

한샘 (009240)

전자재

김기룡



02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	121,000원 (M)
현재주가 (4/26)	108,000원
상승여력	12%

시가총액	25,417억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	153억원
60일 평균 거래량	169,083주
52주 고	120,000원
52주 저	47,600원
외인지분율	22.84%
주요주주	조창걸 외 26 인 32.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.5	48.1	(10.0)
상대	19.8	48.0	2.2
절대(달러환산)	18.6	43.1	(16.2)

부진한 실적, 추세보다는 일시적 요인으로 판단

1Q19 Review : 영업이익, 컨센서스와 당사 예상치 모두 하회

2019년 1분기, 별도 기준 한샘 실적은 매출액 4,250억원(-9.0%, YoY), 영업이익은 222억원(+29.2%, YoY)을 기록했다. 매출액은 시장 예상치에 부합한 반면, 영업이익은 컨센서스를 14% 하회, 당사 예상치 대비 하락폭은 보다 확대되었다. 당초, B2B 채널과 홈쇼핑 매출 감소가 예견된 만큼 매출 둔화보다는 예상 대비 부진했던 이익 둔화가 아쉬운 요인으로 판단한다.

영업이익 부진 원인은 1) B2B 특판 매출 감소와 예상보다 낮아진 마진율 2) 리스 회계기준 변경에 따른 영업이익 감소(8억원) 3) 주택매매거래 감소에 따른 리하우스 제휴점 실적 둔화 등이 영향을 미쳤던 것으로 파악된다. 기존 역성장 기조를 보였던 직매장 매출은 낮아진 실적 기저와 입주 효과로 전년동기 대비 8% 증가한 반면, 리하우스 대리점 전환에 따른 제휴점 축소와 과도기적 매출 둔화, 주택매매거래 둔화에 상대적으로 영향을 받은 리하우스(제휴점) 매출은 전년동기대비 30% 감소했다.

아쉬운 1분기 실적, 성장의 방향성은 유효

동사의 성장 전략이 기존 아이템 판매에서(부엌, 욕실 등) 패키지 판매(전체 공사)로 전환되며 리하우스 대리점[82개(4Q18) → 131개(1Q19)]과 패키지 계약[300set/월(4Q18)→ 600set/월(1Q19)]은 빠르게 증가하고 있다. 2019년, 사측의 가이던스 역시 대리점 수(200개 → 300개)와 패키지 판매 목표치 (1,000set/월 → 1,500set/월) 모두 상향되었다. 1) B2B 매출의 점진적 감소에 따른 Mix 개선 효과 2) 2월 가격 인상(소매가 기준 5%) 효과 반영 3) KB대리점에 국한되었던 고가 부엌의 리하우스 판매 런칭(2019년 하반기~)을 통한 패키지 단가 상승(현 1,700만원/set) 4) 리하우스 전환(제휴점 대리점) 가속화에 따른 과도기적 실적 둔화를 감안한다면 당분기 실적 부진이 추세적으로 이어질 가능성은 낮을 것으로 추정한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 121,000원으로 유지

동사의 주가는 1) 패키지 판매 증가를 통한 주택매매거래 둔화 기조속의 성장 2) 매각 기대감 등으로 양호한 흐름을 지속했던만큼 1분기 실적 부진은 단기적으로 주가에 부담 요인이 될 전망이다. 다만, 재고 주택의 노후화, 리모델링/인테리어 수요 확대와 함께 동사의 B2C 경쟁력(물류~시공, A/S 및 공사 기간 단축)을 통한 패키지 판매 증가, 관련 시장의 브랜드화를 통한 성장은 유효하다고 판단한다. 전체 집공사에 기존 커버하지 못했던 공사 영역(철거/전기공사 등) 진출을 위한 인력 확충 등을 통한 추가적인 성과 달성 가능성은 긍정적 요인이다. 2019년, 2020년 영업이익을 기존 대비 각각 3% 하향 조정하나, 목표주가 변동 폭은 크지 않아 기존 투자의견과 목표주가 121,000원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,461	-8.6	-8.8	4,736	-5.8
영업이익	183	109.2	-7.0	216	-15.3
세전계속사업이익	200	-21.8	-68.2	240	-16.6
지배순이익	144	-22.6	-67.8	178	-19.1
영업이익률 (%)	4.1	+2.3 %pt	+0.1 %pt	4.6	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	3.2	-0.6 %pt	-5.9 %pt	3.8	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	20,625	19,285	18,651	19,508
영업이익	1,405	560	1,120	1,327
지배순이익	960	900	856	1,047
PER	47.1	28.2	29.7	24.3
PBR	6.7	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	28.3	30.6	16.9	14.6
ROE	18.3	16.6	14.2	15.5

자료: 유안타증권

한샘 1Q19 Review [별도 가전]

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	당사 추정치	차이(a/b)
매출액	467	481	429	471	425	-9.0%	-9.8%	452	440	-6.0%
영업이익	17	27	14	25	22	29.2%	-11.6%	26	27	-14.4%
세전이익	20	29	16	34	26	31.9%	-22.3%			
당기순이익	15	22	15	16	17	12.9%	3.9%			
영업이익률	3.7%	5.7%	3.4%	5.3%	5.2%			5.7%	6.1%	-0.5%p
세전이익률	4.3%	6.1%	3.8%	7.2%	6.2%					
당기순이익률	3.2%	4.6%	3.5%	3.5%	4.0%					

자료: 유안타증권 리서치센터

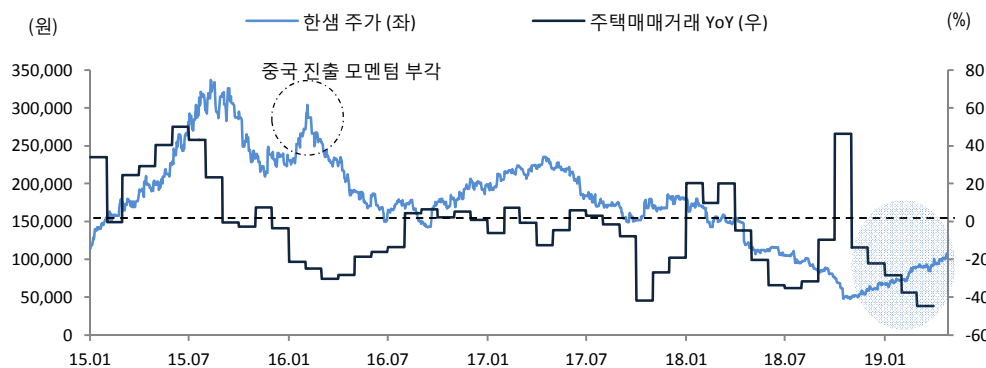
한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 [1Q19 연결 실적은 추정치 기준]

(단위: 십억원, %)

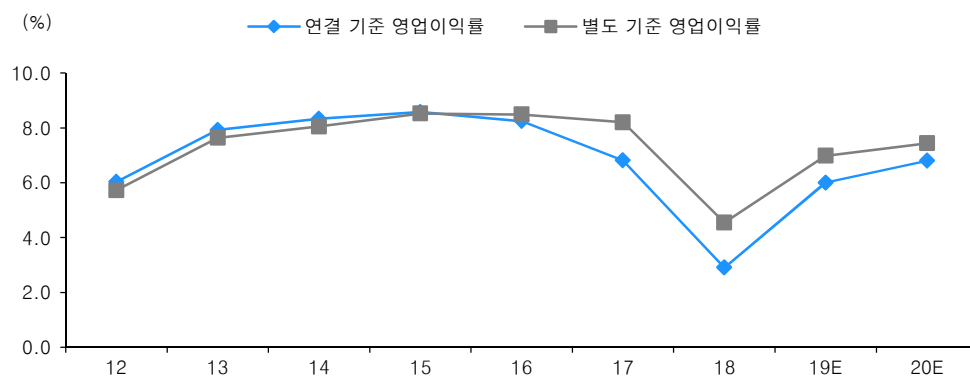
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	488	505	446	489	1,928	446	468	467	485	1,865	1,951
한샘 (별도)	467	481	429	471	1,848	425	443	448	465	1,780	1,853
- 인테리어(B2C)	165	141	127	143	575	159	143	140	148	590	605
대리점	52	42	40	43	177	46	43	45	47	180	186
직매장	56	54	51	54	214	61	58	55	54	227	232
온라인	56	45	37	47	185	52	43	40	48	183	188
- 부엌가구(B2C)	185	205	176	208	773	156	190	204	220	770	834
대리점(리하우스+KB)	97	108	91	119	415	95	117	125	134	469	540
리하우스(제휴점)	88	97	85	89	358	62	73	80	86	301	295
- Element(B2B)	118	136	126	120	499	110	109	103	97	420	414
연결자회사	21	24	18	18	80	21	25	19	20	85	97
매출 성장률 YoY											
한샘 (연결)	-5%	0%	-20%	0%	-6%	-9%	-7%	5%	-1%	-3%	5%
한샘 (별도)	-6%	0%	-19%	0%	-6%	-9%	-8%	4%	-1%	-4%	4%
- 인테리어(B2C)	-11%	-9%	-27%	-9%	-14%	-4%	2%	11%	3%	3%	3%
대리점	-13%	-21%	-37%	-18%	-23%	-13%	1%	15%	9%	2%	3%
직매장	-15%	-3%	-20%	-3%	-11%	8%	8%	8%	0%	6%	2%
온라인	-3%	-2%	-23%	-6%	-8%	-7%	-5%	10%	2%	-1%	3%
- 부엌가구(B2C)	-13%	-6%	-26%	3%	-11%	-15%	-7%	16%	6%	0%	8%
대리점(리하우스+KB)	-13%	-3%	-28%	8%	-9%	-3%	8%	36%	12%	13%	15%
리하우스(제휴점)	-12%	-9%	-25%	-4%	-13%	-30%	-24%	-6%	-3%	-16%	-2%
- Element(B2B)	19%	24%	9%	9%	15%	-6%	-19%	-18%	-19%	-16%	-2%
연결자회사	13%	13%	-38%	-12%	-9%	1%	3%	7%	12%	5%	15%
영업이익(연결)	9	17	10	20	56	18	27	31	35	112	133
한샘 (별도)	17	27	14	25	84	22	31	34	38	126	139
연결자회사	-8	-10	-4	-5	-28	-4	-4	-3	-3	-14	-7
% 영업이익률 (연결)	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	2.9%	4.1%	5.8%	6.7%	7.3%	6.0%	6.8%
한샘 (별도)	3.7%	5.7%	3.4%	5.3%	4.5%	5.2%	7.1%	7.6%	8.3%	7.1%	7.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 주가 및 주택매매거래량 YoY 증감률



한샘 연간 별도/연결 기준 영업이익률 추이



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	1,865	1,951	1,920	2,003	-2.8%	-2.6%
영업이익	112	133	114	135	-1.9%	-1.7%
세전이익	119	145	121	148	-1.8%	-1.6%
지배주주순이익	86	105	87	106	-1.8%	-1.6%
영업이익률	6.0%	6.8%	5.9%	6.7%	+0.1%p	+0.1%p
세전이익률	6.4%	7.5%	6.3%	7.4%	+0.1%p	+0.1%p
순이익률	4.6%	5.4%	4.5%	5.3%	+0.1%p	+0.1%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	18,651	19,508	20,611
매출원가	14,642	14,167	13,330	13,812	14,502
매출총이익	5,983	5,118	5,321	5,696	6,109
판매비	4,578	4,558	4,201	4,369	4,627
영업이익	1,405	560	1,120	1,327	1,482
EBITDA	1,584	791	1,411	1,614	1,782
영업외손익	-23	687	68	128	140
외환관련손익	-14	-5	0	0	0
이자손익	23	24	40	40	30
관계기업관련손익	34	26	40	40	40
기타	-67	641	-12	48	70
법인세비용차감전순이익	1,382	1,247	1,188	1,455	1,622
법인세비용	423	347	333	407	454
계속사업순이익	959	900	855	1,047	1,168
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	959	900	855	1,047	1,168
지배지분순이익	960	900	856	1,047	1,168
포괄순이익	856	880	755	947	1,068
지배지분포괄이익	856	880	755	947	1,068

주: 영업이익의 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	4,682	4,934	5,049
현금및현금성자산	754	819	1,103	1,267	1,331
매출채권 및 기타채권	1,328	1,117	1,134	1,182	1,203
재고자산	731	667	650	680	710
비유동자산	5,617	5,004	5,174	5,810	6,660
유형자산	3,147	2,599	2,595	3,081	3,801
관계기업 등 지분관련자산	282	293	333	373	413
기타투자자산	717	622	714	824	934
자산총계	9,757	9,401	9,856	10,744	11,710
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	6,323	7,158	8,114
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	381	381	381
이익잉여금	6,017	6,679	7,323	8,158	9,114
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,076	5,745	6,324	7,159	8,116
순차입금	-359	-1,178	-1,591	-1,815	-1,929
총차입금	1,507	639	510	450	400

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	662	637	746	1,104	1,256
당기순이익	959	900	855	1,047	1,168
감가상각비	166	201	264	264	280
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	-260	-750	-980
투자자산	-212	93	-110	-110	-110
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,166	-119	-290	-800	-1,080
유형자산 감소	19	853	30	50	80
기타현금흐름	-184	-326	110	110	130
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	139	82	51
현금의 증감	-747	64	284	164	64
기초 현금	1,501	754	819	1,103	1,267
기말 현금	754	819	1,103	1,267	1,331
NOPLAT	1,405	560	1,120	1,327	1,482
FCF	-800	298	167	-18	-155

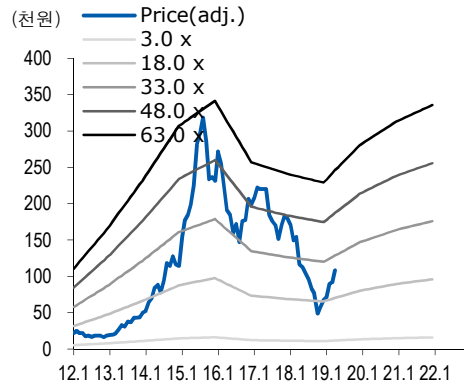
자료: 유안타증권

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

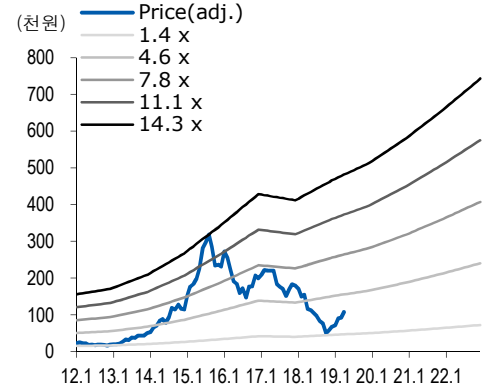
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,077	3,823	3,635	4,450	4,961
BPS	28,788	32,581	35,864	40,605	46,028
EBITDAPS	6,732	3,360	5,997	6,856	7,570
SPS	87,640	81,944	79,251	82,892	87,582
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	47.1	28.2	29.7	24.3	21.8
PBR	6.7	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	28.3	30.6	16.9	14.6	13.2
PSR	2.2	1.3	1.4	1.3	1.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.6	-6.5	-3.3	4.6	5.7
영업이익 증가율 (%)	-11.9	-60.1	99.9	18.5	11.7
지배순이익 증가율 (%)	-24.8	-6.2	-4.9	22.4	11.5
매출총이익률 (%)	29.0	26.5	28.5	29.2	29.6
영업이익률 (%)	6.8	2.9	6.0	6.8	7.2
자배순이익률 (%)	4.7	4.7	4.6	5.4	5.7
EBITDA 마진 (%)	7.7	4.1	7.6	8.3	8.6
ROIC	50.9	17.5	34.7	33.4	31.0
ROA	10.2	9.4	8.9	10.2	10.4
ROE	18.3	16.6	14.2	15.5	15.3
부채비율 (%)	92.2	63.7	55.9	50.1	44.3
순차입금/자기자본 (%)	-7.1	-20.5	-25.2	-25.4	-23.8
영업이익/금융비용 (배)	66.7	24.5	56.0	66.3	74.1

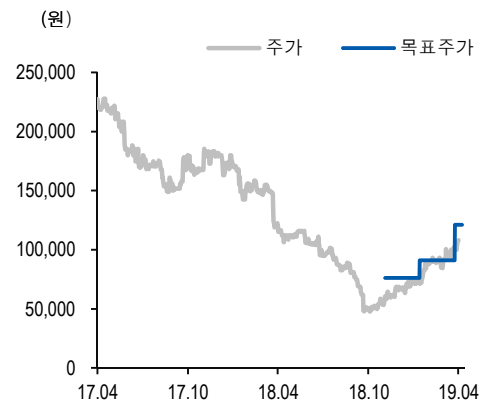
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-29	BUY	121,000	1년		
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)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-26

※ 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.