

한샘 (009240)

채널별 역성장 지속, 당분간 투자매력 낮아져

한샘, 전년비 감소한 실적발표 지속

한샘의 별도기준 2018년 3분기 실적은 매출액 4,284억원으로 전년비 18.8% 감소하였고, 영업이익은 142억원으로 전년비 71.0% 감소하였다.

3분기 누적으로 영업이익은 586억원으로 전년의 1,226억원 대비 52.2% 감소하고 있는데, 이는 한샘의 영업이익 발생 역량에 큰 훼손이 발생하였음을 의미하고 있다.

채널별 역성장, 향후 사업전망 불투명

한샘의 역성장은 B2C 전 채널에서 나타나고 있다. 3분기 기준 인테리어대리점은 -30.7%, 인테리어 직매장이 -29.5%, 온라인이 -20%다. 부엌도 마찬가지로 부엌은 대리점이 -23.9%, 리하우스가 -15.2%로 역성장했다. B2B부문은 성장했는데 한샘은 B2B 부문의 전사적 영향력이 적기에 B2C 채널의 전반적 역성장이 악재다.

한샘은 2013~2015년간 상당한 실적성장과 함께, Rehaus라는 '인테리어+부엌'을 망라하는 Total Solution시장에 진출했으나, 종전의 인테리어-부엌 대리점 체제와 충돌이 발생하고 있다고 판단된다. 고객 입장에서는 Rehaus처럼 원스탑 솔루션이 되는 것을 원하지만, 한샘 유통채널 상에서는 이를 모두 환영하지 않는다는 의미다. 여러모로, 성장의 정체기에 진입했다는 판단이다.

TP 14.5→6.7만원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

한샘의 목표주가를 기존 14.5만원에서 신규 6.7만원으로 53.8% 하향한다. 이는 영업가치를 종전 2.5조원에서 1.0조원으로 감소시킨 결과다. 전 채널에서 매출감소가 나타나는 중이고 구조적 문제라고 판단하므로 영업가치를 50%이상 차감시켰다.

다만, 투자 의견은 아직은 BUY를 유지할 것이다. 채널의 변화가 진행중이라는 점에서 긍정의 실마리가 남아 있어서다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 67,000원(하향) | CP(10월 29일): 47,600원

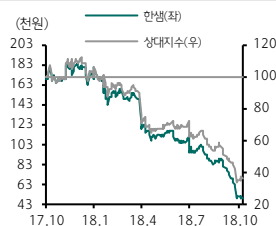
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,996.05
52주 최고/최저 (원)	185,500/47,600
시가총액(십억원)	1,120.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	23,533.9
60일 평균 거래량(천주)	175.0
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3
18년 배당금(예상, 원)	1,200
18년 배당수익률(예상, %)	2.52
외국인지분율(%)	26.73
주요주주 지분율(%)	
조창결 외 23 인	32.38
Teton Capital Partners LP	6.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(37.9) (58.6) (73.5)
상대	(27.1) (48.3) (66.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,976.1	2,005.1
영업이익(십억원)	69.2	90.1
순이익(십억원)	68.3	80.3
EPS(원)	2,961	3,351
BPS(원)	31,572	34,770

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,934.5	2,062.5	1,982.8	2,024.5	2,067.7
영업이익	십억원	159.6	140.5	69.0	85.9	86.2
세전이익	십억원	170.1	138.2	97.0	99.4	100.7
순이익	십억원	127.5	96.0	69.8	75.6	76.5
EPS	원	5,419	4,077	2,967	3,212	3,253
증감률	%	11.2	(24.8)	(27.2)	8.3	1.3
PBR	배	36.72	44.15	16.04	14.82	14.63
PBR	배	7.89	6.43	1.58	1.47	1.37
EV/EBITDA	배	25.08	26.51	11.97	8.98	8.47
ROE	%	26.12	18.29	13.13	12.96	11.99
BPS	원	25,206	27,999	30,068	32,380	34,734
DPS	원	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 윤승현

02-3771-8121

shyoon92@hanafn.com

한샘, 전년비 감소한 실적발표 지속

한샘의 별도기준 2018년 3분기 실적은 매출액 4,284억원으로 전년비 18.8% 감소하였고, 영업이익은 142억원으로 전년비 71.0% 감소하였다. 누적으로 영업이익은 586억원으로 전년의 1,226억원 대비 52.2% 감소하고 있는데, 이는 한샘의 영업이익 발생 역량에 큰 훼손이 발생하였음을 의미하고 있다.

3분기 기준 인테리어대리점은 -30.7%, 인테리어 직매장이 -29.5%, 온라인이 -20%다. 부엌은 대리점이 -23.9%, 리하우스가 -15.2%로 역성장했다. B2B부문은 성장했으나 B2B 부문의 전사적 영향력이 적기에 B2C 채널의 전반적 역성장이 악재다.

표 1. 한샘 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,062.5	1,982.8	2,024.5	488.0	505.2	457.3	541.8	523.7	490.1	491.1	519.6
yoy growth	6.6%	-3.9%	2.1%	-4.9%	0.4%	-17.8%	10.6%	7.3%	-3.0%	7.4%	-4.1%
1. B2C	1,539.9	1,380.6	1,412.2	349.5	345.3	303.0	382.7	369.3	338.9	338.9	365.1
1) 인테리어	649.4	598.1	607.7	164.7	140.8	126.6	165.9	152.9	145.8	145.8	163.1
yoy growth	16.0%	-7.9%	1.6%	-10.6%	-9.0%	-27.4%	5.5%	-7.2%	3.6%	15.2%	-1.7%
Agency Store	219.6	175.7	173.9	52.3	42.2	39.6	41.6	43.8	41.7	41.7	46.7
yoy growth	2.0%	-20.0%	-1.0%	-13.0%	-21.0%	-30.7%	-15.1%	-16.3%	-1.1%	5.4%	12.3%
Flag Shop	275.5	245.2	247.6	56.3	53.6	50.5	84.8	62.3	59.4	59.4	66.5
yoy growth	2.0%	-11.0%	1.0%	-15.1%	-3.2%	-29.5%	3.2%	10.6%	10.9%	17.7%	-21.6%
Online	175.5	177.2	186.1	56.2	45.0	36.5	39.5	46.8	44.7	44.7	50.0
yoy growth	7.0%	1.0%	5.0%	-2.8%	-2.0%	-20.0%	51.3%	-16.7%	-0.7%	22.4%	26.4%
2) 부엌	869.4	782.5	804.5	184.8	204.5	176.4	216.8	216.4	193.1	193.1	201.9
yoy growth	6.8%	-10.0%	2.8%	-12.6%	-5.9%	-26.1%	7.4%	17.1%	-5.6%	9.5%	-6.8%
Agency Store	474.1	426.7	430.9	97.1	108.0	91.4	130.2	108.4	103.4	103.4	115.7
yoy growth	5.0%	-10.0%	1.0%	-13.1%	-2.8%	-23.9%	-0.7%	11.6%	-4.2%	13.2%	-11.1%
Rehaus	395.3	355.8	373.6	87.7	96.5	85.0	86.6	94.0	89.7	89.7	100.3
yoy growth	9.1%	-10.0%	5.0%	-12.1%	-9.2%	-15.2%	-2.8%	7.2%	-7.1%	5.5%	15.8%
2. B2B	433.0	506.3	513.5	118.0	135.5	125.4	127.4	129.2	123.2	123.2	137.9
yoy growth	10.5%	16.9%	1.4%	19.2%	23.5%	10.5%	15.0%	9.5%	-9.0%	-1.7%	8.2%
Construction Co.	184.4	295.0	297.9	75.1	85.1	81.2	53.6	74.9	71.5	71.5	80.0
yoy growth	3.0%	60.0%	1.0%	60.1%	78.4%	73.8%	24.5%	-0.2%	-16.0%	-11.9%	49.2%
Materials	248.6	211.3	215.6	42.8	50.4	44.2	73.9	54.2	51.7	51.7	57.9
yoy growth	16.8%	-15.0%	2.0%	-17.9%	-18.7%	-33.8%	9.2%	26.7%	2.6%	17.0%	-21.7%
3. 연결대상 기업들	89.6	95.9	98.8	20.5	24.4	28.9	31.7	25.2	27.9	28.9	31.7
yoy growth	12.7%	7.0%	3.0%	10.7%	13.4%	-2.3%	58.1%	22.9%	14.5%	0.0%	0.0%
매출원가	1,464.2	1,447.9	1,466.8	359.2	368.4	335.6	394.2	367.6	355.8	351.4	391.9
yoy growth	9.6%	-1.1%	1.3%	-0.2%	2.7%	-13.8%	10.6%	2.4%	-3.4%	4.7%	-0.6%
원가율	71.0%	73.0%	72.5%	73.6%	72.9%	73.4%	72.8%	70.2%	72.6%	71.6%	75.4%
매출총이익	598.3	534.9	557.6	128.9	136.8	121.7	147.6	156.0	134.3	139.7	127.7
yoy growth	-0.1%	-10.6%	4.2%	-16.0%	-5.5%	-26.9%	10.4%	21.1%	-1.9%	14.8%	-13.5%
GPM	0.0%	0.0%	0.0%	26.4%	27.1%	26.6%	27.2%	29.8%	27.4%	28.4%	24.6%
인테리어부문	255.0	221.3	230.9	48.1	59.5	48.5	65.2	62.7	55.4	56.9	55.9
yoy growth	0.0%	-13.2%	4.3%	-29.5%	80.7%	-47.1%	4.9%	30.4%	-6.9%	17.3%	-14.2%
GPM	39.3%	37.0%	38.0%	29.2%	42.3%	38.3%	39.3%	41.0%	38.0%	39.0%	34.3%
부엌가구부문	297.0	250.4	265.5	67.4	60.1	54.7	68.2	77.9	63.7	67.6	56.3
yoy growth	0.0%	-15.7%	6.0%	-7.1%	-20.2%	-33.9%	2.6%	15.6%	5.9%	23.6%	-17.5%
GPM	34.2%	32.0%	33.0%	36.5%	29.4%	31.0%	31.5%	36.0%	33.0%	35.0%	27.9%
기타부문	46.3	63.2	61.2	13.4	17.1	18.5	14.2	15.4	15.1	15.2	15.5
yoy growth	0.0%	36.7%	-3.2%	5.4%	-53.0%	-333.3%	180.9%	15.0%	-11.7%	-17.8%	9.1%
GPM	8.9%	10.5%	10.0%	9.7%	10.7%	12.0%	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%	9.1%
판매비와 관리비	457.8	466.0	471.7	120.1	119.4	107.5	119.0	120.4	112.7	112.9	125.6
yoy growth	4.2%	1.8%	1.2%	5.0%	1.5%	-15.2%	20.1%	0.3%	-5.6%	5.1%	5.6%
판매비율	22.2%	23.5%	23.3%	24.6%	23.6%	23.5%	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%	24.2%
영업이익	140.5	69.0	85.9	8.7	17.4	14.2	28.6	35.6	21.5	26.7	2.1
yoy growth	-11.9%	-50.9%	24.6%	-77.6%	-35.8%	-64.3%	-17.9%	307.0%	23.8%	87.9%	-92.7%
OPM	6.8%	3.5%	4.2%	1.8%	3.4%	3.1%	5.3%	6.8%	4.4%	5.4%	0.4%

자료: 하나금융투자

TP 14.5→6.7만원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

한샘의 목표주가를 기존 14.5만원에서 신규 6.7만원으로 53.8% 하향한다. 이는 영업 가치를 종전 2.5조원에서 1.0조원으로 감소시킨 결과다. 전 채널에서 매출감소가 나타나는 증이고 구조적 문제라고 판단하므로 영업가치를 50%이상 차감시켰다.

다만, 투자 의견은 아직은 BUY를 유지할 것이다. 채널의 변화가 진행 중이라는 점에서 긍정의 실마리가 남아 있어서다.

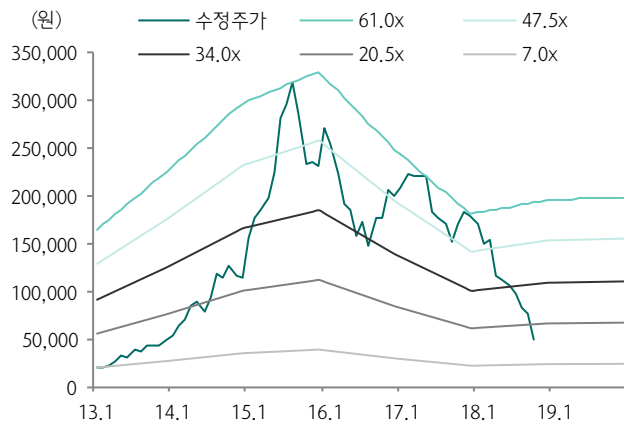
표 2. 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 천주, %, 원)

구분	내용	값
영업가치	Implied NOPLAT	65.1
	타겟멀티플	15.0
	소계	977.1
비영업가치	자사주 가치	564.5
	NAV 할인	395.1
	소계	395.1
합(영업+비영업)		1,372.2
순차입금		(213.0)
순기업가치		1,585.2
Target Price		67,000

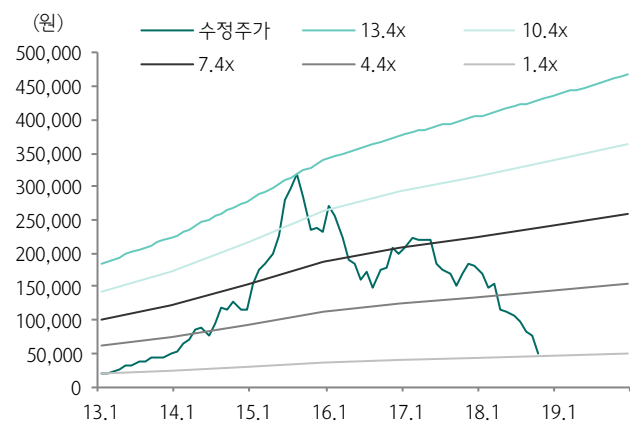
자료: 하나금융투자

그림 1. 한샘 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 한샘 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

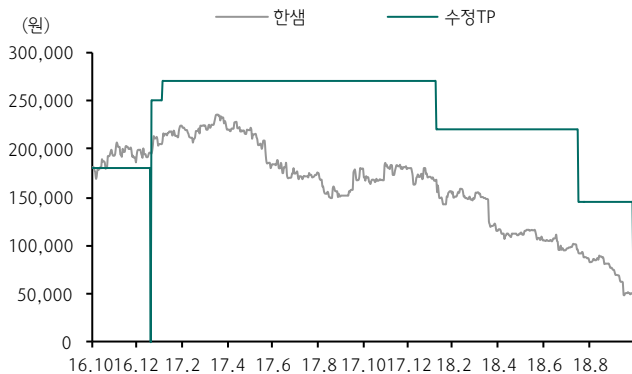
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,934.5	2,062.5	1,982.8	2,024.5	2,067.7
매출원가	1,335.8	1,464.2	1,447.9	1,466.8	1,506.0
매출총이익	598.7	598.3	534.9	557.7	561.7
판매비	439.2	457.8	466.0	471.7	475.6
영업이익	159.6	140.5	69.0	85.9	86.2
금융손익	3.6	(0.3)	2.0	6.5	6.5
중속/관계기업손익	6.4	3.4	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	0.6	(5.5)	23.0	4.0	5.0
세전이익	170.1	138.2	97.0	99.4	100.7
법인세	42.6	42.3	27.2	23.9	24.2
계속사업이익	127.5	95.9	69.8	75.6	76.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	127.5	95.9	69.8	75.6	76.5
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	127.5	96.0	69.8	75.6	76.5
지배주주지분포괄이익	124.4	85.6	69.8	75.6	76.5
NOPAT	119.6	97.5	49.7	65.3	65.5
EBITDA	173.9	158.4	85.4	101.1	100.2
성장성(%)					
매출액증가율	13.1	6.6	(3.9)	2.1	2.1
NOPAT증가율	10.3	(18.5)	(49.0)	31.4	0.3
EBITDA증가율	10.6	(8.9)	(46.1)	18.4	(0.9)
영업이익증가율	8.8	(12.0)	(50.9)	24.5	0.3
(지배주주)순이익증가율	11.2	(24.7)	(27.3)	8.3	1.2
EPS증가율	11.2	(24.8)	(27.2)	8.3	1.3
수익성(%)					
매출총이익률	30.9	29.0	27.0	27.5	27.2
EBITDA이익률	9.0	7.7	4.3	5.0	4.8
영업이익률	8.3	6.8	3.5	4.2	4.2
계속사업이익률	6.6	4.6	3.5	3.7	3.7
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,419	4,077	2,967	3,212	3,253
BPS	25,206	27,999	30,068	32,380	34,734
CFPS	8,646	8,014	4,688	4,693	4,655
EBITDAPS	7,391	6,732	3,629	4,295	4,257
SPS	82,202	87,640	84,252	86,023	87,862
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	36.7	44.1	16.0	14.8	14.6
PBR	7.9	6.4	1.6	1.5	1.4
PCR	23.0	22.5	10.2	10.1	10.2
EV/EBITDA	25.1	26.5	12.0	9.0	8.5
PSR	2.4	2.1	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	26.1	18.3	13.1	13.0	12.0
ROA	15.3	10.2	7.0	7.2	6.9
ROIC	66.1	38.5	15.7	23.4	26.7
부채비율	66.1	92.2	82.1	75.7	70.4
순부채비율	(59.3)	(7.1)	(17.6)	(34.9)	(40.8)
이자보상배율(배)	144.0	66.7	18.5	23.1	23.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	554.4	414.1	467.4	587.0	650.6
금융자산	341.3	186.5	248.6	363.7	422.5
현금성자산	150.1	75.4	141.8	254.6	311.1
매출채권 등	127.5	132.8	127.7	130.3	133.1
재고자산	67.6	73.1	70.3	71.7	73.3
기타유동자산	18.0	21.7	20.8	21.3	21.7
비유동자산	345.0	561.7	545.4	486.2	484.4
투자자산	84.0	99.9	96.0	98.0	100.1
금융자산	58.4	71.7	68.9	70.3	71.8
유형자산	220.6	314.7	303.5	243.4	240.4
무형자산	10.7	15.8	14.6	13.5	12.6
기타비유동자산	29.7	131.3	131.3	131.3	131.3
자산총계	899.4	975.7	1,012.8	1,073.3	1,134.9
유동부채	337.8	406.5	395.6	401.3	407.2
금융부채	17.0	107.7	107.7	107.7	107.7
매입채무 등	264.2	246.5	237.0	242.0	247.2
기타유동부채	56.6	52.3	50.9	51.6	52.3
비유동부채	20.1	61.6	60.9	61.3	61.7
금융부채	3.0	43.0	43.0	43.0	43.0
기타비유동부채	17.1	18.6	17.9	18.3	18.7
부채총계	357.9	468.1	456.5	462.6	468.8
지배주주지분	541.4	507.5	556.2	610.6	666.0
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1
자본조정	(51.8)	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)
기타포괄이익누계액	2.4	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
이익잉여금	529.2	601.7	650.3	704.8	760.1
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	541.5	507.6	556.3	610.7	666.1
순금융부채	(321.3)	(35.9)	(98.0)	(213.0)	(271.8)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	154.0	66.2	80.4	89.2	89.1
당기순이익	127.5	95.9	69.8	75.6	76.5
조정	40.4	49.1	13.5	12.1	11.1
감가상각비	14.3	17.9	16.4	15.1	14.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	26.1	31.2	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(13.9)	(78.8)	(2.9)	1.5	1.5
투자활동 현금흐름	(53.4)	(154.3)	7.2	44.7	(11.4)
투자자산감소(증가)	(4.7)	(12.4)	6.9	1.0	0.9
유형자산감소(증가)	(28.3)	(114.7)	(4.0)	46.0	(10.0)
기타	(20.4)	(27.2)	4.3	(2.3)	(2.3)
재무활동 현금흐름	(20.1)	17.2	(21.2)	(21.2)	(21.2)
금융부채증가(감소)	(2.4)	130.7	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(93.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(18.1)	(19.9)	(21.2)	(21.2)	(21.2)
현금의 증감	81.5	(74.7)	66.4	112.8	56.5
Unlevered CFO	203.5	188.6	110.3	110.5	109.5
Free Cash Flow	122.5	(50.4)	76.4	85.2	79.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한샘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	67,000		
18.8.17	BUY	145,000	-47.99%	-35.79%
18.2.6	BUY	220,000	-43.52%	-26.36%
17.2.1	BUY	270,000	-29.80%	-12.78%
17.1.22	BUY	250,000	-17.13%	-14.80%
17.1.17	Analyst Change	250,000	-17.35%	-
17.1.16	Analyst Change	0		-
16.7.18	Neutral	180,000	-1.03%	14.72%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 10월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.