

SK COMPANY Analysis



Analyst
신서정
seojeong@sksecurities.co.kr
02-3773-9978

Company Data

자본금	235 억원
발행주식수	2,353 만주
자사주	627 만주
액면가	1,000 원
시가총액	24,475 억원
주요주주	
조창걸(외25)	29.07%
자사주	25.09%
외국인지분율	25.30%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(20/08/07)	104,000 원
KOSPI	2351.67 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	117,500 원
52주 최저가	46,850 원
60일 평균 거래대금	144 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.1%	3.1%
6개월	34.9%	26.9%
12개월	71.6%	39.4%

한샘 (009240/KS | 매수(신규편입) | T.P 150,000 원(신규편입))

한샘을 PSR로 봐야만 하는 이유

한샘의 2Q20 실적도 서프라이즈 가록. YoY+20%이상의 실적 성장은 4년 6개월만의 일. 이 호실적을 단순히 코로나 19 혹은 부동산 규제라는 단기적 이슈로만 해석해서는 안 됨. 집의 역할 및 인식 변화로 인테리어 /리모델링 시장 자체(PIE)가 커지는 시기이며, 특히 온라인, 리하우스 부문 중심으로 실적 고성장세 기대. 동사는 가구 판매업체가 아닌 공간데이터, 공간 컨텐츠를 판매하는 기업으로 국내 유일 상장 프롭테크 기업으로 판단

한샘 실적, 일회성 효과 아닌 집의 역할 변화로 인한 구조적 성장의 시작

2Q20 까지 호실적을 지속하고 있는 한샘은 단순히 코로나 19, 부동산 규제책이라는 단기적 이슈로 인한 일회성 성장이 아님. 집에 대한 인식 및 역할 변화가 가속화되고 있으며 이는 인테리어와 가구 수요 증대로 직결될 수 밖에 없음. 인테리어 시장 성장 시, 특히 동사는 브랜드력지수 13년 연속 1위 기업으로서 실적 수혜 기대. 성장 견인 부문은 리하우스와 온라인 가구 부문으로 예상. '20년 매출액은 1.97조, OP 870 억원으로 추정. M/S 확대정책 효과로 '21년도 매출액 2.2조, OP 1,007 억으로 성장 지속할 것

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원으로 커버리지 개시. 동사는 단순 가구 판매업체가 아닌 인테리어 플랫폼 업체라는 판단. 실적 성장도 점차 가속화 될 것으로 기대. 목표주가의 경우 2021년 예상 매출액(2.2조)에 Target Multiple(PSR 1.6x) 적용. Target Multiple은 동사의 Historical PSR-Revenue YoY 상관관계를 고려하여 산정. 웨이페어, 훈디포 등 해외 PEER들의 Valuation 감안해 볼 때 여전히 저평가 종목

한샘은 인테리어/가구 판매업체가 아닌 공간컨텐츠 플랫폼 기업

한샘은 원스톱 서비스를 지향. 이를 위해 채널(온라인, 모바일) 확대, 유통혁신, 커뮤니티 개설과 더불어 프롭테크 (Tech+부동산)를 위한 기술 투자 지속. 동사의 가장 큰 장점은 전국의 약 90% 이상의 아파트 데이터를 보유하고 있다는 점. 여기에 실측 데이터, 고객 상담 데이터까지 감안해 볼 때, 향후 스마트 홈 / 공간 컨텐츠 판매 기업으로 성장 가능성이 기대됨. 한샘은 가구를 팔는 기업이 아닌 '공간컨텐츠', '공간데이터'를 판매하는 기업

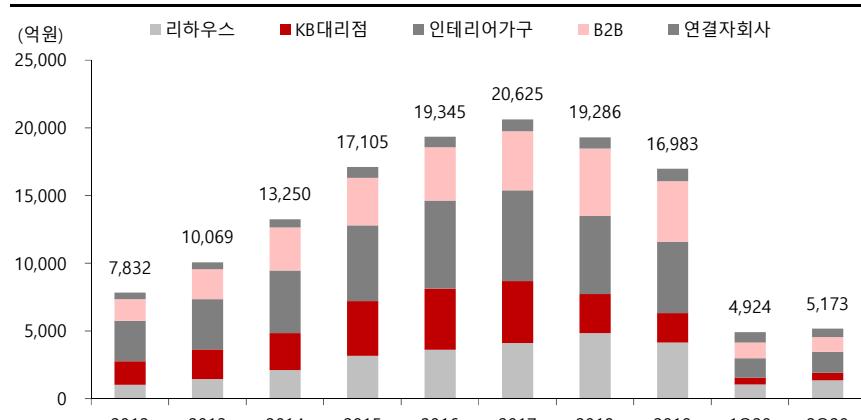
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	20,625	19,285	16,984	19,713	21,945	24,211
yoY	%	6.6	-6.5	-11.9	16.1	11.3	10.3
영업이익	억원	1,405	560	558	870	1,008	1,134
yoY	%	-11.9	-60.1	-0.5	56.0	15.8	12.5
EBITDA	억원	1,584	791	1,159	1,610	1,818	2,120
세전이익	억원	1,382	1,247	745	939	1,133	1,154
순이익(자체주주)	억원	960	900	427	690	852	868
영업이익률%	%	6.8	2.9	3.3	4.4	4.6	4.7
EBITDA%	%	7.7	4.1	6.8	8.2	8.3	8.8
순이익률	%	4.7	4.7	2.5	3.5	3.9	3.6
EPS(계속사업)	원	4,077	3,823	1,815	2,930	3,620	3,688
PER	배	44.2	17.6	34.3	36.0	29.2	28.6
PBR	배	8.4	2.8	2.5	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	배	26.6	18.0	13.0	15.7	14.2	12.2
ROE	%	18.3	16.6	7.3	11.1	12.5	11.5
순차입금	억원	-359	-1,790	57	189	798	707
부채비율	%	92.2	63.7	96.1	106.7	109.5	98.7

1. 한샘 실적 추이

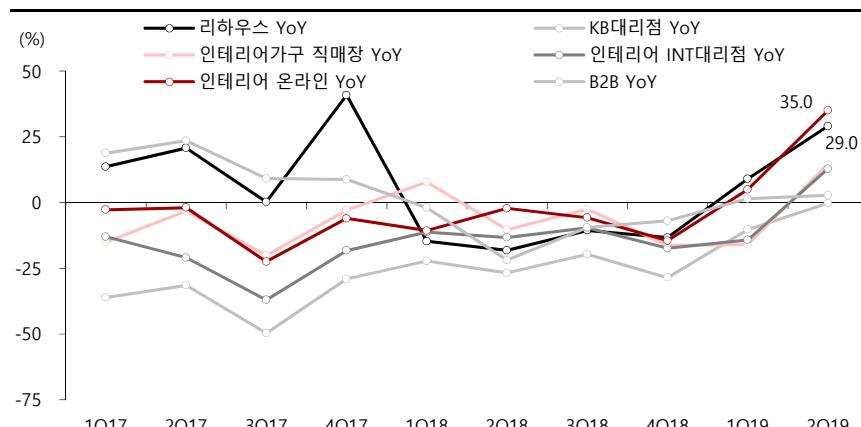
한샘의 실적 성장세가 무서운 수준이다. 투자자들이 최근 한샘이라는 종목에 대해 가장 궁금해할 부분은 이러한 실적 성장이 과연 일회적인 것일까 혹은 전략적 변화의 시발점일까 일 텐데, 결론적으로 말해서 이번 2Q20 실적을 비롯해서 최근 3개 분기의 실적 호조는 일회성이 아니다. 물론 코로나, 부동산 정책의 영향이 없었다고 하기는 어렵겠지만, 더욱 본질적으로 동사의 실적을 견인하는 부분은 1) 전략의 수정 (M/S 확대책) 2) 집에 대한 인식 변화 일 것이다. 과거 14년 이케아가 한국시장에 진입하며 가구 시장 자체의 개화를 견인하였고, 당시 한샘의 실적과 주가가 빠른 속도로 상승하였다. 당시와 유사한 모습이 이번 연도를 기점으로 또 한번 펼쳐질 것으로 예상한다.

한샘 매출 추이



자료 : 한샘 SK증권

각 부문별 매출 성장성 추이



자료 : 한샘 SK증권

2. 과거 한샘이 지나온 길

한샘은 아래의 표에서 볼 수 있는 것처럼 주가 변동성이 상당히 컸다. 2014년 글로벌 가구 공룡 이케아의 국내 입성 이후 우려와는 달리 가구 시장 규모(Pie) 자체가 커졌고 한샘의 매출도 덩달아 급증하기 시작했다. 이러한 실적 성장세에 힘입어 주가는 2013년부터 2015년까지 불과 2년만에 18배까지 오르는 기염을 토하였으며, 한샘 내부적으로 고객의 마음을 사로잡는 여러 전략을 내놓았다. 일례로 이케아와의 차별성을 부각시키기 위해 가구를 직접 집으로 배송해 설치까지 해주는 서비스를 제공하기도 하였고, 플래그샵을 통해 전문성을 강화하기도 하였다. 이외에 유통망 확대, 상품 구성의 다양화, CS 고객서비스 강화 등을 예로 들 수 있겠다. 즉 한샘의 성장은 가구/인테리어 시장의 성장세와 맞물려 동사의 전략 수정이 시기에 맞게 녹아들었던 것이다.

16년 이후부터는 주택시장이 숨 고르기에 들어가면서 B2B 매출이 부진하기 시작했으며 동시에 직매장 개장 등 신사업 비용 지출은 지속되었다. 더욱이 이 시기는 중국 내 수사업 진출을 위해 자회사를 설립하는 등 공격적인 투자를 감행하면서 Cash flow가 좋지 않은 시점이기도 하였다. 특히 중국사업의 경우 '17년 364억 순손실, '18년 140억 순손실 '19년 178억 원 순손실을 기록하며 3년째 적자행진을 지속했다. 사드 등 한중외교 문제와 현지 마케팅 부족 등 사업 확장에 어려움을 겪은 탓이다. 엎친 데 덮친 격으로 주택거래도 줄어들면서 실적이 전반적으로 주춤했다. 한샘은 주식시장에서 '과거의 영광'과 같은 존재가 되어갔다. 당연하게도 주가도 부진을 면치 못하였다. 그런데 19년 하반기 이후 실적과 주가에 변화가 생기기 시작하였다. 원인은 무엇이고 어떤 부문이 실적을 견인하고 있는 것일까?

한샘 주가 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

3. 2Q20 실적으로 보는 한샘의 성장동력

한샘의 2Q20 매출액은 연결기준 5,172 억원으로 YoY+25.9%의 성장을 보였고 영업이익은 230 억원으로 전년대비 2.7 배 증가하였다. 전년동기대비 20% 이상의 성장세를 보인 것은 4Q15 이후 약 4 년 6 개월 만의 기록으로 1Q20 실적 호조세 (매출액 4,926 억원 (YoY+11.3%), 영업이익 171 억 (YoY+102.9%))에 이어 서프라이즈 행진이다. 주요 성장동력이 될 것인 온라인 인테리어 부문과 리하우스 부문의 성장세가 특히 눈에 띠는데, 온라인 인테리어 부문의 경우 YoY+35%의 성장을 기록하였다. 소비자들이 집에서 머무는 시간이 증가하고 집을 자신만의 공간으로 꾸미고자 하는 수요가 지속적으로 증가하고 있고 더불어 코로나 19 가 소비자 라이프 스타일 변화에 신호탄을 쏘아주는 역할을 하면서 가구에 대한 인식 변화가 빨라지기 시작하였다. 이에 발 맞춰 한샘도 1) 한샘몰, 2) 신제품 출시, 3) 가격인하(Q 확대 전략) 등의 전략을 공격적으로 시행하기 시작하였는데 실제로 한샘몰은 54% 성장하였고, 금년 상반기 출시한 신제품 24 종의 매출액은 253 억원으로 작년대비 2 배 성장을 기록하는 등 전략의 변화가 실적 성장을 견인하고 있다.

한샘 2Q20 실적 Review 표

(단위: 억원)

매출	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ
연결	4,425	4,109	4,105	4,345	4,926	5,172	25.9	5.0
B2C	3,095	2,894	2,713	3,040	3,202	3,469	19.9	8.3
리모델링 부엌	1,522	1,607	1,519	1,817	1,758	1,911	18.9	8.7
리하우스	967	1,050	1,009	1,237	1,254	1,355	29.0	8.1
KB 대리점	555	557	510	580	504	556	-02	10.3
인테리어가구	1,573	1,287	1,194	1,224	1,444	1,558	21.1	7.9
직매장	607	481	492	451	523	551	14.6	5.4
INT 대리점	464	366	358	359	392	413	12.8	5.4
온라인	502	440	344	414	529	594	35.1	12.3
B2B	1,152	1,059	1,138	1,084	1,182	1,087	2.7	-8.0
특판	690	667	690	649	687	622	-6.8	-9.5
자재판매	462	392	448	435	495	466	18.8	-5.9
연결자회사	178	156	254	221	542	616	295.8	13.6

자료 : 한샘 SK증권

4. 한샘 실적 전망

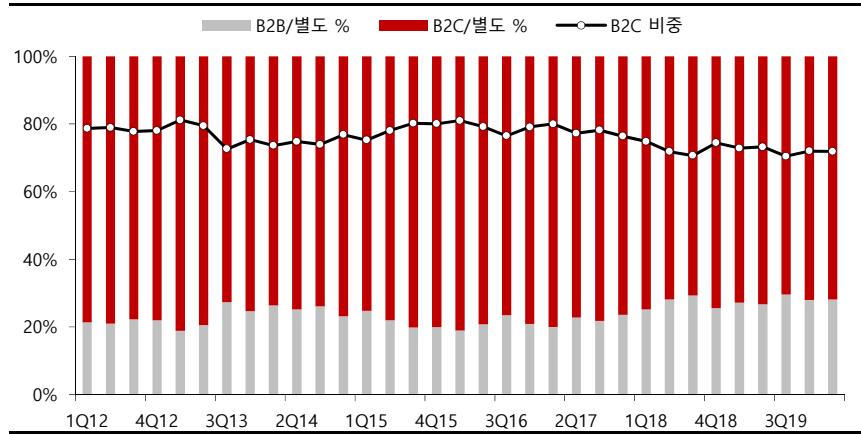
이러한 전략을 감안했을 때 한샘의 2020년 매출액은 1.97조, 영업이익은 870.2억원으로 전망한다. 이는 2019년 대비 각각 16.1%, 56% 성장한 실적이다. 이러한 성장세는 2020년에만 그칠 것이 아니라 M/S 화대(Q 화대채)로 말미암아 매출액이 2021년 2.2조, 2022년 2.4조까지 지속 성장할 것으로 예상한다. 영업이익도 2021년 1,007억 2022년 1,133억원으로 전망한다. 즉 19년 이후 매출액은 3yrs CAGR 가 13%, 영업이익은 3yrs CAGR 이 26.7%를 기대된다.

이렇게 전망한 근거는 다음과 같다.

- 1) B2B 부문의 경우, 매출비중이 크지 않으며 동사의 핵심 성장 부문이 아니다.
- 2) B2C 부문의 경우, 단기적으로는 주택거래량이 증가하며 실적을 견인할 것이다.
- 3) B2C 부문의 경우, 주택거래량이 감소하더라도 중장기적으로
(집에 대한 인식 변화 및 역할 확대 등으로) 실적이 증가할 것이다.

동사의 실적 중 약 70%의 비중을 차지하는 B2C 부문의 경우, 주택거래량이 상승하며 실적 호조세를 보이고 있다. 하지만 만약 주택거래량이 감소하더라도, 주택거래량이 B2C 실적에 미치는 영향이 미미해졌고, 앞으로는 둘 사이의 Correlation은 더욱 약화될 것으로 예상한다. 왜냐하면 한국뿐만 아니라 글로벌리 집에 대한 인식, 역할 변화가 가속화되기 시작하였기 때문이다. 가구 및 인테리어 자체에 대한 수요 증가로 단순히 이사를 가거나 결혼을 하는 등 일반적인 주택거래를 할 때 외에도, 소비자들이 가구를 사거나 인테리어를 하기 시작하였다. 이러한 현상은 코로나 19 이후 더욱 빠르게 확산되었고 그렇다면 앞으로의 주택거래량과 무관하게 B2C 매출은 꾸준히 증대될 것이다. 특히 인테리어 부문 중에서도 온라인과 리하우스 부문의 실적 고성장세가 예상된다.

한샘 – B2B 와 B2C 부문 비중

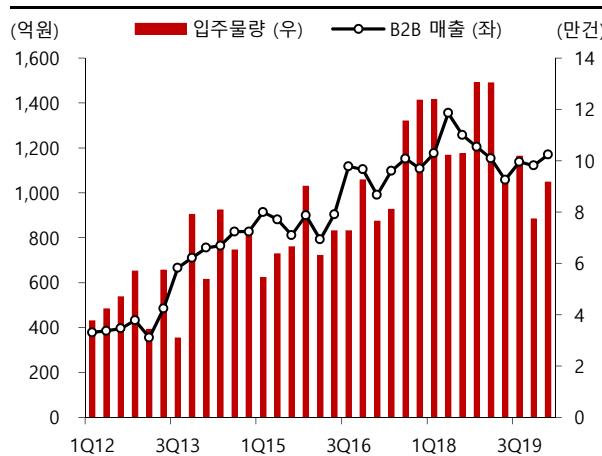


자료 : 한샘 SK증권

1) B2B : 실적 부진 예상하나, 매출 비중 미미

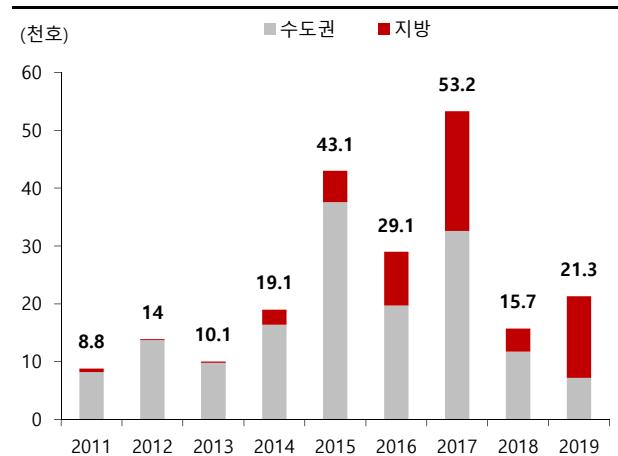
부문별로 나눠 상세히 살펴보면, B2B 부문은 앞으로도 실적 부진이 예상된다. 일반적으로 B2B 부문은 시공사와 시행사가 주 고객이고, 주택공급 물량이나 건설 전방 산업 시황과 실적 연관성이 큰데 단기적으로는 부동산 규제책이 악재다. 그리고 중장기적으로는 택지 감소때문에 하향세를 기록할 것이다. 현재 서울의 주택공급과 관련하여 가장 큰 문제는 더 이상 주택을 지을 만한 택지가 없다는 점이다. 그렇다고 해서 대형 건설사들이 新 먹거리로 활용중인 재건축 추진이 수월한 것도 아니다. 밖근데 정부 때 재건축 인가 호수와 문재인 정부 때 재건축 인가 호수를 비교해 보면 확연히 감소세임을 알 수 있다.

입주물량과 B2B 매출 Correlation : 0.82



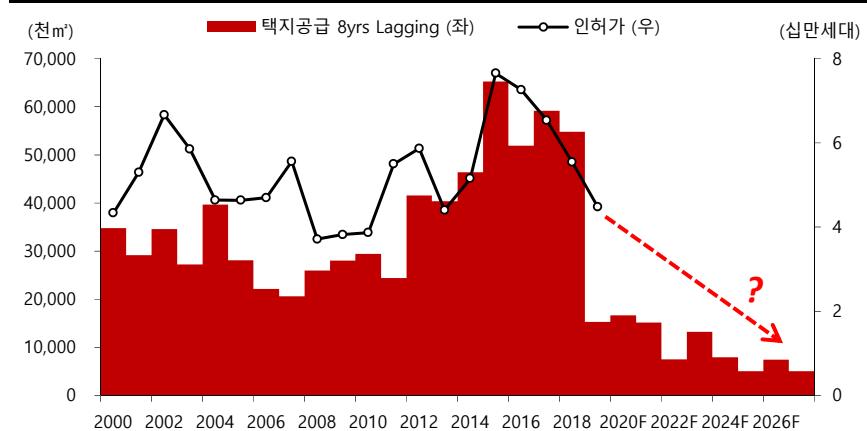
자료 : 한샘 Reps, SK 증권

재건축 추진현황



자료 : 국토교통부, SK 증권

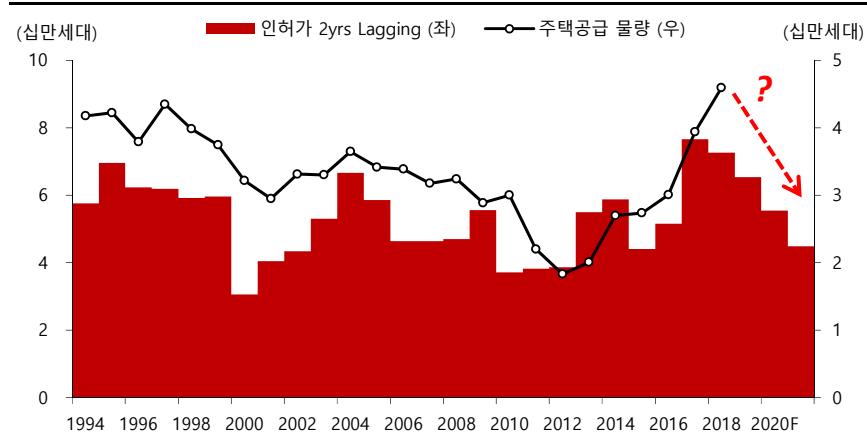
택지공급(8yrs lagging)과 인허가 사이의 Correlation : 0.62



자료 : 국토교통부, Reps, SK 증권

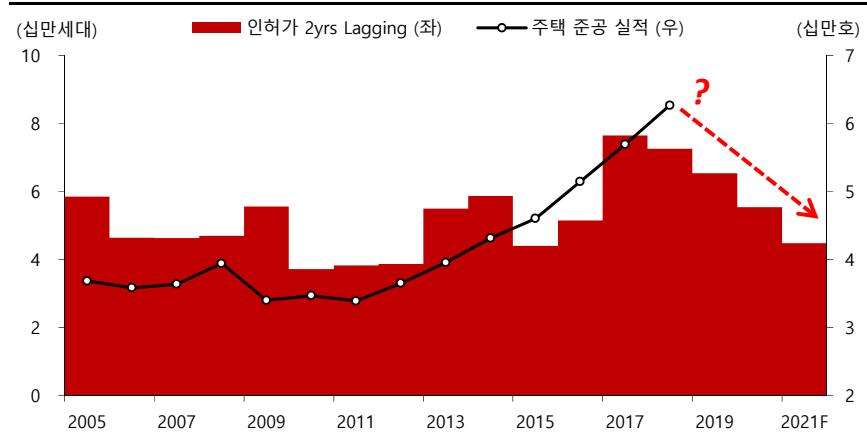
일반적으로 택지공급과 인허가 사이에는 8 년의 시차가 존재하는데 약 8 년을 lagging 한 택지공급과 인허가 사이의 Correlation 은 0.62 수준이다. 더불어 인허가와 주택공급 물량 사이에도 약 2 년 ~ 3 년의 시차가 존재하는데 2 년을 lagging 시킨 인허가 물량은 주택공급 물량과 Correlation 0.66 수준이다. 즉 2010 년 이후 급감한 택지 공급이 결국 8 년이 lagging 된 2018 년 이후 인허가의 감소로 연결되는 것은 당연한 결과이고 이렇게 감소한 인허가 물량은 주택공급 물량의 감소로 연결될 수 밖에 없다. 또 주택공급 물량의 감소는 가구 업체 입장에서 B2B 매출의 선행지표인 주택 준공 실적의 감소로 연결될 수 밖에 없으니 현 시점에서 단기적으로 부동산 규제책 영향을 제외하고 보더라도 과거와 같은 B2B 매출의 상승세를 기대하기는 구조적으로 어려울 것이다.

인허가(2yrs lagging)와 주택공급 물량 사이의 Correlation : 0.66



자료 : 국토교통부, Reps, SK 증권

인허가(2yrs lagging)와 주택준공 실적 사이의 Correlation : 0.75

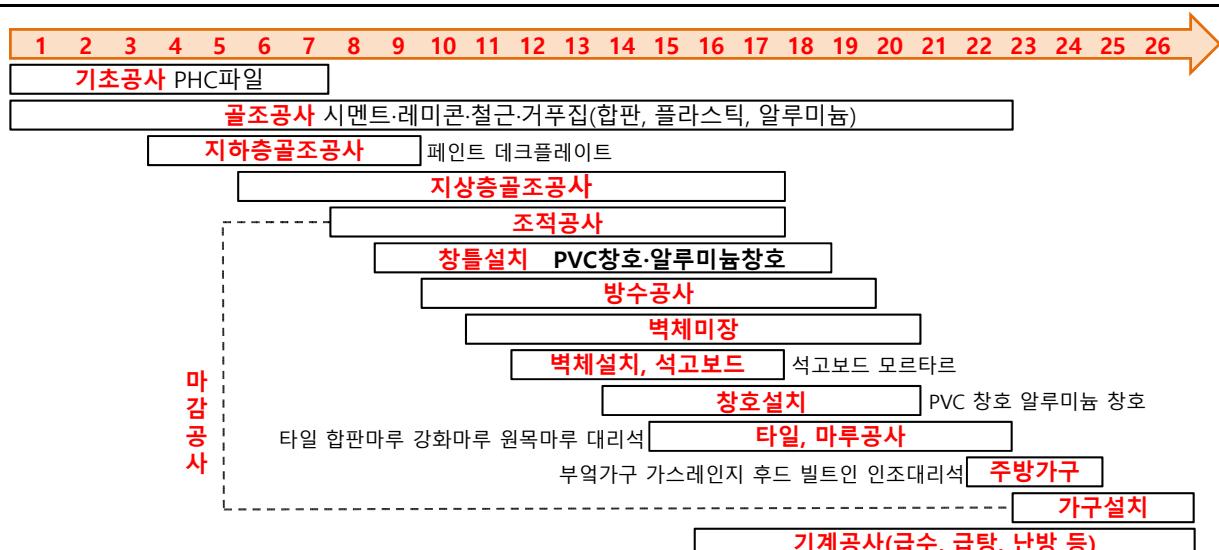


자료 : 국토교통부, Reps, SK 증권

그러나 동사를 포함한 대다수의 인테리어, 가구 업체들의 매출비중은 B2B 가 작고, 향후 성장동력원으로서 B2C (특히 온라인, 모바일, 시공과 결합한 플랫폼 등) 영역에 집중하고 있기 때문에 B2B 의 매출 부진에 대한 전망이 한샘 전체 실적에 미치는 영향은 미미할 것이다.

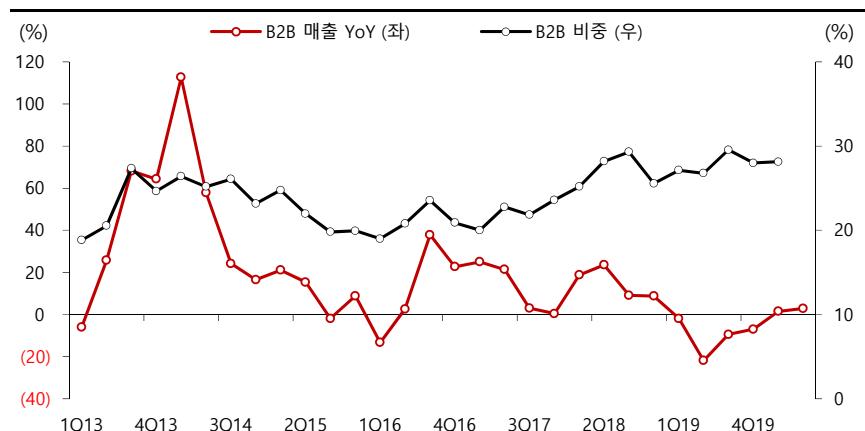
한샘의 전체 매출 중 B2B 의 비중은 30%이하이고, 최근 한샘 실적 성장의 원인은 B2C 부문 덕분이며, 특히 B2C 부문 중 온라인 (2Q20 실적 기준 YoY+35% 성장), 리하우스 (2Q20 실적 기준 YoY+29% 성장)부문 성장의 영향이 가장 컸다.

주택건설 공정별 자재 투입 시기 : 입주시기 투입되는 가구 특성상 선행지표는 공사 착공



자료 : Industry Data, SK 증권

한샘 - B2B 와 B2C 부문 비중



자료 : 한샘, SK 증권

2) B2C - 단기 : 주택거래량과 부동산 규제책이 쏘아올린 공

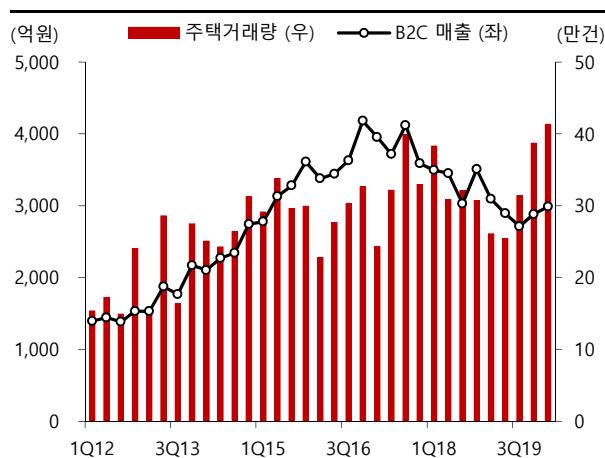
① 주택거래량이 쏘아올린 공

이어서 B2C 부문에 대해 상세히 살펴보자. 사실 연초부터 한샘의 1Q20 실적 서프라이즈는 이미 시장에서 예상했었다. 실제로도 그동안 B2C 매출은 주택거래량과 높은 Correlation (2012년 이후 0.7)을 형성해 왔다. 왜냐하면 일반적으로 부동산 계약일로부터 잔금일까지 2~3 개월정도가 소요되는데, 보통 잔금을 치르면 리모델링 계약을 하고 공사를 진행하는 순서기 때문에 주택거래량이 좋았던 4Q19가 2~3 개월의 lagging time을 두고 1Q20 의 B2C 매출을 견인한 것은 어찌보면 예견된 일이었다.

그리고 1Q20 이후 감소하던 주택거래량은 부동산 규제책 등의 영향으로 panic buying, 세금 부담으로 인한 매물 증가 등의 이유로 다시금 상승하였고 이 부분이 연계되어 2Q20 의 호실적에도 영향을 주었다.

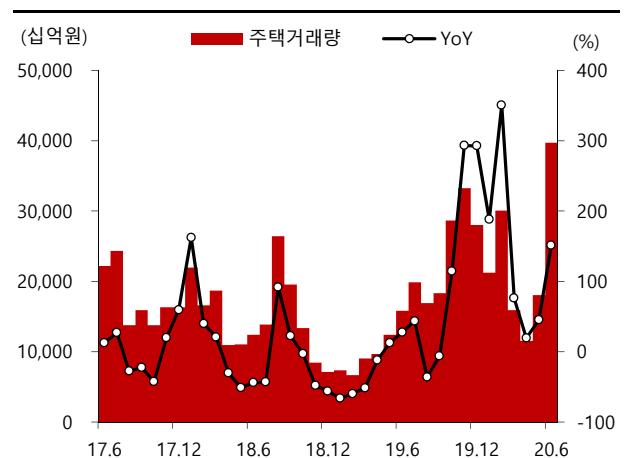
참고로 한샘의 실적은 계절성이 있는데, $4Q > 1Q = 2Q > 3Q$ 순으로 실적이 좋은 경향이 있다. 주택거래량에 가장 크게 영향을 미치는 요인인 ‘결혼’과 ‘이사’가 계절성이 있기 때문이다. 결혼은 보통 5 월과 10 월에 많이 하고, 이사는 통계적으로 3 월과 10 월, 11 월에 많이 한다. 그래서 결혼 수요와 이사 수요가 모두 겹치는 4Q에 실적이 몰려서 좋다. 결혼과 이사 수요가 적은 3Q는 비수기다. 1Q와 2Q는 4Q와 3Q 사이의 실적으로 유사한 편이다.

주택거래량과 한샘 B2C 매출 Correlation : 0.7



자료 : 한샘 Reps, SK증권

주택거래량과 YoY 추이



자료 : Reps, SK증권

② 부동산규제책이 쏘아올린 공

부동산 규제책도 B2C 부문에 긍정적이다. 이번 정부는 부동산 안정화 대책으로 22 번의 규제책을 발표했으며 정책의 유효성에 대해서는 여전히 설왕설래가 많다. 정책의 유효성은 일단 차치하고, 인테리어 업종과 관련 있는 부분만 발췌해서 보면 재건축재개발 이슈가 중요하다. 재건축재개발 규제는 강해질수록 해당 주택의 거주자는 허가가 날 때 까지 거주기간이 추가적으로 늘어날 수 밖에 없다. 특히 재건축재개발 기대 물량의 경우, 최소 지어진 지 30년 이상이 된 집이기 때문에 해당 거주지에 대한 거주기간이 길어질수록, 또 단기간에 재건축재개발 허가에 대한 확신이 떨어질수록 내부 인테리어에 대한 수요는 늘어난다. 즉 이번 부동산 정책들이 공통적으로 재건축재개발을 집중 규제함에 따라 인테리어에 대한 니즈는 증가세를 보일 수 밖에 없었다.

실제로 한샘의 강승수 회장은 “정부의 고강도 부동산 대책으로 인해 주택 매매 거래가 감소하는 것이 오히려 한샘 사업에 호재”라고 언급한 바 있다. 그리고 부문별로 나눠보았을 때 “주택매매거래가 줄어드는 것이 가구, 부엌제품 판매 등 (개별 판매)에는 마이너스 이지만, 기존 노후 주택을 리모델링 하는 측면에서 보면, 특히 리하우스 사업에 긍정적이고, 한샘은 특히 리하우스 사업 규모를 크게 가져가는 것이 목표이기 때문에 결과적으로 플러스라고 본다”고 인터뷰 하였다.

한샘 강승수 회장 언론 인터뷰 발췌

**강승수 한샘 회장 "글로벌 한샘 위한 역할 해야...
10 조 넘어 글로벌 100 대 기업 만들 것"**

강 회장은 "당장 올해는 아닐지 몰라도 도전적으로는 3년, 늦어도 7년 안에는 (10 조 매출) 달성을 할 수 있다"며 "한국만이 아니라 전세계에서 이런 사업을 하는 기업이 없다 (중략) 정부의 고강도 부동산 대책으로 인해 주택 매매 거래가 줄어드는 데 대해서는 오히려 한샘 사업에는 호재라는 의견도 밝혔다. 강 회장은 "주택매매 거래가 줄어드는 것은 가구, 부엌 제품 판매 등 개별판매에는 마이너스이지만 기존주택 노후화를 리모델링 하는 면으로 보면 리하우스 사업에는 긍정적이다"라며 "한샘은 리하우스 사업 규모를 크게 가져가는 것이 목표이기 때문에 결과적으로 플러스라고 본다"고 밝혔다.

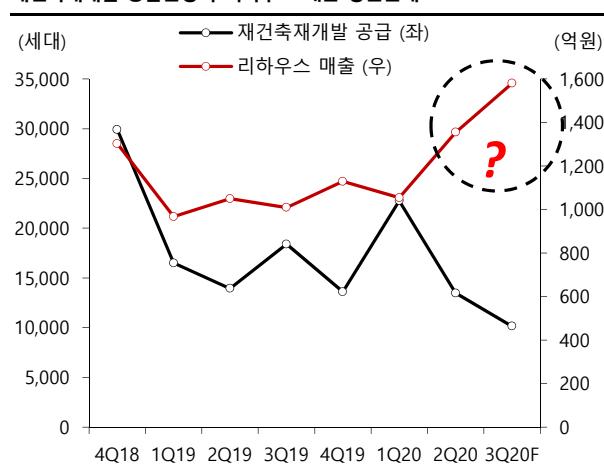
자료 : 뉴데일리경제(2020-01-21), SK증권

이는 데이터로도 입증되는데, 아래 표처럼 재건축 재개발 공급과 리하우스 매출 추이를 한 표에 그려보면 서로 반대 방향을 향함을 볼 수 있다. 또 재미있게도 재건축 시장 규모 YoY 와 인테리어시장 규모 YoY 를 비교해보더라도 동일하다. 즉 재건축 시장 규모가 커질수록 인테리어 시장 규모 성장세는 꺾이고 반대로 재건축 시장규모의 성장성이 낮아질수록 인테리어 시장규모는 급격하게 성장함을 볼 수 있다.

결론적으로 현재처럼 재건축재개발 규제가 강한 시점에는 인테리어 업체의 반사 수혜가 기대되며, 1Q20 과 2Q20 한샘의 B2C 및 리하우스 부문의 실적 성장세를 견인한 단기적 요인 중 하나로 ‘부동산 정책 (재건축 규제로 말미암아 인가 감소 등)’을 들 수 있겠다.

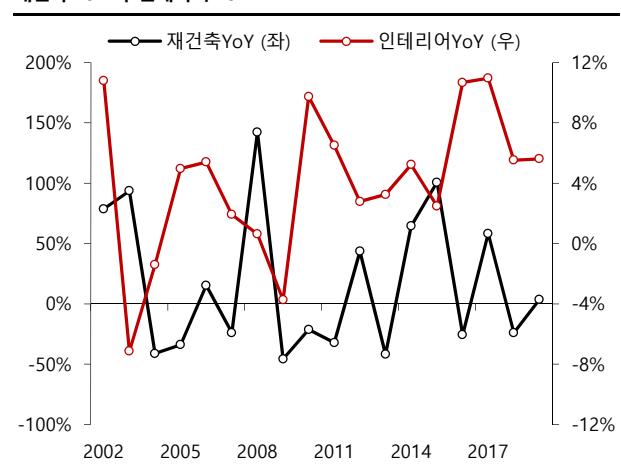
그렇다면 앞서 언급한 B2C 매출 성장요인 (주택거래량의 증가 및 재건축규제)은 모두 단기적인 요소라고도 볼 수 있는데, 아마 한샘의 투자자들이 가장 궁금해 할 부분이기도 한, ‘중장기적으로도 이러한 호실적이 유지될 수 있을까?’에 대해서 설명해 보겠다.

재건축재개발 공급물량과 리하우스 매출 상관관계



자료 : 국토교통부, 한샘, SK 증권

재건축 YoY 와 인테리어 YoY



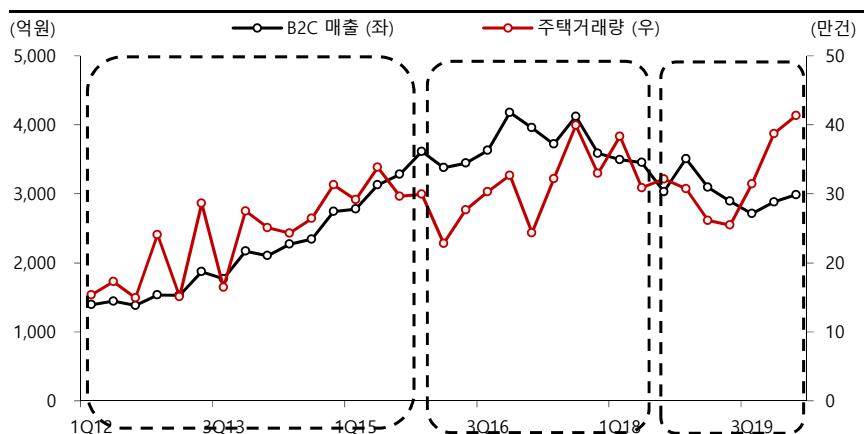
자료 : Reps, 한샘, SK 증권

3) B2C - 중장기 : 코로나 19 가 쏘아올린 공

한샘의 B2C 부문은 중장기적으로도 실적 성장을 이끌 것으로 전망한다. 가장 큰 이유는 이제 주택을 거래할 때만 인테리어 수요가 증가하는 시대는 지났기 때문이다. 실제로 아래의 표에서 볼 수 있듯이 2015년 까지는 B2C 매출이 주택거래량과 거의 동행 (Correlation 0.83)하는 모습을 보였는데, 16~18년의 경우 연결고리가 약해졌으며, 특히 2018년 이후는 두 지표 사이의 Correlation이 0.04로 ‘상관관계가 없다’는 결과까지 도출된다.

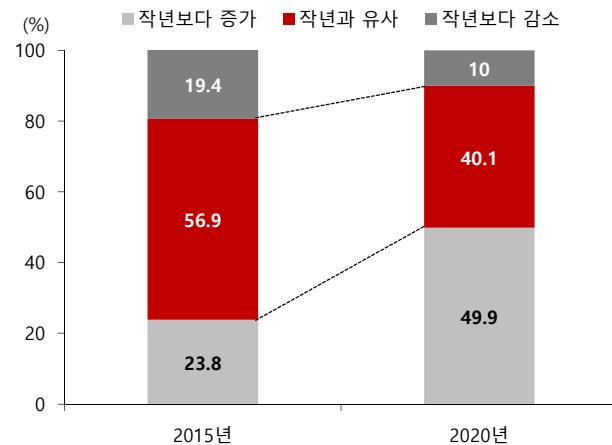
즉, 이제는 주택을 거래할 때 외에도 소비자들이 인테리어와 가구를 사기 시작하였다. 과거부터 점진적으로 진행되던 이러한 현상은 코로나 19 이후 가속화되었다. 실제로 코로나 19 이후 하루에 일인당 집에 있는 시간이 평균적으로 2시간 가량 증가했다는 통계가 있다. 트렌드모니터가 설문 조사한 바에 따르면 2015년 결과 대비, ‘집에서 보내는 시간이 늘어났다’고 언급한 사람의 비중은 26.1%p 증가하였다. 이에 반해 ‘작년과 별 차이 없음’이라고 대답한 사람은 16.8%p 감소하였고, ‘작년보다 줄어든 편’이라고 언급한 응답자의 비중은 9.4%p 감소하였다. 그리고 이들은 집에서 하는 활동을 중요시하는 태도가 더욱 뚜렷해지는 모습까지 연출되었는데, 집에서 시간을 보내는 동안 ‘집 안에 나만의 공간을 만들고 싶다’고 언급한 사람은 85.6%에 달했다.

한샘의 B2C 매출과 주택거래량 사이의 연결고리 점차 약해짐



자료 : 한샘 Reps, SK증권

지난해 대비 집에서 보내는 시간의 변화



자료 : 트렌드모니터, SK증권

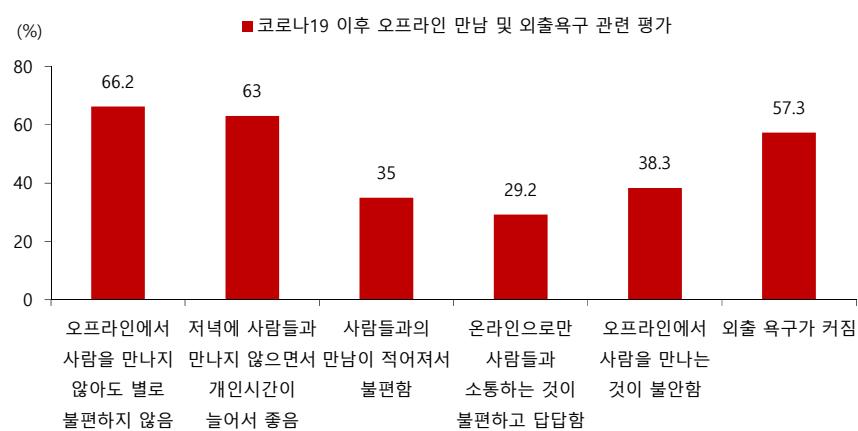
집의 기능 확대 및 집에 대한 인식 변화

[언택트시대] 코로나 19 이후 우리 의식주 어떻게 변할까

집, 휴식 공간에 사무실·체육관 개념 더해져 (중략) '집=휴식공간'이라는 인식에도 변화가 감지되고 있다. 코로나 19 사태로 재택근무가 시작되면서 집을 사무공간으로 활용하려는 '홈오피스족'도 늘어나고 있는 것이다. (중략) 서재 등 사무공간이 가내 필수 공간으로 자리 잡을 것으로 예상되는 대목이다. (중략) 야외활동이 줄고 홈 트레이닝을 하는 이가 늘어나면서 집은 체육관 기능도 더해지고 있다.

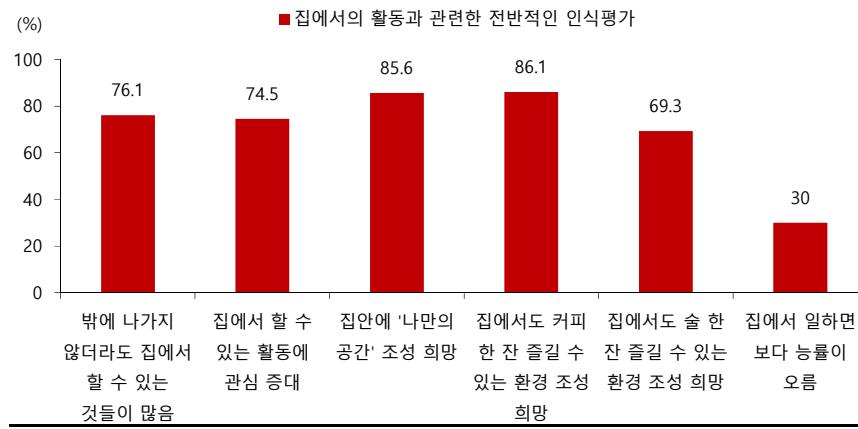
자료 : 시사저널(2020-05-19), SK증권

코로나 19 이후 오프라인 만남 및 외출욕구 관련 평가



자료 : 트렌드모니터, SK증권

집에서의 활동과 관련한 전반적인 인식 평가

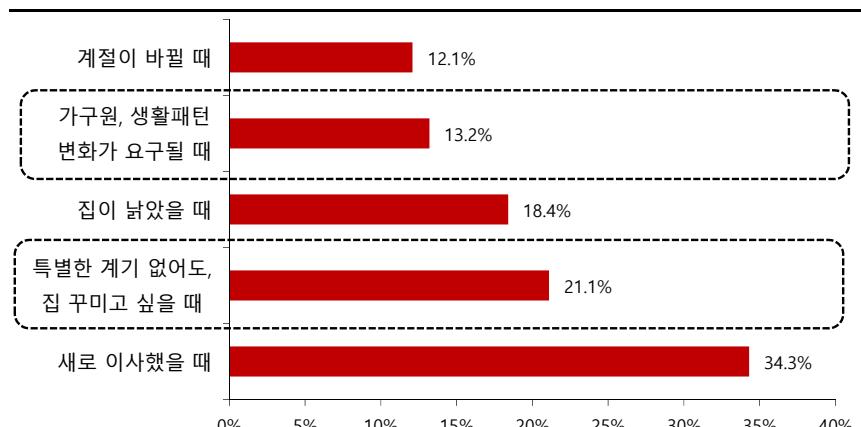


자료 : 트렌드모니터, SK증권

결과적으로 집의 기능 확장, 집의 역할에 대한 인식 변화 등은 인테리어/리모델링 수요로 이어졌다. 실제로 주택저널에서 시행한 집 꾸밈 의식조사에서도 이제 인테리어나 리모델링을 단순히 ‘새로 이사했을 때나 집이 낡았을 때’만 하는 것이 아니라 ‘특별한 계기가 없어도 집을 꾸미고 싶을 때’, ‘가구원의 생활패턴의 변화가 요구될 때’ 등 다양한 이유로 수요가 늘어남을 볼 수 있다.

이러한 수요증가는 가구판매의 증가, 리모델링 실적 증가로 연결되었다. 5월 기준 가구판매는 YoY+32.1%를 기록하였다. 더욱이 놀라운 것은 온라인 가구 쇼핑 거래액의 경우 5월 기준 YoY+51.9%까지 성장하였다는 점이다. 전체 가구 수요도 늘어나는 데다가 온라인의 경우 오프라인보다 훨씬 더 가파르게 성장하였음을 보여준다.

인테리어/리모델링에 대한 인식 변화



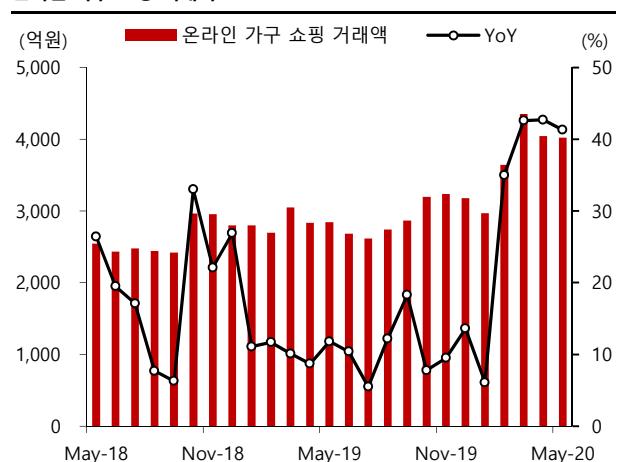
자료 : 주택저널, 집꾸밈의식조사, SK증권

통계청 가구 판매 DATA



자료 : 통계청, SK증권

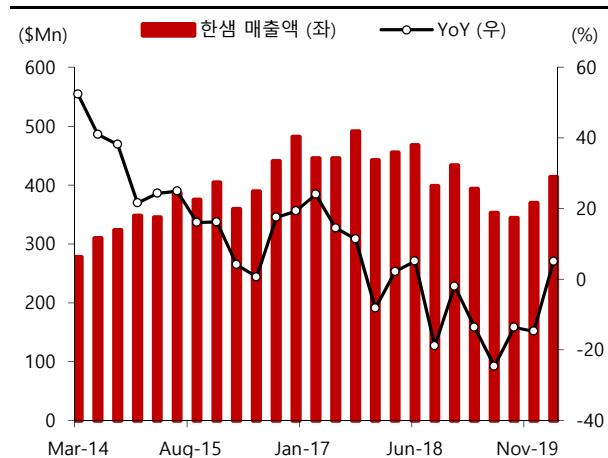
온라인 가구 쇼핑 거래액



자료 : 통계청, SK증권

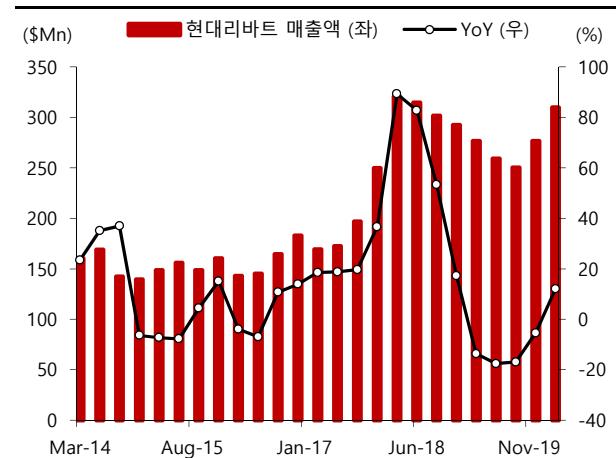
이러한 수요 증가세에 힘입어 한샘뿐만 아니라 국내 PEER 및 글로벌 PEER 매출도 모두 성장세를 보였으며, 이에 따라 주가도 연초 이후 꾸준히 상승중이다.

한샘 매출액 추이



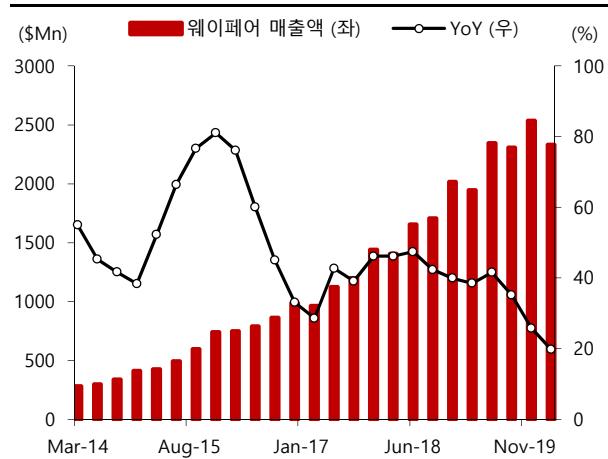
자료 : Bloomberg, SK증권

현대리바트 매출액 추이



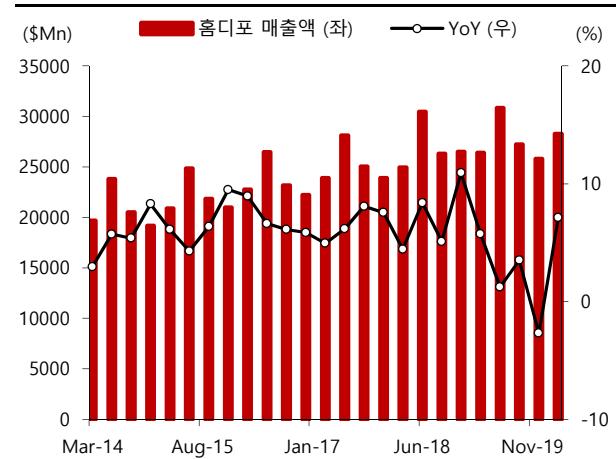
자료 : Bloomberg, SK증권

웨이페어 매출액 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

홈디포 매출액 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

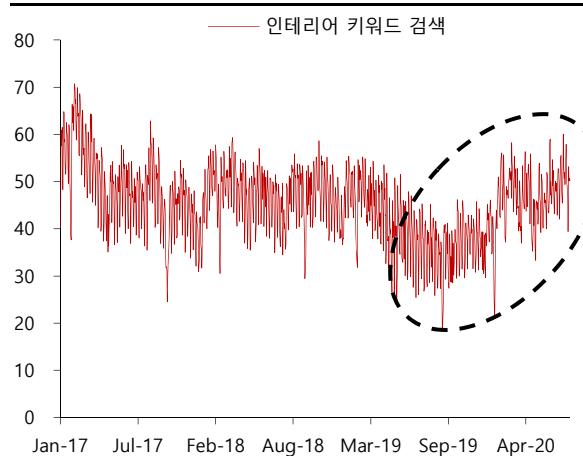
인테리어 국내 및 글로벌 PEER 연초 이후 주가 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

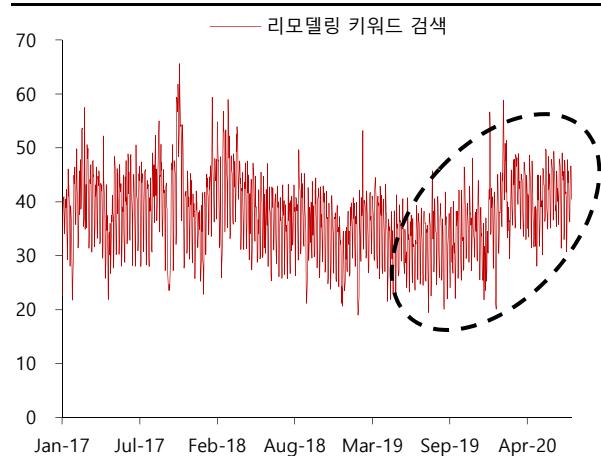
인테리어 모바일 거래 건수의 증가도 마찬가지로 빠른 증가세를 보이고 있다.

인테리어 키워드 검색 추이



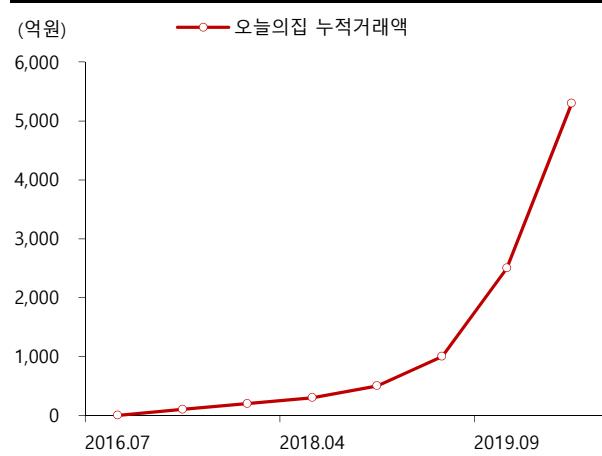
자료 : 네이버빅데이터, SK증권

리모델링 키워드 검색 추이



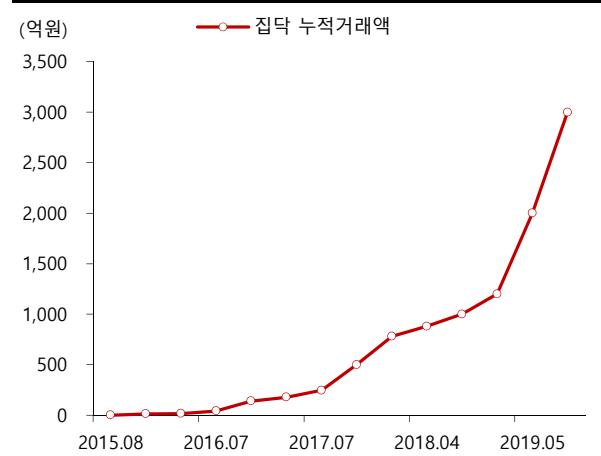
자료 : 네이버빅데이터, SK증권

오늘의 집 누적 거래액



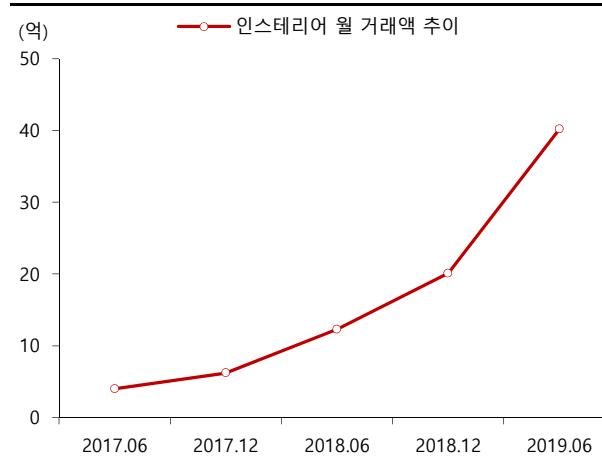
자료 : 오늘의집, SK증권

집닥 누적거래액



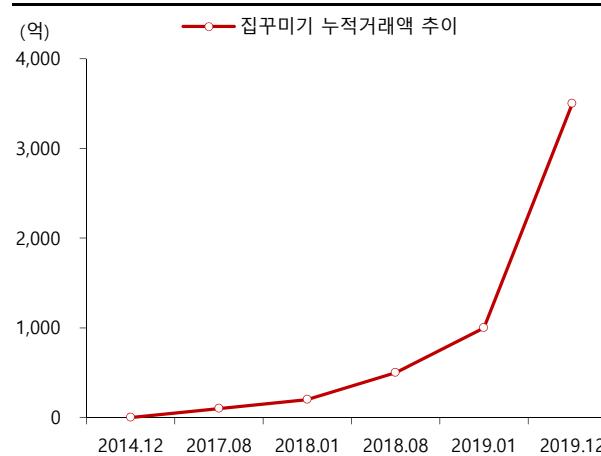
자료 : 집닥, SK증권

인스테리어 월 거래액



자료 : 인스테리어, SK증권

집꾸미기 누적거래액

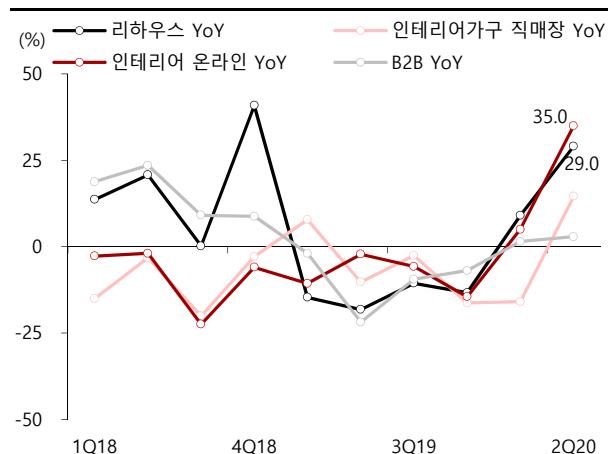


자료 : 집꾸미기, SK증권

특히 한샘의 경우 리하우스와 온라인 부문을 성장 동력원으로 삼고 앞으로도 고성장을 지속할 수 있도록 꾸준히 투자를 진행중이다. 내부적으로도 오프라인은 5년내 2배 목표(연율화 성장률 15%)를 가지고 있는데 반해, 온라인의 경우 3년내 2배의 실적 성장(연율화 성장률 25%)을 목표로 하고 있다. 마찬가지로 리하우스 부문도 향후 3년동안 25%씩 성장을 목표로 하고 있다.

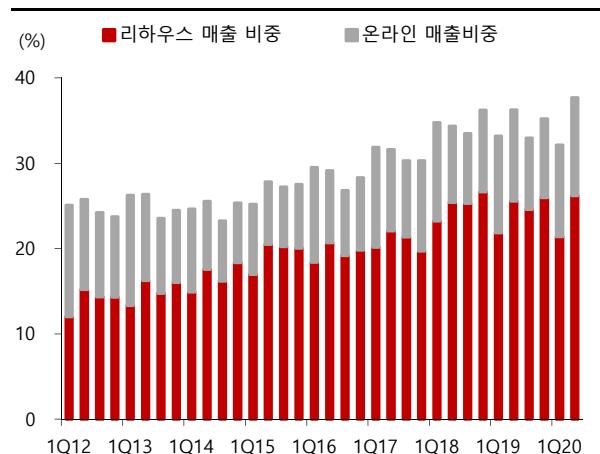
더불어 리하우스는 수익성도 높아(OPM 7%이상) 매출 성장이 본격화된다면 Top-Line의 성장세가 가속화 될 뿐만 아니라 수익성까지도 같이 견인될 것으로 예상한다.

한샘 부문별 실적 YoY 추이



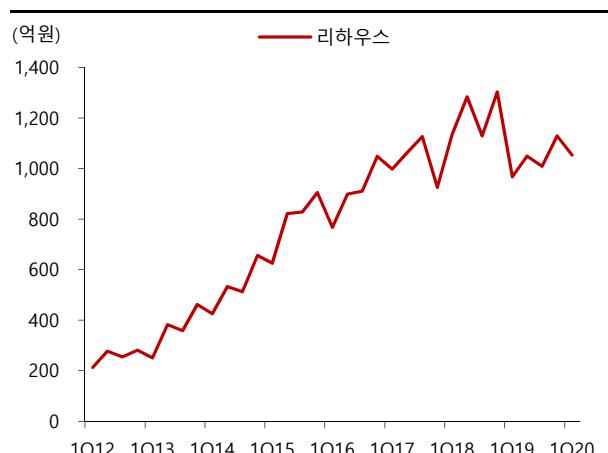
자료 : 한샘 SK증권

리하우스 부문과 온라인 매출 비중 추이



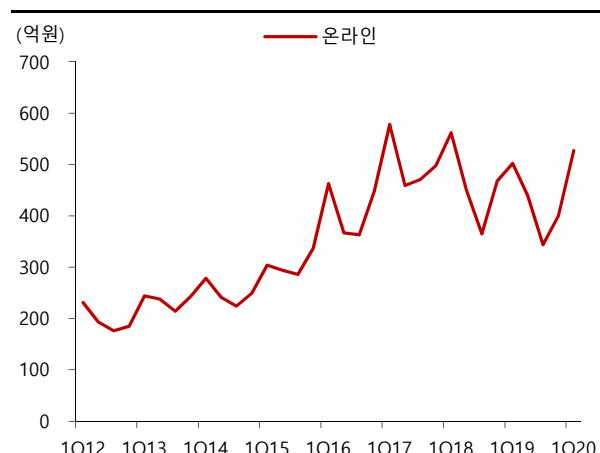
자료 : 한샘 SK증권

리하우스 부문 매출 추이



자료 : 한샘 SK증권

한샘 온라인 인테리어 부문 매출 추이



자료 : 한샘 SK증권

4) 한샘 2020년, 2021년 실적 전망

결론적으로 위에서 언급한 3 가지 근거들을 반영하여, 2020년 실적은 매출 1.97조, 영업이익 870억으로 전망하였다. 특히 온라인의 경우 전년동기 대비 24.7%의 성장이 예상되며 리하우스 부문도 전년동기 대비 29%의 성장이 기대되어 연간으로는 리하우스 매출액이 5,501억원에 달할 것으로 예상한다.

앞서 언급하였듯 이러한 실적 성장세는 2020년뿐만 아니라 2021년 이후로도 지속될 것으로 전망하며, 아래의 표로 요약해 놓았듯 2021년 매출액은 2.2조, 영업이익은 1,007억원으로 전망한다.

한샘 실적 전망 Table

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
연결 매출액	4,425.1	4,108.7	4,104.5	4,345.4	4,926.1	5,172.0	4,623.5	4,991.8	16,983.7	19,713.3	21,944.7
B2C	3,095.0	2,894.0	2,713.0	3,041.0	3,202.0	3,469.0	3,177.0	3,655.9	11,743.0	13,503.9	15,503.4
리모델링 부역	1,522.0	1,607.0	1,519.0	1,817.0	1,758.0	1,911.0	1,786.4	2,212.1	6,465.0	7,667.5	9,025.2
리하우스	967.0	1,050.0	1,009.0	1,237.0	1,254.0	1,355.0	1,271.3	1,620.5	4,263.0	5,500.8	6,847.5
KB 대리점	555.0	557.0	510.0	580.0	504.0	556.0	515.1	591.6	2,202.0	2,166.7	2,177.7
인테리어 가구	1,573.0	1,287.0	1,194.0	1,224.0	1,444.0	1,558.0	1,390.6	1,443.8	5,278.0	5,836.4	6,478.2
직매장	607.0	481.0	492.0	451.0	523.0	551.0	546.1	509.6	2,031.0	2,129.8	2,262.7
INT 대리점	464.0	366.0	358.0	359.0	392.0	413.0	393.8	387.7	1,547.0	1,586.5	1,724.9
온라인	502.0	440.0	344.0	414.0	529.0	594.0	450.6	546.5	1,700.0	2,120.1	2,490.6
B2B	1,152.0	1,059.0	1,138.0	1,084.0	1,182.0	1,087.0	1,189.7	1,112.4	4,433.0	4,571.1	4,771.4
연결자회사	178.0	156.0	254.0	221.0	542.0	616.0	256.8	223.5	809.0	1,638.3	1,669.9
매출원가	3,125.8	2,915.6	3,094.7	3,112.3	3,654.9	3,687.3	3,398.7	3,680.8	12,248.5	14,421.8	15,936.8
원가율(%)	70.6	71.0	73.4	71.6	74.2	71.3	73.5	73.7	72.1	73.2	72.6
영업이익	185.4	84.5	71.4	216.5	171.4	230.1	218.6	250.1	557.7	870.2	1,007.5
OPM(%)	1.8	3.4	2.3	4.0	4.2	2.1	1.7	5.0	3.3	4.4	4.6
매출액 YoY(%)	(9.3)	(18.7)	(8.0)	(11.1)	11.3	25.9	12.6	14.9	(11.9)	16.1	11.3
영업이익 YoY(%)	112.1	(51.4)	(30.3)	10.2	(7.5)	172.3	206.4	15.5	(0.5)	56.0	15.8

자료 : 한샘 SK증권

5. 한샘 밸류에이션 - PSR / PER

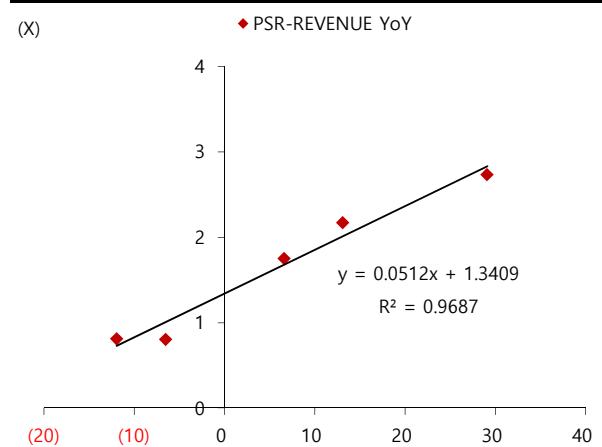
한샘에 대해 투자의견 매수, 목표주가 150,000 원으로 커버리지 개시한다. 목표주가의 경우, PSR Valuation 을 적용하였다. 재미있게도 한샘의 과거 Valuation 추이를 보면, 아래의 표에서처럼 실적 YoY 와 PSR 사이 R^2 가 상당히 높은데, 연간실적의 경우 R^2 0.96, 분기실적의 경우 R^2 0.69 로 매우 높은 상관관계를 형성하고 있다. 따라서 이 수식을 활용하여 PSR 을 도출해보면, 2021년 매출액 YoY 가 추정치 기준 +11.3%로 예상되기 때문에 PSR 은 1.98x 로 도출되고, 현 주가와의乖離율을 감안하여 20% discount 를 적용한 Target Multiple 은 1.6x 로 도출하였다. 2021년 예상매출액에 Target Multiple(PSR 1.6x) 을 적용하여 한샘의 적정 시가총액은 3.5 조원, 적정주가는 150,000 원으로 제시한다.

한샘 목표주가 산정

구분	비고
예상 매출액 (억원)	21,945 2021 예상 매출
Target P/S (배)	1.61 한샘 Historical PSR-Revenue YoY 관계식에 Revenue YoY +11.3% 적용 후 20% discount 적용
적정 시가총액 (억원)	35,331
Target Price (원)	150,000
Current Price (원)	103,000 8월 11일 종가 기준
Upside Potential (%)	45.6

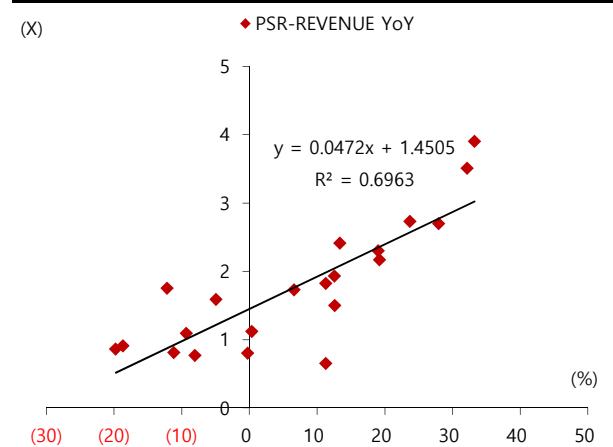
자료 : SK 증권

한샘 연간 실적 YoY 와 PSR



자료 : 한샘, Quantwise, SK 증권

한샘 분기 실적 YoY 와 PSR



자료 : 한샘, Quantwise, SK 증권

PEER Valuation 을 사용할 경우, 동사가 영위하고 있는 사업모델과 동일한 특징의 회사는 사실상 어떤 국가에도 존재하지 않는데다가, 국내 PEER 들도 플랫폼 형태의 한샘의 모델과 비교하기에는 아직까지 가구 판매업체에 불과하다는 문제가 있다. 따라서 동사와 1:1로 매칭되는 PEER 를 찾기는 불가능하지만, 그나마 유사한 모델을 영위하고 있는 해외 PEER 로서 ‘웨이페어, 흄디포’ 등을 고를 수 있겠고, 이들의 12MF PSR 의 평균 값이 2x 임을 감안해 보면, Target Multiple 로 제시한 1.6x 는 절대 지나치지 않다. 동사는 앞으로도 인테리어 플랫폼 업체로의 전환이 가속화 될 것임을 감안하였을 때, 여전히 주가 Upside 가 높다.

한샘 목표주가 민감도 분석

Multiple/매출성장률		PSR (x)				
		1.3	1.5	1.6	1.7	1.9
Growth Rate (%)	3%	110,000	130,000	140,000	150,000	160,000
	8%	120,000	140,000	140,000	150,000	170,000
	11%	120,000	140,000	150,000	160,000	180,000
	15%	130,000	140,000	150,000	160,000	180,000
	20%	130,000	150,000	160,000	170,000	190,000

자료 : SK 증권

한샘 목표주가 도출 – PER 적용의 경우

구분		비고
예상 EPS (원)	3,620	2021 예상 EPS
Target P/E (배)	41	한샘이 B2C 시장 공략 본격화 및 온라인 플랫폼 구축 등 전략수정에 대한 성장 기대감이 반영되었던 2015년 평균 P/E 적용
적정주가 (원)	148,420	
목표주가 (원)	150,000	
현재주가 (원)	103,000	8월 11일 종가 기준
Upside Potential (%)	45.6	

자료 : SK 증권

6. PSR 적용근거

한샘에 PSR 을 적용하기 위해서는 크게 두 가지 요건을 충족하여야 한다.

첫 째, 매출액이 급격한 성장세를 지속한다.

둘 째, 한샘은 단순 가구 판매업체가 아닌 플랫폼 기업이다

먼저 첫 째 조건인 매출액의 성장은 앞 서 언급하였듯, '20년 1.97조원 '21년 2.2조원 '22년 2.4조원으로 지속 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

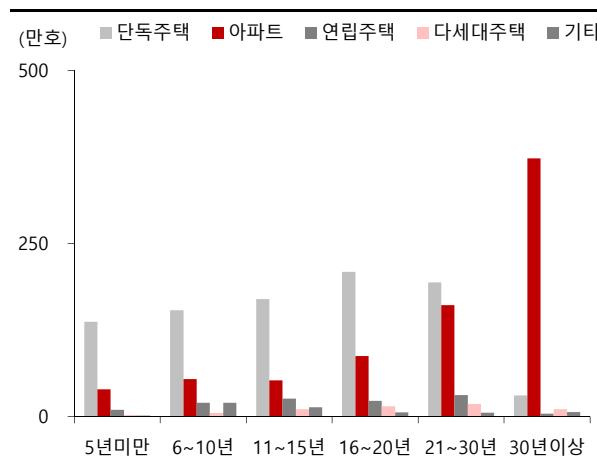
리모델링 시장규모는 공식 분석 데이터가 없어 몇 가지 가정을 통해 추정하였는데, 아래 4 가지 가정을 전제로 약 26조원의 시장규모로 추정한다.

- 1) 전체 주택수 20,818,000 호
- 2) 평균적으로 16년마다 전체 수리 가정
- 3) 서울지역 평당 130~150만원 소요 / 지방 평당 100만원 소요
- 4) 평균 아파트 평수 20평 가정 (원룸포함)

즉, <연간 130만호 리모델링 수요 * 평당 100만원 가정 * 평균 아파트 평수 20평> 의 26조원의 시장이 도출된다.

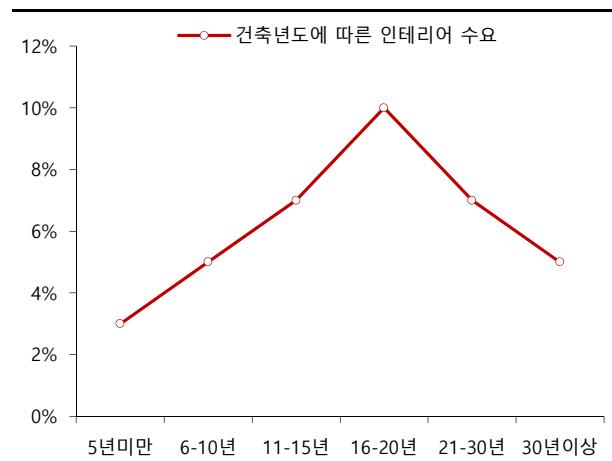
또 다른 산출방법으로는 '건축연도 별 주택 수'에 '각 주택 노후도에 따른 인테리어 수요율'을 차등화하여 가산하면 약 25조원의 시장규모를 추정할 수 있다.

건축연도별 주택 현황



자료 : KOSIS, SK증권

건축연도에 따른 인테리어 수요율



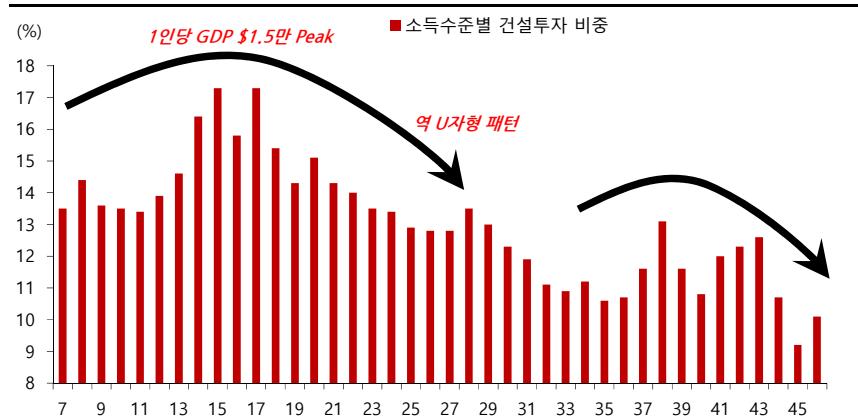
자료 : 대한건설정책연구원, SK증권

산출 방식은 건축년도 (5년미만, 6~10년, 11~15년, 16~20년, 21~30년, 30년이상)에 따라 주택 수를 구분하고, 각각 차별적인 인테리어 수요율(3%(5년미만)~10%(16~20년))을 곱하여 합산하였다. 각 인테리어 수요율은 대한건설정책연구원 자료를 참고하였는데, 일반적으로 인테리어 수요는 시간이 지날수록 증가하고 16~20년 사이에 가장 높다. 그리고 21년 이후의 경우, 수요의 감소를 가정하였는데 그 이유는 우리나라의 경우 보통 30년 이상의 아파트에 대해서는 재건축 기대감이 있어, 유지/보수에 대한 낌즈가 상대적으로 줄어들기 때문이다.

결론적으로 인테리어 시장은 약 25조 원 이상으로 추정이 되고, 한샘의 리하우스 규모가 '19년 기준으로 4,263억 원에 불과하다는 점을 감안하면 단순히 매출액 기준으로 M/S를 산출할 시 약 2.1%가 도출된다. Industry Data에 따르면 비브랜드업체의 비중이 70%를 넘는 것으로 추정되며 그동안 인테리어 시장은 매우 파편화되어 존재하였다.

일반적으로 국가가 성숙할수록 건설 투자 비중은 줄고 유지 보수 시장은 확대된다. 또 일부 서구국가의 경우 건설시장에서 오히려 리모델링이 최대 시장이기도 하다. 우리나라로 성숙해지고 노후건축물이 증가하여 리모델링 시장 확장은 지속될 것이다.

일인당 GDP에 따른 건설 투자 비중



자료 : Bloomberg, SK 증권

시기별 리모델링 시장 성장 패턴 전망

구분	특징	전체시장 대비 리모델링 비중
2000년	- 비주택 중심의 리모델링 시장 성장 - 주택부문의 리모델링 성장세는 크지 않으나 양적인 면에서는 비주택보다 우위에 있음	8~10%
2015년	- 주택부문 이모델링 (특히 아파트 공동부분) 활성화 시장	15~20%
2020년	- 주택부문의 리모델링이 주도적 위치 확보	25~30%
2025년 이후	- 서구국가와 비슷한 수준으로 리모델링이 건설시장에서 최대 시장으로 위치 확보	30% 이상

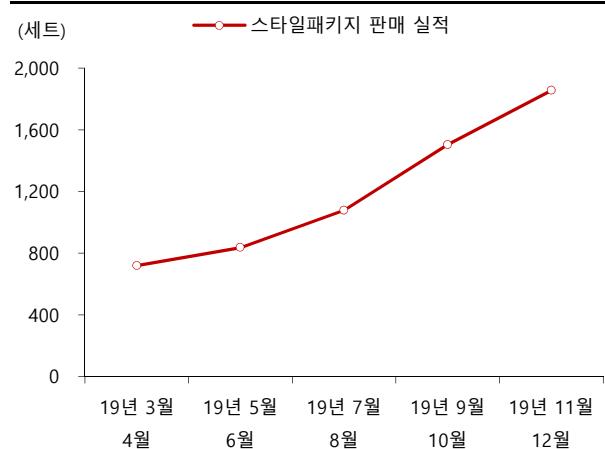
자료 : 한국 리모델링협회, SK 증권

한샘의 강승수 회장은 신년사를 통해 7년 내 리하우스에서만 매출 5조원의 목표를 제시한 바 있다. 이 목표가 달성되려면 25조원의 리모델링 시장을 가정했을 때, M/S 20%를 확보해야 가능한 수치다. (리모델링 시장을 20조원으로 가정할 시, M/S 30%). 브랜드력, 가격 다양성 정책, A/S 정책 및 집에 대한 인식 변화 등을 감안해 볼 때 가능한 수치라고 생각하지만 일단, 가장 보수적인 관점에서 단순히 ‘리모델링 시장이 매년 1%씩만 성장’을 하고, ‘한샘의 M/S가 매년 0.5%p 씩만 확장’된다는 가정을 적용해 보았을 때 3년 내 리하우스 부문은 9,639억원의 매출을 달성할 수 있다. 이는 ‘19년 리하우스 매출을 기준으로 보았을 때 약 2.3 배에 달하는 실적이다. 단순히 리하우스 매출만 Add-Up 을 하더라도 한샘의 전체 실적은 지속 우상향이 기대된다.

실제로 스타일 패키지 판매실적은 데이터가 공개된 ‘19년 초 이후 빠른 성장세를 지속하고 있는데, 19년 말에는 연초 대비 480% 가까이 성장을 한데다, ‘2주 이상의 시공기간을 최대 5일로 단축’, ‘표준화 작업 및 디자이너 확대 채용’ 등 현재 한샘의 고객 확보 전략을 생각해볼 때, 사실 그 이상의 M/S 확대도 충분히 가능해 보인다.

한샘은 그동안 P를 상대적으로 올려 마진(수익성)을 확보하는 것을 회사 내 전략으로 썼었다. 따라서 고객입장에서는 비브랜드 혹은 타 브랜드 대비 상대적으로 비싸다는 인식이 있었는데, 최근 시장확보를 위해 단기간에는 수익성이 일부 훼손되더라도 M/S 확대 (Q 전략)로 방향을 선회하였고 그 대표적 예로서 최근 출시한 스타일패키지를 들 수 있겠다. 스타일패키지의 경우 품질은 유지하되 기존 패키지 상품 가격 대비 약 20% 가량 낮은 가격인 평당 99만원대의 상품을 선보였는데 1개당 공사 비용이 3,000만원에서 5,000만원 선이었다는 점을 감안하면 절대적 금액으로서 가격 할인 효과가 클 것으로 예상한다. 또 가구나 인테리어에 대해서는 고객이 가격에 민감도가 높기 때문에 가격 인하로 인한 고객 유입효과가 추가적으로 기대된다. 실제로 패키지 출시 한달 만에 온라인몰 한샘닷컴의 수퍼 상담 신청 건은 약 40% 증가하기도 하였다.

스타일패키지 판매 실적



자료 : 한샘, SK증권

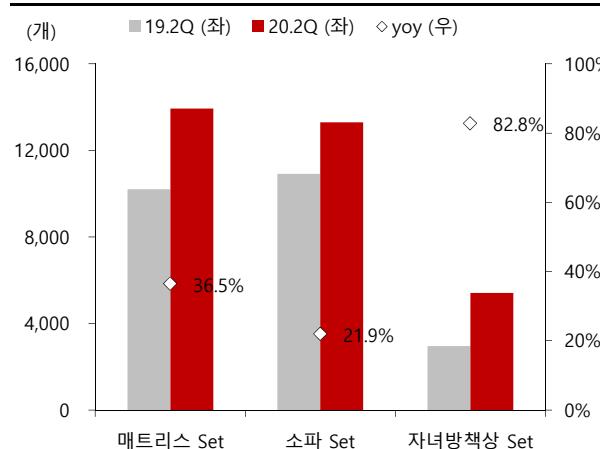
한샘닷컴 상담신청 누적건수



자료 : 한샘, SK증권

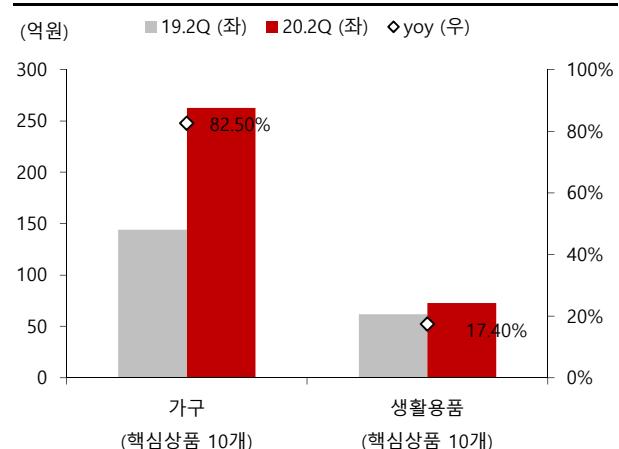
인테리어 부문뿐만 아니라 가구부문도 핵심상품 중심으로 가격인하가 매출 성장세로 직결 되었다. 동사는 '20년 1월부터 핵심상품 가격을 약 10% 가량 할인하였는데, 2Q20 기준으로 매트리스 SET는 YoY+36.5%, 소파 SET는 YoY+21.9%, 자녀방 책상 SET는 YoY+82.8%까지 성장하였다. 또한 가구(핵심상품 10개 기준) 매출은 2Q20 기준 YoY+82.5%의 성장세를 기록하였고 생활용품(핵심상품 10개 기준)도 YoY+17.4%로 양호한 성장세를 보였다. 즉, 한샘의 P 인하(Q 성장, M/S 확대책) 전략이 실적 성장에 긍정적인 역할을 했음을 수치로 증명한 셈이다. 결론적으로 가격에 민감한 인테리어/가구 시장내에서 동사의 전략변화(P가 아닌 Q전략), 인테리어 시장 자체의 성장, 그리고 집에 대한 소비자 인식의 변화 등이 어우러져 실적 성장을 비단 올해뿐만 아니라 앞으로도 지속될 것으로 예상한다.

인테리어 가구 핵심상품



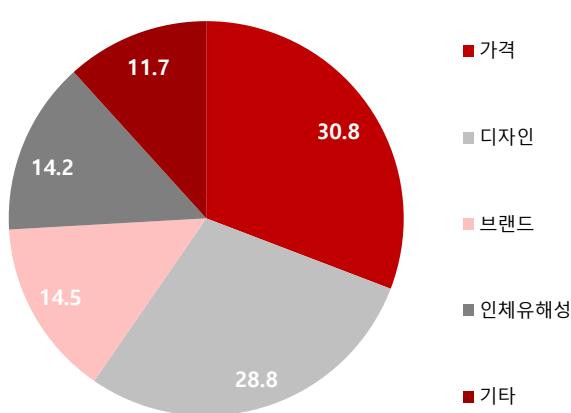
자료 : 한샘 SK증권

핵심상품 가격 인하 후 판매실적



자료 : 한샘 SK증권

가구 구입시 고려사항 : 가격이 가장 중요

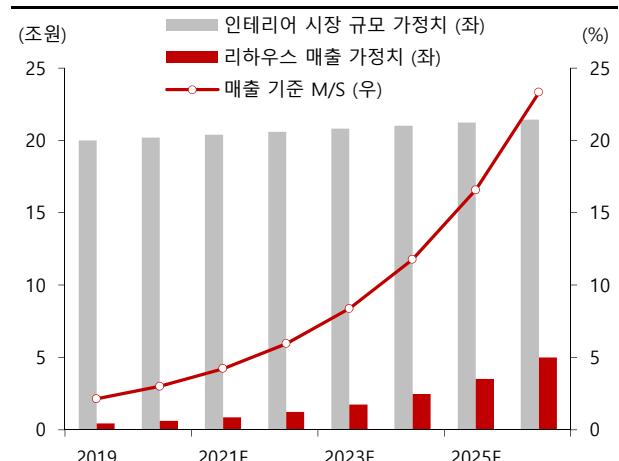


자료 : 한국소비자연맹 조사, SK증권

주1: 최근 2년 내 가구를 직간접으로 구매한 경험이 있는 소비자 214명 대상 조사

주2: 2015년 기준 data

한샘, 인테리어 시장 내 목표 M/S 적용시 리하우스 매출 추이 전망



자료 : 한샘 SK증권

주1: 인테리어 시장은 2019년 20조원 규모 및 매년 1%씩 성장 가정

주2: 리하우스 매출의 경우 7년내 5조원 목표 달성을 전제로 함

7. 한샘은 단순 가구 업체가 아닌 플랫폼 기업이다.

PSR Valuation을 적용하기 위한 첫 번째 요건인 ‘매출의 지속적인 성장’은 한샘이 충족하고 있음을 설명하였다. 그렇다면 두 번째 요건인 ‘한샘이 플랫폼 업체인지’에 대한 검증을 해봐야 하는데, 결론부터 말하자면 ‘한샘은 단순 가구 판매업체가 아닌 플랫폼 업체’가 맞다. 이를 증명하기 위해서는 플랫폼에 대한 정의부터 선행되어야 하는데, 사실 워낙 자주 쓰는 단어이기 때문에 플랫폼의 정의에 대해 자세히 설명을 하기보다는 ‘인테리어/가구업’에서 플랫폼의 역할 범위 및 효용성을 단순 가구 판매업체와 구분해서 설명해보겠다. 단순 가구 판매업체의 경우 아래 그림의 ‘파이프라인 경제(Pipeline Economy)’에 적용되는데 일반적으로 업체별 차별화 전략이 상품 중심인데다가 생산, 유통, 마케팅, 고객 관리 (커뮤니티 관리 등)로 이어지는 각각의 역할을 구분하여 제공하는 경향이 있다. 이에 반해 인테리어/가구 플랫폼 업체는 생산-유통-마케팅-고객관리가 원스탑으로 제공되고 특히 생산자와 소비자가 상호작용을 할 수 있는 채널 (모바일, 인터넷 등)이 존재한다. 이 상호작용 과정을 통해 고객들의 의견 및 니즈를 취합하고 데이터화하여 분석하며, 이를 생산에서부터 고객관리 전 과정에 활용을 하기 때문에 성장의 선순환고리가 형성된다. 특히 가구/인테리어 업체는 매출비중에서나 성장 성 측면에서나 B2C의 중요성이 점점 더 부각되고 있기 때문에, 채널의 확장을 통해 고객 접점을 형성하는 것은 플랫폼으로서 매우 중요한 일이다.

이를 한샘에 적용해보면 과거 한샘의 경우 상품 생산 및 마케팅/판매에만 집중했는데, 최근 한샘몰이나 인스테리어 인수 등을 통하여 소비자와 접점을 형성하고 이를 기반으로 취합한 데이터를 분석 및 반영하여, 상품 개발 / 판매 / 유통 / 마케팅 등 전 과정에 활용중이다. 즉 단순 상품제공자 역할이 아닌 생산, 유통, 판매, 고객관리 역할 전체를 관할하고 이러한 생태계를 직접 조성하는 오케스트라의 역할인 것이다.

생산자와 소비자 사이에서 플랫폼이 형성하는 선순환 효과



자료 : MARSHALL W. VAN ALSTYNE “PIPELINES, PLATFORMS, AND THE NEW RULES OF STRATEGY”, SK증권

실제 각 역할별로 한샘의 투자행보를 정리해보자면,

① 채널 (모바일, 인터넷) 확대

최근 가구 시장에서 온라인/모바일 시장의 성장과 더불어 동사도 ‘한샘닷컴’ 서비스 확대 및 ‘인스테리어 인수’ 등 투자를 확대 중이다. 코로나 19로 비대면 온라인 경제가 가속화되며 한샘뿐만 아니라 많은 인테리어 업체들이 O2O 플랫폼에 관심이 높아지고 있다. 이 플랫폼들은 단순히 거래중개나 유통만 하는 것이 아니라 소비자와 고객 사이 커뮤니티 역할을 하면서 기업 입장에서는 데이터 취합, 그리고 고객 입장에서는 정보공유 및 정보 비대칭성 해결 등의 역할을 하고 있다. 커뮤니티 특성상 일정 수 이상의 고객이 플랫폼에 집적된 후에는 고객유인이 폭발적으로 늘어날 것으로 예상한다.

온라인 가구 쇼핑 거래액



자료 : 통계청 SK증권

모바일 가구 쇼핑 거래액



자료 : 통계청, SK 증권

파이프라인 경제와 플랫폼 기업의 차이점

From pipeline economy (product-driven)...



...To platform company (ecosystem orchestrator)

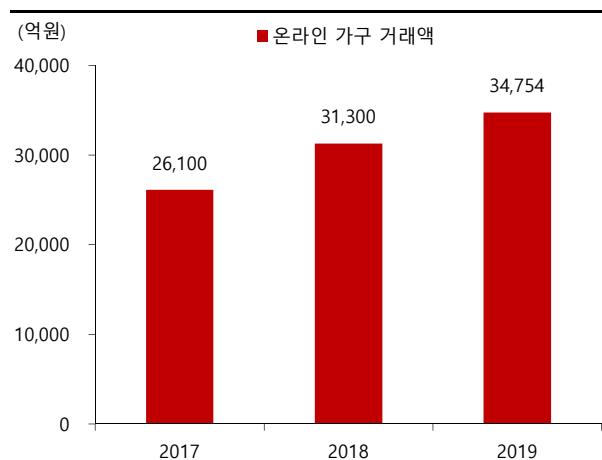


자료 : Accenture, SK 증권

한샘이 창립 50년 아래 첫 인수합병한 회사가 바로 ‘인스테리어’인데, 이는 한샘 출신이 만든 인테리어 플랫폼 스타트업이다. 2019년 11월부터 인수 협상 과정을 진행해 2020년 1월 인수를 완료하였고, 인수 이후에는 기존에 인스테리어가 주로 수행하던 역할인 ‘인테리어 업체와의 중개’ 외에도 추가적으로 한샘몰을 O2O 전문몰로 바꾸고 리하우스 대리점 450여곳과 제휴를 맺을 계획도 가지고 있다. 또 인스테리어의 빅데이터를 활용하여 상품 개발 및 오프라인 영업망 등에 활용할 예정이며 이를 국내에 안착 시킨 후에는 그동안 부진했던 중국사업에도 활용할 계획을 밝히는 등 역할 및 규모의 확장을 꾀하는 중이다.

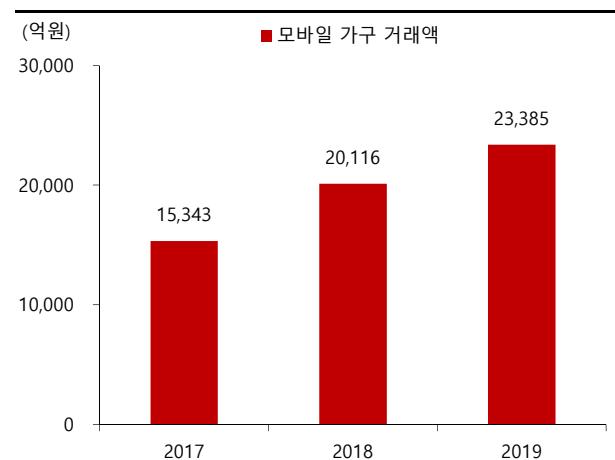
이러한 투자행보에 힘입어 온라인/모바일 채널도 점점 더 활성화되고 있는데, 일례로 한샘닷컴의 2Q20 상담신청 누적건수는 51,000 건을 기록하였다. 이는 2Q19 (7,000 건) 대비 YoY+28.6%의 실적이고, 이 외에 인스테리어도 월 거래액이 꾸준히 증가세이다.

온라인 가구 거래액 추이



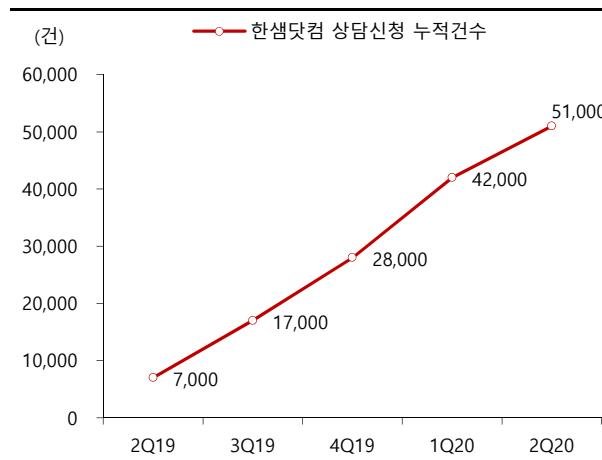
자료 : 통계청, SK증권

모바일 가구 거래액 추이



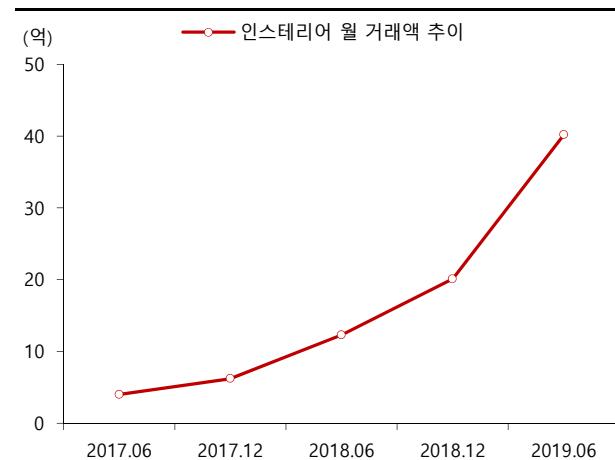
자료 : 국토교통부, SK증권

한샘닷컴 상담신청 누적건수



자료 : 한샘, SK증권

인스테리어 월 거래액 추이



자료 : 한샘, SK증권

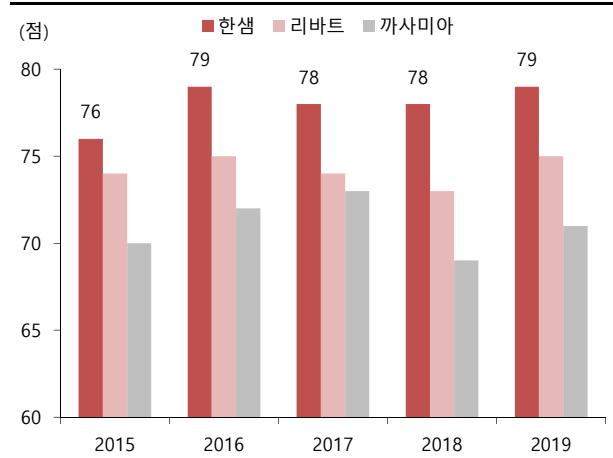
② 상품 개발

사실 한샘의 상품 경쟁력은 굳이 따로 언급하지 않더라도 소비자들이 이미 아는 부분인데, 실제로 NBCI(국가브랜드경쟁력지수)에서 매년 조사해 발표하는 데이터에 따르면 가정용가구 업종 부문에서 동사는 13년 연속 1위를 차지하였다. 2019년 가정용 가구 업종 NBCI 평균은 75점으로 전년에 비해 2점 가량 상승하였는데, 한샘의 경우 2019년, 2018년 대비 1점 상승한 79점으로 1위를 유지하고 있고, 그 뒤를 리바트(75점), 까사미아(71점)가 차지했다.

특히 온라인 몰 리하우스닷컴을 통해 시장트렌드에 맞는 리모델링 패키지가 큰 관심을 받고 있고, 최근 1인가구의 증가, 반려동물 시장의 확대 등 라이프 스타일의 변화가 빠르게 이루어지고 있는 상황에서 동사는 소비자 취향을 신속하게 반영한 제품을 개발하는 것으로 유명하다. 일례로 반려동물 가구 증가에 따른 생활방수, 청소가 용이하고 세련된 디자인의 멀티 클린 패브릭 소파를 출시 한 것 등이 그 예이다.

한샘이 이렇듯 상품개발을 시기적절하게 잘하는 이유는 고객과의 접점확대를 통해 고객 데이터를 취합 및 분석하고 이를 신속하게 반영하기 때문인데, 인기 있는 상품을 꾸준히 개발하기 위해서라도 동사는 지속적으로 고객 커뮤니티를 확장해나가고 소통할 것이다.

가정용 가구 NBCI 점수 : 한샘 13년 연속 1위



자료 : NBCI, SK증권

한샘 인구구조 및 가구 변화에 따른 신속한 변화

라이프 스타일 좋아 '급변하는 가구 시장'

(초략) 이영식 한샘 부회장은 28일 "비혼, 만혼, 저출산, 고령화 등 인구구조 변화에 따라 가구 소비패턴에 큰 변화가 일어나고 있다"며 "혼수용 가구 소비 위축 등 기존 가구 시장에 의존해서는 위기를 벗어나기 어려운 만큼 1인용이나 애완동물, 실버(장년층) 가구 등으로 주력 제품 전환이 불가피하다"고 밝혔다. (중략) 저출산으로 '귀한자녀'에 대한 고급 가구 수요가 늘 것으로 보고 관련 제품을 늘리기로 했다. (후략)

자료 : 경향비즈(2020-08-07), SK증권

③ 유통

한샘은 가구를 직접 배달하고 시공까지 해주는 서비스를 강조한다. 실제로 이를 위해 2014년에는 시공기사 인력을 2,800여명으로 늘렸고 전국적인 서비스 네트워크를 강화하였다. 또 2019년에는 택배사업자로 선정이 되면서 직배송까지 가능해졌는데, 따라서 그동안 외부 물류업체를 통해 가구 배송을 해오던 것을 이제는 원스톱 서비스로 가구 배송에서부터 설치 및 조립까지 전 과정을 한샘이 직접 하고 있다.

더불어 기존 택배업체와 차별화를 위해 1) 조립품, 중량물, 깨지기 쉬운 품목 등 취급이 까다로운 제품 서비스까지 제공할 예정이고 2) 익일배송 서비스도 시행할 계획이다.

최근 가구 시장은 온라인과 모바일 부문 중심으로 급격한 성장중이어서, ‘배송’도 가구 시장 내 핵심역량으로 부각 받기 시작했다. 온라인/모바일 가구 주문의 경우 평균적으로 소비자 주문에서 배송, 설치까지 약 7~15일 가량이 소요된다. 이 과정에서 배송일정이 변동되는 일도 있어 소비자들의 편의를 반영하지 못한다는 평이 그동안 많았다. 한샘 서비스원이 시행할 서비스인 ‘익일~최대 4일 배송시스템’의 경우 소비자 주문 후 배송까지 이르면 익일, 최대 4일로 시간을 단축하는데 의의가 있고, 또 배송이나 설치 등을 한샘 책임하에 고객 약속 준수율을 99.9%까지 올릴 수 있도록 시스템을 갖출 예정이다.

한샘 서비스원 택배사업자 선정

"우리 것만 팔면 못산다"...5 조원 택배 시장 뛰어든 한샘·마켓컬리

(초략) 한샘은 이번 택배 사업자 선정으로 가구의 배송, 설치, 조립에 이르는 원스톱 서비스를 제공할 수 있게 됐다. 또 시공 전문업체였던 서비스원의 사업 영역이 물류로 확대되면서 전문성도 높아졌다. (중략) 한샘은 앞으로 소비자 주문 후 배송까지의 기간을 최소 1일에서 최대 4일로 정해 물류 서비스 시간을 단축한다. 또 기존 택배업체가 다루지 못했던 조립품, 중량물, 깨지기 쉬운 품목까지 서비스를 확대한다는 방침이다.

자료 : 중앙일보(2019-09-30), SK증권

이케아 배송 서비스 분류

구분	기본요금 (원)	조건
택배배송	5,000	가로 세로 높이 합 : 160cm 가장 긴 변 길이 : 1m 미만 총 무게 : 25kg 미만
온라인 가구배송	59,000	제주도의 경우 109,000 원 2.5ton 까지만 적용 엘리베이터 없을 시 사다리차 서비스 별도

자료 : 이케아, Industry Data, SK증권

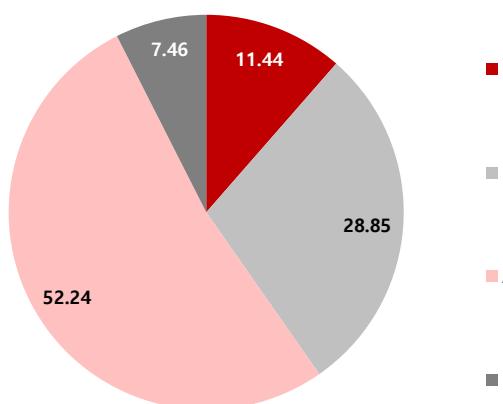
또 향후 배송 프로세스가 정착되면, 단순히 동사 제품의 배송 및 조립 이외에 국내 온라인 종합몰 및 전문몰에 입점한 중소 셀러의 상품도 한샘서비스원 물류센터로 집화 배송하는 등의 서비스 확장안을 고려 중인데, 시행 이후에는 다양한 배송프로세스 혁신을 통해 입점 셀러들의 가격 경쟁력을 제고하는 등 규모의 경제효과가 기대된다.

가구뿐만 아니라 리하우스의 부문도 직시공 비중을 점차 늘리고, 2주 이상 걸렸던 시공 기간을 최대 5일로 단축하여 그 동안 인테리어/가구 업체에 존재했던 '불편하고 시간이 오래걸린다' 등의 불만 사항에 적극 대응할 방침이다.

④ 고객관리 및 A/S

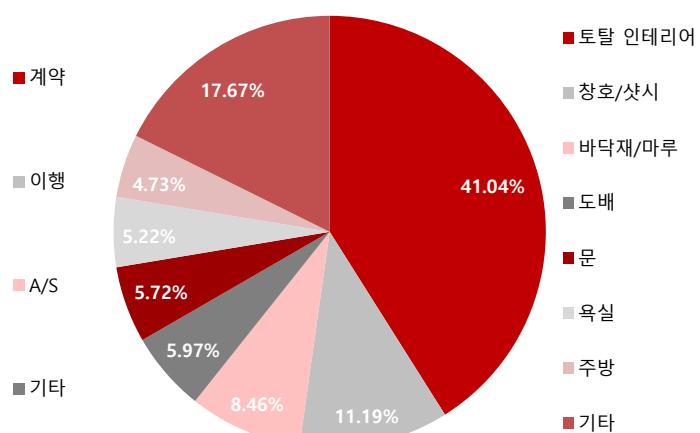
인테리어 설비의 소비자 피해 유형을 조사해보면 A/S의 비중이 52.24%이고, 상세비 중을 살펴보아도 특히 하자보수 미이행 및 지연(30.85%)비중이 가장 크다. 또 인테리어 공사종류별 소비자피해 현황 중에서 특히 토탈인테리어(종합시공)가 비중이 가장 크다. 인테리어 설비는 전통적으로 정보비대칭성이 크고 고객불만이 많았던 사업영역인데 일반적으로 인테리어 관련 피해 구제 신청은 소비자원에 조정을 신청해도 인테리어 업자가 액수를 감당할 능력이 없다고 판단되면 구제받기가 어렵고, 법적 소송으로 가서 설사 승소를 한다고 하더라도, 배상 확정까지는 긴 시간이 걸리는데다가 인테리어 부실시공은 객관적으로 하자원인과 책임을 명확하게 가리기 어렵다는 단점이 있다. 이에 반해 한샘은 브랜드로나 품질 및 서비스의 Quality 측면에서나 A/S의 확실성에서나 비브랜드나 타브랜드 대비 상대적으로 역량이 뛰어난 편이다.

인테리어 설비의 소비자 피해 유형 : A/S 가 최다



자료 : 한국소비자원, SK 증권
주. 2016-2017년 통계 기준

인테리어 공사종류별 소비자피해 현황



자료 : 한국소비자원, SK 증권
주. 2016-2017년 통계 기준

인테리어 설비의 소비자 피해 유형

소비자피해 유형		비중
계약	중도계약해지	3.23%
	계약취소 및 계약금 환급 거절	8.21%
이행	계약 내용 미이행	4.23%
	계약내용과 다른 시공	4.48%
	공사기간 지연	3.23%
	추가 공사대금 요구	3.48%
	공사중 대금 원납 요구	1.49%
	자재품질, 시공, 마감 등 불량	11.94%
A/S	하자보수 미이행 및 지연	30.85%
	부실시공으로 인한 손해배상 청구	11.44%
	공사로 인한 피해 및 손해배상 청구	3.48%
	하자여부 다툼	6.47%
	기타	5.22%
	기타	2.24%

자료 : 한국소비자원, SK 증권

주: 2016-2017년 통계 기준

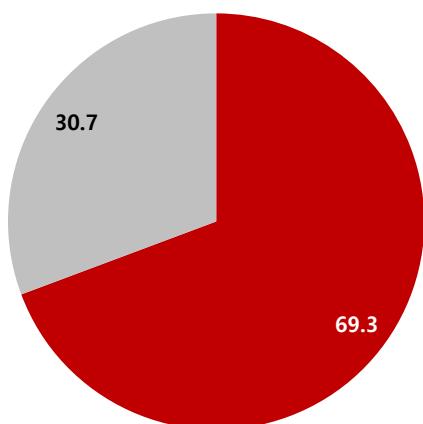
인테리어 설비의 소비자 피해 유형

공사 비용	건수	비중
200 만원 미만	128 건	31.84%
200 만원 이상 ~ 500 만원 미만	63 건	15.67%
500 만원 이상 ~ 1,500 만원 미만	85 건	21.14%
1,500 만원 이상 ~ 3,000 만원 미만	63 건	15.67%
3,000 만원 이상 ~ 5,000 만원 미만	27 건	6.72%
5,000 만원 이상	12 건	2.99%
모름	24 건	5.97%

자료 : 한국소비자원, SK 증권

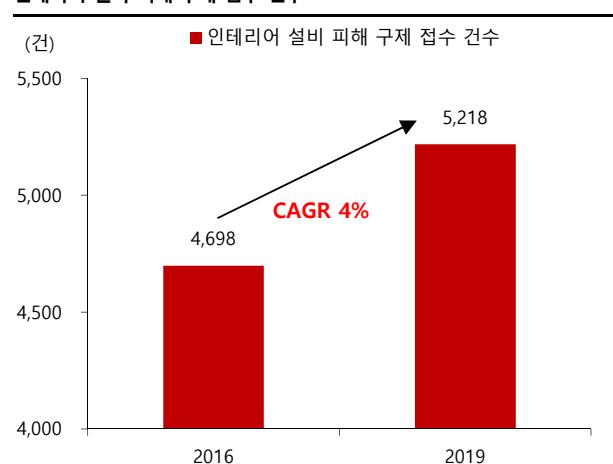
주: 2016-2017년 통계 기준

인테리어 관련 피해구제 신청 결과



자료 : 한국소비자원, SK 증권

인테리어 설비 피해 구제 접수 건수

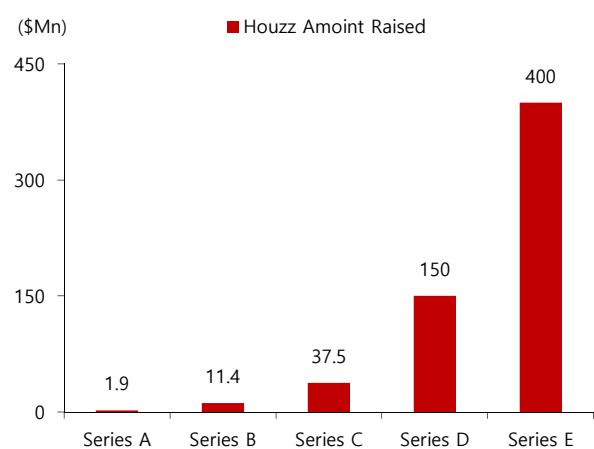


자료 : 한국소비자원, SK 증권

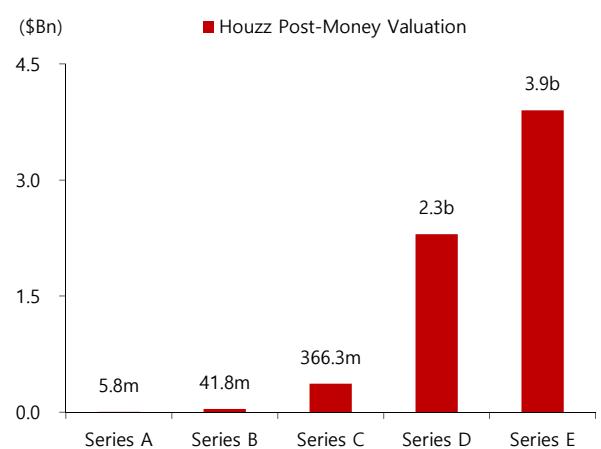
⑤ IT 시스템 및 커뮤니티 기능

최근 미국 등 선진국에서 IT 와 컨텐츠, 커뮤니티기능을 결합한 인테리어 플랫폼들이 큰 인기를 끌고 있는데 대표적으로 ‘하우즈(Houzz)’를 그 예로 들 수 있다. 하우즈는 전문가들과 사용자들이 세부 공간별 디자인 아이디어를 제안하고 관련 제품 정보를 고화질 사진과 함께 제공하는데, 소비자 입장에서 마음에 드는 제품이 있을 경우 페이지를 통해 바로 주문할 수 있다. 쉽게 설명해 인스타그램에서 옷을 자랑하는 사진을 올렸을 때 그 옷을 클릭하면 해당 제품을 구매할 수 있는 사이트로 바로 넘어갈 수 있는 것처럼 하우즈도 커뮤니티 참가자 누구나 자신의 방과 인테리어를 어플을 통해 소개할 수 있고 다른 소비자들은 타인의 인테리어 및 인테리어 소품들을 보고 댓글을 달거나 해당 제품을 자신의 방에 그대로 구현할 수 있다.

또 증강현실(AR)기능과 3D 기능도 있어, 누구나 스마트폰만 있으면 구매를 희망하는 가구를 본인이 원하는 공간에 배치해 볼 수 있는데, 스마트폰 카메라를 해당 공간에 가져다 대면 3D로 실제로 배치된 모습이 구현된다. 여러 제품을 배치하여 전체적인 공간의 조화도 볼 수 있고 또 방 안을 걸어 다닐 수 있는 기능도 있어 가구 배치 후에 실제 생활 동선에 적합한지 여부를 모바일을 통해 확인 가능하다. 이러한 기능이 그동안 정보 비대칭성이 있던 인테리어 시장에, 그리고 크고 무겁고 가격이 비싸 사진 또는 외무 몰에 디스플레이 되어있던 상품을 구매할 수 밖에 없던 불편함을 단번에 해소시켜 주었고, 혁신에 열광적인 이용자들이 점점 증가해 하우즈의 웹페이지와 스마트폰 월간 사용자(AMAU)는 4,000 만명이 넘을 정도로 매우 큰 인기를 구사하고 있다. 또 활성화 멤버가 많아질수록 커뮤니티 및 어플 내 데이터가 같이 늘어나는 구조이기 때문에 고객 집적효과가 가속화 되는 것은 어찌 보면 당연한 결과이다.

하우즈 펀드레이징 추이

자료 : 하우즈, Stanford Venture Capital Initiative, SK 증권

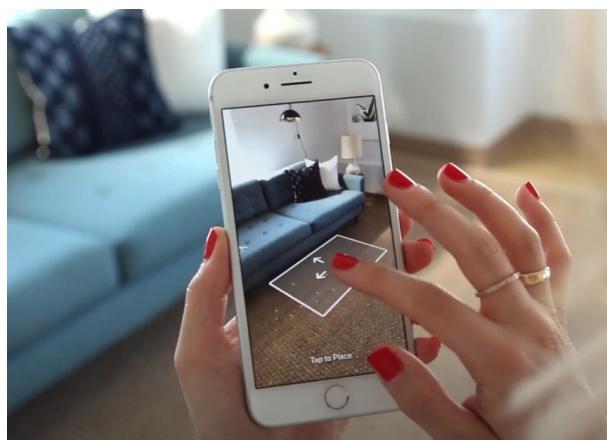
하우즈 밸류에이션

자료 : 하우즈, SharesPost, SK 증권

한샘도 인스테리어를 기반으로 오늘의 집 + 하우즈 등과 같은 모델을 결합해 기능을 점차 확장해 나갈 것으로 예상되고, 이는 한국에서도 긍정적인 반응이 기대된다. 앞서 언급하였듯 가구 특성상 크기가 크고 무거운데다 가격도 비싸, 실제로 구현을 해보거나 실제 배치 후 동선을 파악하는데 어려운 부분들이 많았었는데 이제는 단순히 집에서 스마트폰만 있으면 매장에 방문을 하지 않고도 다양하게 구현해볼 수 있기 때문에 소비자들의 편의성을 올려줄 것으로 예상되고, 서로 공유하는 디자인 사진 및 영상들이 늘어날수록 인테리어 시장의 인스타그램이라는 별칭으로 고객 유인효과도 커질 것으로 예상한다.

실제로 한샘의 ‘홈플래너’의 경우 현재 가구의 배치 및 인테리어 구상, 3D 구현 등의 서비스를 제공해 주고 있고 견적비용도 이를 기반으로 체계적으로 관리 가능하다.

하우즈 3D 구현 기능 : 원하는 공간을 클릭하고



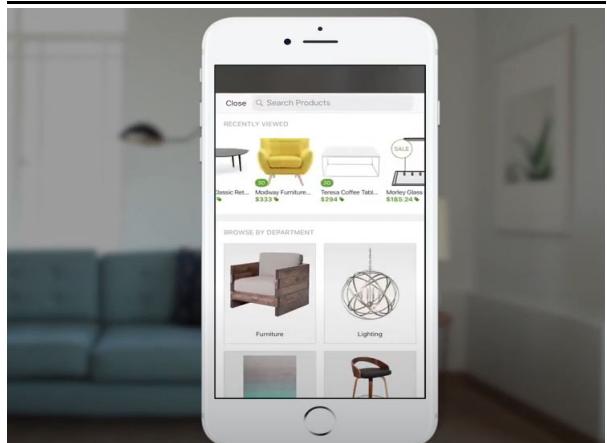
자료 : 유튜브 (Immersive tech laboratory), Houzz, SK 증권

하우즈 3D 구현 기능 : 원하는 가구를 배치



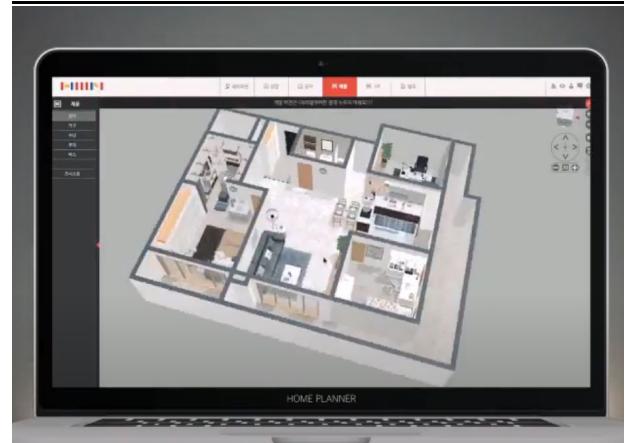
자료 : 유튜브 (Immersive tech laboratory), Houzz, SK 증권

하우즈 3D 구현 기능 : 원하는 가구를 어플을 통해 구매도 가능



자료 : 유튜브 (Immersive tech laboratory), Houzz, SK 증권

한샘 홈플래너 : 3D 구현기능



자료 : 한샘, SK 증권

⑥ 데이터 취합 및 활용

한샘의 가장 강점은 보유하고 있는 어마어마한 주거 데이터이다. 실제로 한샘은 전국의 약 90%이상의 아파트 데이터베이스를 보유 중이다. 한샘 ‘홈플래너’는 일반적으로 한샘의 영업사원들이 고객상담을 할 때 쓰는 프로그램으로 알려져 있지만, 이 시스템 안에는 각 아파트의 실측데이터 구조데이터 그리고 고객이 상담을 한 후 저장되는 상담 정보가 취합된다. 현재는 영업에 활용하거나 아파트 구조 데이터를 기반으로 인테리어 시뮬레이션 (평면도 혹은 3D 구현)등에만 활용을 해 왔었는데, 이를 향후 ‘공간을 팔아요’ 컨셉에 대입 한다면, 그리고 또 현재 정부가 드라이브를 걸고 있는 스마트 홈 시스템에 적용을 한다면 이 데이터의 힘은 상상하기 힘들 정도로 커질 수 있다.

실제로 한샘이 주력하고 있는 리하우스 패키지의 경우 고객들의 거주지에 대해 상세한 데이터가 있을 수록 상품 개발이 용이하며 이를 마케팅에 활용하기도 쉽다. 더욱이 이러한 데이터는 향후 스마트 홈에도 적용 가능할 것으로 예상하는데, 결론적으로 스마트 홈을 건설의 관점에서 바라 보았을 때 Key Player는 ‘데이터를 가진 업체’가 될 가능성 이 높다. 그런 관점에서 시공사는 대다수 단순 도급 시공만 담당해왔기 때문에 주택에 실 거주하는 고객과 1 대 1로 접점을 형성할 기회가 많지 않았다. 이에 반해 인테리어 업체들의 경우 고객과 디자이너, 인테리어 및 가구 시공업자가 1 대 1로 만나 니즈를 구체적으로 공유하고 이를 구현하는 과정에 함께 참여하기 때문에 고객 데이터 취합에 상대적으로 유리한 입장에 있다. 결국 스마트 홈이라는 것은 일괄적으로 동일한 형태로 공급되는 기존의 아파트와는 달리 각 고객별로 Customized 된 공간 상품에 대한 니즈 가를 수 밖에 없을 텐데 그렇다면 고객의 니즈를 더 많이 아는 업체가 당연히 스마트 홈 시장을 장악하고 해당 공간 상품에 대한 고객유인효과도 더욱 클 수 밖에 없다. 결국 한샘은 이미 보유하고 있는 90% 이상의 아파트 DATA 와 수십년간 누적해온 고객 별 인테리어 데이터, 그리고 향후 온라인몰이든 어플이든 다양한 채널을 통해 확대될 고객과의 접점을 생각해 볼 때 스마트 홈 시장에서 Key Player 가 될 가능성이 상당히 높다. 현재 고객 커뮤니티 기능을 강화하고자 하는 것도 단순 상품 개발이나 고객관리 를 넘어 더 큰 그림을 그리고 있을 개연성도 있어 보인다.

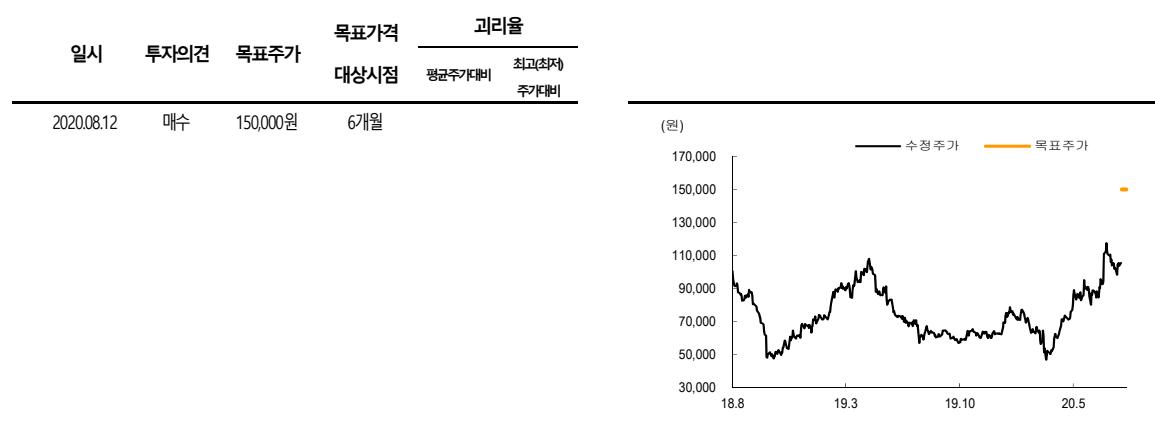
즉 한샘은 ‘가구를 파는 업체’가 아닌 ‘주거 데이터와 공간을 파는 업체’로 해석하는 것 이 맞다. 이러한 큰 그림이 현실화 된다면 지금까지 수 없이 논란이 되었던 한샘의 고 밸류에이션에 대한 의문은 제조업이 아닌 프롭테크의 관점으로 해결된다. 해외 PEER 들의 밸류에이션 대비 오히려 여전히 싸다고 볼 수 있는 것이다.

⑦ 인테리어 산업에서 원스탑 플랫폼과 무형자산(디자이너)의 가치

한샘을 분석하기 위해 직접 리하우스를 체험해 보았다. 진행 Process는 1) 한샘 디자이너가 집을 방문해 실측을 하고 이를 데이터화한다. 2) 고객의 니즈를 반영해 데이터화된 집의 구조물에 3D 리모델링을 디자인한다. 3) 구현된 3D 리모델링 그대로 제품 배송 및 직시공한다. 4) A/S 까지 직접 관할한다.로 요약해 볼 수 있겠는데, 전체 과정을 한샘이 직접 관할하는 데다가 원스탑으로 진행되어 고객 입장에서는 시간의 절약 및 편리성 그리고 Quality에 대한 신뢰성을 느낄 수 있었다.

특히 인테리어는 증강현실(AR)등의 기술이 편리성을 올려줄 수는 있으나, 디자인의 영역이 가미되기 때문에 모든 부분을 IT 기기가 대체하기는 어렵고 디자이너의 역할도 상당부분 중요하다. 한샘의 경우 리하우스 디자이너를 기존 1,500 명에서 1,000 명 가량 추가적으로 늘려 2,500 명까지 늘릴 계획을 밝힌 바 있고 디자이너의 채용과 교육을 본사에서 직접 진행하면서 디자인 품질을 상향 평준화하여 고객 개개의 니즈 반영에 美적인 요소를 더할 것이다.

앞서 언급한 7 가지 요소들이 한샘의 강점이자, 또 한샘이 단순 가구 판매업체가 아닌 플랫폼업체의 역할을 수행하고 있음을 보여주는 요소였다. 이러한 요소들이 복합적으로 작용해 앞으로 한샘은 더욱 정교한 플랫폼 모델을 발전시켜 나갈 것으로 예상되며, 향후 도래할 스마트홈 시대에 있어서도 공간 컨텐츠의 관점에서 시장을 선도하는 Player가 될 것으로 기대된다.



Compliance Notice

- 작성자(신서정)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 8월 12일 기준)

매수	84.96%	중립	15.04%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,398	4,787	5,798	6,062	5,936
현금및현금성자산	819	1,445	1,413	1,319	927
매출채권및기타채권	1,112	948	1,089	1,240	1,368
재고자산	667	818	940	1,070	1,180
비유동자산	5,004	7,240	7,985	9,390	10,149
장기금융자산	62	221	837	860	868
유형자산	2,599	4,914	4,950	5,931	6,211
무형자산	217	480	452	487	451
자산총계	9,402	12,026	13,784	15,451	16,084
유동부채	2,999	4,073	5,298	6,255	6,130
단기금융부채	239	1,294	2,105	2,620	2,120
매입채무 및 기타채무	1,984	2,019	2,319	2,640	2,913
단기충당부채	120	168	192	219	242
비유동부채	658	1,820	1,818	1,822	1,857
장기금융부채	400	1,585	1,625	1,670	1,687
장기매입채무 및 기타채무	1	2	2	2	2
장기충당부채	3	2	3	3	3
부채총계	3,657	5,893	7,116	8,077	7,988
지배주주지분	5,744	5,934	6,469	7,169	7,885
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	382	382	382	382
기타자본구성요소	-1,514	-1,590	-1,590	-1,590	-1,590
자기주식	-1,514	-1,590	-1,590	-1,590	-1,590
이익잉여금	6,679	6,945	7,424	8,069	8,730
비지배주주지분	1	199	199	205	212
자본총계	5,745	6,133	6,668	7,374	8,097
부채와자본총계	9,402	12,026	13,784	15,451	16,084

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	626	794	741	1,607	1,852
당기순이익(손실)	900	427	696	858	874
비현금성항목등	306	1,041	995	959	1,246
유형자산감가상각비	201	569	672	743	929
무형자산상각비	30	32	68	67	58
기타	-270	248	10	-117	-36
운전자본감소(증가)	-217	-243	-823	-11	11
매출채권및여幕墙의 감소증가)	255	173	-154	-151	-128
재고자산감소(증가)	72	47	-112	-130	-110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-85	62	-246	321	273
기타	-460	-526	-312	-52	-23
법인세납부	-363	-431	-127	-199	-279
투자활동현금흐름	536	250	-1,354	-1,909	-1,386
금융자산감소(증가)	-385	256	-808	-68	-8
유형자산감소(증가)	733	-162	-634	-1,724	-1,210
무형자산감소(증가)	-31	-14	-20	-20	-20
기타	219	169	108	-97	-148
재무활동현금흐름	-1,102	-417	568	207	-858
단기금융부채증가(감소)	-867	184	794	515	-500
장기금융부채증가(감소)	0	-320	-84	45	17
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-212	-212	0	-207	-207
기타	-23	-69	-142	-146	-167
현금의 증가(감소)	64	626	-32	-94	-392
기초현금	755	819	1,445	1,413	1,319
기말현금	819	1,445	1,413	1,319	927
FCF	1,487	1,049	787	-125	627

자료 : 한샘, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	19,285	16,984	19,713	21,945	24,211
매출원가	14,167	12,249	14,422	15,937	17,581
매출총이익	5,118	4,735	5,292	6,008	6,630
매출총이익률 (%)	26.5	27.9	26.8	27.4	27.4
판매비와관리비	4,558	4,178	4,421	5,000	5,496
영업이익	560	558	870	1,008	1,134
영업이익률 (%)	2.9	3.3	4.4	4.6	4.7
비영업손익	687	187	69	125	20
순금융비용	-2	-4	-16	-8	16
외환관련손익	-5	-6	-6	-6	-6
관계기업투자등 관련손익	26	141	7	5	5
세전계속사업이익	1,247	745	939	1,133	1,154
세전계속사업이익률 (%)	6.5	4.4	4.8	5.2	4.8
계속사업법인세	347	317	243	274	279
계속사업이익	900	427	696	858	874
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	900	427	696	858	874
순이익률 (%)	4.7	2.5	3.5	3.9	3.6
지배주주	900	427	690	852	868
지배주주귀속 순이익률(%)	4.67	2.52	3.5	3.88	3.58
비지배주주	0	0	7	7	7
총포괄이익	880	478	752	914	930
지배주주	880	478	745	907	923
비지배주주	0	0	7	7	7
EBITDA	791	1,159	1,610	1,818	2,120

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-6.5	-11.9	16.1	11.3	10.3
영업이익	-60.1	-0.5	56.0	15.8	12.5
세전계속사업이익	-9.8	-40.3	26.1	20.6	1.9
EBITDA	-50.1	46.5	39.0	12.9	16.7
EPS(계속사업)	-6.2	-52.5	61.4	23.5	1.9
수익성 (%)					
ROE	16.6	7.3	11.1	12.5	11.5
ROA	9.4	4.0	5.4	5.9	5.6
EBITDA마진	4.1	6.8	8.2	8.3	8.8
안정성 (%)					
유동비율	146.6	117.5	109.5	96.9	96.8
부채비율	63.7	96.1	106.7	109.5	98.7
순자금/자기자본	-31.2	0.9	2.8	10.8	8.7
EBITDA/이자비용(배)	17.3	13.1	13.0	12.5	12.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,823	1,815	2,930	3,620	3,688
BPS	24,407	25,215	27,487	30,462	33,504
CFPS	4,802	4,369	6,074	7,062	7,880
주당 현금배당금	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.1	59.5	40.1	32.5	31.9
PER(최저)	12.5	31.3	16.0	12.9	12.7
PBR(최고)	7.4	4.3	4.3	3.9	3.5
PBR(최저)	2.0	2.3	1.7	1.5	1.4
PCR	14.0	14.2	17.4	14.9	13.4
EV/EBITDA(최고)	51.6	22.3	17.5	15.8	13.5
EV/EBITDA(최저)	12.1	11.9	7.1	6.6	5.7