

# 자이에스앤디 (317400)

## 투자 매력 점검

### 작년 중순 이후 착공 현장 수익인식시점 도래

작년 중순 이후 착공한 ① 개포시영재건축 ② 양평자이비즈타워(자체사업) ③ 서초자이르네 ④ 대구만촌자이르네 현장들이 오는 2~3분기부터 수익 인식 예상됨에 따라, 2021년 동사 매출액 및 영업이익은 각각 전년대비 30%, 45% 증가 기록할 것으로 추정한다. 동사는 착공 후 약 3~4개 분기 동안 누적투입원가에 대해 100% 원가율을 적용하여 매출 인식하는데, 착공 직후에는 현장별로 발생하는 매출 사이즈도 작을뿐더러, 적자가 발생하는 구조다. 다시 말하면, 착공 후 약 3~4개 분기이후부터는 현장별로 매출과 이익 모두 가파르게 상승하는 형태로 이해할 수 있다.

### 서울 소규모 재건축 활성화는 동사 주택 전략에 긍정적

6/4일 서울시가 발표한 '소규모재건축 활성화 방안'에는, 당초 2종 일반주거지역(7층 높이제한)내에서 소규모재건축 추진을 위해 용도지역을 변경할 경우 필수 조건이었던 '의무공공기여'를 없애는 내용이 담겼다. 현재 서울 내 제2종(7층) 소규모재건축사업 가능 대상지는 약 1.8만세대 (기존주택세대수)로 파악되는데, 이는 올해 서울 '500세대이하 단지' 내에서 정비사업 형태로 분양되는 3,700세대의 4.9배에 달하는 규모다. 서울 내에서 동사와 같은 중소형 건설사가 침투 가능한 정비사업시장 규모가 확장되었다는 판단이며, 브랜드 인지도가 크게 작용하는 서울의 경우, '자이르네' 브랜드 활용이 가능한 동사의 정비사업 수주 증가가 기대된다.

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 13,000원으로 상향

투자의견 BUY 유지하며 목표주가는 종전 11,000원에서 신규 13,000원으로 18% 상향한다. 5/4일 유상증자 1,200만주 희석을 감안한 12개월 추정 EPS 884원에 목표 PER 15배를 적용했다. ① 단기적으로는 주요 기 착공 현장 수익화 시점이 도래함에 따라 매출/이익 성장이 예상되며 ② 자체(개발) 및 정비 사업 수주 증가가 예상되는 만큼 장기적으로도 견조한 성장세가 이어질 전망이다. 상반기 주가에 부정적 영향을 주었던 유상증자 이벤트 또한 5월로 마무리되었기에, 현재는 다시금 동사에 대한 관심도를 높일 시점으로 판단한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 13,000원(상향) | CP(6월 14일): 10,700원

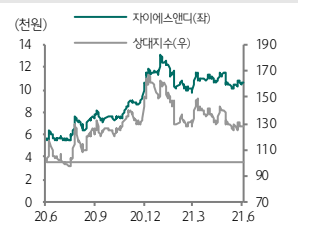
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,252.13		
52주 최고/최저(원)	13,133/5,477		
시가총액(십억원)	415.0		
시가총액비중(%)	0.02		
발행주식수(천주)	38,782.5		
60일 평균 거래량(천주)	223.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4		
21년 배당금(예상, 원)	138		
21년 배당수익률(예상, %)	1.29		
외국인지분율(%)	1.08		
주요주주 지분율(%)	49.81		
CS건설			
주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.9	1.2	90.5
상대	(2.1)	(14.0)	24.9

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	464.2	632.4
영업이익(십억원)	41.2	60.1
순이익(십억원)	30.3	45.2
EPS(원)	866	1,165
BPS(원)	5,986	6,989

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	277.9	356.2	461.6	616.2	693.4
영업이익	십억원	16.5	27.3	39.6	54.7	61.6
세전이익	십억원	16.1	27.2	37.5	55.6	63.2
순이익	십억원	12.4	20.9	27.0	43.1	49.0
EPS	원	620	718	772	1,110	1,264
증감율	%	(30.02)	15.81	7.52	43.78	13.87
PER	배	8.58	16.28	13.80	9.59	8.43
PBR	배	1.07	2.10	2.23	1.85	1.55
EV/EBITDA	배	2.96	10.45	9.01	5.77	4.33
ROE	%	13.56	13.59	15.53	21.07	19.99
BPS	원	4,981	5,578	4,784	5,757	6,883
DPS	원	92	138	138	138	138



건설 Analyst 윤승현  
02-3771-8121  
shyoon92@hanafn.com

### 서울 소규모 재건축 활성화는 동사 주택 전략에 긍정적

서울 소규모 재건축 활성화는 곧 동사 수주 가능 정비사업 Pool의 확장을 의미

현재 서울 내 제2종(7층) 소규모재건축사업 가능 대상지는 약 1.8만세대 (기존주택세대 수)로 파악되는데, 이는 올해 서울 '500세대이하 단지' 내에서 정비사업 형태로 분양되는 3,700세대의 4.9배에 달하는 규모다. 서울 내 중소형 건설사가 침투 가능한 정비사업 시장 규모가 확장되었다는 판단이며, '자이르네' 브랜드 활용이 가능한 동사의 정비사업 수주 증가가 기대된다.

표 1. 자이에스앤디 주택사업 스케줄 (착공 및 준공 예정일 기준)

(단위: 십억원)

사업지명	도금액	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
별내 자이엘라	48	착공									준공						
구의 자이엘라	24		착공								준공						
건대입구자이엘라	49			착공												준공	
대구범어자이엘라	41				착공												준공
대구만촌동공동주택사업	109						착공										준공
영등포자이르네	39						착공										준공
서초자이르네	19							착공									준공
개포자이르네	24							착공									준공
안양리버자이르네(자체)	74							착공									준공
속초자이엘라	36								착공								
양평자이비즈타워(자체)	51									착공							
대전인동주상복합	41												착공				
수성동1가 가로주택	48												착공				
가산동오피스텔	37												착공				
경주 현곡지구 공동주택	81												착공				
도농역주택사업	43													착공			
부산안남동공동주택	45														착공		
대구침산동소규모재건축	69																
SK주유소부지(자체) 4개	-																

주: 동사 사업보고서 기준  
 주2: 착공 및 준공 예정시점을 의미  
 자료: 자이에스앤디, 하나금융투자

표 2. 서울시 소규모재건축사업 가능 대상지 현황

구분		합계	제1종	제2종(7층)	제2종	제3종	준주거	준공업/상업
주택단지	개소	2,070	558	660	461	243	60	88
	비율	100%	27%	32%	22%	12%	3%	4%
사업시행 구역면적	천㎡	3,367	925	1,069	645	497	81	150
	비율	100%	27%	32%	19%	15%	2%	4%
기존주택 세대수	호수	57,814	13,238	18,075	11,764	9,667	2,224	2,846
	비율	100%	23%	31%	20%	17%	4%	5%

자료: 서울시, 하나금융투자

표 3. 용도지역 변경시 용적률 및 공공시설등 부담비율

용도 지역	변경전	제2종일반주거 (7층이하)		제2종일반주거		제3종일반주거	
		변경후	제2종일반주거	제3종일반주거	제3종일반주거	준주거	준주거
용적률(%)	기준		190%	190%	190%	200%	250%
	허용		200%	200%	200%	220%	270%
	상한		250%	250%	250%	400%	400%
공공시설등 부담비율(%)			-	10%	10%	20%	15%

주: 「소규모주택정비법」 제43조제1항에 의거 정비기반시설의 확충이 필요하다고 인정하는 경우 위 공공시설등 부담비율보다 낮거나 높은 비율로 사업시행자에게 설치하도록 할 수 있음  
 자료: 서울시, 하나금융투자

**전년도 착공 현장 수익화 구간 돌입, 장기적 관점에서도 긍정적**

투자의견 BUY 유지  
 목표주가 신규 13,000원으로  
 종전 대비 18% 상향

작년 중순 이후 착공한 ① 개포시영재건축 ② 양평자이비즈타워(자체사업) ③ 서초자이르네 ④ 대구만촌자이르네 현장들이 오는 2~3분기부터 수익 인식 예상됨에 따라, 2021년 동사 매출액 및 영업이익은 각각 전년대비 30%, 45% 증가 기록할 것으로 추정한다. 동사는 착공 후 약 3~4개 분기 동안 (즉 사업비 확정 시점까지) 누적투입원가에 대해 100% 원가율을 적용하여 매출 인식하는데, 착공 직후에는 현장별로 발생하는 매출 사이즈도 작을뿐더러, 적자가 나타나는 구조다. 다시 말하면, 착공 후 약 3~4개 분기이후부터는 현장별로 매출과 이익 모두 가파르게 상승하는 형태다.

투자의견 BUY 유지하며 목표주가는 종전 11,000원에서 신규 13,000원으로 18% 상향한다. 5/4일 유상증자 1,200만주 희석을 감안한 12개월 추정 EPS 884원에 목표 PER 15배를 적용했다. 현재 유사한 사업구조(개발→임대)를 가진 일본 디벨로퍼 3사의 경우 연간 매출 성장률이 4~6%에 불과함에도 불구하고 12개월 선형 PER 16~17배에 거래 중인 점을 감안 시, 연 40% 이상 증익을 보이는 동사에게 목표 PER 15배가 부담스러운 수준은 아니라는 판단이다.

표 4. 자이에스앤디 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>67.0</b>	<b>90.3</b>	<b>77.5</b>	<b>121.5</b>	<b>108.8</b>	<b>114.9</b>	<b>117.9</b>	<b>120.0</b>	<b>356.2</b>	<b>461.6</b>	<b>616.2</b>
(% YoY)	10.7%	24.0%	21.0%	50.6%	62.4%	27.3%	52.2%	-1.2%	28.2%	29.6%	33.5%
주택	11.2	13.0	18.8	29.5	32.4	41.0	46.1	48.9	72.5	168.4	292.3
Home Improvement	29.4	51.3	32.1	63.9	48.3	46.9	45.0	45.0	176.7	185.2	204.7
부동산 운영	26.0	26.0	26.5	28.1	28.1	27.0	26.8	26.1	106.6	108.1	119.2
<b>매출원가</b>	<b>61.2</b>	<b>79.2</b>	<b>69.0</b>	<b>107.5</b>	<b>95.7</b>	<b>101.9</b>	<b>104.3</b>	<b>107.7</b>	<b>316.8</b>	<b>409.6</b>	<b>541.5</b>
(% 원가율)	91.3%	87.7%	89.1%	88.5%	88.0%	88.7%	88.5%	89.7%	88.9%	88.7%	87.9%
주택	10.4	12.1	16.3	27.8	29.6	37.2	41.8	45.5	66.6	154.2	262.2
Home Improvement	26.7	42.7	28.1	52.7	38.9	38.9	36.8	37.1	150.2	151.7	168.8
부동산 운영	23.7	24.4	24.6	26.9	27.2	25.8	25.7	25.0	99.6	103.7	110.5
<b>매출총이익</b>	<b>5.8</b>	<b>11.1</b>	<b>8.5</b>	<b>14.0</b>	<b>13.1</b>	<b>13.0</b>	<b>13.6</b>	<b>12.3</b>	<b>39.4</b>	<b>52.0</b>	<b>74.7</b>
(% YoY)	1.4%	25.6%	47.7%	63.2%	125.2%	17.6%	60.6%	-11.9%	36.4%	32.2%	43.5%
(% GPM)	8.7%	12.3%	10.9%	11.5%	12.0%	11.3%	11.5%	10.3%	11.1%	11.3%	12.1%
<b>판관비</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>12.0</b>	<b>12.4</b>	<b>20.0</b>
(% 판관비율)	4.5%	3.1%	3.5%	3.0%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	3.4%	2.7%	3.2%
<b>영업이익</b>	<b>2.8</b>	<b>8.3</b>	<b>5.8</b>	<b>10.4</b>	<b>10.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.5</b>	<b>9.0</b>	<b>27.3</b>	<b>39.6</b>	<b>54.7</b>
(% YoY)	2.6%	65.5%	81.6%	93.2%	261.3%	19.9%	80.4%	-13.5%	66.0%	44.8%	38.2%
(% OPM)	4.2%	9.2%	7.5%	8.6%	9.4%	8.7%	8.9%	7.5%	7.7%	8.6%	8.9%
세전이익	3.1	8.9	5.7	9.6	9.7	9.4	9.9	8.5	27.2	37.5	55.6
당기순이익	2.4	6.9	4.4	7.2	7.0	6.8	7.1	6.1	20.9	27.0	43.1

자료: 자이에스앤디, 하나금융투자

표 5. 자이에스앤디 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
Target PER (배)	15.0	vs 일본 디벨로퍼 3사 12MF PER 16~17배 (연 4~6% 외형 성장)
12M Fwd EPS (원)	884	5/4 유상증자(1,200만주) 희석 감안
목표주가 (TP, 원)	13,000	
현재주가 (CP, 원)	10,700	
Upside (%)	21%	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	277.9	356.2	461.6	616.2	693.4
매출원가	249.1	316.8	409.6	541.5	609.3
매출총이익	28.8	39.4	52.0	74.7	84.1
판매비	12.4	12.0	12.4	20.0	22.5
영업이익	16.5	27.3	39.6	54.7	61.6
금융손익	(0.6)	0.2	(2.3)	0.7	1.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	(0.3)	0.1	0.2	0.2
세전이익	16.1	27.2	37.5	55.6	63.2
법인세	3.6	6.3	10.5	12.5	14.2
계속사업이익	12.4	20.9	27.0	43.1	49.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.4	20.9	27.0	43.1	49.0
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	12.4	20.9	27.0	43.1	49.0
지배주주지분포괄이익	11.9	20.1	27.0	43.1	49.0
NOPAT	12.8	21.0	28.5	42.4	47.7
EBITDA	19.3	32.3	41.9	55.9	62.3
성장성(%)					
매출액증가율	30.65	28.18	29.59	33.49	12.53
NOPAT증가율	13.27	64.06	35.71	48.77	12.50
EBITDA증가율	25.32	67.36	29.72	33.41	11.45
영업이익증가율	13.79	65.45	45.05	38.13	12.61
(지배주주)순이익증가율	15.89	68.55	29.19	59.63	13.69
EPS증가율	(30.02)	15.81	7.52	43.78	13.87
수익성(%)					
매출총이익률	10.36	11.06	11.27	12.12	12.13
EBITDA이익률	6.94	9.07	9.08	9.07	8.98
영업이익률	5.94	7.66	8.58	8.88	8.88
계속사업이익률	4.46	5.87	5.85	6.99	7.07

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	620	718	772	1,110	1,264
BPS	4,981	5,578	4,784	5,757	6,883
CFPS	1,268	1,353	1,202	1,446	1,612
EBITDAPS	962	1,108	1,197	1,442	1,607
SPS	13,852	12,225	13,183	15,890	17,878
DPS	92	138	138	138	138
주가지표(배)					
PER	8.58	16.28	13.80	9.59	8.43
PBR	1.07	2.10	2.23	1.85	1.55
PCFR	4.19	8.64	8.86	7.37	6.61
EV/EBITDA	2.96	10.45	9.01	5.77	4.33
PSR	0.38	0.96	0.81	0.67	0.60
재무비율(%)					
ROE	13.56	13.59	15.53	21.07	19.99
ROA	5.97	6.05	6.06	7.78	7.09
ROIC	(418.56)	50.01	31.35	44.04	46.97
부채비율	91.88	154.26	158.01	181.60	182.27
순부채비율	(66.00)	0.81	(18.96)	(40.53)	(53.58)
이자보상배율(배)	11.61	15.56	9.61	29.32	24.71

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	177.2	205.5	273.1	424.0	549.2
금융자산	99.3	104.8	142.6	249.7	353.2
현금성자산	53.7	27.5	42.4	115.9	202.6
매출채권	37.0	32.8	42.5	56.7	63.8
재고자산	0.7	36.2	46.9	62.6	70.5
기타유동자산	40.2	31.7	41.1	55.0	61.7
비유동자산	101.3	207.7	205.6	204.8	204.2
투자자산	4.0	3.3	3.5	3.8	4.0
금융자산	4.0	3.3	3.5	3.8	4.0
유형자산	2.2	2.7	1.1	0.4	0.2
무형자산	5.2	4.5	3.8	3.3	2.8
기타비유동자산	89.9	197.2	197.2	197.3	197.2
자산총계	278.5	413.3	478.7	628.7	753.4
유동부채	91.5	158.6	135.7	175.3	195.0
금융부채	1.6	66.2	17.5	19.3	20.2
매입채무	16.6	38.1	49.3	65.9	74.1
기타유동부채	73.3	54.3	68.9	90.1	100.7
비유동부채	41.8	92.1	157.5	230.2	291.5
금융부채	1.9	39.9	89.9	139.9	189.9
기타비유동부채	39.9	52.2	67.6	90.3	101.6
부채총계	133.3	250.7	293.2	405.5	486.5
지배주주지분	145.1	162.5	185.6	223.3	266.9
자본금	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8
자본잉여금	80.4	80.4	80.4	80.4	80.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	37.9	55.3	78.3	116.1	159.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	145.1	162.5	185.6	223.3	266.9
순금융부채	(95.8)	1.3	(35.2)	(90.5)	(143.0)

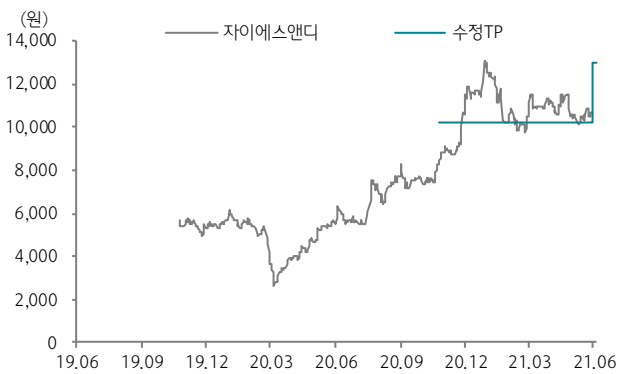
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	22.7	13.0	39.2	58.7	56.9
당기순이익	12.4	20.9	27.0	43.1	49.0
조정	1	1	0	0	0
감가상각비	2.8	4.9	2.3	1.2	0.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.8)	(3.9)	(2.3)	(1.2)	(0.7)
영업활동 자산부채 변동	1.1	(22.1)	9.8	14.4	7.2
투자활동 현금흐름	(80.4)	(97.8)	(23.1)	(33.9)	(16.9)
투자자산감소(증가)	(1.6)	0.7	(0.2)	(0.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(1.3)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(77.5)	(97.1)	(22.9)	(33.6)	(16.7)
재무활동 현금흐름	91.7	58.6	(2.8)	46.5	45.6
금융부채증가(감소)	1.5	102.6	1.3	51.8	50.9
자본증가(감소)	95.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.9)	(41.3)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(2.7)	(4.0)	(5.3)	(5.3)
현금의 증감	34.0	(26.2)	14.9	73.5	86.7
Unlevered CFO	25.4	39.4	42.1	56.1	62.5
Free Cash Flow	21.3	11.6	39.2	58.7	56.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

자이에스앤디



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최저
21.6.15	BUY	13,000		
20.11.9	BUY	10,246	4.58%	28.18%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수) : 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립) : 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도) : 목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대) : 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립) : 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소) : 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.33%	6.67%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 6월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 6월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조인 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- 지분의 매각 또는 취득의 중개·주선·대리·조인 관련 법인 및 상대법인
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법인
- 모집 또는 매출 관련 계약 체결 법인(신규상장후 40일간 적용)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.