

한샘 (009240)

건자재



김기영

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	98,000원 (D)
현재주가 (6/17)	72,900원
상승여력	34%

시가총액	17,156억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	147억원
60일 평균 거래량	160,943주
52주 고	116,000원
52주 저	47,600원
외인지분율	22.62%
주요주주	조창걸 외 2인 32.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.1)	(19.0)	(36.9)
상대	(16.6)	(15.7)	(27.4)
절대(달러환산)	(14.5)	(22.4)	(41.6)

단기적 실적 부진, 성장 전략 방향성은 지속

단기적 실적 부진 전망 : 리하우스 대리점 순증효과 축소 + 패키지 물량 조정 효과

2018년 하반기 런칭한 토탈 인테리어 패키지 계약 건수는 2분기에도 양호한 흐름을 보이고 있는 반면, 기타 채널 매출 둔화 기조는 전분기에 이어 지속될 전망이다. 2019년 연간 매출액은 1) 주택매매 거래 감소로 인한 리하우스 대리점의 순증효과(리하우스 대리점 매출 증가 + 기타채널 매출 감소) 축소 2) 패키지 매출 산정 기준 변경(계약 기준 → 출고 기준)에 따른 물량 감소 영향 등으로 전년도에 이어 역성장 흐름이 이어질 전망이다. 채널별로는 리하우스 대리점 실적이 반영되는 부엌가구 대리점(KB대리점+리하우스 대리점)과 온라인 채널을 제외하면 전반적인 기타채널(직매장/인테리어대리점/리하우스(제휴점))의 매출 둔화 기조가 이어질 전망이다.

2019년 2분기 실적, 시장 예상치 하회 전망

2019년 2분기 한샘 실적(연결 기준)은 매출액 4,372억원(-13.5%, YoY), 영업이익 208억원(+19.4%, YoY)으로 현 시장 예상치를 하회할 것으로 추정한다. 1) 월 인테리어 패키지 출고 증가 2) 결제→모객 방송 전환 등을 통한 홈쇼핑 손익 개선 요인에도 불구하고, 주택매매거래 감소 및 리하우스 대리점 전환에 따른 전반적인 채널 부진이 실적 부담 요인으로 작용할 전망이다. 연결 자회사 실적에 반영되는 중국 손익 역시 2018년 인력 구조조정에 이어 2Q19 현지 직매장 축소에 따른 자산상각 반영으로 다소 부진할 전망이다. [2Q19(E) 중국 영업손익 : -61억원 / 2019년 가이던스 -150억원]

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 98,000원으로 19% 하향

한샘에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 1) 2019년, 2020년 연간 영업이익 추정치 19%, 11% 하향 2) 목표주가 멀티플 조정(26x → 22x, 2013~2015년 성장 초기 10% 할인)을 반영하여 기존 121,000원에서 98,000원으로 19% 하향 조정한다. 동사의 성장 전략은 단기적인 실적 회복보다는 리모델링/인테리어 수요 확대에 대비한 리하우스 대리점 전환(비브랜드 시장의 브랜드화) 가속화에 집중하고 있다. [리하우스 대리점 : 82개(2018) → 150개(2019.05) → 300개(2019E)]. 중장기적으로는 1) 기존 한샘이 커버하지 못했던 공사 영역(철거/전기공사 등) 확대 및 리하우스 채널의 고가부 역 런칭을 통한 패키지 판매단가 상승 2) 매장 리뉴얼(Ex. 직매장 → 소름/대리점 전환)을 통한 고정비 부담 완화 3) HUG 분양가 인하 유도에 따른 신규분양 축소 및 재고주택 교체수요 증가 가능성은 동시에 긍정적인 포인트가 될 전망이다. 단기적인 실적 부진은 불가피할 전망이다. 중장기적인 관점에서 리하우스 대리점 전환을 통한 M/S 확대와 함께 공기 단축(현 14일)을 비롯한 시공 역량 및 공사 커버영역, 아이템 확대 등 동사가 보유한 시장 내 B2C 경쟁력은 여전히 유효하다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,372	-13.5	-1.2	4,711	-7.2
영업이익	208	19.4	12.0	230	-9.7
세전계속사업이익	225	-9.4	2.9	248	-9.3
지배순이익	166	-1.7	43.9	187	-11.2
영업이익률 (%)	4.8	+1.4 %pt	+0.6 %pt	4.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	+0.4 %pt	+1.2 %pt	4.0	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		20,625	19,285	17,695	19,000
영업이익		1,405	560	907	1,178
지배순이익		960	900	709	942
PER		47.1	28.2	24.2	18.2
PBR		6.7	3.3	2.0	1.8
EV/EBITDA		28.3	30.6	10.9	8.9
ROE		18.3	16.6	11.7	14.0

자료: 유안타증권

한샘 2Q19 Preview [연결 기준, 컨센서스는 1개월 기준 적용]

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E (a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	505	446	489	443	437	-13.5%	-1.2%	462	-5.3%
영업이익	17	10	20	19	21	19.4%	12.0%	23	-11.5%
세전이익	25	11	63	22	22	-9.4%	2.9%	24	-7.9%
당기순이익	17	10	45	12	17	-1.7%	43.9%	18	-9.3%
영업이익률	3.4%	2.3%	4.0%	4.2%	4.8%			5.1%	
세전이익률	4.9%	2.6%	12.9%	4.9%	5.1%			5.3%	
당기순이익률	3.4%	2.2%	9.1%	2.6%	3.8%			4.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

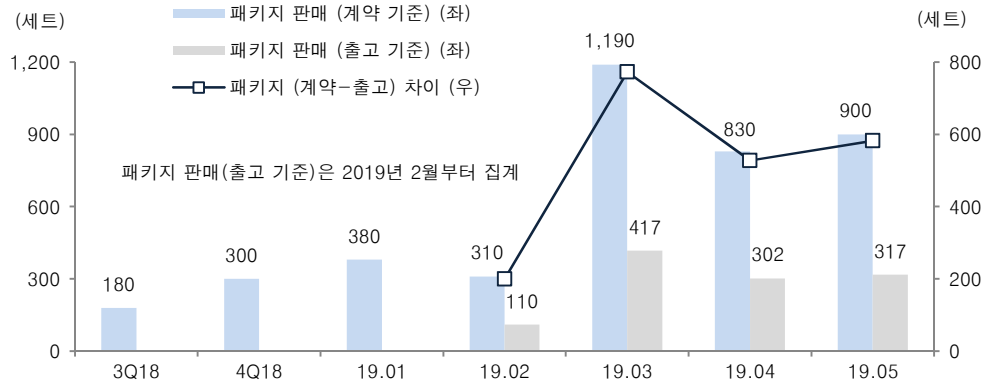
한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	488	505	446	489	1,928	443	437	437	453	1,769	1,900
한샘 (별도)	467	481	429	471	1,848	425	416	419	435	1,695	1,822
- 인테리어(B2C)	165	141	127	143	575	159	136	133	141	568	589
대리점	52	42	40	43	177	46	37	40	40	162	167
직매장	56	54	51	54	214	61	53	50	49	212	216
온라인	56	45	37	47	185	52	47	44	52	194	205
- 부엌가구(B2C)	185	205	176	208	773	156	170	183	197	706	856
대리점(리하우스+KB)	97	108	91	119	415	95	110	118	126	449	619
리하우스(제휴점)	88	97	85	89	358	62	60	65	71	258	237
- Element(B2B)	118	136	126	120	499	110	109	103	97	420	376
연결자회사	21	24	18	18	80	18	21	18	18	75	79
매출 성장률 YoY											
한샘 (연결)	-5%	0%	-20%	0%	-6%	-9%	-13%	-2%	-7%	-8%	7%
한샘 (별도)	-6%	0%	-19%	0%	-6%	-9%	-14%	-2%	-8%	-8%	7%
- 인테리어(B2C)	-11%	-9%	-27%	-9%	-14%	-4%	-3%	5%	-2%	-1%	4%
대리점	-13%	-21%	-37%	-18%	-23%	-13%	-12%	0%	-5%	-8%	3%
직매장	-15%	-3%	-20%	-3%	-11%	8%	-2%	-1%	-9%	-1%	2%
온라인	-3%	-2%	-23%	-6%	-8%	-7%	3%	20%	10%	5%	6%
- 부엌가구(B2C)	-13%	-6%	-26%	3%	-11%	-15%	-17%	4%	-5%	-9%	21%
대리점(리하우스+KB)	-13%	-3%	-28%	8%	-9%	-3%	2%	29%	6%	8%	38%
리하우스(제휴점)	-12%	-9%	-25%	-4%	-13%	-30%	-38%	-23%	-21%	-28%	-8%
- Element(B2B)	19%	24%	9%	9%	15%	-6%	-19%	-18%	-19%	-16%	-10%
연결자회사	13%	13%	-38%	-12%	-9%	-15%	-12%	0%	2%	-7%	5%
영업이익(연결)	9	17	10	20	56	19	21	24	28	91	118
한샘 (별도)	17	27	14	25	84	22	26	27	31	106	133
연결자회사	-8	-10	-4	-5	-28	-4	-5	-3	-3	-16	-15
% 영업이익률 (연결)	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	2.9%	4.2%	4.8%	5.4%	6.1%	5.1%	6.2%
한샘 (별도)	3.7%	5.7%	3.4%	5.3%	4.5%	5.2%	6.3%	6.4%	7.2%	6.3%	7.3%

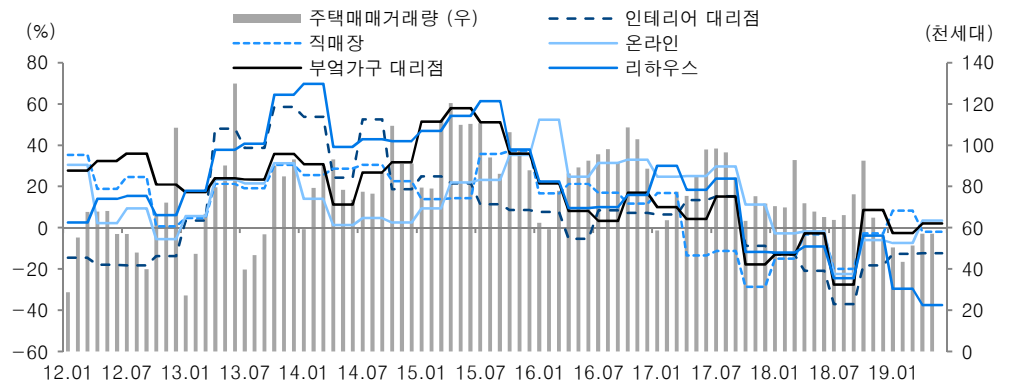
자료: 유안타증권 리서치센터

월(평균) 패키지 물량 기준 추이/변경 [계약 → 출고 기준, 1,000만원 이하 패키지 제외]



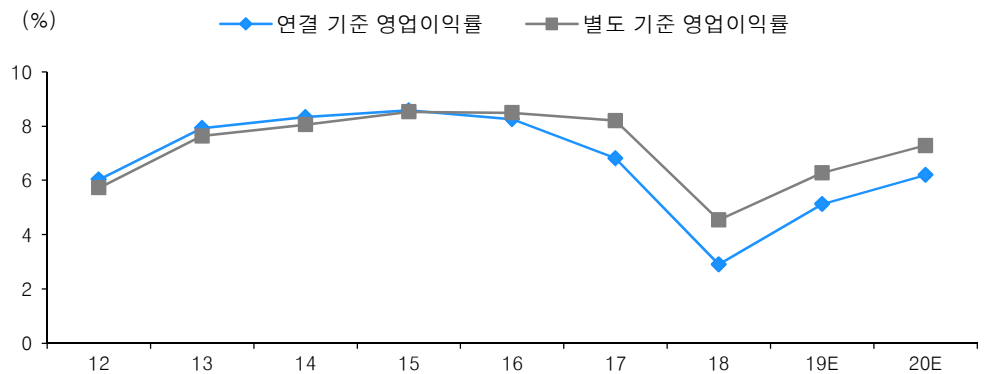
자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터 // 주: 출고 기준은 2019년 2월부터 제공

전국 주택매매거래량, 및 한샘 주요 채널별 매출 YoY 증감률



자료: 국토교통부, 한샘, 유안타증권 리서치센터

한샘 연간 별도/연결 기준 영업이익률 추이



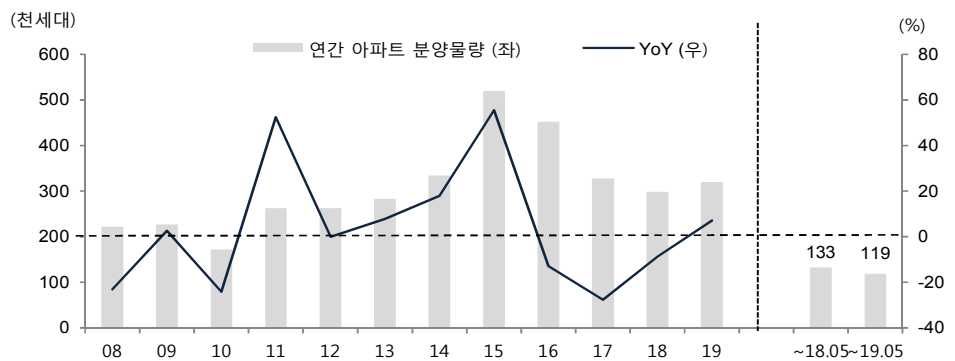
자료: 유안타증권 리서치센터

「고분양가 사업장 심사기준」 개선안 요약 [2019.06.05 일 발표]

구분	기 존	개선안
고분양가 사업장 해당기준	① (지역기준) 1년 이내 분양사업장 - 비교사업장 평균분양가 및 최고분양가의 100% 이내	① (1년 이내 분양기준) 최동 - 비교사업장 평균분양가 및 최고분양가의 100% 이내에서 심사
	② (인근기준) 1년 초과 분양사업장 - 평균분양가의 110% 이내	② (1년 초과 분양기준) 최동 - ㉔ 평균분양가에 주택가격변동률을 적용한 금액 이내 * 주택가격변동률이 하락할 경우, 평균분양가의 100% 이내에서 심사 - ㉕ 평균분양가의 105% 이내 ⇒ ㉔와 ㉕중 낮은 금액 이내에서 심사
	③ (인근기준) 준공사업장 - 평균매매가의 110% 이내	③ (준공기준) 준공일로부터 10년 이내 - ㉔ 평균분양가에 주택가격변동률을 적용한 금액 이내 * 주택가격변동률이 하락할 경우, 평균분양가의 100% 이내에서 심사 - ㉖ 해당지역(시·도) 최근 1년간 평균분양가격 - ㉗ 평균매매가의 100% 이내 ⇒ ㉔와 ㉕중 높은 금액을 적용하되, ㉖를 초과하지 않는 범위 내에서 심사
분양가격 산정방식	□평균분양가 - 평형·타입별 분양가의 산술평균 □평균매매가 - 평형·타입별 매매가의 산술평균 ⇒ 산술평균을 평균분양가(평균매매가)로 하고, 가중평균을 산술평균의 일정범위 내에서 관리	□평균분양가 - 평형·타입별·층별 분양가의 가중평균 □평균매매가 - 평형·타입별·층별 매매가의 가중평균 ⇒ 가중평균을 평균분양가(평균매매가)로 적용하도록 일원화
비교사업장 선정기준	□입지·단지규모·브랜드 중 2개 항목 이상이 유사한 사업장 선정 □신축, 구축 관계없이 모두 선정	□비교사업장 선정순서 규정 - 1년 이내 분양사업장 → 1년 초과 분양사업장 → 준공사업장의 순 □준공 10년 이내 사업장 선정 원칙

자료: HUG, 유안타증권 리서치센터

연간 아파트 분양물량 및 YoY 증감률



자료 : REPS, 유안타증권 리서치센터

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	1,706	
- 12개월 선행 NOPLAT	78	법인세율 29% 적용
- Multiple	22	2013~2015년 성장기 평균 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	388	
- 자사주	301	6/17일 종가 기준 30% 할인(5,904,365주)
- 투자부동산	66	1Q19 기준, 장부가 30% 할인
- 관계기업 투자주식	21	1Q19 기준, 장부가 30% 할인
3. 순차입금	-210	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,304	12개월 선행 기준
- 발행주식수	23,533,928	자사주 포함
목표주가	98,000	반올림 적용
현재주가	72,900	6월 17일 종가 기준
Upside	34%	

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	1,769	1,900	1,865	1,951	-5.1%	-2.6%
영업이익	91	118	112	133	-19.0%	-11.2%
세전이익	99	131	119	145	-16.6%	-10.2%
지배주주순이익	71	94	86	105	-17.1%	-10.1%
영업이익률	5.1%	6.2%	6.0%	6.8%	-0.9%p	-0.6%p
세전이익률	5.6%	6.9%	6.4%	7.5%	-0.8%p	-0.6%p
순이익률	4.0%	5.0%	4.6%	5.4%	-0.6%p	-0.4%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,625	19,285	17,695	19,000	20,626
매출원가	14,642	14,167	12,601	13,386	14,420
매출충이익	5,983	5,118	5,094	5,614	6,206
판매비	4,578	4,558	4,187	4,436	4,796
영업이익	1,405	560	907	1,178	1,410
EBITDA	1,584	791	1,400	1,669	1,917
영업외손익	-23	687	84	128	140
외환관련손익	-14	-5	0	0	0
이자손익	23	24	49	49	30
관계기업관련손익	34	26	42	40	40
기타	-67	641	-7	39	70
법인세비용차감전순이익	1,382	1,247	991	1,306	1,550
법인세비용	423	347	282	364	443
계속사업순이익	959	900	709	942	1,107
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	959	900	709	942	1,107
지배지분순이익	960	900	709	942	1,107
포괄순이익	856	880	785	1,018	1,183
지배지분포괄이익	856	880	785	1,018	1,183

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,141	4,398	4,503	5,030	5,530
현금및현금성자산	754	819	903	1,154	1,353
매출채권 및 기타채권	1,328	1,117	1,140	1,245	1,369
재고자산	731	667	650	689	744
비유동자산	5,617	5,004	6,274	6,511	6,704
유형자산	3,147	2,599	3,729	3,835	3,902
관계기업 등 지분관련자산	282	293	324	364	404
기타투자자산	717	622	736	826	916
자산총계	9,757	9,401	10,777	11,541	12,234
유동부채	4,065	2,999	3,090	3,502	3,468
매입채무 및 기타채무	2,465	2,285	2,450	2,583	2,689
단기차입금	1,077	209	160	130	80
유동성장기부채	0	30	50	80	90
비유동부채	616	658	1,336	957	789
장기차입금	430	400	340	290	210
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,681	3,657	4,426	4,459	4,257
지배지분	5,075	5,744	6,350	7,081	7,976
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	381	381	381
이익잉여금	6,017	6,679	7,174	7,905	8,800
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,076	5,745	6,351	7,081	7,977
순차입금	-359	-1,178	-1,892	-2,301	-2,722
총차입금	1,507	639	615	565	445

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	662	637	1,121	1,323	1,457
당기순이익	959	900	709	942	1,107
감가상각비	166	201	463	463	483
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-42	-40	-40
자산부채의 증감	-788	-217	-377	-340	-387
기타현금흐름	324	-246	367	298	294
투자활동 현금흐름	-1,543	501	-219	-756	-613
투자자산	-212	93	-91	-90	-90
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,166	-119	-624	-670	-690
유형자산 감소	19	853	463	100	140
기타현금흐름	-184	-326	33	-96	27
재무활동 현금흐름	172	-1,079	-456	-410	-480
단기차입금	918	-868	-56	-30	-50
사채 및 장기차입금	400	0	-40	-20	-70
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-199	-212	-212	-212	-212
기타현금흐름	-947	1	-149	-149	-149
연결범위변동 등 기타	-38	4	-361	95	-165
현금의 증감	-747	64	84	251	199
기초 현금	1,501	754	819	903	1,154
기말 현금	754	819	903	1,154	1,353
NOPLAT	1,405	560	907	1,178	1,410
FCF	-800	298	140	330	437

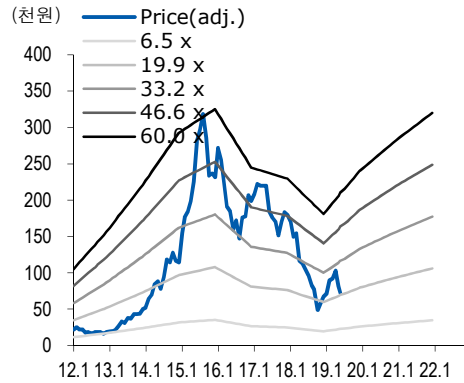
자료: 유안타증권

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

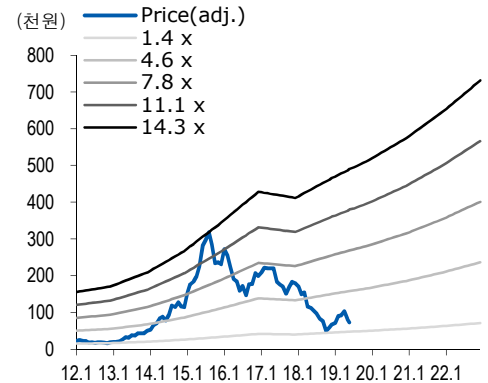
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,077	3,823	3,013	4,001	4,703
BPS	28,788	32,581	36,021	40,163	45,241
EBITDAPS	6,732	3,360	5,947	7,090	8,146
SPS	87,640	81,944	75,188	80,736	87,645
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	47.1	28.2	24.2	18.2	15.5
PBR	6.7	3.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	28.3	30.6	10.9	8.9	7.5
PSR	2.2	1.3	1.0	0.9	0.8

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.6	-6.5	-8.2	7.4	8.6
영업이익 증가율 (%)	-11.9	-60.1	61.9	29.8	19.7
지배순이익 증가율 (%)	-24.8	-6.2	-21.2	32.8	17.5
매출총이익률 (%)	29.0	26.5	28.8	29.5	30.1
영업이익률 (%)	6.8	2.9	5.1	6.2	6.8
지배순이익률 (%)	4.7	4.7	4.0	5.0	5.4
EBITDA 마진 (%)	7.7	4.1	7.9	8.8	9.3
ROIC	50.9	17.5	25.6	28.7	33.7
ROA	10.2	9.4	7.0	8.4	9.3
ROE	18.3	16.6	11.7	14.0	14.7
부채비율 (%)	92.2	63.7	69.7	63.0	53.4
순차입금/자기자본 (%)	-7.1	-20.5	-29.8	-32.5	-34.1
영업이익/금융비용 (배)	66.7	24.5	45.4	58.9	70.5

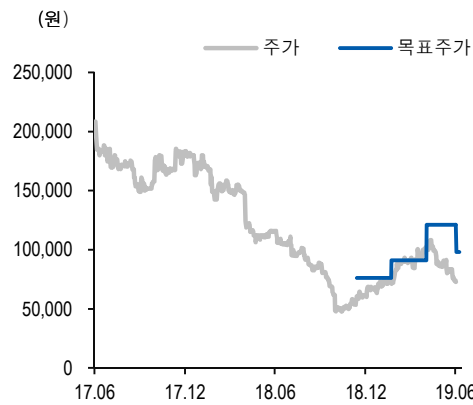
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-18	BUY	98,000	1년		
2019-04-19	BUY	121,000	1년	-26.46	-10.74
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)	87.4
Hold(중립)	12.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-15

※ 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.