

한샘 (009240)

전자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	156,000원 (M)
현재주가 (1/19)	102,000원
상승여력	53%

시가총액	24,005억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	102억원
60일 평균 거래량	102,406주
52주 고	118,500원
52주 저	46,850원
외인지분율	23.22%
주요주주	조창걸 외 22 인 30.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.9)	3.7	34.7
상대	(12.9)	(21.3)	(1.9)
절대(달러환산)	(3.1)	7.3	41.6

우려는 점차 해소될 전망

4Q20 Preview : 시장 예상치 부합 전망

2020년 4분기, 한샘 연결 기준 실적은 매출액 5,379억원(+23.8%, YoY), 영업이익 263억원(+21.5%, YoY)으로 현 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 가구 및 인테리어/리모델링 수요 증가에 따른 B2C 전 채널의 고른 매출 성장세가 이어질 것으로 전망한다. 특히, 견조한 패키지 판매와 직시공 비중 증가에 따른 리하우스 채널의 높은 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 당분기 일회성 비용(보사 재고관련, 성과급/기부금 등) 반영 가능성은 상존하나, 전년동기대비 영업이익 개선 흐름은 유효할 것으로 전망한다. 연결 자회사 매출은 2020년부터 이어진 한샘넥스스(자회사) 연결 편입 효과로 전년동기대비 증가하는 반면, 영업이익은 4분기 중국 자산감액 등 비용 반영 가능성을 고려해 전분기 대비 감소할 것으로 추정하였다.

2021년 성장 전략 : 1) 오프라인 출점 확대 2) 시공 Capa 강화 등

2021년, 한샘의 성장 전략은 1) 오프라인 출점 확대(KB/인테리어 대리점 등)를 통한 매출 성장 도모 2) 시공 확대를 위한 인력 Capa 강화 등에 있다. 중국 B2C 사업 철수에 따른 국내 역량 집중과 더불어 KB/인테리어 대리점은 올해 상/하반기 각각 5개의 출점을 목표하고 있다. 시공 Capa 강화를 통한 직시공 패키지 증가[330개('19) → 810개(2Q20) → 1,143개(3Q20)]는 패키지 판매단가 상승 효과를 통한 리하우스 채널 매출 성장에 기여할 전망이다. 삼성전자와 MOU 체결에 따른 시너지 효과는 양사 간 오프라인 매장 공유를 비롯해 이르면 2021년 하반기, 가구+가전 패키지 런칭을 목표로 하고 있다.

투자의견 Buy 및 목표주가는 156,000원 유지

한샘에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 실적 반영 시기 조정, 멀티플 조정(33x → 30x, 2013~2016년 고성장기 평균) 등을 일시에 반영하였으나, 목표주가와 괴리가 크지 않아 기존 156,000원을 유지한다. 최근, 동사의 주가 조정은 1) 불법 비자금 조성 등 의혹 관련 불확실성 2) 주택 공급 확대의 정책 변화에 따른 리모델링/인테리어 수요 감소 우려로 판단한다. 다만 B2C 기업의 이미지 훼손 우려에도 불구하고, 과거와 달리 리하우스 채널을 중심으로 한 견조한 성장은 고무적인 상황으로 판단한다. 인테리어/리모델링 시장의 구조적 성장과 한샘의 영향력 확대 관점에서는 주가 조정시기를 매수 기회로 활용해야 한다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,379	23.8	6.8	5,307	1.4
영업이익	263	21.5	10.9	264	-0.3
세전계속사업이익	306	2.3	15.0	313	-2.0
지배순이익	215	-3.1	13.1	242	-11.0
영업이익률 (%)	4.9	-0.1 %pt	+0.2 %pt	5.0	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.0	-1.1 %pt	+0.2 %pt	4.6	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	19,285	16,984	20,532	22,742
영업이익	560	558	898	1,216
지배순이익	900	427	663	968
PER	28.2	40.6	37.1	24.8
PBR	3.3	2.2	3.0	2.6
EV/EBITDA	29.8	14.9	15.3	11.8
ROE	16.6	7.3	11.0	15.0

자료: 유안타증권

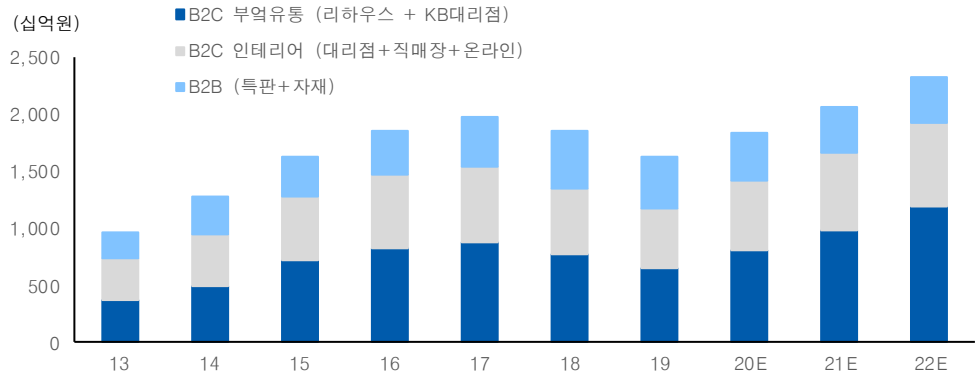
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	435	493	519	504	538	23.8%	6.8%	531	1.4%
영업이익	22	17	23	24	26	21.5%	10.9%	26	-0.3%
세전이익	30	18	21	27	31	2.3%	15.0%	31	-2.0%
지배주주순이익	22	11	14	19	22	-3.1%	13.1%	24	-11.0%
영업이익률	5.0%	3.5%	4.4%	4.7%	4.9%			5.0%	
세전이익률	6.9%	3.6%	4.1%	5.3%	5.7%			5.9%	
지배주주순이익률	5.1%	2.3%	2.8%	3.8%	4.0%			4.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결= 1+2)	443	411	410	435	1,698	493	519	504	538	2,053	2,274
1. 한샘 (별도)	425	395	385	413	1,618	438	456	454	485	1,833	2,056
- 인테리어(B2C)	157	129	119	122	528	144	156	158	164	622	684
대리점	46	37	36	36	155	39	41	43	44	167	179
직매장	61	48	49	45	203	52	55	57	59	223	237
온라인	50	44	34	41	170	53	59	58	61	231	268
- 부엌가구(B2C)	152	161	152	182	647	176	191	200	227	794	975
리하우스(대리점+제휴점)	97	105	101	124	426	125	136	143	161	565	734
KB 대리점	56	56	51	58	220	50	56	57	66	229	240
- Element(B2B)	115	106	114	108	443	118	109	96	94	418	398
특판	69	67	69	65	270	69	62	51	50	232	216
자재판매	46	39	45	44	174	50	47	46	44	186	182
2. 연결자회사	18	16	25	22	81	54	63	50	52	220	218
매출액 YoY 성장률											
연결 (=1+2)	-9%	-19%	-8%	-11%	-12%	11%	26%	23%	24%	21%	11%
1. 별도	-9%	-18%	-10%	-12%	-12%	3%	15%	18%	18%	13%	12%
- 인테리어(B2C)	-5%	-9%	-6%	-15%	-8%	-8%	21%	32%	34%	18%	10%
대리점	-11%	-13%	-10%	-16%	-12%	-16%	13%	19%	22%	8%	7%
직매장	8%	-10%	-3%	-16%	-5%	-14%	15%	15%	31%	10%	6%
온라인	-11%	-2%	-6%	-12%	-8%	5%	35%	69%	47%	36%	16%
- 부엌가구(B2C)	-18%	-21%	-14%	-12%	-16%	16%	19%	32%	25%	23%	23%
리하우스(대리점+제휴점)	-15%	-18%	-11%	-5%	-12%	30%	29%	41%	30%	33%	30%
KB 대리점	-22%	-27%	-20%	-25%	-24%	-9%	0%	12%	14%	4%	5%
- Element(B2B)	-2%	-22%	-9%	-10%	-11%	3%	3%	-15%	-13%	-6%	-5%
영업이익(연결)	19	8	7	22	56	17	23	24	26	90	122
한샘(별도)	22	13	13	22	69	20	26	23	26	95	118
연결자회사	-4	-4	-6	0	-13	-2	-4	1	0	-5	4
% 영업이익률 (연결)	4.2%	2.1%	1.7%	5.0%	3.3%	3.5%	4.4%	4.7%	4.9%	4.4%	5.3%
한샘(별도)	5.2%	3.2%	3.3%	5.2%	4.3%	4.5%	5.8%	5.1%	5.4%	5.2%	5.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 한샘(별도 기준) 사업부문별 매출액 추이



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터 추정

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,543	
- NOPLAT	85	2021년 추정치 기준, 법인세율 30% 적용
- Multiple	30	2013~2016년 고성장기 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	68	장부가 30% 할인
- 투자부동산	98	
3. 순차입금	-123	2021년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,734	
- 유통주식수	17,259,424	자사주 6,274,504주(26.7%) 제외
목표주가	156,000	기존 목표주가와 괴리가 크지 않아 유지
현재주가	102,000	1월 19일 종가 기준
Upside	53%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	19,285	16,984	20,532	22,742	25,519
매출원가	14,167	12,249	14,963	16,216	18,161
매출총이익	5,118	4,735	5,570	6,526	7,358
판매비	4,558	4,178	4,671	5,310	5,852
영업이익	560	558	898	1,216	1,506
EBITDA	791	1,159	1,558	1,950	2,263
영업외손익	687	187	63	188	268
외환관련손익	-5	-6	0	0	0
이자손익	24	9	20	20	40
관계기업관련손익	26	19	1	8	12
기타	641	165	41	160	216
법인세비용차감전순손익	1,247	745	961	1,404	1,774
법인세비용	347	317	279	421	515
계속사업순손익	900	427	683	983	1,260
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	900	427	683	983	1,260
지배지분순이익	900	427	663	968	1,241
포괄순이익	880	478	681	981	1,258
지배지분포괄이익	880	478	665	982	1,259

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	1,280	1,517	1,802
당기순이익	900	427	683	983	1,260
감가상각비	201	569	603	640	660
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-1	-8	-12
자산부채의 증감	-217	-242	-398	-480	-470
기타현금흐름	-246	40	393	382	364
투자활동 현금흐름	501	180	-903	-952	-1,070
투자자산	93	142	83	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-119	-185	-381	-800	-1,120
유형자산 감소	853	23	47	100	230
기타현금흐름	-326	200	-652	-252	-180
재무활동 현금흐름	-1,079	-348	-1,393	-576	-596
단기차입금	-868	173	-559	-30	-50
사채 및 장기차입금	0	0	18	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-212	-212	-217	-213	-213
기타현금흐름	1	-309	-634	-334	-334
연결범위변동 등 기타	4	0	736	149	166
현금의 증감	64	626	-280	138	302
기초 현금	754	819	1,445	1,165	1,303
기말 현금	819	1,445	1,165	1,303	1,605
NOPLAT	560	558	898	1,216	1,506
FCF	298	494	518	306	236

자료: 유안타증권

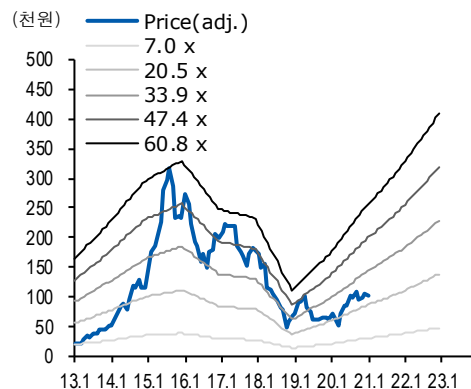
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	4,398	4,787	5,305	6,183	6,615
현금및현금성자산	819	1,445	1,165	1,303	1,605
매출채권 및 기타채권	1,117	955	1,030	1,070	1,120
재고자산	667	818	870	880	900
비유동자산	5,004	7,240	7,291	7,324	7,709
유형자산	2,599	4,913	4,952	5,012	5,242
관계기업 등 지분관련자산	293	2	3	11	23
기타투자자산	622	763	700	720	780
자산총계	9,401	12,026	12,596	13,507	14,324
유동부채	2,999	4,073	4,410	4,490	4,390
매입채무 및 기타채무	2,285	2,352	2,760	2,820	2,890
단기차입금	209	405	620	590	540
유동성장기부채	30	580	0	0	30
비유동부채	658	1,820	1,890	1,960	1,930
장기차입금	400	192	30	30	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,657	5,893	6,300	6,450	6,320
지배지분	5,744	5,934	6,085	6,846	7,793
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	382	382	382	382
이익잉여금	6,679	6,945	7,398	8,159	9,106
비지배지분	1	199	211	211	211
자본총계	5,745	6,133	6,296	7,057	8,004
순차입금	-1,790	-254	-955	-1,233	-2,215
총차입금	639	2,570	2,170	2,160	2,090

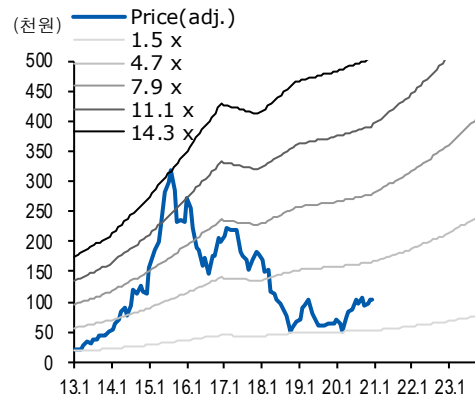
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,823	1,815	2,819	4,114	5,272
BPS	32,581	33,659	35,254	39,664	45,152
EBITDAPS	3,360	4,923	6,619	8,288	9,616
SPS	81,944	72,167	87,245	96,637	108,433
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	28.2	40.6	37.1	24.8	19.3
PBR	3.3	2.2	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	29.8	14.9	15.3	11.8	9.7
PSR	1.3	1.0	1.2	1.1	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-6.5	-11.9	20.9	10.8	12.2
영업이익 증가율 (%)	-60.1	-0.5	61.1	35.4	23.8
지배순이익 증가율 (%)	-6.2	-52.5	55.3	46.0	28.1
매출총이익률 (%)	26.5	27.9	27.1	28.7	28.8
영업이익률 (%)	2.9	3.3	4.4	5.3	5.9
지배순이익률 (%)	4.7	2.5	3.2	4.3	4.9
EBITDA 마진 (%)	4.1	6.8	7.6	8.6	8.9
ROIC	17.5	9.7	14.7	20.7	24.8
ROA	9.4	4.0	5.4	7.4	8.9
ROE	16.6	7.3	11.0	15.0	17.0
부채비율 (%)	63.7	96.1	100.1	91.4	79.0
순차입금/자기자본 (%)	-31.2	-4.3	-15.7	-18.0	-28.4
영업이익/금융비용 (배)	24.5	6.7	18.0	24.3	37.7

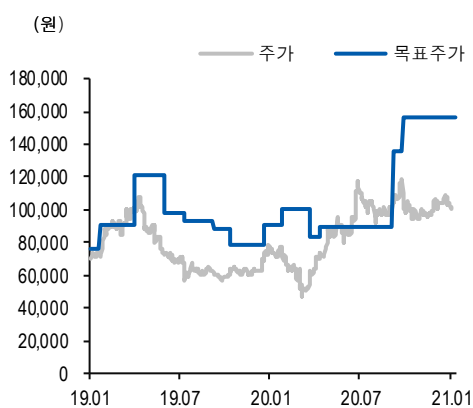
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-20	BUY	156,000	1년		
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

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)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-18

※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.