

한샘 (009240)

전통적인 비우호적 환경, 한샘은 성장한다

건자재



김기룡

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	121,000원 (U)
현재주가 (4/18)	101,000원
상승여력	20%

시가총액	23,769억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	147억원
60일 평균 거래량	167,849주
52주 고	122,500원
52주 저	47,600원
외인지분율	22.57%
주요주주	조창걸 외 26 인 32.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.7	44.5	(17.2)
상대	7.0	38.7	(7.3)
절대(달려환산)	8.3	42.6	(22.2)

전통적인 비우호적 환경, 한샘은 성장한다

2018년 하반기 런칭한 '토탈 인테리어 패키지' 계약 물량은 빠르게 증가하고 있다. 이사 수요와 연동되는 주택매매거래 감소, 소비 경기 둔화 등 전통적으로 인식되는 비우호적 환경 속에서 동사의 월평균 패키지 계약 물량은 180set(3Q18) → 300set(4Q18) → 600set(1Q19P) 로 점차 확대되며 2019년 말, 월평균 1,000set 목표 달성은 보다 구체화되고 있다. 목표 달성(연간 12,000set, 평균 판매단가 1,700만원) 및 안정화를 가정한 패키지 매출은 전사 매출의 10%를 상회하며 B2C 시장의 High-single 기대 마진 수준에 점진적으로 수렴할 전망이다. 기존 KB대리점에 국한되었던 고가 부엌의 리하우스 판매 런칭(2019년 하반기~)은 추가적인 객단가 상승을 기대할 수 있는 요인이다. 과거 한샘의 성장기가 부엌가구 Item 판매 중심이었다면 향후 보여줄 또 다른 성장 Cycle은 교체 수요와 연동된 전체 공사 증가와 건자재 판매 확대를 통해 보다 구체화 될 것으로 전망한다. 부엌가구를 제외한 건자재 매출은 2018년 약 2,500억원 수준에서 올해 3,000억원 이상의 매출액을 기록할 것으로 추정한다.

1Q19 Preview : 영업이익은 시장 예상치 상회 전망

2019년 1분기, 한샘 실적(연결 기준)은 매출액 4,607억원(-5.6%, YoY), 영업이익 231억원(+164.8%, YoY)으로 영업이익은 시장 예상치를 12% 상회할 것으로 추정한다. 수익성 위주 영업활동을 통한 흡소핑 축소, B2B 매출 감소와 주택매매경기 둔화 영향으로 매출액은 전년동기대비 감소하는 반면, 수익성 제고로 이어지는 필드 영업 강화와 할인 이벤트 축소 등으로 영업이익은 전년대비 큰 폭으로 증가할 것으로 전망한다. 중국 실적(연결 자회사 반영)은 2018년 수익성 개선 구조조정(매장 합리화, 인력 조정 등) 효과로 적자 폭 축소에 따른 이익 개선을 기대할 수 있는 부분이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 91,000원에서 121,000원으로 상향

한샘에 대해 투자 의견 Buy 유지하나, 목표주가는 이익 추정치 및 멀티플 상향을 반영해 기존 91,000원에서 121,000원으로 33% 상향 제시한다. 기존 재고 주택의 노후화, 리모델링/인테리어 수요 확대와 함께 동사의 B2C 경쟁력(물류~시공, A/S 및 공사기간 단축)은 여전히 유효하다고 판단한다. 기존 리하우스 채널 내 변화(제휴→대리점)는 통상적인 가구 시장 구조(브랜드 30%/비브랜드 70%)를 감안한다면 관련 시장의 브랜드화 측면에서 긍정적인 흐름으로 판단한다. 동사의 주가는 실적 개선, 매각 기대감 반영 등으로 양호한 흐름을 지속하고 있다. 다만, 자산가치(자사주 25%, 순현금 등)를 제외한 영업가치는 2019년 기준 PER 19.5x(vs 2013~2015년 성장 초기 24x) 수준으로 현 주가에서 Valuation 부담을 논하기는 이르다고 판단한다. 비우호적 환경 속에서 증명할 동사의 B2C 역량과 실적 성장은 점진적인 주가 우상향의 근거가 될 것으로 전망한다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,607	-5.6	-5.8	4,757	-3.2
영업이익	231	164.8	17.8	213	8.5
세전계속사업이익	248	-2.8	-60.5	238	4.6
지배순이익	179	-3.7	-59.9	178	0.8
영업이익률 (%)	5.0	+3.2 %pt	+1.0 %pt	4.5	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	+0.1 %pt	-5.2 %pt	3.7	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		20,625	19,285	19,198	20,026
영업이익		1,405	560	1,142	1,350
지배순이익		960	900	871	1,064
PER		47.1	28.2	27.3	22.3
PBR		6.7	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA		28.3	30.6	15.4	11.1
ROE		18.3	16.6	14.4	15.7

자료: 유안타증권

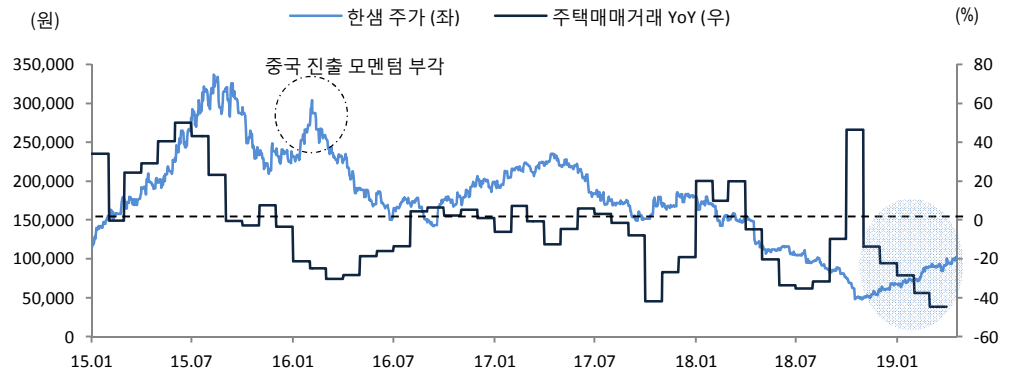
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	488	505	446	489	461	-5.6%	-5.8%	469	-1.8%
영업이익	9	17	10	20	23	164.8%	17.8%	21	12.0%
세전이익	26	25	11	63	25	-2.8%	-60.5%	23	6.5%
지배주주순이익	19	17	10	45	18	-3.7%	-59.9%	17	3.2%
영업이익률	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	5.0%			4.4%	
세전이익률	5.2%	4.9%	2.6%	12.9%	5.4%			5.0%	
지배주주순이익률	3.8%	3.4%	2.2%	9.1%	3.9%			3.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	488	505	446	489	1,928	461	488	471	500	1,920	2,003
한샘 (별도)	467	481	429	471	1,848	440	463	452	480	1,835	1,905
- 인테리어(B2C)	165	141	127	143	575	150	145	146	144	585	587
대리점	52	42	40	43	177	45	45	48	48	187	197
직매장	56	54	51	54	214	57	54	55	52	219	221
온라인	56	45	37	47	185	47	46	42	44	179	170
- 부엌가구(B2C)	185	205	176	208	773	191	208	199	222	820	884
대리점	97	108	91	119	415	102	110	107	126	444	489
리하우스	88	97	85	89	358	90	98	93	96	376	395
- Element(B2B)	118	136	126	120	499	98	111	107	114	430	434
연결자회사	21	24	18	18	80	21	25	19	20	85	97
매출 성장률 YoY											
한샘 (연결)	-5%	0%	-20%	0%	-6%	-6%	-3%	5%	2%	0%	4%
한샘 (별도)	-6%	0%	-19%	0%	-6%	-6%	-4%	5%	2%	-1%	4%
- 인테리어(B2C)	-11%	-9%	-27%	-9%	-14%	-9%	3%	15%	1%	2%	0%
대리점	-13%	-21%	-37%	-18%	-23%	-13%	7%	22%	13%	6%	5%
직매장	-15%	-3%	-20%	-3%	-11%	2%	0%	10%	-4%	2%	1%
온라인	-3%	-2%	-23%	-6%	-8%	-16%	1%	15%	-5%	-3%	-5%
- 부엌가구(B2C)	-13%	-6%	-26%	3%	-11%	4%	2%	13%	7%	6%	8%
대리점	-13%	-3%	-28%	8%	-9%	5%	2%	17%	6%	7%	10%
리하우스	-12%	-9%	-25%	-4%	-13%	2%	1%	9%	8%	5%	5%
- Element(B2B)	19%	24%	9%	9%	15%	-16%	-18%	-15%	-5%	-14%	1%
연결자회사	13%	13%	-38%	-12%	-9%	1%	3%	7%	12%	5%	15%
영업이익(연결)	9	17	10	20	56	23	30	28	33	114	135
한샘 (별도)	17	27	14	25	84	27	35	31	36	128	142
연결자회사	-8	-10	-4	-5	-28	-4	-4	-3	-3	-14	-7
% 영업이익률 (연결)	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	2.9%	5.0%	6.2%	5.9%	6.5%	5.9%	6.7%
한샘 (별도)	3.7%	5.7%	3.4%	5.3%	4.5%	6.2%	7.5%	6.8%	7.4%	7.0%	7.4%

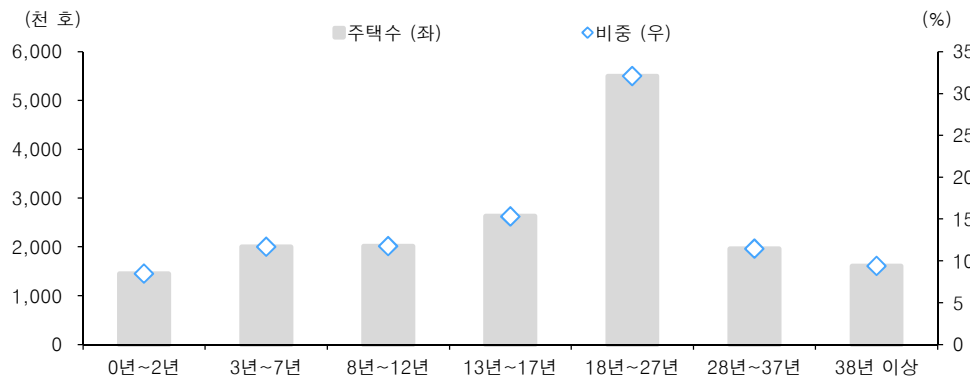
자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 주가 및 주택매매거래량 YoY 증감률



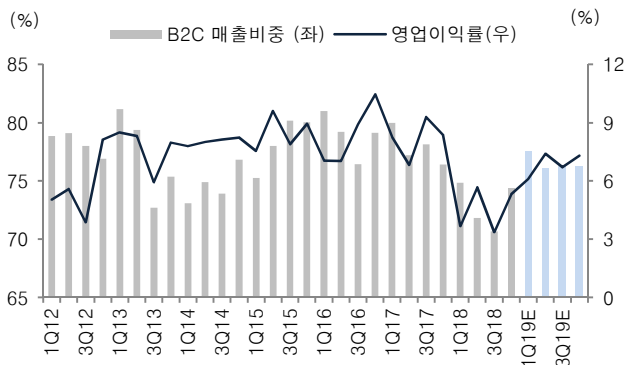
자료: 국토교통부, Dataguide, 유안타증권 리서치센터

노후기간별 주택유형 [2017년 기준]



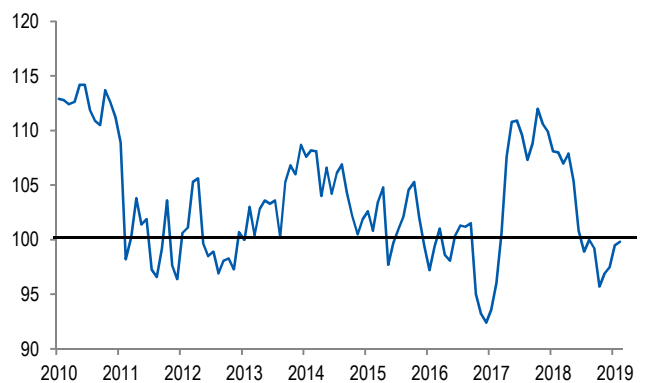
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

한샘 B2C 매출비중, 영업이익률 추이 및 전망 [별도 기준]



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

소비자심리지수



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,167	
- 12개월 선행 NOPLAT	83	법인세율 27% 적용
- Multiple	26	2013~2015년 성장기 평균 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	505	
- 자사주	417	590만주, 4/18일 증가 기준 30% 할인
- 투자부동산	67	2018년 기준, 장부가 30% 할인
- 관계기업 투자주식	21	2018년 기준, 장부가 30% 할인
3. 순차입금	-176	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,847	
- 발행주식수	23,533,928	자사주 포함
목표주가	121,000	반올림 적용
현재주가	101,000	4월 18일 증가 기준
Upside	20%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 실적 추정치 변경 요약

(단위: 십억원)

항목	신규(a)		기존(b)		차이 (a/b-1)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,920	2,003	1,978	2,118	-2.9%	-5.4%
영업이익	114	135	92	127	23.7%	6.3%
세전이익	121	148	105	140	15.1%	5.7%
지배주주순이익	87	106	76	101	15.1%	5.7%
영업이익률	5.9%	6.7%	4.7%	6.0%	+1.2%p	+0.7%p
세전이익률	6.3%	7.4%	5.3%	6.6%	+1.0%p	+0.8%p
순이익률	4.5%	5.3%	3.8%	4.8%	+0.7%p	+0.5%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,625	19,285	19,198	20,026	21,010
매출원가	14,642	14,167	13,753	14,193	14,798
매출충이익	5,983	5,118	5,445	5,834	6,212
판매비	4,578	4,558	4,303	4,484	4,715
영업이익	1,405	560	1,142	1,350	1,497
EBITDA	1,584	791	1,433	1,956	2,279
영업외손익	-23	687	68	128	140
외환관련손익	-14	-5	0	0	0
이자손익	23	24	30	30	30
관계기업관련손익	34	26	40	40	40
기타	-67	641	-2	58	70
법인세비용차감전순이익	1,382	1,247	1,210	1,478	1,637
법인세비용	423	347	339	414	458
계속사업순이익	959	900	871	1,064	1,179
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	959	900	871	1,064	1,179
지배지분순이익	960	900	871	1,064	1,179
포괄순이익	856	880	771	964	1,079
지배지분포괄이익	856	880	771	964	1,079

주: 영업외익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,141	4,398	4,848	5,111	5,380
현금및현금성자산	754	819	1,269	1,444	1,662
매출채권 및 기타채권	1,328	1,117	1,134	1,182	1,203
재고자산	731	667	650	680	710
비유동자산	5,617	5,004	5,024	5,665	6,373
유형자산	3,147	2,599	2,625	3,232	3,920
관계기업 등 지분관련자산	282	293	333	373	413
기타투자자산	717	622	604	604	604
자산총계	9,757	9,401	9,872	10,776	11,753
유동부채	4,065	2,999	2,964	3,016	3,036
매입채무 및 기타채무	2,465	2,285	2,314	2,341	2,371
단기차입금	1,077	209	160	130	110
유동성장기부채	0	30	60	60	60
비유동부채	616	658	568	568	558
장기차입금	430	400	290	260	230
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,681	3,657	3,532	3,585	3,594
지배지분	5,075	5,744	6,338	7,191	8,158
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	381	381	381
이익잉여금	6,017	6,679	7,338	8,191	9,158
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,076	5,745	6,339	7,192	8,159
순차입금	-359	-1,178	-1,756	-1,992	-2,260
총차입금	1,507	639	510	450	400

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	662	637	761	1,440	1,749
당기순이익	959	900	871	1,064	1,179
감가상각비	166	201	264	583	762
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-40	-40	-40
자산부채의 증감	-788	-217	-640	-460	-442
기타현금흐름	324	-246	307	293	290
투자활동 현금흐름	-1,543	501	-180	-1,080	-1,370
투자자산	-212	93	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,166	-119	-290	-1,190	-1,450
유형자산 감소	19	853	0	0	0
기타현금흐름	-184	-326	110	110	80
재무활동 현금흐름	172	-1,079	-341	-273	-263
단기차입금	918	-868	-49	-30	-20
사채 및 장기차입금	400	0	-80	-30	-30
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-199	-212	-212	-212	-212
기타현금흐름	-947	1	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	-38	4	209	88	101
현금의 증감	-747	64	450	176	218
기초 현금	1,501	754	819	1,269	1,444
기말 현금	754	819	1,269	1,444	1,662
NOPLAT	1,405	560	1,142	1,350	1,497
FCF	-800	298	183	-72	-32

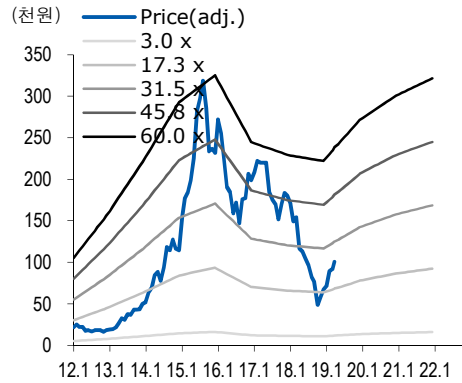
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

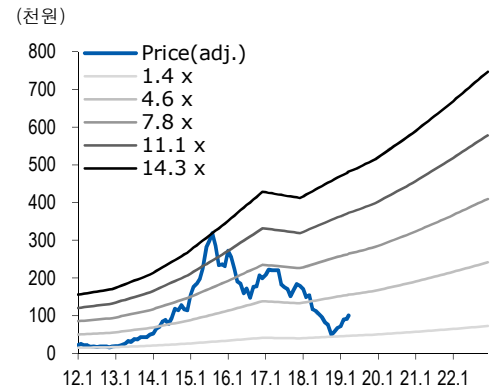
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,077	3,823	3,701	4,521	5,009
BPS	28,788	32,581	35,953	40,788	46,274
EBITDAPS	6,732	3,360	6,088	8,312	9,685
SPS	87,640	81,944	81,575	85,095	89,275
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	47.1	28.2	27.3	22.3	20.2
PBR	6.7	3.3	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	28.3	30.6	15.4	11.1	9.4
PSR	2.2	1.3	1.2	1.2	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.6	-6.5	-0.5	4.3	4.9
영업이익 증가율 (%)	-11.9	-60.1	103.7	18.2	10.9
지배순이익 증가율 (%)	-24.8	-6.2	-3.2	22.1	10.8
매출총이익률 (%)	29.0	26.5	28.4	29.1	29.6
영업이익률 (%)	6.8	2.9	5.9	6.7	7.1
지배순이익률 (%)	4.7	4.7	4.5	5.3	5.6
EBITDA 마진 (%)	7.7	4.1	7.5	9.8	10.8
ROIC	50.9	17.5	35.2	33.0	30.1
ROA	10.2	9.4	9.0	10.3	10.5
ROE	18.3	16.6	14.4	15.7	15.4
부채비율 (%)	92.2	63.7	55.7	49.8	44.1
순차입금/자기자본 (%)	-7.1	-20.5	-27.7	-27.7	-27.7
영업이익/금융비용 (배)	66.7	24.5	57.1	67.5	74.9

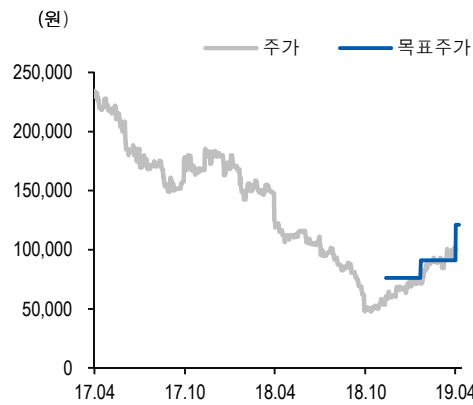
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-19	BUY	121,000	1년		
2019-02-07	BUY	91,000	1년	-0.70	12.09
2018-11-29	BUY	76,000	1년	-11.88	-2.63

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.