아이에스동서(010780.KS) 매수(유지)

지금 딱 좋은 타이밍

건설/부동산/인프라 담당 박세라
T.02)2004-9507 / park.se-ra@shinyoung.com

현재주가(12/16) 21,900원
목표주가(12M, 상향) 50,000원

Valuation Indicator

(배,%,원)	24A	25F	26F
PER	-	-	6.4
PBR	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.0	12.6	6.5
ROE	-10.2	-6.6	8.1
DPS	1,000	1,000	1,000

Key Data (기준일: 2025. 12. 16)

KOSPI(pt)	3999.13
KOSDAQ(pt)	916.11
액면가(원)	500
시가총액(억원)	6,611
발행주식수(천주)	30,187
평균거래량(3M,주)	43,569
평균거래대금(3M, 백만원)	843
52주 최고/최저	24,400 / 15,960
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(25F,%)	4.6
외국인지분율(%)	4.5
주요주주 지분율(%)	
아이에스지주 외 7 인	55.9 %
국민연금공단	5.9 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.2	9.7	-4.8	-1.1
KOSPI대비 상대수익률	19.5	-5.4	-29.8	-38.5

Company vs NYSE composite

분석의 기본 가정

- 신축 공급 물량 제한, 지역별/상품별 차별화
- 금리 변동성 축소

오랜 기다림, 2026년 상반기 경산 중산지구(펜타힐즈W) 분양 확정
투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000원으로 상향

- 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 종전(26,000원) 대비 90% 상승한 50,000원으로 제시함. 당사는 지난 2025년 4월 3일에 발간한 자료(*'진지하게 청산가치보다 저렴한 상황'*)를 통해 2025년 진정한 실적 바닥 이후 경산 중산지구 사업 가시화에 따른 기업 가치 재평가에 대해 주목했음. 그리고 드디어 경산 중산지구(펜타힐즈W)의 분양 시점이 확정된 상황에서 마침 지방 부동산 경기에도 온풍이 불고 있는 지금, 동사의 영업 및 자산 가치에 주목해야 하는 적기라고 판단됨

2025년 남은 손실 반영을 끝으로 2026년 턴어라운드

- 2025년 동사 매출액과 영업이익은 각각 1조680억원, 970억원으로 전년대비 29.5%, 42.8% 하락하는 가운데, 2025년 4분기 발생할 것으로 예상되는 영업권 손상 등 일회성 비용 반영으로 인해 순이익은 2개년도 연속 적자(-860억원)를 기록할 것으로 추정됨. 건설 경기 침체 이후 극단적인 수주 제한으로 인해 매출 공백과 비용 발생으로 실적 침체가 이어졌음. 그러나 2025년 11월 '울산 호수공원 에일린의 뜰'(최고 경쟁률 46.5대1)의 성공적인 분양 개시를 시작으로, 본격적인 '집중 분양 시기'에 돌입하면서 반등을 꾀하고 있음
- 2026년에는 덕은지구 6,7블록 입주에 따른 인도 기준 매출 약 5천억원이 상반기 나뉘어서 인식되는 가운데, 울산 신규 분양 사업장의 공정 진행 및 기존 미분양 잔여 세대 매각에 따른 추가 매출분으로 인해 자체사업부문에서만 5천억원의 매출(2025년 3900억원)을 기록할 것으로 기대됨. 2026년 경산 중산지구(사업규모 3.5조원 추정) 착공으로 2030년까지 진행 기준의 매출이 인식되면서 자체사업 매출은 2027년 약 1조원에 육박할 것으로 기대됨
- 환경 사업의 부진이 이어지고 있으나, 2026년 서울 주요 정비사업 이주/철거 개시와 함께 소폭 업황은 개선될 것으로 보임. 콘크리트 사업 역시 반도체 공장 증설 등 건축 수요가 집중되면서 점차 적자폭을 줄여가고 있는 등, 사업부 전반적으로 바닥권을 지나 회복 기조를 보이고 있음

코엔텍 매각 확정, 자산가치도 부각되는 시점

- 한편 동사가 매각을 추진하던 '코엔텍'이 지난 16일 매각대상자를 선정, 주식매매계약을 체결함으로써 해당 지분 매각에 따른 추가 이익도 기대됨. 동사는 지난 2020년 E&F프라이빗에쿼티(PE)와 함께 코엔텍과 새한환경을 인수한 바 있음. 그러나 이후 환경 사업의 부진이 지속되면서 매각을 결정하고 매수자를 찾고 있던 상황이었음. 현재 매각가액은 7천억원으로 논의되고 있어 인수 당시와 큰 차이는 없으나, 이미 투자원금이 전액 '0원'으로 상각되어 있는 상황임. 이에 보수적으로 투자원금(1500억원)만 회수한다고 가정하여도 추가 이익 및 현금 확보가 가능함

보수적 Valuation 적용해도 상승여력 충분

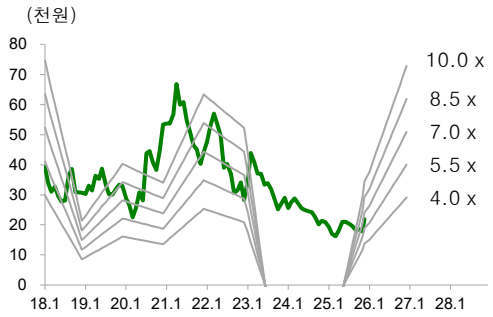
- 2026년 개시되는 경산 중산지구를 필두로 울산 사업장을 포함한 자체사업의 가치를 DCF 기법을 통해 산출, 5600억원의 영업가치로 추산됨. 환경 및 기타 사업의 영업가치를 배제한 후, 보유 자산가치만 합산하는 등 보수적인 Valuation을 적용해도 현재 적정 주주가치는 1조4660억원으로 상승여력이 충분한 상황임
- 최근 2025년 10월 기준 대구 지역 미분양 세대수는 7,568세대로 2022년 이후 처음으로 8천세대 밑으로 하락하였으며, 악성 미분양으로 불리우는 준공후 미분양 역시 3,394세대로 4개월 연속 하락세를 이어가고 있음. 본격적인 신축 입주절벽이 예고된 상태에서 상품성이 뛰어난 신축 아파트로의 이전수요가 발생하고 있는 것으로 파악됨. 2026년, 동사는 실적 부진을 털어내고 시장의 체력과 관심이 회복되는 국면에서 대규모 자체사업 분양에 나서게 되었음. 아이에스동서의 오랜 기다림을 끝내고 다시 한 번 도약하는 2026년이 될 것으로 기대됨

아이에스동서 Valuation (단위: 억원)

구분	내용		
자체사업 DCF -1	PJT 순이익	할인기간	WACC
경산지구	6,650	2026~2030	7.40%
덕은지구 5,6 블록(오피스텔)	403	2026	
울산 야음동	684	2026~2028	
합계			5,622
자산가치 - 2			
부동산	용지(덕은 잔여 블록/기타)+유형(필수영업자산 제외)+투자		7,946
현금			2,150
인선이엔티		지분율 45%	630
코엔텍			1,500
기타 관계/종속 기업			3,952
합계			16,178
전체 기업가치 -1 +2			21,800
순차입금			7,140
적정 주주가치			14,660
총 발행주식수(천주)			30,445
적정 주주가치(원/주)			48,154
목표주가			50,000

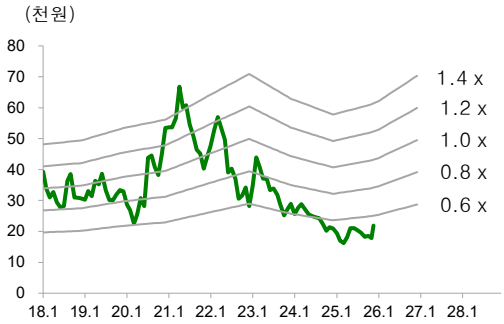
자료 : 신영증권 리서치센터

아이에스동서 12개월 Fwd PER 밴드 차트



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

아이에스동서 12개월 Fwd PBR 밴드 차트



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

아이에스동서 실적 Table

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	299	335	271	163	348	363	276	421	1,515	1,068	1,408	1,776
건설	119	142	73	87	199	212	121	175	826	420	707	1,058
환경	106	112	124	158	104	106	111	208	499	500	529	546
매출원가	228	237	213	133	258	267	193	296	1,126	811	1,014	1,231
영업이익	32	54	9	2	32	48	32	77	170	97	190	336
세전이익	2	30	-15	-131	24	39	25	58	-160	-114	147	308
지배순이익	2	21	-12	-96	33	28	17	33	-149	-86	111	232
증가율(yoy)												
매출액	-27.6%	-18.2%	-31.0%	-45.6%	16.3%	8.3%	1.8%	158.3%	-25.4%	-29.5%	31.8%	26.2%
영업이익	-59.4%	-4.4%	-63.1%	-80.2%	0.4%	-10.4%	252.5%	4119.8%	-50.2%	-42.8%	95.5%	76.9%
세전이익	-94.6%	-10.3%	적지	적지	907.4%	31.3%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	109.7%
지배순이익	-94.4%	-8.5%	적지	적지	1690.3%	32.5%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	109.7%
매출원가율	76.2%	70.6%	78.7%	81.7%	74.0%	73.5%	70.0%	70.5%	74.3%	75.9%	72.0%	69.3%
영업이익률	10.8%	16.1%	3.3%	1.1%	9.3%	13.3%	11.5%	18.3%	11.2%	9.1%	13.5%	18.9%

자료 : 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

아이에스동서(010780.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**20,294**	**15,146**	**10,682**	**14,077**	**17,761**
증가율(%)	-10.9	-25.4	-29.5	31.8	26.2
매출원가	**15,236**	**11,255**	**8,109**	**10,139**	**12,310**
원가율(%)	75.1	74.3	75.9	72.0	69.3
매출총이익	**5,058**	**3,891**	**2,573**	**3,938**	**5,451**
매출총이익률(%)	24.9	25.7	24.1	28.0	30.7
판매비와 관리비 등	**1,653**	**2,194**	**1,602**	**2,041**	**2,096**
판관비율(%)	8.1	14.5	15.0	14.5	11.8
영업이익	**3,405**	**1,697**	**971**	**1,897**	**3,355**
증가율(%)	-1.3	-50.2	-42.8	95.4	76.9
영업이익률(%)	16.8	11.2	9.1	13.5	18.9
EBITDA	**3,910**	**2,203**	**1,504**	**2,415**	**3,874**
EBITDA마진(%)	19.3	14.5	14.1	17.2	21.8
순금융손익	**-965**	**-1,074**	**-908**	**-783**	**-799**
이자손익	-912	-1,008	-908	-783	-800
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-385**	**-1,944**	**-906**	**543**	**636**
종속및관계기업 관련손익	**145**	**-281**	**-297**	**-281**	**-281**
법인세차감전계속사업이익	**2,200**	**-1,602**	**-1,140**	**1,376**	**2,910**
계속사업손익법인세비용	**597**	**-1**	**-283**	**337**	**713**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,603**	**-1,602**	**-857**	**1,039**	**2,197**
증가율(%)	-21.8	적전	적지	흑전	111.5
순이익률(%)	7.9	-10.6	-8.0	7.4	12.4
지배주주지분 당기순이익	1,611	-1,487	-857	1,039	2,197
증가율(%)	-17.7	적전	적지	흑전	111.5
기타포괄이익	**9**	**21**	**43**	**43**	**43**
총포괄이익	**1,611**	**-1,581**	**-814**	**1,082**	**2,241**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**26,223**	**21,173**	**20,252**	**24,730**	**28,513**
현금및현금성자산	6,411	3,642	3,123	7,978	9,471
매출채권 및 기타채권	4,576	2,899	2,923	3,144	3,471
재고자산	13,410	13,734	13,353	12,797	14,801
비유동자산	**16,151**	**14,367**	**13,294**	**11,574**	**11,784**
유형자산	7,043	7,264	7,088	7,028	7,313
무형자산	3,328	1,436	659	601	556
투자자산	3,405	2,985	2,793	1,111	930
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**42,374**	**35,540**	**33,546**	**36,304**	**40,296**
유동부채	**15,896**	**16,011**	**15,248**	**17,221**	**19,271**
단기차입금	3,895	5,404	8,604	10,104	11,604
매입채무및기타채무	2,952	1,832	1,869	2,192	2,542
유동성장기부채	2,632	5,663	1,663	1,813	2,013
비유동부채	**8,756**	**3,957**	**3,837**	**3,837**	**3,837**
사채	250	400	400	400	400
장기차입금	6,874	2,079	1,959	1,959	1,959
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**24,652**	**19,968**	**19,085**	**21,058**	**23,108**
지배주주지분	**15,585**	**13,589**	**12,478**	**13,263**	**15,206**
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	3,939	3,966	3,966	3,966	3,966
기타포괄이익누계액	163	189	232	275	319
이익잉여금	11,524	9,369	8,215	8,956	10,856
비지배주주지분	**2,137**	**1,983**	**1,983**	**1,983**	**1,983**
자본총계	**17,722**	**15,572**	**14,461**	**15,246**	**17,189**
총차입금	**15,552**	**14,659**	**13,739**	**15,389**	**17,089**
순차입금	**6,584**	**9,338**	**10,346**	**7,142**	**7,349**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,285**	**-1,309**	**398**	**2,538**	**1,057**
당기순이익	**1,603**	**-1,602**	**-857**	**1,039**	**2,197**
현금유출이없는비용및수익	**2,782**	**4,285**	**1,440**	**1,920**	**2,313**
유형자산감가상각비	404	429	456	460	475
무형자산상각비	101	77	77	58	44
영업활동관련자산부채변동	**-1,271**	**-2,367**	**441**	**700**	**-1,941**
매출채권의감소(증가)	-1,523	1,820	-24	-222	-327
재고자산의감소(증가)	-1,315	-333	381	555	-2,004
매입채무의증가(감소)	-219	-1,110	37	323	350
투자활동으로인한현금흐름	**-41**	**242**	**-569**	**800**	**-1,060**
투자자산의 감소(증가)	480	139	-89	1,400	-100
유형자산의 감소	40	9	200	150	0
CAPEX	-682	-520	-480	-550	-760
단기금융자산의감소(증가)	712	811	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**1,057**	**-1,726**	**-1,232**	**1,338**	**1,388**
장기차입금의증가(감소)	6,137	1,040	-120	0	0
사채의증가(감소)	0	399	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-9**	**24**	**885**	**178**	**108**
현금의 증가	**2,292**	**-2,769**	**-518**	**4,854**	**1,493**
기초현금	4,118	6,411	3,642	3,123	7,978
기말현금	6,411	3,642	3,123	7,978	9,471

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	5,216	-4,910	-2,839	3,441	7,278
BPS	51,082	45,312	41,631	44,231	50,669
DPS	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples (배)					
PER	5.6	na	na	6.4	3.0
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.5	8.0	12.6	6.5	4.1

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-17.6%	적전	적지	흑전	111.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	-1.5%	-43.7%	-31.7%	60.6%	60.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.5%	-9.6%	-5.7%	7.0%	13.5%
ROE(지배순이익 기준)	10.9%	-10.2%	-6.6%	8.1%	15.4%
ROIC	12.3%	5.5%	3.4%	7.0%	12.0%
WACC	7.4%	8.9%	7.4%	6.9%	6.6%
안전성(%)					
부채비율	139.1%	128.2%	132.0%	138.1%	134.4%
순차입금비율	37.2%	60.0%	71.5%	46.8%	42.8%
이자보상배율	3.0	1.4	1.0	1.8	3.0

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
아이에스동서	-	-	-	-	-	-	-	-

아이에스동서 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-12-17	매수	50000		
2025-04-03	매수	26000	-24.92	-6.15
2024-11-20	중립	20000	-2.56	15.75
2024-05-24	중립	28000	-18.1	-3.93