

지어소프트 (051160)

한경래 kyungrae.han@daishin.com
이새롬 saerom.lee@daishin.com

투자 의견 N/R
신규

6개월 목표주가 N/R

현재주가 5,710
(19.10.14)

스몰캡업종

새벽배송 출시 1년, 폭발적인 성장세 기록 중

지어소프트/오아시스 기업 개요

- 전자 연결 매출액의 대부분 자회사 오아시스(2Q19 기준 지분율 79.4%)에서 발생
- 오아시스: 신선식품 유통사업 영위. 오프라인과 온라인 몰(오아시스마켓) 운영
- 오아시스마켓 18년 8월 국내 최초 신선식품 새벽배송 서비스 개시. 회원수 및 트래픽 빠르게 증가하며 전자 외형성장 주도

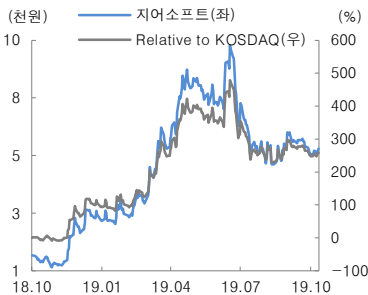
오아시스마켓 15만 회원 확보, 연초 대비 +343% + 트래픽 지속 상승 중

- 오아시스마켓 18년 5월 출시, 18년 8월부터 수도권 중심으로 새벽배송 시작
- 현재 누적 회원 수 15만명 돌파, 19년 일 평균 신규 가입자 500~600명 수준
- 트래픽 증가로 3Q19 오아시스마켓 매출액 2분기 대비 69% 증가한 139억원 기대
- 재구매율 증가 및 객단가 상승은 향후 폭발적인 외형성장으로 이어질 전망
- 19년 8월 객단가: 연초 대비 62% 증가, 3Q19F 오아시스마켓 일 매출액: 전분기 대비 133% 상승

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSDAQ	641.46
시가총액	83십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	9,600원 / 1,230원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	3.62%
주요주주	김수철 외 2인 21.10% 삼성액티브자산운용 7.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-13.5	-19.5	266.0
상대수익률	-6.9	-8.1	-3.6	317.4



온라인 식품 시장 트렌드, 새벽배송

- 2018년 국내 식품 시장 온라인 판매 비중은 총 12% 수준(인터넷 4%, 모바일 8%). 통신 기기 및 가전 시장 온라인 침투율 37%, 화장품 33%, 의복 22% 수준으로 식품 시장의 온라인 비중 낮은 편
- 온라인 식품 시장은 '새벽배송' 트렌드로 성장 중. 2019년 국내 새벽배송 시장은 1조원까지(15Y~19F CAGR +216%) 확대 예상. 오아시스는 식품 새벽배송에서도 우리생협 인지도를 바탕으로 유기농 신선식품 사업 확대 중. 오아시스마켓 시장 점유율은 2018년 1% 미만에서 2019년 Mid Single 수준으로 빠른 점유율 확대 기대

본격적인 이익 성장세는 2020년부터

- 2020년 지어소프트 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,561억원(+47.2% YoY), 71억원(+225.7% YoY) 전망
- 오아시스 매출액은 2,427억원(+51.8% YoY) 추정. 오아시스마켓 예상 매출액은 1,277억원(+183.8% YoY)으로 전자 외형 확대의 핵심 요인
- 지어소프트 연결 영업이익 전년 대비 225% 이상 급증할 전망. 수익성 개선은 1) 오아시스마켓 높은 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과, 특히 객단가 및 구매력 증가에 따른 GPM 상승, 고정비 상쇄 효과 2) 우리생협향 브랜드 로열티 비용 절감(브랜드 수수료 0.2%)에 기인 (연결 OPM 18Y 0.9% → 19F 1.3% → 20F 2.8%)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	100	132	174	256	328
영업이익	1	1	2	7	14
세전순이익	-1	1	1	6	14
총당기순이익	-1	1	1	6	13
지배지분순이익	-1	1	1	5	11
EPS	-95	67	36	352	745
PER	NA	48.1	159.1	16.2	7.7
BPS	518	592	615	964	1,709
PBR	4.4	5.4	8.2	5.2	3.0
ROE	-18.8	12.4	6.1	44.6	55.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

I. 기업 소개

지어소프트, 주요 자회사 ‘오아시스’가 주도

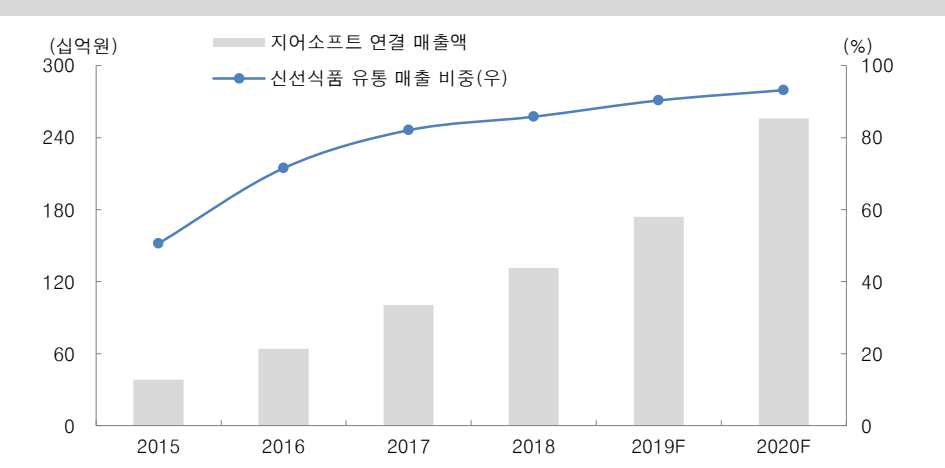
지어소프트(IT서비스 및 디지털마케팅) 연결 실적의 90%(신선식품 유통 매출 기준) 이상 비중을 차지하는 ‘오아시스’(2Q19 기준 지분율 79.4%)는 유기농 신선제품 유통기업이다. 유통망은 오프라인(우리생협 직영점 38개, 대리점 33개)과 온라인 ‘오아시스마켓’이다. 특히 온라인 물의 가파른 신규 회원 유입(19년 9월 누적 회원 15만명 이상으로 파악)이 핵심이다. 일 평균 500~600명 수준 신규회원이 추가되는 것으로 파악되며, 일 평균 주문량의 80% 이상이 기존 고객에서 발생한다. 꾸준한 충성고객 확대도 긍정적이다.

재구매율 증가 및 누적회원 상승세는 객단가 상승(YTD +50% 이상), 일 평균 결제 건수 증가로 직결되고 있다. 폭발적인 외형성장이 가시화되고 있다.

오아시스는 지난 2018년 5월 온라인 물 출시(월 평균 +50% 온라인 매출 성장) 이후 8월 수도권 지역에 새벽배송 서비스를 시작하며, 전사 외형성장을 이끌고 있다. 2018년 오아시스의 연 매출액은 1,112억원과 영업이익 2.8억원을 기록하며 지어소프트 전사 연결 매출액의 84.5% 비중을 차지했다.

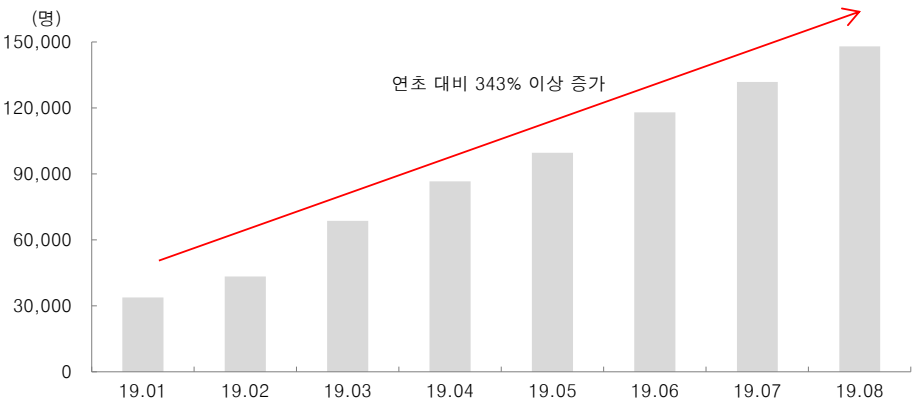
지어소프트 연결 실적에서 신선식품 유통(오아시스)의 매출 기여도는 17년 82%→18년 86%→19F 90%로 꾸준히 증가하며 지어소프트 실적 및 주가에 가장 중요한 역할로 자리매김 했다.

그림 1. 지어소프트 연결 매출액, 영업이익 및 오아시스 매출액 추이 및 전망



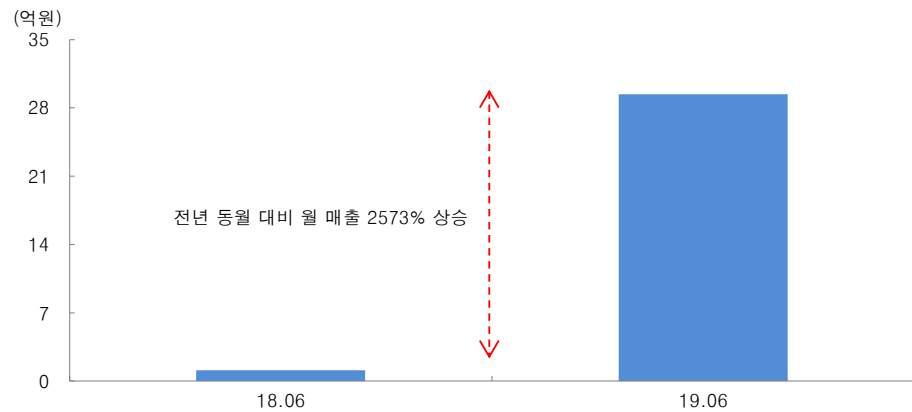
자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 오아시스마켓 누적 회원수 추이



자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 오아시스마켓 월 매출 추이



자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

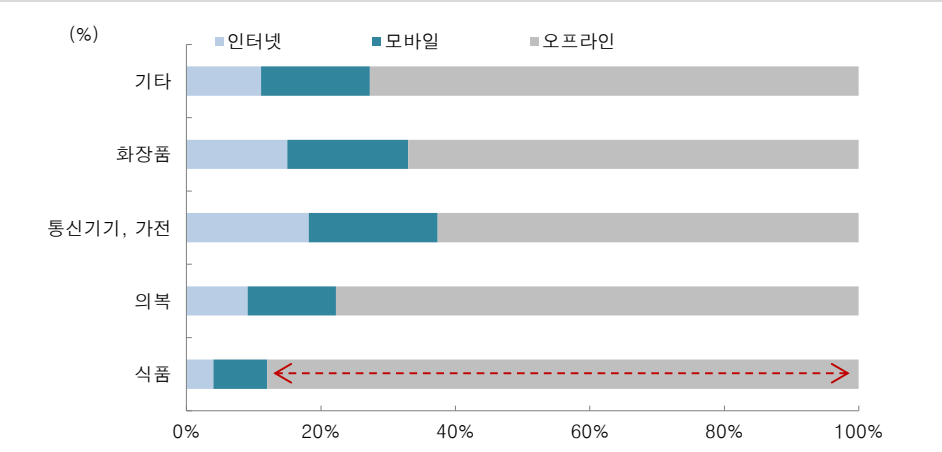
온라인 식품 시장 트렌드, 새벽배송

2018년 국내 식품 총 판매액은 110조원을 기록했다. 이 중 온라인에서의 판매 비중은 총 12% 수준(인터넷 4%, 모바일 8%)이다. 아직 식품 시장에서 오프라인 채널 판매 비중은 88%로 온라인 식품 시장의 성장성은 타 산업 대비 상당히 높은 편이다.

식품 대비 선제적으로 온라인 침투가 이루어졌던 통신기기 및 가전 사업의 경우 온라인 침투율은 37%, 화장품 33%, 의복 22% 수준이다. 전체 산업 평균 온라인 비중은 20% 중반 수준이다.

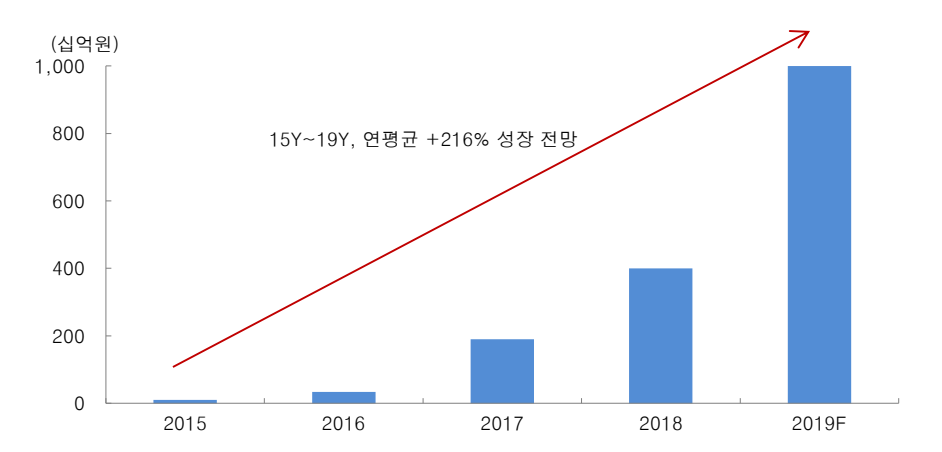
온라인 식품 시장은 ‘새벽배송’ 트렌드로 성장 중 이다. 국내 새벽배송 시장은 2019년 1조원까지(2015~2019F 연평균 성장률 216%) 확대될 것으로 예상된다. 오아시스 식품 새벽배송에서도 ‘유기농 신선식품’이라는 니치마켓을 타겟으로 오프라인 채널(우리생협) 운영 노하우, 물류 경쟁력 보유 및 Capa 확대를 완료한 상태다. 오아시스마켓 시장 점유율은 2018년 1% 미만에서 2019년 Mid Single 수준으로 점유율 확대가 기대된다.

그림 4. 산업별 온라인 침투율 비교



자료: 지어소프트, 통계청, Nielsen, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 국내 새벽배송 시장규모 성장 추이 및 전망



자료: 지어소프트, 농촌진흥청, 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

유기농 신선식품 직매입을 통한 가격 경쟁력 확보

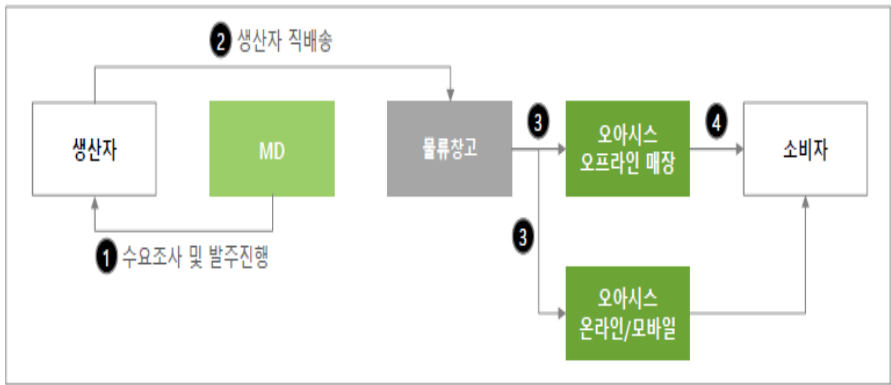
대형마트 일반 신선식품 보다 저렴한 가격 경쟁력은 직매입을 통한 제품 조달에 기인하다. 오아시스는 2011년 11월 우리생협과 전략적 제휴를 바탕으로 신선식품 소싱 노하우 및 레퍼런스를 확보했다. 현재 동사의 MD인력(우리생협 출신)은 10명 내외로 네트워크 및 구매력으로 품목별 사전 수요 예측을 통해 제품을 직접 조달한다. 직매입을 통한 경쟁사 대비 가격 경쟁력 확보한 점이 긍정적이다.

(유정란 10구 판매가: 오아시스 2,000원, 마켓컬리: 4,900원, SSG:3,980원, 대형마트:4,290원)

오프라인 매장 제 2의 물류센터로 활용

신선식품유통, 직매입 구조에도 제품 폐기율은 최소화되고 있다. MD의 수요 예측으로 산지에서 동사 물류센터로 제품이 직배송되며, 중간 유통 시간을 최소화했다. 수도권 우리생협 직영매장(38개)은 제 2의 물류센터로 활용하며 새벽배송 물량 대응을 위한 거점으로 사용 중이다. 고품 및 증가하는 온라인 주문 수량에 탄력적으로 대응할 수 있는 원동력이며, 유통기한이 짧은 제품에도 폐기율 최소화, 평균 재고일수 12일(경쟁사 15일 이상) 수준을 가능하게 한다.

그림 6. 오아시스 유기농 신선식품 유통 방식

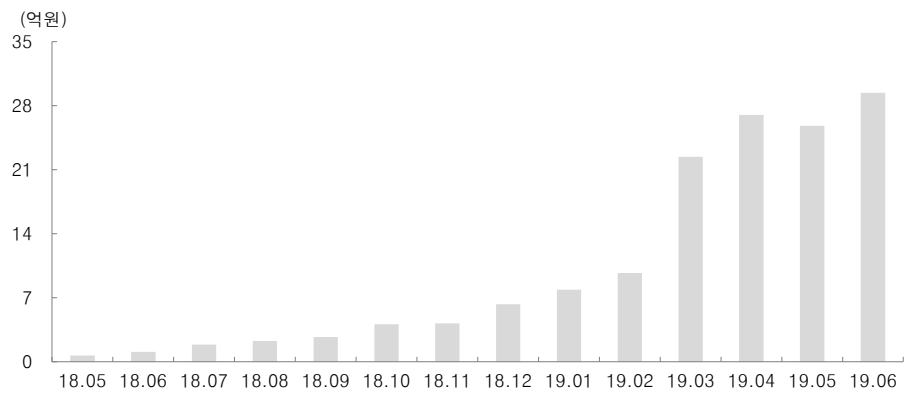


자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

19년 7월 신규 물류센터 이전 완료, 기존 대비 3배 이상 Capa Up

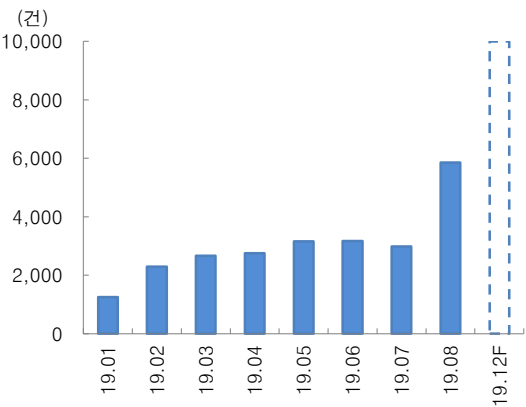
19년 상반기 4,300평(기존 대비 5배) 수준의 신규 물류센터 이전으로 하반기 이후 매출액 성장은 더 확대될 전망이다. Capa 확대는 가파르게 증가하는 온라인몰 회원수 및 일 주문 건수에 선제적으로 대응하기 위함이다. 기존 물류센터가 하루 최대 3,000건 수준의 배송이 가능했다면, 2019년 하반기 일 처리 건수는 10,000건 이상 수준으로 확대된다. 물류 센터 이전에 따른 부가 비용(이사 관련)은 상반기 손익에 대부분 반영됐다. 물류센터 확대에 따른 인원 충원 등 전반적인 고정비 증가가 예상되나, 하반기 이후 큰 폭의 외형 성장이 기대된다. 2019년은 향후 레버리지 확대를 위한 원년이다.

그림 7. 오아시스마켓 월 매출 추이



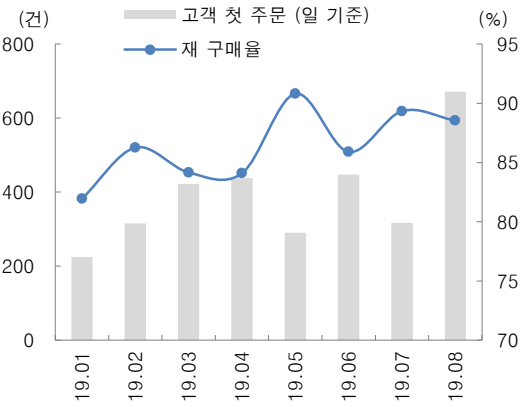
자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 오아시스마켓 월 별, 일 최대 주문 건수



자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 일 평균 신규 주문 건수 및 재 구매율 추이



자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

II. 실적 전망

본격적인 이익 성장세는 2020년부터

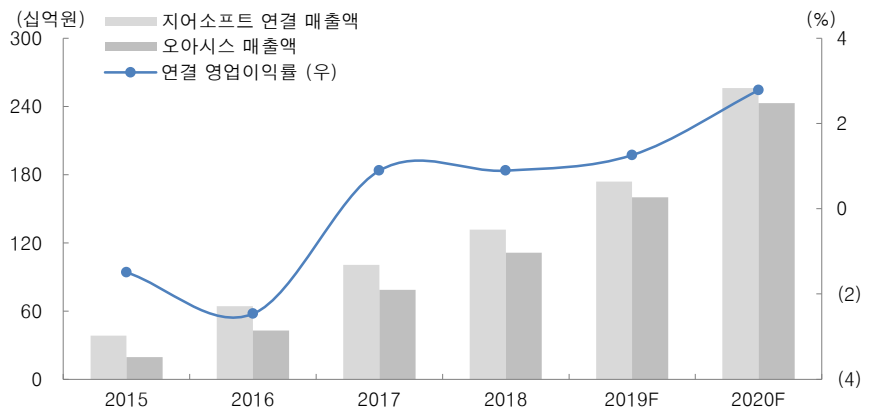
2019년 지어소프트의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,739억원(+32.2% YoY), 22억원(+86.3% YoY, OPM 1.3%)으로 전망한다. 자회사 오아시스의 예상 매출액은 전년대비 44% 상승한 1,599억원으로 전사 외형 확대를 주도할 전망이다. 오아시스는 경쟁사 대비 적은 광고비 집행에도 2019년 상반기 매출액 778억원(+35.4% YoY)을 시현했다.

오아시스의 온라인 부분(오아시스마켓) 월 평균 매출액은 2018년 하반기 3.6억원 수준에서 2019년 상반기 20.4억원으로 468% 이상 상승한 것으로 파악된다. 2019년 상반기 오아시스마켓 일 평균 결제액은 6천8백만원 수준을 기록했다. 2019년 하반기 일 평균 결제액은 상반기 대비 127% 증가한 1.54억원으로 Level Up이 기대된다. 하반기 ‘유기농 신선식품 새벽배송’ 홍보가 본격화되면 전망치 추가 상향도 가능하다.

2020년은 높은 외형 성장과 함께 수익성 개선이 동반할 것으로 기대된다. 2020년 지어소프트 예상 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,561억원(+47.2% YoY), 71억원(+225.7% YoY OPM 2.8%)이다. 오아시스 매출액은 2,427억원(+51.8% YoY)으로 오아시스마켓 예상 매출액 1,277억원(+183.8% YoY)이 전사 실적 성장의 핵심이다. 오프라인(직영점 31개 및 가맹점 매출, 외 직영점 7개 매출은 지어소프트 별도 매출로 집계) 예상 매출액은 1,150억원으로 안정적인 실적 흐름을 이어갈 전망이다.

전사 연결 영업이익은 전년대비 225% 이상 급증할 것으로 추정한다. 이익률 개선은 1) 오아시스마켓의 폭발적인 매출 성장률에 따른 영업레버리지 효과, 특히 객단가 상승 및 구매력 증가에 따른 GPM 상승 및 고정비 상쇄, 2) 우리생협향 브랜드 로열티 비용 축소(브랜드 수수료 0.2%)에 기인한다.

그림 10. 지어소프트 전사 실적 추이 및 전망



자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 지어소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
연결 매출액	37.5	39.6	45.1	51.7	56.7	61.2	66.4	71.8	131.6	173.9	256.1
별도	12.4	12.4	15.0	13.7	13.6	13.7	15.3	13.9	56.6	53.5	56.4
오아시스	33.1	36.1	42.9	47.8	53.2	57.9	63.1	68.5	111.2	159.9	242.7
연결조정	-8.0	-8.9	-12.7	-9.9	-10.1	-10.4	-12.1	-10.6	-36.3	-39.4	-43.1
YoY 증감률											
연결 매출액	29.4	1.6	66.4	41.8	51.0	54.5	47.3	38.9	30.9	32.2	47.2
별도 매출액	4.0	-14.7	-0.8	-9.2	9.7	10.0	2.6	1.2	29.6	-5.6	5.6
오아시스	32.6	38.1	48.5	53.4	60.4	60.6	47.2	43.2	41.2	43.8	51.8
영업이익	0.7	0.0	0.4	1.0	1.1	1.5	2.0	2.6	1.2	2.2	7.1
당기순이익	0.4	-0.8	0.2	0.7	0.8	1.0	1.4	1.9	0.9	0.5	5.1
영업이익률	1.8	0.1	1.0	2.0	2.0	2.4	3.0	3.6	0.9	1.3	2.8
당기순이익률	0.9	-1.9	0.5	1.4	1.3	1.7	2.1	2.7	0.7	0.3	2.0

자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

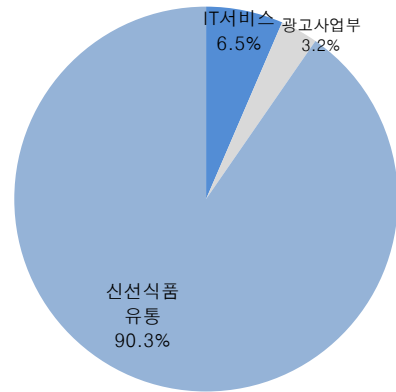
- 1998년 설립, 2002년 코스닥 상장
- 지어소프트 본업: 이동통신사 대상 IT 솔루션 구축 및 마케팅 등 IT 서비스, 디지털마케팅 사업 영위
- 2011년 오아시스(우리네트웍스) 농수산 유통업 시작
- 오아시스 오프라인 매장 및 온라인 몰(새벽배송) 주축으로 성장 중
- 자산 439억원, 부채 329억원, 자본 110억원 (2Q19 기준)
- (발행주식수: 14,574,555주 / 자기주식수: 없음, 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 오아시스마켓 회원 증가 및 판매 확대
- 전사 매출 증가에 따른 고정비 감소효과 및 수익성 향상
- 새벽배송 시장 성장에 따른 수혜

자료: 지어소프트, 오아시스 대신증권 Research&Strategy본부

지어소프트 연결 사업부문별 매출 비중

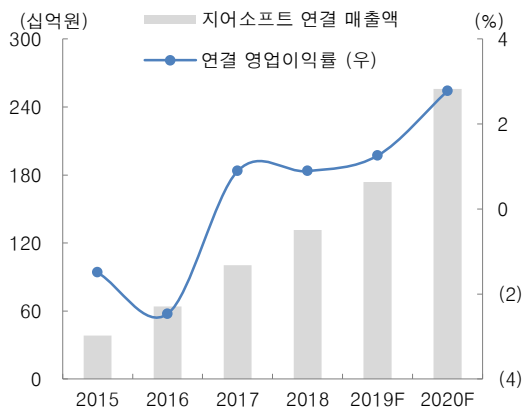


주: 2019년 상반기 매출액기준

자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

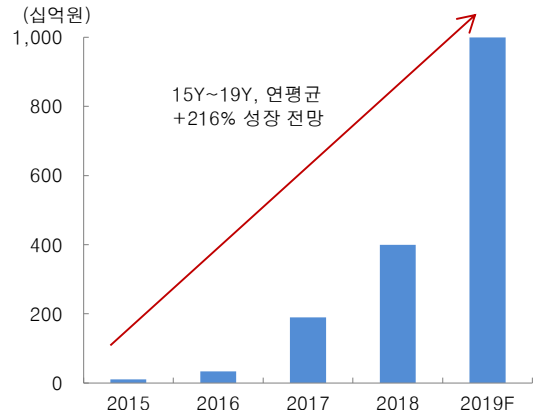
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



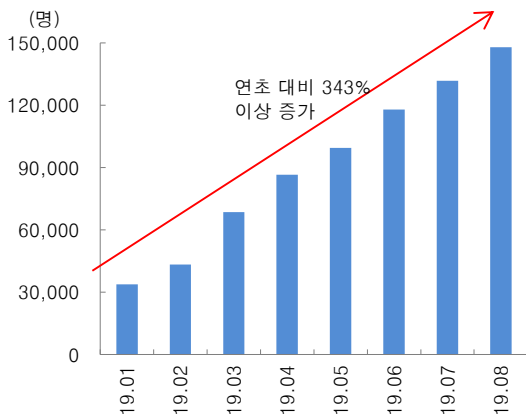
자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy본부

국내 새벽배송 시장규모 성장 추이 및 전망



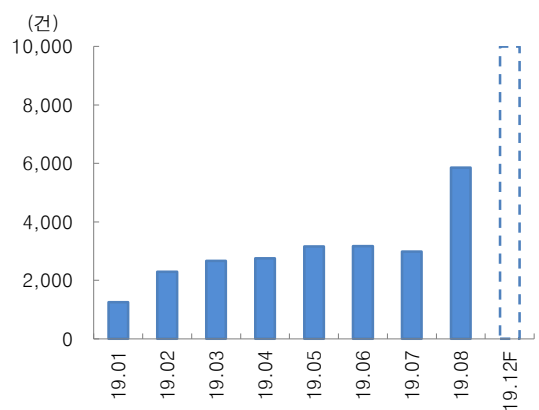
자료: 오아시스 대신증권 Research&Strategy본부

오아시스마켓 누적 회원수 추이



자료: 오아시스 대신증권 Research&Strategy본부

오아시스마켓 월 별, 일 최대 주문 건수



자료: 오아시스 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	100	132	174	256	328
매출원가	83	103	134	198	252
매출총이익	18	29	40	58	75
판매비와관리비	17	28	38	51	61
영업이익	1	1	2	7	14
영업이익률	0.9	0.9	1.3	2.8	4.4
EBITDA	3	3	3	8	16
영업외손익	-2	0	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-1	1	1	6	14
법인세비용	0	0	0	0	-1
계속사업순손익	-1	1	1	6	13
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1	1	1	6	13
당기순이익률	-1.4	0.7	0.5	2.4	3.9
비자배지분순이익	0	0	0	1	2
지배지분순이익	-1	1	1	5	11
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-1	1	0	6	12
비자배지분포괄이익	0	0	0	1	2
지배지분포괄이익	-1	1	0	5	10

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-95	67	36	352	745
PER	NA	48.1	159.1	16.2	7.7
BPS	518	592	615	964	1,709
PBR	4.4	5.4	8.2	5.2	3.0
EBITDAPS	199	199	234	572	1,075
EV/EBITDA	12.4	16.4	24.6	9.3	4.1
SPS	7,721	9,524	11,966	17,569	22,488
PSR	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3
CFPS	264	293	243	617	1,119
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	56.6	30.9	32.2	47.2	28.0
영업이익 증가율	흑전	30.8	86.3	225.7	102.7
순이익 증가율	적지	흑전	-5.0	551.9	109.3
수익성					
ROIC	24.2	18.8	31.7	78.2	147.3
ROA	3.2	4.2	7.1	17.4	24.5
ROE	-18.8	12.4	6.1	44.6	55.7
안정성					
부채비율	258.9	206.8	231.7	204.0	146.1
순차입금비율	0.1	-10.0	-8.6	-46.3	-80.5
이자보상배율	4.0	11.0	0.0	0.0	0.0

자료: 지어소프트, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	17	17	22	36	57
현금및현금성자산	4	3	3	9	25
매출채권 및 기타채권	9	10	14	20	24
재고자산	3	3	4	6	8
기타유동자산	1	1	1	1	1
비유동자산	10	12	12	12	12
유형자산	2	3	3	3	3
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	8	9	9	9	9
자산총계	27	28	34	48	69
유동부채	18	17	20	27	33
매입채무 및 기타채무	13	14	17	24	30
차입금	2	1	1	1	1
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	2	2	2	2
비유동부채	2	2	4	5	8
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	4	5	8
부채총계	19	19	23	32	41
자배지분	7	8	9	14	25
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	-27	-26	-26	-21	-10
기타지분변동	-1	-1	-1	-1	-1
비자배지분	1	1	1	2	3
자본총계	8	9	10	16	28
순차입금	0	-1	-1	-7	-23

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0	4	0	6	14
당기순이익	-1	1	1	6	13
비현금항목의 가감	5	3	3	3	4
감가상각비	2	2	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	2	1	2	2
자산부채의 증감	-3	1	-3	-2	-1
기타현금흐름	0	-1	0	0	-1
투자활동 현금흐름	-2	-3	-2	-2	-2
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-2	-1	-1	-1	-1
기타	0	-2	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	2	-1	0	0	0
단기차입금	1	-1	0	0	0
사채	1	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	-1	0	7	15
기초 현금	4	4	3	3	9
기말 현금	4	3	3	9	25
NOPLAT	1	1	2	7	13
FCF	1	0	2	7	13

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

지어소프트(051160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

Adj. Price

Adj. Target Price

12,000

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

17.10

18.02

18.06

18.10

19.02

19.06

19.10

제시일자

19.10.15

투자의견

na

목표주가

na

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20191012)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.3%	10.7%	0.0%

산업 투자의견

— Overweight(비중확대)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

— Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

— Underweight(비중축소)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

— Buy(매수)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

— Marketperform(시장수익률)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

— Underperform(시장수익률 하회)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상