

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

아이에스동서 (010780KS | Buy 유지 | TP 67,000원 상향)**대규모 자체개발 사이트 분양 성공 가능성에 주목**

아이에스동서에 대해 투자 의견 BUY을 유지하고 목표주가를 67,000원으로 상향 제시합니다. 관심은 대규모 자체개발 사이트 분양 스케줄인데, 고양 덕은은 올해 2개 블록 분양 예정이고, 연말에는 경산 중산지구 분양 가능성이 높습니다. 실적 추정치 상향폭이 커질 수 있다는 점을 감안하면 주가가 상승했음에도 불구하고 상승 여력이 충분하다고 판단됩니다.

저수익 사업 매각과 성장 산업에 적극 투자가 실적을 견인 중

- 20년 연결 영업이익 2,079억원 달성하면서 전년 대비 188% 증가. 신규수주는 1.9조원으로 19년(1.7조원)에 이어 증가해 성장기반 마련. 특이사항은 렌탈, 이누스, 아토스터디 매각에 따른 중단사업손익 278억원이 반영됨. 동사는 저수익 사업을 매각하고 성장산업에 적극 투자하는 구조조정을 진행 중임. 이 효과로 인선이엔티의 자회사 두 곳(영흥산업, 파주비엔아이)이 4분기부터 연결로 편입되면서 21년 성장을 이끌 전망.
- 콘크리트와 해운은 영업적자 시현. 최근 현황을 업데이트하면, 콘크리트는 PHC파일 업황이 개선되면서 판가가 저점 대비 30% 올랐음. 3개월 래깅 반영된다는 점을 감안하면 2분기부터 흑자 전환 가능할 전망. 해운은 매출과 손실 규모가 크지 않고, 중고선가가 상승한다면 매각할 가능성이 높다는 점을 감안하면 동사의 주가를 움직일 만한 요인은 아니라고 판단.
- 21년 매출 1.6조원, 영업이익 2,810억원으로 전년에 이어 성장 이어갈 전망. 관심은 자체 개발 사이트인 고양 덕은 지식산업센터와 경산 중산지구 분양 스케줄임. 두 사이트는 각각 1.5조원, 2.5조원 규모로 추정되어 분양이후 큰 폭의 이익 성장을 이끌 전망. 고양 덕은은 7개 상업용지 필지 중 올해 내 2개 블록 분양할 계획. 경산 중산지구는 주상복합과 숙박시설을 빠르면 11월 분양 예정인데, 대구 수성구 경계지역으로 인프라를 공유할 수 있다는 점을 감안하면 분양 성공 가능성이 높다고 판단. 이에 더해 수익인식 기준이 정해지지 않은 자체 사업장 3개가 진행 기준으로 확정된다면, 매출 성장폭이 커질 수 있음. 경주 뉴센트로(도급금액 3,598억원, 795세대)는 20년 12월에 분양했고, 1회차 중도금 시점이 5월임. 울산 덕하지구 1단지(806세대), 2단지(1,148세대)는 각각 3월, 5월에 분양할 계획.

실적 추정치 상향에 근거해 목표주가를 67,000원으로 제시하고, BUY 투자 의견 유지함

- 실적 추정치 상향폭이 커질 수 있다는 점을 감안하면 목표 PBR 1.6배는 충분히 도달 가능하다고 판단함.

Stock Data

주가(2/23)	56,900원		
액면가	500원		
시가총액	1,758십억원		
52주 최고/최저가	58,900원/ 16,250원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-3.4	38.3	102.5
상대주가(%)	-1.2	3.8	42.7

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	1,597	964	1,201	1,591	2,024
영업이익	(십억원)	380	66	208	281	367
영업이익률	(%)	23.8	6.9	17.3	17.7	18.1
지배주주순이익	(십억원)	245	66	122	97	140
EPS	(원)	7,952	2,139	3,950	3,124	4,539
증감률	(%)	25.4	-73.1	84.7	-20.9	45.3
PER	(배)	3.9	15.4	13.5	17.1	11.8
PBR	(배)	0.9	0.9	1.4	1.3	1.2
ROE	(%)	22.0	6.2	10.6	10.1	13.3
EV/EBITDA	(배)	3.4	18.3	9.8	7.5	5.7
순차입금	(십억원)	530	765	656	548	379
부채비율	(%)	97.0	126.4	105.1	90.0	74.7

아이에스동서 | 대규모 자체개발 사이트 분양 성공 가능성에 주목

표1. 아이에스동서 연결 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2019	2020P	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액(연결)	770.6	1,200.8	1,591.3	2,023.7	213.6	311.6	337.0	338.6	344.5	349.7	325.0	572.1
YoY (%)	-52%	56%	33%	27%	16%	110%	71%	40%	61%	12%	-4%	69%
콘크리트	180.9	145.7	171.1	205.3	39.5	38.8	26.7	40.6	41.5	40.8	40.1	48.8
건설	473.5	831.7	1,156.9	1,530.0	121.4	220.5	259.6	230.2	237.8	245.4	218.4	455.2
해운	14.8	9.7	10.9	11.2	1.1	1.8	4.2	2.6	1.6	2.4	4.2	2.7
환경	95.4	208.6	246.5	271.2	51.5	50.0	45.0	62.0	61.8	60.0	60.8	63.9
기타	13.0	6.2	6.3	6.3	1.9	1.1	1.6	1.6	1.9	1.1	1.6	1.6
내부거래제거	-7.0	-1.1	-0.4	-0.4	-1.8	-0.7	-0.1	1.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
매출원가	541.6	850.8	1,151.6	1,493.3	155.6	218.6	228.3	248.4	247.5	249.5	227.1	427.6
매출총이익	229.0	349.9	439.6	530.4	58.0	93.0	108.7	90.2	97.1	100.2	97.9	144.5
판관비	156.8	142.0	158.7	163.4	29.9	36.1	37.1	38.9	37.9	38.5	42.2	40.0
판관비율	20.3%	11.8%	10.0%	8.1%	14.0%	11.6%	11.0%	11.5%	11.0%	11.0%	13.0%	7.0%
영업이익	72.1	207.9	281.0	367.0	28.1	56.9	71.6	51.3	59.2	61.7	55.7	104.4
YoY (%)	-81%	188%	35%	31%	84%	2895%	167%	83%	111%	8%	-22%	104%
콘크리트	-0.2	-10.1	0.1	6.2	0.4	-3.9	-2.3	-4.2	-1.2	0.4	0.4	0.5
건설	49.4	181.8	231.4	306.0	19.5	51.3	65.3	45.7	47.6	49.1	43.7	91.0
해운	5.0	-1.4	-4.4	-4.5	-1.4	-0.7	1.7	-1.0	-0.7	-1.0	-1.7	-1.1
환경	20.3	48.9	54.2	59.7	12.4	13.1	9.8	13.6	13.6	13.2	13.4	14.1
기타	-1.9	-4.0	-0.3	-0.3	-1.9	-1.9	-1.5	1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
영업이익률(%)	9.4%	17.3%	17.7%	18.1%	13.2%	18.3%	21.2%	15.1%	17.2%	17.6%	17.1%	18.3%
콘크리트	0%	-7%	0%	3%	1%	-10%	-9%	-10%	-3%	1%	1%	1%
건설	10%	22%	20%	20%	16%	23%	25%	20%	20%	20%	20%	20%
해운	34%	-14%	-40%	-40%	-131%	-39%	41%	-39%	-40%	-40%	-40%	-40%
환경	21%	23%	22%	22%	24%	26%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
기타	-15%	-65%	-5%	-5%	-101%	-174%	-92%	82%	-5%	-5%	-5%	-5%
영업외손익	-11.4	-51.1	-83.7	-80.4	-5.0	-11.9	-15.0	-20.2	-21.2	-21.0	-20.8	-20.6
세전이익	60.7	156.8	197.3	286.6	23.1	45.0	56.6	31.1	37.9	40.7	34.9	83.8
법인세비용	17.1	43.8	51.3	74.5	22.0	12.0	15.0	-5.2	9.9	10.6	9.1	21.8
법인세율(%)	28%	28%	26%	26%	95%	27%	26%	-17%	26%	26%	26%	26%
순이익	74.3	139.4	146.0	212.1	13.3	23.9	87.3	14.9	28.1	30.1	25.8	62.0
지배주주 순이익	66.1	121.1	96.5	140.2	8.4	19.2	83.6	9.9	18.6	19.9	17.1	41.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

아이에스동서 | 대규모 자체개발 사이트 분양 성공 가능성에 주목

표2. 건설 진행중인 프로젝트

(단위: 세대, 억원)

진행중인 프로젝트	현장명	공사기간	진행률	세대수	계약/도급 금액	수익인식
자체	대구 수성범어 에일린의 뜰	2018.06-2021.04	93.5%	719	4,589	진행
자체	한강 미사 아이에스 BIZ 타워	2018.04-2020.05	100.0%	-	1,800	인도
자체	서울 가산 아이에스 BIZ 타워	2018.11-2021.01	96.8%	-	596	인도
자체	대구 동대구 에일린의 뜰	2019.01-2021.10	58.7%	705	3,221	인도
자체	안양 아이에스 BIZ 타워 센트럴	2019.03-2022.01	46.1%	-	4,539	진행+인도
자체	대구 대구역 오페라 W	2019.10-2023.04	17.4%	1,088	5,305	진행
자체	고양 덕은 DMC 에일린의 뜰	2019.10-2022.06	31.1%	206	1,405	인도
자체	경주 뉴센트로 에일린의 뜰	2020.12-2023.05	0%	795	3,598	미정
	소계			3,513	24,883	
도급	부산 봉래 에일린의 뜰	2015.03-2021.03	92.9%	1,216	2,377	진행
도급	부산 광안 에일린의 뜰	2018.11-2021.03	99.3%	225	534	진행
도급	대구 수성범어 W	2019.05-2023.12	13.7%	1,868	6,802	진행
도급	울산 중산매곡 에일린의 뜰	2019.04-2021.10	60%	851	1,387	진행
도급	부산 오션라이프 에일린의 뜰	2020.11-2023.06	8.2%	1,228	2,477	진행
도급	울산 문수로대공원 에일린의 뜰	2020.02-2023.04	4.2%	384	695	진행
	소계			5,772	14,272	
합계				9,285	39,155	

자료: 아이에스동서, 케이프투자증권 리서치본부

표3. 건설 진행 예정 프로젝트

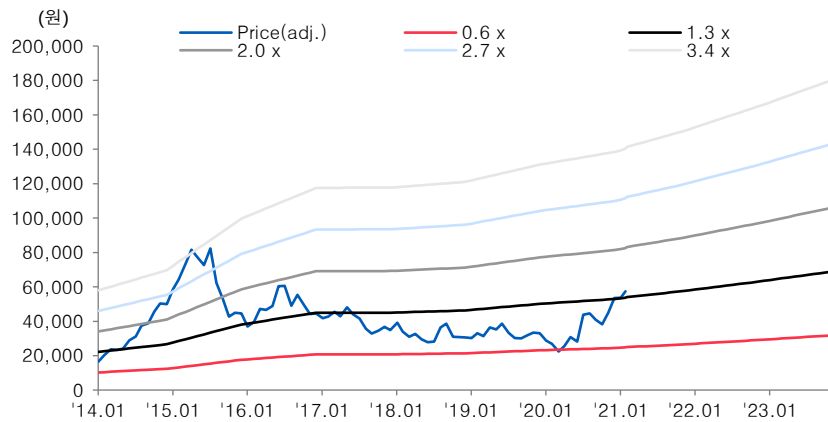
(단위: 세대, 억원)

진행예정 프로젝트	현장명	분양시기	세대수/평	계약/도급 금액
도급	경기 의정부 금오1구역	2021년	847	1,324
도급	대구 죽전3구역 주택재건축정비	2021년	959	2,285
도급	창원 대원3구역	2021년	1,470	3,054
도급	아음제 1지구 가로주택정비사업	2021년	191	448
도급	대전 용두동2구역	2021년	798	1,418
도급	울산 남구 B-14구역 주택재개발정비사업	2021년	1,529	2,987
도급	창원 용원동 지역주택조합	2021년	978	1,661
도급	동서타운 소규모 재건축 사업	2021년	210	421
도급	대구 북현동 럭키 5차 소규모재건축사업	2021년	175	383
도급	대구 북현동 협진아파트 소규모재건축사업	2021년	161	343
도급	울산 학성동 지역주택조합	2021년	793	1,616
자체	울산 덕하지구 1단지	2021년	806	미정
자체	울산 덕하지구 2단지	2021년	1,148	미정
도급	대전 홍도동2구역	2022년	483	905
자체	고양 덕은 지식산업센터	미정	대지면적 약 15,000평	미정
자체	경산 중산지구	미정	대지면적 약 32,160평	미정
합계			10,548	16,845

자료: 아이에스동서, 케이프투자증권 리서치본부

아이에스동서 | 대규모 자체개발 사이트 분양 성공 가능성에 주목

그림1. 아이에스동서 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 아이에스동서 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	자기자본이익률(ROE)	10.6%	10.1%	13.3%	13.5%	12.9%
	배당성향	21.7%	20.9%	14.4%	12.6%	11.8%
	성장률	8.3%	8.0%	11.4%	11.8%	11.4%
	자기자본비용(Cost of Equity)	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
	영구 성장률(Terminal growth)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	적정 P/B Multiple	0.87	0.80	1.30	1.33	1.23
	P/B Valuation	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	주당순자산가치(BPS)	38,555	40,693	44,247	48,437	52,988
	목표 Multiple 가정	0.87	0.80	1.30	1.33	1.23
	자기자본비용(Cost of Equity)	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
	영구 성장률(Terminal growth)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	BPS * 목표 Multiple	33,612	32,610	57,654	64,619	65,353
	Case 1) 적정주가	39,000	: 2021-24년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
	주당순자산가치(BPS)	38,555	40,693	44,247	48,437	52,988
	주당순자산가치의 현재가치	38,555	40,693	39,719	39,031	38,329
	Average PV of BPS	39,334	: 2021-24년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	2.4	: 2015-16년 2년간 최고 PBR의 평균			
	Case 2) 적정주가	95,000				
	평균 ①, ②	67,000	* 목표주가는 2021년 예상 BPS의 1.6배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

아이에스동서 | 대규모 자체개발 사이트 분양 성공 가능성에 주목

재무상태표

(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,702	1,664	1,675	1,759
현금및현금성자산	301	249	246	316
매출채권 및 기타채권	322	325	328	331
재고자산	705	712	719	726
비유동자산	1,182	1,174	1,174	1,177
투자자산	135	143	156	171
유형자산	718	712	707	702
무형자산	115	105	97	90
자산총계	2,884	2,838	2,849	2,936
유동부채	853	795	780	764
매입채무 및 기타채무	166	167	169	171
단기차입금	280	270	260	250
유동성장기부채	151	100	90	80
비유동부채	758	659	570	491
사채 및 장기차입금	629	529	439	359
부채총계	1,610	1,454	1,349	1,255
지배기업소유지분	1,098	1,190	1,256	1,366
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	399	399	399	399
이익잉여금	676	767	833	943
기타자본	8	8	8	8
비지배지분	175	194	243	315
자본총계	1,274	1,384	1,499	1,681
총차입금	1,093	932	822	722
순차입금	765	656	548	379

포괄손익계산서

(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	964	1,201	1,591	2,024
증가율(%)	-39.6	24.5	32.5	27.2
매출원가	735	851	1,152	1,493
매출총이익	229	350	440	530
매출총이익률(%)	23.7	29.1	27.6	26.2
판매비와 관리비	163	142	159	163
영업이익	66	208	281	367
영업이익률(%)	6.9	17.3	17.7	18.1
EBITDA	107	254	325	408
EBITDA M%	11.1	21.2	20.4	20.2
영업외손익	-1	-51	-84	-80
지분법관련손익	13	-1	-3	-3
금융손익	-13	-35	-27	-26
기타영업외손익	-1	-15	-54	-52
세전이익	65	156	197	287
법인세비용	25	54	51	75
당기순이익	74	141	146	212
지배주주순이익	66	122	97	140
지배주주순이익률(%)	7.7	11.7	9.2	10.5
비지배주주순이익	8	19	49	72
기타포괄이익	1	0	0	0
총포괄이익	75	141	146	212
EPS 증가율(%, 지배)	-73.1	84.7	-20.9	45.3
이자손익	-29	-31	-27	-22
총외화관련손익	3	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-117	169	181	245
영업에서 창출된 현금흐름	-67	255	259	341
이자의 수취	5	6	6	6
이자의 지급	-42	-37	-32	-28
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-14	-54	-51	-75
투자활동 현금흐름	-39	-38	-44	-45
유동자산의 감소(증가)	13	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	13	-8	-13	-15
유형자산 감소(증가)	-24	-30	-30	-30
무형자산 감소(증가)	-94	0	0	0
재무활동 현금흐름	258	-183	-140	-130
사채및차입금증가(감소)	325	-161	-110	-100
자본금및자본잉여금 증감	2	0	0	0
배당금 지급	-37	-22	-30	-30
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	102	-52	-3	69
기초현금	199	301	249	246
기말현금	301	249	246	316
FCF	-141	139	151	215

주요지표

	2019A	2020E	2021E	2022E
총발행주식수(천주)	30,893	30,893	30,893	30,893
시가총액(십억원)	1,018	1,650	1,730	1,730
주가(원)	32,950	53,400	56,000	56,000
EPS(원)	2,139	3,950	3,124	4,539
BPS(원)	35,590	38,555	40,693	44,247
DPS(원)	700	1,000	1,000	1,000
PER(X)	15.4	13.5	17.1	11.8
PBR(X)	0.9	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(X)	18.3	9.8	7.5	5.7
ROE(%)	6.2	10.6	10.1	13.3
ROA(%)	2.9	4.9	5.1	7.3
ROIC(%)	5.3	8.4	11.6	15.2
배당수익률(%)	2.1	1.9	1.8	1.8
부채비율(%)	126.4	105.1	90.0	74.7
순차입금/자기자본(%)	60.1	47.4	36.6	22.5
유동비율(%)	199.6	209.2	214.8	230.2
이자보상배율(X)	1.9	5.6	8.7	12.9
총자산회전율	0.4	0.4	0.6	0.7
매출채권 회전율	3.9	3.7	4.9	6.1
재고자산 회전율	1.4	1.7	2.2	2.8
매입채무 회전율	5.7	5.1	6.9	8.8

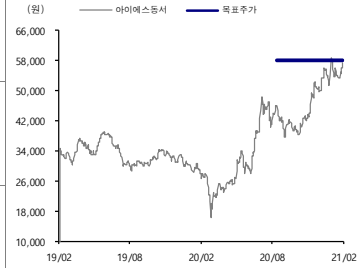
자료: 케이프투자증권

아이에스동서 | 대규모 자체개발 사이트 분양 성공 가능성에 주목

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

아이에스동서(010780) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-09-05	2021-02-23			
투자의견	Buy	Buy			
목표주가	58,000원	67,000원			
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-09-05	Buy	58,000원	-18.79	1.55
2021-02-23	Buy	67,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(93.88%) · 매도(0.68%) · 중립(5.44%)	* 기준일 2020.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.