EBITDA Margin (%)	21.3	21.3	17.6	18.0	18.0
영업외손익	-18	-50	-37	-39	-38
관계기업손익	0	-5	0	0	0
금융수익	3	4	4	4	4
금융비용	-14	-36	-33	-34	-34
기타	-7	-12	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	287	275	153	254	322
법인세비용	73	80	38	64	80
계속사업순이익	214	195	115	191	241
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	195	115	191	241
당기순이익률 (%)	12.4	10.6	8.1	9.7	10.2
비지배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	212	195	115	191	241
지배순이익률 (%)	12.3	10.6	8.1	9.7	10.2
매도가능금융자산평가	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	214	191	111	187	237
비지배지분포괄이익	2	0	0	0	-1
지배지분포괄이익	213	192	111	187	238

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	106	111	204	72	155
당기순이익	214	195	115	191	241
비현금항목의 가감	176	228	181	207	227
감가상각비	61	65	59	59	62
외환손익	-3	11	1	1	1
자본법평가손익	0	5	0	0	0
기타	117	147	121	148	165
자산부채의 증감	-217	-184	-37	-245	-215
기타현금흐름	-66	-128	-55	-81	-98
투자활동 현금흐름	-148	-138	-74	-127	-168
투자자산	-4	-40	0	-37	-37
유형자산	-147	-83	-65	-75	-116
기타	2	-15	-9	-15	-15
재무활동 현금흐름	65	51	-125	20	-20
단기차입금	12	193	-92	50	9
사채	200	0	0	0	0
장기차입금	22	38	-13	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-14	-31	-34	-34	-34
기타	-155	-150	13	-1	-1
현금의 증감	23	23	66	-25	3
기초 현금	193	216	239	305	280
기말 현금	216	239	305	280	283
NOPLAT	228	230	143	220	270
FCF	-74	29	100	-41	1

자료: 아이에스동서, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,382	1,537	1,515	1,678	1,828
현금및현금성자산	216	239	305	280	283
매출채권 및 기타채권	506	654	666	719	767
재고자산	537	449	347	480	576
기타유동자산	123	195	197	199	201
비유동자산	692	735	742	802	901
유형자산	583	579	588	613	677
관계기업투자금	0	21	21	46	71
기타금융자산	37	58	58	70	82
기타비유동자산	72	77	75	73	72
자산총계	2,074	2,272	2,257	2,480	2,729
유동부채	681	924	834	885	909
매입채무 및 기타채무	198	197	167	203	226
차입금	177	369	277	327	336
유동성채무	167	260	247	235	223
기타유동부채	139	98	143	120	124
비유동부채	453	242	233	242	251
차입금	305	174	161	167	172
사채	90	0	0	0	0
기타비유동부채	58	68	71	75	79
부채총계	1,135	1,166	1,067	1,127	1,160
지배지분	900	1,065	1,146	1,302	1,510
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	392	397	397	397	397
이익잉여금	490	653	734	891	1,098
기타자본변동	3	3	3	3	3
비지배지분	40	41	44	51	59
자본총계	940	1,106	1,190	1,353	1,568
총차입금	747	831	724	762	760

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

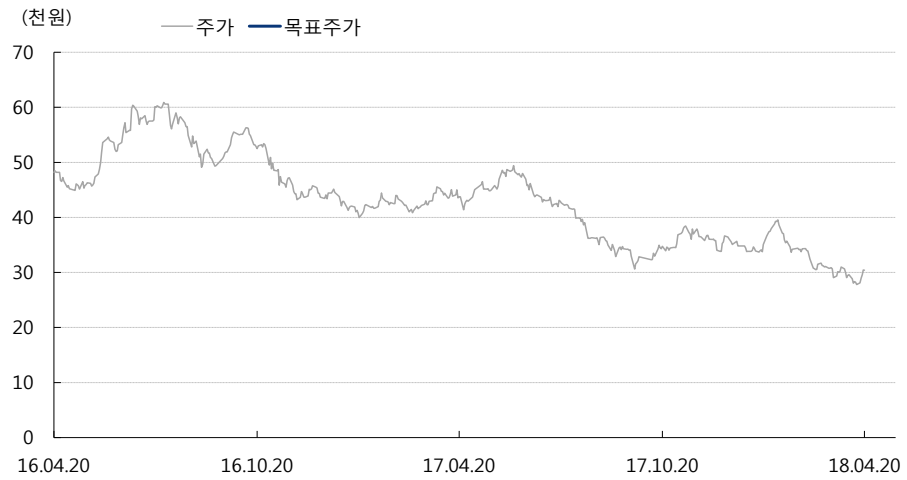
12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	7,340	6,343	3,727	6,183	7,824
PER	6.1	5.5	8.2	4.9	3.9
BPS	29,294	34,537	37,165	42,249	48,974
PBR	1.5	1.0	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	12,703	12,713	8,109	11,436	13,710
EV/EBITDA	5.2	4.3	5.5	4.1	3.4
SPS	59,602	59,574	46,021	63,610	76,361
PSR	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4
CFPS	-2,550	957	3,254	-1,320	39
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	82.3	6.3	-22.6	38.2	20.0
영업이익 증가율	166.2	6.5	-41.4	53.8	23.0
순이익 증가율	111.3	-8.9	-41.1	65.9	26.5
수익성					
ROIC	17.6	15.2	9.1	13.5	15.0
ROA	10.8	9.0	5.1	8.0	9.3
ROE	29.1	19.9	10.4	15.6	17.2
안정성					
부채비율	120.8	105.4	89.6	83.3	74.0
순차입금비율	36.0	36.6	32.1	30.7	27.9
이자보상배율	21.3	13.8	9.1	13.3	16.4

아이에스동서 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2016.04.23	매수	49,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

1% 3

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2018.03.31

	Buy()	Trading Buy()	Hold()	Sell()
	98.1	1.9	0.0	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대):
Underweight(비중축소):

Neutral(중립):

[기업 투자기간 및 투자등급] 6 , 2015.6.1(Strong Buy)

Buy(매수): KOSPI 10%
Hold(보유): KOSPI -10~10%

Trading Buy: KOSPI 10%
Sell(매도): KOSPI -10%