

# 한샘 (009240)

## 전자재

### 김기용



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>93,000원 (D)</b>
현재주가 (7/26)	<b>67,800원</b>
상승여력	<b>37%</b>

시가총액	15,956억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	122,254주
52주 고	108,000원
52주 저	47,600원
외인지분율	23.36%
주요주주	조창걸 외 26 인 32.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.4)	(37.2)	(29.8)
상대	(2.9)	(33.8)	(22.2)
절대(달러환산)	(7.7)	(38.5)	(33.7)

## 어닝 쇼크, 성장 방향성은 흔들리지 않는다

### 2Q19 Review : 2분기 실적, 어닝 쇼크

2분기, 한샘 실적(별도 기준)은 매출액 3,955억원(-17.7%, YoY), 영업이익 128억원(-53.3%, YoY)으로 어닝 쇼크를 기록했다. 당분기 중국 직매장 축소에 따른 자산상각 등 연결자회사 적자폭 확대(2Q19 연결자회사 영업적자 45억원 추정)를 감안하면 연결 기준 영업이익은 시장 예상치(영업이익 166억원)를 50% 하회하는 부진한 실적으로 추정한다. 인테리어 패키지 계약 건수는 2분기에도 성장한 반면, 주택매매거래 감소에 기인한 기타 채널 매출 둔화 폭이 확대되며 전사 실적은 부진한 흐름을 이어갔다. 채널별로는 패키지 판매와 리하우스 대리점 실적이 반영되는 부엌가구 대리점(KB대리점+리하우스 대리점)과 온라인 매출은 전년동기대비 유사했던 반면, 리하우스 제휴점 채널은 대리점 전환 및 매매거래 부진 영향으로 전년동기대비 40% 감소하며 매출 둔화 폭이 확대되었다.

### 단기적인 실적 부진 흐름 지속, 중장기적인 판매 채널 변화는 지속

동사의 성장 포인트인 패키지 판매[317건 → 519건(6월) → 631건(7월)]와 리하우스 대리점 확대[82개('18) → 160개(2Q19) → 300개(3Q19E)]는 지속적으로 증가 추세를 이어가고 있다. 주택매매거래 둔화에 따른 매출 부진은 불가피할 전망이다. 리하우스 대리점 체제 안정화와 함께 하반기 입주박람회 참여 확대를 통한 매출 회복 기반 마련은 긍정적이다. 2분기 홈쇼핑 방송 확대 역시 하반기 실적 개선에 기여할 전망이다. 2Q19 중국 직매장 축소로 연결자회사 영업적자 역시 점차 축소될 것으로 전망한다.

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 93,000원으로 5% 하향

한샘에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 실적 추정치 하향분을 반영하여 기존 98,000원에서 93,000원으로 5% 하향 제시한다. 동사의 성장 전략은 여전히 단기적인 실적 회복보다는 리모델링/인테리어 수요 확대에 대비한 리하우스 대리점 전환(비브랜드 시장의 브랜드화)에 집중되어 있다. 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 B2C 경쟁력은 여전히 유효하다고 판단한다. 분양가상한제 시행 우려와 신규 분양 축소 가능성은 점차 재고주택에 대한 교체수요 증가로 이어질 것으로 전망한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,169	-17.5	-5.8	4,411	-5.5
영업이익	83	-52.4	-55.4	176	-53.0
세전계속사업이익	100	-59.8	-54.3	204	-51.1
지배순이익	74	-56.4	-36.1	154	-51.9
영업이익률 (%)	2.0	-1.4 %pt	-2.2 %pt	4.0	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-1.6 %pt	-0.8 %pt	3.5	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	20,625	19,285	17,462	18,592
영업이익	1,405	560	742	1,166
지배순이익	960	900	583	934
PER	47.1	28.2	27.4	17.1
PBR	6.7	3.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	28.3	30.6	11.5	8.3
ROE	18.3	16.6	9.7	14.2

자료: 유안타증권

한샘 2Q19 Review [별도 기준]

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	YoY	QoQ
매출액	481	429	471	425	396	-17.7%	-6.9%
영업이익	27	14	25	22	13	-53.3%	-42.3%
세전이익	29	16	34	26	16	-46.7%	-41.0%
당기순이익	22	15	16	17	10	-55.2%	-40.8%
영업이익률	5.7%	3.4%	5.3%	5.2%	3.2%		
세전이익률	6.1%	3.8%	7.2%	6.2%	3.9%		
당기순이익률	4.6%	3.5%	3.5%	3.9%	2.5%		

자료: 유안타증권 리서치센터

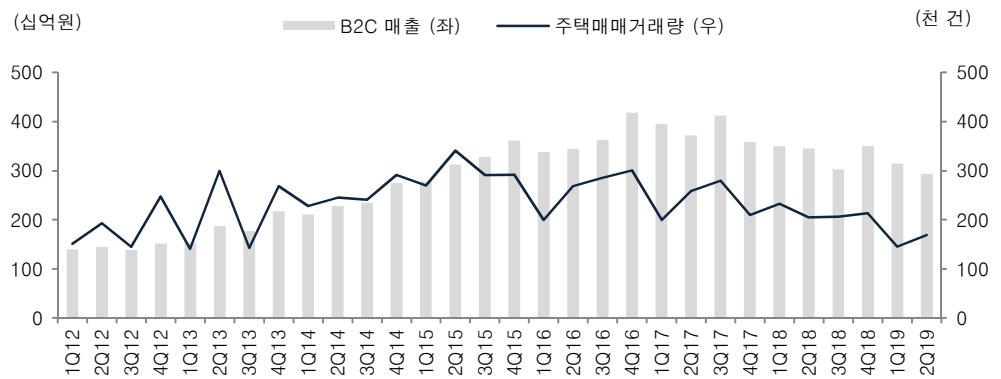
한샘 2Q19 Review [연결 기준, 2Q19 연결 실적은 당사 추정치 기준]

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	505	446	489	443	417	-17.5%	-5.8%	431	-3.3%
영업이익	17	10	20	19	8	-52.4%	-55.4%	17	-50.3%
세전이익	25	11	63	22	10	-59.8%	-54.3%	17	-39.5%
당기순이익	17	10	45	12	7	-56.4%	-36.1%	13	-40.9%
영업이익률	3.4%	2.3%	4.0%	4.2%	2.0%			3.9%	
세전이익률	4.9%	2.6%	12.9%	4.9%	2.4%			3.8%	
당기순이익률	3.4%	2.2%	9.1%	2.6%	1.8%			2.9%	

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 한샘 B2C 매출(별도 기준), 주택매매거래량 추이



자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

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

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	488	505	446	489	<b>1,928</b>	443	417	434	453	<b>1,746</b>	<b>1,859</b>
한샘 (별도)	467	481	429	471	<b>1,848</b>	425	396	417	435	<b>1,671</b>	<b>1,781</b>
- 인테리어(B2C)	165	141	127	143	<b>575</b>	159	129	127	137	<b>551</b>	<b>560</b>
대리점	52	42	40	43	<b>177</b>	46	36	37	39	<b>157</b>	<b>159</b>
직매장	56	54	51	54	<b>214</b>	61	47	49	50	<b>208</b>	<b>206</b>
온라인	56	45	37	47	<b>185</b>	52	45	41	48	<b>186</b>	<b>196</b>
- 부엌가구(B2C)	185	205	176	208	<b>773</b>	156	165	183	195	<b>700</b>	<b>852</b>
대리점(리하우스+KB)	97	108	91	119	<b>415</b>	95	107	119	132	<b>453</b>	<b>625</b>
리하우스(제휴점)	88	97	85	89	<b>358</b>	62	58	64	63	<b>247</b>	<b>227</b>
- Element(B2B)	118	136	126	120	<b>499</b>	110	102	106	102	<b>420</b>	<b>369</b>
연결자회사	21	24	18	18	<b>80</b>	18	21	18	18	<b>75</b>	<b>79</b>
매출 성장률 YoY											
한샘 (연결)	-5%	0%	-20%	0%	<b>-6%</b>	-9%	-17%	-3%	-7%	<b>-9%</b>	<b>6%</b>
한샘 (별도)	-6%	0%	-19%	0%	<b>-6%</b>	-9%	-18%	-3%	-8%	<b>-10%</b>	<b>7%</b>
- 인테리어(B2C)	-11%	-9%	-27%	-9%	<b>-14%</b>	-4%	-9%	1%	-4%	<b>-4%</b>	<b>2%</b>
대리점	-13%	-21%	-37%	-18%	<b>-23%</b>	-13%	-15%	-7%	-9%	<b>-11%</b>	<b>1%</b>
직매장	-15%	-3%	-20%	-3%	<b>-11%</b>	8%	-12%	-2%	-7%	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>
온라인	-3%	-2%	-23%	-6%	<b>-8%</b>	-7%	1%	12%	3%	<b>1%</b>	<b>5%</b>
- 부엌가구(B2C)	-13%	-6%	-26%	3%	<b>-11%</b>	-15%	-19%	4%	-6%	<b>-10%</b>	<b>22%</b>
대리점(리하우스+KB)	-13%	-3%	-28%	8%	<b>-9%</b>	-3%	-1%	31%	11%	<b>9%</b>	<b>38%</b>
리하우스(제휴점)	-12%	-9%	-25%	-4%	<b>-13%</b>	-30%	-40%	-25%	-29%	<b>-31%</b>	<b>-8%</b>
- Element(B2B)	19%	24%	9%	9%	<b>15%</b>	-6%	-25%	-16%	-15%	<b>-16%</b>	<b>-12%</b>
연결자회사	13%	13%	-38%	-12%	<b>-9%</b>	-15%	-12%	0%	2%	<b>-7%</b>	<b>5%</b>
영업이익(연결)	9	17	10	20	<b>56</b>	19	8	19	28	<b>74</b>	<b>117</b>
한샘(별도)	17	27	14	25	<b>84</b>	22	13	22	31	<b>88</b>	<b>129</b>
연결자회사	-8	-10	-4	-5	<b>-28</b>	-4	-4	-3	-3	<b>-14</b>	<b>-12</b>
% 영업이익률 (연결)	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	<b>2.9%</b>	4.2%	2.0%	4.4%	6.2%	<b>4.2%</b>	<b>6.3%</b>
한샘(별도)	3.7%	5.7%	3.4%	5.3%	<b>4.5%</b>	5.2%	3.2%	5.4%	7.1%	<b>5.3%</b>	<b>7.2%</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 실적 추정치 변경 요약 [연결 기준]

(단위: 십억원)

항목	신규(a)		기존(b)		차이 (a/b-1)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,746	1,859	1,770	1,900	-1.3%	-2.1%
영업이익	74	117	91	118	-18.2%	-1.0%
세전이익	83	129	99	131	-16.6%	-0.9%
지배주주순이익	58	93	71	94	-17.7%	-0.9%
영업이익률	4.2%	6.3%	5.1%	6.2%	-0.9%p	+0.1%p
세전이익률	4.7%	7.0%	5.6%	6.9%	-0.9%p	+0.1%p
순이익률	3.3%	5.0%	4.0%	5.0%	-0.7%p	0.0%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	1,620	
- 12개월 선행 NOPLAT	74	법인세율 29% 적용
- Multiple	22	2013~2015년 성장기 평균 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	367	
- 자사주	280	7월 26일 종가 기준 30% 할인(5,904,365주)
- 투자부동산	66	1Q19 기준, 장부가 30% 할인
- 관계기업 투자주식	21	1Q19 기준, 장부가 30% 할인
3. 순차입금	-197	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,184	12개월 선행 기준
- 발행주식수	23,533,928	자사주 포함
목표주가	93,000	반올림 적용
현재주가	67,800	7월 26일 종가 기준
Upside	37%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	20,625	19,285	17,462	18,592	20,099
매출원가	14,642	14,167	12,513	13,074	14,055
매출총이익	5,983	5,118	4,950	5,518	6,044
판매비	4,578	4,558	4,208	4,352	4,685
영업이익	1,405	560	742	1,166	1,359
EBITDA	1,584	791	1,235	1,657	1,866
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	826	1,294	1,499
법인세비용	423	347	243	361	428
계속사업순이익	959	900	583	934	1,071
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	959	900	583	934	1,071
지배지분손이익	960	900	583	934	1,071
포괄손이익	856	880	659	1,010	1,147
지배지분포괄이익	856	880	659	1,010	1,147

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	4,377	4,896	5,360
현금및현금성자산	754	819	777	1,021	1,183
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 자본관련자산	282	293	324	364	404
기타투자자산	717	622	736	826	916
자산총계	9,757	9,401	10,651	11,407	12,064
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	6,225	6,947	7,806
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	381	381	381
이익잉여금	6,017	6,679	7,049	7,771	8,630
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,076	5,745	6,226	6,948	7,807
순차입금	-359	-1,178	-1,766	-2,167	-2,552
총차입금	1,507	639	615	565	445

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	662	637	995	1,315	1,421
당기순이익	959	900	583	934	1,071
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	-41	243	162
기초 현금	1,501	754	819	778	1,021
기말 현금	754	819	778	1,021	1,183
NOPLAT	1,405	560	742	1,166	1,359
FCF	-800	298	15	322	401

자료: 유안타증권

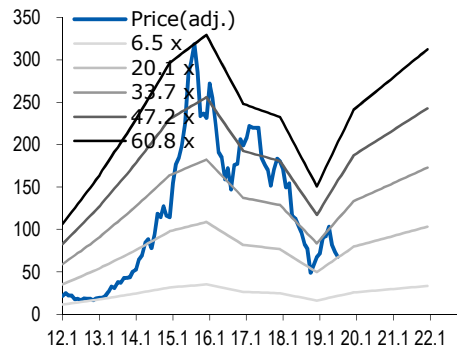
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,077	3,823	2,478	3,967	4,549
BPS	28,788	32,581	35,308	39,404	44,277
EBITDAPS	6,732	3,360	5,246	7,043	7,930
SPS	87,640	81,944	74,201	79,002	85,404
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	47.1	28.2	27.4	17.1	14.9
PBR	6.7	3.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	28.3	30.6	11.5	8.3	7.2
PSR	2.2	1.3	0.9	0.9	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.6	-6.5	-9.4	6.5	8.1
영업이익 증가율 (%)	-11.9	-60.1	32.4	57.2	16.5
지배지분이익 증가율 (%)	-24.8	-6.2	-35.2	60.1	14.7
매출총이익률 (%)	29.0	26.5	28.3	29.7	30.1
영업이익률 (%)	6.8	2.9	4.2	6.3	6.8
자본순이익률 (%)	4.7	4.7	3.3	5.0	5.3
EBITDA 마진 (%)	7.7	4.1	7.1	8.9	9.3
ROIC	50.9	17.5	20.7	28.5	32.5
ROA	10.2	9.4	5.8	8.5	9.1
ROE	18.3	16.6	9.7	14.2	14.5
부채비율 (%)	92.2	63.7	71.1	64.2	54.5
순차입금/자기자본 (%)	-7.1	-20.5	-28.4	-31.2	-32.7
영업이익/금융비용 (배)	66.7	24.5	37.1	58.3	68.0

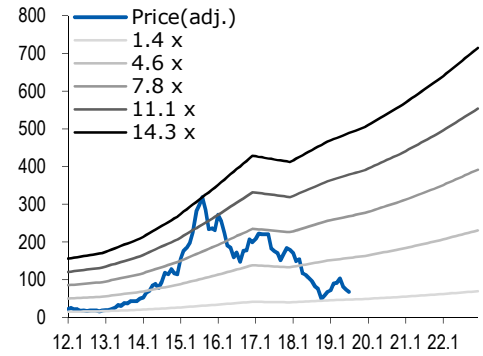
P/E band chart

(천원)



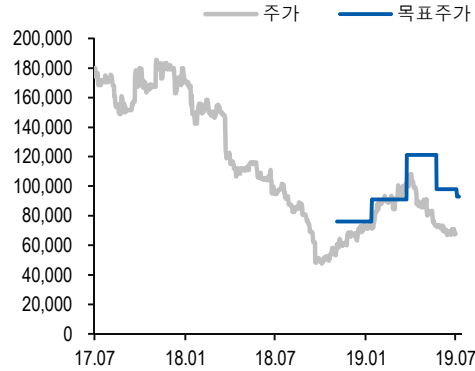
P/B band chart

(천원)



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-29	BUY	93,000	1년		
2019-06-18	BUY	98,000	1년	-28.36	-25.00
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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-27

※ 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.