

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

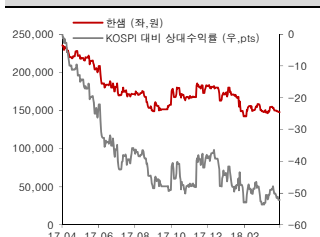
## Company Data

자본금	24 십억원
발행주식수	2,353 만주
자사주	590 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,460 십억원
주요주주	
조창걸(외27)	32.91%
한샘 자사주	25.08%
외국인지분율	31.80%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(18/04/16)	147,000 원
KOSPI	2457.49 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	234,500 원
52주 최저가	142,500 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.3%	0.1%
6개월	-16.2%	-15.5%
12개월	-37.6%	-45.8%

## 한샘 (009240/KS | 중립(하향) | T.P 160,000 원(하향))

### 성장성 둔화의 기로

한샘은 시장 기대치에 못미치는 다소 부진한 실적을 기록했다. 지난 1Q 직매장 오픈 효과 및 홈쇼핑 매출에 따른 역기저효과로 B2C 매출이 감소하였고, 상대적으로 원가율이 좋지 않은 B2B 매출이 증가한 것이 실적 하회의 주 요인이다. 2Q부터 B2C 성장성은 회복 가능할 것으로 보인다. 그러나 주택 매크로 둔화에 따라 연간 성장률이 한자릿수대에 그칠 것으로 보인다. 고밸류에이션의 근거가 점차 약해지고 있다는 판단이다

### 역기저효과, 일회성 비용 집행, B2B 매출 증가 등으로 실적 기대치 하회

한샘 별도기준 1분기 실적은 4,675 억원으로 전년 동기 대비 5.5% 감소, 컨센서스 대비 7.2% 하회했다. 영업이익은 178 억원으로 전년 동기 대비 56.3% 감소, 컨센서스 영업이익 420 억원에 크게 못미치는 부진한 실적을 기록했다. 실적 부진의 주 요인은 지난해 1분기가 1) 16년 수원 직매장, 상봉 직매장 개점에 따른 신규 매장 오픈 효과 및 2) 리하우스 부문 1분기 홈쇼핑 일회성 방영 효과에 따라 기저가 높았던 것이 매출액 역성장의 주요 원인이다. 이익의 경우 매출액 감소와 더불어 상대적으로 원가율이 높은 B2B 매출이 19% 성장한 점, 매출 회복을 위한 1, 2월 판관비 집행이 증가한 점 등으로 시장 기대치에 못미치는 영업이익률을 달성했다. 이러한 실적 감소는 역기저효과 및 일회성 요인에 크게 기인하는 상황으로, 2분기부터는 용산 아이파크몰 등 리하우스 대리점 패키지 판매 증가, 홈쇼핑 방영 재개로 B2C 부문 성장성 회복이 빠르게 나타날 것으로 기대된다. 2분기 입주물량의 증대에 따른 B2B 부문 매출 확대에 인해 마진율은 낮지만 이익 볼륨이 확대되는 부분 역시 실적 턴어라운드에 기여할 것으로 예상된다.

### 연간 성장률 한자릿대 전망, 약해진 하이퍼 밸류에이션의 근거

한샘의 압도적인 시장 지위를 감안할 때, 역성장 없는 꾸준한 매출액 성장이 나타날 것은 분명하다. 다만, 매크로 환경을 감안할 때 성장률이 한자릿수대로 둔화될 것으로 예상되는 상황에서 고밸류에이션이 지속 가능할지 의문스럽다. 고밸류에이션의 지속 가능성을 위해서는 입주물량이 Pick-out 하는 2019년 이후로는 새로운 성장의 트리거가 필요하다는 판단이다. 이익 추정치 하향과 더불어 목표 배수의 하향으로 목표주가를 160,000 원으로 하향하고, 투자 의견을 매수에서 중립으로 하향한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,631	1,855	1,974	2,045	2,110	2,168
yoy	%	28.9	13.7	6.4	3.6	3.2	2.7
영업이익	십억원	139	158	162	154	162	172
yoy	%	36.4	13.3	2.8	-4.7	5.3	6.0
EBITDA	십억원	149	170	178	173	179	190
세전이익	십억원	145	165	167	159	167	177
순이익(지배주주)	십억원	108	125	128	119	125	132
영업이익률	%	8.5	8.5	8.2	7.5	7.7	7.9
EBITDA마진	%	9.1	9.2	9.0	8.5	8.5	8.8
순이익률	%	6.6	6.7	6.5	5.8	5.9	6.1
EPS	원	4,573	5,320	5,425	5,053	5,313	5,626
PER	배	50.6	37.4	33.2	35.6	33.9	32.0
PBR	배	10.2	7.0	6.3	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA	배	36.4	26.9	24.4	25.2	24.5	23.4
ROE	%	29.5	27.1	24.7	21.1	19.1	17.5
순차입금	십억원	-46	-102	96	121	160	198
부채비율	%	72.8	62.5	80.7	62.1	51.4	45.3

## 한샘 목표주가 재산정

	2015	2016	2017	2018E	2019E
EPS (원)	4,573	5,320	5,425	5,053	5,313
EPS Growth (%)	38.7	16.3	2.0	-6.8	5.1
PER (X)	50.6	37.4	33.2	35.6	33.9
Target EPS (원)	5,183	2018~2019E 평균 EPS			
Target PER (X)	30	2018~2019E 평균 PER에서 14% 할인			
목표주가 (원)	160,000				
현재주가 (원 04/16)	147,000				
Upside (%)	8.8				
과거 목표주가 (원)	220,000				
변동률 (%)	-27.3				

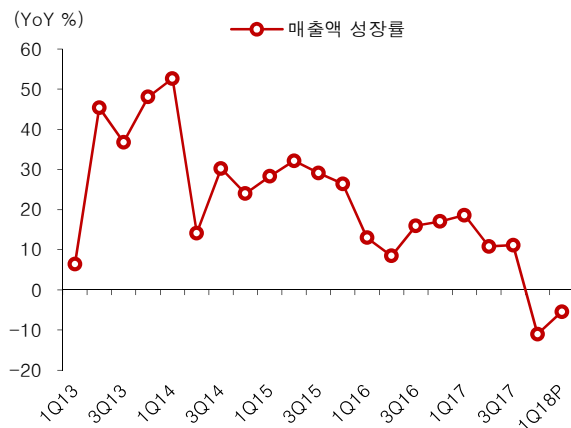
자료: SK 증권

## 한샘 별도기준 1Q18 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%, %p)	4Q17	QoQ (%, %p)	컨센서스	Gap (%, %p)
매출액	467.5	494.6	-5.5	469.9	-0.5	504.0	-7.2
영업이익	17.8	40.8	-56.3	39.3	-54.6	42.0	-57.6
영업이익률 (%)	3.8	8.2	-4.4	8.4	-4.5	8.3	-4.5

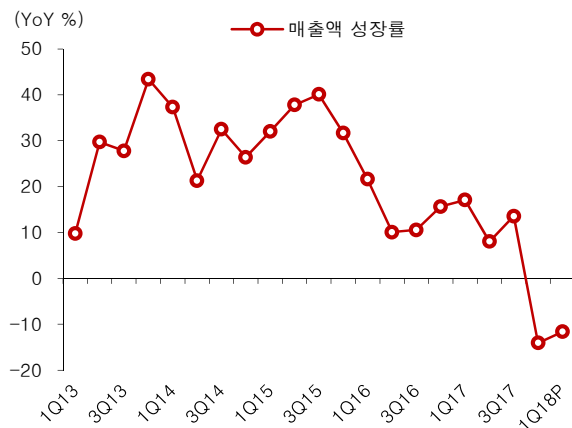
자료: 한샘 FnGuide, SK 증권

## 한샘 전체 사업부 분기별 매출액 성장률



자료: 한샘 SK 증권

## 한샘 B2C 사업부 분기별 매출액 성장률



자료: 한샘 SK 증권

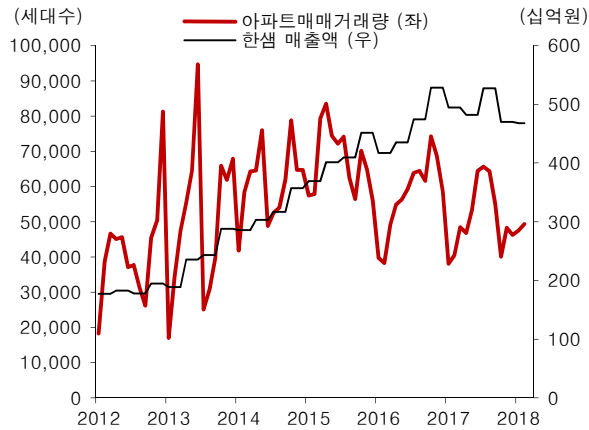
## 한샘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,974	2,045	2,110	495	482	528	470	468	513	566	498
I. B2C	1,539	1,560	1,644	396	372	412	359	350	390	445	375
I-1. 인테리어	669	656	663	184	155	173	157	165	157	177	157
대리점	231	247	249	60	53	65	52	65	56	69	57
직매장	240	255	244	66	55	62	55	77	58	64	56
온라인	199	200	170	58	46	45	50	69	44	45	43
I-2. 부엌유통	870	904	981	211	217	239	202	185	233	268	218
대리점	459	482	447	112	111	127	110	124	112	132	114
리하우스	411	484	534	100	106	112	92	124	121	136	104
II. B2B 및 기타	434	486	466	99	110	115	111	118	123	121	124
Sales Growth (YoY %)	6.4	3.6	3.2	18.6	10.8	11.1	-11.0	-5.5	6.4	7.4	6.0
I. B2C	5.2	1.3	5.4	17.1	8.0	13.5	-14.1	-11.6	4.8	8.0	4.3
I-1. 인테리어	3.1	-2.0	1.2	15.4	4.6	6.8	-12.5	-10.5	1.2	2.5	-0.3
대리점	6.1	7.1	0.7	6.3	13.4	15.2	-9.0		4.0	5.8	10.1
직매장	-11.0	6.3	-4.1	16.7	-13.6	-11.3	-28.8		3.8	2.1	1.4
온라인	22.2	0.6	-15.1	24.9	25.1	29.7	11.2		-5.1	-1.7	-13.0
I-2. 부엌유통	6.9	3.9	8.5	18.6	10.6	19.0	-15.2	-12.6	7.3	12.0	7.9
대리점	1.6	5.1	-7.3	9.9	4.1	15.0	-17.9		1.1	4.1	4.5
리하우스	13.5	17.8	10.3	30.1	18.3	23.8	-11.8		13.9	20.9	12.0
II. B2B 및 기타	11.0	11.8	-4.0	25.0	21.4	3.1	0.4	19.1	12.0	5.5	11.5
비중 (%)											
I. B2C	78.0	76.3	77.9	80.0	77.2	78.2	76.4	74.8	76.0	78.6	75.2
I-1. 인테리어	43.5	42.0	40.3	46.6	41.6	42.0	43.8	47.1	40.2	39.8	41.8
대리점	34.5	37.7	37.5	32.6	34.5	37.7	33.0		35.5	38.9	36.5
직매장	35.8	38.9	36.8	36.0	35.8	36.1	35.3		36.7	35.9	35.9
온라인	29.7	30.5	25.6	31.4	29.7	26.3	31.7		27.8	25.2	27.7
I-2. 부엌유통	56.5	58.0	59.7	53.4	58.4	58.0	56.2	52.9	59.8	60.2	58.2
대리점	52.8	53.4	45.6	52.8	51.1	53.0	54.2		48.1	49.3	52.5
리하우스	47.2	53.6	54.4	47.2	48.9	47.0	45.8		51.9	50.7	47.5
II. B2B 및 기타	22.0	23.7	22.1	20.0	22.8	21.8	23.6	25.2	24.0	21.4	24.8
영업이익	164	154	162	43	33	49	39	18	26	48	44
(YoY %)	4.3	-6.1	5.3	47.0	7.4	15.8	-28.9	-58.7	-21.9	-2.0	11.5
(QoQ %)				-21.9	-23.9	49.0	-19.8	-54.6	43.9	87.0	-8.7
OPM (%)	8.3	7.5	7.7	8.7	6.8	9.3	8.4	3.8	5.0	8.5	8.8
세전이익	167	159	167	42	37	51	37	20	27	49	45
세전이익률 (%)	8.5	7.8	7.9	8.5	7.7	9.6	7.9	4.3	5.2	8.7	9.0

자료: 한샘 SK 증권

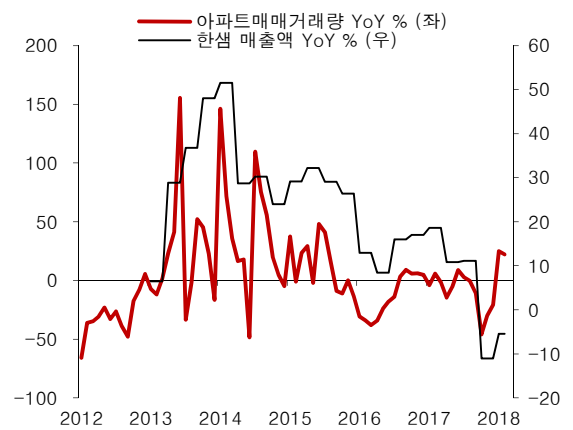
주: 비중은 세부항목별 상위항목에서 차지하는 비중을 의미

## 아파트 매매거래량과 한샘 매출액 추이



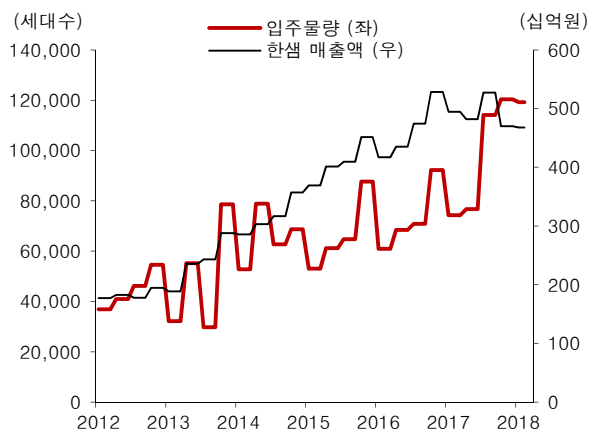
자료: 국토교통부, 한샘, SK 증권

## 아파트 매매거래량 증가율과 한샘 매출액 증가율 추이



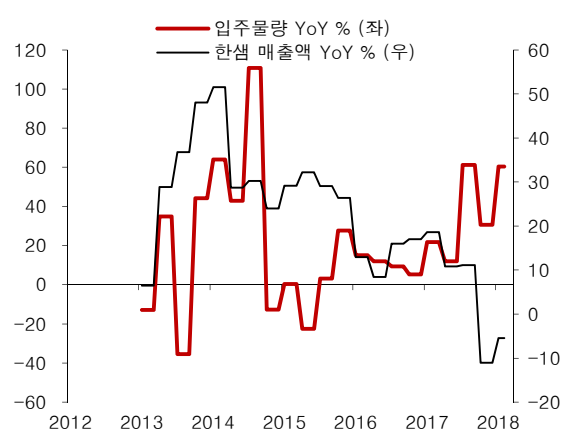
자료: 국토교통부, 한샘, SK 증권

## 입주물량과 한샘 매출액 추이



자료: 부동산 114, 한샘, SK 증권

## 입주물량 증가율과 한샘 매출액 증가율 추이



자료: 부동산 114, 한샘, SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	475	330	287	225	191
현금및현금성자산	107	39	25	-14	-53
매출채권 및 기타채권	98	106	84	58	59
재고자산	62	65	56	58	59
<b>비유동자산</b>	360	606	699	841	981
장기금융자산	8	17	17	17	17
유형자산	202	286	253	260	265
무형자산	4	5	5	5	5
<b>자산총계</b>	836	936	986	1,066	1,172
<b>유동부채</b>	309	362	365	349	353
단기금융부채	5	95	102	102	102
매입채무 및 기타채무	160	141	137	121	124
단기충당부채	20	17	17	17	17
<b>비유동부채</b>	13	55	12	13	13
장기금융부채 (사채+장차)	0	40	43	43	43
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	321	418	378	362	365
<b>지배주주지분</b>	514	518	609	704	807
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
기타자본구성요소	-52	-151	-151	-151	-151
자기주식	-52	-151	-151	-151	-151
이익잉여금	504	611	702	798	901
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	514	518	609	704	807
<b>부채와자본총계</b>	836	936	986	1,066	1,172

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	151	100	25	11	12
당기순이익(손실)	125	128	119	125	132
비현금수익비용가감	42	44	-79	-81	-80
유형자산감가상각비	12	15	18	16	17
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	-96	-100	-100	-100	-100
운전자본감소(증가)	-17	-72	-15	-32	-41
매출채권의감소(증가)	-1	-9	22	26	-2
재고자산의감소(증가)	-4	-4	8	-2	-2
매입채무의증가(감소)	15	-19	-4	-16	3
기타	-26	-41	-41	-41	-41
법인세납부	-37	-44	-44	-44	-44
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-76	-183	-20	-20	-20
금융자산감소(증가)	-21	61	1	1	1
유형자산처분(취득)	0	1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타투자활동	-33	-144	1	1	1
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-18	16	-18	-29	-29
단기금융부채의 증가(감소)	0	95	7	0	0
장기금융부채의 증가(감소)	0	40	3	0	0
자본의 증가(감소)	0	-100	0	0	0
배당금지급	-18	-20	-28	-29	-29
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	57	-68	-15	-39	-39
기초현금	50	107	39	25	-14
기말현금	107	39	25	-14	-53
FCF	129	-1	2	-11	-11

자료: 한샘 SK증권 추정

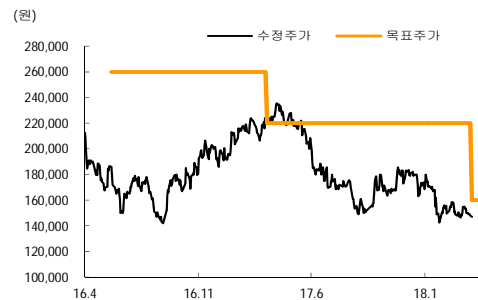
## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,855	1,974	2,045	2,110	2,168
<b>매출원가</b>	1,268	1,379	1,426	1,469	1,509
<b>매출총이익</b>	587	595	619	641	659
매출총이익률(%)	31.6	30.2	30.3	30.4	30.4
<b>판매비와관리비</b>	429	433	465	479	487
<b>영업이익</b>	158	162	154	162	172
영업이익률(%)	8.5	8.2	7.5	7.7	7.9
<b>조정영업이익</b>	158	162	154	162	172
<b>비영업손익</b>	7	5	4	4	4
순금융손익	3	1	0	0	0
외환관련손익	-0	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	165	167	159	167	177
세전계속사업이익률(%)	8.9	8.5	7.8	7.9	8.1
<b>계속사업법인세</b>	40	40	40	42	44
<b>계속사업이익</b>	125	128	119	125	132
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	125	128	119	125	132
순이익률(%)	6.7	6.5	5.8	5.9	6.1
<b>지배주주</b>	125	128	119	125	132
지배주주귀속 순이익률(%)	6.7	6.5	5.8	5.9	6.1
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	122	123	123	129	137
<b>지배주주</b>	122	123	123	129	137
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	170	178	173	179	190

## 주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	13.7	6.4	3.6	3.2	2.7
영업이익	13.3	2.8	-4.7	5.3	6.0
세전계속사업이익	13.8	1.4	-5.2	5.1	5.9
EBITDA	14.7	4.4	-2.7	3.5	6.0
EPS	16.3	2.0	-6.8	5.1	5.9
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	16.2	14.4	12.4	12.2	11.8
ROE(%)	27.1	24.7	21.1	19.1	17.5
EBITDA마진(%)	9.2	9.0	8.5	8.5	8.8
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	153.8	91.1	78.6	64.5	54.2
부채비율(%)	62.5	80.7	62.1	51.4	45.3
순차입금/자기자본(%)	-19.9	18.5	19.8	22.7	24.6
EBITDA/이자비용(배)	78.8	65.7	63.9	66.1	70.1
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	5,320	5,425	5,053	5,313	5,626
BPS	21,661	21,787	25,640	29,704	34,080
CFPS	167	182	176	180	188
주당 현금배당금	1,000	1,100	1,200	1,200	1,250
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	57.3	43.8	47.0	44.7	42.2
PER(최저)	26.5	27.0	29.0	27.6	26.0
PBR(최고)	10.7	8.3	7.0	6.1	5.3
PBR(최저)	4.9	5.1	4.3	3.8	3.3
PCR	1,189.1	989.1	1,022.0	999.5	955.1
EV/EBITDA(최고)	42.0	31.2	33.0	32.1	30.5
EV/EBITDA(최저)	19.6	19.7	19.9	19.3	18.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.16	중립	160,000원	6개월		
2017.10.09	매수	220,000원	6개월	-18.73%	7.05%
2017.07.13	매수	220,000원	6개월	-12.62%	7.05%
2017.03.27	중립	220,000원	6개월	-3.61%	7.05%
2016.06.07	매수	260,000원	6개월	-28.92%	-13.85%



### Compliance Notice

- 작성자(김세련)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	90.48%	중립	9.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----