

# 한샘 (009240)

**건자재**

**김기룡**

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>91,000원 (U)</b>
현재주가 (2/1)	<b>73,800원</b>
상승여력	<b>23%</b>

시가총액	17,368억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	123억원
60일 평균 거래량	197,420주
52주 고	169,000원
52주 저	47,600원
외인지분율	24.81%
주요주주	조창걸 외 23 인 32.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.5	46.7	(56.3)
상대	1.4	34.8	(49.1)
절대(달러환산)	9.2	49.3	(58.2)

## 성장 의구심은 점진적으로 해소될 전망

### 낮아진 4분기 실적 눈높이

4분기 한샘 실적(별도 기준)은 매출액 4,687억원(-0.3%, YoY), 영업이익 246억원(-37.4%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 추석연휴 시차(2017년 10월, 2018년 9월)로 인한 영업일수와 10월 주택매매거래 증가로 매출액은 전년동기와 유사한 반면, 주요 B2C 채널 부진에 기인한 매출 Mix 악화(B2B 증가+B2C 감소)와 원가를 상승으로 영업이익은 전년동기대비 30% 이상 감소할 전망이다. 적자 기조 축소를 예상했던 연결 자회사 실적은 중국 상해 수익성 개선 구조 작업(인력 조정 및 인건비 보상 충당금 반영) 영향으로 전분기 대비 소폭 악화될 것으로 예상한다. 영업외이익으로는 과거 신사옥 건립 목적으로 매입했던 문정동 부지 매각 차익 380억원이 반영될 예정이다.

### 디자인파크 출점을 활용한 B2C 역량 강화

2018년 하반기, 패키지 판매 시작과 함께 디자인파크(토탈 인테리어 패키지) 매장은 현재 총 7개로 증가했다. 트래픽이 양호한 기존 매장(직매장/리하우스/표준매장)에 대한 순차적인 디자인파크 매장으로의 전환과 함께 기존 리하우스(리하우스 제휴점 → 리하우스 대리점, 한샘 제품 독점 공급), 부엌가구(KB)대리점 채널 활용으로 출점 확대에 따른 B2C 역량 강화는 보다 구체화 될 전망이다. 현재, 건자재(바스/창호/마루 등) 매출 규모는 연간 2,000억원 수준을 유지하고 있는 것으로 파악된다.

2019년, 연결 실적은 매출액 1.98조원(+2.7%, YoY), 영업이익 923억원(+62.9%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 2018년, 실적 부진으로 기저 부담이 낮아진 가운데 1) B2C 매출 증가에 따른 Mix 개선 2) 아이템 품질 개선 등 전년 발생했던 원가 부담 요인 완화로 영업이익률은 점차 과거 수준으로 정상화 될 전망이다. 중국 상해(연결 실적 반영) 역시 현 시점에서 공격적인 투자보다는 수익성 개선 활동 등 현지 안정화 전략으로 추가적인 적자 폭 확대보다는 축소를 기대할 수 있는 부분이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 76,000원에서 91,000원으로 19.7% 상향

한샘에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 76,000원에서 19.7% 상향한 91,000원을 제시한다. 목표주가는 영업가치와 함께 보유중인 자사주 및 순현금 기조 등을 반영한 SOTP Valuation을 적용하여 산출하였다. 전반적인 소비경기 및 주택매매거래량 둔화, 브랜드 내 경쟁 심화 우려가 지속됨에 따라 동사의 Valuation Premium 근거 역시 약화되고 있다. 다만, 중장기적인 기존 재고 주택에 대한 리모델링/인테리어 수요 확대와 디자인파크 매장을 활용한 동사의 B2C 경쟁력(물류~시공, A/S 및 공사기간 단축)은 여전히 유효하다고 판단한다. 주택매매거래 둔화 기조 하에서도 증명할 동사의 실적 성장은 B2C 역량 확인과 함께 점진적인 주가 우상향의 근거가 될 것으로 전망한다.

**Quarterly earning forecasts**

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,864	-0.7	9.0	4,882	-0.4
영업이익	202	-41.5	97.7	219	-7.4
세전계속사업이익	617	118.5	439.2	480	28.4
지배순이익	438	138.7	346.6	358	22.3
영업이익률 (%)	4.2	-2.9 %pt	+1.9 %pt	4.5	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	9.0	+5.3 %pt	+6.8 %pt	7.3	+1.7 %pt

자료: 유안타증권

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)**

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	19,345	20,625	19,259	19,780
영업이익	1,596	1,405	566	923
지배순이익	1,275	960	891	756
PER	36.2	47.1	17.8	23.0
PBR	6.5	6.7	2.1	2.1
EV/EBITDA	24.7	28.3	20.2	16.4
ROE	26.1	18.3	16.5	12.6

자료: 유안타증권

## 한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

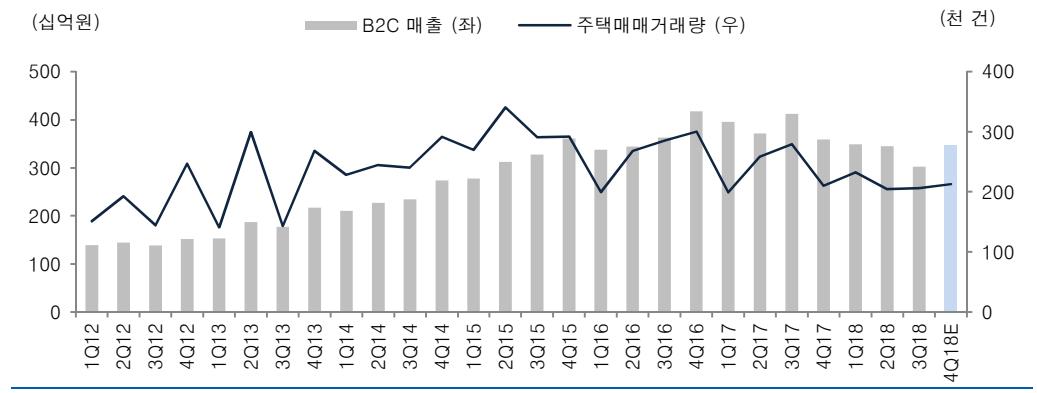
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	513	503	556	490	<b>2,063</b>	488	505	446	486	<b>1,926</b>	<b>1,978</b>
한샘 (별도)	495	482	528	470	<b>1,974</b>	467	481	429	469	<b>1,845</b>	<b>1,893</b>
– 인테리어(B2C)	184	155	173	157	<b>669</b>	165	141	127	145	<b>577</b>	<b>601</b>
대리점	60	53	63	52	<b>228</b>	52	42	40	49	<b>183</b>	<b>192</b>
직매장	66	55	63	56	<b>240</b>	56	54	51	51	<b>212</b>	<b>212</b>
온라인	58	46	47	50	<b>201</b>	56	45	37	45	<b>183</b>	<b>197</b>
– 부엌가구(B2C)	212	217	239	202	<b>870</b>	185	205	176	203	<b>769</b>	<b>853</b>
대리점	112	111	126	110	<b>459</b>	97	108	91	98	<b>394</b>	<b>430</b>
리하우스	100	106	113	92	<b>411</b>	88	97	85	105	<b>374</b>	<b>423</b>
– Element(B2B)	99	110	115	111	<b>435</b>	118	136	125	121	<b>500</b>	<b>440</b>
연결자회사	19	21	29	20	<b>89</b>	21	24	18	18	<b>80</b>	<b>85</b>
매출 성장을 YoY											
한샘 (연결)	19%	11%	13%	-12%	<b>7%</b>	-5%	0%	-20%	-1%	<b>-7%</b>	<b>3%</b>
한샘 (별도)	19%	11%	11%	-11%	<b>6%</b>	-6%	0%	-19%	0%	<b>-7%</b>	<b>3%</b>
– 인테리어(B2C)	15%	5%	7%	-13%	<b>3%</b>	-11%	-9%	-27%	-8%	<b>-14%</b>	<b>4%</b>
대리점	6%	13%	15%	-9%	<b>6%</b>	-13%	-21%	-37%	-6%	<b>-20%</b>	<b>5%</b>
직매장	17%	-14%	-11%	-29%	<b>-11%</b>	-15%	-3%	-20%	-8%	<b>-12%</b>	<b>0%</b>
온라인	25%	25%	30%	11%	<b>22%</b>	-3%	-2%	-23%	-10%	<b>-9%</b>	<b>8%</b>
– 부엌가구(B2C)	19%	11%	19%	-15%	<b>7%</b>	-13%	-6%	-26%	0%	<b>-12%</b>	<b>11%</b>
대리점	10%	4%	15%	-18%	<b>2%</b>	-13%	-3%	-28%	-11%	<b>-14%</b>	<b>9%</b>
리하우스	30%	18%	24%	-12%	<b>13%</b>	-12%	-9%	-25%	14%	<b>-9%</b>	<b>13%</b>
– Element(B2B)	25%	21%	3%	0%	<b>11%</b>	19%	24%	9%	9%	<b>15%</b>	<b>-12%</b>
연결자회사	34%	24%	51%	-32%	<b>11%</b>	13%	13%	-38%	-12%	<b>-9%</b>	<b>5%</b>
매출원가 (연결)	360	359	390	356	<b>1,464</b>	359	368	330	360	<b>1,418</b>	<b>1,440</b>
% 원가율	70.1%	71.2%	70.1%	72.7%	<b>71.0%</b>	73.6%	72.9%	74.0%	74.1%	<b>73.6%</b>	<b>72.8%</b>
매출총이익(연결)	153	145	167	134	<b>598</b>	129	137	116	126	<b>508</b>	<b>538</b>
% 매출총이익률	29.9%	28.8%	29.9%	27.3%	<b>29.0%</b>	26.4%	27.1%	26.0%	25.9%	<b>26.4%</b>	<b>27.2%</b>
판관비(연결)	114	118	127	99	<b>458</b>	120	119	106	106	<b>451</b>	<b>446</b>
% 판관비율	22.3%	23.4%	22.8%	20.2%	<b>22.2%</b>	24.6%	23.6%	23.7%	21.7%	<b>23.4%</b>	<b>22.5%</b>
영업이익(연결)	39	27	40	35	<b>141</b>	9	17	10	20	<b>57</b>	<b>92</b>
한샘(별도)	41	33	49	39	<b>162</b>	17	27	14	25	<b>83</b>	<b>106</b>
연결자회사	-2	-6	-9	-5	<b>-21</b>	-8	-10	-4	-4	<b>-27</b>	<b>-14</b>
% 영업이익률 (연결)	7.6%	5.4%	7.2%	7.1%	<b>6.8%</b>	1.8%	3.4%	2.3%	4.2%	<b>2.9%</b>	<b>4.7%</b>
한샘(별도)	8.2%	6.8%	9.3%	8.4%	<b>8.2%</b>	3.7%	5.7%	3.4%	5.2%	<b>4.5%</b>	<b>5.6%</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

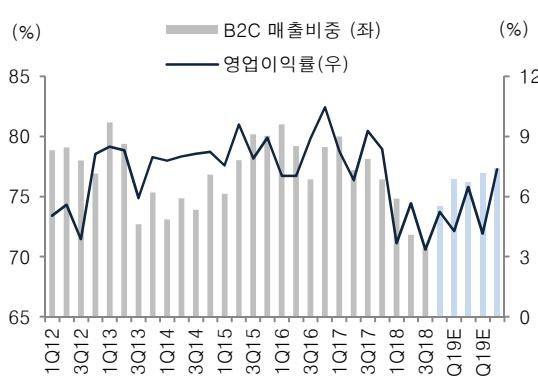
## 한샘 주가 및 주택매매거래량 YoY 증감률,



## 한샘 B2C 매출액(별도 기준), 주택매매거래량 추이

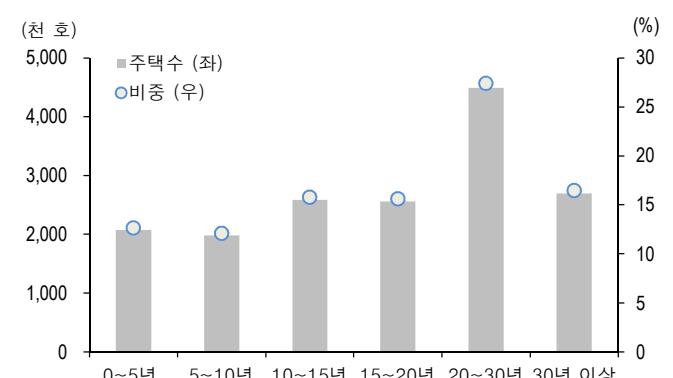


## 한샘 B2C 매출비중, 영업이익률 추이 및 전망 [별도 기준]

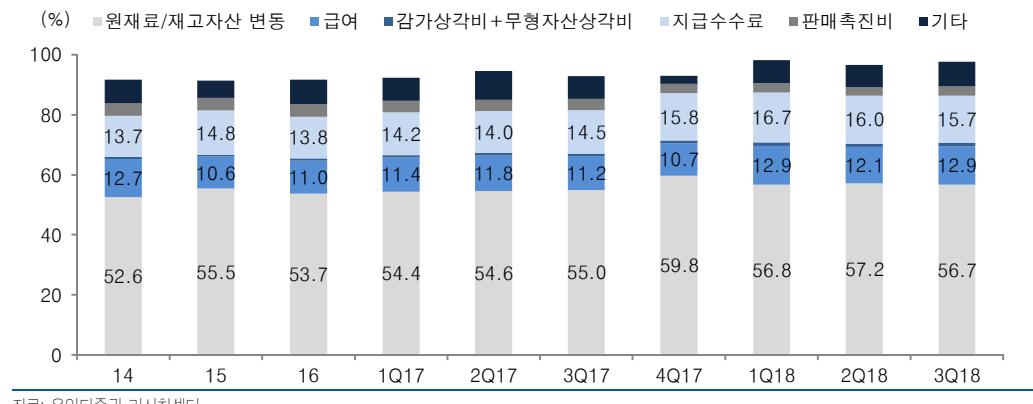


자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

## 노후기간별 주택유형 [2015년 인구주택총조사 기준]



## 매출액 대비 주요 비용 계정 금액 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

## 한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	1,594	
- 12개월 선행 NOPLAT	66	법인세율 28% 적용
- Multiple	24	2013~2015년 성장기 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	391	
- 자사주	305	590만주, 2/1일 종가 기준 30% 할인
- 투자부동산	86	3Q18 기준, 장부가 30% 할인
3. 순차입금	-167	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,152	
- 발행주식수	23,533,928	자사주 포함
목표주가	91,000	반올림 적용
현재주가	73,800	2월 1일 종가 기준
Upside	23%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	19,345	20,625	19,259	19,780	21,178
매출원가	13,358	14,642	14,181	14,397	15,245
매출총이익	5,988	5,983	5,077	5,383	5,933
판관비	4,392	4,578	4,511	4,460	4,662
영업이익	1,596	1,405	566	923	1,270
EBITDA	1,739	1,584	781	958	1,300
영업외순익	105	-23	669	128	128
외환관련순익	11	-14	0	0	0
이자순익	25	10	20	25	28
관계기업관련순익	64	34	26	40	40
기타	5	-54	623	63	60
법인세비용차감전순순익	1,701	1,382	1,235	1,051	1,398
법인세비용	426	423	344	294	392
계속사업순순익	1,275	959	891	756	1,007
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,275	959	891	756	1,007
지배지분순이익	1,275	960	891	756	1,007
포괄순이익	1,244	856	880	745	995
지배지분포괄이익	1,244	856	880	745	996

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	4,502	4,416	4,524
현금및현금성자산	1,501	754	1,175	1,253	1,290
매출채권 및 기타채권	1,275	1,328	1,406	1,243	1,273
재고자산	676	731	658	688	718
비유동자산	3,450	5,617	5,141	5,820	6,582
유형자산	2,206	3,147	2,688	3,338	4,068
관계기업등 지분관련자산	256	282	295	336	377
기타투자자산	584	717	623	623	623
자산총계	8,994	9,757	9,644	10,236	11,106
유동부채	3,378	4,065	3,155	3,243	3,397
매입채무 및 기타채무	2,642	2,465	2,591	2,699	2,853
단기차입금	170	1,077	167	157	127
유동성장기부채	0	0	30	30	30
비유동부채	201	616	744	704	694
장기차입금	30	430	400	350	320
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,579	4,681	3,899	3,947	4,091
지배지분	5,414	5,075	5,743	6,288	7,014
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	381	381	381
이익잉여금	5,292	6,017	6,696	7,241	7,967
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,415	5,076	5,744	6,289	7,015
순차입금	-3,213	-359	-1,582	-1,670	-1,767
총차입금	200	1,507	663	603	543

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,540	662	1,146	861	1,086
당기순이익	1,275	959	891	756	1,007
감가상각비	134	166	190	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
증속, 관계기업관련손익	0	0	-26	-40	-40
자산부채의 증감	-139	-788	79	-234	-254
기타현금흐름	270	324	12	379	373
투자활동 현금흐름	-534	-1,543	565	-348	-478
투자자산	-138	-212	87	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-315	-1,166	-109	-650	-730
유형자산 감소	32	19	316	0	0
기타현금흐름	-112	-184	271	303	253
재무활동 현금흐름	-201	172	-1,114	-265	-263
단기차입금	-45	918	-909	-10	-30
사채 및 장기차입금	30	400	0	-50	-30
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-181	-199	-212	-212	-210
기타현금흐름	-5	-947	7	7	7
연결범위변동 등 기타	10	-38	-176	-171	-307
현금의 증감	815	-747	421	77	38
기초 현금	686	1,501	754	1,175	1,253
기말 현금	1,501	754	1,175	1,253	1,290
NOPLAT	1,596	1,405	566	923	1,270
FCF	885	-800	594	-184	-39

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

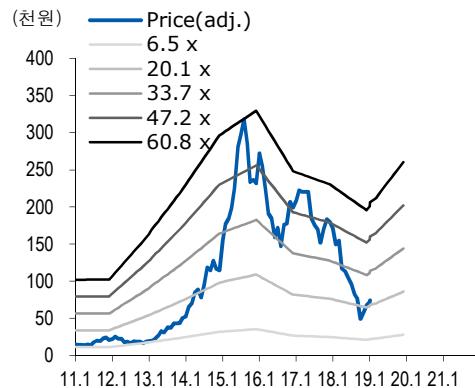
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

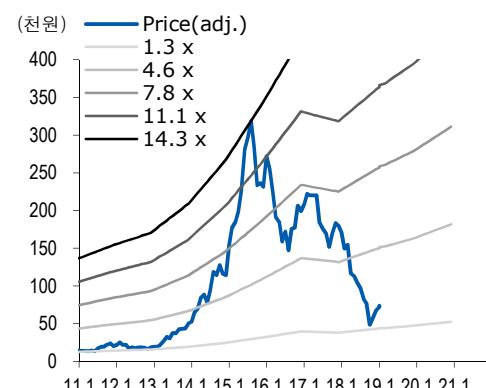
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,419	4,077	3,787	3,214	4,278
BPS	29,947	28,788	32,578	35,668	39,787
EBITDAPS	7,391	6,732	3,320	4,071	5,524
SPS	82,202	87,640	81,834	84,048	89,989
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	36.2	47.1	17.8	23.0	17.3
PBR	6.5	6.7	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.7	28.3	20.2	16.4	12.0
PSR	2.4	2.2	0.8	0.9	0.8

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	13.1	6.6	-6.6	2.7	7.1
영업이익 증가율 (%)	8.8	-11.9	-59.7	62.9	37.7
지배순이익 증가율 (%)	11.2	-24.8	-7.1	-15.1	33.1
매출총이익률 (%)	31.0	29.0	26.4	27.2	28.0
영업이익률 (%)	8.2	6.8	2.9	4.7	6.0
지배순이익률 (%)	6.6	4.7	4.6	3.8	4.8
EBITDA 마진 (%)	9.0	7.7	4.1	4.8	6.1
ROIC	95.1	50.9	17.0	27.7	31.6
ROA	15.3	10.2	9.2	7.6	9.4
ROE	26.1	18.3	16.5	12.6	15.1
부채비율 (%)	66.1	92.2	67.9	62.8	58.3
순차입금/자기자본 (%)	-59.3	-7.1	-27.5	-26.6	-25.2
영업이익/금융비용 (배)	144.0	66.7	28.3	51.3	79.5

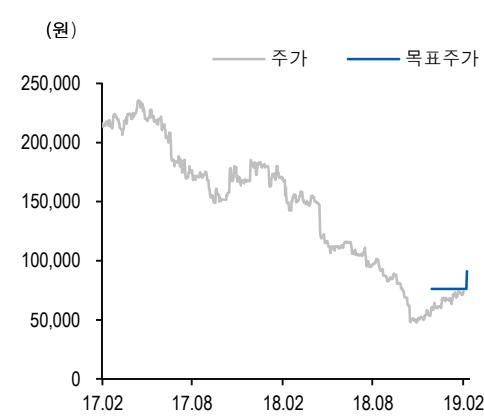
## P/E band chart



## P/B band chart



## 한샘(009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-07	BUY	91,000	1년		
2018-11-29	BUY	76,000	1년	-11.88	-2.63

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)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-05

※ 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.