



기업분석 | 건설/건자재

Analyst

김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

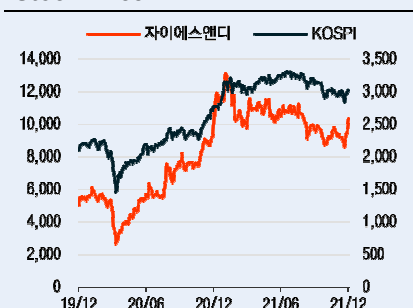
목표주가	15,000 원
현재주가	10,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (12/10)	3,010.23 pt
시가총액	4,014 억원
발행주식수	38,783 천주
52 주 최고가/최저가	13,133 / 8,600 원
90 일 일평균거래대금	10.91 억원
외국인 지분율	0.8%
배당수익률(21.12E)	1.0%
BPS(21.12E)	7,818 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 7.4%
	6개월 5.2%
	12개월 -6.2%
주주구성	GS건설(외 1인) 49.8%
	자이에스앤디우리스주 7.8%
	이용진 (외 1인) 0.2%

Stock Price

자이에스앤디 (317400)

큰 도약, S&I건설 인수

인수를 위한 전략적 RCPS 발행, 희석보다 훨씬 큰 이익 점프

자이에스앤디와 GS 건설은 51:49 의 비율로 100% 출자회사 지에프에스를 통해 S&I 건설을 인수하기로 공시했다. S&I 건설은 LG 100% 자회사인 S&I 코퍼레이션에서 분할한 회사로 LG 전자, LG 디스플레이, LG 화학 Captive 물량이 60~70% 수준을 차지하는 건축/플랜트 건설사이다. 인수금액은 2,900 억원이며, 이를 위해 자이에스앤디는 제 3 자배정 상환전환우선주 (이하 RCPS) 1,000 억원 발행을 검토하고 있다. 발행 대상은 금번 딜에 FI 로 참여하는 글랜우드 PE 이며, 자이에스앤디는 이를 위해 2022 년 1/21 임시주총을 통해 종류주식에 대한 정관 변경을 진행할 것을 공시했다.

공정거래법 개정안 시행을 앞두고 일감몰아주기 규제를 피하기 위해 LG 의 S&I 건설 분할 및 매각이 불가피한 실정이었다고, 이에 기존 GS 건설이 우량한 현금을 바탕으로 이를 인수할 것이라는 시각이 지배적이었다. GS 건설은 조희공사를 통해 인수를 검토하고 있다고 밝힌 바 있으나, 금번 공시처럼 자이에스앤디가 S&I 건설의 직접적 인수 주체가 되는 것은 서프라이즈다. S&I 건설의 연간 매출액은 1 조원대, 예상 순이익은 500 억원으로 자이에스앤디의 2022 년 예상 매출액 5,360 억원, 순이익 390 억원과 비교할 때 훨씬 큰 규모의 기업이기 때문이다. 이는 자이에스앤디의 볼륨 성장을 위한 그룹의 전략적 의사결정의 일환으로 판단하고 있다.

RCPS 발행으로 인한 단순 EPS 희석률은 26.4%이나, S&I 건설 연결 실적 반영에 따라 EPS 가 최소 80%에서 최대 두 배 이상 증가하게 되기 때문에 희석보다는 회사 볼륨 성장과 실적 도약에 더욱 주목한다. 산술적 내재가치는 아주 크지만 내부적으로는 이사회 및 기업결합심사, 외부적으로는 대선의 변수가 남아있어 극 보수적 기준으로 목표주가를 14,000 원에서 15,000 원으로 소폭 상향했다. 주가 상승 탄력이 확대될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	278	356	439	536	632
영업이익	16	27	50	53	62
세전계속사업손익	16	27	49	51	61
순이익	12	21	37	39	46
EPS (원)	464	781	958	1,006	1,192
증감률 (%)	n/a	68.2	22.7	5.0	18.5
PER (x)	12.3	16.1	10.8	10.3	8.7
PBR (x)	1.1	2.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.2	9.9	4.9	4.5	3.4
영업이익률 (%)	5.9	7.7	11.5	9.8	9.9
EBITDA 마진 (%)	6.9	9.1	12.6	10.8	10.6
ROE (%)	8.6	12.9	12.3	11.6	12.3
부채비율 (%)	91.9	154.3	78.4	74.7	69.6

주: IFRS 별도 기준

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

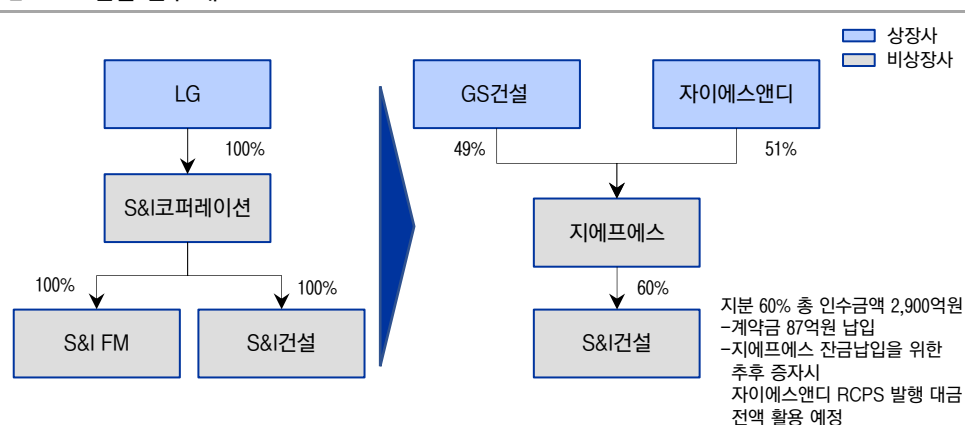
표1 자이에스앤디 S&I 인수 및 RCPS 발행에 따른 밸류에이션 비교

구분	항목	비고
1) 희석 고려시		
기존 보통주 (천 주)	38,783	
2022E 순이익 (십억원)	39	
기존 2022년 예상 EPS (원)	1,006	
희석 주식수 (천 주)	49,029	RCPS 전체 보통주 전환 가정
희석 EPS (원)	796	
EPS 희석률 (%)	26.4	
2) 희석 및 S&I건설 연결실적 고려시		
S&I건설 순이익 (십억원)	50	매출액 1조원, 순이익률 5% 가정시
Add-up EPS (원)	1,289	희석 고려시 1,020원
S&I건설 합병시 조정 EPS (원)	2,295	S&I건설 연결 실적 감안한 조정 EPS
희석 조정 EPS (원)	1,816	S&I건설 연결 실적 및 RCPS 희석 감안한 조정 EPS
기존 목표 PER (X)	13.9	HDC현대산업개발 2014~2016년 평균 PER에서 10% 할인
산술적 주당기업가치 (원)	25,000	
가중평균 EPS (원) - ①	1,362	1분기 인수 마무리 가정 가중평균 EPS
가중평균목표주가 (원) - ①	19,000	
가중평균 EPS (원) - ②	1,089	상반기 인수 마무리 가정 가중평균 EPS
목표주가 (원) - ②	15,000	극 보수적 목표주가
현재주가 (12/10, 원)	10,350	
Upside (%)	44.9	
기존목표주가 (원)	14,000	
변동률 (%)	7.1	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 참가적/누적적 우선주이나, 보통주 전환시 우선주 누적 배당금은 소멸되기 때문에 금번 희석 계산에서는 고려하지 않음

그림1 S&I 건설 인수 개요



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 상환전환우선주 발행 개요

구분	항목	비고
방식	제3자배정 사모발행	글랜우드솔루션제일호(주) 대상
주식수 (천 주)	10,246	1년 의무보유, 1년 이후 전환 가능
액면가 (원)	1,000	
발행가액 (원)	9,760	
보통주 전환비율	1:1	
우선주 배당률	연 1.5%	주당 발행가액 기준, 누적적. 전환시 누적배당금 소멸
납입일	2022년 2/10	

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 S&I 건설 실적 추이

(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021E	3Q21 누계
매출액	2,191	1,735	1,051	1,068	791
매출원가	1,880	1,461	871	917	684
매출총이익	311	274	180	151	108
매출총이익률 (%)	14.2	15.8	17.1	14.1	13.6

자료: S&I코퍼레이션, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 매출액은 사업부문별 매출에서 건설 매출, 매출원가는 영업손익 주석의 건설형 원가를 기준으로 계산함

표4 자이에스앤디 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	356.2	439.1	536.2	67.0	90.3	77.4	121.5	108.8	110.9	98.9	120.5
주택	72.5	164.4	251.8	11.2	13.0	18.8	29.5	32.4	44.8	37.3	49.9
Home Improvement	176.7	159.0	162.2	29.4	51.3	32.1	63.9	48.3	37.6	32.5	40.6
부동산 운영	107.0	115.6	122.1	26.4	26.0	26.5	28.1	28.1	28.5	29.1	29.9
매출총이익	39.4	65.3	70.6	5.8	11.1	8.4	14.1	13.1	19.0	16.7	16.4
주택	5.9	30.1	37.7	0.8	0.9	2.5	1.7	2.8	11.3	8.5	7.5
Home Improvement	26.6	27.4	24.6	2.8	8.6	4.0	11.2	9.4	6.2	5.1	6.7
부동산 운영	6.9	7.8	8.4	2.2	1.6	1.9	1.2	0.9	1.5	3.1	2.3
GPM (%)	11.1	14.9	13.2	8.7	12.3	10.9	11.6	12.0	17.1	16.9	13.7
주택	8.1	18.3	15.0	7.1	6.9	13.3	5.8	8.6	25.2	22.8	15.0
Home Improvement	15.1	17.2	15.1	9.5	16.8	12.5	17.5	19.5	16.5	15.7	16.4
부동산 운영	6.4	6.8	6.9	8.3	6.2	7.2	4.3	3.2	5.3	10.7	7.7
영업이익	27.3	50.5	52.8	2.8	8.3	5.8	10.4	10.2	15.3	13.3	11.7
(YoY %)	66.0	84.6	4.5	2.6	65.5	81.6	88.9	261.2	84.4	129.6	12.2
OPM (%)	7.7	11.5	9.8	4.2	9.2	7.5	8.6	9.4	13.8	13.4	9.7
주택	2.5	13.5	8.8	0.0	-0.8	8.0	1.4	5.2	21.2	18.8	8.2
Home Improvement	12.3	15.0	14.7	5.4	14.2	9.7	15.3	17.4	14.1	12.6	14.9
부동산 운영	3.6	3.8	5.7	4.9	4.2	4.5	0.7	0.4	1.8	7.6	5.2
순이익	20.9	37.1	39.0	2.4	6.9	4.4	7.2	7.0	11.6	10.0	8.6
(YoY %)	68.2	77.7	5.0	21.6	81.6	47.1	96.7	188.6	68.5	128.2	18.4
순이익률 (%)	5.9	8.5	7.3	3.6	7.6	5.7	5.9	6.4	10.4	10.2	7.1

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

자이에스앤디 (317400)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	177	206	300	328	379
현금 및 현금성자산	54	27	141	152	185
매출채권 및 기타채권	44	42	58	69	81
재고자산	1	36	1	1	2
기타유동자산	79	99	100	106	111
비유동자산	101	208	241	260	260
관계기업투자등	94	201	207	198	181
유형자산	2	3	30	57	75
무형자산	5	4	4	4	4
자산총계	278	413	541	588	639
유동부채	91	159	141	150	156
매입채무 및 기타채무	30	54	41	54	63
단기금융부채	0	12	10	8	7
기타유동부채	61	92	90	88	86
비유동부채	42	92	97	101	106
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	42	92	96	101	106
부채총계	133	251	238	251	262
지배주주지분	0	0	0	0	0
자본금	27	27	39	39	39
자본잉여금	80	80	178	178	178
이익잉여금	38	55	87	120	160
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	145	163	303	336	377

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	23	13	42	50	61
당기순이익(손실)	12	21	37	39	46
비현금수익비용가감	9	14	11	11	11
유형자산감가상각비	2	4	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	6	9	6	6	6
영업활동 자산부채변동	1	-22	-6	-1	4
매출채권 감소(증가)	-2	4	15	11	12
재고자산 감소(증가)	0	-35	-35	0	0
매입채무 증가(감소)	4	9	13	-13	-9
기타자산, 부채변동	-1	0	0	0	0
투자활동 현금	-80	-98	-36	-36	-26
유형자산처분(취득)	0	47	-6	-6	-6
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-1	-31	-31	-21
기타투자활동	-80	-144	2	2	1
재무활동 현금	92	59	106	-3	-2
차입금의 증가(감소)	0	47	-6	-6	-6
자본의 증가(감소)	95	0	109	0	0
배당금의 지급	0	3	-6	-6	-6
기타재무활동	-3	9	9	9	9
현금의 증가	34	-26	113	11	33
기초현금	20	54	27	141	152
기말현금	54	27	141	152	185

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 별도기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	278	356	439	536	632
매출원가	249	317	374	466	547
매출총이익	29	39	65	71	85
판매비 및 관리비	12	12	15	18	23
영업이익	16	27	50	53	62
(EBITDA)	19	32	55	58	67
금융손익	-1	0	0	0	0
이자비용	2	2	8	8	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	-2	-2	-2
세전계속사업이익	16	27	49	51	61
계속사업법인세비용	4	6	12	12	15
계속사업이익	12	21	37	39	46
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	21	37	39	46
지배주주	0	0	37	39	46
총포괄이익	12	20	38	40	47
매출총이익률 (%)	10.4	11.1	14.9	13.2	13.5
영업이익률 (%)	5.9	7.7	11.5	9.8	9.9
EBITDA마진률 (%)	6.9	9.1	12.6	10.8	10.6
당기순이익률 (%)	4.5	5.9	8.5	7.3	7.3
ROA (%)	6.0	6.0	7.8	6.9	7.5
ROE (%)	8.6	12.9	12.3	11.6	12.3
ROIC (%)	14.0	14.3	22.1	20.7	23.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	12.3	16.1	10.8	10.3	8.7
P/B	1.1	2.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.2	9.9	4.9	4.5	3.4
P/CF	7.1	9.6	8.3	8.0	7.0
배당수익률 (%)	1.8	1.2	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	30.7	28.2	23.3	22.1	17.9
영업이익	13.6	66.0	84.6	4.5	18.1
세전이익	17.1	69.4	80.5	4.6	18.5
당기순이익	16.0	68.2	77.7	5.0	18.5
EPS	n/a	68.2	22.7	5.0	18.5
안정성 (%)					
부채비율	91.9	154.3	78.4	74.7	69.6
유동비율	193.7	129.6	212.5	218.9	243.3
순차입금/자기자본(x)	-36.8	-9.4	-42.6	-42.1	-46.7
영업이익/금융비용(x)	7.9	14.2	6.1	7.0	9.1
총차입금 (십억원)	0	12	11	10	9
순차입금 (십억원)	-53	-15	-129	-142	-176
주당지표(원)					
EPS	464	781	958	1,006	1,192
BPS	5,419	6,069	7,818	8,674	9,716
CFPS	804	1,308	1,248	1,297	1,484
DPS	100	150	150	150	150

자이에스앤디 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2020.07.30	신규	김세현									
			2020.07.30	Buy	9,000	-9.8		-20.9						
			2020.08.05	Buy	10,500	34.3		-11.3						
			2021.01.18	Buy	16,500	-23.8		-35.1						
			2021.09.13	Buy	14,000	-26.1		-33.4						
			2021.12.13	Buy	15,000									

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 당사에 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)