

# 아이에스동서

## 010780

Jun 22, 2018

Buy

유지

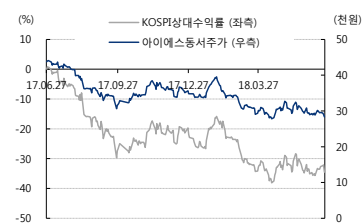
TP 49,000 원

유지

## Company Data

현재가(06/20)	28,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	46,150 원
52 주 최저가(보통주)	27,800 원
KOSPI (06/20)	2,363.91p
KOSDAQ (06/20)	840.17p
자본금	154 억원
시가총액	8,724 억원
발행주식수(보통주)	3,083 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.8 만주
평균거래대금(60 일)	23 억원
외국인지분(보통주)	5.63%
주요주주	
권혁은 외 5 인	54.80%
국민연금	5.01%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.0	-21.1	-38.2
상대주가	-6.3	-17.4	-38.1



건설/부동산 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com


**KYOBO** 교보증권

## 새로운 성장을 기대한다

### 연간 실적 변동성 확대 불구, 장기 성장 기초 이상무. 중소형 Top-Pick

최근 주가는 저조한 1Q18 실적발표와 무역분쟁 등 매크로 이슈에 따른 외국인 매도 증가로 52주 최저가에 근접. 하지만 ① 부산 봉래 1구역 등 양호한 기본양실적(평균 31.6:1) 및 향후 용호동 W를 대체할 대구 범어 청솔지구 · 고양 덕은지구 · 대구 범어동 W 등 분양 예정 지역의 뛰어난 입지 조건으로 장기적인 건설부문 성장이 기대되는 점, ② 북미 정상 회담 당시 대북 수혜주에서는 제외되었으나 토목 시공을 포함 콘크리트 파일(토목) · 콘크리트 침목(고속철도) · 요업 등 전자재 부문의 실질적인 남북 경험 수혜가 기대되는 점, ③ 회계기준 변경 전 실적 추정치 보다 변경 후 '18년 실적 추정치가 크게 개선된 점 등을 고려하면 현재 주가('18년 PER 5.1배) 하락은 과도한 것으로 판단. 향후 인선이엔티 경영권 인수 및 광안리 케이블카 재추진 등은 추가적인 모멘텀이 될 전망. 장기 성장 기초 유지 및 저평가 매력에 근거, 중소형 건설주 Top-Pick 추천.

### 2Q18 영업이익 1,177억원(YoY +26.4%), 용호동 W 준공효과 확대

2Q18 매출액 7,012억원(YoY +37.6%), 영업이익 1,177억원(YoY+26.4%), 용호동 W 준공효과 확대로 영업이익 개선. 건설(1,053억원, YoY +31.0%)은 회계 기준 변경에 따른 자체사업 매출 인식 이연 효과로 단순 비교가 힘들지만, 4월 용호동 W(잔액 5,200억원) 준공정산 효과로 이익 급증. 콘크리트(45억원, YoY -33.2%)는 동절기 분양감소와 PHC파일 판가 하락 영향으로 이익 감소. 요업(35억원, YoY +6.0%)은 B2C 확대에 따른 매출 규모 증가로 소폭 이익 증가. 연결법인 한국렌탈(38억원, YoY +26.6%)은 통신기기 · 중장비 등 렌탈 수요 확대로 이익 개선. 콘크리트를 제외한 전부분 이익 개선 예상.

☞ '18년 매출액 1.8조원(YoY -1.2%), 영업이익 2,667억원(YoY -17.8%), 자체 사업 잔금 납입 규모에 따른 이익 변동성 확대 불구, 당초 추정치(4/22, 영업이익 1,903억원) 대비 크게 개선된 영업이익 달성 기대.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2016.12	2017.12	2018.12E	2019.12E	2020.12E
매출액(십억원)	1,724	1,833	1,812	1,386	1,915
YoY(%)	82.3	6.3	-1.2	-23.5	38.2
영업이익(십억원)	305	325	267	192	283
OP 마진(%)	17.7	17.7	14.7	13.9	14.8
순이익(십억원)	214	195	172	117	184
EPS(원)	7,340	6,343	5,595	3,786	5,964
YoY(%)	92.0	-13.6	-11.8	-32.3	57.5
PER(배)	6.1	5.5	5.1	7.5	4.7
PCR(배)	3.3	2.5	2.4	3.0	2.3
PBR(배)	1.5	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.2	4.3	4.0	5.0	3.9
ROE(%)	29.1	19.9	15.2	9.4	13.5

[도표 1] 부문별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
매출액	4,285	5,095	4,751	4,198	2,584	7,012	2,315	6,205	18,330	18,115
건설부문	2,905	3,685	3,534	2,892	1,432	5,543	718	4,776	13,016	12,469
콘크리트	615	594	399	414	302	535	678	527	2,022	2,042
요업	474	529	538	519	481	561	570	613	2,060	2,225
렌탈	317	314	287	344	337	345	316	403	1,262	1,401
해운	22	25	29	46	24	28	32	53	122	138
영업이익	769	931	909	637	277	1,177	279	971	3,245	2,667
건설부문	590	804	818	572	215	1,053	122	829	2,784	2,219
콘크리트	102	68	24	3	(31)	45	85	44	197	143
요업	33	33	39	6	10	35	39	43	111	127
렌탈	50	30	19	16	44	38	25	38	115	146
해운	(2)	2	5	22	2	5	8	17	27	32
영업이익률	18.0%	18.3%	19.1%	15.2%	10.7%	16.8%	12.1%	15.6%	17.7%	14.7%
건설부문	20.3%	21.8%	23.1%	19.8%	15.0%	19.0%	17.0%	17.4%	21.4%	17.8%
콘크리트	16.6%	11.4%	6.0%	0.7%	-10.3%	8.5%	12.5%	8.3%	9.7%	7.0%
요업	7.0%	6.2%	7.2%	1.2%	2.1%	6.2%	6.8%	7.0%	5.4%	5.7%
렌탈	15.8%	9.6%	6.6%	4.7%	13.1%	11.0%	8.0%	9.5%	9.1%	10.4%
해운	-9.1%	8.0%	17.2%	47.8%	8.3%	18.0%	25.0%	31.0%	22.1%	23.0%
순이익	372	688	618	272	168	853	160	543	1,950	1,725

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] '18~'19년 주택 공급 및 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
	서울 가산동 지식산업센터	연면적 약 8,600 평	-	자체
	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

## [아이에스동서 010780]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,724	1,833	1,812	1,386	1,915
매출원가	1,257	1,347	1,384	1,013	1,449
매출총이익	467	486	428	372	466
매출총이익률 (%)	27.1	26.5	23.6	26.9	24.4
판매비와관리비	163	162	161	180	184
영업이익	305	325	267	192	283
영업이익률 (%)	17.7	17.7	14.7	13.9	14.8
EBITDA	367	391	324	245	335
EBITDA Margin (%)	21.3	21.3	17.9	17.7	17.5
영업외손익	-18	-50	-37	-37	-37
관계기업손익	0	-5	0	0	0
금융수익	3	4	5	6	5
금융비용	-14	-36	-33	-34	-34
기타	-7	-12	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	287	275	230	156	245
법인세비용	73	80	57	39	61
계속사업순이익	214	195	172	117	184
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	195	172	117	184
당기순이익률 (%)	12.4	10.6	9.5	8.4	9.6
비지배지분순이익	2	0	0	0	0
지배지분순이익	212	195	172	117	184
지배순이익률 (%)	12.3	10.6	9.5	8.4	9.6
매도가능금융자산평가	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	214	191	169	113	180
비지배지분포괄이익	2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	213	192	169	113	181

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	174	199	58
당기순이익	214	195	172	117	184
비현금항목의 가감	176	228	197	174	196
감가상각비	61	65	56	52	51
외환손익	-3	11	1	1	1
자본법평가손익	0	5	0	0	0
기타	117	147	140	121	144
자산부채의 증감	-217	-184	-121	-37	-244
기타현금흐름	-66	-128	-74	-55	-78
투자활동 현금흐름	-148	-138	-94	-207	-163
투자자산	-4	-40	0	-47	-52
유형자산	-147	-83	-85	-145	-96
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	106	102	-82
기초 현금	193	216	239	345	447
기말 현금	216	239	345	447	364
NOPLAT	228	230	200	144	212
FCF	-74	29	51	15	-76

자료: 아이에스동서, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,382	1,537	1,581	1,510	1,605
현금및현금성자산	216	239	345	447	364
매출채권 및 기타채권	506	654	596	526	571
재고자산	537	449	443	339	469
기타유동자산	123	195	197	199	201
비유동자산	692	735	765	912	1,017
유형자산	583	579	611	713	767
관계기업투자금	0	21	21	56	96
기타금융자산	37	58	58	70	82
기타비유동자산	72	77	75	73	72
자산총계	2,074	2,272	2,345	2,422	2,622
유동부채	681	924	862	844	879
매입채무 및 기타채무	198	197	195	162	196
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	1,095	1,086	1,130
지배지분	900	1,065	1,203	1,286	1,436
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	392	397	397	397	397
이익잉여금	490	653	792	874	1,024
기타자본변동	3	3	3	3	3
비지배지분	40	41	47	50	56
자본총계	940	1,106	1,250	1,336	1,492
총차입금	747	831	724	762	760

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	7,340	6,343	5,595	3,786	5,964
PER	6.1	5.5	5.1	7.5	4.7
BPS	29,294	34,537	39,033	41,721	46,586
PBR	1.5	1.0	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	12,703	12,713	10,500	7,943	10,856
EV/EBITDA	5.2	4.3	4.0	5.0	3.9
SPS	59,602	59,574	58,762	44,953	62,120
PSR	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5
CFPS	-2,550	957	1,647	490	-2,463
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	-1.2	-23.5	38.2
영업이익 증가율	166.2	6.5	-17.8	-27.9	47.0
순이익 증가율	111.3	-8.9	-11.5	-32.3	57.5
수익성					
ROIC	17.6	15.2	12.7	9.4	13.1
ROA	10.8	9.0	7.5	4.9	7.3
ROE	29.1	19.9	15.2	9.4	13.5
안정성					
부채비율	120.8	105.4	87.6	81.3	75.7
순차입금비율	36.0	36.6	30.9	31.5	29.0
이자보상배율	21.3	13.8	12.8	8.7	12.9

#### 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
2018.04.23	매수	49,000	(36.84)	(33.27)					
2018.05.18	매수	49,000	(38.40)	(33.27)					
2018.06.22	매수	49,000							

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 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2018.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.1	1.9	0.0	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