

지어소프트 (051160)

2020년 마켓컬리 대비 매출액 절반까지 성장, 시가총액은 아직 1/8?

투자 의견 'BUY', 목표주가 21,900원으로 상향

지어소프트에 대해 투자 의견 'BUY'를 유지하며 목표주가를 21,900원으로 상향한다. 목표주가는 업종평균 PSR 1.0배에 지어소프트 2020년 예상 매출액 3,196억원을 적용하여 산출하였다. 오아시스는 1) 코로나19로 소비 트렌드 변화에 대한 직접적인 수혜를 받고 있으며, 2) 가격 차별화를 통한 충성고객 증가로 재구매가 많아지고 있고, 3) 옴니채널 전략(새벽 배송 → 오프라인 매장 → 오프라인 배달 순으로 재고 관리)과 스마트 물류창고 운영방식 등으로 업계 유일 흑자기업이라는 강점이 부각되고 있다. 이에 따라 지어소프트의 향후 연평균 외형 성장률이 110.6%로 전망되고 있는 만큼 밸류에이션 재평가가 이루어져야 할 시점이라고 판단한다.

재 구매율 90%달성, 1분기부터 폭발적 성장하는 오아시스

지어소프트 2020년 1분기 연결 실적은 매출액 546억원(+45.5%, YoY)과 영업이익 14억원(+108.7%, YoY)으로 추정한다. 자회사 오아시스 매출액이 515억원으로 전년동기대비 55.4%로 고성장할 전망이며 온라인 매출액이 262억원으로 분기별로 폭발적인 성장이 이루어질 것으로 예상된다. (19.3Q 106억원 → 19.4Q 158억원) 이는 코로나19에 따른 온라인 소비 급증으로 신규 고객이 늘어나고 있으며 기존 고객들의 재 구매율이 90%로 높기 때문이다. 오아시스의 누적 회원 수는 1분기말 30만명을 달성하였으며 연말까지 누적 회원 수 60만명을 달성할 수 있을 전망이다.

2020년 매출액 3,196억원과 영업이익 91억원으로 전망

지어소프트의 2020년 실적은 매출액 3,196억원(+100.29%, YoY)과 영업이익 91억원(흑자전환)으로 예상하며 자회사 오아시스를 통한 실적 성장이 이루어질 전망이다. 오아시스는 2019년 3분기 5배 규모의 물류창고 시설투자를 선제적으로 진행해 일 6만건규모(일매출 20억원 규모)의 CAPA를 확보하고 있으며 물류 직원들도 지속 채용하며 폭발적으로 증가하는 주문량을 충분히 소화하고 있다. 또한 오아시스는 옴니채널 전략을 통한 신선식품 폐기율 0.1% 유지와 스마트물류창고 운영을 통한 비용 통제로 수익성도 뚜렷하게 좋아질 것으로 판단한다.

Update

BUY(상향)

| TP(12M): 21,900원(상향) | CP(4월 8일): 8,900원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	607.37
52주 최고/최저(원)	9,600/3,940
시가총액(십억원)	129.7
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	14,574.6
60일 평균 거래량(천주)	645.8
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.50
주요주주 지분율(%)	
김수철 외 2인	21.10
삼성액티브자산운용	7.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	36.5 57.8 32.8
상대	44.4 65.1 64.4

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	243.9	N/A
영업이익(십억원)	11.0	N/A
순이익(십억원)	9.0	N/A
EPS(원)	542	N/A
BPS(원)	1,029	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	131.6	159.6	319.6	487.4	732.6
영업이익	십억원	1.2	(0.1)	9.1	15.4	24.3
세전이익	십억원	1.0	(1.3)	8.7	14.9	26.2
순이익	십억원	0.9	(1.6)	7.8	13.4	23.4
EPS	원	67	(110)	533	922	1,606
증감률	%	흑전	적전	흑전	73.0	74.2
PER	배	48.06	N/A	16.70	9.66	5.54
PBR	배	5.57	7.35	8.06	4.39	2.45
EV/EBITDA	배	16.43	11.89	7.52	4.20	1.89
ROE	%	12.42	(19.38)	63.57	58.89	56.76
BPS	원	579	572	1,104	2,026	3,632
DPS	원	0	0	0	0	0

2020년 매출액 3,196억원과 영업이익 91억원으로 전망

오아시스마켓은 코로나19로 인해 신규가입자 수 및 주문량이 폭발적으로 증가로 연간 목표치인 일 매출액 10억원 충분히 달성 할 수 있을 것

지어소프트의 2020년 실적은 매출액 3,196억원(+100.29%, YoY)과 영업이익 91억원(흑자전환)으로 예상하며 자회사 오아시스를 통한 실적확대가 이루어질 전망이다. 온라인 채널인 오아시스마켓은 코로나19로 인해 신규가입자 수 및 주문량이 폭발적으로 증가하고 있으며 이에 따라 지어소프트의 목표치인 일 매출액 10억원을 충분히 달성할 수 있을 것으로 보인다. 오아시스는 2019년 3분기 5배 규모의 물류창고 시설투자를 선제적으로 진행해 일 3만건규모(일 매출 15억원 규모)의 CAPA를 확보하고 있으며, 물류 직원들도 지속 채용하며 폭발적으로 증가하는 주문량을 충분히 소화하고 있다. 또한 오아시스는 옴니채널 전략(새벽 배송, 오프라인 매장, 오프라인 배달 판매 순으로 재고 관리)을 통한 신선식품 폐기율 0.1% 유지와 스마트물류창고 운영을 통한 비용 통제로 수익성도 뚜렷하게 좋아질 것으로 판단한다.

표 1. 오아시스마켓 월별 실적 추정 시나리오

	20.01F	20.02F	20.03F	20.04F	20.05F	20.06F	20.07F	20.08F	20.09F	20.10F	20.11F	20.12F
누적회원수 (천명)	243.7	266.9	292.2	318.5	347.2	378.4	410.6	445.5	483.4	522.0	563.8	608.9
일평균 주문건 수 (천건)	6.5	7.3	8.2	9.1	10.2	11.4	12.6	14.0	15.5	17.1	18.8	20.7
주문당 평단가 (만원)	4.5	4.5	4.5	4.8	4.9	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
일평균 매출액 (억원)	2.9	3.3	3.7	4.4	4.9	5.6	6.2	7.0	7.8	8.7	9.7	10.8
월별 매출액 (억원)	79.0	88.6	99.4	118.3	133.4	150.2	168.3	188.4	210.9	234.8	261.3	290.7
MoM	12.0%	12.2%	12.2%	19.0%	12.7%	12.6%	12.0%	12.0%	11.9%	11.3%	11.3%	11.2%

자료: 하나금융투자

그림1. 오아시스 재고 폐기율 0%시스템

온라인

- 온라인 미판매 과재고 발생시
→ 오프라인 매장으로 재고 이동 후 소진
→ 온라인 biz 재고 폐기율 0%
- 재고 폐기율 1% vs 0% 재무효과
→ 매출 1천억 원가 75% 가정시
→ 년 7.5억원의 이익 save 효과

오프라인

- 온라인 재고 부족 시 오프라인 매장에서 조달
→ 오프라인이 제2의 물류센터
→ 부족 재고 보완
- 온라인 회원이 아닌 별도 오프라인 충성 회원 대상 추가 마케팅 활동 가능
- 오프라인 구매 통한 검증 후 온라인 회원 유입

온-오프 통합 시너지

자료: 지어소프트, 하나금융투자

그림2. 오아시스 스마트물류 창고



자료: 지어소프트, 하나금융투자

표 2. 지어소프트 실적 추이 및 전망

	1Q19F	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	19	20F	21F
매출액	37.5	39.6	42.2	40.3	51.2	65.6	80.9	121.9	159.6	319.6	487.4
YoY	29.3%	1.6%	1.6%	10.4%	36.5%	65.5%	1.6%	203.0%	21.3%	100.3%	52.5%
지어소프트	12.4	12.4	12.5	13.2	12.0	13.2	14.3	13.3	50.5	52.8	58.3
오아시스	33.1	36.1	37.9	35.2	51.5	65.5	81.9	103.5	142.3	302.3	466.1
온라인	4.0	8.2	10.6	15.8	26.7	40.2	56.8	78.7	38.6	202.3	360.8
오프라인	29.1	27.9	27.3	19.5	24.8	25.3	25.1	24.8	103.7	100.0	105.3
연결조정	-8.0	-8.9	-8.2	-8.2	-12.3	-13.1	-15.3	5.2	-33.2	-35.5	-37.0
영업이익	0.7	0.0	0.0	-0.9	1.3	1.7	2.3	3.8	-0.1	9.1	15.4
영업이익률	1.8%	0.1%	0.0%	-2.1%	2.6%	2.7%	2.8%	3.1%	-0.1%	2.9%	3.2%
당기순이익	0.5	-0.7	-0.1	-1.2	1.0	1.4	1.7	3.0	-1.5	7.2	12.4
순이익률	1.4%	-1.7%	-0.3%	-2.9%	2.0%	2.2%	2.1%	2.5%	-0.9%	2.2%	2.6%

자료: 지어소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

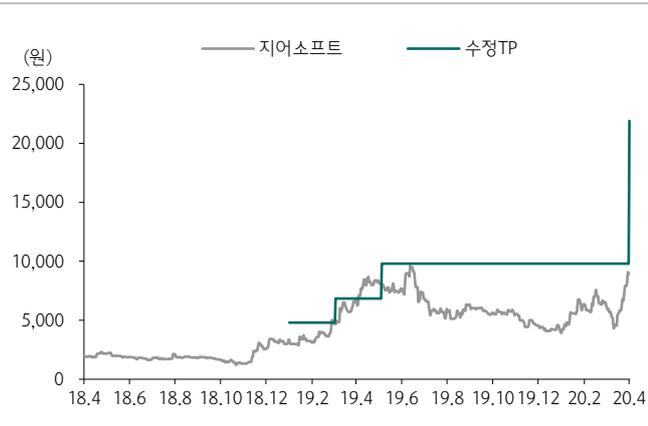
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	131.6	159.6	319.6	487.4	732.6	
매출원가	102.6	120.3	237.9	364.6	544.9	
매출총이익	29.0	39.3	81.7	122.8	187.7	
판매비	27.8	39.4	72.6	107.4	163.4	
영업이익	1.2	(0.1)	9.1	15.4	24.3	
금융손익	0.4	(1.0)	(0.1)	0.6	2.4	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(1.1)	(0.5)	
세전이익	1.0	(1.3)	8.7	14.9	26.2	
법인세	0.0	0.2	1.5	2.5	4.5	
계속사업이익	1.0	(1.5)	7.2	12.4	21.7	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	1.0	(1.5)	7.2	12.4	21.7	
비배주주지분 손익	0.0	0.1	(0.6)	(1.0)	(1.7)	
지배주주순이익	0.9	(1.6)	7.8	13.4	23.4	
지배주주지분포괄이익	0.5	(1.8)	7.6	13.2	22.9	
NOPAT	1.1	(0.2)	7.6	12.8	20.1	
EBITDA	2.7	5.8	16.3	24.2	35.2	
성장성(%)						
매출액증가율	30.9	21.3	100.3	52.5	50.3	
NOPAT증가율	(8.3)	적전	흑전	68.4	57.0	
EBITDA증가율	3.8	114.8	181.0	48.5	45.5	
영업이익증가율	33.3	적전	흑전	69.2	57.8	
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	흑전	71.8	74.6	
EPS증가율	흑전	적전	흑전	73.0	74.2	
수익성(%)						
매출총이익률	22.0	24.6	25.6	25.2	25.6	
EBITDA이익률	2.1	3.6	5.1	5.0	4.8	
영업이익률	0.9	(0.1)	2.8	3.2	3.3	
계속사업이익률	0.8	(0.9)	2.3	2.5	3.0	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	67	(110)	533	922	1,606	
BPS	579	572	1,104	2,026	3,632	
CFPS	293	491	1,088	1,552	2,349	
EBITDAPS	199	401	1,115	1,662	2,418	
SPS	9,524	10,997	21,928	33,440	50,264	
DPS	0	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	48.1	N/A	16.7	9.7	5.5	
PBR	5.6	7.3	8.1	4.4	2.5	
PCFR	11.0	8.5	8.2	5.7	3.8	
EV/EBITDA	16.4	11.9	7.5	4.2	1.9	
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	
재무비율(%)						
ROE	12.4	(19.4)	63.6	58.9	56.8	
ROA	3.4	(4.5)	13.1	14.1	16.1	
ROIC	31.9	(2.0)	96.4	(1,048.5)	(157.6)	
부채비율	206.8	353.9	352.8	293.9	245.0	
순부채비율	(10.0)	70.9	(48.1)	(95.1)	(120.1)	
이자보상배율(배)	11.0	(0.2)	9.0	11.8	14.6	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	16.6	19.4	43.2	72.3	118.7	
금융자산	3.2	4.6	23.1	46.7	85.8	
현금성자산	2.8	4.6	23.1	46.6	85.6	
매출채권 등	10.0	10.7	11.8	13.0	14.1	
재고자산	3.0	3.4	6.9	10.5	15.7	
기타유동자산	0.4	0.7	1.4	2.1	3.1	
비유동자산	11.8	23.7	32.3	42.5	56.5	
투자자산	8.1	7.6	13.2	19.0	27.6	
금융자산	5.8	5.6	11.2	17.1	25.7	
유형자산	2.7	14.8	18.0	22.4	27.9	
무형자산	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3	
기타비유동자산	0.4	0.7	0.7	0.8	0.7	
자산총계	28.4	43.1	75.5	114.8	175.2	
유동부채	16.7	22.5	44.3	67.2	100.6	
금융부채	2.3	3.7	7.5	11.4	17.1	
매입채무 등	13.7	17.2	34.5	52.6	79.1	
기타유동부채	0.7	1.6	2.3	3.2	4.4	
비유동부채	2.4	11.1	14.5	18.4	23.8	
금융부채	0.0	7.6	7.6	7.6	7.6	
기타비유동부채	2.4	3.5	6.9	10.8	16.2	
부채총계	19.1	33.6	58.9	85.6	124.4	
지배주주지분	8.2	8.3	16.1	29.5	53.0	
자본금	7.1	7.3	7.3	7.3	7.3	
자본잉여금	28.9	30.6	30.6	30.6	30.6	
자본조정	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	(26.4)	(28.2)	(20.4)	(7.0)	16.4	
비지배주주지분	1.1	1.2	0.6	(0.4)	(2.2)	
자본총계	9.3	9.5	16.7	29.1	50.8	
순금융부채	(0.9)	6.7	(8.0)	(27.7)	(61.0)	
현금흐름표	(단위: 십억원)					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	3.6	8.9	30.6	38.5	58.3	
당기순이익	1.0	(1.5)	7.2	12.4	21.7	
조정	2.1	8.7	7.1	8.8	10.9	
감가상각비	1.6	5.9	7.1	8.8	10.9	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	0.5	2.8	0.0	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	0.5	1.7	16.3	17.3	25.7	
투자활동 현금흐름	(3.4)	(2.0)	(15.8)	(19.0)	(24.9)	
투자자산감소(증가)	(2.8)	0.5	(5.6)	(5.9)	(8.6)	
유형자산감소(증가)	(1.3)	(1.8)	(10.2)	(13.1)	(16.3)	
기타	0.7	(0.7)	(0.0)	0.0	0.0	
재무활동 현금흐름	(1.3)	(5.1)	3.7	3.9	5.7	
금융부채증가(감소)	(1.9)	9.1	3.7	3.9	5.7	
자본증가(감소)	0.8	1.9	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(0.1)	(16.1)	0.0	0.0	0.0	
배당지급	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	(1.1)	1.8	18.5	23.4	39.1	
Unlevered CFO	4.1	7.1	15.9	22.6	34.2	
Free Cash Flow	2.3	7.1	20.4	25.4	42.0	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지어소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.9	BUY	21,900		
19.5.13	BUY	9,800	-38.91%	-2.04%
19.3.12	BUY	6,840	1.38%	27.05%
19.1.9	BUY	4,800	-25.56%	4.58%
19.1.8				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 04월 09일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 04월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2020년 04월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.