

한샘 (009240)

인테리어 패키지 시장에서 다시 쓰는 성장스토리

1Q19 영업이익 197억원(YoY 125.6%) 전망하며 정상화

한샘의 2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 5,000억원으로 전년비 2.5% 증가하고, 영업이익은 197억원으로 전년비 125.6% 증가할 것으로 전망한다. 영업이익률은 3.9%로 4Q18의 영업이익률과 동일한 수준이다.

부문별로는 인테리어(대리점/직매장/온라인)의 매출감소에도 리하우스의 매출증가를 전망했다.

가구/부엌 세그먼트별 업황과 전망, 성장전략과 실적전망

2010년대 한샘의 성장스토리는 부엌판매량 급증이었고, 2019년 한샘의 성장스토리는 리하우스 패키지 시장의 성장으로 요약할 수 있다. 부엌의 경우 한샘바흐/유로/IK의 상품다변화를 통해서 2010년대 중저가 시장부터 고가시장까지 공략을 성공했고, 이후 국내 인테리어 업계는 부엌뿐 아니라 실내전체를 수리하는 Full-reform의 패키지 시장으로 진화했다. 이 변화에 한샘은 IK를 발전시켜 Rehaus를 출범시켰고, 2년 정도의 밸류체인 튜닝을 거쳐 2019년부터 본격적 성장을 기대해 볼 수 있게 되었다.

2018년말 82개 Rehaus 기준 약 4,000억원의 매출(50억원/대리점-년)이 1분기 말 120개로 증가했고, 연내 200개, 2020년까지는 2~300개 수준으로 증가시킨다는 전략이며, 매출은 이에 따라 리하우스부문에서 YoY 20%이상 증가가 지속되어 성장원으로 작용할 것이다.

TP 13.3만원(종전 10.9만원)으로 22% 상향, BUY 유지

한샘의 목표가를 종전 10.9만원에서 신규 13.3만원으로 22% 상향조정한다. 하나금융투자의 건자재 업종 커버리지 중 골조는 유진기업, 인테리어 업종은 한샘을 각각 최선호로 제시하고 있다. 노동집약적 서비스 플랫폼 기업으로써 한샘은 현재 이익률이 낮을 수 밖에 없는데, 플랫폼효과가 나타날 시점에는 네트워크이론에 따른 제품승수의 시너지가 날 것이다. 최근 주택시장에 거래가 둔화된 것이 이사 등에는 부정적이지만, 재건축시장 둔화로 노후주택의 리폼 요구가 상승할 수 밖에 없어서 업황상으로도 유리한 국면을 맞이했다. BUY의견 유지하겠다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 133,000원(상향) | CP(4월 10일): 93,900원

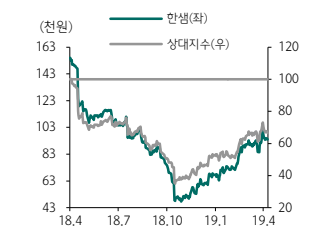
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,224.39
52주 최고/최저(원)	149,000/47,600
시가총액(십억원)	2,209.8
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	23,533.9
60일 평균 거래량(천주)	166.4
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0
18년 배당금(예상, 원)	1,500
18년 배당수익률(예상, %)	1.60
외국인지분율(%)	23.19
주요주주 지분율(%)	
조창결 외 26인	32.38
Teton Capital Partners LP	7.56
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.6 37.9 (37.0)
상대	0.5 38.1 (30.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,952.7	2,023.4
영업이익(십억원)	97.3	116.5
순이익(십억원)	82.8	96.4
EPS(원)	3,518	4,097
BPS(원)	35,853	39,910

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,062.5	1,928.5	1,960.6	2,112.1	2,247.1
영업이익	십억원	140.5	56.0	88.3	106.6	136.1
세전이익	십억원	138.2	124.7	101.8	121.1	153.6
순이익	십억원	96.0	90.0	77.4	92.0	116.8
EPS	원	4,077	3,823	3,287	3,911	4,962
증감률	%	(24.8)	(6.2)	(14.0)	19.0	26.9
PER	배	44.15	17.63	28.57	24.01	18.92
PBR	배	6.43	2.19	2.83	2.61	2.36
EV/EBITDA	배	26.51	18.57	18.09	15.20	11.84
ROE	%	18.29	16.63	12.84	13.88	15.75
BPS	원	27,999	30,841	33,229	36,016	39,855
DPS	원	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500



Analyst 채상욱

02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이승희

02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

1Q19 영업이익 197억원(YoY 125.6%) 전망하며 정상화

한샘의 2019년 1분기 실적은 연결기준 매출액 5,000억원으로 전년비 2.5% 증가하고, 영업이익은 197억원으로 전년비 125.6% 증가할 것으로 전망한다. 영업이익률은 3.9%로 4Q18의 영업이익률과 동일한 수준이다.

부문별로는 인테리어(대리점/직매장/온라인)의 매출감소에도 리하우스의 매출증가를 전망했다.

표 1. 한샘 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,062.5	1,928.5	1,960.6	488.0	505.2	446.3	488.9	500.0	470.6	470.6	519.5
yoy growth	6.6%	-6.5%	1.7%	-4.9%	0.4%	-19.7%	-0.2%	2.5%	-6.9%	5.4%	6.3%
1. B2C	1,539.9	1,348.7	1,397.9	349.5	345.3	303.0	350.8	356.5	335.5	335.5	370.4
1) 인테리어	649.4	575.4	569.6	164.7	140.8	126.6	143.2	145.3	136.7	136.7	150.9
yoy growth	16.0%	-11.4%	-1.0%	-10.6%	-9.0%	-27.4%	-8.9%	-11.8%	-2.9%	8.0%	5.4%
Agency Store	228.3	176.6	174.8	52.3	42.2	39.6	42.5	44.6	42.0	42.0	46.3
yoy growth	6.0%	-22.6%	-1.0%	-13.0%	-21.0%	-30.7%	-13.2%	-14.8%	-0.6%	6.0%	9.0%
Flag Shop	240.4	214.3	212.2	56.3	53.6	50.5	53.9	54.1	50.9	50.9	56.2
yoy growth	-11.0%	-10.9%	-1.0%	-15.1%	-3.2%	-29.5%	-34.4%	-3.9%	-5.0%	0.8%	4.3%
Online	200.5	184.5	182.7	56.2	45.0	36.5	46.8	46.6	43.8	43.8	48.4
yoy growth	22.3%	-8.0%	-1.0%	-2.8%	-2.0%	-20.0%	79.1%	-17.1%	-2.6%	20.1%	3.4%
2) 부엌	869.4	773.3	828.3	184.8	204.5	176.4	207.6	211.2	198.8	198.8	219.5
yoy growth	6.8%	-11.1%	7.1%	-12.6%	-5.9%	-26.1%	2.8%	14.3%	-2.8%	12.7%	5.7%
Agency Store	458.6	415.3	398.7	97.1	108.0	91.4	118.8	101.7	95.7	95.7	105.6
yoy growth	1.6%	-9.4%	-4.0%	-13.1%	-2.8%	-23.9%	-9.4%	4.7%	-11.4%	4.7%	-11.1%
Rehaus	411.2	358.0	429.6	87.7	96.5	85.0	88.8	109.6	103.1	103.1	113.8
yoy growth	13.5%	-12.9%	20.0%	-12.1%	-9.2%	-15.2%	-0.3%	24.9%	6.8%	21.3%	28.2%
2. B2B	433.0	499.2	479.7	118.0	135.5	125.4	120.3	122.3	115.1	115.1	127.1
yoy growth	10.5%	15.3%	-3.9%	19.2%	23.5%	10.5%	8.6%	3.7%	-15.0%	-8.2%	5.7%
Construction Co.	219.4	316.1	300.3	75.1	85.1	81.2	74.7	76.6	72.1	72.1	79.6
yoy growth	22.6%	44.1%	-5.0%	60.1%	78.4%	73.8%	73.5%	2.0%	-15.3%	-11.2%	6.5%
Materials	215.4	183.1	179.4	42.8	50.4	44.2	45.7	45.8	43.1	43.1	47.5
yoy growth	1.2%	-15.0%	-2.0%	-17.9%	-18.7%	-33.8%	-32.5%	6.9%	-14.6%	-2.6%	4.0%
3. 연결대상 기업들	89.6	80.6	83.0	20.5	24.4	17.9	17.8	21.2	19.9	19.9	22.0
yoy growth	12.7%	7.0%	3.0%	10.7%	13.4%	-39.4%	-11.0%	3.2%	-18.3%	11.1%	23.3%
매출원가	1,464.2	1,416.7	1,415.5	359.2	368.4	330.1	359.0	363.8	336.8	334.2	380.9
yoy growth	9.6%	-3.2%	-0.1%	-0.2%	2.7%	-15.3%	0.7%	1.3%	-8.6%	1.2%	6.1%
원가율	71.0%	73.5%	72.2%	73.6%	72.9%	74.0%	73.4%	72.8%	71.6%	71.0%	73.3%
매출총이익	598.3	511.8	545.1	128.9	136.8	116.2	130.0	136.2	133.8	136.4	138.7
yoy growth	-0.1%	-14.5%	6.5%	-16.0%	-5.5%	-30.2%	-2.8%	5.7%	-2.2%	17.4%	6.7%
GPM	29.0%	26.5%	27.8%	26.4%	27.1%	26.0%	26.6%	27.2%	28.4%	29.0%	26.7%
인테리어부문	255.0	211.2	216.5	48.1	59.5	48.5	55.1	47.9	54.7	53.3	60.5
yoy growth	0.0%	-17.2%	2.5%	-29.5%	80.7%	-47.1%	-11.4%	-0.3%	-8.1%	10.0%	9.9%
GPM	39.3%	36.7%	38.0%	29.2%	42.3%	38.3%	38.5%	33.0%	40.0%	39.0%	40.1%
부엌가구부문	297.0	239.9	272.4	67.4	60.1	54.7	57.7	73.9	65.6	69.6	63.3
yoy growth	0.0%	-19.2%	13.5%	-7.1%	-20.2%	-33.9%	-13.2%	9.7%	9.1%	27.2%	9.7%
GPM	34.2%	31.0%	33.0%	36.5%	29.4%	31.0%	27.8%	35.0%	33.0%	35.0%	28.8%
기타부문	46.3	60.3	56.3	13.4	17.1	17.2	12.6	14.3	13.5	13.5	14.9
yoy growth	0.0%	30.3%	-6.7%	5.4%	-53.0%	-316.6%	148.8%	6.9%	-21.1%	-21.5%	18.8%
GPM	8.9%	10.4%	10.0%	9.7%	10.7%	12.0%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
판매비와 관리비	457.8	455.8	456.8	120.1	119.4	105.9	110.3	116.5	109.6	109.6	121.1
yoy growth	4.2%	-0.4%	0.2%	5.0%	1.5%	-16.4%	11.3%	-3.0%	-8.2%	3.5%	9.7%
판매비율	22.2%	23.6%	23.3%	24.6%	23.6%	23.5%	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%	23.3%
영업이익	140.5	56.0	88.3	8.7	17.4	10.2	19.7	19.7	24.2	26.8	17.6
yoy growth	-11.9%	-60.1%	57.5%	-77.6%	-35.8%	-74.3%	-43.6%	125.6%	38.8%	161.3%	-10.2%
OPM	6.8%	2.9%	4.5%	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	3.9%	5.1%	5.7%	3.4%
별도기준 영업이익	161.9	84.6	103.3	17.8	27.3	14.4	25.1	26.3	24.8	24.8	27.4
연결법인 영업이익	(21.4)	(28.6)	(15.0)	(9.1)	(9.9)	(4.2)	(5.4)	(3.8)	(3.6)	(3.6)	(4.0)

자료: 하나금융투자

가구/부엌 세그먼트별 업황과 전망, 성장전략과 실적전망

2010년대 한샘의 성장스토리는 부엌판매량 급증이었고, 2019년 한샘의 성장스토리는 리하우스 패키지 시장의 성장으로 요약할 수 있다. 부엌의 경우 한샘바흐/유로/IK의 상품다변화를 통해서 2010년대 중저가 시장부터 고가시장까지 공략을 성공했고, 이후 국내 인테리어 업계는 부엌뿐 아니라 실내전체를 수리하는 Full-reform의 패키지 시장으로 진화했다. 이 변화에 한샘은 IK를 발전시켜 Rehaus를 출범시켰고, 2년 정도의 밸류체인 튜닝을 거쳐 2019년부터 본격적 성장을 기대해 볼 수 있게 되었다.

2018년말 82개 Rehaus 기준 약 4,000억원의 매출(50억원/대리점-년)이 1분기 말 120개로 증가했고, 연내 200개, 2020년까지는 2~300개 수준으로 증가시킨다는 전략이며, 매출은 이에 따라 리하우스부문에서 YoY 20%이상 증가가 지속되어 성장원으로 작용할 것이다.

표 2. 한샘 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원)

구분	내용	값	비고
영업가치	Implied OP	270.0	APT재고 1,000만호 / 교체연수 20년 / 한샘MS 30% / ASP 1,800만원 / OPM 10% KOSPI 밸류 Duration 5년 / 할인율 3%
	Implied Target Multiple	11.0	
		2,970.0	
	NPV	2,500.7	
비영업가치	자사주 가치	560.3	
	NAV 할인	392.2	
	소계	392.2	
합(영업+비영업)		2,892.9	
순차입금		(241.3)	
순기업가치		3,134.2	
Target Price		133,000	

자료: 하나금융투자

그림 1. 한샘 12M Fwd PER 밴드

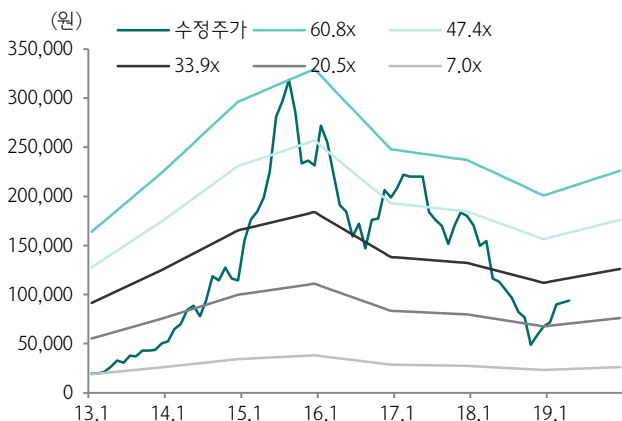
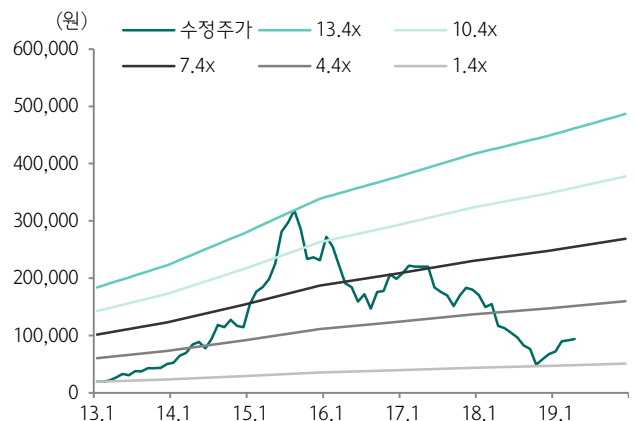


그림 2. 한샘 12M Fwd PBR 밴드



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,062.5	1,928.5	1,960.6	2,112.1	2,247.1
매출원가	1,464.2	1,416.7	1,415.5	1,519.7	1,598.6
매출총이익	598.3	511.8	545.1	592.4	648.5
판매비	457.8	455.8	456.8	485.8	512.3
영업이익	140.5	56.0	88.3	106.6	136.1
금융손익	1.1	2.3	6.5	6.5	6.5
중속/관계기업손익	3.4	2.6	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	(6.8)	63.7	4.0	5.0	8.0
세전이익	138.2	124.7	101.8	121.1	153.6
법인세	42.3	34.7	24.4	29.1	36.9
계속사업이익	95.9	90.0	77.3	92.0	116.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	95.9	90.0	77.3	92.0	116.8
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	96.0	90.0	77.4	92.0	116.8
지배주주지분포괄이익	85.6	88.0	77.4	92.0	116.8
NOPAT	97.5	40.4	67.1	81.0	103.5
EBITDA	158.4	79.1	108.8	124.9	152.6
성장성(%)					
매출액증가율	6.6	(6.5)	1.7	7.7	6.4
NOPAT증가율	(18.5)	(58.6)	66.1	20.7	27.8
EBITDA증가율	(8.9)	(50.1)	37.5	14.8	22.2
영업이익증가율	(12.0)	(60.1)	57.7	20.7	27.7
(지배주주)순이익증가율	(24.7)	(6.3)	(14.0)	18.9	27.0
EPS증가율	(24.8)	(6.2)	(14.0)	19.0	26.9
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	26.5	27.8	28.0	28.9
EBITDA이익률	7.7	4.1	5.5	5.9	6.8
영업이익률	6.8	2.9	4.5	5.0	6.1
계속사업이익률	4.6	4.7	3.9	4.4	5.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,077	3,823	3,287	3,911	4,962
BPS	27,999	30,841	33,229	36,016	39,855
CFPS	8,014	5,124	4,810	5,433	6,647
EBITDAPS	6,732	3,360	4,623	5,309	6,484
SPS	87,640	81,944	83,312	89,747	95,483
DPS	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	44.1	17.6	28.6	24.0	18.9
PBR	6.4	2.2	2.8	2.6	2.4
PCFR	22.5	13.2	19.5	17.3	14.1
EV/EBITDA	26.5	18.6	18.1	15.2	11.8
PSR	2.1	0.8	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	18.3	16.6	12.8	13.9	15.8
ROA	10.2	9.4	8.0	8.8	10.2
ROIC	38.5	12.7	23.9	33.3	43.7
부채비율	92.2	63.7	58.3	56.0	52.1
순부채비율	(7.1)	(20.5)	(38.3)	(44.6)	(51.2)
이자보상배율(배)	66.7	24.5	66.4	82.1	104.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	414.1	439.8	564.6	654.0	764.3
금융자산	186.5	181.7	302.2	371.3	463.6
현금성자산	75.4	81.9	200.7	262.0	347.3
매출채권 등	132.8	111.7	113.6	122.4	130.2
재고자산	73.1	66.7	67.8	73.0	77.7
기타유동자산	21.7	79.7	81.0	87.3	92.8
비유동자산	561.7	500.4	433.5	432.2	432.1
투자자산	99.9	91.6	91.2	98.3	104.6
금융자산	60.3	60.4	61.4	66.2	70.4
유형자산	314.7	259.9	195.9	189.8	185.2
무형자산	15.8	21.7	19.2	17.0	15.1
기타비유동자산	131.3	127.2	127.2	127.1	127.2
자산총계	975.7	940.1	998.1	1,086.2	1,196.4
유동부채	406.5	299.9	301.2	321.6	339.8
금융부채	107.7	23.9	20.9	20.9	20.9
매입채무 등	246.5	228.5	232.4	250.3	266.3
기타유동부채	52.3	47.5	47.9	50.4	52.6
비유동부채	61.6	65.8	66.2	68.2	70.0
금융부채	43.0	40.0	40.0	40.0	40.0
기타비유동부채	18.6	25.8	26.2	28.2	30.0
부채총계	468.1	365.7	367.4	389.9	409.8
지배주주지분	507.5	574.4	630.6	696.1	786.6
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1
자본조정	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)	(151.4)
기타포괄이익누계액	(4.4)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
이익잉여금	601.7	667.9	724.1	789.7	880.0
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
자본총계	507.6	574.5	630.7	696.2	786.6
손금유부채	(35.9)	(117.8)	(241.3)	(310.4)	(402.7)

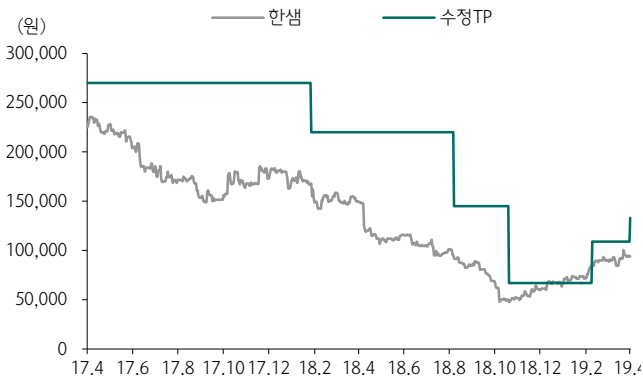
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	66.2	63.7	95.3	109.5	132.1
당기순이익	95.9	90.0	77.3	92.0	116.8
조정	49.1	(4.6)	17.5	15.3	13.4
감가상각비	17.9	23.0	20.5	18.3	16.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	31.2	(27.6)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(78.8)	(21.7)	0.5	2.2	1.9
투자활동 현금흐름	(154.3)	50.1	47.7	(21.9)	(20.3)
투자자산감소(증가)	(12.4)	11.0	3.3	(4.0)	(3.3)
유형자산감소(증가)	(114.7)	73.3	46.0	(10.0)	(10.0)
기타	(27.2)	(34.2)	(1.6)	(7.9)	(7.0)
재무활동 현금흐름	17.2	(107.9)	(24.2)	(26.4)	(26.4)
금융부채증가(감소)	130.7	(86.8)	(3.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.6)	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(19.9)	(21.2)	(21.2)	(26.4)	(26.4)
현금의 증감	(74.7)	6.4	118.8	61.2	85.4
Unlevered CFO	188.6	120.6	113.2	127.9	156.4
Free Cash Flow	(50.4)	51.8	91.3	99.5	122.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한샘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.11	BUY	133,000		
19.2.19	BUY	109,000	-16.66%	-7.80%
18.10.30	BUY	67,000	-5.00%	23.73%
18.8.17	BUY	145,000	-47.99%	-35.79%
18.2.6	BUY	220,000	-43.52%	-26.36%
17.5.23	BUY	270,000	-34.77%	-17.78%
17.1.30	BUY	250,000	-11.67%	-5.80%

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	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 04월 11일 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.