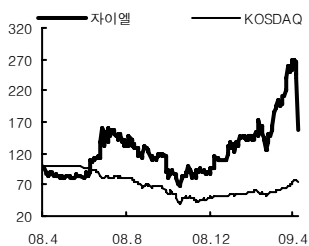


매수

Maintain

목표주가(원12M)	13,000
현재주가(09/04/17, 원)	5,800
상승여력(%)	224
소속업종	-
업종투자 의견	-
EPS 성장률(09F, %)	786.1
MKT EPS 성장률(09F, %)	37.1
P/E(x)	10.7
MKT P/E(09F/04/17, x)	13.7
시가총액(십억원)	65
발행주식수(백만주)	11
60D 일평균 거래량(천주)	351
60D 일평균 거래대금(십억원)	2
신용잔고(천주)	529
배당수익률(09F, %)	1.5
유동주식비율(%)	72.2
52주 최저/최고(원)	1,685/6,700
베타(12M, 일간수익률)	0.8
주가변동성(12M daily, %, SD)	6.7
외국인 보유비중(%)	0.4
주요주주 (주)그룹오상 외 1인 (25.72%)	
이민자 (5.03%)	
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-20.6 70.2 78.4
상대주가	-43.2 32.8 103.0



파이요(加油, Jaiyo), 자이엘

목표주가 13,000원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

자이엘의 목표주가를 13,000원으로 상향하고 투자 의견은 '매수'를 유지한다. 목표주가는 2009년 예상 EPS에 PER 24배를 적용했다. 지난 3월 16일 자이엘에 대한 보고서에서 '특별한 비교 대상 회사가 없기 때문에, 비슷한 농업 관련 아이템을 보유한 세실의 PER을 50% 할인하여 목표주가를 산정했다'고 밝힌바 있으며, 이제 그 할인을 제거한 Multiple을 적용한 것이다.

이미 천적 농약 신제품이 농진청의 제품 등록을 마치고 런칭 되었으며, 하반기부터 극미세 천공필름 등 신제품의 출시가 예정대로 진행되고 있다. 특히 2010년부터 출시될 신제품의 특허 출원이 완료 단계로서, 기존의 이익 전망의 상향 가능성이 매우 크다. 그러나 이번 목표주가에 적용된 이익 전망은 신제품의 매출을 반영시키지 않았으며, 여전히 '팬캡'의 매출 전망만 반영하였다.

참외, 키위망고, 오렌지, 한라봉 등도 팬캡을 입다

그동안 사과, 배, 복숭아용 팬캡만을 생산하였으나 올해부터 참외, 키위망고, 한라봉, 오렌지 등 다양한 팬캡의 생산이 시작된다. 특히 참외, 키위망고 등은 타원형의 팬캡으로 일반 구형 팬캡 보다 고급 기술이 요구되는 품목이다. 그동안 생산을 요구하는 수량이 너무 적어 금형 교체비용이 더 많이 발생하는 관계로 생산을 미뤄왔지만, 올해부터는 생산 설비의 증설과 더불어 다양한 과일용 팬캡의 생산도 본격적으로 시작한 것이다. 이미 고급 참외 및 오렌지 등은 팬캡을 입은 상품이 출시되고 있다.

2010년부터는 기존의 망사형 포장재를 대체할 신제품 "팬캡II"도 출시 예정이며, 현재 특허 출원 중이다. 기존 팬캡과는 겹치지 않는 열대 과일을 포장하는 제품으로 망사형이며 반전을 이용한다. 가격은 팬캡 대비 절반 수준으로 중저급 과일 포장 시장에서 돌풍이 예상된다.

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	EBITDA (억원)	FCF (억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (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	61	13	29	3.1	44.3	1.6	26.2
12/09F	550	51	9.4	61	542	86	47	21.2	10.7	2.0	7.8
12/10F	635	67	10.6	95	845	102	59	25.5	6.9	1.6	5.6
12/11F	720	78	10.9	120	1,067	113	71	25.0	5.4	1.2	3.8

자료: 자이엘, 대우증권 리서치센터 예상



■ 목표주가 13,000원으로 상향, 투자의견 ‘매수’ 유지

자이엘의 목표주가를 13,000원으로 상향하고 투자의견은 ‘매수’를 유지한다. 목표주가는 2009년 예상 EPS에 PER 24배를 적용했다. 지난 3월 16일 자이엘에 대한 보고서에서 ‘특별한 비교 대상 회사가 없기 때문에, 비슷한 농업 관련 아이템을 보유한 세실의 PER을 50% 할인하여 목표주가를 산정했다’고 밝힌바 있으며, 이제 그 할인을 제거한 Multiple을 적용한 것이다.

이미 천적 농약 신제품이 농진청의 제품 등록을 마치고 런칭 되었으며, 하반기부터 극미세 천공필름 등 신제품의 출시가 예정대로 진행되고 있다. 특히 2010년부터 출시될 신제품의 특허 출원이 완료 단계로서, 기존의 이익 전망의 상향 가능성이 매우 크다. 그러나 이번 목표주가에 적용된 이익 전망은 신제품의 매출을 반영시키지 않았으며, 여전히 ‘팬캡’의 매출 전망만 반영하였다.

■ 1분기는 특별한 계절 과일이 없는 관계로 전통적인 비수기, 2분기부터 계절 과일 시즌 도래

오비트가 생산하는 과일 포장재 ‘팬캡’은 연간으로 크게 3가지 매출 시즌이 있다. 설 명절, 5월 그리고 추석 명절이다.

보통 추석 명절이 끝나면 이듬해 설 명절용 팬캡의 주문을 받아 생산하고, 설 명절 이전에 출고가 이루어진다. 설 명절용 과일은 사과, 배로 겨울의 계절 과일이다. 5월은 복숭아의 출하를 대비한 매출이 대량으로 발생하며, 추석 명절 역시 사과와 배용 팬캡의 출하가 대규모로 발생한다.

따라서 설 명절과 5월의 사이에 있는 1분기는 전통적으로 비수기이다. 일반적인 대형 할인점 및 백화점용 팬캡이 주로 출시되며 5월 시즌을 대비한 제품의 생산이 주로 이루어진다. 따라서 2분기와 3분기는 5월 시즌용 및 추석용 팬캡의 매출이 반영되며, 4분기에는 다음 해의 설 명절용 매출이 반영되는 계절적인 매출 특징을 보이게 되는 것이다.

■ 참외, 키위망고, 오렌지, 한라봉 등도 팬캡을 입다

그동안 사과, 배, 복숭아용 팬캡만을 생산하였으나 올해부터 참외, 키위망고, 한라봉, 오렌지 등 다양한 팬캡의 생산이 시작된다. 특히 참외, 키위망고 등은 타원형의 팬캡으로 일반 구형 팬캡 보다 고급 기술이 요구되는 품목이다. 그동안 생산을 요구하는 수량이 너무 적어 금형 교체비용이 더 많이 발생하는 관계로 생산을 미뤄왔지만, 올해부터는 생산 설비의 증설과 더불어 다양한 과일용 팬캡의 생산도 본격적으로 시작한 것이다. 이미 고급 참외 및 오렌지 등은 팬캡을 입은 상품이 출시되고 있다.

2010년부터는 기존의 망사형 포장재를 대체할 신제품 “팬캡Ⅱ”도 출시 예정이며, 현재 특허 출원 중이다. 기존 팬캡과는 겹치지 않는 열대 과일을 포장하는 제품으로 망사형이며 반전을 이용한다. 가격은 팬캡 대비 절반 수준으로 중저급 과일 포장 시장에서 돌풍이 예상된다.

그림 1. 참외, 한라봉, 오렌지.... 이제 팬캡을 입는다



※ 현재위치 : HOME > 상품수경실외



종별수정 특품 10kg

• 판매가격 : 88,000 원
• 상품코드 : G1145875371
• 구매 적립금 : 0 원
• 구매수량 : 1 개

구매하기
BUY NOW

장바구니
CART

관심상품등록
INTEREST

자료: 각종 인터넷 과일 쇼핑몰

■ 오비트의 추가 설비 증설

오비트는 지난해 24시간 공장 완전 가동에도 불구하고 시장수요를 충족시키지 못하고, 오히려 2007년보다 사과, 배, 복숭아의 팬캡 점유율이 하락했다. 이로 인해 당초 예상 매출액 160억원을 하회하는 141억원의 매출을 기록했다. 절대적인 생산 부족에 대응하고자 올해는 본격적인 설비 증설에 들어간다.

기존 공장의 여유 공간에 우선 1개의 라인을 증설할 예정이며, 신축 공장에 추가 라인과 원료 가공 라인까지 설치할 계획이다. 특히 원료 가공라인의 신설로 인해 원활한 원료 수급 및 매출원가율의 개선이 나타날 것으로 전망되며, 일괄 생산 라인을 구축함으로써 이익률이 더욱 개선될 것으로 기대된다.

■ 자이엘의 IT 사업부도 OS 환경 변화로 매출 신장 예상

자이엘의 IT 사업부 주력 매출 품목인 3D CAD 프로그램 'CATIA'도 올해부터 OS 프로그램이 기존의 Unix에서 Window NT로 바뀔에 따라 교체 수요가 예정되어 있다. 이로 인해 자이엘의 IT 사업부 매출이 전년 대비 13.2% 증가한 350억원으로 전망된다. 영업이익은 15억원으로 250% 신장할 것으로 기대된다.

■ 매출 및 영업이익 전망 소폭 상향, 여전히 신제품 매출은 배제

자이엘의 IT 사업부 매출 증가로 전체 매출 및 영업이익 전망을 소폭 상향 조정한다. 그러나 여전히 신제품 매출은 배제하였다. 합병까지 조금은 복잡한 매출 및 영업이익, 순이익 등이 나타날 것으로 보여진다. 따라서 단순히 자이엘과 오비트의 각각의 매출 및 이익을 고려하여 밸류에이션을 적용하는 것이 편리하다.

자이엘로 통합된 순이익은 영업권 상각이 고려되어 큰 폭으로 하락한다. 2009년 자이엘의 매출 및 영업이익은 350억원과 15억원, 오비트의 매출액과 영업이익은 200억원과 98억원으로 전망된다. 영업권 상각을 고려한 당기순이익은 61억원이며 이를 적용한 PER은 10.7배, 영업권 상각을 배제한다면 89억원으로 PER 7.3배 수준이다. 그동안의 주가 상승을 고려하여도, 현재 수준의 밸류에이션은 여전히 매력적이다.

과일 포장재는 한번 사용하고 버려지는, 매년 수요가 창출되는 매력적인 품목이다. 여기에 출시가 예정된 극미세사 천공필름 역시 과일의 재배 및 유통 단계에서 매년 사용되는 소모품성 제품인 것이다. 이러한 제품들은 경기의 호황 및 불황을 따지지 않고, 매년 매출 성장이 가능하다. 특히, 국내 농업 정책이 “단위 면적당 고부가가치 창출”이라는 방향으로 전개되고 있어, 최상품의 과일 재배 및 포장 분야의 다양한 제품 포트폴리오를 보유한 자이엘은 향후 성장 가능성이 매우 높다. 따라서 최근 높은 주가 상승에도 불구하고, 추가적인 상승 여력이 매우 크다는 판단이며, 주가 조정 시 매수관점이 여전히 유효하다.

그림 2. 자이엘 매출액 전망

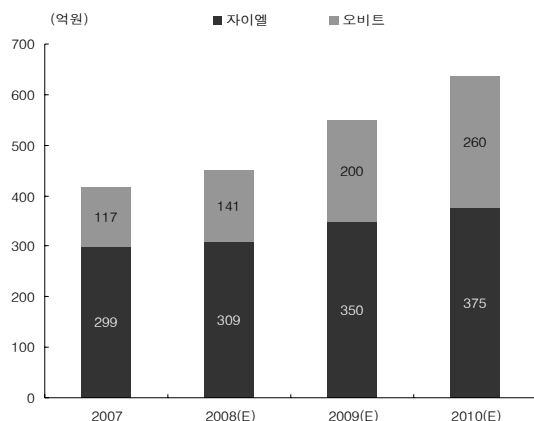
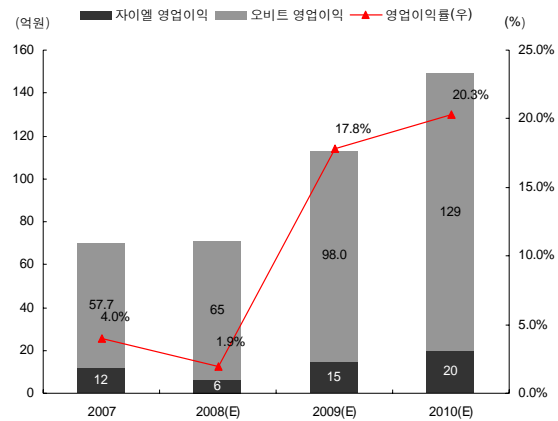


그림 3. 자이엘 영업이익 및 영업이익률 전망



자료: 자이엘, 대우증권 리서치센터 예상

자료: 자이엘, 대우증권 리서치센터 예상

표 1. 자이엘의 결정 회계처리 방법에 따른 2009년 손익계산서 예상 시나리오

(억원)

	자이엘(단독)	오비트(단독)	자이엘(실적 공유)	오비트(실적 공유)	비고
매출액	350	200	550	164	오비트 매출을 모두 자이엘 매출로 인식
매출원가	325	88	489	88	오비트에게 매출액의 82%로 제품 구매
매출총이익	25	112	61	76	
판매비	10	14	10	14	
영업이익	15	98	51	62	자이엘은 오비트의 영업이익률 18%P 공유
영업외이익	8	1	8	1	
영업외비용	5	10	5	10	
영업권상각			28		인수대금 전액 영업권 가정, 연 29억원(10년상각)
지분법이익			45		오비트의 순이익 100% 자이엘 지분법 이익
경상이익	18	89	73	53	
법인세	3	13	12	8	
당기순이익	13	76	61	45	각사 순이익 합 89억과 공유 이후 순이익 61억의 차이는 영업권 상각 비용 때문

자료: 대우증권 리서치센터

그림 4. 자이엘 주가추이(일간)



자료: 대우증권 리서치센터

자이엘 [053980]

예상 손익계산서(요약)				
(억원)	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
매출액	310	550	635	720
매출원가	294	489	558	630
매출총이익	16	61	77	90
판매비와관리비	10	10	10	12
영업이익	6	51	67	78
영업외손익	3	22	47	66
금융손익	-1	1	1	1
외환관련손익	0	0	0	0
지분법손익	0	45	70	89
자산처분손익	1	0	0	0
기타영업외손익	3	-24	-24	-24
세전계속사업손익	9	73	114	144
계속사업법인세비용	2	12	19	25
계속사업이익	7	61	95	120
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	7	61	95	120
RI	7	61	95	120
EBITDA	13	86	102	113
FCF	29	47	59	71
매출총이익률(%)	5.2	11.1	12.1	12.5
EBITDA마진율(%)	4.1	15.7	16.1	15.8
영업이익률(%)	2.0	9.4	10.6	10.9
순이익률(%)	2.3	11.1	14.9	16.6

예상 대차대조표(요약)				
(억원)	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
유동자산	172	184	223	384
현금 및 현금등가물	28	33	59	200
매출채권	66	67	70	80
재고자산	31	35	45	55
기타유동자산	47	49	49	49
비유동자산	288	353	345	317
투자자산	259	324	296	268
유형자산	30	29	49	49
무형자산	0	0	0	0
자산총계	461	537	568	701
유동부채	202	203	138	150
매입채무	73	75	85	95
단기차입금	23	23	23	23
유동성장기부채	79	77	0	0
기타유동부채	27	28	30	32
비유동부채	9	10	11	12
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
기타비유동부채	9	10	11	12
부채총계	211	213	149	162
자본금	56	56	56	56
자본잉여금	137	137	137	137
이익잉여금	68	129	224	344
자본총계	250	324	419	539

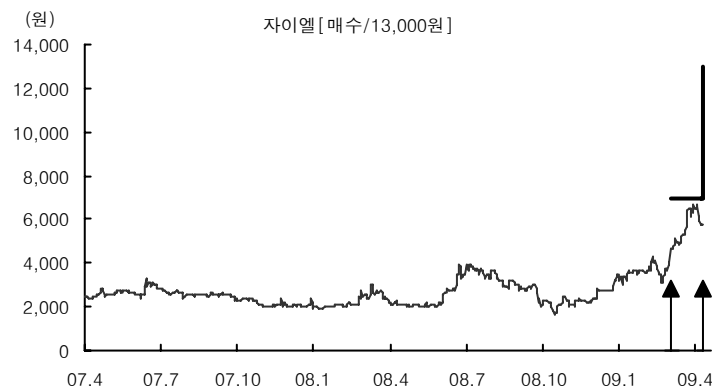
예상 현금흐름표(요약)				
(억원)	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
영업활동으로 인한 현금흐름	34	47	59	71
당기순이익	7	61	95	120
비현금수익비용가감	11	-10	-35	-41
유형자산감가상각비	7	6	6	6
무형자산상각비	0	29	29	29
기타	4	-45	-70	-76
영업활동으로 인한 현금흐름	17	-4	-1	-8
매출채권 감소(증가)	-2	-1	-3	-10
재고자산 감소(증가)	-4	-4	-10	-10
매입채무 감소(증가)	15	2	10	10
기타자산, 부채변동	8	-1	2	2
투자활동으로 인한 현금흐름	-220	-55	43	69
유형자산처분(취득)	-5	-5	-26	-19
무형자산감소(증가)	0	-29	-29	-29
투자자산 감소(증가)	-188	-21	98	117
기타투자활동	-26	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	191	13	-76	1
사채및차입금의 증가(감소)	96	-2	-77	0
자본의 증가(감소)	91	13	0	0
배당금의 지급	-4	0	0	0
기타재무활동	4	1	1	1
현금의증가	6	5	26	141
기초현금	22	28	33	59
기말현금	28	33	59	200

예상 주당가치 및 valuation(요약)				
	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
P/E(x)	44.3	10.7	6.9	5.4
P/CF(x)	23.0	11.1	7.3	5.9
P/B(x)	1.6	2.0	1.6	1.2
EV/EBITDA(x)	26.2	7.8	5.6	3.8
EPS(원)	61	542	845	1,067
CFPS(원)	118	595	899	1,120
BPS(원)	1,714	2,889	3,734	4,801
DPS(원)	0	0	0	0
배당성향(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율(%)	3.4	77.7	15.5	13.4
EBITDA증가율(%)	-28.0	579.9	18.5	10.7
영업이익증가율(%)	-49.0	731.7	31.1	16.3
EPS증가율(%)	-70.9	786.1	55.9	26.2
매출채권 회전을	4.8	8.3	9.3	9.6
재고자산 회전을	10.8	16.7	15.9	14.4
매입채무 회전을	4.8	7.4	7.9	8.0
ROA(%)	1.8	12.2	17.2	18.9
ROE(%)	3.1	21.2	25.5	25.0
ROIC(%)	3.4	33.4	125.5	108.4
부채비율(%)	84.1	65.7	35.5	30.1
유동비율(%)	85.5	90.8	161.8	256.0
순차입금/자기자본(%)	11.8	7.0	-19.1	-41.0
영업이익/금융비용(x)	1.4	12.9	16.9	19.6

자료: 자이엘, 대우증권 리서치센터 예상

■ Compliance Notice

- 당사는 2009년 4월 20일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
 - 본 자료는 2009년 4월 20일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 2009년 4월 20일 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.
 - 투자자의 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대주의 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)
 - 투자자의견 및 목표가 등 추이(투자자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)
- 주가(—), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.