

한샘 (009240)

인테리어 플랫폼 기업으로의 변화

한샘, 2분기 실적 기대치 하회 전망

한샘의 2019년 2분기 실적은 연결기준 매출 4,261억원으로 전년비 16% 감소하고, 영업이익은 178억원으로 전년비 2% 증가할 것으로 전망한다. 이익 기준 컨센서스를 하회할 것으로 본다.

매출액은 부업부문에서 16% 수준의 매출감소 전망하고, 인테리어 대리점도 전년비 3%대 매출감소 전망한다. 2분기에는 중국직매장을 대리점으로 전환하는 비용의 반영도 있을 것으로 예상된다.

인테리어 시장과 리하우스 대리점의 의미

한샘의 성장전략은 리하우스를 주축으로 하는 인테리어 올수리 시장의 플랫폼화이고, 핵심은 종전의 부업대리점/리하우스 제휴점을 '리하우스 대리점'으로 전환하는 데 있다. 특히 종전의 리하우스 제휴점들은 전국 약 3천여 개 인테리어 자영업 사장들과의 단순 제휴에서, 현재는 Exclusive한 대리점화 하는 것이라는 큰 차이가 있다. 그리고 이 세그먼트의 성장이 한샘의 기업가치 키워드가 될 수 밖에 없다.

4Q18기준 82개던 리하우스 대리점은 1Q19에 130개, 2Q19에 162개로 증가했고 연내 200개소 이상이 될 것으로 전망한다. 종전의 부업대리점에서 리하우스 대리점으로의 전환이 이뤄지다보니 부업대리점 매출이 감소하는 것이지만 궁극적으로 이 플랫폼의 구축과 그 성과에 따라 한샘 주가는 연동 할 것이다.

2019년은 실적보다는 기업의 전략변화에 주목

2019년은 인테리어단품/부업단품을 중심으로 성장해 온 한샘이 리하우스를 통한 인테리어 올수리 시장에서 종전의 제휴레벨을 넘어 자영업 사장들을 대리점화/플랫폼화하는 BM의 변화가 이뤄지는 해다. 실적주로서보다는 플랫폼 기업으로서 긍정적 변화라고 판단하고, 이런 BM변화의 Terminal Stage를 현가화 한 TP 13.3만원을 유지하겠다. 현 주가수준에서는 적극 매수다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 133,000원 | CP(7월 8일): 69,200원

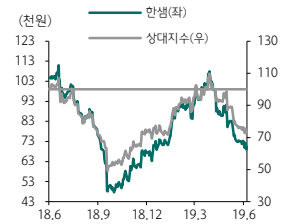
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,064.17
52주 최고/최저(원)	111,000/47,600
시가총액(십억원)	1,628.5
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	23,533.9
60일 평균 거래량(천주)	144.1
60일 평균 거래대금(십억원)	12.7
18년 배당금(예상, 원)	1,500
18년 배당수익률(예상, %)	2.17
외국인지분율(%)	23.16
주요주주 지분율(%)	
조창걸 외 23 인	32.38
Teton Capital Partners LP	7.56
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(16.9) 9.3 (33.8)
상대	(16.6) 7.3 (27.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,840.6	1,930.2
영업이익(십억원)	90.7	112.0
순이익(십억원)	74.1	93.6
EPS(원)	3,150	3,979
BPS(원)	35,597	39,492

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,062.5	1,928.5	1,775.4	1,880.4	2,012.6
영업이익	십억원	140.5	56.0	74.2	93.9	118.1
세전이익	십억원	138.2	124.7	87.7	108.4	135.6
순이익	십억원	96.0	90.0	66.7	82.4	103.1
EPS	원	4,077	3,823	2,833	3,502	4,380
증감률	%	(24.8)	(6.2)	(25.9)	23.6	25.1
PER	배	44.15	17.63	24.43	19.76	15.80
PBR	배	6.43	2.19	2.11	1.97	1.80
EV/EBITDA	배	26.51	18.57	14.69	11.86	9.31
ROE	%	18.29	16.63	11.16	12.72	14.43
BPS	원	27,999	30,841	32,774	35,152	38,409
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

한샘, 2분기 실적 기대치 하회 전망

한샘의 2019년 2분기 실적은 연결기준 매출 4,261억원으로 전년비 16% 감소하고, 영업이익은 178억원으로 전년비 2% 증가할 것으로 전망한다. 이익 기준 컨센서스를 하회할 것으로 본다.

매출액은 부엌부문에서 16% 수준의 매출감소 전망하고, 인테리어 대리점도 전년비 3%대 매출감소 전망한다. 2분기에는 중국직매장을 대리점으로 전환하는 비용의 반영도 있을 것으로 예상한다.

표 1. 한샘 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	1,928.5	1,775.4	488.0	505.2	446.3	488.9	442.5	426.1	426.1	480.7
yoy growth	-6.5%	-7.9%	-4.9%	0.4%	-19.7%	-0.2%	-9.3%	-15.7%	-4.5%	-1.7%
1. B2C	1,348.7	1,274.6	349.5	345.3	303.0	350.8	314.7	305.9	305.9	348.1
1) 인테리어	575.4	563.9	164.7	140.8	126.6	143.2	158.5	135.3	135.3	134.7
yoy growth	-11.4%	-2.0%	-10.6%	-9.0%	-27.4%	-8.9%	-3.8%	-3.9%	6.9%	-5.9%
Agency Store	176.6	157.2	52.3	42.2	39.6	42.5	45.6	37.7	37.7	36.1
yoy growth	-22.6%	-11.0%	-13.0%	-21.0%	-30.7%	-13.2%	-12.8%	-10.6%	-4.7%	-15.0%
Flag Shop	214.3	231.4	56.3	53.6	50.5	53.9	60.9	55.5	55.5	59.5
yoy growth	-10.9%	8.0%	-15.1%	-3.2%	-29.5%	-34.4%	8.2%	3.6%	10.0%	10.3%
Online	184.5	175.3	56.2	45.0	36.5	46.8	52.0	42.1	42.1	39.1
yoy growth	-8.0%	-5.0%	-2.8%	-2.0%	-20.0%	79.1%	-7.5%	-6.5%	15.2%	-16.4%
2) 부엌	773.3	710.7	184.8	204.5	176.4	207.6	156.2	170.6	170.6	213.4
yoy growth	-11.1%	-8.1%	-12.6%	-5.9%	-26.1%	2.8%	-15.5%	-16.6%	-3.3%	2.8%
Agency Store	415.3	290.7	97.1	108.0	91.4	118.8	61.7	69.8	69.8	89.5
yoy growth	-9.4%	-30.0%	-13.1%	-2.8%	-23.9%	-9.4%	-36.5%	-35.4%	-23.7%	-24.7%
Rehaus	358.0	240.0	87.7	96.5	85.0	88.8	57.3	57.6	57.6	67.5
yoy growth	-12.9%	-33.0%	-12.1%	-9.2%	-15.2%	-0.3%	-34.7%	-40.3%	-32.2%	-24.0%
2. B2B	499.2	432.3	118.0	135.5	125.4	120.3	110.3	103.8	103.8	114.5
yoy growth	15.3%	-13.4%	19.2%	23.5%	10.5%	8.6%	-6.5%	-23.4%	-17.3%	-4.8%
Construction Co.	316.1	252.9	75.1	85.1	81.2	74.7	63.8	60.7	60.7	67.7
yoy growth	44.1%	-20.0%	60.1%	78.4%	73.8%	73.5%	-15.0%	-28.7%	-25.3%	-9.4%
Materials	183.1	179.4	42.8	50.4	44.2	45.7	46.5	43.1	43.1	46.8
yoy growth	-15.0%	-2.0%	-17.9%	-18.7%	-33.8%	-32.5%	8.6%	-14.6%	-2.6%	2.4%
3. 연결대상 기업들	80.6	68.5	20.5	24.4	17.9	17.8	17.5	16.4	16.4	18.1
yoy growth	-10.1%	-15.0%	10.7%	13.4%	-39.4%	-11.0%	-14.7%	-32.6%	-8.3%	1.5%
매출원가	1,416.7	1,287.5	359.2	368.4	330.1	359.0	312.6	307.3	310.4	357.3
yoy growth	-3.2%	-9.1%	-0.2%	2.7%	-15.3%	0.7%	-13.0%	-16.6%	-6.0%	-0.5%
원가율	73.5%	72.5%	73.6%	72.9%	74.0%	73.4%	70.6%	72.1%	72.8%	74.3%
매출총이익	511.8	487.9	128.9	136.8	116.2	130.0	129.9	118.8	115.7	123.4
yoy growth	-14.5%	-4.7%	-16.0%	-5.5%	-30.2%	-2.8%	0.8%	-13.2%	-0.4%	-5.0%
GPM	26.5%	27.5%	26.4%	27.1%	26.0%	26.6%	29.4%	27.9%	27.2%	25.7%
판매비와 관리비	455.8	413.7	120.1	119.4	105.9	110.3	111.4	101.0	99.3	102.0
yoy growth	-0.4%	-9.2%	5.0%	1.5%	-16.4%	11.3%	-7.3%	-15.4%	-6.3%	-7.5%
판매비율	23.6%	23.3%	24.6%	23.6%	23.5%	22.6%	25.2%	23.7%	23.0%	21.2%
영업이익	56.0	74.2	8.7	17.4	10.2	19.7	18.5	17.8	16.5	21.4
yoy growth	-60.1%	32.4%	-77.6%	-35.8%	-74.3%	-43.6%	112.1%	2.3%	60.7%	9.0%
OPM	2.9%	4.2%	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	4.2%	4.2%	3.9%	4.5%
부엌가구부문	24.0	41.3								
인테리어가구부문	15.7	25.4								
기타	16.3	15.0								

자료: 하나금융투자

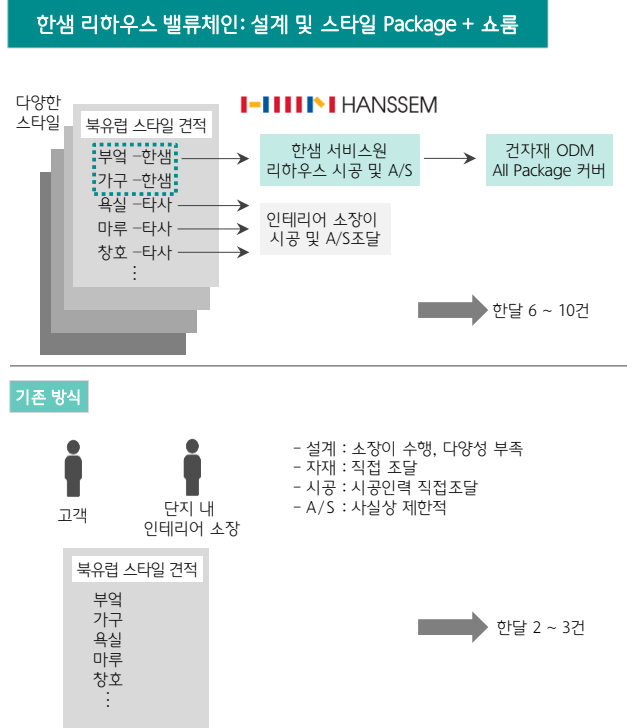
인테리어 시장과 리하우스 대리점의 의미

한샘의 성장전략은 리하우스를 주축으로 하는 인테리어 올수리 시장의 플랫폼화이고, 핵심은 종전의 부엌대리점/리하우스 제휴점을 ‘리하우스 대리점’으로 전환하는 데 있다. 특히 종전의 리하우스 제휴점들은 전국 약 3천여 개 인테리어 자영업 사장들과의 단순 제휴에서, 현재는 Exclusive한 대리점화 하는 것이라는 큰 차이가 있다. 그리고 이 세그먼트의 성장이 한샘의 기업가치 키워드가 될 수 밖에 없다.

4Q18기준 82개던 리하우스 대리점은 1Q19에 130개, 2Q19에 162개로 증가했고 연내 200개소 이상이 될 것으로 전망한다. 종전의 부엌대리점에서 리하우스 대리점으로의 전환이 이뤄지다보니 부엌대리점 매출이 감소하는 것이지만 궁극적으로 이 플랫폼의 구축과 그 성과에 따라 한샘 주가는 연동 할 것이다.

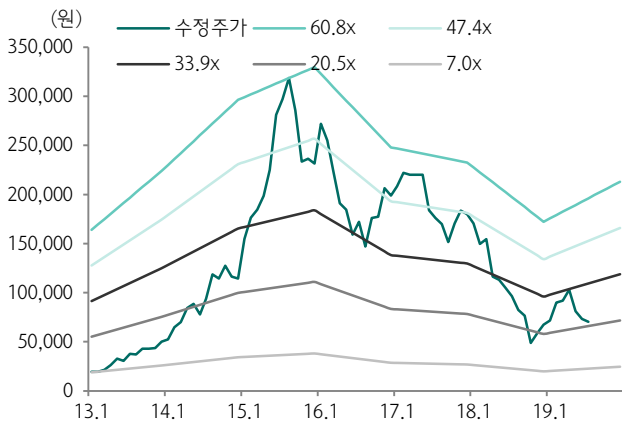
그림 1. 리하우스 사업모델 / 소장 단독 영업시 VS 리하우스 제휴 시

고객은 토털 인테리어 목적으로 방문하는 주변의 인테리어 샵을 가거나, 혹은 Rehaus를 방문할 수 있고, 어느 경우든 한샘고객으로 매칭되도록 상호 중개인(브로커) 역할을 함



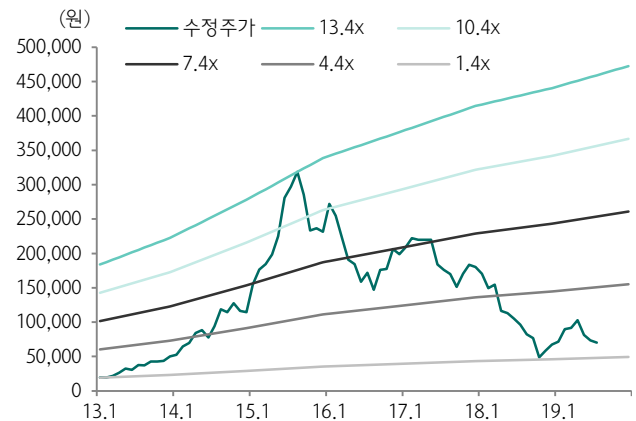
자료: 하나금융투자 | 주: 하나금융투자가 임의로 한샘리하우스의 사업모델을 이미지화 한 것임

그림 2. 한샘 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 한샘 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,062.5	1,928.5	1,775.4	1,880.4	2,012.6
매출원가	1,464.2	1,416.7	1,287.5	1,344.6	1,421.5
매출총이익	598.3	511.8	487.9	535.8	591.1
판매비	457.8	455.8	413.7	441.9	473.0
영업이익	140.5	56.0	74.2	93.9	118.1
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	87.7	108.4	135.6
법인세	42.3	34.7	21.0	26.0	32.5
계속사업이익	95.9	90.0	66.7	82.4	103.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	95.9	90.0	66.7	82.4	103.1
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	96.0	90.0	66.7	82.4	103.1
지배주주지분포괄이익	85.6	88.0	66.7	82.4	103.1
NOPAT	97.5	40.4	56.4	71.4	89.8
EBITDA	158.4	79.1	94.7	112.3	134.6
성장성(%)					
매출액증가율	6.6	(6.5)	(7.9)	5.9	7.0
NOPAT증가율	(18.5)	(58.6)	39.6	26.6	25.8
EBITDA증가율	(8.9)	(50.1)	19.7	18.6	19.9
영업이익증가율	(12.0)	(60.1)	32.5	26.5	25.8
(지배주주)순이익증가율	(24.7)	(6.3)	(25.9)	23.5	25.1
EPS증가율	(24.8)	(6.2)	(25.9)	23.6	25.1
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	26.5	27.5	28.5	29.4
EBITDA이익률	7.7	4.1	5.3	6.0	6.7
영업이익률	6.8	2.9	4.2	5.0	5.9
계속사업이익률	4.6	4.7	3.8	4.4	5.1

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,077	3,823	2,833	3,502	4,380
BPS	27,999	30,841	32,774	35,152	38,409
CFPS	8,014	5,124	4,214	4,904	5,903
EBITDAPS	6,732	3,360	4,025	4,770	5,718
SPS	87,640	81,944	75,440	79,903	85,518
DPS	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	44.1	17.6	24.4	19.8	15.8
PBR	6.4	2.2	2.1	2.0	1.8
PCR	22.5	13.2	16.4	14.1	11.7
EV/EBITDA	26.5	18.6	14.7	11.9	9.3
PSR	2.1	0.8	0.9	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	18.3	16.6	11.2	12.7	14.4
ROA	10.2	9.4	7.0	8.3	9.5
ROIC	38.5	12.7	20.2	29.5	38.1
부채비율	92.2	63.7	54.8	52.6	49.8
순부채비율	(7.1)	(20.5)	(38.2)	(44.0)	(50.0)
이자보상배율(배)	66.7	24.5	55.8	72.4	91.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	414.1	439.8	535.1	610.0	706.5
금융자산	186.5	181.7	297.5	358.4	437.2
현금성자산	75.4	81.9	205.6	261.1	333.0
매출채권 등	132.8	111.7	102.9	108.9	116.6
재고자산	73.1	66.7	61.4	65.0	69.6
기타유동자산	21.7	79.7	73.3	77.7	83.1
비유동자산	561.7	500.4	424.9	421.4	421.1
투자자산	99.9	91.6	82.6	87.5	93.7
금융자산	60.3	60.4	55.6	58.9	63.1
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	127.1
자산총계	975.7	940.1	960.0	1,031.5	1,127.7
유동부채	406.5	299.9	276.3	290.4	308.2
금융부채	107.7	23.9	20.9	20.9	20.9
매입채무 등	246.5	228.5	210.4	222.9	238.5
기타유동부채	52.3	47.5	45.0	46.6	48.8
비유동부채	61.6	65.8	63.7	65.1	66.9
금융부채	43.0	40.0	40.0	40.0	40.0
기타비유동부채	18.6	25.8	23.7	25.1	26.9
부채총계	468.1	365.7	340.0	355.6	375.1
지배주주지분	507.5	574.4	619.9	675.8	752.5
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	713.4	769.3	846.0
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
자본총계	507.6	574.5	620.0	675.9	752.5
손금유부채	(35.9)	(117.8)	(236.6)	(297.5)	(376.3)

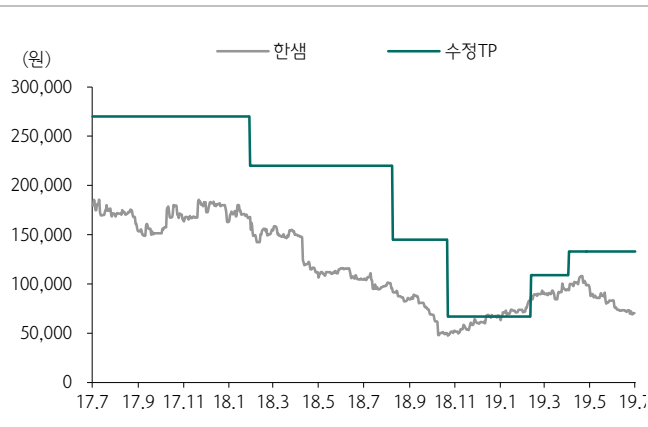
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	66.2	63.7	82.0	99.2	118.4
당기순이익	95.9	90.0	66.7	82.4	103.1
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)	(2.2)	1.5	1.9
투자활동 현금흐름	(154.3)	50.1	65.9	(17.3)	(20.0)
투자자산감소(증가)	(12.4)	11.0	11.9	(1.9)	(3.1)
유형자산감소(증가)	(114.7)	73.3	46.0	(10.0)	(10.0)
기타	(27.2)	(34.2)	8.0	(5.4)	(6.9)
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	123.7	55.5	72.0
Unlevered CFO	188.6	120.6	99.2	115.4	138.9
Free Cash Flow	(50.4)	51.8	78.0	89.2	108.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한샘



날짜	투자의견	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%
17.7.23	BUY	270,000	-37.03%	-31.30%
17.1.30	BUY	250,000	-15.51%	-5.80%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 9일

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 07월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 07월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.