

제로투세븐 (159580)

변화의 시작



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(상향): 16,000원

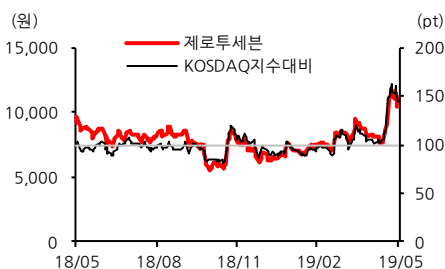
현재 주가(5/30)	12,400원
상승여력	▲53.8%
시가총액	2,083억원
발행주식수	20,033천주
52 주 최고가 / 최저가	11,850 / 5,500원
90 일 일평균 거래대금	22.7억원
외국인 지분율	1.9%
주주 구성	
씨케이코퍼레이션즈(외 8인)	81.0%
심희열	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	25.3	39.4	31.1	20.8
상대수익률(KOSDAQ)	34.0	45.1	32.1	41.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	184	175	226	272
영업이익	-3	-5	17	23
EBITDA	0	-2	20	27
지배주주순이익	-20	-6	14	19
EPS	-1,615	-483	702	944
순차입금	15	10	3	-5
PER	-	-	14.8	11.0
PBR	2.2	2.2	2.7	2.1
EV/EBITDA	322.5	-59.2	10.7	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-52.2	-14.1	19.8	21.5

주가 추이



올해부터 체질 변화를 통해 실적 턴어라운드 기대되는 업체입니다.

투자 의견 'Buy' 유지, 목표주가 16,000원으로 상향

동사에 대한 투자 의견 'Buy'를 유지한다. 신규 사업(포장)과 코스메틱의 고 성장을 통해 올해부터 실적 턴어라운드 기대된다. 목표주가는 코스메틱 실적 추정 변경을 반영해 기존 1.2만원에서 1.6만원으로 상향 조정한다. 해당 목표주가의 19F Implied P/E는 22.6x로 코스메틱 이익 기여도 확대를 고려 시 부담스러운 수준은 아니다.

체질이 변했다

i. 코스메틱: '19년 실적은 매출액 541억원(yoy+81%), 영업이익 125억원(yoy+158%)을 기록하며 고 성장세 지속이 예상된다. 이는 ①브랜드 인지도 제고 흐름 확인, ②중국인 관광객 회복에 따른 면세점 판매 호조, ③수출 가속화 가능성(T-mall 마케팅 강화, H&B Store를 통한 아시아 진출 확대, 선케어 제품 해외 진출 본격화) 등 때문이다.

ii. 포장: 국내 1위의 POE 공급자로 수출 비중이 80% 이상을 차지하는 Hidden champion 사업 부문이다. 글로벌 분유 시장(특히 中 프리미엄) 성장 및 매출처 다변화로 안정적 성장이 기대된다. '19년 실적은 매출액 356억원(yoy+5%), 영업이익 77억원(yoy+27%)을 예상한다. 내년 Capa 증설로 성장세 확대가 가능할 것으로 보인다.

iii. 패션 및 기타(중국, 이커머스): 해당 부문들의 '19년 합산 실적은 매출액 1,358억원(yoy-2%), 영업이익 36억원(yoy+68억원)가 예상된다. 지난해 구조조정에 따라 적자 폭이 축소되거나 사업 구조 상 빠른 흑자 전환을 기대하기는 어려워 보인다. 이에 사업의 무게추가 점차 코스메틱으로 기울 것으로 판단된다.

올해 큰 폭의 실적 턴어라운드 전망

'19년 실적은 매출액 2,256억원(yoy+29%), 영업이익 166억원(흑전), 지배지분 순이익 140억원(흑전)으로 전망한다. 2Q 전기 대비 큰 폭의 이익 성장이 기대된다. 통상 패션과 코스메틱의 계절적 성수기가 4Q, 2Q이기 때문이다. 코스메틱의 양호한 실적이 재차 확인된다면 동사의 성장 기대감은 한 층 더 커질 것으로 보인다.

[표20] 제로투세븐: 연간 및 분기 실적 추이

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,843	1,753	2,256	2,719	378	419	393	563	498	588	512	657
yoy	-14.8%	-4.9%	28.7%	20.6%	-17.5%	-6.4%	-7.4%	9.7%	31.7%	40.4%	30.5%	16.7%
패션	1,010	882	845	894	207	229	202	243	189	219	193	244
코스메틱	200	300	541	890	47	83	58	112	106	150	107	178
이커머스	400	294	297	312	59	69	79	87	72	71	72	82
중국	233	216	217	227	65	38	53	60	51	52	53	60
포장	-	61	356	396	-	-	-	61	80	96	87	93
영업이익	-25	-47	166	231	-16	-4	-16	-10	21	52	34	58
yoy	적지	적지	흑전	39.4%	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전
margin	-1.4%	-2.7%	7.3%	8.5%	-4.4%	-1.0%	-4.0%	-1.9%	4.2%	8.9%	6.7%	8.8%
패션	-22	-61	-17	-18	-17	-6	-20	-18	-12	-2	-4	1
코스메틱	17	48	125	178	6	16	9	18	26	36	22	40
이커머스	4	-27	-13	-12	-7	-4	-5	-12	-6	-2	-4	-2
중국	-25	-16	-5	0	2	-11	0	-7	-4	-1	1	-1
포장	-	9	77	83	-	-	-	9	17	21	19	20
당기순이익	-199	-64	140	189	-17	-4	-24	-19	18	44	29	49
yoy	적지	적지	흑전	34.7%	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

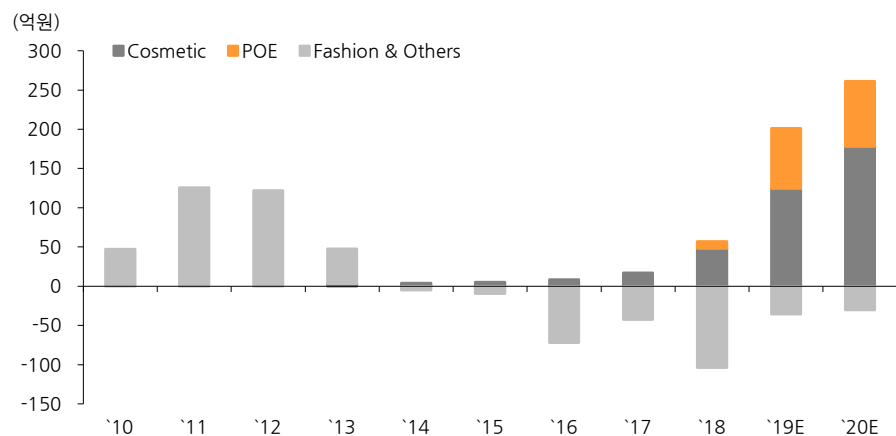
자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 목표주가 산출 내역

i. 사업가치	3,980억원	비고
a. 코스메틱 부문	2,553억원	
19년도 예상 영업이익	125억원	
Target multiple	20.5x	아모레퍼시픽 Rerating 구간('14~'15년) Average Multiple
b. 포장 부문	1,352억원	
19년도 예상 영업이익	77억원	
Target multiple	17.6x	'18년 Global Metal Packaging 산업 Multiple에 20% 할인
c. 패션 및 기타 부문	75억원	
19년도 추정 Book value	150억원	
Target multiple	0.5x	적자를 감안한 PBR
ii. 순차입금	33억원	'19년 예상 순차입금
iii. 주주가치	3,947억원	
iv. Discount rate	20%	Sum of Parts 특성 감안
v. 발행 주식 수	20,033천주	
vi. 목표주가	16,000원	19F Implied P/E 22.6x

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 본격적인 체질 변화 (의류→코스메틱/포장)



자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	216	184	175	226	272
매출총이익	90	85	80	113	138
영업이익	-6	-3	-5	17	23
EBITDA	-4	0	-2	20	27
순이자손익	0	-1	-1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-7	-5	-6	17	23
당기순이익	-10	-20	-6	14	19
지배주주순이익	-10	-20	-6	14	19
증가율(%)					
매출액	-20.1	-14.8	-4.9	28.7	20.5
영업이익	적지	적지	적지	흑전	39.2
EBITDA	적전	흑전	적전	흑전	34.1
순이익	적지	적지	적지	흑전	34.6
이익률(%)					
매출총이익률	41.7	46.2	45.4	50.0	50.6
영업이익률	-2.9	-1.4	-2.7	7.4	8.5
EBITDA 이익률	-1.8	0.1	-1.4	8.8	9.8
세전이익률	-3.1	-2.7	-3.3	7.6	8.6
순이익률	-4.7	-10.8	-3.7	6.2	7.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	-1	4	4	8	14
당기순이익	-13	-10	-6	14	19
자산상각비	2	3	2	3	4
운전자본증감	9	11	7	-8	-9
매출채권 감소(증가)	10	3	3	-1	-3
재고자산 감소(증가)	-1	18	4	-6	-11
매입채무 증가(감소)	3	-7	4	3	5
투자현금흐름	-5	0	5	-2	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-2	-5
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	11	0	-3	-10	-10
차입금의 증가(감소)	11	0	-1	-10	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-9	-7	-2	16	23
(-)운전자본증가(감소)	-10	-11	0	8	9
(-)설비투자	1	1	1	2	5
(+)자산매각	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	-1	3	-3	6	9
(-)기타투자	4	-1	-14	-1	0
잉여현금	-5	4	11	7	9
NOPLAT	-5	-2	-3	14	19
(+) Dep	2	3	2	3	4
(-)운전자본투자	-10	-11	0	8	9
(-)Capex	1	1	1	2	5
OpFCF	7	11	-2	7	8

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	99	81	89	96	109
현금성자산	12	16	20	17	15
매출채권	23	19	23	24	28
재고자산	64	45	46	53	63
비유동자산	26	12	46	52	54
투자자산	15	3	6	15	15
유형자산	6	4	19	18	21
무형자산	5	4	20	19	18
자산총계	125	92	135	149	163
유동부채	45	34	57	49	45
매입채무	27	17	23	25	31
유동성이자부채	1	1	20	10	0
비유동부채	32	30	14	21	21
비유동이자부채	30	30	10	10	10
부채총계	77	64	72	70	66
자본금	6	6	10	10	10
자본잉여금	25	25	66	66	66
이익잉여금	17	-2	-9	5	24
자본조정	0	-1	-4	-3	-3
자기주식	0	0	-3	-3	-3
자본총계	48	28	63	78	97

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-832	-1,615	-483	702	944
BPS	3,914	2,271	3,160	3,919	4,863
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-740	-557	-140	789	1,126
ROA(%)	-8.2	-18.3	-5.7	9.9	12.1
ROE(%)	-19.0	-52.2	-14.1	19.8	21.5
ROIC(%)	-6.6	-3.4	-5.9	17.6	21.5
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	14.8	11.0
PBR	2.6	2.2	2.2	2.7	2.1
PSR	0.6	0.3	0.5	0.9	0.8
PCR	-13.6	-8.8	-49.0	13.2	9.2
EV/EBITDA	-35.7	322.5	-59.2	10.7	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	160.3	230.9	113.2	89.6	67.4
Net debt/Equity	38.1	53.8	15.7	4.2	-5.4
Net debt/EBITDA	-462.4	6,439.5	-399.2	16.6	-19.6
유동비율	220.1	237.2	155.8	195.3	244.9
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	18.7	27.2
자산구조(%)					
투하자본	70.6	69.3	73.6	72.1	75.3
현금+투자자산	29.4	30.7	26.4	27.9	24.7
자본구조(%)					
차입금	39.0	52.3	32.2	20.3	9.3
자기자본	61.0	47.7	67.8	79.7	90.7