

# 지어소프트 (051160)

## 온라인 신선식품 시장의 다크호스

Mid-Small cap



박진형

02 3770 5658  
jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (10/08)	5,640원
자본금	71억원
시가총액	822억원
주당순자산	517원
부채비율	136.13
총발행주식수	14,574,555주
60일 평균 거래대금	12억원
60일 평균 거래량	210,699주
52주 고	9,600원
52주 저	1,230원
외인지분율	3.77%
주요주주	김수철 외 2 인 21.10%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(10.8)	(17.9)	241.8
상대	(11.4)	(13.6)	312.7
절대(달러환산)	(10.5)	(18.7)	224.5



자료: Myresearch

### 지어소프트는 SW업체로 IT서비스, 광고, 유통 및 이커머스 사업 영위

- 지어소프트는 1998년에 설립, 2002년에 코스닥 시장에 상장된 시스템 소프트웨어 개발 및 공급업체. 주요 사업 부문은 IT서비스부문과 광고사업부문, 이커머스 부문이며 연결대상 종속회사인 오아시스(지분율 79.4%)의 유기농 식재료/온라인 비즈니스가 최근 급격한 성장을 견인 중.
- 동사의 제품군별 매출 비중(19.2Q 누적 별도 기준)은, 1) IT서비스(소프트웨어 개발, 유지 보수 등) 21.1%, 2) 광고사업(디지털 온라인 광고대행 등) 10.4%, 3) 유통 및 이커머스(유기농식품 등) 68.5% 등.

### 유통시장 노하우, 시너지, 효율성을 바탕으로 신선식품 새벽배송시장에서 빅히트

- 지어소프트의 종속회사인 오아시스는 오프라인에서의 강점을 바탕으로, 2018년 시작한 온라인 '새벽배송' 서비스를 통해 빠른 속도로 성장하는 중. 주요 경영진은 우리소비자 생활 협동조합 출신으로 유통사업의 노하우를 보유, 특히 생산자 직배송 유통방식을 통한 품질관리와 가격경쟁력이 최대 강점.
- 오아시스의 성장은 특별한 마케팅 없이 구전을 통해 퍼지고 있다는 점에서 효율적인 비용 관리가 가능할 것으로 판단. 실제로 동사의 누적 회원수는 19.1월 3.4만명에서 19.8월 14.8만명까지 급증하는 추세. 이와 더불어 온라인 매출액은 19.1월 7.9억원에서 19.6월 29.4억원까지 동반 급증. 일시적 마케팅 효과가 아닌 구전이라는 점에서 고객들의 충성도는 상대적으로 더욱 높을 것으로 예상. 실제로 일평균 주문 중 80%는 기존 고객의 주문건수. 최근 물류창고 확장도 주문건수 증가와 발맞춰 진행.
- 신선식품의 경우, 온라인 주문 비중이 12%에 불과하다는 점에서 향후 성장성은 더욱 부각될 전망. 참고로 전체 산업 온라인 주문 평균 비중은 24%(의복 22%, 통신기기/가전 37%, 화장품 33%) 수준. 새벽배송 시장의 경우 더욱 빠른 시장 성장(2018년 4천억원-2019년 1조원 예상)이 예상되는 가운데, 동사의 경쟁력(시너지, 효율성 등)은 더욱 부각될 전망.

### 온라인 판매 확대에 기반한 매출 성장 이어질 전망

- 지어소프트의 실적은 오아시스 온라인 매출 급증이 매출 성장으로 이어지는 가운데, 판관비 관리가 관건이 될 것으로 예상.
- 동사의 주가는 연초대비 74.9% 상승하며 양호한 성과를 기록. 오아시스의 가치가 주가 상승을 견인한 것으로 해석되며, 본격적인 이익 증가 가시화 시점에서 추가적인 주가 레벨업 진행 전망.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2015A	2016A	2017A	2018A	1H19
매출액	382	641	1,005	1,316	772
영업이익	-6	-16	9	12	7
지배주주순이익	-17	-56	-12	9	-4
영업이익률	-1.5	-2.5	0.9	0.9	0.9
EPS	-139	-436	-91	66	
PER	-12.9	-4.6	-25.3	83.5	
PBR	1.7	3.6	4.2	5.5	
ROE	-13.8	-60.7	-16.9	11.7	

자료: 유안타증권 리서치센터

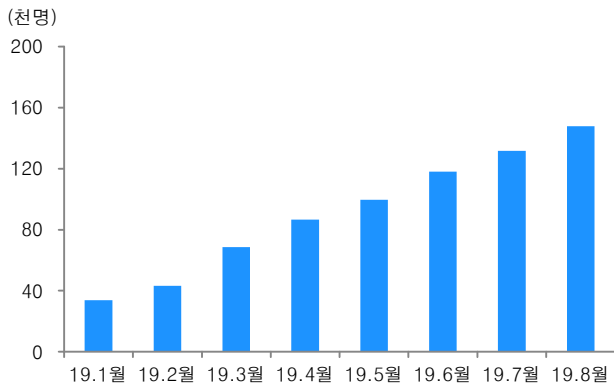
지어소프트 분기별 실적 요약

(단위: 억원, %, %p)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2017	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	YoY	QoQ
매출액	260.8	298.1	396.2	49.7	1,004.7	290.1	390.0	270.9	364.6	1,315.6	375.2	396.3	1.6	5.6
영업이익	-2.9	7.1	10.8	-6.0	9.0	3.6	0.4	10.4	-2.7	11.7	6.8	0.3	-14.7	-94.9
지배주주순이익	-2.4	2.6	6.0	-18.6	-12.4	0.5	3.7	7.1	-2.1	9.3	3.5	-7.5	적전	적전
영업이익률	-1.1	2.4	2.7	-12.2	0.9	1.3	0.1	3.8	-0.8	0.9	1.8	0.1	0.0	-1.7

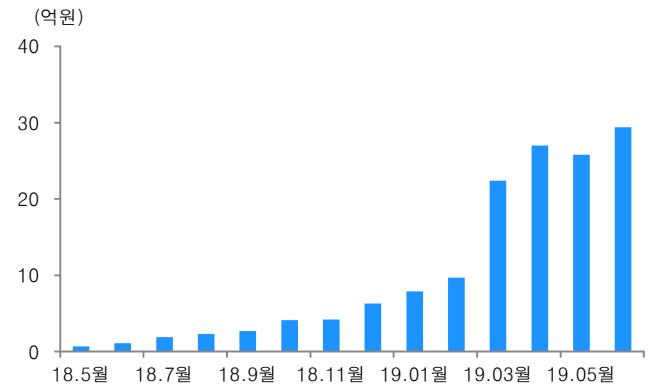
자료: 유안타증권 리서치센터

오아시스 누적가입자 추이



자료: 지어소프트, 유안타증권 리서치센터

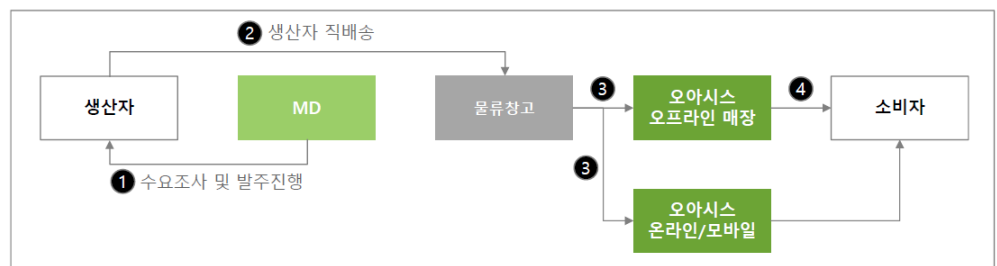
오아시스마켓 온라인 매출액 추이



자료: 지어소프트, 유안타증권 리서치센터

오아시스 사업현황

생산자 직배송 유통방식을 통해 품질을 최상위 수준으로 관리하고 있으며, 온/오프라인 채널을 통해 소비자들에게 합리적인 가격에 경쟁력 있는 유기농 신선식품을 제공



- ① 수요조사 및 발주진행**
  - MD가 직접 생산자를 발굴하여 계약관리 진행
  - 신선식품의 폐기율을 낮추기 위해 수요조사 및 판매량 예측을 통해 발주 진행
- ② 생산자 직배송**
  - 중간 유통벤더를 없이 오아시스는 생산자가 물류창고로 직배송
  - 생산자 직배송 방식은 delivery time을 최소화하고 가격경쟁력 확보에 영향을 미침
- ③ 상품 유통**
  - 물류창고에 상품이 입고되면 포장작업 및 품질테스트를 거쳐 오프라인 매장 및 배송지로 상품 유통
  - 출고 전 품질관리 팀을 통해 신선식품 품질수준을 최상위 수준으로 관리
- ④ 소비자 구매**
  - 소비자는 오아시스 오프라인 매장에서 직접 신선식품을 구매하거나,
  - 온라인/모바일 앱을 통해 새벽배송 서비스를 받을 수 있음

자료: 지어소프트, 유안타증권 리서치센터

지어소프트 (051160) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	362	382	641	1,005	1,316
매출원가	296	316	544	828	1,026
매출총이익	65	66	97	177	290
판매비	72	72	113	168	278
영업이익	-7	-6	-16	9	12
EBITDA	1	4	1	26	29
영업외손익	-17	-17	-55	-19	-2
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-1	-2	-1	-2	-1
관계기업관련손익	-11	-5	0	0	0
기타	-5	-10	-54	-18	-1
법인세비용차감전순이익	-24	-23	-71	-10	10
법인세비용	0	0	2	4	0
계속사업순이익	-24	-23	-73	-14	10
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-24	-23	-73	-14	10
지배지분순이익	-18	-17	-56	-12	9
포괄순이익	-24	-26	-69	-14	5
지배지분포괄이익	-23	-18	-53	-12	5

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	-16	-21	51	-1	36
당기순이익	-18	-17	-56	-12	9
감가상각비	4	2	6	8	11
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	11	5	0	0	0
자산부채의 증감	-25	-23	40	-32	5
기타현금흐름	11	11	61	35	10
투자활동 현금흐름	12	19	-43	-16	-34
투자자산	-3	27	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-6	-14	-16	-13
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	20	-3	-30	0	-20
재무활동 현금흐름	8	0	21	18	-13
단기차입금	0	0	-46	8	-13
사채 및 장기차입금	8	0	67	10	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	3	0
현금의 증감	4	-3	28	3	-11
기초 현금	7	10	8	36	39
기말 현금	10	8	36	39	29
NOPLAT	-7	-6	-16	12	11
FCF	-35	-32	18	-28	8

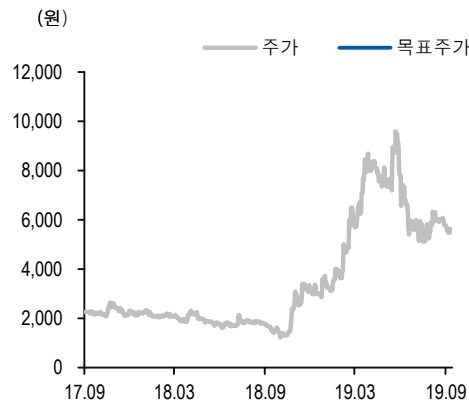
자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	141	154	198	167	166
현금및현금성자산	10	8	36	39	29
매출채권 및 기타채권	107	103	97	91	100
재고자산	8	25	27	29	30
비유동자산	137	109	89	103	118
유형자산	6	9	17	24	27
관계기업등 지분관련자산	39	25	0	0	0
기타투자자산	8	53	51	52	81
자산총계	278	263	286	269	284
유동부채	134	112	200	178	167
매입채무 및 기타채무	85	90	137	126	137
단기차입금	23	13	16	20	8
유동성장기부채	0	0	19	0	0
비유동부채	11	21	15	16	24
장기차입금	0	10	0	0	0
부채총계	145	133	215	194	191
지배지분	119	104	64	67	82
자본금	61	61	64	68	71
자본잉여금	263	267	274	283	289
이익잉여금	-189	-206	-260	-270	-264
비지배지분	14	26	7	8	11
자본총계	133	130	71	75	93

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	-196	-189	-582	-107	70
BPS	1,095	1,071	557	551	655
DPS	0	0	0	0	0
PER	-5.6	-9.9	-4.5	-20.0	29.9
PBR	0.7	2.1	4.0	4.6	5.6
EV/EBITDA	-6.8	-21.2	-4.8	36.7	16.2
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	-2.8	5.7	67.8	56.6	30.9
영업이익 증가율 (% YoY)	적지	적지	적지	흑전	30.8
지배순이익 증가율 (% YoY)	적지	적지	적지	적지	흑전
매출총이익률 (%)	18.1	17.2	15.1	17.6	22.0
영업이익률 (%)	-1.9	-1.5	-2.5	0.9	0.9
지배순이익률 (%)	-4.9	-4.4	-8.7	-1.2	0.7
ROIC	-14.7	-7.5	-80.7	27.9	38.2
ROA	-6.3	-6.4	-19.5	-4.6	3.3
ROE	-16.5	-17.5	-72.1	-19.1	11.6
부채비율 (%)	108.9	102.4	301.2	258.9	206.8
영업이익/이자비용 (배)	-5.3	-2.2	-10.8	4.0	11.0

지어소프트 (051160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-10	Not Rated	-	1년		- - -

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박진형)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.