2023.11.17

지어소프트 (051160)

3Q23Review, 찢었다

N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2023.11.16)	7,430원
상승여력	-

스몰캡

Analyst 이준석
asss4508@hygood.co.kr
02-3770-5078

3Q23 Review, 컨센서스 상회 기록

동사의 3Q23 연결 실적은 매출액 1,273억원(+10.5%, YoY), 영업이익 64억원(흑자전환, YoY)을 기록하여 컨센서스를 상회하였다. 자회사인 신선식품 새벽 배송 업체 오아시스(지분율 55.27%, 3Q23기준)의 온라인 회원 수가 증가하여 실적에 견인하였다. 오아시스의 매출액은 연결 매출의 약 95.2%를 차지하고 있다. 오아시스의 매출 비중이 큰 만큼 동사의 주가도 오아시스 실적과 상관관계가 높다. 1인 가구 비율의 증가, 수도권 밀집 가속화 그리고 코로나로 확산된 언택트 트렌드는 신선식품 새벽 배송 시장의 성장을 촉진하고 있다. 오아시스 신규 회원 수의 가파른 상승이 증명해 주며 이는 동사 주가에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대한다.

오아시스 누적 가입자 수 160만명 돌파

오아시스의 온라인 회원 수는 2019년 23.1만명에서 2023년 10월 기준 160만명까지 가파르게 증가하였다. 동 기간 매출액은 1,596억 원에서 3Q23 누적 3,778억원까지 증가하였다. 온라인 건당 평균 구매액도 동기간 30,595원에서 41,029원까지 증가하였다. 실적 상승을 위한 P와 Q의 동시 상승이라고 볼 수 있다. 동사는 유통구조의 효율화, "합포장" 구조를 갖춘 스마트 물류센터, 독자 개발한 물류 솔루션 "오아시스 루트" 등을 활용하여 효과적인 비용 절감까지 이루어 타 경쟁사 대비 흑자 경영을 이어 나가고 있다. 충성 고객 비율까지 높으며 재고 폐기율도 0.18%까지 달성하였다. 4분기 계절성 비수기도 존재하지만, 웰빙 시대와 확고한 새벽 배송 Player의 입지를 미루어, 오아시스 온라인 누적 고객 수의 상승세는 꺾이지 않을 것이라 판단된다.

상장보다는 성장에 집중

동사의 2023년 연결 실적은 매출액 5,075.3억원(+11.6%, YoY), 영업이익은 149.3억원(흑자전환, YoY)을 기록할 것이라 전망한다. 이러한 호실적은 오아시스 IPO 철회 이후 회사 내부적으로 마음가짐을 새로이 잡는 것부터 시작하였다. 상장보다는 성장에 초점을 맞추지만 SSG닷컴 상장 이슈 역시 동사 주가에 탄력을 불어넣을 것으로 전망한다. 3Q23 연결기준 보유하고 있는 현금성자산만 1,524억원이다. 실적과 보유 현금만으로 봤을 때 현재 시가총액 1,150억원은 지나치게 저평가 되어있다고 판단된다.

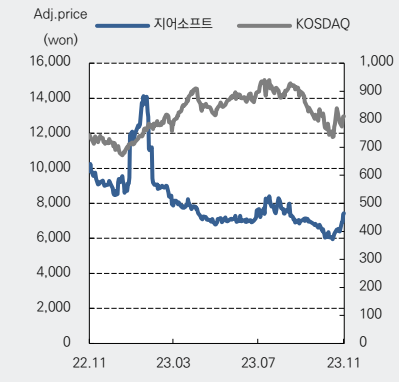
(억원, 연결)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	1,596	2,589	3,786	4,546	5,075
영업이익	-1	100	67	-31	149
영업이익률	-0.1%	3.9%	1.8%	-0.7%	2.9%
순이익[지배]	-16	77	68	-26	143
EPS(원)	-110	529	468	-167	923
PER(배)	(38.1)	26.7	40.6	(55.1)	8.0
PBR	7.3	10.7	3.7	1.1	0.8
EV/EVITDA	13.8	9.6	15.0	3.4	(0.3)
ROE(%)	-15.8%	60.1%	12.4%	-3.0%	7.6%

자료 : 지어소프트, 한양증권

주가지표

KOSPI(11/16)	2,488P
KOSDAQ(11/16)	811P
현재주가(11/16)	7,430원
시가총액	1,150억원
총발행주식수	1,547만주
120일 평균거래대금	122억원
52주 최고주가	14,330원
52주 최저주가	5,910원
유동주식비율	77.8%
외국인지분율(%)	2.46%
주요주주	김수철 외 2 인 (19.9%)

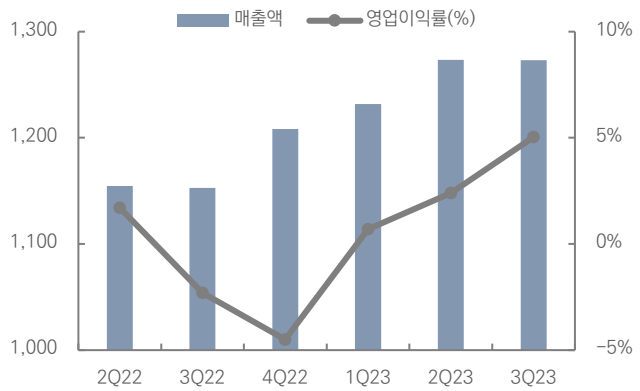
상대주가차트



Corporate Analysis

동사는 유무선 시스템 개발, 운영, 유지보수 등 IT 전 영역에 대한 토털 서비스를 제공하는 IT 서비스 부문과, 광고사업 부문 및 유통 & 이커머스 사업 부문을 영위하고 있다. 1998년 8월 설립되었으며 2002년 5월 코스닥 시작에 상장하였다. 자회사로 신선식품 새벽 배송 및 오프라인 유통 업체인 오아시스(지분율 55.27%, 3Q23기준)를 보유하고 있다. 3Q23 연결 기준 실적은 매출액 1,273억원(+10.5%, YoY), 영업이익 64억원(+흑자전환 YoY)을 기록하여 컨센서스를 상회하였다. 자회사 오아시스의 매출액은 1,212억원으로 연결 매출의 95.2%를 차지하였다. 온라인 회원 수가 증가하여 실적에 견인하였다. 자회사 오아시스의 매출 비중이 큰 만큼 동사 주가도 오아시스의 실적과 상관관계가 높은 것으로 파악된다. 새벽 배송 시장은 동사를 비롯하여 쿠팡, SSG, 마켓컬리 이렇게 총 네 곳의 player들이 존재한다. 새벽이라는 시간 제약으로 인한 높은 인건비와 유통망 문제로 인해 진입장벽이 높은 시장이다. 고정비가 큰 특징을 지녀 비용 효율화가 영업 이익에 중요한 요인이다. 1인 가구 비율의 증가, 수도권 밀집 가속화 그리고 코로나로 확산된 언택트 트렌드는 신선식품 새벽 배송 시장의 성장을 촉진하고 있다. 연간 매출액의 증가세만 보더라도 새벽 배송 시장의 성장과 동사 점유율이 동시 상승하는 것을 파악할 수 있다. 이는 오아시스 신규 회원 수의 가파른 상승이 증명해 주며 누적 회원 수가 많아질수록 오아시스의 실적 또한 꾸준한 성장을 보일 것으로 전망된다. 3Q23 연결 실적이 모든 것을 말하고 있다.

[도표 01] 지어소프트 분기별 실적 추이 (연결)



출처 : 지어소프트, 한양증권 리서치센터

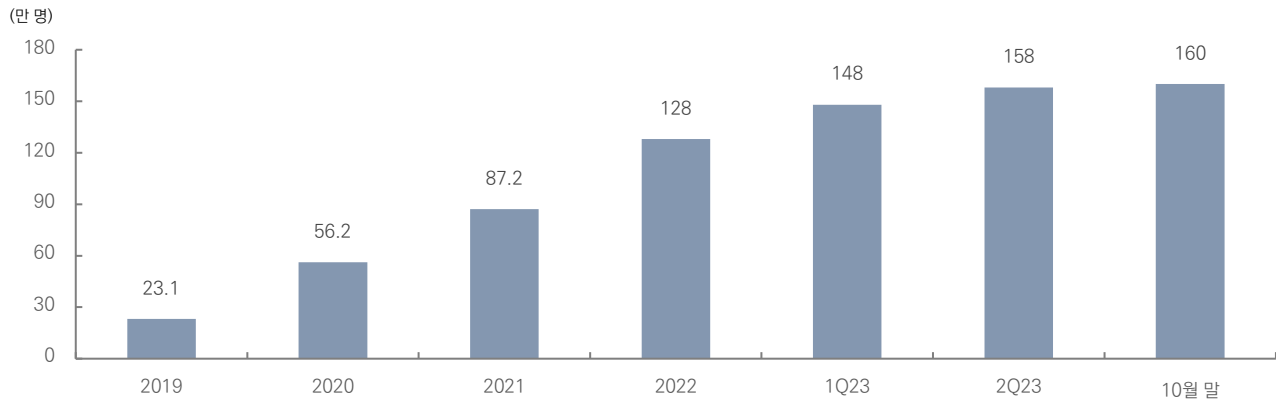
[도표 02] 오아시스 건당 평균 구매액

출처 : 지어소프트, 한양증권 리서치센터

새벽 배송 시장의 강자, 오아시스

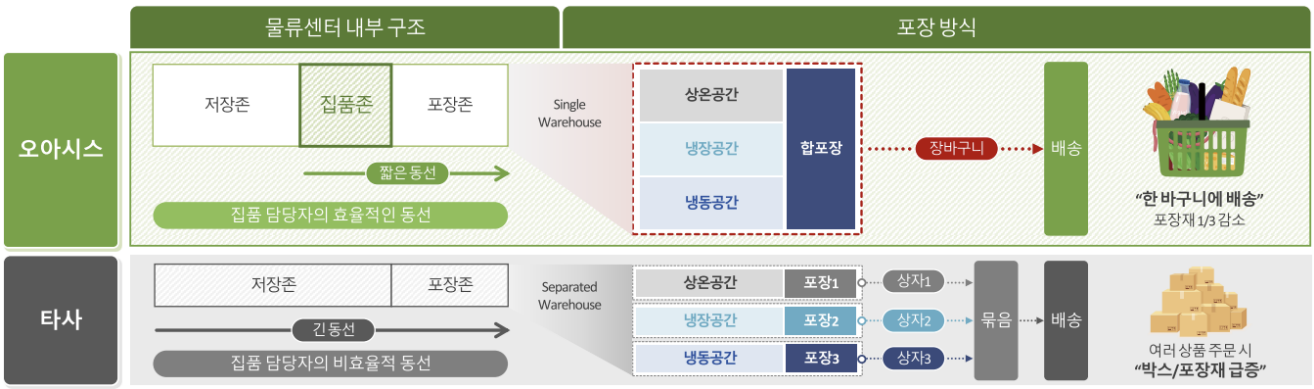
오아시스의 온라인 회원 수는 2019년 23.1만명에서 2023년 10월 기준 160만명까지 가파르게 증가하였다. 동기간 매출액은 1,596억 원에서 3Q23 누적 3,778억원까지 증가하였다. 더불어 온라인 건당 평균 구매액도 동기간 30,595원에서 41,029원까지 증가하였다. 실적 상승을 위한 P와 Q의 동시 상승이라고 볼 수 있다. 그리고 유통구조의 효율화, "합포장" 구조를 갖춘 스마트 물류센터, 독자 개발한 물류 솔루션 "오아시스 루트" 등을 활용하여 효과적인 비용 절감까지 이루어 타 경쟁사 대비 흑자 경영을 이어 나가고 있다. 수도권 인구수를 고려했을 때, 여전히 침투율은 성숙기에 진입하지 못한 것으로 파악된다. 더불어 충성 고객 비율까지 높으며 재고 폐기율도 0.18%까지 달성하였다. 신선식품 새벽 배송이기에 4분기 비수기 효과가 발생하여 전 분기 대비 실적이 소폭 하락할 것으로 전망된다. 하지만 웰빙 시대와 확고한 새벽 배송 Player의 입지를 미루어 보건대 오아시스 온라인 누적 고객 수의 상승세는 꺾이지 않을 것이라 판단된다.

[도표 03] 오아시스 온라인 가입자 수(누적)



출처 : 지어소프트, 한양증권 리서치센터

[도표 04] 오아시스 및 타사 물류센터 비교



출처 : 지어소프트, 한양증권 리서치센터

실적추정 & Investment Point

동사의 2023년 연결 실적은 매출액 5,075.3억원(+11.6%, YoY), 영업이익은 149.3억원(흑자전환, YoY)을 기록할 것이라 전망한다. 2022년 고인플레이션으로 인한 기저 효과로 2023년 매출원가의 부담은 소폭 감소할 것으로 기대한다. 최근 쿠팡이 흑자전환 하였지만, 새벽 배송 부분에서의 흑자전환은 단정하기 힘들다. 반면 동사는 효율적인 비용 절감을 통해 흑자 경영을 유지하고 있다. 지난해는 오아시스 마켓 본연의 업무보다 상장 준비에 힘을 쏟아 적자를 피하지 못하였다. 그러나 현재는 체질개선과 질적성장에만 초점을 맞추고 있으며 4분기도 역시 상반기 대비 좋은 흐름이 나타날 것으로 추정된다. 지금은 신선식품 위주의 배송을 타겟으로 하나 향후 PB 상품도 출시하여 확장성을 재고할 계획이다. 올해 초 오아시스 IPO 철회 이후 회사 내부적으로 마음가짐을 새로이 잡는 것부터 다시금 시작하였다. 상장에 초점을 맞추는 것이 아닌 질적 성장에 중심을 두었다. 상장보다는 성장에 초점을 맞추지만 SSG닷컴의 상장 이슈는 동사의 주가에 새로운 활력을 불어넣을 것으로 전망한다. 3Q23 연결기준 보유하고 있는 현금성자산만 1,524억원이다. 실적과 현금 자산만으로 봤을 때 현재 시가총액 1,150억원은 지나치게 저평가 되어있다고 판단된다.

[도표 05] 지어소프트 실적추정

(억원, 연결)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022E	2023E
매출액	**1,030.6**	**1,154.6**	**1,152.7**	**1,208.4**	**1,231.8**	**1,273.3**	**1,273.2**	**1,297.0**	**4,546.3**	**5,075.3**
YoY(%)	23.7%	23.4%	17.2%	16.9%	19.5%	10.3%	10.5%	7.3%	20.1%	11.6%
매출원가	**752.2**	**836.9**	**865.5**	**926.5**	**897.2**	**921.8**	**905.0**	**934.0**	**3,381.0**	**3,658.0**
YoY(%)	22.4%	19.9%	17.5%	21.0%	19.3%	10.1%	4.6%	0.8%	20.1%	8.2%
원가율	73.0%	72.5%	75.1%	76.7%	72.8%	72.4%	71.1%	72.0%	74.4%	72.1%
판관비	**248.5**	**298.3**	**313.5**	**335.8**	**326.3**	**321.5**	**304.1**	**316.0**	**1,196.1**	**1,267.9**
YoY(%)	23.2%	32.7%	34.8%	37.0%	31.3%	7.8%	-3.0%	-5.9%	32.3%	6.0%
판관비율(%)	24.1%	25.8%	27.2%	27.8%	26.5%	25.2%	23.9%	24.4%	26.3%	25.0%
영업이익	**30.0**	**19.5**	**(26.3)**	**(53.9)**	**8.3**	**30.0**	**64.1**	**47.0**	**(30.8)**	**149.3**
YoY(%)	77.0%	58.5%	적전	적전	-72.5%	54.0%	흑전	흑전	적전	흑전
영업이익률(%)	2.9%	1.7%	-2.3%	-4.5%	0.7%	2.4%	5.0%	3.6%	-0.7%	2.9%
당기순이익	**(3.2)**	**50.8**	**(29.9)**	**(61.5)**	**17.3**	**30.7**	**57.9**	**38.4**	**(43.9)**	**144.3**
YoY(%)	흑전	흑전	적전	적전	4410.8%	-37.1%	흑전	흑전	적전	흑전
당기순이익률	-0.3%	4.4%	-2.6%	-5.1%	1.4%	2.4%	4.5%	3.0%	-1.0%	2.8%

출처 : 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위 : 억원)

Income statement	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	1,596	2,589	3,786	4,546	5,075
매출원가	1,203	1,905	2,815	3,381	3,658
매출총이익	392	684	971	1,165	1,417
매출총이익률(%)	24.6%	26.4%	25.6%	25.6%	27.9%
판매비와관리비등	394	584	904	1,196	1,268
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	-1	100	67	-31	149
영업이익률(%)	-0.1%	3.9%	1.8%	-0.7%	2.9%
조정영업이익	-1	100	67	-31	149
EBITDA	49	199	155	119	269
EBITDA 마진율(%)	3.1%	7.7%	4.1%	2.6%	5.3%
조정 EBITDA	58	170	164	120	273
순금융손익	-10	15	-63	-4	42
이자손익	-3	-12	-35	-7	42
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	1	18	-5	-4
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업손익	-13	116	22	-40	188
당기순이익	-15	97	80	-44	144
당기순이익률(%)	-0.9%	3.8%	2.1%	-1.0%	2.8%
지배지분순이익	-16	77	68	-26	143
비지배지분순이익	1	20	12	-18	1
총포괄이익	-17	98	87	-33	155

Balance sheet	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
유동자산	194	806	1,483	1,903	2,241
재고자산	34	49	75	98	102
단기금융자산	0	86	78	977	313
매출채권및기타채권	107	132	128	112	213
현금및현금성자산	46	531	1,186	634	1,519
비유동자산	237	264	807	1,012	872
유형자산	148	173	510	670	549
무형자산	6	6	5	47	45
투자자산	76	79	149	177	160
자산총계	431	1,070	2,290	2,915	3,113
유동부채	225	425	819	610	652
단기차입금	0	0	0	0	10
매입채무및기타채무	172	284	327	371	393
비유동부채	111	417	410	474	474
사채	0	288	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	336	842	1,228	1,084	1,125
지배주주지분	83	193	758	1,238	1,393
자본금	73	73	73	77	77
자본및이익잉여금	24	133	699	1,174	1,318
기타자본	-13	-13	-13	-13	-13
비지배지분	12	36	303	593	594
자본총계	95	228	1,062	1,831	1,988

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판관비

Cash flow statement	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
영업활동으로인한현금흐름	89	255	177	151	212
당기순이익	-15	97	80	-44	144
현금유출이없는비용및수익	86	95	133	203	163
유형자산감가상각비	58	68	95	149	122
무형자산상각비	2	2	3	2	2
기타	27	25	35	52	40
영업활동관련자산부채변동	17	69	-18	-8	-96
매출채권및기타채권의감소	14	-16	4	87	-101
재고자산의감소	-4	-15	-26	-21	-4
매입채무및기타채무의증가	18	101	19	-57	22
기타	-10	-1	-16	-16	-13
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	-6	-18	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-20	-92	-208	-882	763
투자자산의 감소(증가)	5	-4	-70	-27	14
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-29	-45	-34	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-2	-2	-5	0
단기금융자산의감소(증가)	3	-86	9	-899	664
기타	-5	29	-99	85	85
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-51	323	685	146	16
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	376	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	150	0
기타	-51	-53	685	-4	16
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-106
현금의 증가	18	485	654	-552	885
기초현금	28	46	531	1,186	634
기말현금	46	531	1,186	634	1,519

Valuation Indicator	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Per Share (원)					
EPS(당기순이익 기준)	-102	667	549	-285	933
EPS(지배순이익 기준)	-110	529	468	-167	923
BPS(자본총계 기준)	652	1,567	7,284	11,832	12,847
BPS(지배지분 기준)	572	1,322	5,203	8,000	9,005
DPS(보통주)	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER(당기순이익 기준)	-41.2	21.1	34.6	-32.3	8.0
PER(지배순이익 기준)	-38.1	26.7	40.6	-55.1	8.0
PBR(자본총계 기준)	6.4	9.0	2.6	0.8	0.6
PBR(지배지분 기준)	7.3	10.7	3.7	1.1	0.8
EV/EBITDA (발표 기준)	13.8	9.6	15.0	3.4	-0.3

Financial Ratio	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
성장성(%)					
매출액증가율	21.3%	62.2%	46.2%	20.1%	11.6%
영업이익증가율	-111.1%	-7811.1%	-33.4%	-146.2%	-585.1%
EPS(당기순이익 기준) 증가율	-244.8%	753.8%	-17.7%	-151.9%	427.2%
EPS(지배기준) 증가율	-264.4%	579.4%	-11.5%	-135.6%	653.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	82.9%	303.1%	-22.0%	-23.2%	126.6%
수익성(%)					
ROE(당기순이익 기준)	-15.8%	60.1%	12.4%	-3.0%	7.6%
ROE(지배순이익 기준)	-19.4%	55.8%	14.3%	-2.6%	10.9%
ROIC	-6.6%	106.8%	3.9%	-3.7%	21.2%
ROA	-4.1%	13.0%	4.8%	-1.7%	4.8%
배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
안전성(%)					
부채비율	353.9%	368.6%	115.7%	59.2%	56.6%
순차입금비율(자본총계 대비)	70.9%	-63.9%	-42.0%	-55.9%	-61.6%
이자보상비율	-0.2%	6.7%	1.7%	-1.0%	4.1%

자료 : 지어소프트, 한양증권

TP Trend

투자의견 비율공시(23.09.30 기준)

구분	매수	중립	매도
비율	100%		

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	괴리율	
지어소프트	051160	23/09/15	N.R	-	-	-
지어소프트	051160	23/11/17	N.R	-	-	-

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 이준석)
- 기업 투자의견
  - 매수 향후 12개월간 15% 이상 상승예상
  - 중립 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
  - 매도 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견
  - 비중확대 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - 중립 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - 비중축소 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

한양증권 점포현황 www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료 입니다.본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.