

2019. 3.21
Company Analysis

Mid-Small Cap

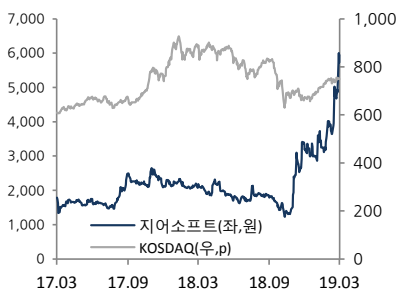
지어소프트(051160)

프리미엄 유기농 새벽배송 업체

BUY(신규)

목표주가(원)	8,500
현재주가(원, 3/20)	5,950
상승여력(%)	42.9
시가총액(십억원)	85.0
KOSPI 지수(p)	2,177.10
KOSDAQ 지수(p)	749.76
자본금(십억원)	6.8
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	14,291
52 주 최고가(원)	6,000
52 주 최저가(원)	1,230
60 일 평균거래량(주)	493,397
주요주주 지분율(%)	
김수철 외 3 인	25.9
외 인	
Analyst	홍종모
Sector	스몰캡·인터넷·게임
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

Price Chart



바쁜 와중이라도 시간을 쪼개서 아침을 준비하고 싶은 사람들에게 새벽배송은 이미 생활 필수 서비스이다. 이 중에서 건강을 좀 더 챙기고 싶다는 사람들에게 오아시스마켓은 매력적인 선택지가 될 것이다. 신선식품을 온라인으로 주문하는게 익숙하지 않다고 하더라도 좋다. 집 근처에 있는 오아시스 매장에 가든, 모바일로 주문해 아침 현관 앞에서 오아시스 박스를 발견하든 내용물에는 만족할 테니까.

■ 이제 소비자들에게 선보일 새벽배송 시장의 다크호스

- '18년 7월 런칭한 오아시스마켓 온라인은 새벽배송 서비스를 지원하고, 국산 유기농 프리미엄 제품 위주 구성임에도 불구하고 가격경쟁력을 확보해 광고 없이도 시장에 안착하고 있다.

■ POINT I. 아무나 못 하는 유기농 식품 유통, 오프라인에서 온라인으로

- 유기농 식품은 기본적으로 일반농산물과 다른 유통구조를 갖고 있다. 오아시스마켓은 과거 우리생협(생활협동조합) 출신의 경영진들이 주축으로 유기농 식품 유통경험을 갖고 있으며, 이는 다른 유통업체에 대한 진입장벽이 될 것이다.
- 해외사례를 볼 때 신선식품은 단순히 온라인 물품 런칭하는 것보다 오프라인 매장과 병행하여 시너지 효과가 필요하다. 서울 경기권에 확보한 오아시스매장은 새벽배송 경쟁사들이 가지지 못한 포인트다.

■ POINT II. 한 번 보면 멈출 수 없는, 가격경쟁력

- 오아시스마켓은 오랫동안 생협부문에 종사한 MD진들의 맨파워를 바탕으로 산지의 생산자들과 직매입 구조를 구축했다. 이 때문에 유기농 식품을 일반제품 가격에 만나는 것이 가능하다.
- 유기농 식품 시장 소비자들의 패턴을 볼 때, 15% 이상 가격을 할인하면 잠재수요가 있다고 판단한다. 경쟁사 대비 30~60%의 할인율을 가진 오아시스마켓에 주목해야 할 이유다.

■ POINT III. CAPA UP + 광고, 상반기 Jump-up을 앞두고

- 상반기 내 물류센터 증설이 마무리되면 처리 가능 CAPA는 2배 이상이 된다. 이와 맞물려 본격적인 광고를 진행할 예정이며, 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 8,500원으로 커버리지 개시

- 상반기내 모멘텀이 가시화되면 업데이트 예정이며, 밸류에이션 프리미엄도 가능하다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
2015A	38.2	-0.6	-2.3	-2.3	555	적지	-	52.3
2016A	64.1	-1.6	-7.1	-7.3	616	적지	-	489.9
2017A	100.5	0.9	-1.0	-1.4	1,098	적지	-	11.8
2018F	131.6	1.2	1.5	1.3	1,920	흑전	42.4	12.8
2019F	203.0	9.5	10.7	8.3	2,547	516.0	13.0	7.2

이제 소비자들에게 선보일 새벽배송 시장의 다크호스

지어소프트는 '98년 설립된 IT서비스/마케팅 전문기업이다. '09년 디지털오션과 합병하며 광고사업을 시작했고, '11년 과거 우리생협(우리소비자생활협동조합)을 출범했던 김영준 의장이 회사를 인수하면서 신선식품 유통사업에 진출했다. 3Q18 기준 매출비중은 신선식품 유통사업 84.1%, IT서비스 9.3%, 광고사업 4.1% 순이다.

그 중에서도 자회사인 (주)오아시스가 운영하는 신선식품 유통사업이 성장세를 견인하고 있다. 오아시스는 '16년 우리생협과 MOU를 맺고 국산 프리미엄 유기농 식품 전문매장 '오아시스마켓'을 런칭했다. 이후 빠르게 확장해 '18년말 기준 서울, 경기권에서 직영점 39개, 가맹점 포함 70개 이상의 매장을 운영하고 있다. 이에 따라 '18년 실적은 매출 1,316억원(+30.9%, YoY) 영업이익 12억원(+30.8%, YoY)을 기록했다.

'19년에는 이커머스 부문 성장에 따라 다시 한 번 폭발적인 성장이 기대된다. '18년 7월 런칭한 오아시스마켓 온라인 물은 새벽배송 서비스를 지원하고, 국산 프리미엄 제품 위주 구성임에도 불구하고 가격경쟁력을 확보하여 광고 없이도 입소문을 타면서 시장에 안착하고 있다. 1) 새벽배송 시장이 '15년 이후 높은 성장세를 보이는 상황에서 2) 오아시스 마켓은 프리미엄 식품에 집중된 구조이기 때문에 경쟁업체들과 세그먼트가 다르고, 오프라인 점포와 시너지 효과도 기대할 수 있다. 3) 또한 생산자 직매입을 통해 가격경쟁력과 수익성을 확보하여 시장성장에 따라 매출과 수익성 모두 큰 폭의 성장이 기대된다. 물류센터 증설이 완료되고 본격적인 광고를 시작할 4~5월을 기점으로 매출 Jump-up이 예상된다.

[도표01] 실적 테이블

(단위:십억원, %)	2015	2016	2017	2018E	2019F
매출액	38.2	64.1	100.5	131.6	203.0
영업이익	-0.6	-1.6	0.9	1.2	9.5
OPM(%)	-1.5	-2.5	0.9	0.9	4.7

자료: 유화증권

ITEM. 유기농식품 새벽배송 오아시스마켓, Price + Quality가 함께 한다

본사인 지어소프트는 SI, S/W와 앱 개발, 광고 마케팅을 담당하고 있다. 통신사 등 안정적인 매출처를 확보하고 있으며 개발능력을 통한 자회사와 시너지효과는 물론, 앞으로 오아시스마켓이 광고를 늘릴 경우 광고부문의 성장도 기대된다.

여기에 더해 자회사인 오아시스를 통해 신선식품 유통사업을 하고 있다. 오아시스마켓 브랜드로 프리미엄 유기농 식품을 전문으로 하는 오프라인 매장과 온라인몰을 운영하고 있다. 오프라인 매장은 우리생협과 MOU를 맺어 생협형태임에도 가입비가 필요없는 등 소비자들의 진입장벽을 낮춰 단시간에 확장에 성공했다.

온라인몰은 유기농 식품 새벽배송 서비스로 매출 확대에 나서고 있다. 맛벌이, 1인가구 증가로 새벽배송 시장은 성장 추세에 있으며 타 유통업체들의 진출도 늘어나고 있다. 오아시스마켓은 국산 프리미엄 유기농 제품 위주 구성으로 경쟁사와 영역 차이가 있고, 직매입 구조를 통해 가격경쟁력과 수익성을 확보했다. 이에 따라 향후 새벽배송 시장 성장 시 고객유입과 영업 레버리지 효과로 인한 수익성 증대가 기대된다.

POINT I. 아무나 못 하는 유기농 식품 유통, 오프라인에서 온라인으로

오아시스마켓은 다른 새벽배송 업체들과 달리 1) 생협(생활협동조합)을 베이스로 하여 대부분의 품목이 국산 유기농 식품으로 구성되어 있어서 진입장벽이 있고 2) 오프라인 매장을 함께 운영하기 때문에 모객에 유리하다.

일반농산물과 유통구조 다른 유기농 시장

1) 도매시장에서 규격화되어 유통되는 일반농산물과 달리, 유기농 식재료는 생산비용이 높고 개별 생산자마다 제품 특성도 차이가 난다. 이 때문에 [도표02]에서 볼 수 있듯이 생산비용에 마진을 가산하여 가격이 결정되고 생산자가 직접 유통에 참여하는 등 일반 농산물과 다른 유통체계를 가지고 있다. 유통경로도 폐쇄적이어서 도매 과정에서 전문 벤더의 비중이 높고, 최종 소비자 유통경로도 조합원이 가입비를 내고 이용하는 생협이 가장 높은 비중을 차지한다. 즉, 일반적인 유통업태는 진입장벽이 있는 시장이다.

생협 운영 경험 바탕으로 유기농 식품 차별화

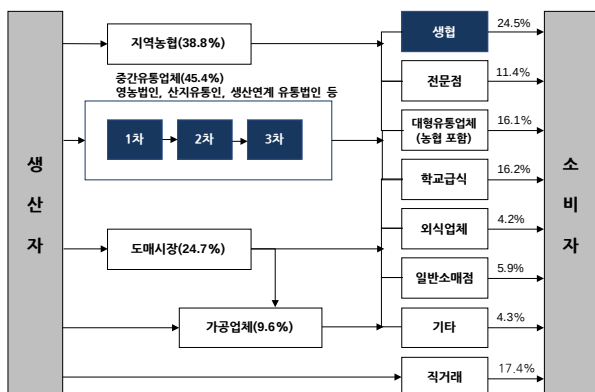
오아시스마켓의 경우 과거 우리생협을 출범한 김영준 의장을 비롯하여 경영진들이 생협 출신 전문인력으로 구성되어 있으며, 이미 우리생협 매장을 다년간 운영한 경험이 있다. 이는 타 새벽배송 물과 차별화는 물론, 향후 진입장벽으로도 작용할 것이라 판단한다.

[도표02] 일반농산물과 유기농 제품 가격결정 비교 - 생산비용에 마진을 가산해 나가는 구조, 생산자가 직접 유통에 참여

구분	일반농산물	유기농농산물
가격결정	수요와 공급	생산비용 + 마진
가격기준	간단측정 가능한 척도(규격, 겉모양, 크기 등)	간단측정이 어려움(품질인증, 안전성 신뢰)
생산자수취가격 결정원리	시장가격(도매가격)에 유통마진 가산	생산비에 유통마진 가산
생산자수취가격 설정주체	유통업자	생산자(유통주체와 협의)
도매가격 결정원리	수요와 공급 변동에 따라 결정되는 시장가격	협약가격을 기준으로 비용가산 생산비를 참고로 한 상대교섭(유통업 주도형)
소매가격 결정원리	시장가격(도매가격)에 유통마진 가산	비용가산(생협) 비용가산 기준으로 시장가격 변동도 고려(생산)
도소매가격 설정주체	유통업자	생산자, 유통주체

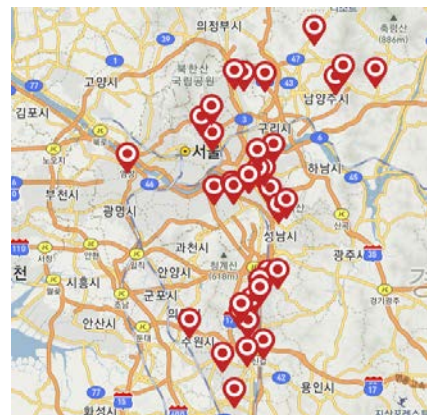
자료: 한국농촌경제연구원, 유화증권

[도표03] 친환경농산물 유통경로 비중 - 일반농산물과 차이



자료: 농식품신유통연구원, 유화증권

[도표04] 오아시스마켓 오프라인 직영점 분포



자료: 오아시스마켓, 유화증권

[도표05] 일반 관행농업과 유기농농업의 유형별 생산량 및 생산비 비교

작물		단수(kg/10a)		생산비(천원/10a)	
종류	구분	금액(원)	비중(%)	금액(원)	비중(%)
쌀	관행	473	100.0	714	100.0
	유기농	396	83.7	938	131.4
배추	관행	6,110	100.0	1,348	100.0
	유기농	5,750	94.1	2,223	164.9
마늘	관행	1,199	100.0	2,811	100.0
	유기농	900	75.1	3,786	134.7
사과	관행	2,103	100.0	2,684	100.0
	유기농	1,505	71.6	3,825	142.5
참깨	관행	54	100.0	916	100.0
	유기농	46	85.2	1,106	120.7
땅콩	관행	430	100.0	974	100.0
	유기농	410	95.3	1,813	186.1

주: 단수는 단위면적당 생산량, 비중은 일반 관행농업 대비 유기농농업의 비중

자료: 한국농촌경제연구원, 유화증권

오프라인 매장과 시너지 효과

2) 이미 서울 경기권에 확보한 오프라인 매장과 시너지 효과도 기대된다.

해외의 경우 신선식품 시장에서 온라인 업체들의 오프라인 매장 진출이 이어지고 있다. '17년 8월에는 아마존이 미국 최대의 유기농 식품 매장 체인점인 홀푸드를 137억 달러(약 15.5조원)에 인수했다. 이는 아마존 역사상 최대 규모 M&A이다. 구글도 오프라인 체인인 코스트코, 타겟 등과 파트너십을 맺고 신선식품 배달 서비스를 운영하고 있다.

이는 다른 제품과 달리 신선식품은 소비자들이 온라인에서 선뜻 구매하지 못하고, 오프라인 매장에서 이미 접한 경험이 있는 제품을 선호하기 때문이다. 특히 유기농 제품은 지역 매장에 강한 로열티를 가지는 경향이 있어 온라인 물 운영만으로는 영업에 한계가 있다. 이 때문에 '18년 기준 미국 내 식료품 매출에서 온라인거래가 차지하는 비율은 2~3% 선에 그치고 있다. 아마존 역시 이미 '07년부터 자체적으로 식료품 배달 서비스 아마존 프레시를 운영했지만 유의미한 성과를 내지 못했다. 국내시장 역시 마찬가지로 전체 식품시장 온라인 침투율은 '18년 기준 10% 내외로 추정되며, 신선식품으로 한정하면 비율은 내려갈 것으로 보인다. 즉, 고객을 위한 오프라인 매장이 필요한 것이다.

오아시스마켓은 경쟁사와 달리 서울, 경기권에서 오프라인 매장을 운영하고 있다. 이에 따라 유기농 식재료 시장 주요 채널인 생협의 소비자들에게 브랜드 파워를 확보한 것은 물론, 오프라인 매장과 시너지 효과를 기대된다. 매장 소재 지역의 소비자들을 대상으로 매장 직배송을 실시하고 '18년 하반기에는 온/오프 통합매장을 오픈했다. 또한 소비자가 매장에서 보고 온라인 주문 시 5시간 내 상품을 받아볼 수 있으며, '19년내 배송시간을 3시간으로 좁혀 시너지 효과를 더할 계획이다. 이러한 오프라인 매장 역시 타 새벽배송 서비스와 차별화 포인트로 작용할 수 있다.

해외 IT 기업들도
신선식품은 오프라인으로

서울 경기권에
오프라인 매장 보유

온라인과 시너지 기대

POINT II. 한 번 보면 멈출 수 없는, 가격경쟁력

일반제품 대비 비싼 유기농
제품
산지 직매입으로
일반농산물 수준 가격

우리생협부터 이어져 온 맨파워로 생산자와 직매입 구조를 구축하여, 경쟁사 대비 가격 경쟁력과 수익성을 확보한 점 역시 기대된다.

통상적으로 유기농 제품은 일반제품과 대비해 1.5~2배 수준으로 가격이 형성되어 있다. [도표07]에서 볼 수 있듯 유기농 제품 가격은 소비자들이 생각하는 적정가격과 차이가 있으며, 유기농 제품 선호도가 높음에도 불구하고 가격부담 때문에 접근이 어려운 상황이다. 반면 오아시스마켓 제품은 유기농임에도 할인점에서 판매하는 일반농산물 가격과 비슷하거나 오히려 더 낮은 가격대를 형성하고 있다.

이는 전문 MD진들이 직접 산지 생산자와 컨택해 유통마진을 낮췄기 때문에 가능했다. 앞서 언급했듯이 유기농 시장에선 생산자들이 안정적인 판로 확보를 위해 직접 유통에 나서는 경우가 많은데, 오아시스마켓의 MD진들은 우리생협 출범 당시부터 현 경영진과 함께 유통망을 구축해 온 경험이 있다. 이 때문에 현지 생산자들과 네트워크를 확보해 안정적인 제품수급과 가격협상이 가능하다.

유기농 식품가 15% 인하시
잠재수요가 있다고 판단

이 같은 가격경쟁력을 바탕으로 향후 브랜드 인지도가 높아지면 폭발적인 매출 상승이 기대된다. [도표06]에서 볼 수 있듯이 소비자들은 유기농 제품의 적정가격을 시장가격 대비 평균 15% 가량 할인하여 보고 있다. 즉, 가격이 15% 이상 낮아질 경우 구매로 이어질 수 있는 잠재수요가 있다는 것이다. 오아시스마켓의 유기농 제품은 타 새벽배송 업체와 비교하면 30~60% 수준의 할인율을 보여주고 있다. 이는 기존엔 유기농 제품을 구매하지 않던 고객들을 끌어들이 수 있다는 것을 의미하며, 앞으로 광고나 마케팅이 진행되어 오아시스마켓 인지도가 높아진다면 큰 폭의 매출 성장이 기대할 수 있다.

향후 인지도 확보시
매출 Jump-up 가능

[도표06] 새벽배송 업체 별 유기농 제품 가격비교

(단위:원)	K사	H사	C사	경쟁사 평균	오아시스	할인율
삼겹살(500g)	22,500	16,235	14,600	17,778	9,900	-44.3%
우유(900ml)	4,500	3,500	4,320	4,107	1,650	-59.8%
생연어(200g)	14,000	15,000	7,440	12,147	7,800	-35.8%
유정란(1구)	425	618	541	528	287	-45.7%
딸기(500g)	6,900	8,633	9,900	8,478	5,400	-36.3%
콩나물(300g)	1,400	1,400	1,980	1,593	500	-68.6%
숙주나물(100g)	650	650	-	650	350	-46.2%
채끝(100g)	13,650	13,250	14,500	13,800	9,450	-31.5%
고막(500g)	5,900	5,800	-	5,850	4,900	-16.2%
두부	1,000	2,980	1,790	1,923	750	-61.0%
김치(1kg)	8,913	24,000	8,420	13,778	6,760	-50.9%
유기농 핫반	1,690	1,690	-	1,690	1,200	-29.0%
적상추	1,280	1,850	1,550	1,560	833	-46.6%
평균 할인율						-44.0%

주: 새벽배송 가능 제품, 국산 유기농, 무항생제(육류) 기준

자료: 각사, 유화증권

[도표07] 고객 별 유기농산물 시장구입가격과 적정가격

(단위:원) 구분	현재가격		적정가격		현재가격 대비 괴리율	
	일반고객	충성고객	일반고객	충성고객	일반고객	충성고객
곡류	1,788 (179)	1,963 (196)	1,458 (146)	1,635 (163)	-18.4%	-16.8%
엽채류	1,707 (171)	1,804 (180)	1,433 (143)	1,505 (151)	-16.4%	-16.1%
과채류	1,647 (165)	1,725 (173)	1,395 (140)	1,502 (150)	-15.2%	-13.3%
과실류	1,594 (159)	1,580 (158)	1,370 (137)	1,412 (141)	-13.8%	-10.8%
평균	1,684 (168)	1,768 (177)	1,414 (141)	1,513 (151)	-16.1%	-14.7%

주1: 충성고객은 총식료품 구입액에서 친환경(유기농,무농약)제품 구입액 비중이 50% 이상인 고객

주2: 괄호 안은 일반농산물을 100으로 했을 때 유기농산물 가격지수를 나타냄

자료: 한국농촌경제연구원, 유화증권

[도표08] 오아시스마켓 주요제품 가격



무항생제 한돈 삼겹살 구입용(50...
18,000원 8,900원



맑은콩 무농약 콩나물 (300g)
1,800원 500원



(PET) 제주청정우유 900ml
4,500원 1,650원



자연이란 무항생제 동물복지유정...
4,500원 2,500원

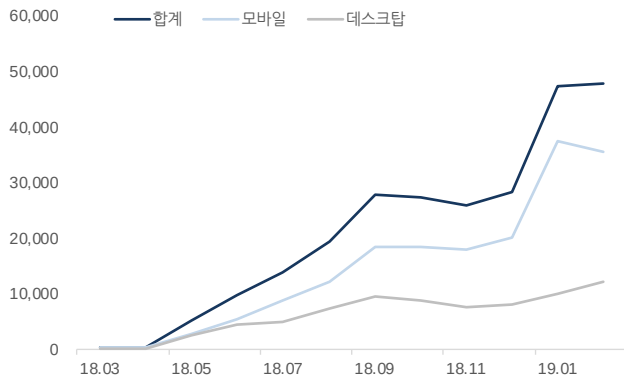
자료: 오아시스마켓, 유화증권

POINT III. CAPA UP + 광고, 상반기 Jump-up을 앞두고

상반기내 다수의 실적 성장 모멘텀이 가시화된 점 역시 긍정적이다.

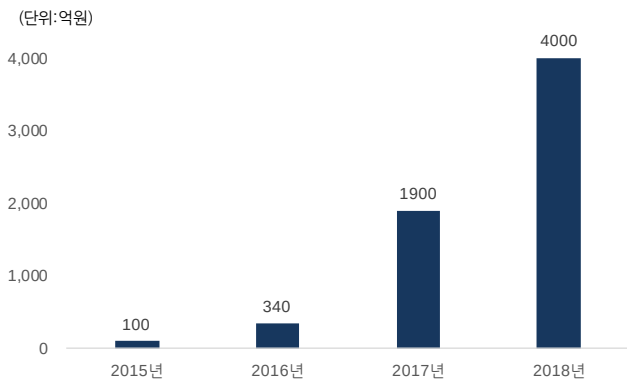
- 1) 실적성장에 따라 오아시스마켓은 4~5월내로 물류센터를 증설할 계획이다. '18년초 확장 이전한 이후 약 1년 만의 증설이며, 증설 후 처리가능한 CAPA는 현재의 2배를 넘어서게 된다. 현재 매출추이를 감안하면 증설 이후 매출 역시 즉각 성장이 예상된다.
- 2) 물류센터 증설을 전후로 광고 역시 계획되어 있다. 오아시스마켓은 온라인몰 런칭 후 시범적으로 배너광고를 1회 진행한 것 외엔 외부광고를 집행하지 않은 상태이다. 다른 새벽배송 업체들이 PPL, TV광고 집행 이후 단시간내 방문자수가 증가하는 모습을 보여줬다는 점을 감안하면 마찬가지로 효과를 기대할 수 있다. 앞서 언급했듯이 유기농 식품 시장 잠재수요를 감안하면 고객유입에 따른 매출성장 가능성은 오히려 더 높다.
- 3) 새벽배송 업계의 과다포장 문제가 대두되며 반사이익도 기대된다. 새벽배송 시장은 가사에 시간투입이 어려운 직장부모 고객 비중이 높는데, 일부 새벽배송 업체들이 과도하게 많은 포장지를 사용해 처리가 어렵다는 점이 이슈가 됐다. 오아시스마켓은 포장지 과다하지 않고 친환경적이라는 점에서 이러한 이슈의 반사이익을 얻고 있으며, 실제로 연초 이후 검색량 역시 4배 이상 상승한 것으로 파악된다.

[도표09] 오아시스마켓 네이버 월간 검색수 추이



자료: NAVER, 유화증권

[도표11] 새벽배송 시장규모 성장 추이



자료: 언론종합, 유화증권

[도표10] 오아시스마켓 관련 검색어 -맛별이, 친환경 관련 키워드



자료: 빅터뉴스, 유화증권

[도표12] 새벽배송 가능 시간 - 마감시간과 가능지역 증가 추세



자료: 오아시스마켓, 유화증권

투자의견 BUY, 목표주가 8,500원으로 커버리지 개시

지어소프트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 8,500원을 제시하고 커버리지를 개시한다. '19년 예상실적은 매출 매출 2,030억원(+54.3%, YoY) 영업이익 95억원(+710.1%, YoY)이다. 목표주가는 기존사업부 영업가치와 자회사 가치를 합산해 제시한다.

1) CAPA 확장, 물류센터 증설 등의 실적성장 모멘텀을 감안할 때 '19년 오아시스마켓 온라인향 매출은 600억대 중반으로 성장할 것으로 보인다. 대표적인 새벽배송 업체인 마켓컬리가 투자 유치한 밸류에이션인 PSR 1.25배(연 환산 매출 1,600억원 가치 2,000억원)를 적용하여 기업가치로 800억원을 제시한다. 시장 경쟁사들과 달리 흑자기조를 유지하고 있고, 상장사인 점을 감안하면 밸류에이션을 할인할 필요는 없다고 판단하며, 비즈니스모델을 감안하면 프리미엄도 가능하다. 4월 이후 관련된 모멘텀이 가시화되면 업데이트 예정이다.

2) 모회사인 지어소프트는 향후 오아시스마켓이 마케팅을 집행하면 연동하여 광고부문 성장이 예상되며, 자체 보유한 오프라인 매장 등 추가적인 성장도 가능하다. 자회사와 시너지 효과를 감안하여 400억원으로 책정했다.

재무상태표

(단위: 십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
자산총계	26	29	27	172	246
유동자산	15	20	17	96	142
현금및현금성자산	1	4	4	3	11
단기금융자산	0	2	0	2	3
매출채권및기타채권	10	10	9	67	93
재고자산	2	3	3	22	30
비유동자산	11	9	10	75	105
장기금융자산	5	5	5	38	53
관계기업등투자자산	2	0	0	0	0
유형자산	1	2	2	18	25
무형자산	2	2	1	11	15
부채총계	13	22	19	162	230
유동부채	11	20	18	127	181
단기차입부채	1	4	4	27	37
단기단기금융부채	0	0	1	1	5
매입채무및기타채무	9	14	13	92	129
비유동부채	2	1	2	35	49
장기차입부채	1	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	13	7	8	9	16
지배주주지분	10	6	7	8	15
비지배주주지분	3	1	1	1	1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-2	5	-0	37	29
당기순이익	-2	-7	-1	1	8
현금유입없는손익	2	8	5	5	8
자산상각비	1	2	2	4	6
영업자산부채변동	-2	4	-3	32	14
매출채권증감	1	-1	-1	-58	-26
재고자산증감	-2	-0	-0	-19	-8
매입채무증감	0	4	-1	80	36
투자활동현금흐름	2	-4	-2	-63	-33
투자활동현금유입액	5	5	8	1	54
유형자산	0	0	0	0	13
무형자산	0	0	0	0	8
투자활동현금유출액	4	9	9	65	86
유형자산	1	1	2	18	24
무형자산	1	1	1	11	14
재무활동현금흐름	-0	2	2	25	12
재무활동현금유입액	0	7	2	25	36
단기차입부채	0	0	0	25	34
장기차입부채	0	7	2	0	0
재무활동현금유출액	0	5	0	0	24
단기차입부채	0	5	0	0	24
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	-0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	0	0
현금변동	-0	3	0	-1	8
기초현금	1	1	4	4	3
기말현금	1	4	4	3	11

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	38	64	100	132	203
매출원가	32	54	83	97	134
매출총이익	7	10	18	34	69
판매비와관리비	7	11	17	33	60
영업이익	-1	-2	1	1	10
EBITDA	0	0	3	5	15
비영업손익	-2	-6	-2	0	1
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
관계기업등관련손익	-1	0	0	0	0
기타비영업손익	-1	-5	-2	0	1
세전계속사업이익	-2	-7	-1	2	11
법인세비용	0	0	0	0	2
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2	-7	-1	1	8
지배주주순이익	-2	-6	-1	1	7
비지배주주순이익	-1	-2	-0	0	2
기타포괄손익	-0	0	0	-0	0
총포괄손익	-3	-7	-1	1	8

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수					
EPS	-139	-436	-91	75	463
BPS	857	500	495	596	1,059
CFPS	-174	397	-13	2,651	2,027
SPS	3,145	5,003	7,382	9,316	14,375
EBITDAPS	32	4	191	375	1,088
DPS (보통, 현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	42.4	13.0
PBR	2.1	4.0	4.6	5.3	5.7
PCFR	-	5.1	-	1.2	3.0
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4
EV/EBITDA	52.3	489.9	11.8	12.8	7.2
재무비율					
매출액증가율	5.7	67.8	56.6	30.9	54.3
영업이익증가율	적지	적지	흑전	30.8	710.1
지배주주순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	557.1
매출총이익률	17.2	15.1	17.6	25.9	34.0
영업이익률	-1.5	-2.5	0.9	0.9	4.7
EBITDA이익률	1.0	0.1	2.6	4.0	7.6
지배주주순이익률	-6.0	-11.3	-1.4	1.0	4.1
ROA	-2.1	-5.8	3.2	1.2	4.5
ROE	-15.2	-66.5	-18.8	14.0	55.9
ROIC	-11.3	-47.4	96.3	-47.6	-93.1
부채비율	102.4	301.2	258.9	1,741.3	1,452.4
차입금비율	17.3	49.9	48.2	284.4	232.7
순차입금비율	11.0	-0.1	-4.0	254.5	162.6

Compliance Notice

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 홍종모)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

<기업분석 투자 의견 구분>

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 수익률이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 수익률이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 -10%이하의 수익률이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

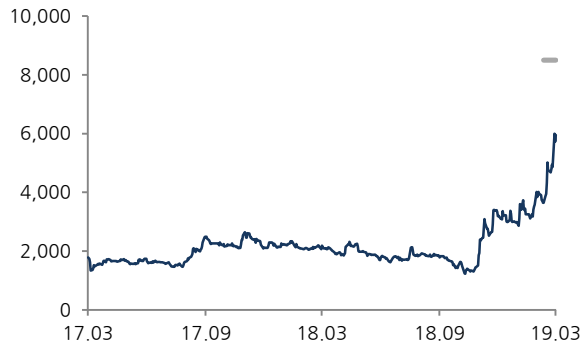
(기준일: 2018.12.31)

투자등급	금융투자상품의 비율
매수	100.0%
중립	0.0%
매도	0.0%
합계	100.0%

<산업분석 투자 의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

지어소프트 주가추이 및 목표주가



Rating Change

제시일자	목표주가	투자의견
2019.03.21	8,500	BUY

괴리율 공시(%)

평균주가	최고주가
-	-