

한샘 (009240)

건자재



김기룡

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	156,000원 (U)
현재주가 (10/12)	118,500원
상승여력	32%

시가총액	27,888억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	119억원
60일 평균 거래량	114,267주
52주 고	118,500원
52주 저	46,850원
외인지분율	24.15%
주요주주	조창걸 외 22 인 30.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.8	6.8	108.3
상대	21.4	(4.5)	77.1
절대(달러환산)	26.0	12.1	115.9

3분기 호실적, 성장 가시성을 증명

3Q20 Review : 높아진 시장 예상치 소폭 상회

2020년 3분기, 한샘 연결 기준 실적은 매출액 5,149억원(+25.4%, YoY), 영업이익 240억원(+236.4%, YoY)을 기록하며 영업이익은 높아진 시장 예상치(1개월 기준)를 8% 상회하는 호실적을 기록했다. 별도 기준 실적은 리하우스와 온라인 매출이 전년동기대비 각각 41%, 69% 증가한 가운데 7~8월 오프라인 집객 증가로 직매장, 인테리어 대리점 등 전 판매채널의 고른 실적 성장이 이어졌다. B2B 매출(특판+자재)은 전년동기대비 15% 감소했으나, 영업이익률 측면에서는 Mix 개선 효과로 반영되었다. [영업이익률(별도): 3.3%(3Q19) → 5.4%(3Q20P)] 연결자회사 영업손익은 1) 한샘넥서스 연결 실적 편입효과(1Q20~) 2) 중국 B2C 사업 철수에 따른 영업적자 규모 축소[-35억원(2Q20) → -16억원(3Q20P)]로 흑자전환에 성공했다.

직시공 패키지 증가, 리하우스 채널의 매출 성장 가속화

한샘이 추구하는 1) 판매 전략(아이템 → 공간)과 2) 판매 채널(리하우스 제휴점 → 대리점) 변화 3) 직시공 확대를 통한 리모델링/인테리어 시장 내 성장 전략은 지속되고 있다. 특히, 올해 중점 전략으로 내세운 직시공(철거/배선/목공 등) 확대를 위한 인력 Capa 확보 계획 역시 유효한 상황이다. 직시공 패키지 건수의 증가 추세 [330개('19) → 810개(2Q20) → 1,143개(3Q20P)]는 리하우스 채널의 매출 성장 가속화에 기여하고 있다. 삼성전자와 MOU 체결에 따른 시너지 효과는 비스포크 냉장고 협업을 시작으로 가전과의 패키지 구성을 보다 다양화/구체화 해나갈 전망이다.

목표주가는 156,000원으로 15% 상향 제시, 업종 최선호주 의견 유지

한샘에 대한 목표주가를 기존 136,000원에서 156,000원으로 15% 상향하며 투자의견 Buy 및 유안타증권 건자재업종 최선호주 의견을 유지한다. 목표주가 상향은 1) 멀티플 조정 반영(30x → 33x, 2013~2016년 고성장기 10% 할증) 2) 실적 추정치 상향에 기인한다. 2020년 3분기, 한샘의 리하우스 채널 매출은 전년동기대비 41% 증가하며 고 멀티플에 대한 정당성을 입증하고 있다. 최근 양호한 주가 흐름에도 불구하고, 3분기 실적 기대감 소멸과 주택매매거래 위축 우려의 부정적 요인보다는 인테리어/리모델링 시장의 구조적인 성장과 한샘의 영향력 확대에 주목해야 한다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,149	25.4	-0.8	4,884	5.4
영업이익	240	236.4	6.0	218	10.1
세전계속사업이익				257	
지배순이익				198	
영업이익률 (%)	4.7	+3.0 %pt	+0.3 %pt	4.5	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)				4.0	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	19,285	16,984	20,492	22,417
영업이익	560	558	916	1,214
지배순이익	900	427	774	1,035
PER	28.2	40.6	36.0	26.9
PBR	3.3	2.2	3.3	2.9
EV/EBITDA	29.8	14.9	17.1	13.7
ROE	16.6	7.3	12.8	15.6

자료: 유안타증권

한샘 3Q20 Review [1개월 기준(연결)]

(단위: 십억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	410	435	493	519	515	25.4%	-0.8%	492	4.6%
영업이익	7	22	17	23	24	236.4%	6.0%	22	7.8%
세전이익	12	30	18	21					
지배주주순이익	4	22	11	14					
영업이익률	1.7%	5.0%	3.5%	4.4%	4.7%			4.5%	
세전이익률	3.0%	6.9%	3.6%	4.1%					
지배주주순이익률	1.0%	5.1%	2.3%	2.8%					

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

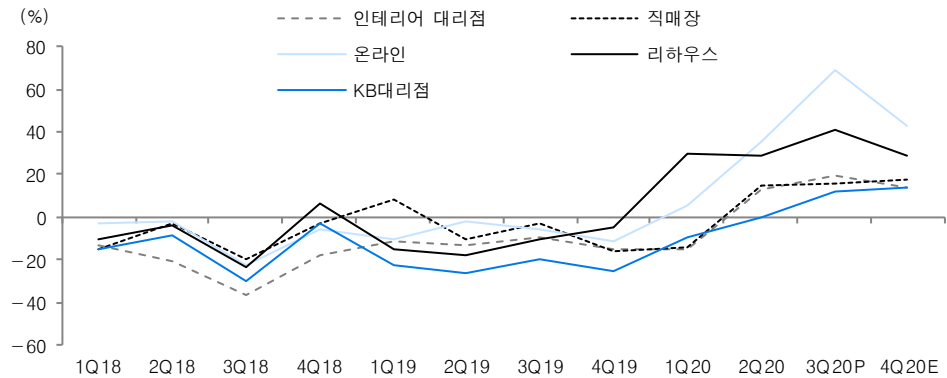
* 한샘서비스원 실적 : 연결 자회사 → 별도 반영

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결 = 1+2)	443	411	410	435	1,698	493	519	515	523	2,049	2,242
1. 한샘 (별도)	425	395	385	413	1,618	438	456	454	470	1,818	2,012
- 인테리어(B2C)	157	129	119	122	528	144	156	158	153	611	634
대리점	46	37	36	36	155	39	41	43	41	164	167
직매장	61	48	49	45	203	52	55	57	53	217	222
온라인	50	44	34	41	170	53	59	58	59	230	246
- 부엌가구(B2C)	152	161	152	182	647	176	191	200	225	792	982
리하우스(대리점+제휴점)	97	105	101	124	426	125	136	143	159	563	748
KB 대리점	56	56	51	58	220	50	56	57	66	229	234
- Element(B2B)	115	106	114	108	443	118	109	96	92	415	395
특판	69	67	69	65	270	69	62	51	48	229	213
자재판매	46	39	45	44	174	50	47	46	44	186	182
2. 연결자회사	18	16	25	22	81	54	63	61	53	232	230
매출액 YoY 성장률											
연결 (=1+2)	-9%	-19%	-8%	-11%	-12%	11%	26%	25%	20%	21%	9%
1. 별도	-9%	-18%	-10%	-12%	-12%	3%	15%	18%	14%	12%	11%
- 인테리어(B2C)	-5%	-9%	-6%	-15%	-8%	-8%	21%	32%	25%	16%	4%
대리점	-11%	-13%	-10%	-16%	-12%	-16%	13%	19%	14%	6%	2%
직매장	8%	-10%	-3%	-16%	-5%	-14%	15%	15%	18%	7%	2%
온라인	-11%	-2%	-6%	-12%	-8%	5%	35%	69%	43%	35%	7%
- 부엌가구(B2C)	-18%	-21%	-14%	-12%	-16%	16%	19%	32%	24%	22%	24%
리하우스(대리점+제휴점)	-15%	-18%	-11%	-5%	-12%	30%	29%	41%	29%	32%	33%
KB 대리점	-22%	-27%	-20%	-25%	-24%	-9%	0%	12%	14%	4%	2%
- Element(B2B)	-2%	-22%	-9%	-10%	-11%	3%	3%	-15%	-15%	-6%	-5%
영업이익(연결)	19	8	7	22	56	17	23	24	28	92	121
한샘(별도)	22	13	13	22	69	20	26	25	27	97	118
연결자회사	-4	-4	-6	0	-13	-2	-4	1	1	-6	3
% 영업이익률 (연결)	4.2%	2.1%	1.7%	5.0%	3.3%	3.5%	4.4%	4.7%	5.3%	4.5%	5.4%
한샘(별도)	5.2%	3.2%	3.3%	5.2%	4.3%	4.5%	5.8%	5.4%	5.7%	5.4%	5.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 B2C 채널별 매출액 YoY 성장률



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,513	
- NOPLAT	76	2020~2021년 추정치 평균, 법인세율 28.5% 적용
- Multiple	33	2013~2016년 고성장기 평균 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	67	장부가 30% 할인
- 투자부동산	96	
3. 순차입금	-110	2020~2021년 추정치 평균
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,691	
- 유통주식수	17,259,424	자사주 26.7% 제외
목표주가	156,000	반올림 적용
현재주가	118,500	10월 12일 종가 기준
Upside	32%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 실적 추정치 변경 요약

(단위: 십억원)

항목	신규(a)		기존(b)		차이 (a/b-1)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,049	2,242	2,012	2,202	1.9%	1.8%
영업이익	92	121	89	114	3.3%	6.2%
세전이익	114	150	108	142	5.5%	5.9%
지배주주순이익	77	104	73	98	5.6%	5.9%
영업이익률	4.5%	5.4%	4.4%	5.2%	0.1%p	0.2%p
세전이익률	5.6%	6.7%	5.4%	6.4%	0.2%p	0.3%p
순이익률	3.8%	4.6%	3.6%	4.4%	0.2%p	0.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	19,285	16,984	20,492	22,417	25,328	
매출원가	14,167	12,249	15,036	16,341	18,434	
매출총이익	5,118	4,735	5,456	6,077	6,894	
판매비	4,558	4,178	4,540	4,862	5,346	
영업이익	560	558	916	1,214	1,548	
EBITDA	791	1,159	1,591	1,951	2,307	
영업외손익	687	187	221	286	360	
외환관련손익	-5	-6	0	0	0	
이자손익	24	9	45	50	70	
관계기업관련손익	26	19	4	8	12	
기타	641	165	172	228	278	
법인세비용차감전순손익	1,247	745	1,137	1,500	1,908	
법인세비용	347	317	332	428	544	
계속사업순손익	900	427	805	1,073	1,364	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	900	427	805	1,073	1,364	
지배지분순이익	900	427	774	1,035	1,317	
포괄순이익	880	478	812	1,079	1,371	
지배지분포괄이익	880	478	799	1,081	1,372	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	637	794	951	1,205	1,414	
당기순이익	900	427	805	1,073	1,364	
감가상각비	201	569	619	640	660	
외환손익	0	0	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	-4	-8	-12	
자산부채의 증감	-217	-242	-743	-700	-780	
기타현금흐름	-246	40	274	200	182	
투자활동 현금흐름	501	180	-1,017	-821	-1,105	
투자자산	93	142	-13	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-119	-185	-462	-800	-1,120	
유형자산 감소	853	23	42	100	230	
기타현금흐름	-326	200	-584	-121	-215	
재무활동 현금흐름	-1,079	-348	-1,343	-620	-630	
단기차입금	-868	173	-15	-60	-70	
사채 및 장기차입금	0	0	-463	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-212	-212	-217	-213	-213	
기타현금흐름	1	-309	-649	-348	-348	
연결범위변동 등 기타	4	0	1,209	648	697	
현금의 증감	64	626	-200	412	376	
기초 현금	754	819	1,445	1,245	1,657	
기말 현금	819	1,445	1,245	1,657	2,033	
NOPLAT	560	558	916	1,214	1,548	
FCF	298	494	118	105	-34	

자료: 유안타증권

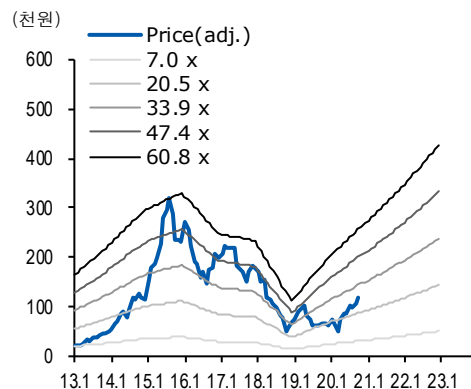
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	4,398	4,787	5,255	6,227	6,823	
현금및현금성자산	819	1,445	1,245	1,657	2,033	
매출채권 및 기타채권	1,117	955	1,030	1,070	1,120	
재고자산	667	818	840	860	890	
비유동자산	5,004	7,240	7,401	7,466	7,850	
유형자산	2,599	4,913	5,019	5,079	5,309	
관계기업등 지분관련자산	293	2	6	14	26	
기타투자자산	622	763	761	781	841	
자산총계	9,401	12,026	12,656	13,693	14,672	
유동부채	2,999	4,073	4,240	4,459	4,309	
매입채무 및 기타채무	2,285	2,352	2,720	2,820	2,890	
단기차입금	209	405	420	360	290	
유동성장기부채	30	580	100	170	170	
비유동부채	658	1,820	2,012	2,002	2,022	
장기차입금	400	192	192	122	122	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	3,657	5,893	6,252	6,461	6,331	
지배지분	5,744	5,934	6,204	7,032	8,141	
자본금	235	235	235	235	235	
자본잉여금	381	382	382	382	382	
이익잉여금	6,679	6,945	7,508	8,337	9,446	
비지배지분	1	199	200	200	200	
자본총계	5,745	6,133	6,404	7,232	8,341	
순차입금	-1,790	-254	-873	-1,325	-2,411	
총차입금	639	2,570	2,232	2,172	2,102	

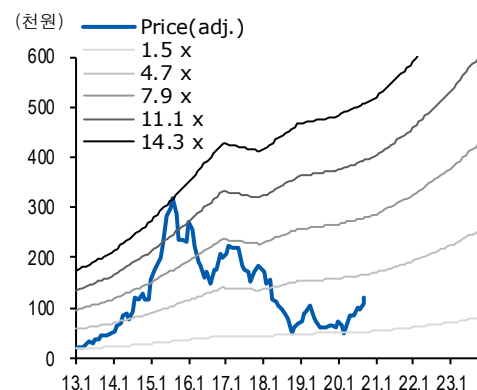
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	3,823	1,815	3,289	4,399	5,595	
BPS	32,581	33,659	35,942	40,740	47,169	
EBITDAPS	3,360	4,923	6,760	8,289	9,803	
SPS	81,944	72,167	87,073	95,255	107,624	
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
PER	28.2	40.6	36.0	26.9	21.2	
PBR	3.3	2.2	3.3	2.9	2.5	
EV/EBITDA	29.8	14.9	17.1	13.7	11.1	
PSR	1.3	1.0	1.4	1.2	1.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	-6.5	-11.9	20.7	9.4	13.0	
영업이익 증가율 (%)	-60.1	-0.5	64.3	32.6	27.5	
지배순이익 증가율 (%)	-6.2	-52.5	81.2	33.8	27.2	
매출총이익률 (%)	26.5	27.9	26.6	27.1	27.2	
영업이익률 (%)	2.9	3.3	4.5	5.4	6.1	
지배순이익률 (%)	4.7	2.5	3.8	4.6	5.2	
EBITDA 마진 (%)	4.1	6.8	7.8	8.7	9.1	
ROIC	17.5	9.7	14.7	20.8	25.5	
ROA	9.4	4.0	6.3	7.9	9.3	
ROE	16.6	7.3	12.8	15.6	17.4	
부채비율 (%)	63.7	96.1	97.6	89.3	75.9	
순차입금/자기자본 (%)	-31.2	-4.3	-14.1	-18.8	-29.6	
영업이익/금융비용 (배)	24.5	6.7	45.8	60.7	77.4	

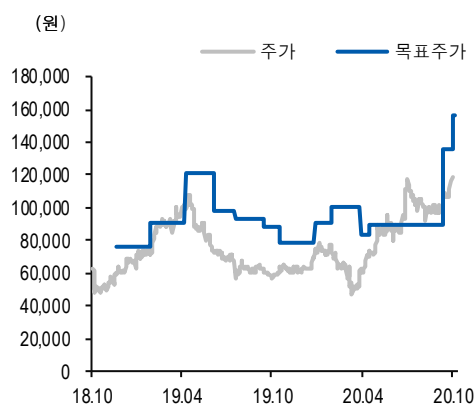
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-13	BUY	156,000	1년		
2020-09-23	BUY	136,000	1년	-19.08	-12.87
2020-04-27	BUY	89,000	1년	5.97	32.02
2020-04-09	BUY	84,000	1년	-21.57	-15.12
2020-02-10	BUY	100,000	1년	-39.14	-25.80
2020-01-07	BUY	91,000	1년	-18.07	-13.63
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

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)	1.2
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-10

※ 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 투자사결정은 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.