김평진 02-768-3851 pikim@Bestez.com

| 매수 | | Maintain |
|--------------------|-----------------|-------------|
| | 1010 | |
| 목표주기(원, | | 13,000 |
| 현재주가(09/ | 08/05,원) | 5,690 |
| 상승여력(%) | | 128.5 |
| 소속업종 | | 소프트웨어 |
| EPS 성장률(| 09F,%) | 382.5 |
| MKT EPS 성 | 장률(09F,%) | 71.4 |
| P/E(x) | | 14.9 |
| MKT P/E(09) | =/08/05,x) | 14.1 |
| 시가총액(십9 | 덕원) | 86 |
| 발행주식수(박 | 백만주) | 15 |
| 60D 일평균 | 거래량(천주) | 215 |
| 60D 일평균 | 거래대금(십억원) | 1 |
| 신용잔고(천 | <u>5</u>) | 594 |
| 배당수익률(0 | 9F,%) | 0 |
| 유동주 식비율 | (%) | 65.0 |
| 52주 최저/초 | 고가(원) | 1,685/8,370 |
| 베타(12M,일 | 간수익률) | 0.8 |
| 주가변동성(1 | 2M daily,%,SD) | 4.8 |
| 외국인 보유 | · 중(%) | 0.0 |
| 주요주주 | (주)그룹오상 외 | 1인 (33.45%) |
| | 0 | l민자 (9.01%) |
| | | |

| 주기상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-------|------|------|
| 절대주가 | -21.2 | 56.7 | 66.9 |
| 상대주가 | -22 6 | 20.5 | 68.8 |

상반기보다는 하반기, 올해보다는 내년

상반기 실적 Preview

자이엘의 상반기 실적은 매출액 180억원(YoY + 15.8%), 영업이익 11억원(YoY + 332%) 으로 추정된다. 실적 개선의 배경은 오비트 인수에 따른 자회사 편입으로 오비트 실적이 반영되었기 때문이다.

'팬캡' 제조부문인 오비트의 상반기 매출액은 58.7억(YoY +8.7%), 영업이익은 20억 (YoY -8%)로 추정된다. 오비트의 '팬캡' 매출 증가에도 불구하고 영업이익이 소폭 감소한 이유는 자이엘이 오비트로부터 '팬캡'을 구입하여 판매하는 상품 매출 형식이기 때문에 자이엘의 판관비가 일부 반영되었기 때문이다.

히반기부터 실적 성장 본격화

'팬캡'의 수요는 주로 하반기에 집중되어 있다. 이는 현재 '팬캡'이 주로 사용되는 과일이 복숭아, 사과, 배이기 때문에 수확시즌이 하반기에 몰려있기 때문이다.

실적 모멘텀 - 상반기보다는 하반기, 올해보다는 내년

2009년, 오비트는 팬캡 위주의 매출만 발생하게 되며, 매출액 성장 모멘텀은 설비 증설에 의한 생산량 증가가 전부이다. 그러나 2010년은 오비트의 신제품이 본격적으로 런칭되며, 높은 매출액 성장을 나타낼 것으로 기대된다. 2010년 오비트의 매출액은 344억원, 영업이익은 141억원으로 올해보다 각각 72%, 44% 신장할 것으로 전망된다.

투자의견 매수와 목표주가 13.000원 유지

2009년 및 2010년 자이엘의 예상 PER은 14.9배와 8.4배 수준이다. 자이엘의 경우 오비트 인수에 따른 영업권 상각으로 당기순이익이 매년 30억 정도 감소한다. 현금의 유출이 없는 영업권 상각을 배제할 경우 PER은 9.6배 및 6.5배 수준이다. 동사의 2010년 예상 EPS에 18배의 PER을 적용한 목표주가 13,000원과 투자의견 매수를 유지한다.

| 270 | ■오상자이엘 | | KOSDAQ |
|-------|--------|-----------|------------|
| 220 - | | ٨ | . 4 |
| 170 | | | ~ \ |
| 120 - | _ | کد | - |
| 70 | | | -4/0- |
| 20 | | | |
| 08.7 | 08.11 | 09.3 | 09.7 |

| 결산기 | 매출액 | 영업이익 | 영업이익률 | 순이익 | EPS | EBITDA | FCF | ROE | P/E | P/B I | 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 | 510 | 47 | 9.3 | 58 | 383 | 82 | 45 | 20.1 | 14.9 | 2.7 | 10.6 |
| 12/10F | 694 | 79 | 11.5 | 102 | 681 | 114 | 70 | 27.5 | 8.4 | 2.0 | 6.8 |
| 12/11F | 775 | 89 | 11.6 | 136 | 907 | 124 | 79 | 27.7 | 6.3 | 1.5 | 5.1 |

자료: 오상자이엘, 대우증권 리서치센터 예상





■ 상반기 실적 Preview

자이엘의 상반기 실적은 매출액 180억원(YoY + 15.8%), 영업이익 11억원(YoY + 332%)으로 추정된다. 실적 개선의 배경은 오비트 인수에 따른 자회사 편입으로 오비트의 실적이 반영되었기 때문이다. 오비트의 실적을 제외한 기존 자이엘의 IT 사업부 실적은 매출액 121억(YoY -22%), 영업이익 3.7억원(YoY +8.8%)이다. 매출액의 감소는 거래처인 쌍용차의 파산사태로 매출 인식이 지연 혹은 취소되었기 때문이다. 또한 경기 불황으로 신규 거래처 주문이 급감한 것도 매출 감소의 원인이다. 그러나 매출채권의 회수에 대한 리스크 관리 정책으로 매출액의 감소에도 영업이익은 소폭 개선하였다.

'팬캡' 제조부문인 오비트의 상반기 매출액은 58.7억(YoY +8.7%), 영업이익은 20억(YoY -8%)로 추정된다. 오비트는 자이엘의 100% 자회사로 편입되어 있다. 2011년, 완전한 흡수합병까지 오비트 매출은 자이엘이, 영업이익은 자이엘과 오비트가 각각 공유하는 회계 처리 방식으로 인해 상반기 자회사인 오비트의 매출은 44억, 영업이익은 12.6억원으로 추정되며, 자이엘의 오비트 사업부(이하 자이엘 BT 사업부)의 영업이익은 7.6억원이 계상될 전망이다. 오비트의 '팬캡' 매출 증가에도 불구하고 영업이익이 소폭 감소한 이유는 자이엘이 오비트로부터 '팬캡'을 구입하여 판매하는 상품 매출 형식이기 때문에 자이엘의 판관비가 일부 반영되었기 때문이다.

표 1. 자이엘 상반기 실적 요약

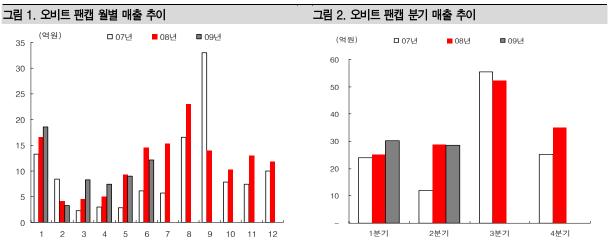
(억원)

| | 와(트 | | 자이엘 BT | | 자이엘 | ! П |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2008.1H | 2009.1H | 2008.1H | 2009.1H | 2008.1H | 2009.1H |
| 매출액 | 54.0 | 44.2 | | 58.7 | 155.5 | 121.3 |
| 영업이익 | 21.0 | 12.7 | | 7.6 | 3.4 | 3.7 |
| 지분법이익 | | | | 11.6 | | |
| 영업권상각 | | | | 14.1 | | |
| 당기순이익 | 19.2 | 11.6 | | 5.1 | 5.4 | 3.2 |

자료: 자이엘, 대우증권 리서치센터

■ 하반기부터 실적 성장 본격화

'팬캡'의 수요는 주로 하반기에 집중되어 있다. 이는 현재 '팬캡'이 주로 사용되는 과일이 복숭아, 사과, 배이기 때문에 수확시즌이 하반기에 몰려있기 때문이다. 7월, 8월 본격적인 복숭아 시즌을 시작으로 8월, 9월은 추석용 과일 매출이 기다리고 있으며, 10월부터 다음해 1월까지는 설날용 매출이 크게 발생한다. 과거 오비트의 월별 매출 추이를 보면 이러한 추세가 확인된다. 이로 인해 상반기 매출액이나 영업이익의 절대 금액은 작게 나타나게 되어 연간 실적에 대한 우려감을 낳는데, 하반기가 본격적인 실적 성장 시기이기 때문에 큰 걱정은 필요 없다는 판단이다.



자료: 자이엘 자료: 자이엘



특히 올 해 예정되어있던 설비 증설 계획 가운데 1개의 라인이 지난 6월 30일부터 본격적인 가동을 시작하였다. 추가적인라인 1개는 건축 중인 공장이 완공되면 설치될 예정이다. 라인 증설로 하반기 팬캡의 생산량은 더욱 많아질 전망이며, 기존의 사과, 배, 복숭아 이외에 참외, 망고 등 고가(高價)의 팬캡도 본격적인 생산이 가능함에 따라 매출 성장이 본격적으로 나타날 것으로 기대된다.

■ 실적 모멘텀 - 상반기보다는 하반기, 올해보다는 내년

자이엘의 실적은 상반기보다는 하반기에 더욱 모멘텀이 생기고, 올해 보다는 내년에 큰 폭의 성장을 나타낼 것으로 기대된다. 내년 실적 성장은 신규 제품의 본격적인 매출이 발생하기 때문이다.

2009년, 오비트는 팬캡 위주의 매출만 발생하게 되며, 매출액 성장 모멘텀은 설비 증설에 의한 생산량 증가가 전부이다. 아울러, 기존 자이엘의 IT 사업부가 경기침체 및 거래처의 파산 등의 여파로 전년과 비슷한 실적을 나타낼 것으로 전망되어 오비트의 성장을 희석시킬 가능성도 배제할 수 없다. 그러나 오비트의 팬캡 생산부분은 전년대비 40% 이상의 성장을 달성할 것으로 기대된다.

2010년은 오비트의 신제품이 본격적으로 런칭되며, 높은 매출액 성장을 나타낼 것으로 기대된다. 특히 천적농약 사업부의 경우, 사용 농가와의 가계약만 30억을 상회하고 있어 내년 매출액에 본격적으로 반영될 예정이며, 이외 극미세사 천공필름 및 기타 기능성 농자재, 미생물 제재 등이 테스트를 끝내고 출시를 기다리고 있다. 이로 인해 2010년 오비트의 매출액은 344억원, 영업이익은 141억원으로 올해보다 각각 72%, 44% 신장할 것으로 전망된다.

■ 투자의견 매수와 목표주가 13.000원 유지

2009년 및 2010년 자이엘의 예상 PER은 14.9배와 8.4배 수준이다. 자이엘의 경우 오비트 인수에 따른 영업권 상각으로 당기순이익이 매년 30억 정도 감소한다. 현금의 유출이 없는 영업권 상각을 배제할 경우 PER은 9.6배 및 6.5배 수준이다.

자이엘의 경우 독점의 품귀품목을 취급한다는 점에서 뚜렷한 비교대상 회사가 없다. 따라서 자이엘의 천적농약 사업을 감안 하여, 천적농약의 대표기업인 세실과 비교해 보면 세실의 2009년 예상 PER은 17배 수준이며, 적정주가 산정에 이용되는 PER도 약 18배 수준이다. 자이엘의 제품군의 경우, 세실보다 다양하기 때문에 밸류에이션의 할인 요인이 필요 없다는 판단 이며, 2010년 예상 EPS에 18배의 PER을 적용한 목표주가 13,000원과 투자의견 매수를 유지한다.

아울러 자이엘의 모회사인 그룹오상이 전개하고 있는 '플라즈마 열환원 기술을 이용한 친환경 농업단지 조성 사업'은 자원 재활용 및 친환경 농업제품의 생산 이라는 측면에서 진정한 녹색 비즈니스 가운데 하나이며, 관심을 기울일 필요가 있다.

현재 자이엘의 주가는 일시적인 수급 불균형으로 조정을 보이고 있다. 하반기 및 내년의 실적모멘텀을 고려하면, 현재 시점이 저가 매수의 기회로 판단된다.

표 2. 자이엘 2009년 및 2010년 실적 추정

(단위:억원)

| | | 2009 | 9년 | | 2010년 | | | |
|-------|-----|------|-----------|-----------|-------|-----|-----------|-----------|
| | 자이엘 | 왜트 | 자이엘(실적공유) | 오비트(실적공유) | 자이엘 | 왜트 | 자이엘(실적공유) | 오비트(실적공유) |
| 매출액 | 310 | 200 | 510 | 164 | 350 | 344 | 694 | 282 |
| 매출원가 | 289 | 88 | 453 | 88 | 322 | 189 | 604 | 189 |
| 매출총이익 | 21 | 112 | 57 | 76 | 28 | 154 | 90 | 93 |
| 판관비 | 10 | 14 | 10 | 14 | 11 | 14 | 11 | 14 |
| 영업이익 | 11 | 98 | 47 | 62 | 17 | 140 | 79 | 79 |
| 영업외이익 | 8 | 1 | 8 | 1 | 8 | 5 | 8 | 5 |
| 영업외비용 | 5 | 10 | 5 | 10 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 영업권상각 | | | 28 | | | | 28 | |
| 지분법이익 | | | 45 | | | | 67 | |
| 경상이익 | 14 | 89 | 69 | 53 | 20 | 140 | 123 | 79 |
| 법인세 | 3 | 13 | 12 | 8 | 3 | 16 | 21 | 12 |
| 당기순이익 | 11 | 76 | 57 | 45 | 17 | 124 | 101 | 67 |

자료: 자이엘, 대우증권 리서치센터 예상



오상자이엘 [053980]

| 예상 손익계산서(요약) | | | | |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| (억원) | 12/08 | 12/09F | 12/10F | 12/11F |
| 매출액 | 310 | 510 | 694 | 775 |
| 매출원가 | 294 | 453 | 604 | 673 |
| 매 출총 이익 | 16 | 57 | 90 | 102 |
| 판매비와관리비 | 10 | 10 | 11 | 13 |
| 영업이익 | 6 | 47 | 79 | 89 |
| 영업외손익 | 3 | 22 | 44 | 75 |
| 금융손익 | -1 | 1 | 1 | 1 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 45 | 67 | 98 |
| 지산처분손익 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 3 | -24 | -24 | -24 |
| 세전계속시업손익 | 9 | 69 | 123 | 164 |
| 계속시업법인세비용 | 2 | 12 | 21 | 28 |
| 계속사업이익 | 7 | 58 | 102 | 136 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당군이익 | 7 | 58 | 102 | 136 |
| RI | 7 | 58 | 102 | 136 |
| EBITDA | 13 | 82 | 114 | 124 |
| FCF | 29 | 45 | 70 | 79 |
| 매출총이익률(%) | 5.2 | 11.2 | 13.0 | 13.2 |
| EBITDAP진율(%) | 4.1 | 16.2 | 16.5 | 16.1 |
| 영업이익률(%) | 2.0 | 9.3 | 11.5 | 11.6 |
| 순이익률(%) | 2.3 | 11.3 | 14.8 | 17.6 |

| 예상 대차대조표(요약) | | | | |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|
| (억원) | 12/08 | 12/09F | 12/10F | 12/11F |
| 유동지산 | 172 | 184 | 223 | 384 |
| 현금 및 현금등기물 | 28 | 33 | 59 | 200 |
| 매출채권 | 66 | 67 | 70 | 80 |
| 재고자산 | 31 | 35 | 45 | 55 |
| 기타유동자산 | 47 | 49 | 49 | 49 |
| 비유동지산 | 288 | 353 | 345 | 317 |
| 투자자산 | 259 | 324 | 296 | 268 |
| 유형자산 | 30 | 29 | 49 | 49 |
| 무형자산 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자신총계 | 461 | 537 | 568 | 701 |
| 유동부채 | 202 | 203 | 138 | 150 |
| 매입채무 | 73 | 75 | 85 | 95 |
| 단기차입금 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 유동성장기부채 | 79 | 77 | 0 | 0 |
| 기타 유동부 채 | 27 | 28 | 30 | 32 |
| 비 유동부 채 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비 유동부 채 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 부채총계 | 211 | 213 | 149 | 162 |
| 자본금 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 자본잉여금 | 137 | 137 | 137 | 137 |
| 이익잉여금 | 68 | 126 | 228 | 365 |
| 지본총계 | 250 | 321 | 423 | 560 |
| | | | | |

| 예상 현금흐름표(요약) | | | | |
|-------------------------|--------|----------------|------------|--------|
| (억원) | 12/08 | 12/09F | 12/10F | 12/11F |
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 34 | 45 | 70 | 79 |
| 당기순이익 | 7 | 58 | 102 | 136 |
| 비현금수익비용기감 | 11 | -9 | -32 | -50 |
| 유형자산감기상각비 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 무형자산상각비 | 0 | 29 | 29 | 29 |
| 기타 | 4 | -44 | -67 | -85 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | 17 | -4 | -1 | -8 |
| 매출채권 감소(증가) | -2 | 0 | -3 | -10 |
| 재고자산 감소(증가) | -4 | -4 | -10 | -10 |
| 매입채무 감소(증가) | 15 | 2 | 10 | 10 |
| 기타자산,부채변동 | 8 | -1 | 2 | 2 |
| 투지활동으로 인한 현금흐름 | -220 | -39 | 40 | 78 |
| 유형자산처분(취득) | -5 | -5 | -26 | -19 |
| 무형자산감소(증가) | 0 | -29 | -29 | -29 |
| 투자자산 감소(증가) | -188 | -5 | 95 | 126 |
| 기타투자활동 | -26 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 191 | - 5 | −75 | 2 |
| 시채및차입금의 증가(감소) | 96 | -4 | -76 | 1 |
| 자본의 증가(감소) | 91 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | |
| 기티재 무활 동 | 4 | -1 | 1 | 1 |
| 기타재무활동 현금의증 가 | 4 6 | -1 1 | 1 34 | 158 |
| | _ | • | | |

| 예상 주당가치 및 valuation(요약) | | | | | | | |
|-------------------------|-------|--------|--------|--------|--|--|--|
| | 12/08 | 12/09F | 12/10F | 12/11F | | | |
| P/E(x) | 34.2 | 14.9 | 8.4 | 6.3 | | | |
| P/CF(x) | 17.8 | 13.7 | 8.1 | 6.1 | | | |
| P/B(x) | 1.2 | 2.7 | 2.0 | 1.5 | | | |
| EV/EBITDA(x) | 26.2 | 10.6 | 6.8 | 5.1 | | | |
| EPS(원) | 79 | 383 | 681 | 907 | | | |
| CFPS(원) | 153 | 423 | 721 | 947 | | | |
| BPS(원) | 2,229 | 2,135 | 2,816 | 3,723 | | | |
| DPS(원) | 0 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 배당성향(%) | - | - | _ | - | | | |
| 배당수익률(%) | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | |
| 매출액증가율(%) | 3.4 | 64.8 | 36.1 | 11.7 | | | |
| EBITDA증기율(%) | -28.0 | 548.5 | 38.8 | 8.7 | | | |
| 영업이익증가율(%) | -49.0 | 667.1 | 67.4 | 12.6 | | | |
| EPS증가율(%) | -62.2 | 382.5 | 77.9 | 33.2 | | | |
| 매출채권 회전율 | 4.8 | 7.7 | 10.1 | 10.3 | | | |
| 재고자산 회전율 | 10.8 | 15.5 | 17.4 | 15.5 | | | |
| 매입채무 회전율 | 4.8 | 6.9 | 8.7 | 8.6 | | | |
| ROA(%) | 1.8 | 11.5 | 18.5 | 21.5 | | | |
| ROE(%) | 3.1 | 20.1 | 27.5 | 27.7 | | | |
| ROIC(%) | 3.4 | 29.3 | 163.1 | 136.4 | | | |
| 부채비율(%) | 84.1 | 66.3 | 35.2 | 28.9 | | | |
| 유동비율(%) | 85.5 | 90.8 | 161.8 | 256.0 | | | |
| 순차입금/자기자본(%) | 11.8 | 7.1 | -19.0 | -39.5 | | | |
| 영업이익/금융비용(x) | 1.4 | 11.9 | 19.9 | 22.4 | | | |

자료: 대우증권 리서치센터 예상



■ Compliance Notice

- 당시는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 시전 제공한 시실이 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 표시합)

주가(----), 목표주가(----), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy (■), 중립(●), 비중축소(◆)



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.