2023. 1. 31

자이에스앤디 (317400)

양날의 검, Captive

Company Analysis | 건설/건자재

Analyst 김세련
02 3779 8634 _ sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	10,000 원
현재주가	6,750 원
상승여력	48.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(1/30)		2,450.47 pt
시가총액		2,618 억원
발행주식수		38,783 천주
52 주 최고가 / 최저가		9,830 / 5,700 원
90 일 일평균거래대금		9 억원
외국인 지분율		1.3%
배당수익률(22.12E)		3.0%
BPS(22.12E)		14,131 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.4%
	6 개월	-14.7%
	12 개월	-20.0%
주주구성	GS 건설	49.8%
	자이에스앤디우리사주	6.3%
	이용진	0.2%

Stock Price

건축부문 Captive, 지금은 좋고 나중은 걱정

자이에스앤디의 4분기 매출액은 8,882억원으로 전년동기대비 658.1% 증가, 당사 추정치 6,536억원 대비 35.9% 상회했다. 이는 연결 자회사 (건축부문) 자이C&A의 4분기 LG그룹사 공사 집행 집중 효과로 일시적 매출 상승에 크게 기인한다. 영업이익은 644억원으로 전년동기대비 438.4% 증가, 당사 추정치 400억원 대비 60.8% 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했다. 이익 호조 역시 자이C&A의 4분기 LG그룹사 Captive현장의 준공정산이익 반영에 따른 효과이다. 문제는 2022년 자이C&A의 수주가 2조원 이상을 기록한데 반해, 고금리 여파로 인한 그룹사 CAPEX의 더딘 집행이 예상되며 2023년 수주 목표치가 1.3조원으로 감소했다는 점이다. 그룹사 공사 특성상 수주 인식 후 곧바로 매출화 되는 점을 고려할 때, 2023년 건축부문의 역성장에 이어 2024년 큰 폭의 역성장이 불가피해진다. 별도 기준 주택 매출 역시 주택시장 PF 리스크 확대에 따른 신규 착공 부진, 건자재 여파 및 일부 미분양 현장에 대한 원가 조정 등으로 공사진행률이 감소하여 기대 대비 성장성 증가가 더디게 나타나는 모습이다. 2023년 입주물량 증가로 H/I 부문의 실적 개선이 나타날 것으로 기대되는 점은 긍정적이다.

주택의 매출 성장, 마진 안정화를 확인해야 하는 시점

자이에스앤디의 2023년 이익은 H/I 실적 호조를 고려하여 기존 추정치 대비 소폭 증익 했으며, 반면 2024년은 건축 부문 연간 최소 Captive 2조원의 수주를 가정했었기 때문에 해당 부분을 재조정하여 기존 추정치 대비 16% 감익으로 추정치를 변경했다. 자이에스앤디의 주요 투자 포인트가 되는 1) 주택 부문의 매출액 성장성 회복과 이익 정상화, 2) 건축 부문의 Captive향 신규 수주 회복, 3) 강점 공종인 가로주택정비 등의 수주 모멘텀 확대가 확인이 되어야 하는 시점으로 판단된다. 주택 마진은 상반기 원가 조정 이슈 이후 하반기부터 점진적 개선세를 나타낼 것으로 기대된다. 현 주가는 2023년 이익 기준 PER 2X에 그치지만, 밸류에이션 메리트를 판단하기에 앞서 성장성, 이익 개선 양방향의 확인이 우선 필요한 시점이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액	436	2,479	2,407	1,968	2,158
영업이익	51	199	193	164	182
세전계속사업손익	49	195	189	160	178
순이익	37	152	144	122	135
EPS (원)	942	3,098	2,937	2,483	2,759
증감률 (%)	20.7	228.9	-5.2	-15.5	11.1
PER (x)	9.8	2.2	2.3	2.7	2.4
PBR (x)	1.2	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	4.4	0.7	0.6	0.9	0.8
영업이익률 (%)	11.7	8.0	8.0	8.3	8.4
EBITDA 마진 (%)	13.4	8.3	8.3	8.7	8.8
ROE (%)	12.0	21.9	17.4	12.9	12.6
부채비율 (%)	77.6	138.1	105.8	86.3	79.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **자이에스앤디 추정치 변경 내용**

	2023E			2024E		
(단위: 십억원)	기존	변경	*증감율 (%, %p)*	기존	변경	*증감율 (%, %p)*
매출액	2,200	2,407	*9.4*	2,212	1,968	*-11.0*
영업이익	179	193	*8.3*	196	164	*-16.1*
영업이익률(%)	8.1	8.0	*-0.1*	8.8	8.3	*-0.5*
순이익	133	144	*8.5*	146	122	*-16.4*
순이익률(%)	6.0	6.0	*-0.1*	6.6	6.2	*-0.4*

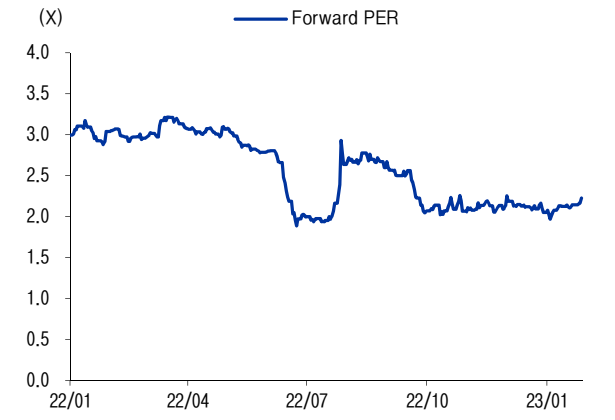
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 **자이에스앤디 4Q22 Review**

(단위: 십억원)	4Q22P	4Q21	*YoY (%,%p)*	3Q22	*QoQ (%,%p)*	*당사 추정치*	*Gap (%,%p)*
매출액	888.2	117.2	*658.1*	641.0	*38.6*	653.6	*35.9*
영업이익	64.4	12.0	*438.4*	35.6	*80.8*	40.0	*60.8*
영업이익률 (%)	7.2	10.2	*-3.0*	5.6	*1.7*	6.1	*1.1*
순이익	50.8	7.9	*539.7*	26.3	*93.1*	28.6	*77.6*
순이익률 (%)	5.7	6.8	*-1.1*	4.1	*1.6*	4.4	*1.3*

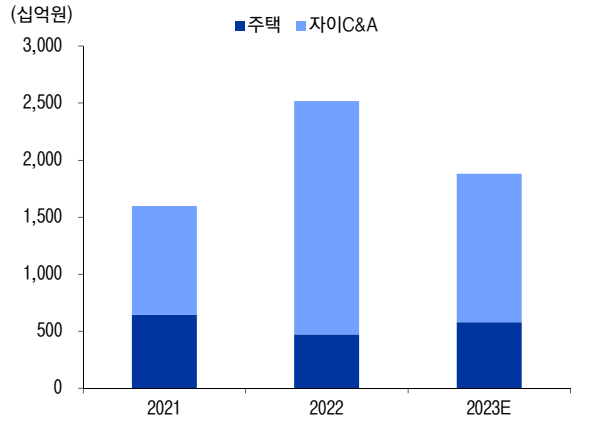
주: IFRS 연결 기준
자료: 자이에스앤디, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 **자이에스앤디 Forward PER 추이**



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 **자이에스앤디 신규수주 추이 및 전망**



자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 **자이에스앤디 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)	2022P	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	2,479	2,407	1,968	239	711	641	888	542	624	586	655
주택	337	312	390	57	114	83	85	66	85	71	91
Home Improvement	158	191	188	35	34	45	45	51	43	47	51
부동산 운영	94	97	99	24	23	23	24	26	24	25	22
자이C&A(건축부문)	1,889	1,807	1,292	123	541	491	735	400	472	444	491
Sales Growth (YoY %)	*468.8*	*-2.9*	*-18.3*	*119.2*	*541.4*	*548.1*	*657.8*	*127.2*	*-12.3*	*-8.5*	*-26.2*
주택	*104.2*	*-7.4*	*24.7*	*74.4*	*153.8*	*121.7*	*66.7*	*16.7*	*-25.5*	*-14.7*	*7.9*
Home Improvement	*1.1*	*21.0*	*-2.0*	*-27.7*	*-10.9*	*37.8*	*18.1*	*45.1*	*29.1*	*4.8*	*12.2*
부동산 운영	*-17.5*	*2.7*	*2.6*	*-14.2*	*-18.2*	*-21.0*	*-16.5*	*6.7*	*3.6*	*7.1*	*-6.7*
자이C&A		*-4.4*	*-28.5*					*224.9*	*-12.7*	*-9.4*	*-33.2*
매출총이익	297	262	226	25	112	62	99	52	69	64	76
주택	77	43	57	10	52	12	3	4	11	12	16
Home Improvement	28	31	30	9	5	6	8	8	7	7	8
부동산 운영	5	6	6	2	2	1	1	2	1	2	1
자이C&A	191	183	134	7	54	42	87	38	50	43	52
GPM (%)	12.0	10.9	11.5	10.4	15.7	9.7	11.1	9.6	11.1	10.9	11.7
주택	22.9	13.7	14.5	18.1	45.5	14.5	4.0	6.3	13.3	16.6	17.0
Home Improvement	17.6	16.2	15.9	26.9	13.7	13.8	17.1	16.2	16.2	15.8	16.6
부동산 운영	5.3	5.7	5.8	6.6	6.4	6.1	2.1	5.9	5.9	6.9	4.1
자이C&A	10.1	10.1	10.4	5.9	10.0	8.6	11.9	9.6	10.5	9.8	10.5
영업이익*	199	193	164	16	83	36	64	37	52	45	59
(YoY %)	291.9	-2.9	-15.1	59.7	440.6	166.8	438.4	124.7	-37.0	27.2	-7.9
주택	70	30	39	8	50	10	1	2	9	8	11
Home Improvement	21	27	25	5	4	5	7	7	6	7	7
부동산 운영	3	3	3	1	1	1	0	1	1	1	1
자이C&A	135	134	97	3	40	28	65	27	37	30	40
OPM (%)	8.0	8.0	8.3	6.8	11.6	5.6	7.2	6.7	8.4	7.7	9.0
주택	20.6	9.7	9.9	14.9	43.5	12.5	1.7	3.1	10.4	11.7	12.3
Home Improvement	13.1	13.9	13.5	13.5	11.6	12.1	14.9	13.7	14.3	14.0	13.7
부동산 운영	2.7	2.8	3.0	2.5	3.4	3.0	1.7	2.6	2.2	2.4	4.1
자이C&A	10.1	10.1	10.4	2.1	7.4	5.7	8.8	6.7	7.8	6.8	8.2
순이익	152	144	122	13	62	26	51	27	39	34	44
(YoY %)	*315.8*	*-5.2*	*-15.5*	*80.0*	*437.5*	*162.0*	*539.7*	*115.5*	*-37.5*	*28.3*	*-12.9*
순이익률 (%)	6.1	6.0	6.2	5.3	8.7	4.1	5.7	5.0	6.2	5.8	6.8

주: IFRS 연결 기준. 2022년 3월부터 자이씨앤에이 연결실적 반영 / 회색 음영은 값 없음
(*) 22년 2,3분기 영업권 재평가 비용반영 (2분기 116억원, 3분기 86억원 반영, 4분기 87억원) 으로 사업부문별 영업이익 합산은 전체 영업이익과 해당 금액만큼의 차이가 있음
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

자이에스앤디 (317400)

재무상태표

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
유동자산	322	953	1,009	865	918
현금 및 현금성자산	100	231	270	239	241
매출채권 및 기타채권	29	475	495	404	443
재고자산	29	7	7	5	6
기타유동자산	164	240	238	217	227
비유동자산	218	697	698	892	1,004
관계기업투자등	210	446	443	622	719
유형자산	4	40	44	59	74
무형자산	4	211	211	211	211
자산총계	**540**	**1,650**	**1,706**	**1,757**	**1,922**
유동부채	121	600	507	441	475
매입채무 및 기타재무	45	418	411	344	376
단기금융부채	0	97	0	0	0
기타유동부채	75	84	95	97	99
비유동부채	115	357	371	373	376
장기금융부채	0	220	222	224	227
기타비유동부채	115	137	148	149	150
부채총계	**236**	**957**	**877**	**814**	**852**
지배주주지분	0	608	727	827	939
자본금	39	49	49	49	49
자본잉여금	178	412	412	412	412
이익잉여금	88	232	368	482	609
비지배주주지분(연결)	0	85	102	116	132
자본총계	**304**	**693**	**829**	**943**	**1,071**

손익계산서

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액	**436**	**2,479**	**2,407**	**1,968**	**2,158**
매출원가	371	2,182	2,145	1,742	1,908
매출총이익	**64**	**297**	**262**	**226**	**250**
판매비 및 관리비	14	99	69	62	68
영업이익	**51**	**199**	**193**	**164**	**182**
(EBITDA)	58	207	201	172	190
금융손익	-2	-2	-2	-2	-2
이자비용	5	44	90	94	93
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	**49**	**195**	**189**	**160**	**178**
계속사업법인세비용	12	43	45	38	43
계속사업이익	37	152	144	122	135
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**37**	**152**	**144**	**122**	**135**
지배주주	0	68	96	82	91
총포괄이익	**36**	**153**	**145**	**122**	**136**
매출총이익률 (%)	14.8	12.0	10.9	11.5	11.6
영업이익률 (%)	11.7	8.0	8.0	8.3	8.4
EBITDA 마진률 (%)	13.4	8.3	8.3	8.7	8.8
당기순이익률 (%)	8.4	6.1	6.0	6.2	6.3
ROA (%)	7.7	13.9	8.6	7.0	7.4
ROE (%)	12.0	21.9	17.4	12.9	12.6
ROIC (%)	19.0	21.9	17.9	12.9	12.7

현금흐름표

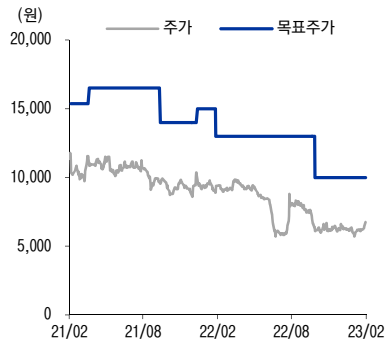
(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**107**	**233**	**208**	**152**	**208**
당기순이익(손실)	37	152	144	122	135
비현금수익비용가감	25	14	14	14	14
유형자산감가상각비	7	7	7	7	7
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	17	6	6	6	6
영업활동 자산부채변동	45	67	50	17	59
매출채권 감소(증가)	2	446	19	-90	39
재고자산 감소(증가)	8	-23	0	-1	1
매입채무 증가(감소)	3	-373	7	68	-33
기타자산, 부채변동	32	16	24	40	52
투자활동 현금흐름	**-72**	**-399**	**-26**	**-84**	**-118**
유형자산처분(취득)	0	142	-93	0	0
무형자산 감소(증가)	2	-207	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	-32	-22	-22	-22
기타투자활동	-72	-302	89	-61	-95
재무활동 현금흐름	**38**	**298**	**-143**	**-100**	**-88**
차입금의 증가(감소)	0	266	-83	-1	-1
자본의 증가(감소)	109	245	0	0	0
배당금의 지급	4	-8	-8	-8	-8
기타재무활동	-75	-205	-53	-90	-79
현금의 증가	**72**	**131**	**39**	**-31**	**3**
기초현금	27	100	231	270	239
기말현금	100	231	270	239	241

주요 투자지표

	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	9.8	2.2	2.3	2.7	2.4
P/B	1.2	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.4	0.7	0.6	0.9	0.8
P/CF	5.8	1.6	1.6	1.9	1.7
배당수익률 (%)	2.2	3.0	3.0	3.0	3.0
성장성 (%)					
매출액	22.3	468.9	-2.9	-18.3	9.7
영업이익	85.9	291.4	-2.8	-15.1	10.9
세전이익	78.6	301.5	-2.8	-15.5	11.1
당기순이익	74.7	315.8	-5.2	-15.5	11.1
EPS	20.7	228.9	-5.2	-15.5	11.1
안정성 (%)					
부채비율	77.6	138.1	105.8	86.3	79.5
유동비율	267.4	158.9	199.0	196.4	193.3
순차입금/자기자본(x)	-32.8	-15.4	-16.3	-11.2	-10.2
영업이익/금융비용(x)	9.9	4.6	2.1	1.8	2.0
총차입금 (십억원)	0	124	134	133	132
순차입금 (십억원)	-100	-107	-136	-106	-109
주당지표 (원)					
EPS	942	3,098	2,937	2,483	2,759
BPS	7,839	14,131	16,910	19,234	21,836
CFPS	1,588	4,270	4,066	3,492	3,843
DPS	200	200	200	200	200

주: IFRS 연결 기준
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

자이에스앤디 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.30	신규	김세련									
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	-18.2		-30.3						
2021.09.13	Buy	14,000	-26.1		-33.4						
2021.12.13	Buy	15,000	-34.7		-37.5						
2022.01.27	Buy	13,000	-24.4		-37.0						
2022.09.28	Buy	10,000									

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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 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% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)