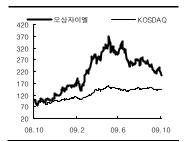
김명진 02-768-3851 pikim@Bestez.com

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	10,800
현재주가(09/10/20,원)	4,650
상승여력(%)	132.3
소속업종	소프트웨어
업종투자의견	비중확대
EPS 성장률(09F,%)	153.9
MKT EPS 성장률(09F,%)	57.3
P/E(x)	23.1
MKT P/E(09F/10/20,x)	14.7
시가총액(십억원)	70
발행주식수(백만주)	15
60D 일평균 거래량(천주)	154
60D 일평균 거래대금(십억원)	1
신용잔고(천주)	553
배당수익률(09F,%)	-
<del>유동주</del> 식비율(%)	64.4
52주 최저/최고가(원)	1,685/8,370
베타(12M,일간수익률)	0.8
주가변동성(12M daily,%,SD)	4.3
외국인 보유비중(%)	0.3
주요주주 (주)그룹오상 외 0	1인 (33.45%) I민자 (9.01%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.8	-25.8	113.3
상대주가	-11.7	-29.5	68.9



## 3분기 실적 - 햇과일 풍년, 농가는 울상

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 10,800원으로 하향

오상자이엘의 투자의견은 '매수'를 유지하나, 목표주가는 기존 13,000원에서 10,800원으로 16.7% 하향 조정한다. 목표주가 하향의 배경은 2009년 및 2010년 실적 전망의 하향과 함께 목표주가 산정에 적용되는 PER 값을 하향했기 때문이다. 목표주가 산정은 기존의 경쟁사 PER 적용 대신 2010년 코스닥시장 평균 PER 14.9배를 적용하였다.

## 3분기 실적 - 햇과일 풍년, 농가는 울상

오상자이엘의 3분기 매출액은 117억원(YoY +84.8%), 영업이익은 8.6억원(YoY +532.8%)를 기록하였다. 3분기 누계 실적으로는 매출액 297억원(YoY +35.7%), 영업이익 20억원(YoY +315.1%) 이다. 3분기 오비트만의 실적을 추정해 보면, 매출액은 3분기 누계 기준 103억원이며, 영업이익은 41억원으로 추정된다.

오상자이엘의 오비트 사업부는 추석과 설날 시즌이 최대 성수기이다. 2009년 추석을 앞둔 3분기 실적은 전년의 실적을 하회했는데, 이는 사과와 배의 작황이 너무 좋았기 때문이다. 2009년 햇과일, 특히 사과와 배는 작황이 너무 좋아서 가격이 전년대비 15~25% 하락했다. 이로 인해 고급 포장재인 팬캡 수요도 큰 폭으로 감소한 것이다. 사과와 배에이어 주요 수요 과일이던 복숭아의 경우에도, 올해 수확 시즌에 많은 강우로 인해 낙과가심하게 나타났다. 이로 인해 복숭아의 상품 가치가 하락하였고, 고급 포장 복숭아의 수요가 감소했으며 복숭아용 팬캡의 매출도 동반 감소했다.

## 2010년은 신제품과 신사업의 매출 동시에 기세될 전망

팬캡에만 의존하던 제품 구조에서 탈피하여 2010년부터는 신제품의 매출이 본격적으로 나타날 전망이다. 기존 BT 사업부의 신제품으로 천공필름, 천적농약, 기능성 농자제, 미생물 제재 등이 올해 4분기부터 출시되어 내년부터 매출에 가세되며, 오상그룹이 주도하는 플라즈마 사업을 이용한 친환경 농업단지의 주력 회사로 오상자이엘이 부각될 것으로 기대된다.

결산기	매출액	영업이익	영업이익률	순이익	EPS	EBITDA	FCF	ROE	P/E	P/B	EV/EBITDA
	(억원)	(억원)	(%)	(억원)	(원)	(억원)	(억원)	(%)	(x)	(x)	(x)
12/07	299	12	4.1	14	210	18	31	7.5	9.9	0.7	6.0
12/08	310	6	2.0	7	79	13	29	3.1	34.2	1.2	26.2
12/09F	430	34	8.0	27	201	69	44	9.9	23.1	2.4	10.9
12/10F	634	72	11.4	97	729	107	64	28.5	6.4	1.8	6.1
12/11F	724	83	11.5	131	992	118	74	29.1	4.7	1.3	4.2

자료: 오상자이엘, 대우증권 리서치센터 예상





#### ■ 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 10,800원으로 하향

오상자이엘의 투자의견은 '매수'를 유지하나, 목표주가는 기존 13,000원에서 10,800원으로 16.7% 하향 조정한다. 목표주가 하향의 배경은 2009년 및 2010년 실적 전망의 하향과 함께 목표주가 산정에 적용되는 PER 값을 하향했기 때문이다. 목표주가 산정은 기존의 경쟁사 PER 적용 대신 2010년 코스닥시장 평균 PER 14.9배를 적용하였다. 주식시장이 대형주 위주의 움직임을 보이고 있는 가운데 중소형주 소외 현상이 지속되고 있고, 이로 인해 개별 종목들의 적정주가와 적용되는 밸류에 이션 값이 큰 괴리를 보이기 때문에, 적용 Multiple 값을 시장 평균으로 교체하였다.

#### ■ 3분기 실적 - 햇과일 풍년, 농가는 울상

오상자이엘의 3분기 매출액은 117억원(YoY +84.8%), 영업이익은 8.6억원(YoY +532.8%)를 기록하였다. 3분기 누계 실적으로는 매출액 297억원(YoY +35.7%), 영업이익 20억원(YoY +315.1%) 이다. 매출액과 영업이익의 증가는 오비트의 인수에 따라 오비트의 실적이 반영되었기 때문이다.

오상자이엘은 오비트의 완전한 흡수합병까지 오비트의 매출액은 전액 인식하나, 영업이익은 일부만, 그리고 나머지 부분은 지분법 이익을 통해 인식되는 다소 복잡한 구조이다. 오비트만의 실적을 추정해 보면, 매출액은 3분기 누계 기준 103억원이 며, 영업이익은 41억원으로 추정된다. 영업이익률은 39.8%로 전년의 45.9% 대비 5.9%P 하락했는데, 이는 오상자이엘이 오비트의 제품을 상품 매출로 인식하는 과정에서 오상자이엘의 판매비와 일반관리비가 반영되었기 때문이다. 오비트의 영업이익 가운데 오상자이엘로 인식된 영업이익은 14억원이며, 나머지는 지분법 이익으로 인식되었다.

오상자이엘의 순이익은 3분기 누계 23.4억원(YoY + 243.6%)이다. 3분기까지 오비트 인수에 따른 영업권 상각이 21억원 계상되었다.(영업권 상각은 지분법 이익 조정을 통해 나타난다.) 영업권 상각을 고려하지 않은 당기순이익은 45억원 수준이다.

오상자이엘의 IT 사업부 매출은 3분기 누계 194억원(YoY -11.5%), 영업이익은 5.9억원(YoY +22.9%)이다. 2009년 급격한 경제위기로 기업의 소프트웨어 투자가 급감한데다 상반기 쌍용자동차 사태로 인해 매출액이 감소했지만, 오비트의 매출 가세로 인한 판관비 분산 효과로 영업이익은 소폭 개선된 것으로 추정된다.

오상자이엘의 오비트 사업부는 추석과 설날 시즌이 최대 성수기이다. 2009년 추석을 앞둔 3분기 실적은 전년의 실적을 하회했는데, 이는 사과와 배의 작황이 너무 좋았기 때문이다. 2009년 햇과일, 특히 사과와 배는 작황이 너무 좋아서 가격이 전년 대비 15~25% 하락했다. 이로 인해 고급 포장재인 팬캡 수요도 큰 폭으로 감소한 것이다.

사과와 배에 이어 주요 수요 과일이던 복숭아의 경우에도, 올해 수확 시즌에 많은 강우로 인해 낙과가 심하게 나타났다. 이로 인해 복숭아의 상품 가치가 하락하였고, 고급 포장 복숭아의 수요가 감소했으며 복숭아용 팬캡의 매출도 동반 감소했다.

4분기는 이듬해 설 명절로 인한 최대 수요 시즌 가운데 하나이다. 예년의 설날용 팬캡의 매출은 50억원 내외 수준에서 형성 되었다. 2010년 설날 명절이 2월에 있음을 감안하면 예년 수준의 매출액 달성은 가능하다는 판단이다. 다만, 매출 인식의 기간이 2009년에 될지, 아니면 내년으로 이월 될 지가 전체 매출 규모를 결정하는 잣대로 작용할 전망이다.

기대치를 하회하는 3분기 실적으로 인해 오상자이엘의 2009년 매출액과 영업이익 전망을 각각 15.6%와 28.0% 하향 조정 하며 2010년 매출액과 영업이익도 8.6%와 8.8% 하향한다. 영업권 상각을 고려하지 않은 당기순이익은 2009년 50억원, 2010년 124억원 수준이다.

#### 표 1. 오상자이엘 3분기 실적 요약

(억원)

	2009년 3분기				2009년 3분기 누계			
	BT	П	합계	YoY	BT	П	합계	YoY
매출액	44.3	72.9	117.3	84.8%	103.0	194.2	297.3	35.7%
영업이익	6.4	2.2	8.6	532.8%	14.0	5.9	20.0	315.1%
세전이익	10,2	7.3	17.5	1135.9%	15.2	10.6	25.8	200.7%
당기순이익	10.2	7.3	17.5	1135.9%	13.9	9.7	23.6	243.6%

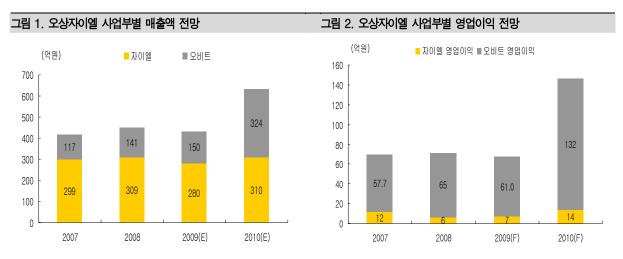
자료: 오상자이엘, 대우증권 리서치센터



## ■ 2010년은 신제품과 신시업의 매출 동시에 가세될 전망

팬캡에만 의존하던 제품 구조에서 탈피하여 2010년부터는 신제품의 매출이 본격적으로 나타날 전망이다. 기존 BT 사업부의 신제품으로 천공필름, 천적농약, 기능성 농자제, 미생물 제재 등이 올해 4분기부터 출시되어 내년부터 매출에 가세되며, 오상그룹이 주도하는 플라즈마 사업을 이용한 친환경 농업단지의 주력 회사로 오상자이엘이 부각될 것으로 기대된다.

오상그룹의 플라즈마 사업은 현재 플라즈마 토치를 이용하여 필름류 포장재로부터 순수 알루미늄을 추출하는 특허 취득을 완료하였고, 충남환경연구센터와 공동으로 진행될 국가핵심신기술 취득을 위한 파일럿 설비의 설치 단계를 진행 중이다. 파일럿 설비의 가동이 시작되면, 바로 양산 설비의 발주가 이루어질 예정으로, 2010년부터 재활용 필름류 포장재의 본격적인처리 가동으로 인한 매출 발생이 기대된다(플라즈마 사업과 관련한 자세한 내용은 파일럿 설비의 가동과 국가 신기술 인증시점에 보고서를 통해 설명할 예정이다).



주: 각 시업부별 독지적인 매출과 영업이익으로 공시되는 재무제표와는 차이가 있음, 자료: 오상자이엘, 대우증권 리서치센터 예상

## 표 2. 오상자이엘 부분별 실적 전망

(억원)

		00001	4			0010	n d	
		2009년				2010		
	П	BT	오상자이엘	왜트	П	BT	오상자이엘	오비트
매출액	280	150	430	123	310	324	634	266
매출원가	263	75	386	75	285	178	551	178
매출 <del>총</del> 이익	17	75	44	48	25	146	83	87
판관비	10	14	10	14	11	14	11	14
영업이익	7	61	34	34	14	132	72	73
영업외이익	8	1	8	1	8	5	8	5
영업외비용	5	10	5	10	5	5	5	5
영업권상각	0	0	28	0	0	0	28	0
지분법이익	0	0	21	0	0	0	67	0
경상이익	10	52	32	25	17	132	116	73
법인세	3	13	5	4	3	16	20	11
당기순이익	7	39	27	21	14	116	96	62

자료: 오상자이엘, 대우증권 리서치센터 예상



# 오상자이엘 [053980]

예상 손익계산서(요약)				
(억원)	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
매출액	310	430	634	724
매출원가	294	386	551	628
매출총이익	16	44	83	96
판매비외관리비	10	10	11	13
영업이익	6	34	72	83
영업외손익	3	-2	44	75
금융손익	-1	1	1	1
외환관련손익	0	0	0	0
지분법손익	0	21	67	98
자산처분손익	1	0	0	0
기타영업외손익	3	-24	-24	-24
세전계속시업손익	9	32	116	158
계속시업법인세비용	2	5	20	27
계속사업이익	7	27	97	131
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당군이익	7	27	97	131
RI	7	27	97	131
EBITDA	13	69	107	118
FCF	29	44	64	74
매출총이익률(%)	5.2	10.2	13.1	13.3
EBITDAP진율(%)	4.1	16.1	17.0	16.4
영업이익률(%)	2.0	8.0	11.4	11.5
순이익률(%)	2.3	6.2	15.2	18.2

예상 대차대조표(요약)				
(억원)	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
유동지산	172	150	191	363
현금 및 현금등기물	28	13	40	193
매출채권	66	67	70	80
재고자산	31	35	45	55
기타유동자산	47	35	35	35
비유동지산	288	353	345	317
투자자산	259	324	296	268
유형자산	30	29	49	49
무형자산	0	0	0	0
지신총계	461	503	536	680
유동부채	202	203	138	150
매입채무	73	75	85	95
단기차입금	23	23	23	23
유동성장기부채	79	77	0	0
기타 <del>유동부</del> 채	27	28	30	32
비 <del>유동부</del> 채	9	10	11	12
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
기타비 <del>유동부</del> 채	9	10	11	12
부채총계	211	213	149	162
자본금	56	56	56	56
자본잉여금	137	137	137	137
이익잉여금	68	95	192	323
자 <del>본총</del> 계	250	290	387	518

예상 현금흐름표(요약)				
(억원)	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
영업활동으로 인한 현금호름	34	44	64	74
당/순이익	7	27	97	131
비현금수익비용기감	11	22	-32	-50
유형자산감기상각비	7	6	6	6
무형지산상각비	0	29	29	29
기타	4	-13	-67	-85
영업활동으로인한자산및부채의변동	17	-4	-1	-8
매출채권 감소(증가)	-2	0	-3	-10
재고지산 감소(증가)	-4	-4	-10	-10
매입채무 감소(증가)	15	2	10	10
기타자산,부채변동	8	-2	2	2
투자활동으로 인한 현금흐름	-220	-55	40	78
유형자산처분(취득)	-5	-5	-26	-19
무형자산감소(증가)	0	-29	-29	-29
투자자산 감소(증가)	-188	-33	95	126
기타투자활동	-26	12	0	C
재무활동으로 인한 현금흐름	191	-8	-75	2
시채및차입금의 증가(감소)	96	-3	-76	1
자본의 증가(감소)	91	-1	0	(
배당금의 지급	-4	0	0	(
기타재 <del>무활</del> 동	4	-4	1	1
현금의증가	6	-19	29	153
기초현금	22	28	13	40
기말현금	28	9	41	194

예상 주당가치 및 va	luation(요약)			
	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
P/E(x)	34.2	23.1	6.4	4.7
P/CF(x)	17.8	18.9	6.0	4.5
P/B(x)	1.2	2.4	1.8	1.3
EV/EBITDA(x)	26.2	10.9	6.1	4.2
EPS(원)	79	201	729	992
CFPS(원)	153	247	774	1,038
BPS(원)	2,229	1,930	2,572	3,446
DPS(원)	0	0	0	0
배당성향(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율(%)	3.4	38.9	47.4	14.2
EBITDA증기율(%)	-28.0	444.7	55.1	10.2
영업이익증가율(%)	-49.0	453.9	111.4	15.2
EPS증기율(%)	-62.2	153.9	262.0	36.1
매출채권 회전율	4.8	6.5	9.3	9.7
재고자산 회전율	10.8	13.1	15.9	14.5
매입채무 회전율	4.8	5.8	7.9	8.0
ROA(%)	1.8	5.5	18.6	21.6
ROE(%)	3.1	9.9	28.5	29.1
ROIC(%)	3.4	21.2	148.7	127.2
부채비율(%)	84.1	73.4	38.5	31.3
유동비율(%)	85.5	74.0	138.2	242.1
순차입금/자기자본(%)	11.8	19.6	-12.3	-38.6
영업이익/금융비용(x)	1.4	8.6	18.1	20.9

자료: 오상자이엘, 대우<del>증</del>권 리서치센터 예상

4



#### ■ Compliance Notice

- 당시는 자료 작성일 현재 오상자이엘(으)로부터 자시주 금전신탁을 위탁받아 업무를 수행 하고 있습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 시전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자의견 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대수익 기준) 매수(시장대비 20% 이상의 초과 수익 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과 수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), 중립(시장대비 −10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락 예상)

투자의견 및 목표가 등 추이(투자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)
주가(──), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy (■), 중립(●), 비중축소(◆)

07.10

08.1

08.4



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 리서차센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 비립니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우 에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당시에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

08.10

09.1

09.4

09.7

09.10

08.7