랜드마크, 건설!

개발사업 가치 재평가

아이에스동서 (010780)

Buy(유지)

목표주가 (상향)	53,000 원
현재주가	31,150 원
상승여력	70.1 %

Part Ⅰ 밸류에이션 및 실적 추정
Part Ⅱ 투자 포인트 1) 경상시 중산지구 개발 가시화
Part Ⅲ 투자 포인트 2) 서서히 다져지는 펀더멘탈
Part Ⅳ 투자 포인트 3) 고도화되는 디벨로퍼 시장
Part Ⅴ 리스크, 기회 요인 점검

LS증권

아이에스동서 (010780)

Company Analysis | In depth | 건설/건자재 | 2026. 3. 3

랜드마크, 건설! – 개발사업 가치 재평가

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	53,000 원
현재주가	31,150 원
상승여력	70.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

대형 개발사업 가시화 임박, 기업가치 재평가가 필요한 때

아이에스동서에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가를 53,000원으로 상향하며 Trading Buy 전략을 제시한다. 이는 대형 프로젝트인 중산지구 개발 가치를 온전히 목표주가에 반영해야 하는 시점으로 판단했기 때문이다. 중산지구의 이익 가시화는 2027년부터 본격적으로 나타날 예정으로, 이를 고려하여 목표 EPS는 2027~2028년 평균, 목표 PER은 2027년의 EPS 성장률을 고려한 역사적 PER 10.5X를 적용해 산출했다. 펜타힐즈 W가 공급 예정인 아이에스동서 필지 인근의 중산 자이의 평당 가격은 우상향 흐름이 지속되고 있다. 해당 생활권에서 실수요의 신축 선호가 가격 상승을 야기하고 있다고 보여진다. 재고 부담은 제한적이면서, 인접 신축 단지의 가격 반등이 확인되는 구간이라는 점에서 펜타힐즈 W가 분양하기에 우호적인 환경이라는 판단이다. 언론에서 제시되고 있는 펜타힐즈 W의 평당 분양가는 2천만원 초반 수준으로 중산 자이와 비슷하거나 5% 정도 높은데, 펜타힐즈 W의 준공 예상 시점이 2030년 9월인 점을 고려할 때 장기적인 자산가치의 우상향 관점에서는 비교적 현실성 있는 분양 가격 수준으로 보인다.

다져지는 실적, 부각되는 밸류에이션

아이에스동서는 주택 경기가 위축되던 2023년부터 신규 수주에서도 소극적인 스탠스로 일관하며, 실적 성장 보다는 내실 다지기에 집중했다. 신규 프로젝트는 없고, 기존 사업들은 준공하며 매출에서 빠져나가다 보니 아이에스동서의 실적 감익이 불가피했다. 그러나 사업부 매각과 구조조정, 폐기물의 P성장, 콘크리트의 Q성장, 개발이익의 반영에 따라 2027년부터 분명한 실적 턴어라운드가 기대된다. 주가는 YTD 30% 상승했지만, 개발이익이 본격 램프업 되는 2028년 이익 기준 PER은 여전히 4X로 밸류에이션 메리트 역시 높은 구간으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	1,515	1,234	1,316	1,627	2,259
영업이익	170	66	97	183	342
세전이익	-160	-53	90	127	297
순이익	-160	-52	67	95	223
EPS (원)	-4,925	-1,247	2,135	3,019	7,052
증감률 (%)	적전	적지	흑전	41.4	133.5
PER (X)	n/a	n/a	14.6	10.3	4.4
PBR (X)	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (X)	4.8	13.6	10.5	6.1	2.8
영업이익률 (%)	11.2	5.3	7.4	11.3	15.1
EBITDA 마진 (%)	14.5	10.3	12.0	15.0	17.8
ROE (%)	-11.0	-4.1	5.7	7.4	15.3
부채비율 (%)	128.2	154.0	152.0	145.8	135.9

주: 아이에스동서, IFRS 연결 기준, LS증권 리서치센터

Stock Data

KOSPI (2/27)		6,244.13 pt
시가총액		9,403 억원
발행주식수		30,187 천주
52 주 최고가/최저가		32,050 / 15,960 원
90 일 일평균거래대금		33.45 억원
외국인 지분율		4.7%
배당수익률(26.12E)		2.6%
BPS(26.12E)		40,866 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	14.4
	6 개월	-36.2
	12 개월	-68.7
주주구성	아이에스지주 (외 7 인)	55.9%
	자사주 (외 1 인)	1.5%
	이치헌 (외 1 인)	0.1%

Stock Price

Company In depth

아이에스동서

Buy(유지)

랜드마크, 건설!

개발사업 가치 재평가

Contents

Part I	밸류에이션 및 실적 추정	4
Part II	투자 포인트 1) 경산시 중산지구 개발 가시화	12
Part III	투자 포인트 2) 서서히 다져지는 펀더멘탈	19
Part IV	투자 포인트 3) 고도화되는 디벨로퍼 시장	25
Part V	리스크, 기회 요인 점검	28

Part Ⅰ. 밸류에이션 및 실적 추정

가시화되는 이익을 본격적으로 밸류에이션에 반영해야 하는 시점

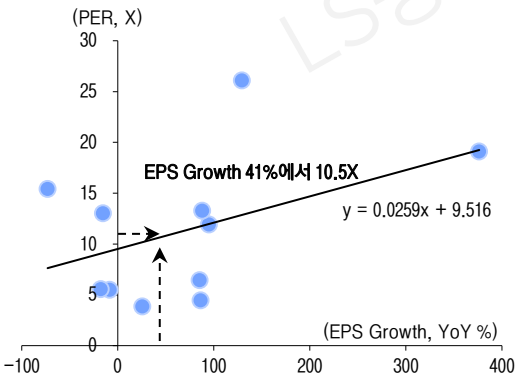
아이에스동서에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가를 53,000원으로 상향하며 Trading Buy 전략을 제시한다. 이는 대형 프로젝트인 중산지구 개발 가치를 온전히 목표주가에 반영해야 하는 시점으로 판단했기 때문이다. 아이에스동서의 역사적 PER, PBR 추이를 살펴보면 2014년 당시 대형 현장인 부산 용호동 W가 분양을 시작하면서 사업 가시화가 나타난 이후로 PER은 18X, PBR은 3.5X까지 치솟는 모습을 보였다. EPS가 2013년 1,000원에서 사업이 종료된 2018년 8,000원으로 8배 가량 상승했기 때문에, 이러한 기대감을 분양 초기에 폭발적으로 반영한 모습이다. 중산지구의 이익 가시화는 2027년부터 본격적으로 나타날 예정으로, 이를 고려하여 목표 EPS는 2027~2028년 평균, 목표 PER은 2027년의 EPS 성장률을 고려한 역사적 PER 10.5X를 적용해 산출했다.

표1 아이에스동서 멀티플에 의한 목표주가 산정: PER

	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
EPS (원)	6,334	5,216	-4,925	-1,247	2,135	3,019	7,052
EPS Growth (%)	86.4	-17.6	적전	적지	흑전	41.4	133.5
PER (X)	4.5	5.6	n/a	n/a	14.6	10.3	4.4
Target EPS (원)	5,036	경산 펜타힐즈 W 매출 본격 시작되는 2027~2028E 평균 EPS					
Target PER (X)	10.5	2027년 EPS 성장률 역사적 PER					
목표주가 (원)	53,000						
현재주가 (원, 2/27)	31,150						
Upside (%)	70.1						
기존목표주가 (원)	23,000						
변동률 (%)	130.4						

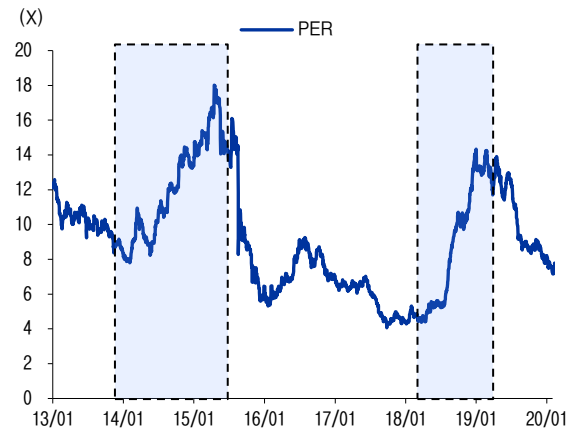
자료: LS증권 리서치센터

그림1 아이에스동서 EPS Growth~PER Matrix



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림2 아이에스동서 Historical PER 추이 (~2020년 3월)



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

아이에스동서 주가는 이러한 개발가치에 대한 기대감을 연초부터 조금씩 반영하면서 YTD 30% 이상 상승한 상황이다. 다만 경산시 중산지구의 예상 매출액 규모는 3.5조원 수준으로, 과거 개발사업에서 발생한 순이익률 20%를 보수적으로 적용하면, 현 시가총액의 70% 수준으로, 이익 대비 시가총액은 여전히 1.4X 수준에 그친다. 절대 밸류에이션이 여전히 눌려 있다는 의미이다. 역사적 ROE~PBR 기준으로 밸류에이션을 산정하면, 58,000원의 내재가치를 가진 것으로 산출되며, 중산지구 개발이익이 본격 램프업 되는 2028년에는 ROE 15%까지 바라볼 수 있겠다.

표2 경산시 중산지구 개발 이익과 아이에스동서 시가총액 비교

(단위: 십억원)	항목
경산시 중산지구 예상 매출액	3,500
중산지구 예상 순이익률 (%)	20.0
중산지구 예상 순이익	700
아이에스동서 시가총액 (2/27)	940

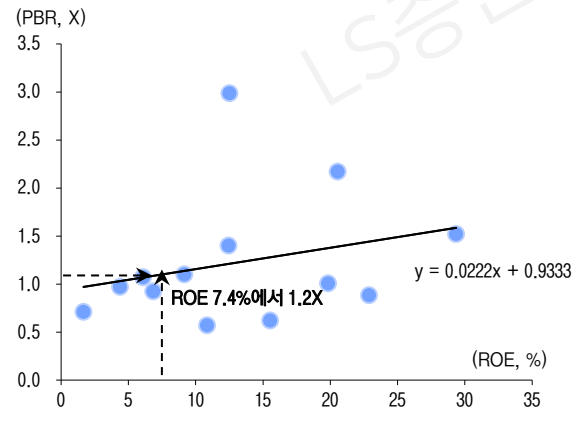
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

표3 아이에스동서 멀티플에 의한 밸류에이션: PBR

	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
BPS (원)	45,221	50,450	45,016	38,217	40,866	44,497	51,814
PBR (X)	0.62	0.57	0.46	0.81	0.76	0.70	0.60
ROE (%)	15.5	10.8	-11.0	-4.1	5.7	7.4	15.3
Target BPS (원)	48,156	경산 펜타힐즈 W 매출 본격 시작되는 2027~2028E 평균 BPS					
Target PBR (X)	1.20	2027년 ROE 기준 역사적 PBR					
목표주가 (원)	58,000						
현재주가 (원, 2/27)	31,150						
Upside (%)	86.2						
기존목표주가 (원)	23,000						
변동률 (%)	152.2						

자료: LS증권 리서치센터

그림3 아이에스동서 ROE~PER Matrix



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림4 아이에스동서 Historical PBR 추이

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

아이에스동서의 사업 부문별 Sum-of-the-parts에 따른 밸류에이션 역시 고민해 보았다. SOTP 밸류에이션을 위해 우선 순차입금을 현실화 했다. 디벨로퍼이기 때문에 PF 차입금, 토지대금이 아이에스동서의 채무로 계상되는데, Peers 건설사들은 채무보증의 형태로 이러한 개발 관련 차입이 On-book화 되지 않는 점을 고려해 밸류에이션에 가정된 차입금의 눈높이는 낮추었다. 각 사업부들의 2027년 EBITDA와 업종 EV/EBITDA 평균 (폐기물과 폐배터리는 과거 경상 이익 구간의 평균 EV/EBITDA를 적용)을 적용하여 산출한 내재가치는 54,000원이다.

표4 **아이에스동서 차입금 및 예상 조정 차입금 가정**

(단위: 십억원)	3Q25 기준	항목	2027년 예상
단기차입금	540	순차입금	548
유동성장기차입금	541	조정 대상 차입금	285
단기사채 (전단채 등)	79	조정 예상 순차입금	263
장기차입금	208		
사채	40		
총차입금	1,408		
현금성자산	328		
순차입금	1,080		
조정 대상 차입금*	285	PF 차입금과 토지대금 제거	
조정순차입	795		

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

표5 **아이에스동서 Sum-of-the-parts 에 따른 밸류에이션**

(단위: 십억원)	항목	비고
영업가치	1,875	
건설부문 영업가치	1,108	
아이에스동서 건설 EBITDA	164	건설부문 27년 예상 EBITDA
EV/EBITDA (X)	6.8	건설 평균 EV/EBITDA
콘크리트부문 영업가치	188	
콘크리트부문 EBITDA	29	PC/PHC 27년 예상 EBITDA
EV/EBITDA (X)	6.5	PC/PHC 평균 EV/EBITDA 적용
환경부문 영업가치	485	
인선이엔티 EBITDA	44	인선이엔티 27년 예상 EBITDA
EV/EBITDA (X)	11.0	폐기물 평균 EV/EBITDA 적용
폐배터리 리사이클링 영업가치	95	
아이에스티엠씨 EBITDA	10	아이에스티엠씨 27년 예상 EBITDA
EV/EBITDA (X)	10.0	폐배터리 리사이클링 평균 EV/EBITDA
순차입금	263	2027년 예상/조정 순차입금
Net Asset Value	1,612	
# of shares (천 주)	30,187	자사주 제외 주식수
주당 NAV (원)	54,000	
현재주가 (원, 2/27)	31,150	
Upside (%)	73.3	

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 폐기물, 폐배터리 EV/EBITDA는 정상 이익 구간이던 2021~2023년 당시 Peers 평균 멀티플임

마지막으로는 DCF에 따른 밸류에이션을 적용해 보았다. 아이에스동서의 경산시 중산지구 개발 이익이 2030년 9월에 종료되고 나면, 개발 사업의 특성 상 이듬해 감익이 나타나는 점을 고려해 장기 시계열 기준으로의 이익 가정을 확인할 필요가 있다고 판단했기 때문이다. 2032년부터는 단순히 자체, 도급 사업 합산 기준으로 아이에스동서의 건설 부문 착공 최소 Capa인 매출액 4천억원, 잔고 순이익률 20% 수준이 유지된다고 보수적으로 가정했다. 또한, 2031년부터 조금씩 신규 토지 매입에 따른 CAPEX가 나누어 발생할 것으로 가정했다. WACC은 2028년 기준인 7.9%를 적용했으며, 이를 바탕으로 산출한 주당 Fair Value는 70,000원까지 산출된다.

표6 **아이에스동서 WACC 산출**

(단위: %)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
WACC (%)	4.4	6.5	7.5	6.3	8.7	7.0	8.5	8.3	9.3	10.9	9.5	10.2	8.3	7.7	7.9
D/(D+E)	43.6	51.5	37.9	32.9	28.6	40.8	47.7	33.9	37.2	38.3	33.6	37.6	36.4	34.7	31.6
타인자본비용 (COD)	6.6	3.9	3.0	5.4	9.2	5.0	6.1	10.1	10.3	14.0	12.5	12.7	7.5	6.4	6.2
차입금리	5.1	3.2	2.4	4.2	7.2	4.2	4.7	7.6	8.0	11.0	12.5	12.5	6.0	5.1	5.0
Tax Effect	1.4	0.7	0.6	1.2	2.0	0.9	1.4	2.6	2.3	3.0	0.0	0.2	1.5	1.3	1.2
자기자본비용 (COE)	2.8	9.3	10.3	6.8	8.5	8.3	10.6	7.3	8.8	9.0	8.0	8.7	8.7	8.4	8.6
Risk Free Rate	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Equity Risk	-0.2	6.3	7.3	3.8	5.5	5.3	7.6	4.3	5.8	6.0	5.0	5.7	5.7	5.4	5.6
Market Risk	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Beta	0.0	1.3	1.5	0.8	1.1	1.1	1.5	0.9	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1

자료: LS증권 리서치센터

표7 **아이에스동서 DCF에 따른 밸류에이션**

(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	97	183	342	491	361	129	98	98	99	99
(YoY %)	*48.1*	*88.3*	*86.5*	*43.7*	*-26.6*	*-64.2*	*-23.9*	*0.3*	*0.2*	*0.2*
NOPLAT	75	152	268	608	447	160	122	122	122	122
+Depreciation	61	60	60	60	60	60	60	60	60	60
-CAPEX	0	0	0	0	0	100	100	100	50	50
-Changes in working capital	28	-109	-98	-91	-71	29	4	11	26	40
FCF	107	321	426	759	578	91	77	70	106	92
WACC (%)	7.9									
Present Value	99	276	339	561	396	58	46	38	54	43
Sum of PV (A)	1,910									
Terminal Growth Rate (%)	2.0									
Terminal Value (B)	766									
Net Debt (C)	548									
Fair Value (A+B-C)	2,128									
# of shares (천 주)	30,187									
Fair Value / share (원)	70,000									

자료: LS증권 리서치센터

이익 가정의 Key가 되는 대형 프로젝트인 경산 중산지구 개발가치는 2027년부터 본격적으로 반영되는 것으로 가정했다. 자체주택의 특성상 회계적으로 1차 중도금 납입 시점인 2027년 상반기에 누적 공사 공정률이 10% 이하이면 진행기준으로 인식하기 때문에, 중산지구 개발사업은 높은 확률로 진행 기준으로 매출 인식이 될 것으로 보고 있다. 따라서 착공은 2026년이지만, 매출 발생은 2027년부터 나타날 전망이다. 주택 헤비테일 특성상 2029년이 중산지구에서만 1.5조원의 매출 반영, 2030년에는 1조원 매출 반영이 나타날 것으로 가정했다.

그 밖에 고양 덕은 6,7블록의 미계약, 미입주분에 대한 당사의 입주, 계약에 대한 가정과 일반 도급 현장 진행률을 고려하여 [표10]과 같이 연도별 건설 부문의 매출액을 가정했다.

표8 **경산 중산지구 연도별 매출 가정**

▶중산지구 매출 가정 (단위: 십억원)	총 매출	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
전체 매출 규모 및 연도별 매출 인식 가정	3,500	0	350	525	1,575	1,050	0
진행률 가정 (%)		*0*	*10*	*15*	*45*	*30*	*0*

자료: LS증권 리서치센터

표9 **고양덕은 6,7 블록 매출 가정 (지식산업센터 계약분 입주, 미계약분 계약 등의 가정)**

▶고양덕은 6,7 블록 매출 가정 (단위: 십억원)	잔여 매출	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
연도별 매출 반영		267	127	166	10	10	10
지산 계약분 잔여 입주	390	117	117	156			
(입주율 가정, %)	-	30	30	40			
지산 미계약분 (계약 동시 입주 가정)	200	10	10	10	10	10	10
(계약율 가정, %)	-	5	5	5	5	5	5

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 고양덕은 6,7블록의 잔여 매출, 총 계약률 및 미입주율은 공개된 바 없어 시장 데이터를 고려한 당사 추정값으로, 사실과 다를 수 있음

표10 **경산 중산 진행기준 가정, 고양 6,7 블록 인도기준 가정 및 향후 도급 매출 가정한 건설부문 장기 매출액 가정**

▶건설부문 매출액 가정 (단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
(일반도급+중산진행+울산,고양덕은 6,7 인도)	458	706	1,296	1,965	1,443	516

자료: LS증권 리서치센터

실적 Break down

2026년은 건설 부문 실적에 유의미하게 영향을 미치는 현장이 고양덕은 6,7블록의 입주에 따른 인도기준 매출 반영뿐이다. 입주는 지난해 12월부터 시작되었으며, 입주 시점에 따른 분기 실적 편차가 클 것을 감안할 필요가 있겠다. 입주 기한이 3월말임을 고려해 연간 매출, 이익은 상고하저가 전망된다. 건설 외 콘크리트 사업부의 Q성장, 폐기물 사업부의 P성장 기조는 완연하게 확인될 전망이기 때문에, 2026년은 실적의 하방을 견고히 다지며 경상 레벨로 점진적 회귀, 2027년은 중산지구 매출 기여에 따른 본격적인 성장이 나타나는 한 해가 될 전망이다. 2026년의 분기 실적 보다는 2027년 이후 가시화될 이익에 더욱 주목해야 하는 시점이다.

표11 **아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망**

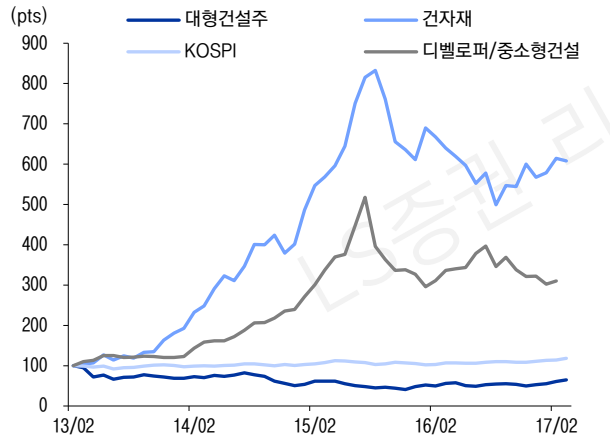
(단위: 십억원)	2025P	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	1,234	1,316	1,627	299	335	271	329	327	342	311	335
건설	442	458	706	119	142	73	108	126	123	104	105
콘크리트	265	319	358	63	73	65	64	73	86	77	83
환경_폐기물	356	373	393	76	82	93	105	89	92	91	102
환경_이차전지	128	131	132	31	30	31	36	31	32	31	36
Sales Growth (YoY %)	*-18.5*	*6.6*	*23.7*	*-27.6*	*-18.2*	*-31.0*	*9.9*	*9.3*	*2.1*	*14.9*	*1.8*
건설	*-46.4*	*3.8*	*54.0*	*-49.3*	*-41.8*	*-67.7*	*-9.4*	*6.4*	*-12.9*	*41.9*	*-3.0*
콘크리트	*61.4*	*20.2*	*12.2*	*35.0*	*115.6*	*78.7*	*35.5*	*15.1*	*17.8*	*18.7*	*29.4*
환경_폐기물	*-6.9*	*4.9*	*5.3*	*-25.8*	*-13.1*	*8.4*	*5.1*	*16.8*	*11.7*	*-1.9*	*-2.9*
환경_이차전지	*9.8*	*2.5*	*1.0*	*20.5*	*-14.0*	*-3.4*	*51.3*	*0.5*	*8.2*	*1.3*	*0.5*
Sales Growth (QoQ %)				0.0	12.0	-19.1	21.4	-0.6	4.7	-9.0	7.5
건설				-0.5	19.4	-48.3	47.7	16.8	-2.3	-15.8	0.9
콘크리트				33.8	15.8	-12.0	-0.6	13.7	18.5	-11.3	8.4
환경_폐기물				-24.4	8.0	13.2	13.7	-16.0	3.4	-0.6	12.5
환경_이차전지				28.6	-2.0	3.7	15.8	-14.6	5.6	-3.0	14.9
판관비	248	249	249	39	45	49	116	56	62	62	69
판관비율 (%)	20.1	18.9	15.3	12.9	13.3	18.0	35.1	17.1	18.3	19.9	20.5
영업이익	66	97	183	32	54	9	-29	30	30	16	22
건설	39	49	124	32	51	3	-48	21	19	5	4
콘크리트	12	18	22	-3	3	1	11	4	5	4	5
환경_폐기물	24	29	33	3	4	7	10	5	6	7	11
환경_이차전지	-4	5	7	0	-3	-1	1	1	1	1	2
영업이익률 (%)	5.3	7.4	11.3	10.8	16.1	3.3	-8.9	9.1	8.7	5.2	6.4
건설	8.7	10.8	17.6	26.7	36.1	4.4	-44.0	16.6	15.3	5.2	4.1
콘크리트	4.5	5.5	6.1	-3.9	4.5	0.8	16.5	5.1	5.4	5.1	6.5
환경_폐기물	6.8	7.7	8.5	4.4	5.3	7.1	9.4	5.5	6.4	7.4	10.9
환경_이차전지	-2.7	3.6	5.4	0.3	-11.3	-3.9	2.8	3.2	3.7	3.1	4.4
순이익	-52	67	95	0	19	-13	-59	66	6	-4	0
순이익률 (%)	-4.2	5.1	5.9	0.1	5.7	-4.7	-17.9	20.2	1.7	-1.3	-0.1

주: IFRS 연결 기준
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

국내 주택주 빅사이클이던 박근혜 정부 당시의 매크로 환경을 살펴보면, 금리 인하에 따른 조달 비용 하락과 공급 규제, 수요 규제 완화로 인해 연간 건설 분양이 역사적 고점인 51만세대를 기록했던 때이다. 따라서 관련 종목들의 주가 랠리가 지속되었고, 당시 대형 개발사업인 용호동 W를 분양하던 아이에스동서는 업황 리레이팅에 따라 주가가 5배까지 슈팅하는 모습을 보이며 시장을 크게 아웃퍼폼 했다.

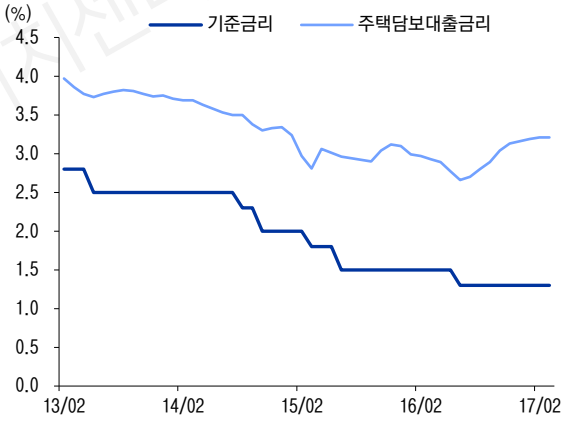
최근 매크로 환경은 그 때보다 우호적이지는 않기 때문에 내수주인 주택주 섹터 전반의 구조적인 리레이팅을 기대할 수는 없겠다. 다만, 코스피 랠리 속에서 큰 폭의 이익 성장이 가시화 되며, 밸류에이션이 눌려있는 개별 종목으로의 수급 이동이 예상되기 때문에 현 시점에서 아이에스동서의 주가 우상향 모멘텀이 크다고 판단된다.

그림5 **박근혜 정부 당시 건설, 건자재, 디벨로퍼 상대주가 추이**



자료: LS증권 리서치센터

그림6 **박근혜 정부 당시 주택담보대출 금리 추이**

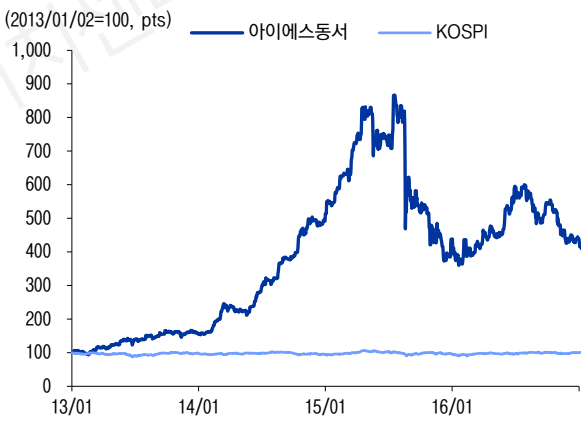


자료: LS증권 리서치센터

그림7 **아이에스동서 부산 용호동 W 개발 당시 절대 주가 추이**

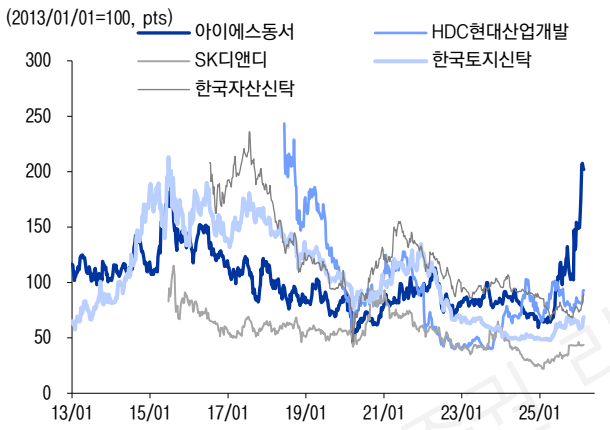
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림8 **아이에스동서 부산 용호동 W 개발 당시 상대수익률 추이**



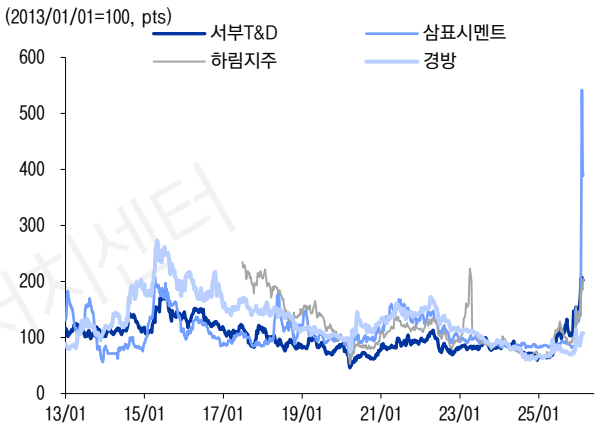
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림9 디벨로퍼 Peers 상대수익률 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림10 자산주 상대수익률 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표12 아이에스동서 디벨로퍼 Peers 컨센서스 추이

		SK D&D	HDC현대산업	한국토지신탁	한국자산신탁	아이에스동서	Average
현재주가 (원)		12,930	23,150	1,609	2,980	31,150	
시가총액 (십억원)		241	1,526	406	365	940	
PER (X)	2024A	3.2	7.4	n/a	9.1	n/a	6.6
	2025A	5.2	9.2	15.9	5.7	n/a	9.0
	2026E	6.7	4.7	2.4	5.7	15.4	7.0
PBR (X)	2024A	0.2	0.4	0.2	0.3	0.6	0.4
	2025A	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4
	2026E	0.3	0.5	0.4	0.3	0.7	0.4
EV/EBITDA (X)	2024A	9.7	10.1	n/a	18.3	4.8	10.7
	2025A	6.9	7.8	n/a	12.8	8.0	8.9
	2026E	10.2	7.3	n/a	11.6	6.9	9.0
ROE (%)	2024A	6.6	5.1	-2.0	3.6	-10.2	0.6
	2025A	7.6	5.0	3.2	6.1	-4.0	3.6
	2026E	5.4	10.0	9.7	3.4	5.3	6.7
매출액성장률 (%)	2024A	126.2	1.6	-12.5	-21.9	-25.4	13.6
	2025A	-44.8	-2.6	-22.0	32.6	-18.5	-11.0
	2026E	-19.8	3.9	30.1	-21.5	16.7	1.9
영업이익성장률 (%)	2024A	-69.7	-5.5	8.7	-52.4	-69.7	-
	2025A	42.9	34.7	적전	-31.7	42.9	-
	2026E	-18.0	83.8	흑전	-2.6	-18.0	-
순이익성장률 (%)	2024A	-57.3	-10.0	적지	-71.1	적전	-
	2025A	3.3	1.6	흑전	73.7	적지	-
	2026E	-19.7	113.6	243.5	-25.4	흑전	-
영업이익률 (%)	2024A	6.2	4.3	14.3	32.2	11.2	13.7
	2025A	16.0	6.0	-11.3	16.6	5.3	6.5
	2026E	16.4	10.6	21.8	20.5	12.5	16.4
순이익률 (%)	2024A	5.1	3.7	-8.0	21.3	-9.8	2.4
	2025A	9.5	3.8	18.0	28.0	-3.1	11.2
	2026E	9.5	7.8	47.4	26.6	5.3	19.3

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: 데이터는 2026년 2/25일 기준이며, 이익 성장률은 적자, 흑자 변동성으로 평균이 의미가 없어 제시하지 않음

Part Ⅱ. 투자 포인트 1) 경산시 중산지구 개발 가시화

기다리던 개발 사업, 드디어 드러나는 윤곽

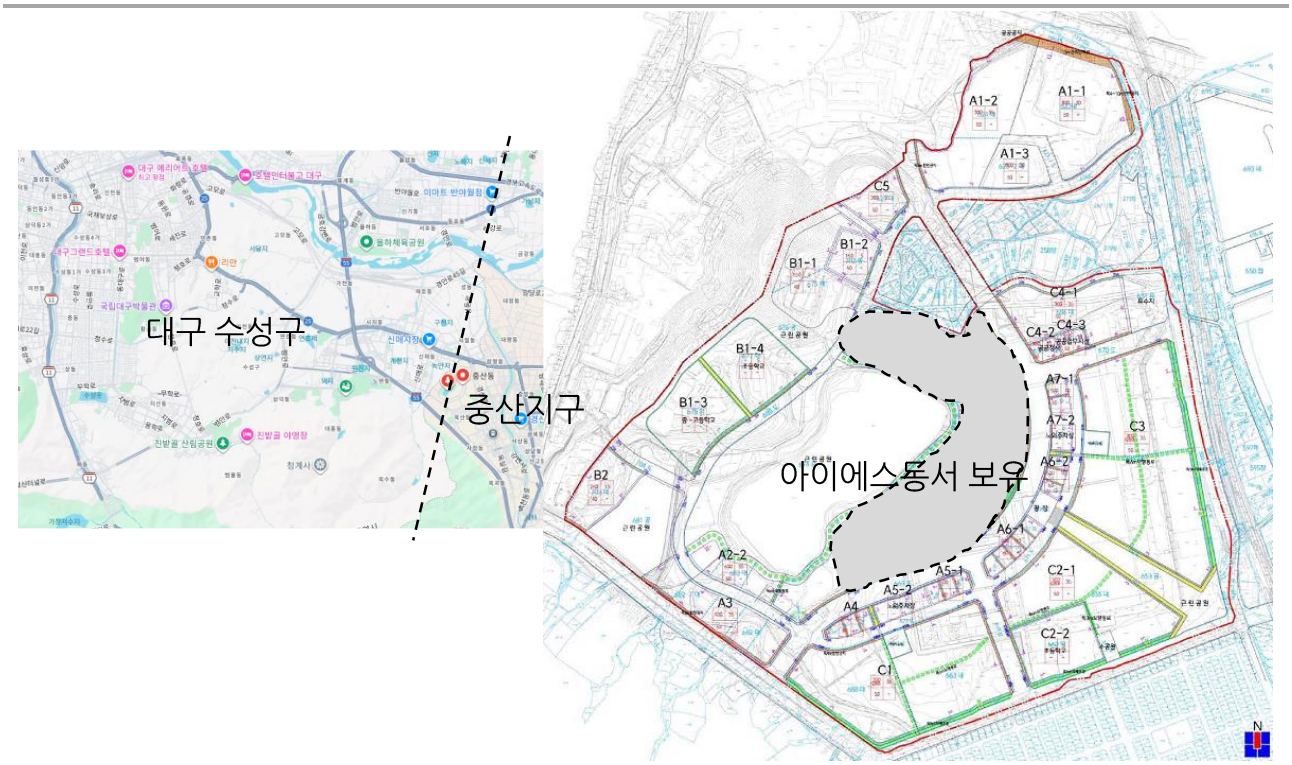
경북 경산시 중산지구는 과거 제일합섬 공장부지에서 출발해, 2000년대 중반 도시개발구역 지정과 민간 주도 개발 시도까지 이어져 온 장기 개발 사업지이다. 2007~2010년 공장 이전 관련 소송과 글로벌 금융위기로 사업이 지연되다가, 2010년대 들어 펜타힐즈 브랜드 확립과 함께 2011년 분양을 기점으로 주거지로서의 개발 축이 재정렬되었다. 아이에스동서는 2019년, A2-1블록을 약 4천억원에 매입하게 된다. 필지는 대부분 수변이며, 필지 배후 지역은 6,400여세대의 거주 지구가 완성되어 있다.

표13 **경북 경산시 중산지구 개발 히스토리**

시기	주요 내용
1960~1990 년	초기 토지주 삼성그룹 (제일합섬)의 경산공장 부지로, 이후 삼성 분사되며 ㈜새한 소유
1999~2000 년	경산시와 새한이 부지 개발에 합의했으나, 새한 워크아웃으로 사업 보류
2005 년	시행사 ㈜중산도시개발이 부지 낙찰자로 선정, 군인공제회 4,500 억원 PF 투자 유치
2007~2010 년	공장 이전 관련 소송, 글로벌 금융위기로 사업 보류
2011~2018 년	'펜타힐즈' 브랜드 확립, 2011 년 서한 펜타힐즈 이다음을 시작으로 중산지구 브랜드화 진행
2019 년	아이에스동서, A2-1 블록 약 4,000 억원에 매입

자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

그림11 **경북 경산시 중산지구 위치(좌), 중산지구 지구단위계획 총괄도**



자료: Google Maps, 경산시, LS증권 리서치센터

아이에스동서의 중산지구 사업은 대지면적 약 3.2만평, 총 4개 필지로 구성된 주상복합 중심 개발로, 단일 프로젝트 기준 매출 규모가 큰 대형 현장이다. 토지 투자비 약 4천억원을 투입해 예상 매출액 3.5조원 이상, 예상 순이익 7천억원 이상 (순이익률 최소 20% 이상)의 수익을 기대하고 있으며, 이는 과거 아이에스동서의 부산 용호동 W 주상복합 개발 당시의 이익률을 반영한 추정 값이다. 사업 조감도에서 확인되듯 수변, 녹지 중심의 랜드마크형 배치로, 단지 자체 상품성 (뷰, 커뮤니티, 상징성 등)을 통해 주변 시세를 리딩할 가능성이 높다고 판단된다. 평형 구성으로는 40평대 비중이 43%로 가장 크고, 50평 이상도 32%로 많기 때문에 일반적인 주거 단지와는 포지셔닝이 아예 다르다고 보여진다. 분양은 1단지 4월, 2단지 10월로 순차적으로 진행될 예정이며, 각 단지 모두 비슷한 규모의 분양 세대로 나누어진다.

그림12 **아이에스동서 중산지구 사업 개요**

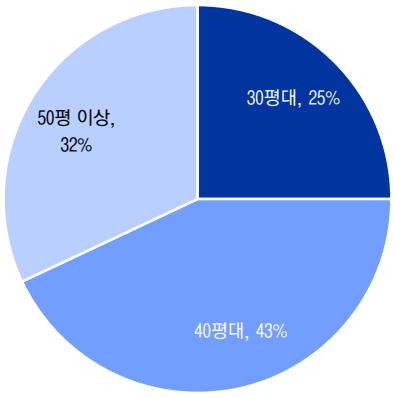
	비고
대지면적	32,000 평
토지현황	총 4 개 필지
유형	주상복합 외
토지투자비	4 천억원
예상매출액	3.5 조원
예상순이익	7 천억원
예상순이익률 (%)	20.0

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림13 **아이에스동서 중산지구 사업 조감도**

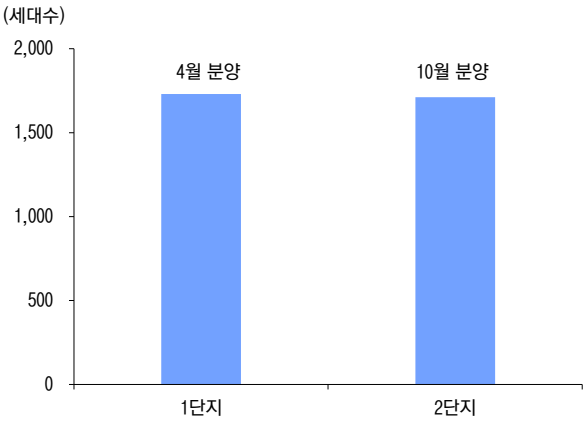
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림14 **경북 경산시 중산지구 펜타힐즈 W 평형 구성**



자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림15 **경북 경산시 중산지구 펜타힐즈 W 세대수**

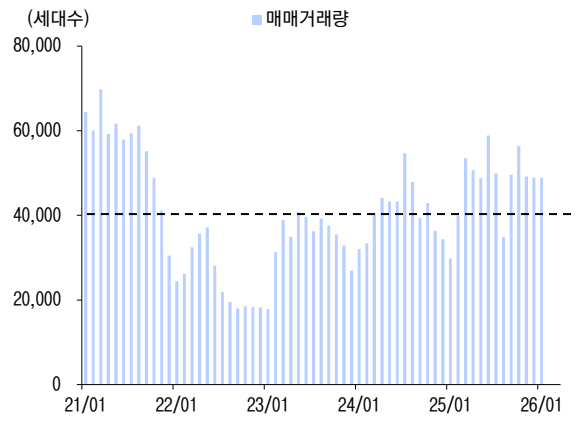


자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

현재 부동산 시장 상황을 잠시 점검해보자면, 아파트 매매거래량은 서울, 수도권이 토지거래허가제 등 규제로 묶이며 둔화되었음에도 불구하고, 월 4~5만여세대의 거래가 유지된다는 점은 지방을 중심으로 실수요 거래가 점진적으로 살아나고 있음을 의미한다. 반면 입주물량은 중장기적으로 감소 추세가 뚜렷해, 공급 사이클 측면에서 신축 희소성이 강화되는 국면이다. 공급 축소와 더불어 도시의 노후도, 특히 영남권 주요 도시의 노후도가 높아진 상황으로, 주거 수요가 구축에서 신축으로 이동할 유인 역시 커지고 있다. 이 과정에서 최근 민간 아파트 초기 분양률의 하단이 과거 대비 서서히 올라오고 있는 모습은, 시장이 조정 국면에서도 분명 좋은 입지의 신축은 소화한다는 수요의 질적인 변화를 반영한다.

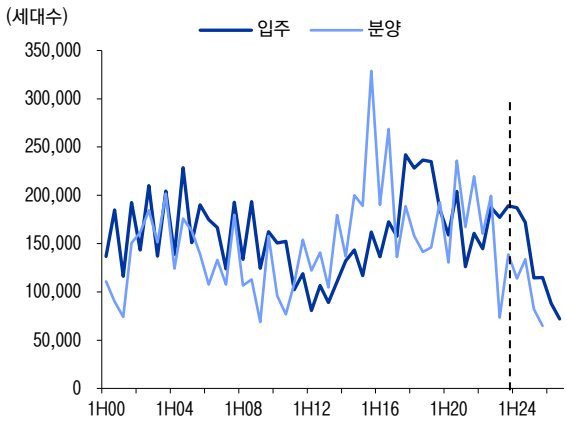
종합해보면, 규제 영향으로 수도권 거래가 눌려도 지방 중심의 거래 회복이 나타나는 가운데, 입주 감소와 주택 노후도 누적이 신축 선호를 구조적으로 지지하는 환경이다. 이는 중산지구와 같은 대규모 신축 공급의 가시성을 높이는 방향으로 작용할 가능성이 큰 시점으로 판단된다.

그림16 **전국 아파트 매매거래량 추이**



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림17 **전국 아파트 입주물량 추이 및 전망**

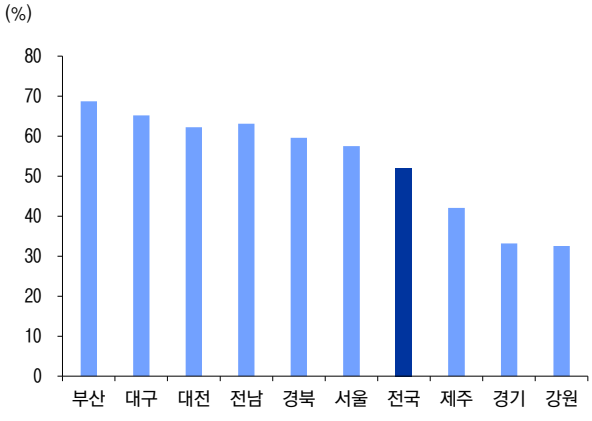


자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림18 **민간 아파트 초기분양률 추이**

자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림19 **전국 도시별 노후도 비교**

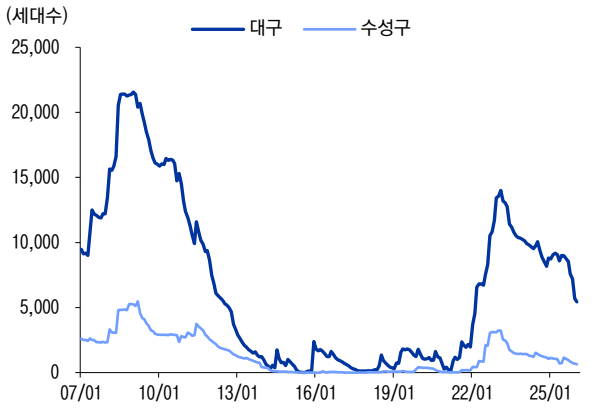


자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

우리 나라 지역 중 가장 미분양, 준공 후 미분양이 많았던 대구는 이제 완연한 리스크 감소 구간에 접어든 것으로 보인다. 대구의 미분양 추이는 꾸준히 감소세에 접어든지 오래다. 대구의 일시적인 공급 증가에 따른 미분양 슈팅 이후로 건설사들이 보수적으로 신축 분양에 접근하면서, 장기적인 공급 공백과 악성 물량의 할인 분양에 따른 자연스러운 미분양 감소가 이어지고 있는 상황이다. 악성 재고인 준공 후 미분양 역시 피크 아웃이 되며 지역 전체가 미분양 리스크에서 서서히 벗어나고 있다. 2023년 입주 물량 피크 이후로는 의미있는 수준의 분양이 일어나지 않았기 때문에, 신축 공급이 당분간은 공백일 수밖에 없다.

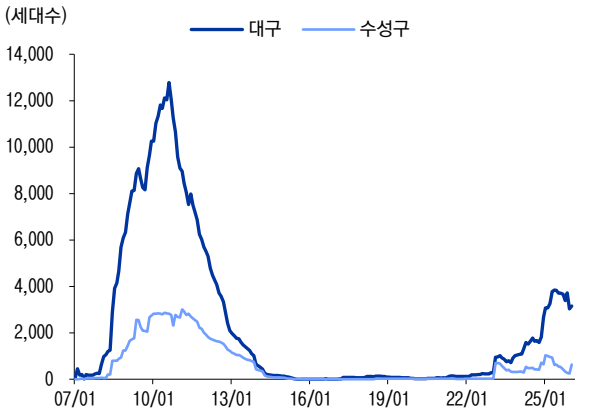
특히, 아이에스동서 경산 펜타힐즈 필지의 배후 수요가 되는 수성구는 대구의 핵심 지역으로, 오피스와 같은 업무 시설, 교육 시설이 집약되어 있어 악성 재고 자체가 없다.

그림20 **대구 수성구 미분양**



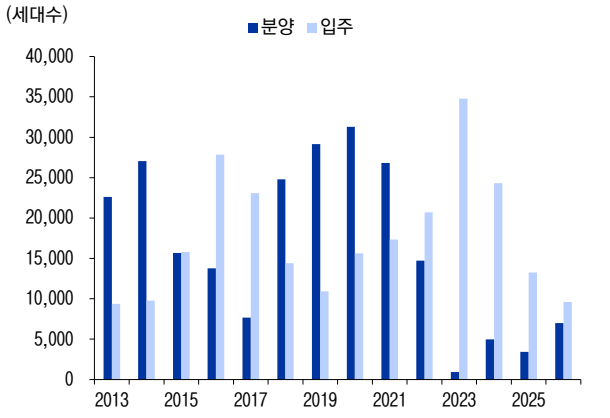
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림21 **대구 수성구 준공 후 미분양**



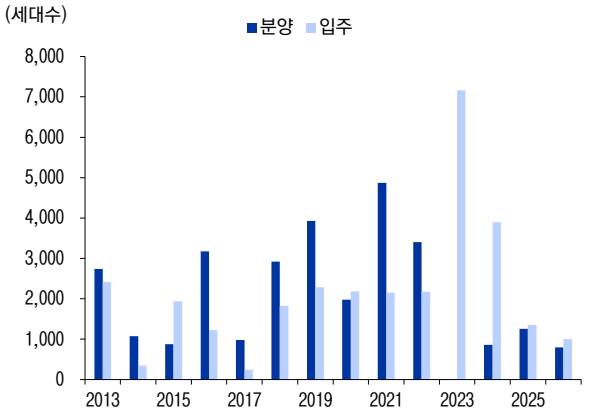
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림22 **대구 신축 분양, 입주 추이**



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림23 **대구 수성구 신축 분양, 입주 추이**

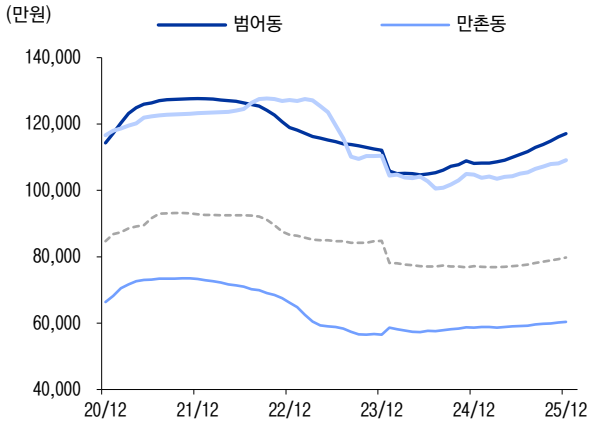


자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

대구 수성구 핵심 권역은 부동산 가격 조정 이후에 최근 다시 가격이 반등하면서 수요가 집중되는 프라임 입지의 회복 탄력성이 확인되었다. 수성구 범어동의 평균 평당 가격은 3천만원이나, 힐스테이트 범어, 범어W, 어나드 범어 등의 아파트들은 평당 3,700~4,500만원의 높은 시세를 유지하고 있다. 이는 범어동이 핵심 학군이자, 똘똘한 한 채 선호 현상으로 수요가 몰리면서 높은 실거래가가 유지되고 있는 것으로 해석된다. 범어W 84㎡의 실거래가가 15억원 내외인데, 대구 전체의 주택 평균 가격이 3억 5천만원인 것은 대구에서 수성구 범어동의 거주 가치를 짐작케 한다.

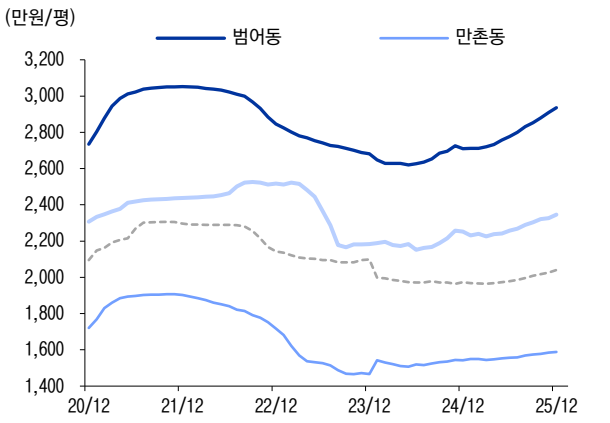
반면, 동일한 수성구 내에서도 동부 시지권은 가격 하락 흐름이 이어지며, 수성구라는 행정구역 안에서도 생활 인프라에 따른 가격 차이가 나타나는 모습이다. 지역 단위의 동반 반등이 아니라, 생활권, 상품성, 선호도에 따른 선별적 회복이 나타난다는 의미이다. 반면, 수성구에 인접한 중산지구의 중위매매 가격은 우상향이 뚜렷하게 확인되고 있기 때문에, 수성구 내 비 핵심 권역 대비 경쟁력이 있는 지역이라고 보여진다.

그림24 **대구 수성구 주요 지역 중위매매가격 추이**



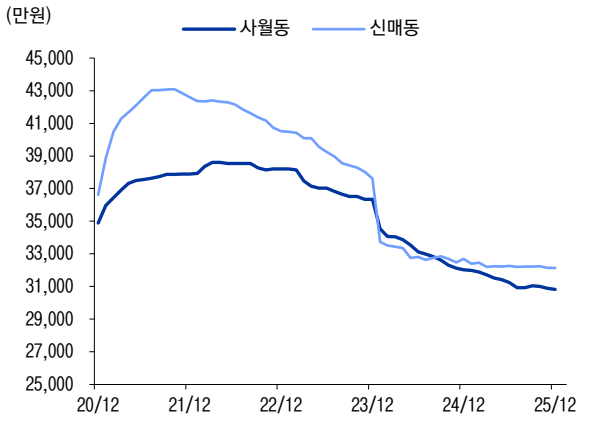
자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림25 **대구 수성구 주요 지역 평당 가격 추이**



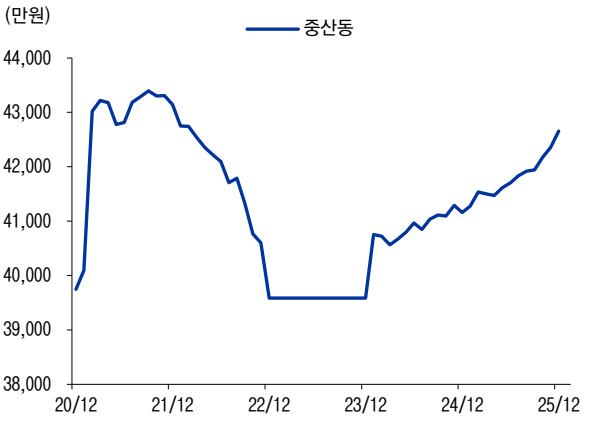
자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림26 **대구 수성구 동부 시지 지역 중위매매가격 추이**



자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림27 **경산시 중산지구 중산동 중위매매가격 추이**

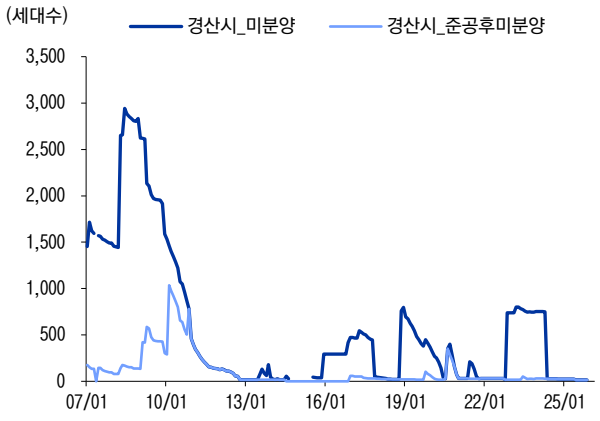


자료: REPS, LS증권 리서치센터

중산지구가 속해 있는 경산시는 미분양, 준공 후 미분양 리스크가 낮은 지역이다. 경산시는 분양, 입주 공급 자체가 제한적인 환경이었기 때문에 공급 사이클 측면에서 부담이 크지 않다. 다만 중산지구와 경산시 전체의 생활권, 수요권이 완전히 일치한다고 보기는 어려워 경산시의 공급 환경은 참고 지표 정도로만 확인하면 되겠다. 참고로 중산지구 펜타힐즈 필지 아파트들의 미분양, 준공 후 미분양은 전무하다.

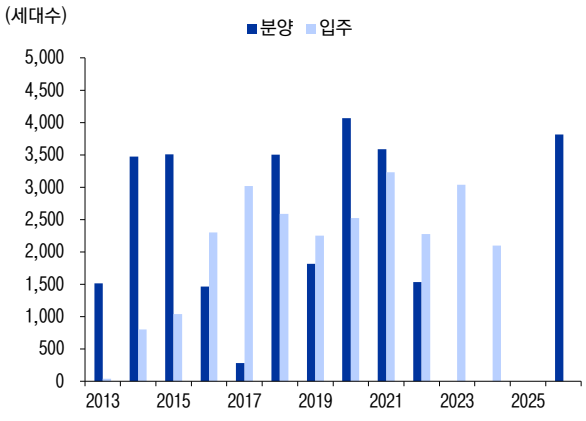
펜타힐즈 W가 공급 예정인 아이에스동서 필지 인근의 중산 자이의 평당 가격은 우상향 흐름이 지속되고 있다. 해당 생활권에서 실수요의 신축 선호가 가격 상승을 야기하고 있다고 보여진다. 재고 부담은 제한적이면서, 인접 신축 단지의 가격 반등이 확인되는 구간이라는 점에서 펜타힐즈 W가 분양하기에 우호적인 환경이라는 판단이다. 언론에서 제시되고 있는 펜타힐즈 W의 평당 분양가는 2천만원 초반 수준으로 중산 자이와 비슷하거나 5% 정도 높은데, 펜타힐즈 W의 준공 예상 시점이 2030년 9월인 점을 고려할 때 장기적인 자산가치의 우상향 관점에서는 비교적 현실성 있는 분양 가격 수준으로 판단하고 있다.

그림28 **경북 경산시 미분양, 준공 후 미분양**



자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림29 **경북 경산시 주택 분양, 입주 추이**

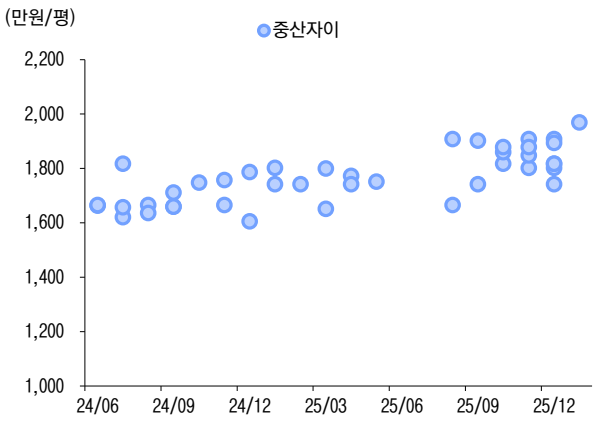


자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림30 **중산자이와 펜타힐즈 W 입지 비교**

자료: 호갱노노, LS증권 리서치센터

그림31 **중산자이 평당 가격 추이**



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

펜타힐즈 W의 예상 매출 3.5조원이 진행 기준으로 인식 된다는 가정 하에, 2030년 준공 시점까지 가정한 매출 흐름은 다음과 같다. 2026년에 착공이 시작되긴 하지만, 자체사업의 경우 진행/인도 구분 기준이 중도금 1차 납입 시점 대비 공사 진행률이 10%를 넘는지 여부에 따라 결정되기 때문에 2026년에는 매출이 일어나지 않는다. 매출 피크는 공사 헤비테일 특성상 2029년 1.5조원의 매출이 인식될 것으로 가정했고, 2030년에는 1조원의 매출이 일어나며 준공, 정산이 될 것으로 가정했다.

표14 **경산 중산지구 연도별 매출 가정**

▶중산지구 매출 가정 (단위: 십억원)	총 매출	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
전체 매출 규모 및 연도별 매출 인식 가정	3,500	0	350	525	1,575	1,050	0
진행률 가정 (%)		*0*	*10*	*15*	*45*	*30*	*0*

자료: LS증권 리서치센터

그림32 **경북 경산시 펜타힐즈 W 전경 1: 뷰 포인트 설명**

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림33 **경북 경산시 펜타힐즈 W 전경 2: 단지 조감도, 투시도**

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림34 **경북 경산시 펜타힐즈 W 전경 3: 1 차 예정 위치**

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림35 **경북 경산시 펜타힐즈 W 전경 4: 2 차 예정 위치**

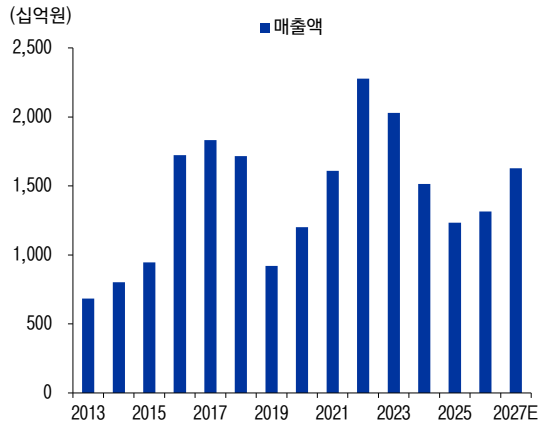
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

Part Ⅲ. 투자 포인트 2) 서서히 다져지는 펀더멘탈

바닥을 다지고 서서히 고개를 드는 실적

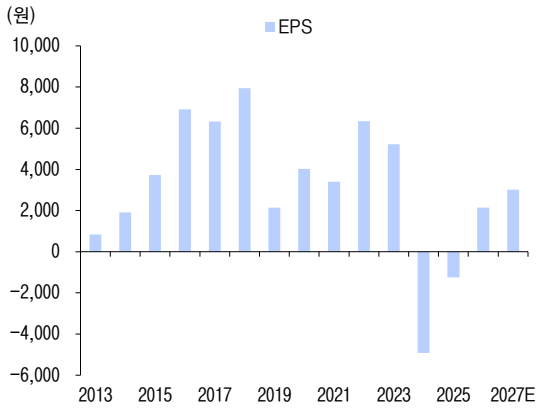
아이에스동서는 디벨로퍼인만큼 개발사업 진행에 따른 실적 변동성이 높은 종목이다. 부산 용호동 W 개발 당시에도 준공 전 연 매출액 2조원대 기업이 준공 이후 1조원까지 반토막 나기도 했다. 주택 경기가 위축되던 2023년부터는 신규 도급 수주에서도 소극적인 스탠스로 일관하며, 실적 성장 보다는 내실 다지기에 집중했다. 신규 프로젝트는 없고, 기존 사업들은 준공하며 매출에서 빠져나가다 보니 아이에스동서의 실적 감익이 불가피 했다. 거기에 폐기물, 폐배터리 재활용, PC/PHC 등의 건자재 사업들도 동반해서 업황 부진에 따른 실적 부진이 이어졌다. 그러나, 사업부 매각과 구조조정, 2025년부터 다시 시작된 건설 부문의 수주 우상향 기조 전환으로 중장기적인 실적 턴어라운드가 기대된다.

그림36 아이에스동서 매출액 추이 및 전망



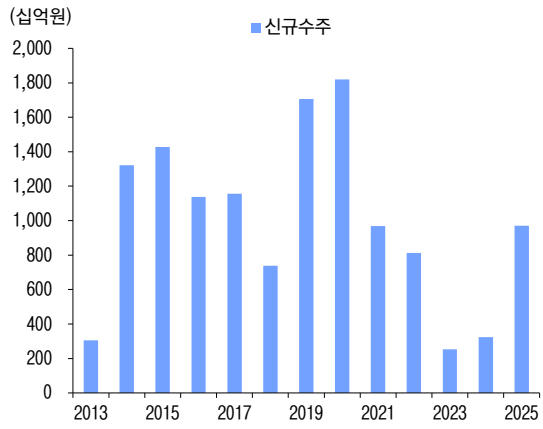
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림37 아이에스동서 EPS 추이 및 전망



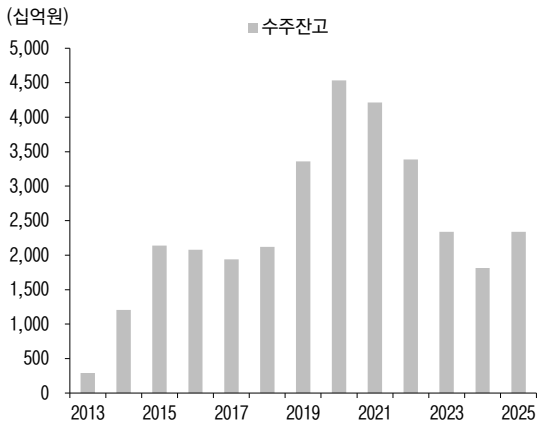
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림38 아이에스동서 건설부문 신규수주, 수주잔고



자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림39 아이에스동서 건설부문 수주잔고



자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

건설 부문은 올 해 고양덕은 6,7블록의 입주에 따른 인도 매출이 실적의 대부분이 된다. 부산 남구 용호동에서 새로이 시작하는 자체사업, 울산 남구 B-14구역 재개발 사업등이 새로운 라인업이나 진행 매출 기여는 미미한 수준일 것이다. 따라서 분기 실적 변동성이 아주 높은 한 해로 보이나, 지난해 대손 설정이 있었기 때문에 올해는 실적 하방을 다지고, 2027년부터 완연히 더해질 중산 펜타힐즈 W의 진행 매출이 실적을 견인할 전망이다. 2026년은 회복, 2027년은 성장의 한 해가 될 것으로 전망한다.

표15 **아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망**

자체사업	인식기준	전체매출	잔여매출	착공	준공	비고
울산 덕하지구 2 단지 (뉴시티 에일린의뜰)	인도	552	62	21 년	24 년	잔여분 계약, 입주에 따라 인도 매출
고양덕은 지식산업센터 8,9 블록	진행+인도	624	70	22 년	25 년	지산 진행, 오피스텔 인도 매출
고양덕은 지식산업센터 10 블록	진행/인도	249	12	22 년	24 년	지산 진행, 오피스텔 인도 매출
고양덕은 지식산업센터 6,7 블록	인도	766	540	22 년	25 년	오피스텔은 완판
울산 야음동 (호수공원 에일린의 뜰 1 단지)	인도(가정)	224	224	25 년말	28 년	310 세대
울산 야음동 (호수공원 에일린의 뜰 2 단지)	인도(가정)	136	136	25 년말	28 년	210 세대
부산 남구 용호동	진행(가정)	500	500	26 년	29 년	하반기 착공 가정, 5% 매출 반영
도급사업						
울산 남구 B-14 구역 재개발	진행	450	450	26 년말	29 년말	하반기 착공 가정, 5% 매출 반영

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터 / 주: 4Q25 고양덕은 8,9,10 미입주에 따른 매출 상각을 고려하지 않은 총매출임

표16 **아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망**

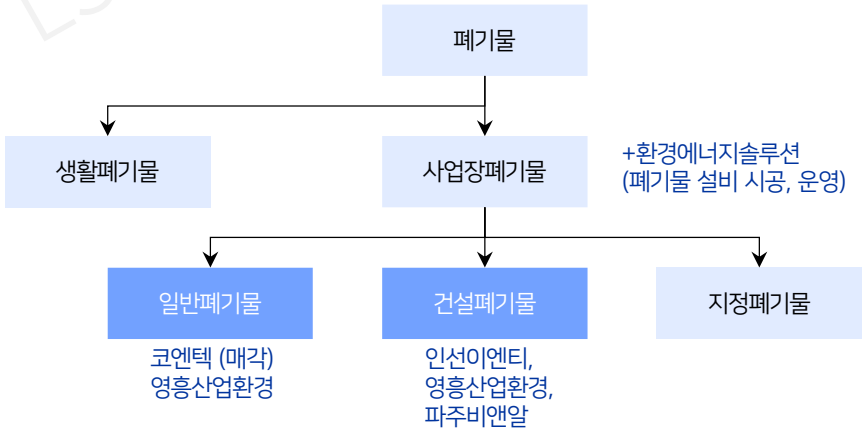
(단위: 십억원)	2025P	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	1,234	1,316	1,627	299	335	271	329	327	342	311	335
건설	442	458	706	119	142	73	108	126	123	104	105
콘크리트	265	319	358	63	73	65	64	73	86	77	83
환경_폐기물	356	373	393	76	82	93	105	89	92	91	102
환경_이차전지	128	131	132	31	30	31	36	31	32	31	36
Sales Growth (YoY %)	*-18.5*	*6.6*	*23.7*	*-27.6*	*-18.2*	*-31.0*	*9.9*	*9.3*	*2.1*	*14.9*	*1.8*
건설	*-46.4*	*3.8*	*54.0*	*-49.3*	*-41.8*	*-67.7*	*-9.4*	*6.4*	*-12.9*	*41.9*	*-3.0*
콘크리트	*61.4*	*20.2*	*12.2*	*35.0*	*115.6*	*78.7*	*35.5*	*15.1*	*17.8*	*18.7*	*29.4*
환경_폐기물	*-6.9*	*4.9*	*5.3*	*-25.8*	*-13.1*	*8.4*	*5.1*	*16.8*	*11.7*	*-1.9*	*-2.9*
환경_이차전지	*9.8*	*2.5*	*1.0*	*20.5*	*-14.0*	*-3.4*	*51.3*	*0.5*	*8.2*	*1.3*	*0.5*
판관비	248	249	249	39	45	49	116	56	62	62	69
판관비율 (%)	20.1	18.9	15.3	12.9	13.3	18.0	35.1	17.1	18.3	19.9	20.5
영업이익	66	97	183	32	54	9	-29	30	30	16	22
건설	39	49	124	32	51	3	-48	21	19	5	4
콘크리트	12	18	22	-3	3	1	11	4	5	4	5
환경_폐기물	24	29	33	3	4	7	10	5	6	7	11
환경_이차전지	-4	5	7	0	-3	-1	1	1	1	1	2
영업이익률 (%)	5.3	7.4	11.3	10.8	16.1	3.3	-8.9	9.1	8.7	5.2	6.4
건설	8.7	10.8	17.6	26.7	36.1	4.4	-44.0	16.6	15.3	5.2	4.1
콘크리트	4.5	5.5	6.1	-3.9	4.5	0.8	16.5	5.1	5.4	5.1	6.5
환경	6.8	7.7	8.5	4.4	5.3	7.1	9.4	5.5	6.4	7.4	10.9
폐배터리 리사이클링	-2.7	3.6	5.4	0.3	-11.3	-3.9	2.8	3.2	3.7	3.1	4.4
순이익	-52	67	95	0	19	-13	-59	66	6	-4	0
순이익률 (%)	-4.2	7.1	6.7	0.1	5.7	-4.7	-17.9	20.5	2.3	2.3	3.5

주: IFRS 연결 기준 / 자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

국내 폐기물 발생은 크게 생활계, 사업장, 건설, 지정으로 구분되며, 아이에스동서는 이 중 사업장 (일반, 건설) 중심으로 수거, 중간처리, 설비 시공의 다양한 밸류체인에 포지셔닝 되어 있다. 아이에스동서의 폐기물 사업은 1) 건설 폐기물을 다루는 인선이엔티, 영흥산업환경, 파주비앤알 등으로 구성되고, 2) 일반 사업장 폐기물을 다루는 영흥산업환경, 매각 절차가 진행 중인 코엔텍이 있으며, 3) 폐기물 처리를 위한 설비를 설치하고 시설을 공사하는 환경에너지솔루션으로 나눌 수 있겠다.

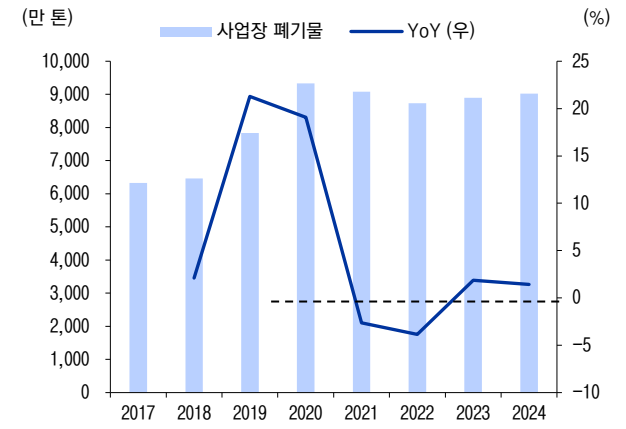
일반 사업장 폐기물은 물가 상승률 수준으로 무난하게 유지되었으나, 최근 몇 년간 건설 경기 둔화에 따른 건설 폐기물 급감으로 인선이엔티의 실적 기반이 흔들리게 되었다. 폐기물 사업이 개발 사업 변동성을 방어하는 안정적 수익원으로서 작용하지 못하게 된 것이다.

그림40 **폐기물의 분류와 아이에스동서 사업 부문**



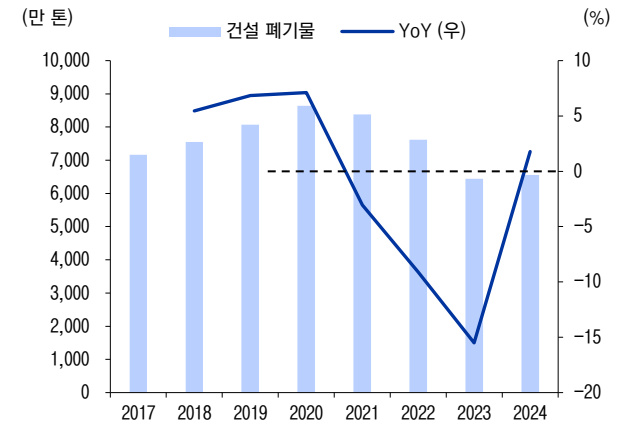
자료: LS증권 리서치센터

그림41 **사업장 일반 폐기물 발생량 추이**



자료: 환경부, LS증권 리서치센터

그림42 **건설 폐기물 발생량 추이**

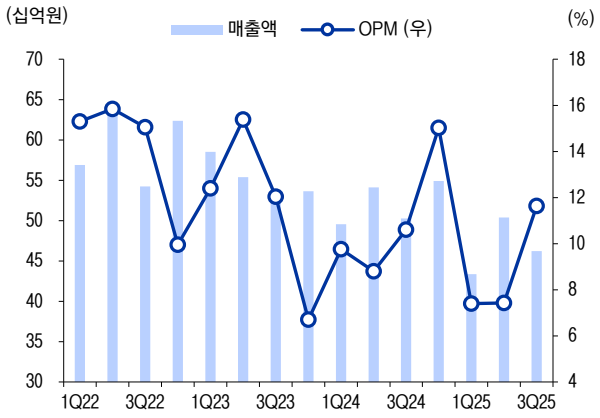


자료: 환경부, LS증권 리서치센터

그러나, 건설 폐기물 역시 업황이 나아질 여지가 있어 보인다. 아직 건설 착공이 유의미하게 늘어나고 있지는 않아서 Q 성장을 기대하기는 어려운 단계로 보이나, 올 해는 처리 단가의 상승이 실적 턴어라운드의 핵심이 될 전망이다.

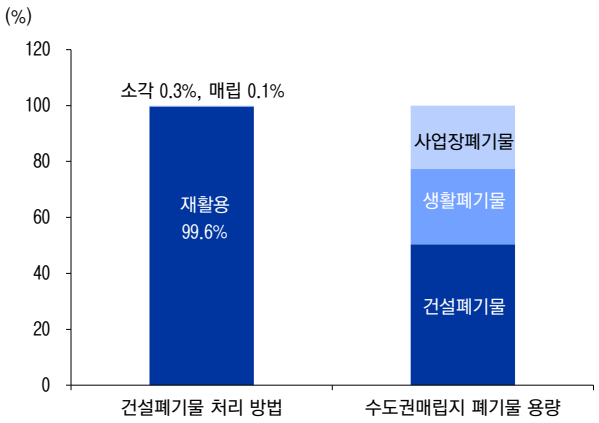
건설 폐기물은 거의 대부분이 중간 처리를 통해 재활용되는데, 이 중 0.1%가 매립이 되는데도 불구하고 그 무게와 부피로 인해 전체 수도권 매립 용량의 절반을 차지하는 수준이다. 이에 따라 수도권 매립지에서는 2025년 1월부터 건설 폐기물의 직매립 자체가 금지되면서, 매립 물량이 타 지역으로 이동되며 처리 경로의 증가와 매립 수수료 증가로 인해 되려 중간처리단가가 상승하는 모습을 보이고 있다. 중간처리단가의 상승이 먼저 일어난 이후, 착공 턴어라운드에 따른 Q 성장이 향후 수반된다면 업황 회복 시 영업 레버리지까지 기대할 수 있어 긍정적이다. 2026년은 P 성장을 통해 인선이엔티의 실적 회복을 기대해 볼 수 있겠다.

그림43 **인선이엔티 분기 매출액 추이**



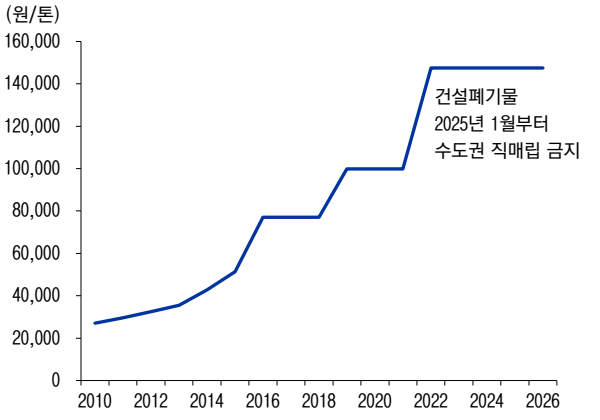
자료: 인선이엔티, LS증권 리서치센터

그림44 **건설 폐기물 재활용 비율과 매립지 용량 비중 비교**



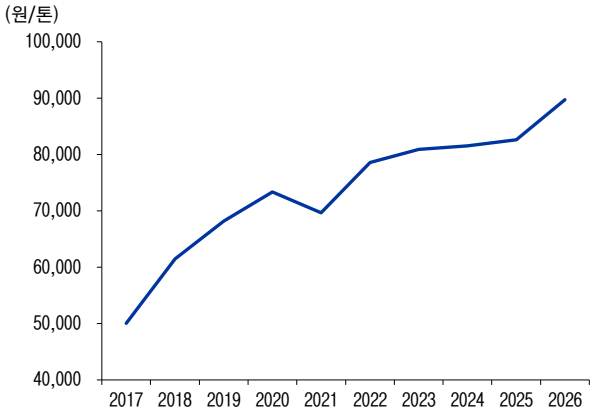
자료: 환경부, 수도권매립지관리공사, LS증권 리서치센터

그림45 **수도권 건설폐기물 매립수수료**



자료: 수도권매립지관리공사, LS증권 리서치센터

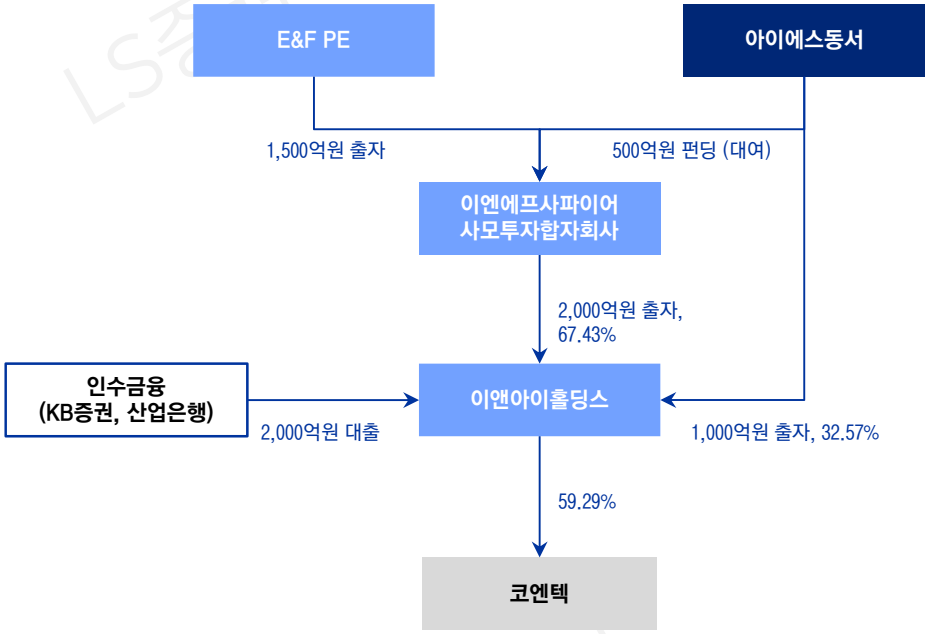
그림46 **전국 건설폐기물 중간처리단가**



자료: 한국건설자원협회, LS증권 리서치센터

아이에스동서는 2020년 E&F PE와 함께 코엔텍을 인수하며 폐기물 밸류체인 내 입지를 공고히 다졌다. 구조적으로는 PE에 LP로 참여하여 과거 인선이엔티를 매입했던 구조와 비슷하게 선투자를 진행, 이후 우선매수권으로 PE의 엑싯에 지분을 받아 연결 자회사로 편입할 가능성 역시 당시에는 열어두고 있었을 것이다. 그러나, 건설 경기 둔화에 따른 실적 감익과 고양 덕은지구의 더딘 현금 회수, 코엔텍의 실적 부진 등으로 아이에스동서가 우선매수권을 행사하지 않으면서 지난 2025년말 홍콩계 PEF Gaw Capital에 매각이 결정되었다. 아이에스동서의 매각 차익 약 1,400억원은 4Q25에 500억원, 1H26에 900억원으로 나누어 반영될 예정이다. 2026년 투자금 회수 역시 EPS 개선의 한 축이다.

그림47 2020년 당시 아이에스동서의 코엔텍 투자 구조



자료: LS증권 리서치센터

그림48 코엔텍 인수 관련 기사

거캐피탈, 국내 폐기물 1위 코엔텍 5억달러에 인수

김현성 기자 | 승인 2026.01.21 15:37

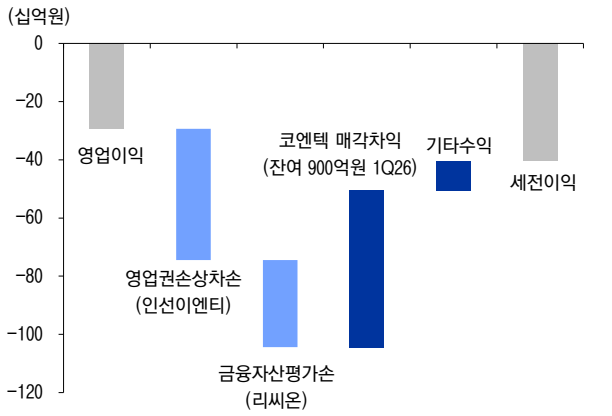
E&F PE·아이에스동서 지분 100% 확보... 아시아 폐기물 시장 거점 마련

글로벌 멀티에셋 투자운용사 거캐피탈 파트너스(Gaw Capital Partners)가 국내 통합 폐기물 관리 기업 코엔텍(Korea Environmental Technology Co., Ltd.) 인수를 완료하며 인프라 투자 부문을 확대했다.

거캐피탈은 20일 E&F 프라이빗에쿼티와 아이에스동서로부터 코엔텍 지분 100%를 약 5억달러에 인수했다고 발표했다. 이번 거래는 거캐피탈이 아시아 폐기물 산업 인프라 부문에 진출한 첫 사례로, 국내 시장의 안정적인 수익 구조와 성장 잠재력을 확보하기 위한 전략적 선택으로 분석된다.

자료: 중기 이코노미 발췌

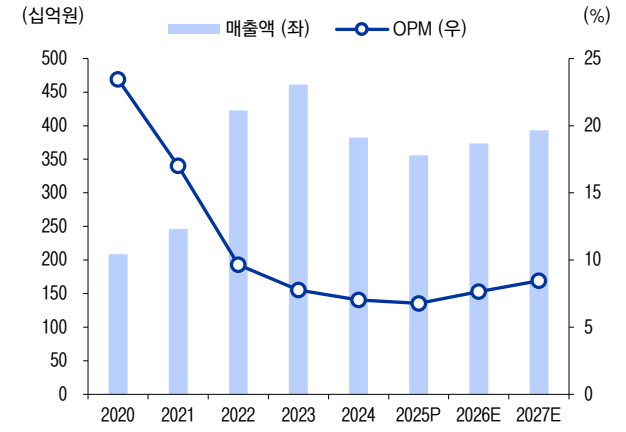
그림49 아이에스동서 4Q25 영업외 수익비용



자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

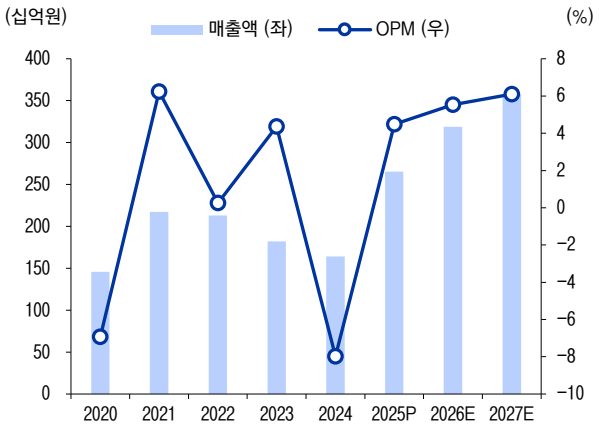
또한, 아이에스동서의 콘크리트 부문의 실적 개선세도 기대된다. PHC파일은 착공 감소에 따라 여전히 P, Q 감소 압박이 지속되고 있으나, PC의 경우는 삼성전자 P5, SK하이닉스 용인 반도체 공장 증설 등으로 국내 산업향 매출 증가와 이에 따른 이익 개선이 본격적으로 나타날 것으로 보인다. 아이에스동서의 콘크리트 부문은 이미 지난해 하반기부터 실적 회복 기조를 확인하고 있으며, 가동률 증가에 따른 이익률 개선으로 꾸준한 실적 개선세가 나타날 전망이다. 또한, 정부의 모듈러 주택 증가 정책 기조 속에서 PC 모듈러 시장 규모가 2020년 1,700억원에서 2030년 2조원 규모까지 성장할 것으로 추산되는 바, PC의 시장 풀 확대에 따른 매출, 이익 개선세는 중장기적으로 이어질 것으로 보인다. 폐배터리 재활용은 업황 둔화에 따라 스크랩 물량 자체가 줄어들어 낮은 가동률로 의미있는 실적을 보기는 어려운 구간이나, 주요 광물 가격 급등으로 중장기적인 회복 기조를 가정했다. 전 사업부가 업황 바닥을 지나고, 조금씩 실적이 개선되는 힌트를 보이고 있다는 측면에서 긍정적이다.

그림50 **아이에스동서 폐기물 부문 실적 추이 및 전망**



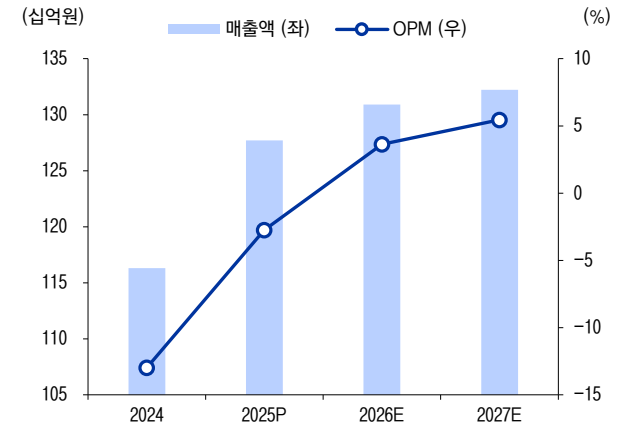
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림51 **아이에스동서 콘크리트 부문 실적 추이 및 전망**



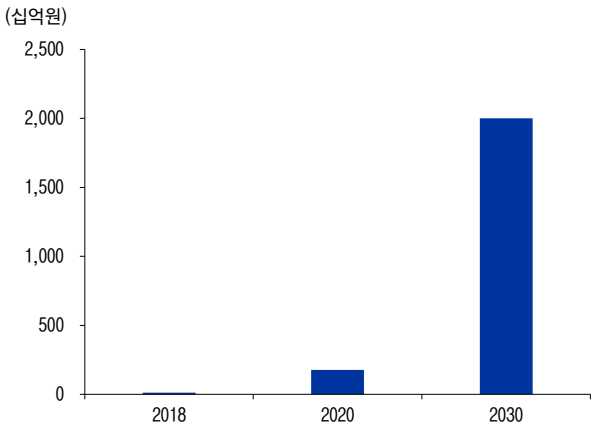
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림52 **아이에스동서 폐배터리 재활용 부문 실적 추이 및 전망**



자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림53 **국내 PC 모듈러 시장 규모**



자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

Part Ⅳ. 투자 포인트 3) 고도화되는 디벨로퍼 시장

디벨로퍼의 스페셜티가 부각될 미래

아이에스동서는 디벨로퍼인만큼 개발사업 진행에 따른 실적 변동성이 높은 종목이다. 부산 용호동 W 개발 당시에도 준공 전 연 매출액 2조원대 기업이 준공 이후 1조원까지 반토막 나기도 했다. 주택 경기가 위축되던 2023년부터는 신규 도급 수주에서도 소극적인 스탠스로 일관하며, 실적 성장 보다는 한국과 같이 건설사가 주도적으로 자금조달, 토지 탐색, 매매, 상품 기획, 설계 등 부동산 디벨로퍼의 영역을 포함하여 판매, 클레임, 관리 등과 같은 준공 후 부동산 관리업까지 전 공종을 모두 영위하는 국가는 없다. 대부분의 국가는 세부 공종별 특화된 전문 기업이 있으며, 특히 토지 탐색, 상품 기획 등과 같이 전체 사업성에 있어 가장 중요한 가치 판단은 모두 부동산 디벨로퍼의 영역이다. 건설사는 소위 하우스 메이커 (House Maker) 라는 이름으로 시공 그 자체에 집중할 따름이다. 가까운 예로 일본과 한국의 건설 시장 밸류체인을 비교해보면 큰 차이가 있는 것을 알 수 있다. 일본의 경우는 부동산 회사, 즉 디벨로퍼가 주체가 되어 자금을 직접 조달하고 토지를 취득하며, 완성된 프로젝트에 대해 재고로 유보하거나 분양하는 등의 결정을 직접 하게 된다.

한국 건설사는 자금 조달 단계부터 건설사의 신용 보증을 바탕으로 시행사가 자금 조달을 실시하며, 건설사가 주도적으로 사업성 분석을 진행하고, 분양 대행사를 직접 고용하여 판매에 개입한다. 한국형 디벨로퍼란 결국 주체가 건설사라고 하더라도 토지 투자와 기획 능력을 바탕으로 분양~엑싯을 통한 막대한 이익을 수취하는 구조로 성장해왔다고 할 수 있다.

표17 일본과 한국의 건설 시장 밸류체인 비교

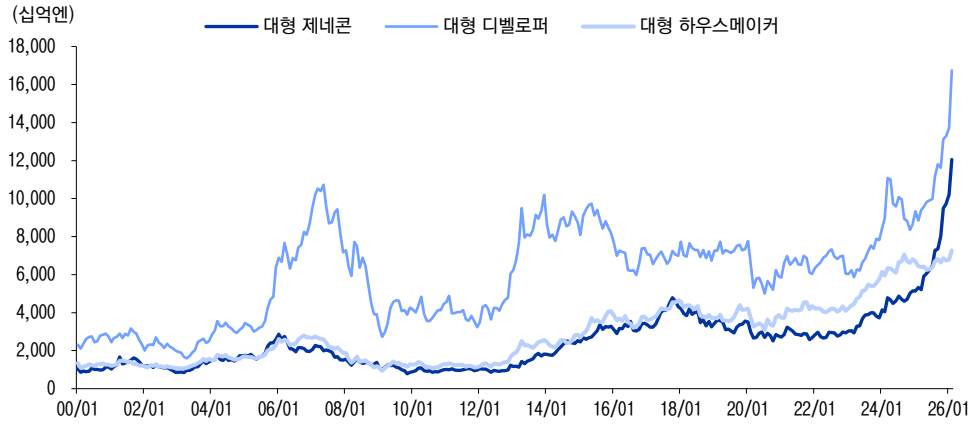
	밸류체인	Financing	Acquisition	Planning	Construction & Control	Construction	Hold	Sell	Management	After Service
	상세	자금조달	토지 탐색 가치 평가 토지 매매	상품 기획 상품 설계 행정적 대응 마케팅	지반 조사 기반 설계 상세 설계 시공 관리	시공	토지 보유 건물 보유	계획 책정 판매 실시 판매 계약	판매 계획 판매 관리	점검 클레임 대응
일본	건설사				O	O				
	디벨로퍼	O	O	O	O		O	O	O	O
한국	건설사	O	O	O	O	O				
	시행사		O							
	분양대행사							O	O	
설명	일본	부동산 회사가 주체가 되어 자금조달, 토지 취득 Planning과 Construction Control을 부동산 회사가 실시, 건설사는 Construction만 진행 완성 프로젝트에 대한 Hold와 Sell을 함께 영위. 부동산 회사의 경우 Hold의 목적이 많음								
	한국	건설회사의 신용보증을 바탕으로 시행사가 자금조달을 실시하여 토지 취득 건설회사 주체로 Planning-Construction Control-Construction 진행 한국은 Sell 위주로 Capital Gain 취득 후 사업 종료								

자료: 노무라 종합연구보고서, LS증권 리서치센터

가까운 일본의 경우는 이미 토목 사업 등을 영위하는 제네콘 (General Construction), 주택에 집중하는 하우스 메이커, 토지 및 부동산 개발에 특화된 디벨로퍼로 사업 영역이 나뉘어져있다. 각 회사별 영업이익률을 비교해보면, 레버리지를 통한 부동산 투자를 통해 개발이익을 수취하는 디벨로퍼가 월등히 높은 이익 구조를 가지고 있는 모습이다. 한국의 경우도 주택 도급 마진율이 매출총이익률 기준 10~15% 수준이나, 직접 토지 투자를 통한 자체주택의 경우는 매출총익률이 최소 20% 이상, 평균 30%가 넘는 수준이다.

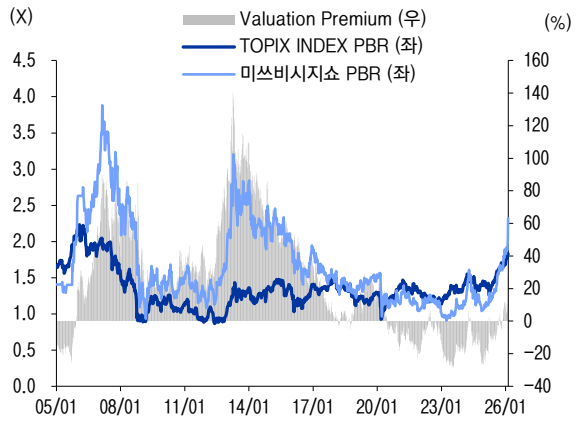
이렇듯 우량한 수익성과 성장성을 바탕으로 하는 일본 부동산 디벨로퍼인 미쓰비시지쇼, 미쓰이부동산은 주로 일본 주식시장 대비 밸류에이션 프리미엄을 받아왔다. 한국 시장 역시 디벨로퍼가 고도화, 전문화 되면서 점차 시장 대비 밸류에이션 프리미엄을 받아갈 수 있을 것으로 기대한다.

그림54 **일본의 제네콘, 하우스메이커, 디벨로퍼의 시가총액 비교**



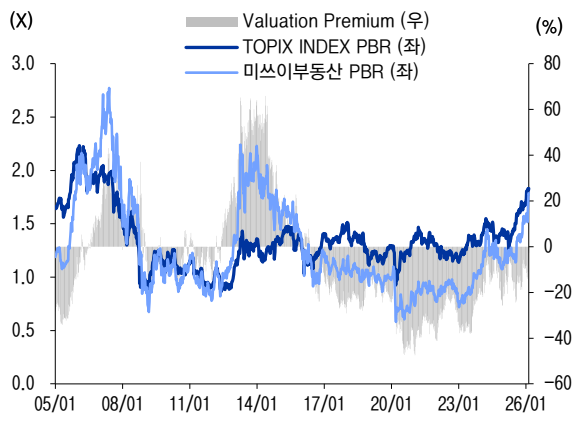
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: 제네콘은 카지마건설 외 3사, 디벨로퍼는 미쓰이부동산 외 2사, 하우스메이커는 세키스이하우스 외 2사 합산 기준임

그림55 **미쓰비시지쇼 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 추이**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림56 **미쓰이부동산 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 추이**

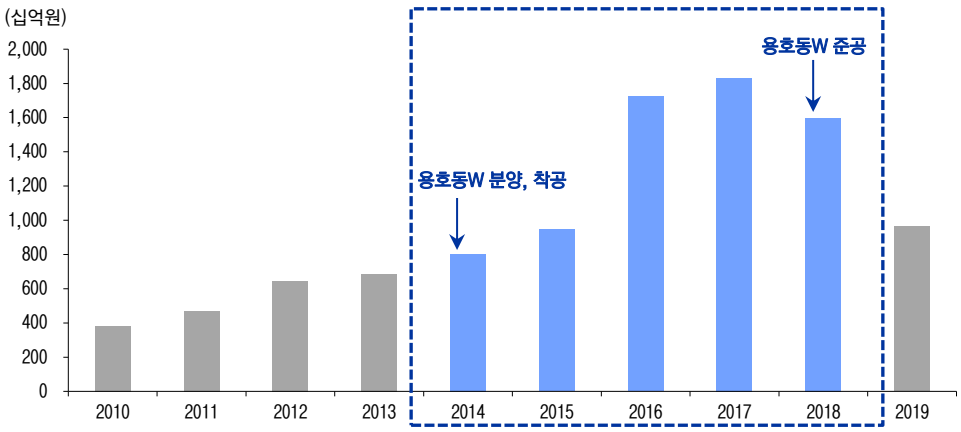


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

아이에스동서 역시 2014년부터 완연하게 디벨로퍼로 전환한 회사이다. 부산 용호동 주상복합인 용호동 W의 성공적인 공급에 따라 매출과 이익 Jump-up을 기록했으며, 해당 현장에서만 순이익률 25% 이상을 거머쥐는 쾌거를 거두었다. 용호동 W는 총 1,488세대로 2014년 3월 분양을 시작했으며, 초기 토지투자비는 약 1천억원 수준으로 추산된다. 아이에스동서는 용호동 W 레코드를 바탕으로 주택 사업 전반이 레벨업 되는 계기가 되었으며, 주택 브랜드 고도화 및 디벨로퍼로서의 역량을 시장에 확인시켰다.

당시 아이에스동서의 매출액은 6천억원 수준으로, 용호동 W 한 현장에서 발생될 예상 매출액만 1.5조원으로 당시 매출의 2배가 넘었으며, 주가 역시 용호동 W의 분양 소식에 따라 3배 이상 슈팅하는 모습을 보여주었다. 아이에스동서는 매출 볼륨 성장이 아닌 구조적 이익 증가에 집중하는 디벨로퍼로서의 역량을 두루 갖추고 있으며, 장기적으로 한국 디벨로퍼 시장 고도화에 따른 저변 확대가 기대되는 바이다.

그림57 **아이에스동서 매출액 추이: 용호동 W로 급격한 성장, 디벨로퍼로서 성공적으로 거듭남**



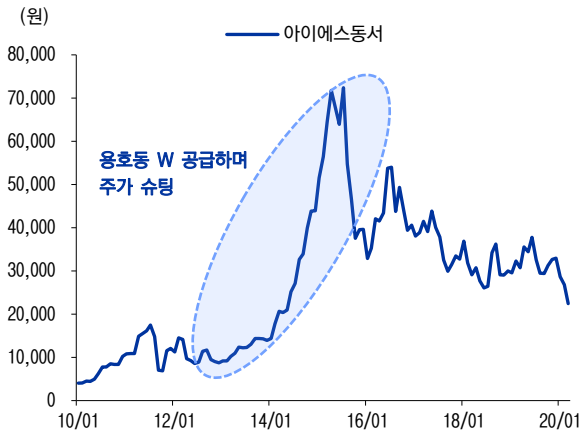
자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림58 **아이에스동서 부산 용호동 W 현장 개요**

	비고
착공일	2014 년 3 월
준공일	2018 년 4 월
세대수	1,488 세대
토지투자비	약 1 천억원
매출액	1.5 조원
추정 순이익	약 4 천억원
추정 순이익률	26.7%

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

그림59 **아이에스동서, 용호동 W 성공적 분양으로 주가 슈팅**



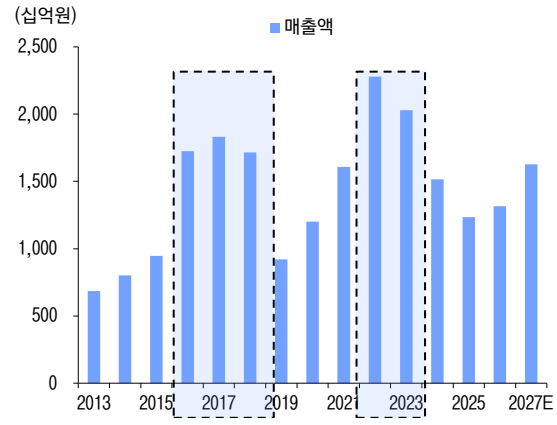
자료: 아이에스동서, FnGuide, LS증권 리서치센터

Part Ⅴ. 리스크, 기회 요인 점검

리스크는 다음 토지, 기회도 다음 토지

아이에스동서는 개발 사업 비중이 높은 사업 구조상 토지 매입 이후 본격적인 착공, 분양이 시작되는 시점에 특정해 매출, 이익이 집중되며 실적 변동성이 구조적으로 발생한다. 주가는 매출 피크 시점보다는 3년정도 선제적인 시점, 즉 개발 사업 착공 전후로 슈팅을 늘 보여왔기 때문에, 현 시점이 Trading Buy 하기 좋은 것은 분명하다. 다만, 경산 중산지구 이후 다음 Land bank가 없다는 점이 주가 변동성을 만드는 리스크 요인이라고 하겠다. 그러나 아이에스동서의 그 동안의 행보를 살펴보면, 대형 개발사업이 끝나며 현금 회수가 빨라지는 시점에 늘 새로운 토지의 매입을 진행해왔기 때문에, 펜타힐즈W 입주 시점 전후로 추가 토지 매입이 나타날 가능성이 높다고 판단된다.

그림60 아이에스동서 매출액 추이

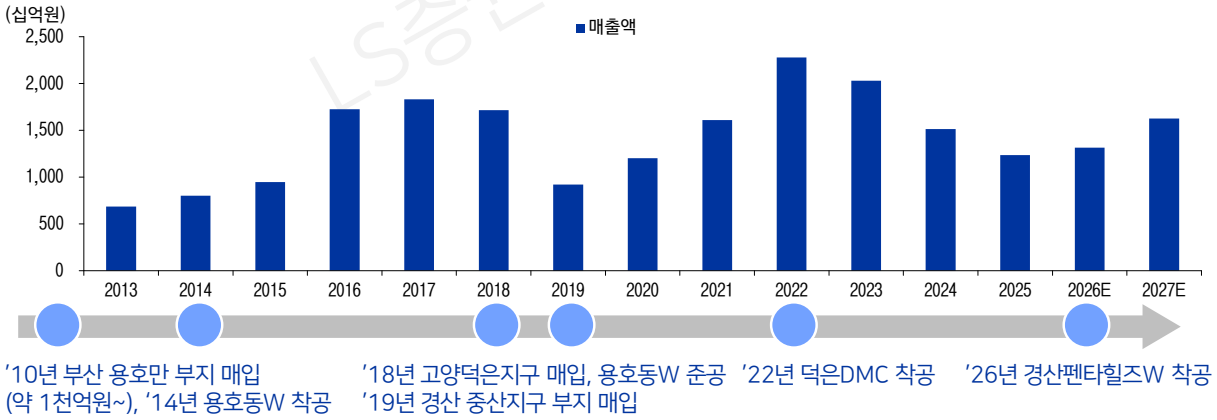


자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림61 아이에스동서 주가 추이

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림62 아이에스동서 주요 개발사업 매입 시점과 매출액 타임라인 비교

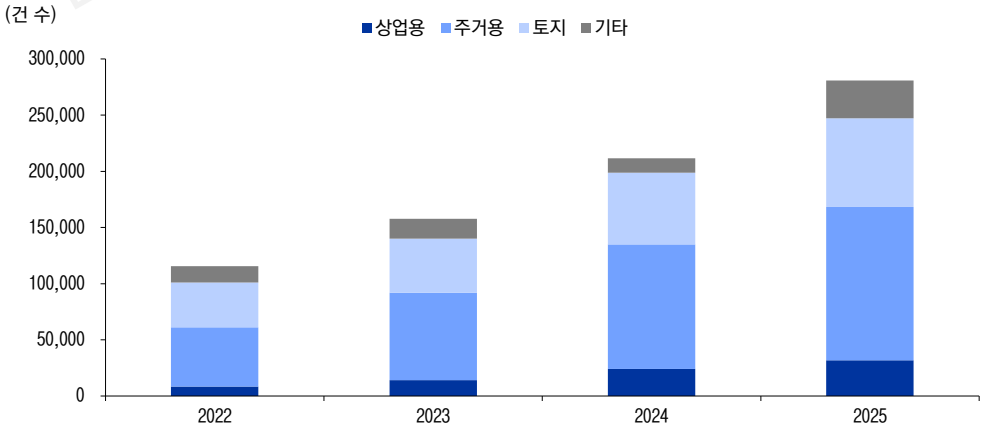


자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

레고랜드 사태 이후로 PF 시장의 자금 경색이 짙어지면서, 유동성 압박을 받은 사업장들이 정리 국면에 들어가고, 그 결과 법원 경매로 넘어오는 물건 수가 빠르게 늘어나고 있다. 구성상 주거용 부동산뿐만 아니라 토지 비중도 확대되고 있어, 개발 사업의 출발점인 양질의 토지 확보가 과거 대비 용이해지는 환경으로 판단한다. 물론 현 시점에서 나오는 경매 물건의 사업성이 경매로 인한 할인율을 고려해도 좋지가 않다 보니, 토지의 낙찰률 자체가 높지는 않다. 그러나 낙찰되는 토지들의 감정가 대비 낙찰가 갭이 축소되고 있어, 선별적인 토지 투자가 일어나고 있음을 알 수 있다.

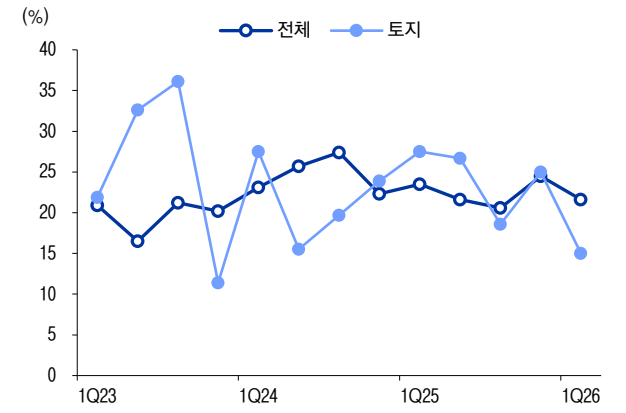
아이에스동서 입장에서는 개발 경험과 사업 역량을 바탕으로 경매로 나온 토지 중 사업성이 높은 물건을 선별해 확보할 수 있는 좋은 시장이 몇 년간 열린다는 측면에서 긍정적으로 판단된다.

그림63 **법원 경매 물건별 진행 건수 추이**



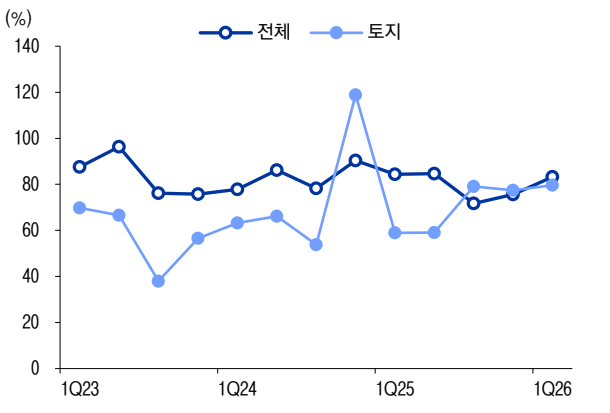
자료: 법원경매통계, LS증권 리서치센터

그림64 **법원경매 매각율 (매각건수/경매건수) 추이**



자료: 법원경매통계, LS증권 리서치센터

그림65 **법원경매 매각가율 (낙찰가/감정가) 추이**

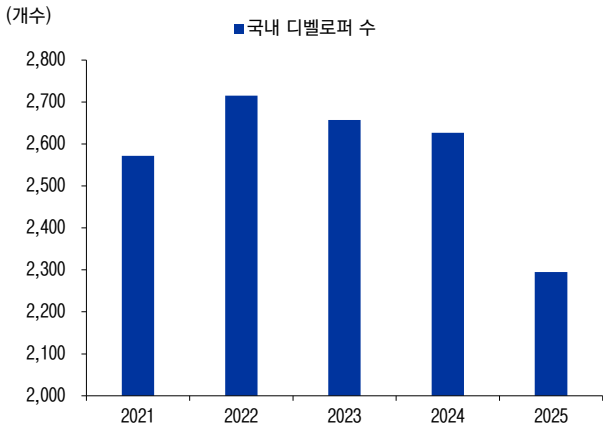


자료: 법원경매통계, LS증권 리서치센터

또한, 부동산 다운 사이클이 길어지면서 국내 디벨로퍼 수는 감소하고, 폐업 업체가 늘어나면서 업계 전반적으로 구조조정이 진행되었다. 레버리지에만 의존해 사업을 무리하게 확장해온 영세, 중소 디벨로퍼들이 시장에서 이탈하면서, 경쟁 강도가 낮아지는 국면이다. 자기자본이 취약한 사업자들이 먼저 무너지는 과정에서, 향후 신규 사업은 자금력, 트랙 레코드, PF 조달 능력을 갖춘 업체 위주로 재편될 가능성이 높다.

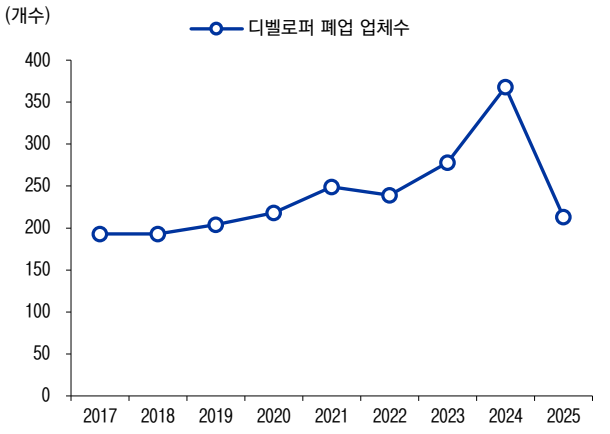
아이에스동서 입장에서는 경쟁사 축소로 인해 1) 사업지 소싱 기회가 늘고, 2) 매입 협상력이 높아지며, 3) 향후 분양시장 회복 시 공급 주도권을 잡을 수 있다는 측면에서 긍정적으로 보인다. 결론적으로 금번 다운 사이클이 정상 플레이어 중심으로의 재편을 야기하면서, 아이에스동서에는 구조적 기회요인이 될 것으로 기대한다.

그림66 **국내 디벨로퍼 수 추이**



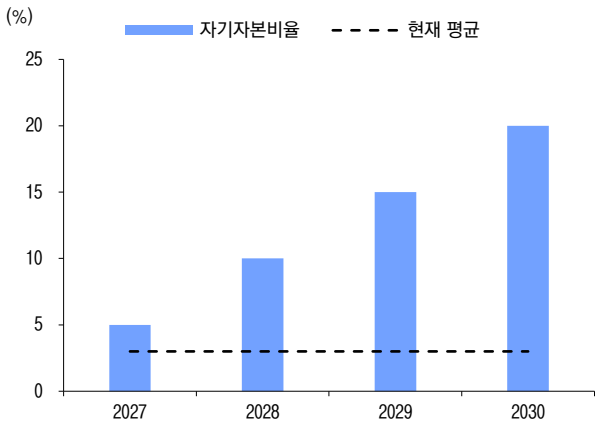
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림67 **국내 디벨로퍼 폐업 추이**



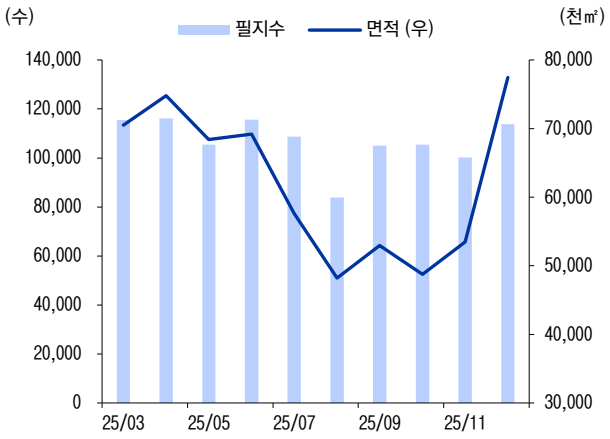
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림68 **우리 나라 디벨로퍼 자기자본 권고 비율**



자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

그림69 **토지 매매거래 추이**



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

아이에스동서 (010780)

재무상태표

(십억원)	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,117	1,600	1,633	1,895	2,443
현금 및 현금성자산	364	11	98	270	662
매출채권 및 기타채권	290	237	360	401	526
재고자산	1,373	1,251	1,081	1,115	1,114
기타유동자산	90	101	93	109	141
비유동자산	1,437	1,758	1,930	1,888	1,785
관계기업투자등	567	735	979	1,010	979
유형자산	726	880	807	734	662
무형자산	144	144	144	144	144
자산총계	3,554	3,358	3,562	3,783	4,228
유동부채	1,601	1,637	1,746	1,837	2,025
매입채무 및 기타재무	183	227	319	393	564
단기금융부채	540	547	554	561	568
기타유동부채	878	863	873	883	893
비유동부채	396	399	403	407	410
장기금융부채	27	27	27	28	28
기타비유동부채	369	372	376	379	383
부채총계	1,997	2,036	2,149	2,244	2,435
지배주주지분	1,359	1,154	1,234	1,343	1,564
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	397	397	397	397	397
이익잉여금	937	900	992	1,117	1,370
비지배주주지분(연결)	198	168	180	196	228
자본총계	1,557	1,322	1,414	1,539	1,792

손익계산서

(십억원)	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	1,515	1,234	1,316	1,627	2,259
매출원가	1,126	921	969	1,195	1,647
매출총이익	389	314	347	432	612
판매비 및 관리비	219	248	249	249	270
영업이익	170	66	97	183	342
(EBITDA)	220	127	158	244	402
금융손익	-107	-81	-69	-59	-49
이자비용	118	99	48	42	41
관계기업등 투자손익	28	28	28	28	28
기타영업외손익	-251	-66	33	-25	-24
세전계속사업이익	-160	-53	90	127	297
계속사업법인세비용	0	-1	22	32	74
계속사업이익	-160	-52	67	95	223
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-160	-52	67	95	223
지배주주	-149	-38	64	91	213
총포괄이익	-158	-51	65	94	222
매출총이익률 (%)	25.7	25.4	26.3	26.6	27.1
영업이익률 (%)	11.2	5.3	7.4	11.3	15.1
EBITDA 마진률 (%)	14.5	10.3	12.0	15.0	17.8
당기순이익률 (%)	-10.6	-4.2	5.1	5.9	9.9
ROA (%)	-4.1	-1.5	2.0	2.6	5.6
ROE (%)	-11.0	-4.1	5.7	7.4	15.3
ROIC (%)	8.2	3.0	3.4	6.9	13.0

현금흐름표

(십억원)	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-131	-151	107	321	426
당기순이익(손실)	-160	-52	67	95	223
비현금수익비용가감	266	275	274	274	274
유형자산감가상각비	43	53	53	52	52
무형자산상각비	8	8	8	8	8
기타현금수익비용	215	214	214	214	214
영업활동 자산부채변동	-237	-374	-235	-49	-71
매출채권 감소(증가)	60	-53	124	41	125
재고자산 감소(증가)	-33	-122	-170	33	-1
매입채무 증가(감소)	-81	-44	-92	-74	-171
기타자산, 부채변동	-182	-155	-97	-49	-24
투자활동 현금흐름	24	39	96	100	101
유형자산처분(취득)	1	14	14	14	14
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-52	-50	0	0	0
기타투자활동	76	75	82	86	87
재무활동 현금흐름	-173	-244	-119	-251	-138
차입금의 증가(감소)	456	17	17	17	17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-45	-15	-24	-30	-30
기타재무활동	-583	-246	-112	-238	-125
현금의 증가	-277	-353	87	172	392
기초현금	641	364	11	98	270
기말현금	364	11	98	270	662

주요 투자지표

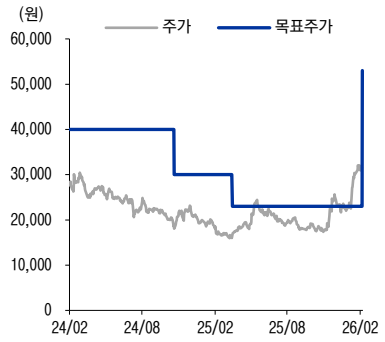
	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	14.6	10.3	4.4
P/B	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.8	13.6	10.5	6.1	2.8
P/CF	6.0	4.2	2.8	2.5	1.9
배당수익률 (%)	4.8	1.6	2.6	3.2	3.2
성장성 (%)					
매출액	-25.4	-18.5	6.6	23.7	38.8
영업이익	-50.2	-61.2	48.1	88.3	86.5
세전이익	적전	적지	흑전	41.4	133.5
당기순이익	적전	적지	흑전	41.4	133.5
EPS	적전	적지	흑전	41.4	133.5
안정성 (%)					
부채비율	128.2	154.0	152.0	145.8	135.9
유동비율	132.2	97.7	93.5	103.2	120.7
순차입금/자기자본(x)	27.2	59.6	50.3	35.6	9.3
영업이익/금융비용(x)	1.4	0.7	2.0	4.4	8.3
총차입금 (십억원)	788	798	808	818	828
순차입금 (십억원)	424	787	711	548	166
주당지표 (원)					
EPS	-4,925	-1,247	2,135	3,019	7,052
BPS	45,016	38,217	40,866	44,497	51,814
CFPS	3,505	7,379	11,325	12,247	16,468
DPS	1,000	500	800	1,000	1,000

주: IFRS 연결 기준

자료: 아이에스동서, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

아이에스동서 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.03.16	신규	김세련			
2024.04.08	Buy	40,000	-31.4		-40.7
2024.11.15	Buy	30,000	-22.8		-35.7
2025.04.10	Buy	23,000	2.4		-18.2
2025.06.09	Hold	23,000		-18.2	-7.5
2025.08.21	Buy	23,000	39.3		-7.7
2026.03.03	Buy	53,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	88.7% 11.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 1. 1 ~ 2025. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)