아이에스동서 (010780)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

긍정적인 신호 2가지

3Q25 실적: 인도기준 적용 대형 현장의 입주율 둔화로 부진

2025년 3분기 매출액은 2,710억원으로 전년동기대비 31.0% 감소했다. 부문별로는 건설 732억원(-68.0%), 환경(폐기물) 927억원(+8.4%), 콘크리트 645억원(+78.6%), 2차전지(폐배터리) 311억원(-3.6%) 등이다. 인도기준을 적용하는 대형 자체사업 현장의 입주율 둔화로 건설 매출액이 급감했다. 해당 현장은 고양덕은 8,9 블록(6,200억원 규모)으로 입주율이 정점에서 주춤한 상황이다. 3분기 영업이익은 90억원으로 전년동기(245억원) 대비 63.1% 감소했다. 외형 감소에 경산 중산지구 분양 관련 비용(분양대행 수수료, 모델하우스 신축)의 선제적 지출로 판관비율까지 크게 올라 영업이익 감소 폭이 컸다

다시 한번 퀀텀점프를 이끌 역대급 개발사업, '경산 중산지구' 분양 임박

초대형 자체사업지인 대구(경산) 중산지구 분양 일정이 내년 4월로 결정됐다. 중산지구 프로젝트의 분양 예정물량은 3,443세대이며 예상 분양가($3.3m^2$ 당 2천만원 내외)를 감안하면 총 매출 규모가 약 3.5조원에 달한다. 2014년 초에 동사의 퀀텀점프(실적과 주가 모두)를 이끌었던 부산 용호동 W 프로젝트(당시 1.5조원 규모)를 떠올리게 한다. 물론 현재 지방 주택경기를 감안하면 분양실패에 대한 우려도 상존한다. 하지만 분양예정지의 뛰어난 입지여건과 기반시설 그리고 대구지역의 신규공급 급감(최근 2년간 분양물량은 이전 5년 평균의 1/8 수준) 등을 감안하면 충분히 기대해 볼 만하다

지방광역시 집값 반등과 대구 미분양 감소 등 긍정적 시그널 감지

KB국민은행의 주간 아파트매매가격 동향에 따르면 지방광역시 집값이 3년 6개월만에 상승 전환했다. 특히 동사의 본거지인 울산, 부산의 반등세가 더 강하다는 점이 고무적이다. 중산지구의 분양수요를 가늠할 수 있는 대구 미분양 상황도 긍정적이다. 10월말 대구 미분양은 7,568호로 전월대비 약 1천호 감소했으며 고점(23년 2월 1.4만호) 대비해서는 거의 절반 수준으로 줄었다

Fig. 1: 아이에스동서 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	2,029	1,515	1,182	1,541	1,477
영업이익	341	170	113	189	185
세전이익	220	-160	12	110	116
순이익[지배]	161	-149	5	80	85
EPS(원)	5,216	-4,910	176	2,665	2,812
증감률(%)	-17.7	적자전환	흑자전환	1414.2	5.5
PER(배)	5.6	-	109.4	7.2	6.9
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.9	8.6	11.0	6.8	5.8
ROE(%)	10.9	-10.2	0.4	5.7	5.7
배당수익률	5.2	4.8	5.6	5.6	5.6

자료: 아이에스동서, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	25,000원
[유지]	*29.6%*
현재주가	19,290원
2025/12/5	

주식지표

시가총액	582십억원
52주최고가	24,400원
52주최저가	15,960원
상장주식수	3,019만주/0.0만주
자본금/액면가	15십억원/500원
60일평균거래량	3.0만주
60일평균거래대금	1십억원
외국인지분율	4.4%
자기주식수	46만주/1.5%
주요주주및지분율	
아이에스지주 외	55.9%
국민연금공단	5.9%

주가동향

이선일
건설/건자재
sunillee@bnkfn.co.kr
(02)2071-7673

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

Fig. 2: 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	건설	234	244	229	119	119	142	73	70
	콘크리트	47	34	36	48	64	73	64	73
	환경(폐기물)	102	94	86	100	76	82	93	95
	환경(2차전지)	25	35	32	24	31	30	31	31
	기타 및 조정	4	3	10	8	11	8	10	8
	합계	413	410	393	299	299	335	271	276
매출원가	합계	287	294	304	241	228	237	213	220
(매출원가율)	합계	69.4	71.7	77.5	80.6	76.2	70.6	78.7	79.7
매출총이익	합계	127	116	89	58	71	98	58	56
판관비	합계	47	60	64	49	39	45	49	39
(판관비율)	합계	11.3	14.6	16.3	16.3	12.9	13.3	18.0	14.0
영업이익	건설	71	56	33	15	32	51	3	12
	콘크리트	2	-5	-6	-4	-3	3	1	2
	환경(폐기물)	6	6	5	10	3	4	7	6
	환경(2차전지)	1	2	-8	-10	0	-3	-1	-1
	기타 및 조정	0	-2	0	-2	0	-2	0	-2
	합계	80	56	24	9	32	54	9	18
영업이익률	건설	30.1	23.0	14.5	12.5	26.7	36.1	4.3	17.3
	콘크리트	4.5	-15.0	-16.9	-8.3	-3.9	4.6	0.8	3.2
	환경(폐기물)	6.1	6.2	6.4	9.9	4.4	5.3	7.1	6.1
	환경(2차전지)	4.3	4.4	-23.7	-42.4	0.3	-11.4	-3.9	-3.3
	기타								
	합계	19.3	13.7	6.2	3.1	10.8	16.1	3.3	6.3
세전이익	합계	45	33	-2	-237	2	30	-15	-5
순이익	합계	33	23	-5	-200	2	21	-12	-5

자료: 아이에스동서, BNK투자증권

Fig. 3: 아이에스동서 자체사업 프로젝트 현황 (단위: 십억원)

자체사업 프로젝트	공사기간	세대수	계약금액	수익인식 기준
대구 대구역 오페라 W	2019.10~2023.05	1,088	531	진행
고양 덕은 DMC 에일린의 뜰	2019.10~2022.07	206	141	인도
경주 뉴센트로 에일린의 뜰	2020.12~2023.05	795	361	진행
울산 뉴시티 에일린의 뜰 1차	2021.04~2024.01	803	390	진행
울산 뉴시티 에일린의 뜰 2차	2021.03~2024.06	967	451	인도
고양 덕은DMC아이에스BIZ 타워 센트럴(8,9BL)	2022.04~2025.03		620	진행+인도
고양 덕은DMC아이에스BIZ 타워 센트럴(10BL)	2022.04~2024.12		245	진행+인도
고양 덕은DMC아이에스BIZ 타워 한강(6,7BL)	2022.10~2025.11		514	인도
울산 야음동	2025년 11월 분양	520		
고양 덕은지구 1,5 블록	미정	대지면적 3,391평		
경산 중산지구	2026년 4월 분양 예정	3,443		

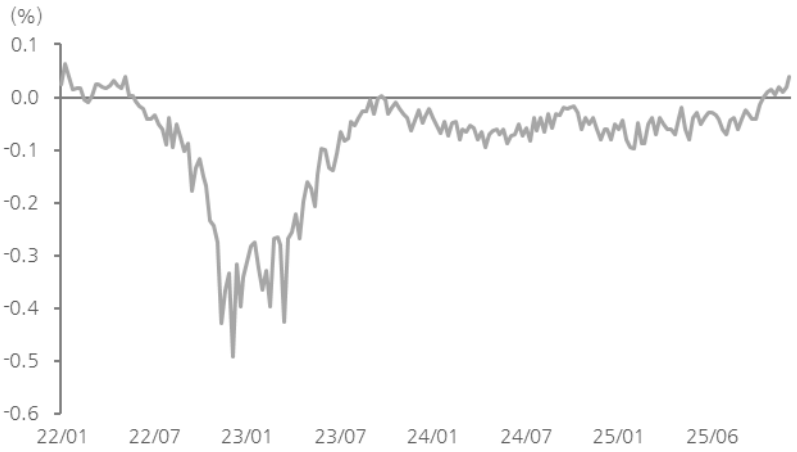
자료: 아이에스동서, BNK투자증권

Fig. 4: 부문별 매출액 및 영업이익 추이와 전망(연간) (단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액						
건설	1,648	1,285	826	404	789	670
콘크리트	213	182	165	274	255	268
환경(폐기물)	423	461	382	345	328	352
환경(2차전지)		86	116	122	132	150
해운	15					
기타 및 조정	-20	15	25	36	36	36
합계	**2,278**	**2,029**	**1,515**	**1,182**	**1,541**	**1,477**
(매출액 증감률)						
건설	47.2	-22.0	-35.7	-51.1	95.5	-15.1
콘크리트	-1.8	-14.6	-9.4	66.4	-6.9	5.0
환경(폐기물)	71.6	9.2	-17.1	-9.7	-4.9	7.3
환경(2차전지)			35.6	5.2	8.0	13.5
해운	-44.0					
기타 및 조정						
합계	**41.7**	**-10.9**	**-25.4**	**-22.0**	**30.4**	**-4.2**
영업이익						
건설	307	291	175	98	171	159
콘크리트	1	8	-13	4	6	7
환경(폐기물)	41	36	27	20	18	20
환경(2차전지)		14	-15	-6	-3	2
해운	4					
기타 및 조정	-7	-8	-4	-4	-4	-4
합계	**345**	**341**	**170**	**113**	**189**	**185**
(증감률)						
건설	23.6	-5.2	-40.0	-43.8	74.7	-7.2
콘크리트	-96.4	1,478.0	적전	흑전	72.4	13.4
환경(폐기물)	-2.3	-12.4	-23.4	-27.1	-9.8	9.3
환경(2차전지)			적전	적지	적지	흑전
해운	-75.6					
기타 및 조정						
합계	**11.0**	**-1.3**	**-50.2**	**-33.6**	**68.0**	**-2.4**
(영업이익률)						
건설	18.6	22.7	21.2	24.3	21.7	23.7
콘크리트	0.2	4.4	-7.9	1.4	2.5	2.7
환경(폐기물)	9.7	7.8	7.2	5.8	5.5	5.6
환경(2차전지)		16.0	-13.0	-4.5	-2.2	1.5
해운	23.9					
기타 및 조정						
합계	**15.1**	**16.8**	**11.2**	**9.5**	**12.3**	**12.5**

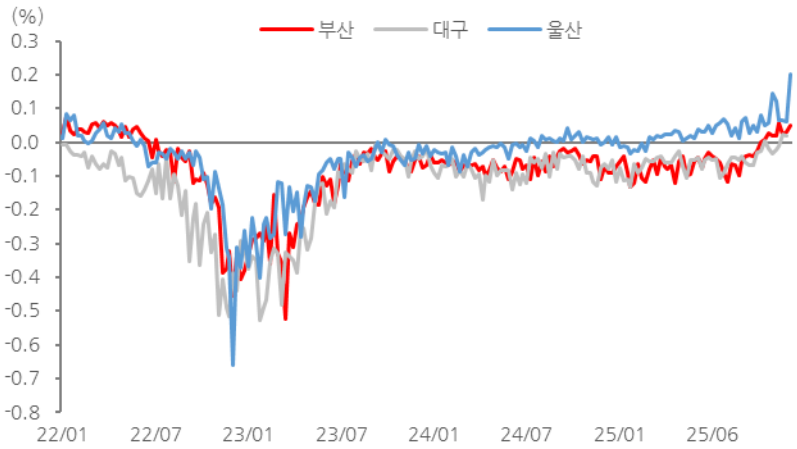
자료: 아이에스동서, BNK투자증권

Fig. 5 지방 5개 광역시 아파트매매가격 변동률(전주대비)



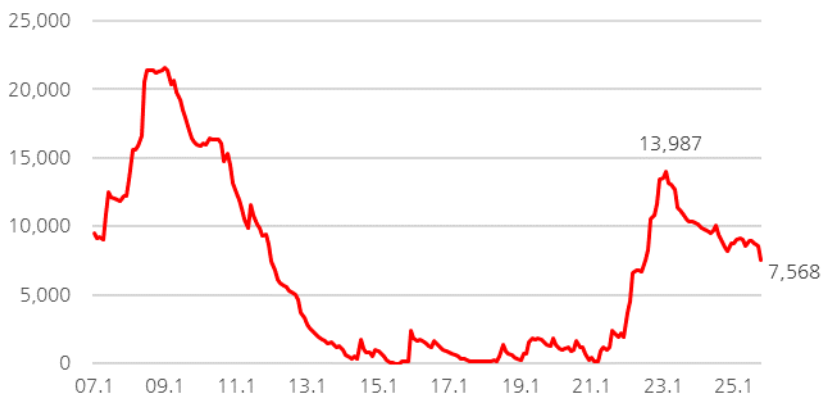
자료: KB국민은행, BNK투자증권

Fig. 6 영남지역 광역시 아파트매매가격 변동률(전주대비)



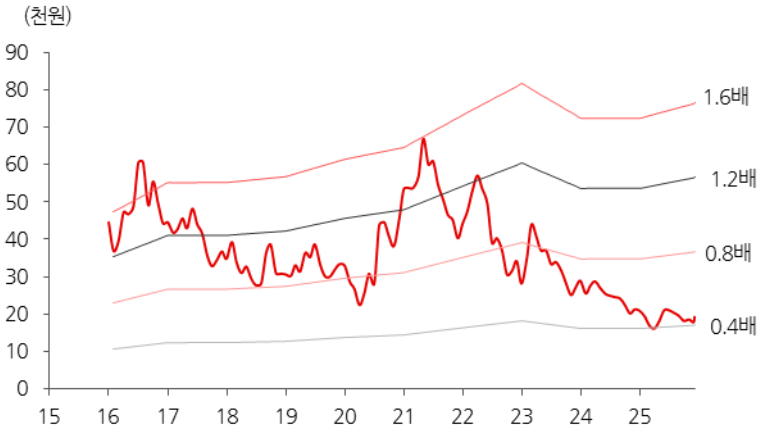
자료: KB국민은행, BNK투자증권

Fig. 7 대구지역 미분양 주택수 추이(월별)



자료: 국토교통부, BNK투자증권

Fig. 8 아이에스동서 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,622	2,117	1,990	2,018	1,911
현금성자산	641	364	324	425	523
매출채권	81	84	66	77	67
재고자산	1,341	1,373	1,328	1,233	1,040
비유동자산	1,615	1,437	1,437	1,457	1,481
투자자산	341	299	283	283	281
유형자산	704	726	748	774	804
무형자산	333	144	137	132	128
자산총계	**4,237**	**3,554**	**3,426**	**3,475**	**3,392**
유동부채	1,590	1,601	1,473	1,358	1,216
매입채무	177	96	65	77	74
단기차입금	390	540	867	805	655
비유동부채	876	396	398	477	447
사채및장기차입금	712	248	251	326	297
부채총계	**2,465**	**1,997**	**1,871**	**1,835**	**1,664**
지배기업지분	1,558	1,359	1,360	1,440	1,525
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	394	397	397	397	397
이익잉여금	1,152	937	937	1,018	1,102
자본총계	**1,772**	**1,557**	**1,556**	**1,640**	**1,729**
총차입금	1,555	1,466	1,376	1,312	1,147
순차입금	799	1,075	1,016	849	586

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,029**	**1,515**	**1,182**	**1,541**	**1,477**
매출원가	1,524	1,126	898	1,140	1,097
매출총이익	506	389	284	401	380
매출총이익률	24.9	25.7	24.0	26.0	25.7
판매비와관리비	165	219	171	212	196
판관비율	8.1	14.5	14.5	13.8	13.3
영업이익	**341**	**170**	**113**	**189**	**185**
영업이익률	16.8	11.2	9.6	12.3	12.5
EBITDA	391	220	163	240	236
영업외손익	-121	-330	-101	-79	-68
금융이자손익	-91	-101	-88	-81	-71
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-30	-229	-13	2	3
세전이익	**220**	**-160**	**12**	**110**	**116**
세전이익률	10.8	-10.6	1.0	7.1	7.9
법인세비용	60	0	8	26	27
법인세율	27.3	0.0	66.7	23.6	23.3
계속사업이익	160	-160	3	84	89
당기순이익	**160**	**-160**	**3**	**84**	**89**
당기순이익률	7.9	-10.6	0.3	5.5	6.0
지배기업순이익	161	-149	5	80	85
총포괄손익	161	-158	3	84	89

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**128**	**-131**	**127**	**234**	**336**
당기순이익	160	-160	3	84	89
비현금비용	412	472	172	168	161
감가상각비	50	51	50	50	52
비현금수익	-134	-43	-13	-13	-14
자산및부채의증감	-127	-237	61	103	198
매출채권감소	-152	182	19	-11	10
재고자산감소	-132	-33	46	95	193
매입채무증가	-22	-111	-31	12	-3
법인세환급(납부)	-100	-65	-8	-26	-27
투자활동현금흐름	**-4**	**24**	**-71**	**-70**	**-73**
유형자산증가	-68	-52	-66	-71	-78
유형자산감소	4	1	0	0	0
무형자산순감	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	**106**	**-173**	**-95**	**-64**	**-165**
차입금증가	142	-89	-90	-64	-165
자본의증감	3	3	0	0	0
배당금지급	0	-45	-5	0	0
현금의증가	229	-277	-40	101	98
기말현금	641	364	324	425	523
잉여현금흐름(FCF)	60	-183	61	163	258

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

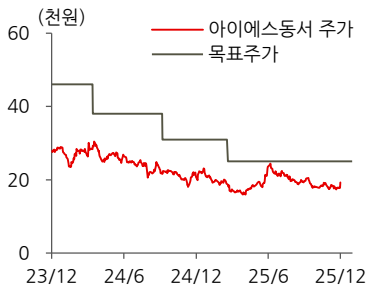
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	5,216	-4,910	176	2,665	2,812
BPS	51,082	45,312	45,318	47,983	50,794
CFPS	14,193	8,861	5,378	7,912	7,810
DPS	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
PER (배)	5.6	-	109.4	7.2	6.9
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	2.0	2.4	3.6	2.4	2.5
EV/EBITDA	4.9	8.6	11.0	6.8	5.8
배당성향 (%)	28.3	-18.6	862.6	35.3	33.4
배당수익률	5.2	4.8	5.6	5.6	5.6
매출액증가율	-10.9	-25.4	-22.0	30.4	-4.2
영업이익증가율	-1.3	-50.2	-33.6	68.0	-2.4
순이익증가율	-17.6	0.0	0.0	1411.9	5.5
EPS증가율	-17.6	0.0	0.0	1411.9	5.5
부채비율 (%)	139.1	128.2	120.3	111.9	96.2
차입금비율	87.8	94.1	88.4	80.0	66.3
순차입금/자기자본	45.1	69.0	65.3	51.8	33.9
ROA (%)	4.0	-4.1	0.1	2.4	2.6
ROE	10.9	-10.2	0.4	5.7	5.7
ROIC	12.3	7.7	1.5	6.7	7.0

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/12/5 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
아이에스동서 (010780)	23/09/26	매수	46,000원	*-40.7*	*-34.6*
	24/03/19	매수	38,000원	*-33.9*	*-19.9*
	24/09/11	매수	31,000원	*-33.0*	*-25.3*
	25/02/24	매수	25,000원	*-22.5*	*-2.4*
	25/08/29	매수	25,000원	*-25.7*	*-17.8*
	25/12/08	매수	25,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.09.30기준) / 매수(Buy) 79.0%, 보유(Hold) 21.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.