유안타증권 元大證券

한샘 (009240)

건자재

김기룡
02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	156,000원 (M)
현재주가 (2/5)	102,500원
상승여력	52%

시가총액	24,122억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	95억원
60일 평균 거래량	94,514주
52주 고	118,500원
52주 저	46,850원
외인지분율	23.08%
주요주주	조창걸 외 22 인 30.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.8)	2.0	35.2
상대	(7.8)	(21.1)	(6.2)
절대(달러환산)	(6.8)	2.4	43.4

본업 성장을 증명한 호실적

4Q20 Review : 시장 예상치 상회

2020년 4분기, 한샘 연결 기준 실적은 매출액 5,520억원(+27.0%, YoY), 영업이익 295억원(+36.0%, YoY)으로 당분기 영업이익은 시장 예상치를 13% 상회했다. 2020년 2분기를 시작으로 한 B2C 전 채널의 전년동기대비 매출 성장세가 이어졌다. 스타일 패키지 판매는 코로나 19 영향(패키지 대비 단품 수요 증가)으로 전분기 대비 소폭 감소한 것으로 파악되나, 대리점 매출 확대 및 직시공 패키지 증가 효과[1,143건(3Q20) →1,467건(4Q20P)]로 리하우스 채널 매출은 전년동기대비 33% 증가했다. 코로나 19 특수가 반영된 온라인 채널(+61%, YoY)을 비롯해 오프라인 인테리어 대리점과 직매장 역시 전년동기대비 30% 이상의 매출 성장세를 기록했다. 별도 기준 영업이익은 성과급 25억원 반영에도 3년 만에 300억원을 상회했으나, 중국(연결 자회사) 영업손익은 무형자산상각 반영으로 약 30억원의 적자를 기록했다.

2021년, 오프라인 매장 확대 + 온라인 강화 + 직시공 확대 전망

2021년 상반기, 한샘은 상반기 KB/인테리어/리하우스 대리점 (각 5개) 신규 출점을 비롯해 오프라인 매장 확대를 통한 성장을 도모할 전망이다.[오프라인 매장: 53개(20) → 99개(22E)] 오프라인 출점에는 기존 오프라인 매장 외에도 유통 매장 내 입점 역시 고려되고 있는 것으로 파악되고 있다. 베스트셀러 패키지화, 한샘몰 확대 및 온라인 채널 강화 전략 역시 이어질 전망이다. 인력 Capa 강화를 위한 추가 채용과 시공 교육(통상 6개월) 종료에 따른 시공 역량 강화는 현재 리하우스 채널의 성장 요인 중 하나인 직시공 패키지 확대에 따른 매출 성장에 기여할 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 156,000원 유지

한샘에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 156,000원을 유지한다. 불법 비자금 조성 등 의혹 관련 불확실성은 상존하나, B2C 기업의 이미지 훼손 우려에도 (과거와 달리) 리하우스 채널을 중심으로 한 견조한 성장은 고무적인 상황으로 판단한다. 인테리어/리모델링 시장의 구조적 성장과 한샘의 영향력 확대, 2021년 하반기 런칭이 기대되는 삼성전자와의 '가전+가구' 패키지 런칭 등을 통한 동사의 성장 기조는 지속될 것으로 전망한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,520	27.0	9.6	5,310	4.0
영업이익	294	36.0	24.1	260	13.3
세전계속사업이익	300	0.1	12.6	312	-4.0
지배순이익	208	-6.4	9.3	237	-12.3
영업이익률 (%)	5.3	+0.3 %pt	+0.6 %pt	4.9	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	-1.3 %pt	0	4.5	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	19,285	16,984	20,674	23,158
영업이익	560	558	930	1,201
지배순이익	900	427	656	925
PER	28.2	40.6	37.5	26.1
PBR	3.3	2.2	3.0	2.6
EV/EBITDA	29.8	14.9	15.0	12.0
ROE	16.6	7.3	10.9	14.4

자료: 유안타증권

한샘 4Q20 Review

(단위: 십억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	435	493	519	504	552	27.0%	9.6%	531	4.0%
영업이익	22	17	23	24	29	36.0%	24.1%	26	13.3%
세전이익	30	18	21	27	30	0.2%	12.7%	31	-4.0%
지배주주순이익	22	12	15	19	21	-5.0%	8.8%	24	-12.6%
영업이익률	5.0%	3.5%	4.4%	4.7%	5.3%			4.9%	
세전이익률	6.9%	3.6%	4.1%	5.3%	5.4%			5.9%	
지배주주순이익률	5.1%	2.4%	2.9%	3.9%	3.8%			4.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

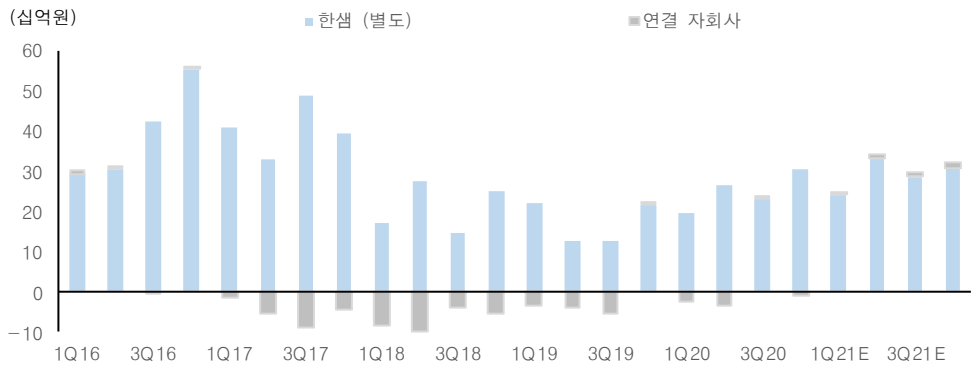
(단위: 십억원, %)

1) 한샘서비스원 실적 : 연결 자회사 소급 적용(4Q19~) 및 2021년 연결 자회사 실적 반영

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020P	2021E
매출액 (연결= 1+2)	443	411	410	435	1,698	493	519	504	552	2,067	2,316
1. 한샘 (별도)	425	395	385	400	1,606	416	431	415	463	1,724	1,941
- 인테리어(B2C)	157	129	119	122	528	144	156	158	176	634	696
대리점	46	37	36	36	155	39	41	43	47	170	183
직매장	61	48	49	45	203	52	55	57	62	227	242
온라인	50	44	34	41	170	53	59	58	67	237	270
- 부엌가구(B2C)	152	161	152	182	647	176	191	200	229	796	962
리하우스(대리점+제휴점)	97	105	101	124	426	125	136	143	165	568	727
KB 대리점	56	56	51	58	220	50	56	57	65	228	235
- Element(B2B)	115	106	114	108	443	118	109	96	97	421	437
특판	69	67	69	65	270	69	62	51	48	230	236
자재판매	46	39	45	44	174	50	47	46	49	191	201
2. 연결자회사	18	16	25	34	93	77	88	89	89	343	375
매출액 YoY 성장률											
연결 (=1+2)	-9%	-19%	-8%	-11%	-12%	11%	26%	23%	27%	22%	12%
1. 별도	-9%	-18%	-10%	-15%	-13%	-2%	9%	8%	16%	7%	13%
- 인테리어(B2C)	-5%	-9%	-6%	-15%	-8%	-8%	21%	32%	44%	20%	10%
대리점	-11%	-13%	-10%	-16%	-12%	-16%	13%	19%	30%	10%	8%
직매장	8%	-10%	-3%	-16%	-5%	-14%	15%	15%	38%	12%	7%
온라인	-11%	-2%	-6%	-12%	-8%	5%	35%	69%	61%	40%	14%
- 부엌가구(B2C)	-18%	-21%	-14%	-12%	-16%	16%	19%	32%	26%	23%	21%
리하우스(대리점+제휴점)	-15%	-18%	-11%	-5%	-12%	30%	29%	41%	33%	33%	28%
KB 대리점	-22%	-27%	-20%	-25%	-24%	-9%	0%	12%	11%	3%	3%
- Element(B2B)	-2%	-22%	-9%	-10%	-11%	3%	3%	-15%	-10%	-5%	4%
영업이익(연결)	19	8	7	22	56	17	23	24	29	93	120
한샘(별도)	22	13	13	22	69	20	26	23	30	99	117
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%	5.2%
한샘(별도)	5.2%	3.2%	3.3%	5.4%	4.3%	4.7%	6.1%	5.5%	6.5%	5.7%	6.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 분기별 영업손익 추이 및 전망 * 한샘서비스원 실적은 연결자회사에 반영



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터 추정

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정 (단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,522	
- NOPLAT	84	2021년 추정치 기준, 법인세율 30% 적용
- Multiple	30	2013~2016년 고성장기 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	68	장부가 30% 할인
- 투자부동산	98	
3. 순차입금	-118	2021년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	2,708	
- 유통주식수	17,259,424	자사주 6,274,504주(26.7%) 제외
목표주가	156,000	
현재주가	102,500	2월 5일 종가 기준
Upside	52%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**19,285**	**16,984**	**20,674**	**23,158**	**26,026**
매출원가	14,167	12,249	15,252	16,983	19,014
매출총이익	5,118	4,735	5,422	6,175	7,013
판관비	4,558	4,178	4,492	4,974	5,510
영업이익	**560**	**558**	**930**	**1,201**	**1,503**
EBITDA	791	1,159	1,589	1,935	2,259
영업외손익	687	187	25	140	232
외환관련손익	-5	-6	0	0	0
이자손익	24	9	20	20	40
관계기업관련손익	26	19	1	8	12
기타	641	165	4	112	180
법인세비용차감전순손익	1,247	745	955	1,341	1,735
법인세비용	347	317	280	402	520
계속사업순손익	900	427	675	939	1,214
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	900	427	675	939	1,214
지배지분순이익	**900**	**427**	**656**	**925**	**1,196**
포괄순이익	880	478	674	937	1,213
지배지분포괄이익	880	478	658	938	1,214

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**637**	**794**	**1,273**	**1,472**	**1,756**
당기순이익	900	427	675	939	1,214
감가상각비	201	569	603	640	660
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	-1	-8	-12
자산부채의 증감	-217	-242	-398	-480	-470
기타현금흐름	-246	40	393	382	364
투자활동 현금흐름	**501**	**180**	**-903**	**-922**	**-1,100**
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	-222	-210
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	110	137
현금의 증감	**64**	**626**	**-287**	**84**	**197**
기초 현금	754	819	1,445	1,158	1,242
기말 현금	819	1,445	1,158	1,242	1,439
NOPLAT	**560**	**558**	**930**	**1,201**	**1,503**
FCF	**298**	**494**	**538**	**295**	**219**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**4,398**	**4,787**	**5,298**	**6,052**	**6,419**
현금및현금성자산	819	1,445	1,158	1,242	1,439
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
관계기업등 지분관련자산	293	2	3	11	23
기타투자자산	622	763	700	720	780
자산총계	**9,401**	**12,026**	**12,588**	**13,376**	**14,128**
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	1,880	1,830
장기차입금	400	192	30	30	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**3,657**	**5,893**	**6,300**	**6,370**	**6,220**
지배지분	5,744	5,934	6,078	6,795	7,697
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	381	382	382	382	382
이익잉여금	6,679	6,945	7,391	8,108	9,011
비지배지분	1	199	211	211	211
자본총계	**5,745**	**6,133**	**6,288**	**7,006**	**7,908**
순차입금	**-1,790**	**-254**	**-948**	**-1,182**	**-2,049**
총차입금	639	2,570	2,170	2,120	2,050

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

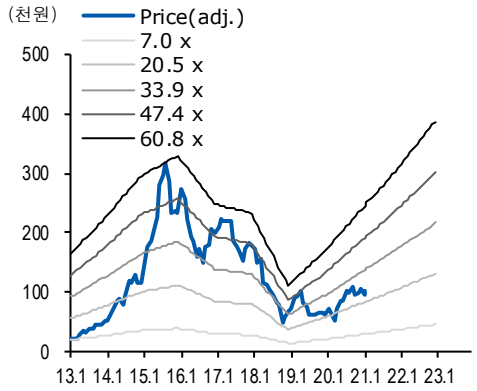
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,823	1,815	2,788	3,928	5,082
BPS	32,581	33,659	35,212	39,368	44,597
EBITDAPS	3,360	4,923	6,752	8,222	9,600
SPS	81,944	72,167	87,846	98,404	110,591
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	**28.2**	**40.6**	**37.5**	**26.1**	**20.2**
PBR	**3.3**	**2.2**	**3.0**	**2.6**	**2.3**
EV/EBITDA	**29.8**	**14.9**	**15.0**	**12.0**	**9.9**
PSR	**1.3**	**1.0**	**1.2**	**1.0**	**0.9**

재무비율 (단위: 배, %)

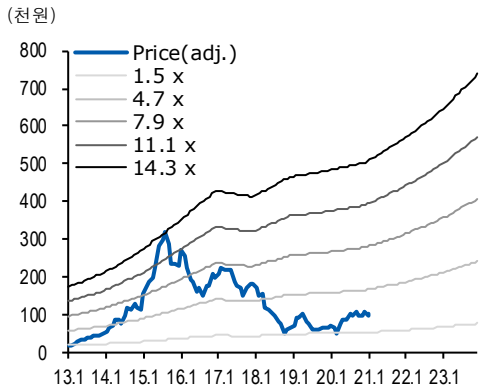
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-6.5**	**-11.9**	**21.7**	**12.0**	**12.4**
영업이익 증가율 (%)	**-60.1**	**-0.5**	**66.7**	**29.2**	**25.1**
지배순이익 증가율 (%)	**-6.2**	**-52.5**	**53.6**	**40.9**	**29.4**
매출총이익률 (%)	26.5	27.9	26.2	26.7	26.9
영업이익률 (%)	**2.9**	**3.3**	**4.5**	**5.2**	**5.8**
지배순이익률 (%)	4.7	2.5	3.2	4.0	4.6
EBITDA 마진 (%)	4.1	6.8	7.7	8.4	8.7
ROIC	17.5	9.7	15.1	20.4	24.4
ROA	9.4	4.0	5.3	7.1	8.7
ROE	**16.6**	**7.3**	**10.9**	**14.4**	**16.5**
부채비율 (%)	63.7	96.1	100.2	90.9	78.7
순차입금/자기자본 (%)	-31.2	-4.3	-15.6	-17.4	-26.6
영업이익/금융비용 (배)	24.5	6.7	18.6	24.0	37.6

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

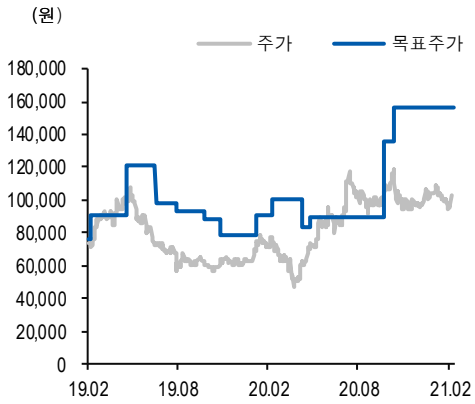
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	괴리율 최고(최저) 주가 대비
2021-02-08	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: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-05

※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.