2024-08-30

지어소프트 (051160/KQ)

아직 광고도 제대로 안해봤다

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 18,500 원(신규편입)
현재주가: 9,650 원
상승여력: 91.7%

사업소개: 유기농 신선식품 유통 사업자

(주)지어소프트는 신선식품 유통 사업자이다. 연결 실적으로 신선식품 관련 업체 (주)오아시스가 약 95%의 매출 비중을 차지하며, 그 외 비중은 IT SW 및 광고업이다. (주)오아시스는 온/오프라인 채널을 보유하고 있으며, 1H24 기준 온라인 비중이 70%이상이다. 오프라인 매장은 54개의 직영점을 소유하고 있다. 수도권/세종시/충청권을 커버하고 있는 물류/배송은 경기 성남 1, 2 센터(합산 가능 처리건수 7 만건), 경기 의왕 센터(가능 처리건수 10 만건)를 통해서 진행하고 있다. 언양에도 추가 물류센터 구축을 위해서 부지를 확보해둔 상태다. 현재 일 3 만건 수준을 기록하고 있어, 충분한 주문 처리 건수 CAPA 를 보유 중이다.

Slow and Steady Wins the Race

코로나 19 기간에 거리두기 정책으로 모든 연령대에서 이커머스를 사용하게 되면서, 전반적인 이커머스사들의 회원 유입 속도가 과거 대비 둔화되었다. 또 국내 경기 둔화 영향으로 가처분 소득이 감소했고, 인구감소로 Q 성장도 보장하기 힘들어졌기 때문에 여러 유통 채널이 어려움을 겪고 있는 것이 사실이다. 다만 이런 이야기가 오아시스에는 적용되지 않는 듯 하다. 오아시스는 치열한 이커머스 시장에서 광고 한번 제대로 안하고 성장한 기업이다. 이익을 내면서 결국 경쟁에서 살아남았다. 현재 직접적인 경쟁사 대비 회원수는 1/6 수준으로 추정되는데, 이커머스 시장에서 경쟁이 완화되었고, 회원수를 늘릴 수 있는 기회가 오고 있다. 온라인 식품 카테고리의 성장은 어떤 카테고리와 비교해도 견조한 흐름을 보이고 있으며, 심지어 신선식품이라는 점에서 해외 이커머스 경쟁사와도 직접적인 경쟁을 피한다. 그리고 건강함이라는 보편적 가치는 23-24 년에도 스트롱 소비 키워드였다. 최근 의료파업과 코로나 19 재확산으로 더욱 강화되는 모습이다.

실적 추정 및 밸류에이션 방법

2024 년 매출액을 5,615 억원, 영업이익 310 억원, 지배주주순이익 191 억원을 예상한다.
멀티플은 PEER GROUP 평균 24E PER 멀티플에 30% 할증해서 15 배를 적용했다. 이커머스 사업자 보다는 HMR 제조업체/신선식품 판매업체/편의점 등 오프라인 제조/유통사로 선별했다. 이런 보수적인 가정을 해도, 2024 년 지어소프트의 예상 주가 업사이드는 92%이다. 어려운 경기 국면을 지나고 있지만 앞으로 지어소프트의 이익률은 더욱 높아질 것으로 예상한다. 지어소프트에 대한 매수를 추천하며, 목표주가 18,500 원으로 신규 커버리지를 개시한다.



Analyst
박찬솔
rightsearch@sks.co.kr
3773-9955

Company Data	
발행주식수	1,547 만주
시가총액	1,493 억원
주요주주	
김수철(외2)	19.87%
자사주	6.12%

Stock Data	
주가(24/08/29)	9,650 원
KOSDAQ	756.04 pt
52주 최고가	12,350 원
52주 최저가	5,950 원
60일 평균 거래대금	21 억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	억원	3,786	4,546	5,089	5,615	6,360	7,416
영업이익	억원	67	-31	152	310	371	527
순이익(지배주주)	억원	68	-26	106	191	263	369
EPS	원	468	-166	683	1,233	1,701	2,383
PER	배	40.6	-55.4	14.0	8.2	5.9	4.2
PBR	배	3.7	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	배	16.0	8.2	3.0	2.5	2.2	1.7
ROE	%	14.3	-2.6	8.2	13.2	15.8	18.6

1. 사업소개

(1) (주)지어소프트

별도 기준 지어소프트는 IT 서비스/광고/유통 부문으로 구분된다. 주요 종속기업으로 농수산물 유통사 (주)오아시스(지분율 55.3%)와 풀필먼트 서비스 (주)루트(지분율 76.9%)보유하고 있다. 연결 실적 기준으로 지어소프트의 매출 비중에서 (주)오아시스가 차지하는 비중은 약 95% 수준이다.

(2) (주)오아시스

오아시스는 유기농 신선식품 유통 업체이다. 온/오프라인 마켓 플레이스를 보유하고 있다. 오프라인 매장 54 개를 보유 중이다. 최근 오프라인 매장의 수익성 증대를 위해서 3~5 개의 매장 임대료 계약을 연장하지 않은 것으로 파악된다. 그러나 오프라인 매장을 줄이는 정책은 아니라고 판단하고 있다.

온라인 마켓플레이스는 '오아시스마켓' 브랜드이다. 유기농 신선식품을 핵심 카테고리로 하는 온라인 유통 채널이다. 상반기 기준 전년 동기 대비 온라인 매출액 성장률은 약 20%대를 기록한 것으로 추정하고 있다.

온라인 채널에서 OASIS ROUTE 는 신선 외 품목으로 구분되는데, 지어소프트의 3PL 사업이다. 2Q24 기준(연결 조정 제외) 매출액 64 억원, 영업적자 -4 억원을 기록했다. 분기별 흐름으로 볼 때 (주)루트도 향후 몇 분기 내로 흑자전환 할 것으로 보고 있다. 2023 년 초 오아시스가 상장을 계획하던 당시 공격적인 볼륨 확장을 시도했다는 비판을 피해가지 못했다. 그리고 지금의 루트가 기존 품질우수/적합한 가격이라는 밸류에서 벗어난, 식품 외 카테고리로의 무리한 확장이라는 비판을 받았다.

그러나 현재는 뷰티/가전/주방/생활/골프 및 레저 상위 카테고리로 구분되어 홈페이지부터 브랜드별로 정돈된 모습을 보여주고 있다. 기존 맘카페에서 입소문을 타고 성장하던 초심으로 돌아가 검증된 상품을 소싱하고, 파워 카테고리 위주로 신선 외 사업부가 정리를 거친 모습이다.

(3) 오아시스 지분 및 지배구조

오아시스의 총 발행주식수는 28,068,746 주이다.
(주)지어소프트 55.2%, 특수관계인 및 임원진 0.7%, 자기주식 0.2%, 프레시오아시스 6.5%, 유니슨오아시스 5.23%, 지분 1% 미만 소액주자자 13.7%, 기타 18.5%이다.

(주) 오아시스는 퀵커머스 사업자 (주)브이(50%-1 주), T 커머스 사업자 (주)오아시스 알파(50%+1 주)의 지분을 보유 중이다(현재 오아시스 보유 외 (주)브이 지분은 (주)루트가, (주)오아시스 알파 지분은 KT 가 보유 중).

오아시스 별도 재무상태표 (단위: 백만원)

구분	2021	2022	2023	2024.06
유동자산	125,542	124,169	140,875	156,529
비유동자산	38,758	70,509	75,115	70,997
자산총계	**164,300**	**194,678**	**215,990**	**227,526**
유동부채	52,359	45,455	51,755	52,315
비유동부채	14,658	21,530	22,915	21,508
부채총계	**67,017**	**66,985**	**74,670**	**73,823**
자본금	2,527	2,807	2,807	2,807
기타자본항목	77,237	105,734	105,734	105,734
이익잉여금	17,520	19,152	32,779	45,162
자본총계	**97,284**	**127,693**	**141,320**	**153,703**

자료: 지어소프트, SK 증권

오아시스 별도 손익계산서 (단위: 백만원)

구분	2021	2022	2023	2024.06
매출액	**356,929**	**427,249**	**475,446**	**259,942**
매출총이익	**89,806**	**113,215**	**135,251**	**78,910**
판매비와 관리비	84,122	108,412	121,912	65,399
영업이익	**5,683**	**4,803**	**13,339**	**13,511**
기타수익	1,539	104	307	27
기타비용	149	286	1,482	619
금융수익	564	1,752	6,267	3,761
금융비용	3,531	5,073	2,176	1,736
법인세비용 차감전순이익	**4,105**	**1,300**	**16,255**	**14,944**
당기순이익	**4,419**	**795**	**13,774**	**12,383**

자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 연결 매출액(억원) 실적

법인	2022				2023				2024	
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q24	4Q23	1Q24	2Q24
(주)지어소프트	116.4	132.8	133.6	121.2	97.0	89.6	94.2	90.9	89.4	89.6
(주)오아시스	988.7	1035.6	1093.7	1154.5	1147.3	1159.4	1212.1	1235.7	1289.1	1310.3
(주)루트	2.2	7.3	8.4	10.2	9.9	5.9	1.9	42.1	60.4	64.3
(주)지어솔루션	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(주)엠파이어트레이딩	-	68.6	28.7	15.6	29.5	72.7	26.7	22.7	32.3	51.6
(주)캘리로지스틱	-	1.7	0.6	1.0	1.2	1.5	1.1	1.1	1.9	1.6
(주)브이	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연결조정	*-76.6*	*-91.4*	*-112.4*	*-94.1*	*-53.1*	*-55.9*	*-62.7*	*-81.7*	*-106.5*	*-112.6*
매출액 합산	**1030.6**	**1154.6**	**1152.7**	**1208.4**	**1231.8**	**1273.3**	**1273.2**	**1310.8**	**1366.5**	**1404.7**

자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 연결 영업이익(억원) 실적

법인	2022				2023				2024	
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q24	4Q23	1Q24	2Q24
(주)지어소프트	-0.5	7.9	7.0	6.4	6.3	14.2	16.5	19.1	16.6	16.6
(주)오아시스	44.5	27.4	5.1	-28.9	9.3	37.9	58.3	27.9	61.8	73.3
(주)루트	-11.3	-17.1	-15.3	-16.4	-13.5	-13.9	-12.2	-9.3	-5.8	-4.3
(주)지어솔루션	-1.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
(주)엠파이어트레이딩	-	7.4	1.9	-9.5	2.7	-1.6	-0.6	2.8	1.0	2.2
(주)캘리로지스틱	-	0.4	-0.4	0.0	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.2	0.1
(주)브이	-	-	-	-	-0.6	-2.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
연결조정	*-1.2*	*-6.4*	*-24.5*	*-5.3*	*4.2*	*-4.2*	*4.1*	*11.1*	*-4.4*	*1.0*
영업이익 합산	**30.0**	**19.5**	**-26.3**	**-53.9**	**8.3**	**30.0**	**64.1**	**49.7**	**67.6**	**87.3**

자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 연결 순이익(억원) 실적

법인	2022				2023				2024	
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q24	4Q23	1Q24	2Q24
(주)지어소프트	-5.1	613.0	7.9	-2.2	9.1	12.3	14.2	14.5	14.2	6.5
(주)오아시스	17.1	15.3	-1.8	-22.5	17.6	34.2	50.5	35.4	59.7	64.1
(주)루트	-14.1	-19.8	-18.3	-23.5	-16.6	-17.4	15.9	-26.1	-6.2	-4.1
(주)지어솔루션	-1.5	0.1	0.1	3.1	1.4	1.9	1.8	1.4	-1.5	-5.7
(주)엠파이어트레이딩	-	7.4	1.8	-13.3	2.7	-1.5	1.1	1.2	0.2	1.4
(주)캘리로지스틱	-	0.3	-0.5	0.0	0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	0.1
(주)브이	-	-	-	-	-0.3	-1.7	-1.0	-1.0	-2.4	-1.3
연결조정	*0.4*	*-565.4*	*-19.1*	*-3.1*	*3.4*	*3.0*	*-24.2*	*26.0*	*-2.3*	*0.5*
순이익 합산	**-3.2**	**50.8**	**-29.9**	**-61.5**	**17.3**	**30.7**	**57.9**	**51.0**	**61.8**	**61.6**

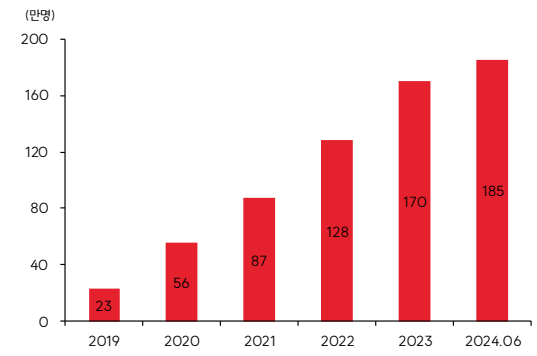
자료: 지어소프트, SK 증권

(4) 오아시스 사업 현황

온라인: 현재 오아시스 온라인 사업부는 20%대의 성장을 보이고 있는 것으로 추정된다. 구매 바구니 사이즈도 증가하고 있는데, 올해 상반기 주문 바구니 사이즈는 4.3 만원을 돌파했다. 기존 충성 고객의 재구매율도 95% 이상을 유지하고 있는 것으로 보이며, 회원수도 187 만명(24 년 8 월)으로 늘었다(1Q24 180 만명, 2Q24 185 만명). 한 분기에 3-5 만명씩 늘고 있는 것이다.

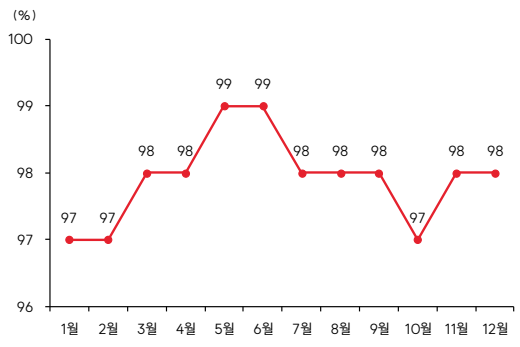
오프라인: 오프라인 매장의 경우에는 올해 상반기에 54 개로 소폭 축소했으며, 수익성 강화 차원에서 일부 매장 계약을 연장하지 않기로 한 것으로 본다. 그러나 수익성이 높은 오프라인 매장에 대해서는 앞으로 확대해 나간다는 계획이다. 현재 오프라인 매장 전체 매출액 성장이 크게 나타나지 못하면서 전사 기준 성장률이 상반기에 10% 수준에서 그쳤다. 다만 오프라인 채널의 역할은 현재 재고 폐기율 0% 전략에 중요한 부분이다. 또 향후 (주)브이를 통해 퀵커머스 사업에 본격 진출한다면 MFC로 활용될 것으로 보고 있다. 오프라인 사업은 기본적으로 안정성을 우선에 두는 성장전략을 펼칠 가능성이 높다고 보고 있다.

연도별 가입자 증가 추이



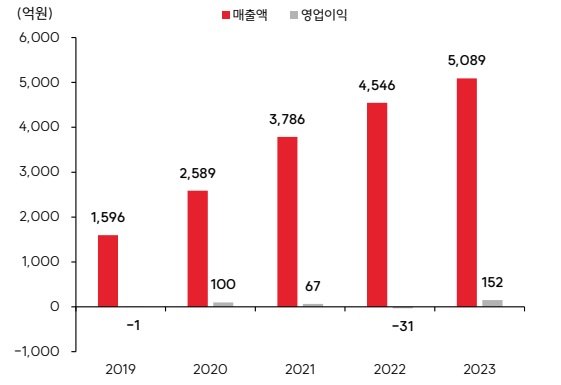
자료: 지어소프트, SK 증권

온라인 채널 월별 재구매율



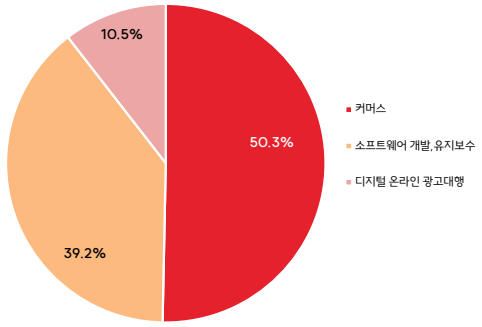
자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 연간 실적 추이



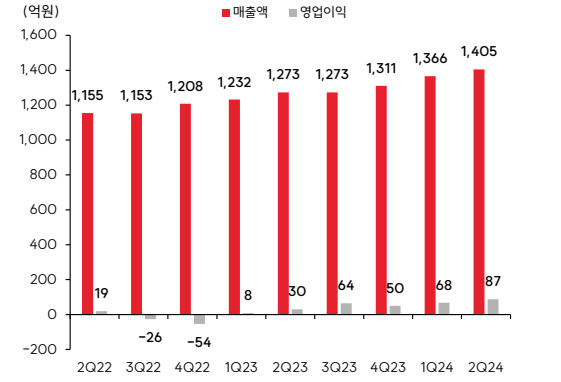
자료: 지어소프트, SK 증권

주요 사업 부문별 매출 비중(2Q24 기준)



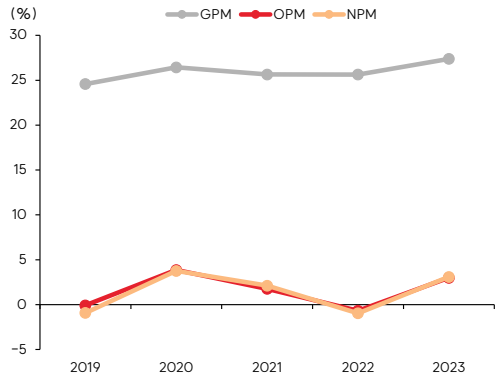
자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 분기별 실적 추이



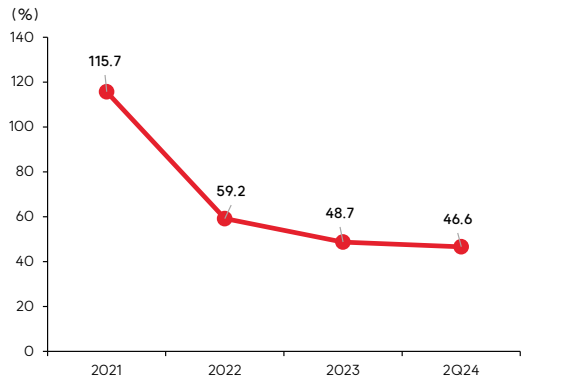
자료: 지어소프트, SK 증권

연간 수익성 추이



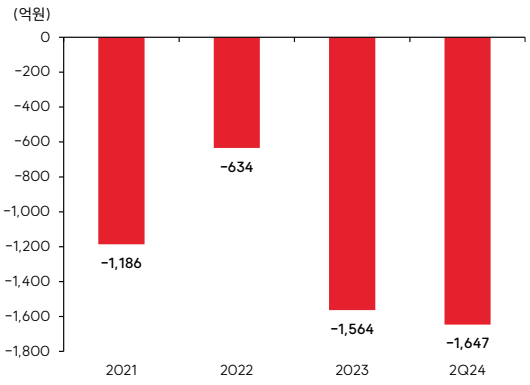
자료: 지어소프트, SK 증권

부채비율 추이



자료: 지어소프트, SK 증권

순차입금 추이



자료: 지어소프트, SK 증권

2. 사업 기회

(1) 소비자의 입장(수요)

가계의 가처분 소득 성장률이 지난 몇 년간 하락하고, 생활물가가 오르면서 내수 소비가 부진하다. 일반화를 하면 안되겠지만 소비자 트렌드를 보면, 코로나 19 기간 온라인상 많은 경험을 하면서 자신에게 맞는 온디맨드 소비를 하다 보니까 '파편화 소비'가 메인 스트림으로 자리잡고 있다. 또 정말 재미있거나 기존에 없던 것이 아니면, 기존에 익숙한 디토 소비 등 소수의 Steady Seller 만 구매하는 경향도 보이고 있다. 소비자들이 전체적으로 녹록치 않은 경제 환경, 그리고 그동안의 과소비에 피로감을 보이는 모습이다. 이런 현상이 지속됨에도 오아시스마켓 (온라인)은 20%대 메출액 성장률을 기록하며 상당히 선방하는 모습을 보였다. 다른 경쟁 유통 채널 대비 상대적 강세를 보인 것은 3 가지 이유가 있었을 것으로 추정한다.

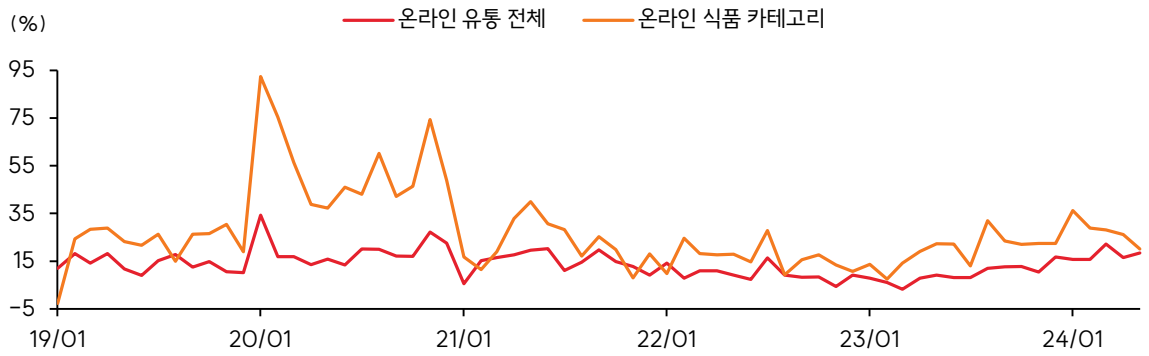
1) 첫번째 이유는 오아시스가 식품 전문 유통사이기 때문이다. 국내 가계 가처분 소득이 줄면서 식품 카테고리가 다른 카테고리 대비 견조한 성장률을 보였다. 소비 중에서도 유통기한이 비교적 짧은 비내구재 성격의 품목이 상대적으로 소비가 강한 모습이었고, 특히 식품 카테고리의 성장률은 온라인 채널 내에서 비교를 해도 코로나 19 이후로 온라인 유통 성장률을 꾸준히 상회했다. 코로나 19 Pent Up 수요에도 신선도를 위해서 재고를 쌓기 어려웠던 식료품이 다른 카테고리 대비해서 선방했다고 볼 수 있다.

또 오아시스 내에서 온라인 비중이 70% 수준으로 높아 온라인 시장 성장과 함께 견조한 모습을 보인 점도 있다. 식품의 온라인 침투율은 현재 20%대 중반인 것으로 추정하고 있다, 다른 카테고리가 30-50% 수준이고, 식품의 침투율이 아직 증가하고 있기 때문이기도 하다.

2) 두번째 이유는 오아시스가 강남권에서부터 인기를 끌면서 메인 스트림 플랫폼이 되었다는 점이다. 온라인 분석 툴 Mark & Company 에 따르면, 오아시스마켓을 이용하는 사용자들의 22.5% 이상이 소득 1 억원을 넘는다. 그리고 6 천만원~1 억원도 49.6%나 되는 것으로 집계된다. 이런 고소득 고객의 가처분 소득 또한 평균 대비 높았을 것이다. 따라서 고객군의 차이가 현재 여러 유통사가 경험하는 역성장과 다른 모습을 보여주는 이유라고 생각한다.

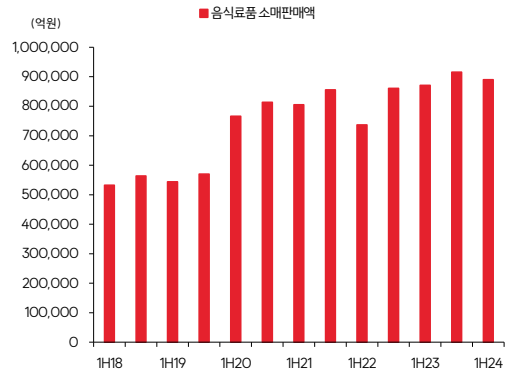
3) 세번째 이유는 소비자들의 가성비 소비 패턴이 이어지고 있기 때문이다. 온라인상에서의 과소비 문화에 대해서 실증을 보이고 있으며, 예전만큼 골프나 명품에 열광하는 모습도 보기 힘들다. 전체적으로 국내 경기 상황과 함께 소비 여력이 감소한 이유도 있지만, 코로나 19 기간에 과소비를 하면서 충분히 경험했던 재화/서비스가 충분한 만족감을 보여주지 못했기 때문이라는 생각도 있다. 따라서 소비자들은 살아가는데 보다 본질적인 것들에 소비하는 것으로 행태가 바뀌고 있다고 보고 있다. 또 최근 의료파업과 코로나 19 재확산으로 건강관리의 필요성에 대해서 인지하는 계기가 되면서, 건강식단에 대한 소비 트렌드는 하락하지 않고 24 년에도 유지될 것으로 본다. 따라서 신선 식품의 성장률도 견조하게 유지될 것이라고 생각한다.

온라인 유통 매출액 전년대비 증감률(식품 카테고리 성장률이 유통 전체 대비 높은 수준에서 유지되고 있음)



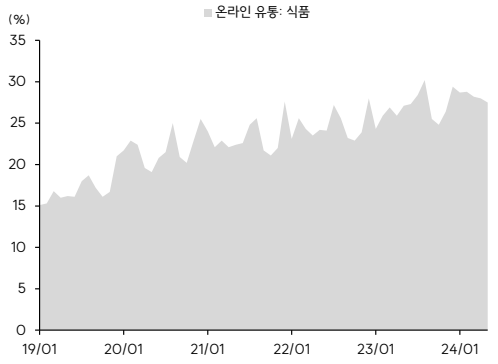
자료: 통계청, SK 증권

음식료품 소매판매액 추이



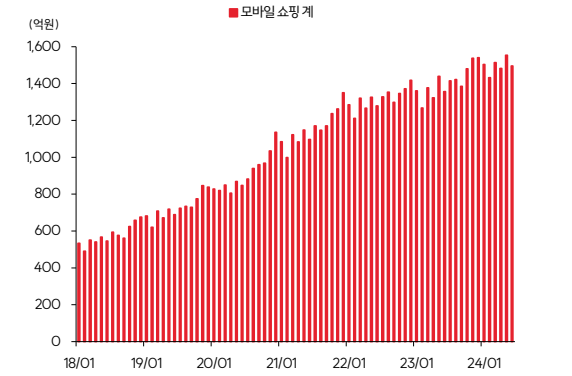
자료: 통계청, SK 증권

온라인유통 내 식품 비중 추이



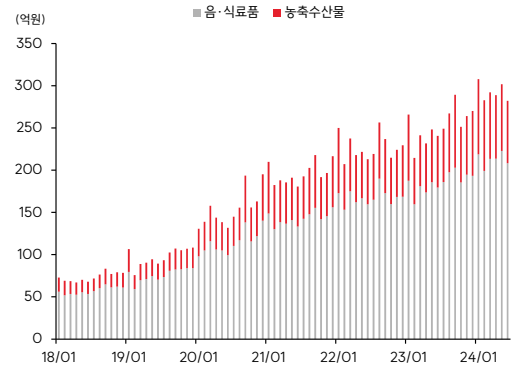
자료: 통계청, SK 증권

모바일 쇼핑 판매액 추이



자료: 통계청, SK 증권

모바일 쇼핑 상품군별 판매액



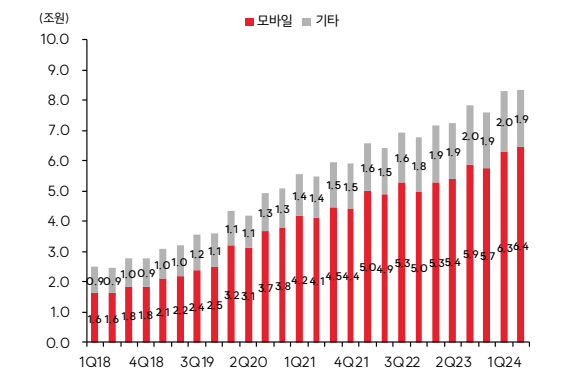
자료: 통계청, SK 증권

(2) 경쟁사의 상황(공급)

1) 오아시스에게는 분명히 우호적인 상황이 온 것이 맞다. 다양한 이커머스 사업자들이 2022 년부터 출혈 경쟁을 멈추고, 수익성이 떨어지는 사업부터 철수했다. 높은 금리는 기업에게 사업의 우선순위를 정하고, 사업 판단을 더 신중하게 하도록 유도하고 있다. 금리가 높아지면서 현금성자산/수익성이 중요해졌고, 새벽배송 시장에서 경쟁강도가 낮아지면서 오아시스에게 우호적인 환경이 조성되고 있다. 현재 인수조건에 대해서 11 번가와 입장 차이가 큰 것으로 보이지만, 이런 전반적인 상황이 여유를 가지고 11 번가 인수를 고려해 볼 수 있게 만들어 주었다. 이미 구축해 놓은 수익성 구조로 인해서 경쟁사 대비 이미 유리한 고지에 있다는 판단이다.

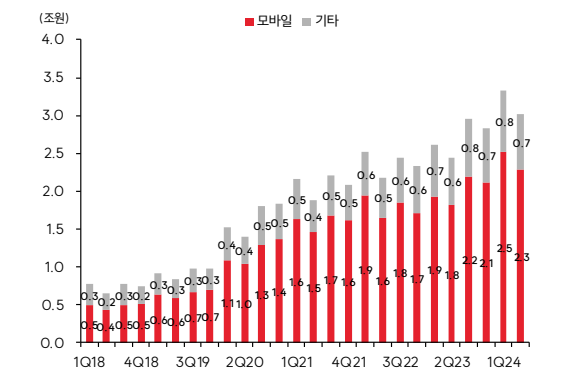
2) 현재 위메프/티몬 정산 지연 사태를 보면서 공급망 생태계 내에서도 일부 인식 변화가 있는 것으로 보인다. 오아시스의 상품 공급자 정산주기는 20 일 이내이고, 정산이 이 기간 동안 99%가 완료되는 시스템이다. 최근 경쟁사가 정산 주기를 더 늘리면서 오아시스의 약 3 배 기간이 되었고, 이런 변화에 판매자들도 불안감을 느끼고 있고 있는 것으로 파악된다. 따라서 상품 소싱과 SKU가 늘어날 수 있는 측면에서도 오아시스는 긍정적인 위치에 있다.

음식료품 온라인쇼핑 거래액



자료: 통계청, SK 증권

농축수산물 온라인쇼핑 거래액



자료: 통계청, SK 증권

(3) 오아시스가 결정할 수 있는 것들

제일 중요한건 오아시의 성장 의지다. 오사시스는 성장의 모든 카드를 아직 꺼내지 않았다고 본다. 지금 경쟁사와 다르게, 오아시스 회원수는 187 만명 수준이다. 컬리는 회원수가 1,200 만명을 넘었을 것이다. 단순히 봐도 6 배 이상 차이가 난다. 중복 회원이 된다고 가정하면, 오아시스의 회원수가 6 배 성장하지 못할 법이란 없다.

오아시스는 2022~2023 년 연간 40 만명의 회원이 늘었다는 것을 감안하며, 현재 속도는 연 20 만명 수준이기 때문에 과거 대비 확실히 회원 유입이 느려진 것이 사실이다. 매크로 영향이 제일 크다. 그러나 유사한 비즈니스 모델로 경쟁사와 회원수가 6 배 이상 차이가 난다는 것은 시장에 대해서 보수적인 스탠스를 취했기 때문으로 볼 수도 있을 것 같다. 물론 현재 그 전략으로 여러 경쟁사와 다르게 꾸준하게 수익성을 보여줄 수 있게 되었다. 그러나 특정 시점에는 과감한 결정으로 볼륨+스케일 업하는 계기가 필요 할 것으로 보인다.

1) 광고가 제 1 의 옵션이다. 현재 오아시스의 프로모션 방법은 매출 할인으로 인식되는 쿠폰 발행이다. 컬리가 유명 연예인을 대표 모델로 계약할 때 오아시스도 새벽배송 업체로서 수혜를 입어 같이 성장한 케이스가 있다. 다만, 오아시스 브랜드 자체로 메인 스트림 소비자에게 소개된 적은 한번도 없다(KT 와 일부 협력 외). 투자업계에서의 인식과는 다르게 아직까지 오아시스마켓은 기사, 맘 카페 입소문, 정부 부처 공공사업 등을 통한 정보로 알려진 소수의 플랫폼인 것이다. 2021 년도 하반기에 유명 모델을 기용해서 대대적인 TV 광고를 진행하려고 했으나, 당시 상황에 맞춰 진행하지 않기로 했다. 따라서 현재 연간 매출액 대비 1% 미만인 광고비 지출의 옵션이 남아있다.

2) 남성층 타겟도 본격적으로 하지 않았다. 현재 주요 고객층은 30~60 대 이상 여성 고객이다. 현재 총 고객 중에서 30 대 여성이 16~18%, 40 대 여성이 22~36%, 50 대 여성이 18%, 60 대 이상 여성이 5~12%의 비중이 될 것으로 추정한다. 70~75%가 여성인 것이다. 과거 의류업체 브랜드엑스코퍼레이션이 여성복을 메인 카테고리로 하다가, 남성 라인을 확대하기 시작한 시점이 기억난다. 남성 전용 건강관리 트렌드는 상승 중이다. 분명 이 분야(건기식, 맞춤 영양제/비타민, 단백질/닭가슴살, 다이어트, 스포츠 드링크 등)에서 오아시스가 성과를 낼 수 있을 것으로 본다.

3) 새벽배송 지역별 커버리지도 현재 수도권/세종시/충청권만 하고 있다. 약 2,000 만명이 거주하는 곳이지만, 더 확대할 폭이 남아 있다. 당일 배송 서비스도 지역 한정으로 운영 중이다. 오후 5 시 이전에 주문하면 저녁 11 시까지 당일 배송하는 서비스를 서울(서초/강남/공파/강동), 경기(성남/용인/하남/수원)에 제한해서 운영하고 있다. 이 서비스도 지역 확대의 여력이 있다.

이익률 관점에서 생각해도 지어소프트의 개선 여력은 충분하다. 현재 오프라인 직영점 54 곳의 이익률은 5~10% 수준인 것으로 추정한다. 온라인이 그 이상이기 때문에 전사 기준 5%가 베이스라인이 될 수 있는 것이다. 이랜드 킴스클럽과 협력 중인 숍인숍 형태의 반포/야탑 2 사이트의 경우에는 입점 형태를 볼 때 low~mid single 수준의 이익률일 것으로 보고 있다. 온라인 사업의 경우 쿠폰 발행량, 효율적 배송/물류, 소모품비 절감 등에서 비용 관리에 노력 중인 것으로 알고 있다. 이미 배송/물류 사업을 (주)루트에서 전담하고 있으며, 전체적인 비용 감축 효과가 벌써부터 나타나고 있는 것으로 보인다. 2023 년 초 상장 철회 이후에도 이익률 관점에서 사업을 정비하였고, 상품군 뿐만 아니라, 판관비 측면에서도 고민을 많이 한 것으로 보인다. 배송 기사와의 개별 계약건도 효율적으로 관리할 수 있도록 외주용역 형태에서 직접 관리하는 형태로 변경했다. 또 물류센터 현장 인력들을 계약직이 아니라 정규직으로 채용하면서 인력 수급 불균형을 해결하고, 영업 레버리지를 기대하고 있다.

3. 실적 추정 및 밸류에이션

(1) 실적 Summary

2023 년 상장 철회 이후 철저한 비용 관리에 돌입했다. 2023 년 연간 기준으로 원가율은 1.8%p, 판관비율은 -1.9%p 개선하면서 흑자 전환해, 영업이익 152 억원을 기록했다.

2024 년에는 152 억원의 약 두배인 310 억원을 기록할 것으로 예상한다. 그리고 2H25 부터는 high single digit 이익률을 기록할 것으로 예상한다. 운송 및 포장 관련 변동비 절감이 이익률 개선에 중요한 이유일 것으로 보고 있다. 매출액 성장률의 경우 2025 년부터 조금씩 회복된다고 가정했다. 여러 섹터를 확인할 때 Rolling Recovery(모두 한번에 회복되지 못하고, 코로나 19 이후 공급망 붕괴로 모두 다른 시점에 회복을 보이는 현상)가 보인다. 글로벌 경기 개선에 영향을 받아서 국내 소비도 강하진 않아도 조금씩 회복을 한다고 가정했다.

(2) 밸류에이션

밸류에이션 멀티플은 PER 를 적용했다. 기존 시장에서 생각하던 EV/EBITDA 나 PSR 를 적용하지 않고 PER 를 적용하고 보수적으로 PEER 를 선정했다. 편의점 업체 BGF 리테일(시총 2 조원), 식품 제조업체 풀무원(시총 4,200 억원), 식품 HMR 및 원물/소스류 공급 업체 우양(시총 740 억원)을 PEER 로 선정했다. PEER 평균 24E PER 는 11.3 배이다. 수익성 개선되는 온라인 사업자라는 점을 감안해서 30%의 할증해 15 배를 Target Multiple 로 결정했다. 현재 실적 추정치와 15 배 멀티플을 적용하면, 지어소프트는 24 년 기준 2,860 억원, 25 년 3,948 억원의 목표 시가총액을 달성할 것으로 예상한다. 매수의견, 목표주가 18,500 원으로 지어소프트의 커버리지를 개시한다.

지어소프트 실적 추정표(억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	**1,366**	**1,405**	**1,409**	**1,434**	**1,542**	**1,589**	**1,603**	**1,627**
성장률(YoY%)	10.9%	10.3%	10.7%	9.4%	12.8%	13.1%	13.8%	13.4%
성장률(QoQ%)	4.3%	2.8%	0.3%	1.7%	7.5%	3.1%	0.9%	1.5%
매출원가	1,025	1,037	1,049	1,063	1,149	1,173	1,193	1,234
매출 원가율(%)	75.0%	73.8%	74.4%	74.1%	74.5%	73.8%	74.4%	75.9%
매출총이익(손실)	341	368	360	371	393	416	410	392
매출총이익률(%)	25.0%	26.2%	25.6%	25.9%	25.5%	26.2%	25.6%	24.1%
판매비와관리비	274	280	282	294	308	309	303	320
판관 비율(%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.5%	20.0%	19.5%	18.9%	19.7%
인건비	107	110	117	122	124	126	130	137
유무형자산상각비	44	38	41	42	51	46	44	45
광고선전비	1	2	4	-2	6	7	4	-6
판매비	15	17	16	17	18	19	19	19
관리비	104	115	109	110	108	113	115	117
기타	3	-2	-5	5	2	-1	-8	9
영업이익(손실)	**68**	**87**	**78**	**77**	**85**	**107**	**107**	**72**
성장률(YoY%)	719.9%	191.2%	22.1%	54.3%	25.3%	22.4%	36.7%	-5.9%
성장률(QoQ%)	36.0%	29.0%	-10.3%	-1.9%	10.4%	26.1%	0.1%	-32.5%
영업이익률(%)	5.0%	6.2%	5.6%	5.4%	5.5%	6.7%	6.7%	4.4%
법인세비용차감전계속사업이익	79	79	91	86	95	98	114	81
당기순이익(손실)	62	62	72	68	76	78	91	65
(손익귀속)지배기업주주지분	**37**	**34**	**62**	**58**	**64**	**66**	**77**	**55**

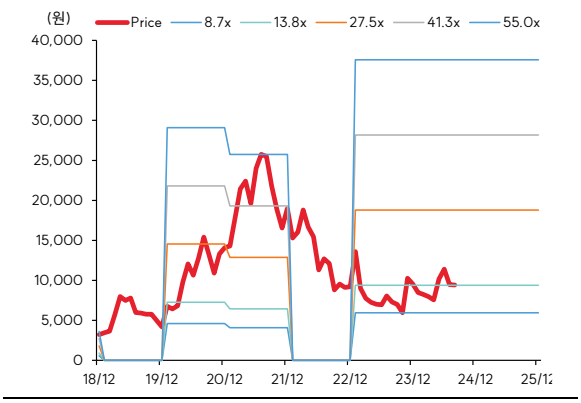
자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 밸류에이션

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액(억원)	1,596	2,589	3,786	4,546	5,089	*5,615*	*6,360*
영업이익(억원)	-1	100	67	-31	152	*310*	*371*
지배주주 순이익(억원)	-16	77	68	-26	106	*190*	*263*
영업이익률(%)	*-0.1%*	*3.9%*	*1.8%*	*-0.7%*	*3.0%*	*5.5%*	*5.8%*
주식수(만주)	1,457	1,457	1,457	1,547	1,547	*1,547*	*1,547*
주식수 변동	CB 전환	-	-	유상증자	-	-	-
EPS(원)	-110	529	468	-167	683	*1,233*	*1,701*
YoY(%)		흑전	-11%	-135%	흑전	*+81%*	*+38%*
PER(배)	-	26.67	40.59	-	13.97	*15.0*	*15.0*
적정 PER	24E 평균 PER(풀무원, 우양, BGF 리테일). 온라인 사업자인 것으로 감안해서 30% 할증					15 배	15 배
주당 적정가치						18,487 원	25,516 원
목표주가(원)						**18,500 원**	**25,500 원**
종가(08 월 29 일)						**9,650 원**	
상승여력						92%	162%

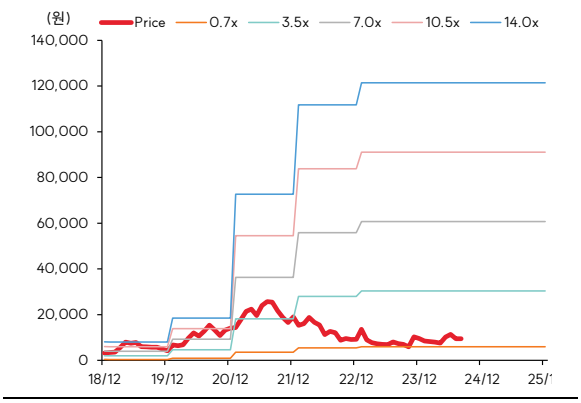
자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 PER 밴드 차트



자료: 지어소프트, SK 증권

지어소프트 PBR 밴드 차트



자료: 지어소프트, SK 증권

Peer Group Valuation Table

구분		A017810	A189980	A103840	A282330	CPNG
		풀무원	흥국에프엔비	우양	BGF 리테일	쿠팡
시가총액 (억원, 백만 달러)		4,475	761	809	19,479	41,022
매출액 (억원, 백만 달러)		29,935	1,011	1,913	81,948	24,383
영업이익 (억원, 백만 달러)		620	103	13	2,532	473
PER (배)	2021	54.6	24.0	51.4	17.0	-33.4
	2022	-	9.0	-	18.8	-283.1
	2023	21.0	9.4	-	11.6	-21.3
	2024E	**10.2**	**-**	**13.5**	**10.2**	**-**
	2025E	7.1	7.1	6.7	9.1	-
PBR (배)	2021	1.5	1.8	1.6	3.1	23.7
	2022	1.1	1.1	0.9	3.8	10.8
	2023	1.2	0.8	1.9	2.1	7.1
	2024E	1.2	-	-	1.6	9.7
	2025E	1.1	-	-	1.5	7.8
PSR (배)	2021	0.3	2.1	0.5	0.4	2.3
	2022	0.2	1.1	0.2	0.5	1.3
	2023	0.1	0.8	0.4	0.3	1.2
	2024E	0.1	0.7	0.4	0.2	1.4
	2025E	0.1	0.7	0.3	0.2	1.2
EV/EBITDA (배)	2021	8.7	12.8	13.8	4.6	-
	2022	8.2	10.6	12.5	5.8	26.6
	2023	7.3	9.0	14.3	3.6	22.0
	2024E	6.8	-	-	3.0	27.8
	2025E	2.5	10.6	-	2.9	17.3
ROE (%)	2021	0.1	8.4	3.2	19.6	-57.0
	2022	-6.5	13.7	-7.3	21.8	-4.2
	2023	2.5	9.1	-9.6	19.2	44.0
	2024E	13.2	-	-	17.0	-
	2025E	17.5	-	-	16.9	-
ROA (%)	2021	0.0	5.6	1.0	5.9	-22.5
	2022	-1.8	7.0	-2.1	7.0	-1.0
	2023	0.6	4.1	-2.6	6.4	-11.9
	2024E	1.5	-	4.0	5.7	-
	2025E	2.3	5.6	-	6.0	-

자료: Dataguide, Bloomberg, SK 증권 / 주: 매출액 및 영업이익 직전 사업연도 기준, 시가총액 전일 종가 기준

재무상태표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,903	1,939	2,295	2,712	3,155
현금및현금성자산	634	1,564	1,873	2,244	2,633
매출채권 및 기타채권	112	154	170	193	225
재고자산	98	72	79	90	105
비유동자산	1,012	1,018	984	964	1,078
장기금융자산	127	124	136	151	176
유형자산	670	706	656	618	701
무형자산	47	38	31	27	24
자산총계	2,915	2,957	3,280	3,676	4,232
유동부채	610	619	680	766	888
단기금융부채	155	153	168	191	222
매입채무 및 기타채무	352	401	442	501	584
단기충당부채	7	11	12	14	16
비유동부채	474	349	347	347	348
장기금융부채	431	342	342	342	342
장기매입채무 및 기타채무	1	3	3	3	3
장기충당부채	4	3	4	4	5
부채총계	1,084	968	1,027	1,113	1,236
지배주주지분	1,238	1,345	1,536	1,799	2,168
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	1,323	1,325	1,325	1,325	1,325
기타자본구성요소	-13	-13	-13	-13	-13
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-149	-44	147	410	779
비지배주주지분	593	643	717	764	829
자본총계	1,831	1,988	2,253	2,563	2,997
부채와자본총계	2,915	2,957	3,280	3,676	4,232

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,546	5,089	5,615	6,360	7,416
매출원가	3,381	3,696	4,174	4,749	5,486
매출총이익	1,165	1,394	1,440	1,612	1,930
매출총이익률(%)	25.6	27.4	25.7	25.3	26.0
판매비와 관리비	1,196	1,241	1,130	1,241	1,404
영업이익	-31	152	310	371	527
영업이익률(%)	-0.7	3.0	5.5	5.8	7.1
비영업손익	-9	46	23	16	16
순금융손익	-7	30	29	30	49
외환관련손익	-0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-40	198	333	387	542
세전계속사업이익률(%)	-0.9	3.9	5.9	6.1	7.3
계속사업법인세	4	41	68	77	108
계속사업이익	-44	157	265	310	434
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-44	157	265	310	434
순이익률(%)	-1.0	3.1	4.7	4.9	5.9
지배주주	-26	106	191	263	369
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.6	2.1	3.4	4.1	5.0
비지배주주	-18	51	74	46	65
총포괄이익	-33	157	265	310	434
지배주주	-18	106	191	263	369
비지배주주	-14	51	74	46	65
EBITDA	120	304	428	475	649

현금흐름표

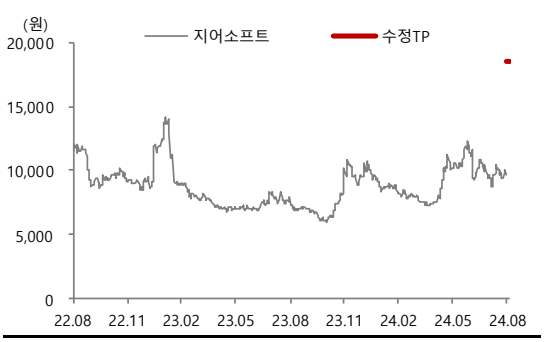
12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	151	282	407	447	597
당기순이익(손실)	-44	157	265	310	434
비현금성항목등	203	178	159	154	180
유형자산감가상각비	149	141	111	100	120
무형자산상각비	2	11	7	4	3
기타	52	26	41	50	58
운전자본감소(증가)	-8	-24	20	29	41
매출채권및기타채권의감소(증가)	87	43	-16	-23	-32
재고자산의감소(증가)	-21	26	-7	-11	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	-57	-32	41	59	83
기타	-12	-95	-105	-123	-166
법인세납부	-11	-66	-68	-77	-108
투자활동현금흐름	-882	769	-101	-95	-240
금융자산의감소(증가)	-930	850	-16	-11	-4
유형자산의감소(증가)	-34	-97	-61	-62	-202
무형자산의감소(증가)	-5	-5	0	0	0
기타	88	20	-24	-21	-34
재무활동현금흐름	146	-121	16	22	32
단기금융부채의증가(감소)	0	0	16	22	32
장기금융부채의증가(감소)	-150	-121	0	0	0
자본의증가(감소)	498	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-202	-1	0	0	0
현금의 증가(감소)	-552	930	309	372	389
기초현금	1,186	634	1,564	1,873	2,244
기말현금	634	1,564	1,873	2,244	2,633
FCF	117	185	346	385	395

주요투자지표

12월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	20.1	11.9	10.3	13.3	16.6
영업이익	적전	흑전	103.8	19.6	42.0
세전계속사업이익	적전	흑전	68.1	16.2	40.1
EBITDA	-26.9	153.0	40.6	11.0	36.7
EPS	적전	흑전	80.5	38.0	40.1
수익성 (%)					
ROA	-1.7	5.3	8.5	8.9	11.0
ROE	-2.6	8.2	13.2	15.8	18.6
EBITDA마진	2.6	6.0	7.6	7.5	8.8
안정성 (%)					
유동비율	311.8	313.0	337.5	354.1	355.4
부채비율	59.2	48.7	45.6	43.4	41.2
순차입금/자기자본	-55.9	-60.5	-39.6	-42.9	-40.0
EBITDA/이자비용(배)	4.0	8.9	9.4	9.0	14.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-166	683	1,233	1,701	2,383
BPS	8,000	8,692	9,925	11,626	14,009
CFPS	810	1,668	1,996	2,374	3,175
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-55.4	14.0	8.2	5.9	4.2
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7
PCR	11.4	5.7	5.0	4.2	3.2
EV/EBITDA	8.2	3.0	2.5	2.2	1.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 지어소프트, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.29	매수	18,500원	6개월		



Compliance Notice

작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 08 월 29 일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%