

한샘 (009240)

건자재

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	91,000원 (U)
현재주가 (1/6)	69,100원
상승여력	32%

시가총액	16,262억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	49억원
60일 평균 거래량	78,904주
52주 고	108,000원
52주 저	56,900원
외인자본율	23.62%
주요주주	조창걸 외 25 인 29.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.6	17.7	1.6
상대	7.8	10.4	(5.2)
절대(달러환산)	13.3	20.2	(2.5)

4분기 실적 회복, 2020년 한샘의 변화

4Q19 Preview : 시장 예상치 부합

2019년 4분기, 한샘 연결 실적은 매출액 4,356억원(-10.9%, YoY), 영업이익 149억원(-24.1%, YoY)으로 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 어닝 쇼크를 기록했던 전분기 대비 영업이익은 114% 증가할 것으로 예상된다. 1) 2019년 이어진 중국 구조조정(인력/매장 규모 축소 등)에 따른 자회사 적자 축소 2) 인테리어 패키지 판매 증가 효과가 반영될 전망이다. 리하우스 대리점 증가(82개(18) → 약 450개(19p))와 홈쇼핑 편성 등으로 4분기 패키지 판매(출고 기준)는 전분기 대비 약 2배 증가한 3,000세트를 기록한 것으로 파악되고 있다. 채널별로는 패키지 판매 효과가 반영된 리하우스 대리점(리하우스+KB)을 제외하면 11월 주택매매거래 증가(+42.6%, YoY)에도 불구하고, 기타 판매 채널의 매출 역성장 기조는 이어질 전망이다.

2020년, 한샘의 실적 회복 : 점당 매출 증가 + 패키지 판매 확대에 집중

2020년, 한샘의 실적 회복은 대리점 채널의 점당 매출 증가와 패키지 판매 확대가 중심이 될 전망이다. 1) 표준매장 확대(상생매장/디자인파크)를 통한 리하우스/KB 대리점의 B2C 영업활동 강화 2) 리하우스 대리점의 지속적 확대보다는 선별적 관리를 통한 점당 매출 증가 3) 영업사원 강화와 메뉴얼화를 통한 패키지 판매 증가 등이 이어질 전망이다. 2019년, 실적 부진에도 리하우스 대리점 확대(제휴점 → 대리점)를 통한 판매 네트워크 전환에 주력했다면 2020년은 관련 채널을 활용한 실적 확대에 집중할 전망이다. 이와 함께 저가 패키지 런칭, 마케팅 강화, 추가적인 공사기간 단축(7일 이내)과 시공 영역 확대 등으로 인테리어/리모델링 시장의 M/S를 높여갈 계획이다. 매장 전환(직매장 → 표준매장) 작업과 품질관리 비용 절감 등은 한샘의 점진적인 마진율 회복에 긍정적인 요인이 될 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 91,000원으로 상향. 건자재 최선후주 의견 제시

한샘에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 91,000원으로 15% 상향하며 유안타증권 건자재 업종 최선후주 의견을 제시한다. 목표주가 상향은 2013~2016년 성장기 멀티플 할인율 축소 (PER 19x → 24x)에 기인한다. 1) 2019년 낮아진 실적 기저와 4분기를 기점으로 한 이익 회복 2) 신규 분양 위축과 재고주택의 노후화 환경 속에 한샘의 사업 영역 확대(패키지 판매 증가 및 Mix 개선, 기본 시공 영역 확대 등)를 통한 업종 내 B2C 경쟁력은 유효하다는 판단이다. 2019년 10월, 택배사업자 선정으로 물류업과의 시너지 효과 역시 점차 가시화 될 전망이다. 건설/건자재 업종 내에서는 부동산 규제 강화, 중동발 지정학적 Risk 우려 속에 상대적인 투자 매력도를 높여나갈 것으로 예상된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,356	-10.9	6.1	4,490	-3.0
영업이익	149	-24.1	109.0	158	-5.3
세전계속사업이익	169	-73.1	38.9	185	-8.6
지배순이익	122	-72.6	185.0	151	-18.7
영업이익률 (%)	3.4	-0.6 %pt	+1.7 %pt	3.5	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-6.3 %pt	+1.8 %pt	3.4	-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	16,994	18,457
영업이익	1,405	560	490	918
지배순이익	960	900	327	763
PER	47.1	28.2	44.7	21.3
PBR	6.7	3.3	1.9	1.9
EV/EBITDA	28.3	29.8	13.5	9.3
ROE	18.3	16.6	5.6	12.3

자료: 유안타증권

한샘 4Q19 Preview [연결 기준]

(단위: 십억원)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	489	443	411	410	436	-10.9%	6.1%	447	-2.5%
영업이익	20	19	8	7	15	-24.1%	114.3%	16	-5.6%
세전이익	63	22	11	12	17	-73.1%	38.9%	20	-16.7%
당기순이익	45	12	5	4	12	-72.6%	185.0%	17	-25.8%
영업이익률	4.0%	4.2%	2.1%	1.7%	3.4%			3.5%	
세전이익률	12.9%	4.9%	2.6%	3.0%	3.9%			4.5%	
당기순이익률	9.1%	2.6%	1.1%	1.0%	2.8%			3.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

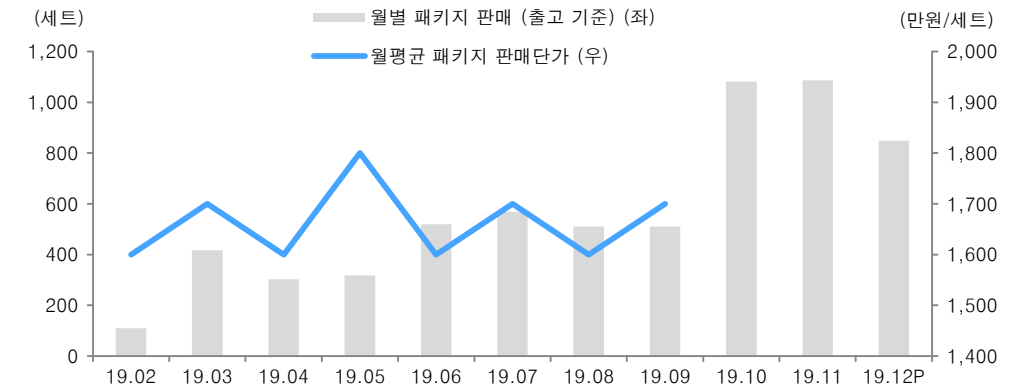
한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 [연결 기준 실적은 추정치 기준]

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	488	505	446	489	1,928	443	411	410	436	1,699	1,846
한샘 (별도)	467	481	429	471	1,848	425	395	385	417	1,623	1,768
- 인테리어(B2C)	165	141	127	143	575	159	129	120	132	538	553
대리점	52	42	40	43	177	46	36	36	40	157	162
직매장	56	54	51	54	214	61	47	49	50	208	204
온라인	56	45	37	47	185	52	45	35	42	173	187
- 부엌가구(B2C)	185	205	176	208	773	156	165	152	182	655	812
대리점(리하우스+KB)	97	108	91	119	415	95	107	108	131	440	608
리하우스(제휴점)	88	97	85	89	358	62	58	44	51	215	204
- Element(B2B)	118	136	126	120	499	110	101	113	104	429	404
연결자회사	21	24	18	18	80	18	16	25	18	77	78
매출 성장률 YoY											
한샘 (연결)	-5%	0%	-20%	0%	-6%	-9%	-19%	-8%	-11%	-12%	9%
한샘 (별도)	-6%	0%	-19%	0%	-6%	-9%	-18%	-10%	-11%	-12%	9%
- 인테리어(B2C)	-11%	-9%	-27%	-9%	-14%	-4%	-9%	-5%	-8%	-6%	3%
대리점	-13%	-21%	-37%	-18%	-23%	-13%	-15%	-9%	-6%	-11%	3%
직매장	-15%	-3%	-20%	-3%	-11%	8%	-12%	-2%	-7%	-3%	-2%
온라인	-3%	-2%	-23%	-6%	-8%	-7%	1%	-5%	-11%	-6%	8%
- 부엌가구(B2C)	-13%	-6%	-26%	3%	-11%	-15%	-19%	-14%	-13%	-15%	24%
대리점(리하우스+KB)	-13%	-3%	-28%	8%	-9%	-3%	-1%	18%	10%	6%	38%
리하우스(제휴점)	-12%	-9%	-25%	-4%	-13%	-30%	-40%	-48%	-43%	-40%	-5%
- Element(B2B)	19%	24%	9%	9%	15%	-6%	-25%	-10%	-13%	-14%	-6%
연결자회사	13%	13%	-38%	-12%	-9%	-15%	-36%	44%	3%	-4%	1%
영업이익(연결)	9	17	10	20	56	19	8	7	15	49	92
한샘(별도)	17	27	14	25	84	22	13	13	18	65	98
연결자회사	-8	-10	-4	-5	-28	-4	-4	-6	-3	-16	-6
% 영업이익률 (연결)	1.8%	3.4%	2.3%	4.0%	2.9%	4.2%	2.1%	1.7%	3.4%	2.9%	5.0%
한샘(별도)	3.7%	5.7%	3.4%	5.3%	4.5%	5.2%	3.2%	3.3%	4.2%	4.0%	5.6%

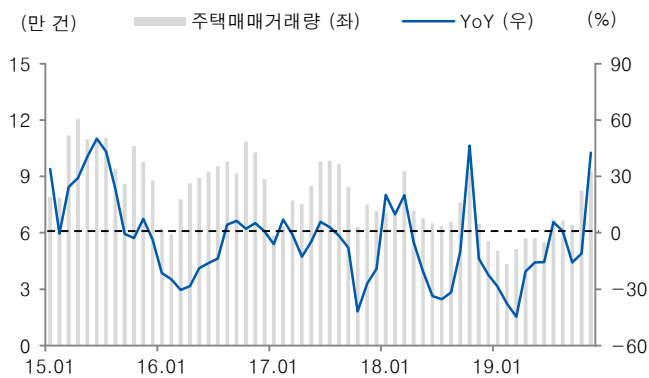
자료: 유안타증권 리서치센터

월별 인테리어 패키지 판매량(출고 기준) 및 판매단가(부분+전체 PKG 합산 기준) 추이



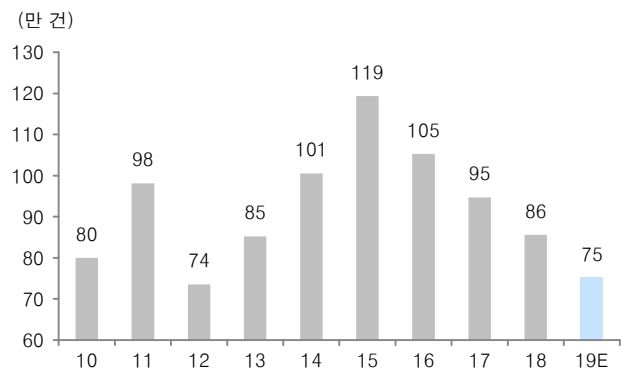
자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

월별 주택매매거래량 및 YoY 증감률



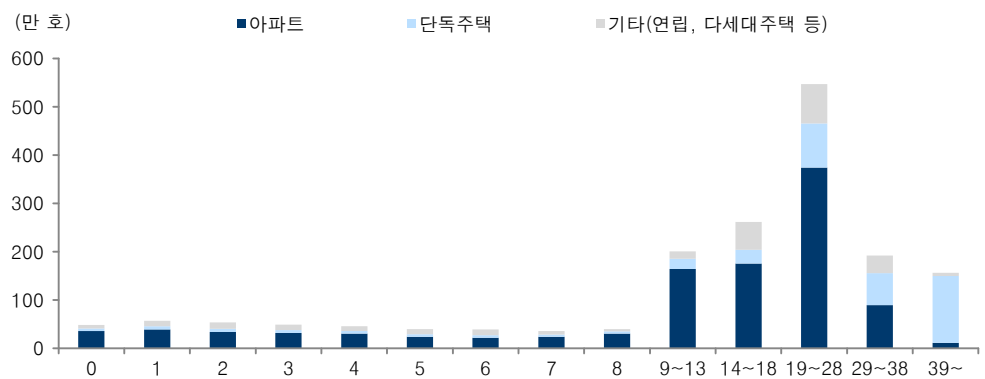
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터 / 주 : 2019년 11월까지

연간 주택매매거래량 및 YoY 증감률



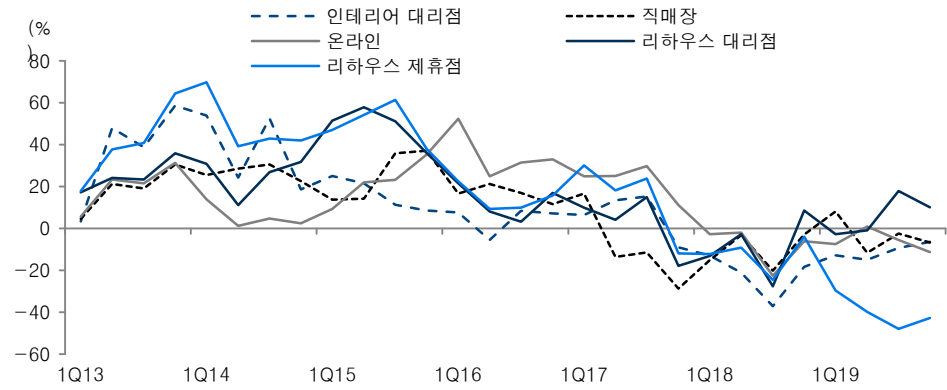
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터 / 2019년 거래량은 추정치 기준

건축 경과연수별 주택 비중 현황 [2018년 기준]



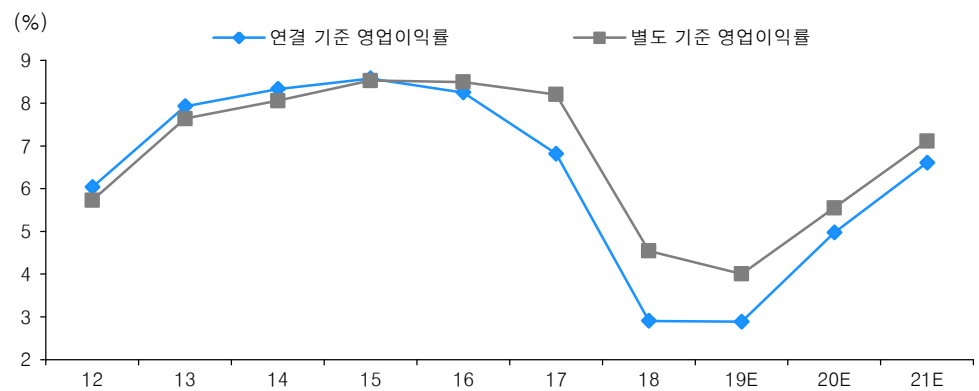
자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

분기별 B2C 채널 매출액 증감률 추이



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

연간 한샘 연결/별도 기준 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	1,608	
- 2020년 NOPLAT	67	법인세율 27% 적용
- Multiple	24	12개월 선행 기준, 2013~2016년 성장기 평균 20% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	372	
- 자사주	286	1월 6일 종가 기준 30% 할인(5,904,365주)
- 투자부동산	65	3Q19 기준, 장부가 30% 할인
- 관계기업 투자주식	21	3Q19 기준, 장부가 30% 할인
3. 순차입금	-154	2020년 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,134	
- 발행주식수	23,533,928	자사주 포함
목표주가	91,000	반올림 적용
현재주가	69,100	1월 6일 종가 기준
Upside	32%	

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	1,699	1,846	1,704	1,841	-0.3%	0.3%
영업이익	49	92	49	92	1.1%	-0.7%
세전이익	61	105	61	105	0.9%	-0.6%
지배주주순이익	33	76	32	77	1.0%	-0.6%
영업이익률	2.9%	5.0%	2.8%	5.0%	0.0%p	0.0%p
세전이익률	3.6%	5.7%	3.6%	5.7%	0.0%p	0.0%p
순이익률	1.9%	4.1%	1.9%	4.2%	0.0%p	0.0%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	16,994	18,457	20,663
매출원가	14,642	14,167	12,242	13,059	14,514
매출총이익	5,983	5,118	4,752	5,398	6,150
판매비	4,578	4,558	4,262	4,480	4,785
영업이익	1,405	560	490	918	1,365
EBITDA	1,584	791	1,137	1,576	2,043
영업외손익	-23	687	124	128	140
외환관련손익	-14	-5	0	0	0
이자손익	23	24	47	47	47
관계기업관련손익	34	26	31	40	40
기타	-67	641	47	41	53
법인세비용차감전순이익	1,382	1,247	614	1,046	1,505
법인세비용	423	347	287	282	406
계속사업순이익	959	900	327	763	1,098
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	959	900	327	763	1,098
지배지분순이익	960	900	327	763	1,098
포괄손익	856	880	377	813	1,148
지배지분포괄이익	856	880	378	814	1,150

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	4,559	4,875	5,337
현금및현금성자산	754	819	760	993	1,317
매출채권 및 기타채권	1,328	1,117	1,100	1,150	1,230
재고자산	731	667	720	740	770
비유동자산	5,617	5,004	5,978	5,921	6,347
유형자산	3,147	2,599	3,559	3,439	3,749
관계기업 등 자본관련자산	282	293	310	350	390
기타투자자산	717	622	756	766	786
자산총계	9,757	9,401	10,537	10,795	11,684
유동부채	4,065	2,999	3,462	3,229	3,169
매입채무 및 기타채무	2,465	2,285	2,150	2,230	2,350
단기차입금	1,077	209	190	150	100
유동성장기부채	0	30	380	150	40
비유동부채	616	658	1,161	1,101	1,101
장기차입금	430	400	30	30	30
사채	0	0	86	-4	-4
부채총계	4,681	3,657	4,623	4,330	4,270
지배지분	5,075	5,744	5,913	6,464	7,413
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	381	386	386	386
이익잉여금	6,017	6,679	6,793	7,344	8,293
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	5,076	5,745	5,914	6,465	7,414
순차입금	-359	-1,790	-946	-1,539	-2,024
총차입금	1,507	639	1,576	1,216	1,056

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	662	637	572	1,328	1,673
당기순이익	959	900	327	763	1,098
감가상각비	166	201	615	620	640
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-31	-40	-40
자산부채의 증감	-788	-217	-405	-310	-320
기타현금흐름	324	-246	65	294	294
투자활동 현금흐름	-1,543	501	-339	-444	-919
투자자산	-212	93	-104	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,166	-119	-277	-600	-1,030
유형자산 감소	19	853	98	100	80
기타현금흐름	-184	-326	-56	56	31
재무활동 현금흐름	172	-1,079	-382	-865	-532
단기차입금	918	-868	-28	-40	-50
사채 및 장기차입금	400	0	151	-320	-110
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-199	-212	-212	-212	-79
기타현금흐름	-947	1	-294	-294	-294
연결범위변동 등 기타	-38	4	90	215	103
현금의 증감	-747	64	-59	233	325
기초 현금	1,501	754	819	760	993
기말 현금	754	819	760	993	1,317
NOPLAT	1,405	560	490	918	1,365
FCF	-800	298	226	418	325

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

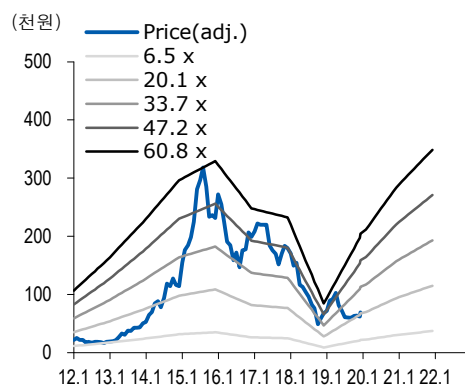
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

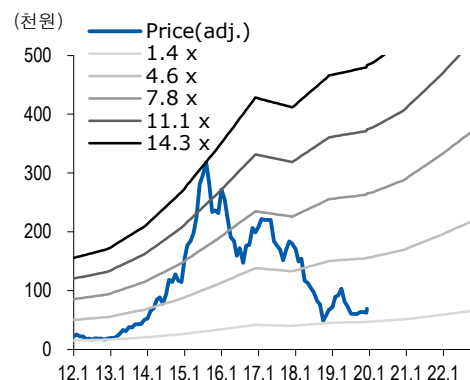
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	4,077	3,823	1,391	3,243	4,667
BPS	28,788	32,581	33,539	36,668	42,051
EBITDAPS	6,732	3,360	4,832	6,695	8,681
SPS	87,640	81,944	72,212	78,426	87,802
DPS	1,200	1,200	1,200	400	1,200
PER	47.1	28.2	44.7	21.3	14.8
PBR	6.7	3.3	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA	28.3	29.8	13.5	9.3	7.0
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	-11.9	8.6	12.0
영업이익 증가율 (%)	-11.9	-60.1	-12.5	87.1	48.7
지배순이익 증가율 (%)	-24.8	-6.2	-63.6	133.1	43.9
매출총이익률 (%)	29.0	26.5	28.0	29.2	29.8
영업이익률 (%)	6.8	2.9	2.9	5.0	6.6
자본순이익률 (%)	4.7	4.7	1.9	4.1	5.3
EBITDA 마진 (%)	7.7	4.1	6.7	8.5	9.9
ROIC	50.9	17.5	9.9	20.8	29.8
ROA	10.2	9.4	3.3	7.2	9.8
ROE	18.3	16.6	5.6	12.3	15.8
부채비율 (%)	92.2	63.7	78.2	67.0	57.6
순차입금/자기자본 (%)	-7.1	-31.2	-16.0	-23.8	-27.3
영업이익/금융비용 (배)	66.7	24.5	16.3	30.6	45.5

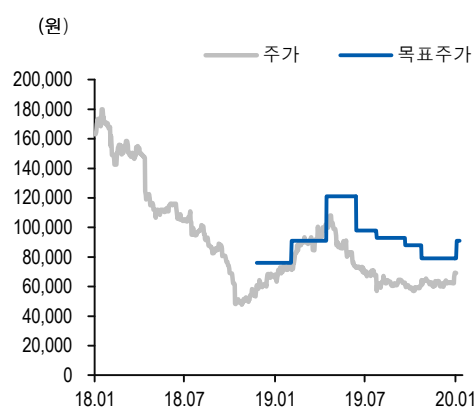
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-07	BUY	91,000	1년		
2019-10-28	BUY	79,000	1년	-20.53	-12.15
2019-09-25	BUY	88,000	1년	-32.86	-30.91
2019-07-29	BUY	93,000	1년	-32.79	-27.74
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)	0.6
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-01-04

※ 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.