

한샘 (009240)

건설/건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	76,000원 (I)
현재주가 (11/28)	58,800원
상승여력	29%

시가총액	13,838억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	233,447주
52주 고	185,500원
52주 저	47,600원
외인지분율	26.06%
주요주주	조창걸 외 23 인 32.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.4	(31.9)	(68.3)
상대	12.9	(25.6)	(62.2)
절대(달러환산)	19.0	(32.9)	(69.5)

일시적 Valuation 약화 구간, 중장기 성장 유효

고성장기 이후, 직면한 정체기

한샘은 부엌가구 중심 B2C 전문업체로 지난 몇 년간 보였던 고성장기 이후, B2C 시장환경 약화와 후발주자와의 경쟁 심화 등으로 정체기를 맞이했다. 작년, 불거졌던 사내 이슈 역시 대외 이미지에 부정적인 영향을 미쳤다. 상대적으로 고정비 부담이 커던 직매장 채널 매출이 2Q17 역성장을 기록한 이후, 4Q17를 기점으로 온라인을 제외한 기타 B2C 채널(대리점, 리하우스 등) 역시 꿈을 같이 하고 있다. 직매장 확대, 대리점 대형화 중심의 전략에서 과거 IK 채널을 활용한 리하우스 도입과 건자재 Item 확대에도 불구하고, 부진한 실적 흐름이 이어지고 있다. 2016년 영업활동을 시작한 중국 시장 역시 적자 기조를 이어가고 있다.

디자인파크 런칭을 통한 출점 변화

동사는 올해 2월 용산 디자인파크를 런칭하며 새로운 유형의 출점 전략을 시작했다. 기존 리하우스/표준매장과의 차이점은 1) 실물 형태의 모델하우스를 활용한 스타일 패키지 판매 확대 2) 각 채널(대리점/리하우스)에 국한되었던 판매 Item 벽을 허물고 독점 계약을 통해 입점 주체들이 한샘의 모든 제품(중저가~고가 +건자재) 판매가 가능하다는 점이다. 현재, 총 4개의 디자인파크를 운영중으로 기존 부엌가구 중심에서 건자재 Item으로 확대시킨 리모델링 패키지 판매를 통한 성장을 도모하고 있다.

4분기 실적은 매출액 4,837억원(-1.3%, YoY), 영업이익 309억원(-10.7%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 전년 추석연휴(2017년 10월)에 따른 기저 효과와 10월 주택매매거래 증가 등으로 전년동기 대비 실적 둔화폭은 축소해 나갈 것으로 추정한다. 과거, 신사옥 건립 목적으로 매입했던 문정동 부지 매각 관련 처분이익이 영업외손익에 반영될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 76,000원으로 신규 커버리지 개시

한샘에 대해 투자의견 'Buy', 목표주가 76,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 3,182원에 PER 24x(13~15년 성장기 평균)를 적용하여 산출하였다. 현 주가는 2019년 기준 PER 18.5x, 자사주 제외 시 13.8x 수준이다. 핵심 지표인 주택매매거래량 회복이 어려운 환경이 지속됨에 따라 동사의 Valuation Premium 근거 역시 약화되고 있다. 다만, 중장기적인 기준 재고 주택에 대한 리모델링/인테리어 수요 확대와 함께 물류/시공 등 동사가 가진 B2C 시장 경쟁력은 유효하다는 판단이다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,837	-1.3	8.4	5,059	-4.4
영업이익	309	-10.7	201.8	235	31.7
세전계속사업이익	623	120.8	445.0	230	171.0
지배순이익	443	141.2	351.3	180	145.9
영업이익률 (%)	6.4	-0.7 %pt	+4.1 %pt	4.6	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	9.2	+5.5 %pt	+7.0 %pt	3.6	+5.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

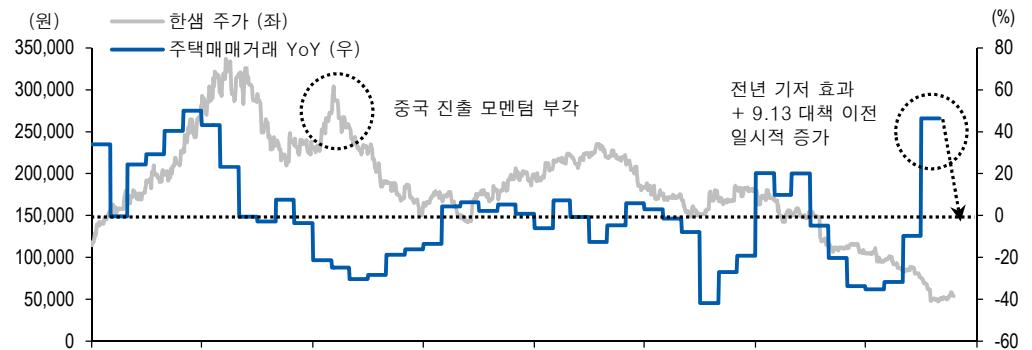
	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	19,345	20,625	19,232	20,124	
영업이익	1,596	1,405	673	911	
지배순이익	1,275	960	896	749	
PER	36.2	47.1	15.4	18.5	
PBR	6.5	6.7	1.8	1.6	
EV/EBITDA	24.7	28.3	13.4	12.6	
ROE	26.1	18.3	16.5	12.3	

자료: 유안타증권

한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망											(단위: 십억원, %)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	513	503	556	490	2,063	488	505	446	484	1,923	2,012
한샘 (별도)	495	482	528	470	1,974	467	481	429	461	1,838	1,916
– 인테리어(B2C)	184	155	173	157	669	165	141	127	145	577	590
대리점	60	53	63	52	228	52	42	40	49	183	192
직매장	66	55	63	56	240	56	54	51	51	212	201
온라인	58	46	47	50	201	56	45	37	45	183	197
– 부엌가구(B2C)	212	217	239	202	870	185	205	176	196	761	837
대리점	112	111	126	110	459	97	108	91	107	404	436
리하우스	100	106	113	92	411	88	97	85	89	358	401
– Element(B2B)	99	110	115	111	435	118	136	125	121	500	490
연결자회사	19	21	29	20	89	21	24	18	22	85	96
매출 성장을 YoY											
한샘 (연결)	19%	11%	13%	-12%	7%	-5%	0%	-20%	-1%	-7%	5%
한샘 (별도)	19%	11%	11%	-11%	6%	-6%	0%	-19%	-2%	-7%	4%
– 인테리어(B2C)	15%	5%	7%	-13%	3%	-11%	-9%	-27%	-8%	-14%	2%
대리점	6%	13%	15%	-9%	6%	-13%	-21%	-37%	-6%	-20%	5%
직매장	17%	-14%	-11%	-29%	-11%	-15%	-3%	-20%	-8%	-12%	-5%
온라인	25%	25%	30%	11%	22%	-3%	-2%	-23%	-10%	-9%	8%
– 부엌가구(B2C)	19%	11%	19%	-15%	7%	-13%	-6%	-26%	-3%	-12%	10%
대리점	10%	4%	15%	-18%	2%	-13%	-3%	-28%	-2%	-12%	8%
리하우스	30%	18%	24%	-12%	13%	-12%	-9%	-25%	-4%	-13%	12%
– Element(B2B)	25%	21%	3%	0%	11%	19%	24%	9%	9%	15%	-2%
연결자회사	34%	24%	51%	-32%	11%	13%	13%	-38%	11%	-4%	13%
매출원가 (연결)	360	359	390	356	1,464	359	368	330	354	1,411	1,473
% 원가율	70.1%	71.2%	70.1%	72.7%	71.0%	73.6%	72.9%	74.0%	73.1%	73.4%	73.2%
매출총이익(연결)	153	145	167	134	598	129	137	116	130	512	539
% 매출총이익률	29.9%	28.8%	29.9%	27.3%	29.0%	26.4%	27.1%	26.0%	26.9%	26.6%	26.8%
판관비(연결)	114	118	127	99	458	120	119	106	99	445	448
% 판관비율	22.3%	23.4%	22.8%	20.2%	22.2%	24.6%	23.6%	23.7%	20.5%	23.1%	22.3%
영업이익(연결)	39	27	40	35	141	9	17	10	31	67	91
한샘(별도)	41	33	49	39	162	17	27	14	33	91	99
연결자회사	-2	-6	-9	-5	-21	-8	-10	-4	-2	-24	-8
% 영업이익률 (연결)	7.6%	5.4%	7.2%	7.1%	6.8%	1.8%	3.4%	2.3%	6.4%	3.5%	4.5%
한샘(별도)	8.2%	6.8%	9.3%	8.4%	8.2%	3.7%	5.7%	3.4%	7.1%	5.0%	5.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 주가 및 주택매매거래량 YoY 증감률,



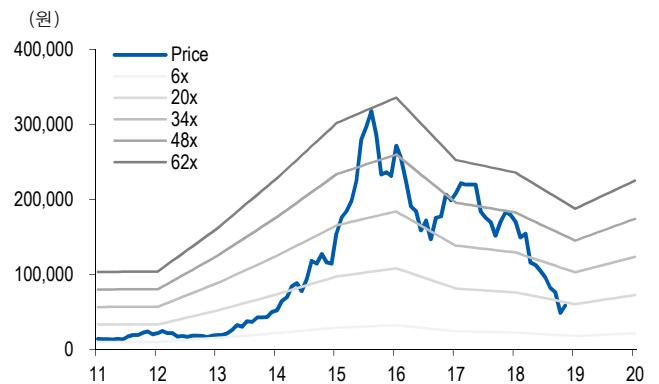
자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 디자인파크 내 실물 형태 모델하우스



자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 12개월 선행 PER



자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 목표주가 산정 요약

(단위: 원, 배)

항목	금액	비고
EPS	3,182	2019년 추정치 기준
Target PER	24x	2013~2015년 성장기 평균
목표주가	76,000	반올림 적용
현재주가	53,300	11월 28일 기준
상승여력	29.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	19,345	20,625	19,232	20,124	21,479
매출원가	13,358	14,642	14,113	14,735	15,685
매출총이익	5,988	5,983	5,119	5,389	5,794
판관비	4,392	4,578	4,447	4,478	4,729
영업이익	1,596	1,405	673	911	1,066
EBITDA	1,739	1,584	896	962	1,104
영업외순익	105	-23	569	108	128
외환관련순익	11	-14	0	0	0
이자순익	25	10	20	28	34
관계기업관련순익	64	34	26	40	40
기타	5	-54	523	40	54
법인세비용차감전순순익	1,701	1,382	1,242	1,019	1,194
법인세비용	426	423	346	270	322
계속사업순순익	1,275	959	896	749	871
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,275	959	896	749	871
지배지분순이익	1,275	960	896	749	871
포괄순이익	1,244	856	934	788	910
지배지분포괄이익	1,244	856	935	788	910

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,544	4,141	4,544	4,578	4,691
현금및현금성자산	1,501	754	1,361	1,665	1,718
매출채권 및 기타채권	1,275	1,328	1,268	1,318	1,348
재고자산	676	731	651	681	711
비유동자산	3,450	5,617	5,439	5,983	6,529
유형자산	2,206	3,147	2,980	3,532	4,073
관계기업등 지분관련자산	256	282	291	335	378
기타투자자산	584	717	617	617	617
자산총계	8,994	9,757	9,983	10,560	11,220
유동부채	3,378	4,065	3,460	3,540	3,580
매입채무 및 기타채무	2,642	2,465	2,736	2,746	2,816
단기차입금	170	1,077	160	230	170
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	201	616	724	684	644
장기차입금	30	430	400	350	290
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,579	4,681	4,184	4,224	4,224
지배지분	5,414	5,075	5,798	6,335	6,995
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	381	381	381
이익잉여금	5,292	6,017	6,701	7,238	7,898
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,415	5,076	5,799	6,337	6,996
순차입금	-3,213	-359	-1,809	-1,743	-1,916
총차입금	200	1,507	620	640	520

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,540	662	1,387	855	945
당기순이익	1,275	959	896	749	871
감가상각비	134	166	184	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
증속,관계기업관련순익	0	0	-26	-40	-40
자산부채의 증감	-139	-788	142	-289	-309
기타현금흐름	270	324	190	436	423
투자활동 현금흐름	-534	-1,543	363	116	-224
투자자산	-138	-212	76	-3	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-315	-1,166	-61	-560	-550
유형자산 감소	32	19	9	9	9
기타현금흐름	-112	-184	340	670	320
재무활동 현금흐름	-201	172	-1,159	-185	-325
단기차입금	-45	918	-924	70	-60
사채 및 장기차입금	30	400	-30	-50	-60
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-181	-199	-212	-212	-212
기타현금흐름	-5	-947	7	7	7
연결범위변동 등 기타	10	-38	15	-483	-343
현금의 증감	815	-747	607	304	53
기초 현금	686	1,501	754	1,361	1,665
기말 현금	1,501	754	1,361	1,665	1,718
NOPLAT	1,596	1,405	673	911	1,066
FCF	885	-800	790	-129	-43

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

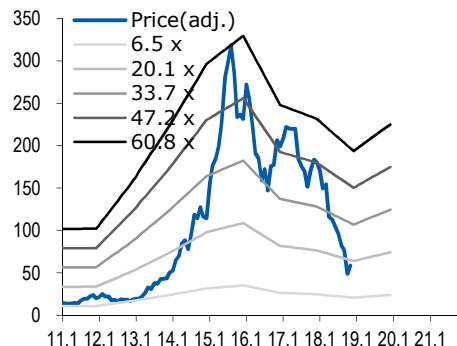
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,419	4,077	3,807	3,182	3,702
BPS	29,947	28,788	32,889	35,937	39,679
EBITDAPS	7,391	6,732	3,805	4,087	4,690
SPS	82,202	87,640	81,721	85,510	91,268
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	36.2	47.1	15.4	18.5	15.9
PBR	6.5	6.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	24.7	28.3	13.4	12.6	10.8
PSR	2.4	2.2	0.7	0.7	0.6
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	13.1	6.6	-6.8	4.6	6.7
영업이익 증가율 (%)	8.8	-11.9	-52.1	35.4	17.0
지배순이익 증가율 (%)	11.2	-24.8	-6.6	-16.4	16.3
매출총이익률 (%)	31.0	29.0	26.6	26.8	27.0
영업이익률 (%)	8.2	6.8	3.5	4.5	5.0
지배순이익률 (%)	6.6	4.7	4.7	3.7	4.1
EBITDA 마진 (%)	9.0	7.7	4.7	4.8	5.1
ROIC	95.1	50.9	21.1	29.3	27.8
ROA	15.3	10.2	9.1	7.3	8.0
ROE	26.1	18.3	16.5	12.3	13.1
부채비율 (%)	66.1	92.2	72.1	66.7	60.4
순차입금/자기자본 (%)	-59.3	-7.1	-31.2	-27.5	-27.4
영업이익/금융비용 (배)	144.0	66.7	33.6	44.0	64.9

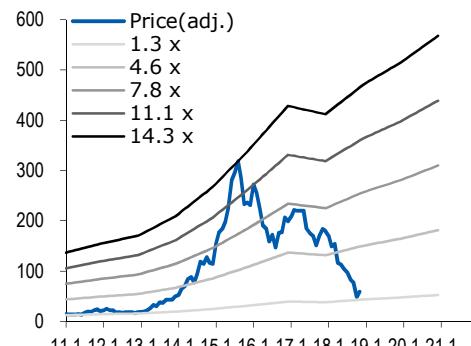
P/E band chart

(천원)



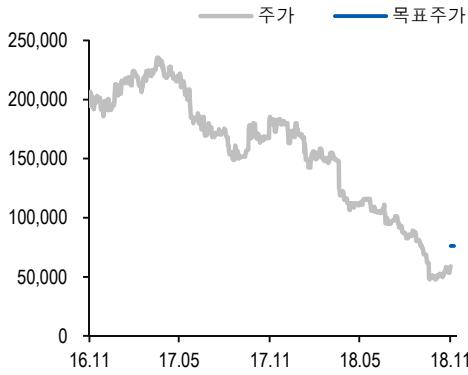
P/B band chart

(천원)



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-29	BUY	76,000	1년			

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.