

한샘 (009240)

전자재



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	148,000원 (D)
현재주가 (10/22)	112,000원
상승여력	32%

시가총액	26,358억원
총발행주식수	23,533,928주
60일 평균 거래대금	180억원
60일 평균 거래량	153,117주
52주 고	146,500원
52주 저	93,800원
외인지분율	19.13%
주요주주	조창걸 외 21인 30.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.9)	(6.3)	9.3
상대	(4.9)	1.3	(14.4)
절대(달러환산)	(9.1)	(8.4)	5.2

불확실성과 우려가 겹치는 시기

3Q21 Review : 낮아진 시장 예상치 부합

2021년 3분기, 한샘 연결 잠정 실적은 매출액 5,358억원(+6.4%, YoY), 영업이익 226억원(-4.7%, YoY)으로 당분기 영업이익은 낮아진 시장 예상치(223억원, 1개월 기준)에 부합했다. 주택매매거래 감소에 따른 리모델링/인테리어 수요 둔화, 경쟁 심화에 따른 온라인 매출 감소 등으로 매출 성장세는 상반기 대비 다소 둔화되었다. 당분기 직시공 패키지 판매는 1,988세트로 전분기 대비 7% 감소했다. 영업이익 역시 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가, 온라인 경쟁 심화에 따른 마진 축소, 주요 가구 원재료(PB, MDF) 가격 상승 등으로 전년동기대비 5% 감소했다.

B2C 채널 성장 회복, B2B 수주잔고 증가 역시 긍정적

4분기 실적은 계절적 성수기 진입 및 3분기 이연 수요 효과 반영 등으로 리하우스를 비롯한 B2C 주요 채널의 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 온라인 채널 역시 광고비 지출 등으로 재차 매출 증가세를 회복할 전망이다. 리하우스 대리점[517개(3Q20) → 669개(3Q21)] 및 리하우스 대형쇼룸[26개(3Q20) → 32개(3Q21)] 확대 등을 통한 인테리어/리모델링 시장 내 한샘의 성장 전략 역시 유효할 것으로 추정한다. 한샘 특판(별도 기준), 한샘빅서비스(자회사) 수주잔고는 전년동기대비 각각 103%, 67% 증가하며 B2B 부문 매출 성장 역시 점차 구체화 될 전망이다.

불확실성과 우려가 겹치는 시기

한샘에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 160,000원에서 148,000원으로 7% 하향 조정한다. 목표주가 하향의 주요 원인은 자사주(6,274,504주, 26.7%)에 대한 목표주가 반영 기준 변경(유통주식수 → 발행주식수 + 자산 가치 반영)을 적용하였기 때문이다. 향후, 자사주 소각의 현실화는 재차 목표주가 상향 요인으로 반영할 예정이다.

2대 주주의 가처분 신청 등 최대주주 지분 매각 과정에서의 불확실성, 3분기 실적 부진 우려가 마무리 단계에 진입한 만큼 한샘의 본업 경쟁력과 더불어 최대주주 변경에 따른 주주환원 정책 강화 가능성, 롯데와의 매장 공유 등 시너지를 통한 긍정적 요인에 기대를 걸어도 좋은 시기로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,358	6.4	-5.8	5,586	-4.1
영업이익	226	-4.7	-18.5	257	-11.9
세전계속사업이익	-	-	-	280	-
지배순이익	-	-	-	200	-
영업이익률 (%)	4.2	-0.5 %pt	-0.7 %pt	4.6	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	-	-	-	3.6	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		16,984	20,675	22,496	25,563
영업이익		558	931	1,047	1,239
지배순이익		427	651	825	987
PER		40.6	31.5	31.9	26.7
PBR		2.2	2.5	3.0	2.7
EV/EBITDA		14.9	12.3	14.7	12.6
ROE		7.3	10.8	13.1	14.3

자료: 유안타증권

한샘 3Q21 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	504	552	553	569	536	6.4%	-5.8%	549	-2.5%
영업이익	24	30	25	28	23	-4.7%	-18.5%	22	1.6%
세전이익	27	30	27	32				24	-
지배주주순이익	19	20	20	24				17	-
영업이익률	4.7%	5.4%	4.5%	4.9%	4.2%			4.1%	
세전이익률	5.3%	5.4%	4.9%	5.7%	-			4.3%	
지배주주순이익률	3.8%	3.7%	3.5%	4.3%	-			3.1%	

자료: 유안타증권 리서치센터

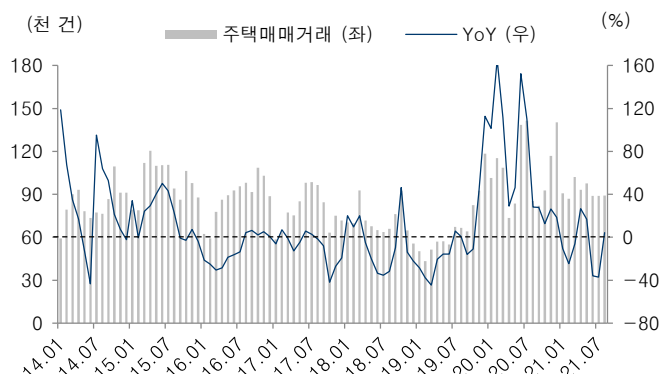
한샘 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 * 별도 사업부문별 매출은 한샘서비스원 실적 포함

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2021E	2022E
매출액 (연결)	493	519	504	552	2,067	553	569	536	592	2,250	2,556
1. 인테리어(B2C)	144	156	158	176	634	190	167	156	164	677	735
오프라인(대리점+직매장)	92	96	100	109	396	118	102	104	102	426	454
온라인	53	59	58	67	237	72	66	52	62	251	282
2. 부엌가구(B2C)	176	191	200	229	796	208	238	212	258	916	1,094
리하우스	125	136	143	165	568	152	179	159	192	682	845
KB 대리점	50	56	57	65	228	56	60	53	66	235	249
3. Element(B2B)	118	109	96	97	421	105	108	99	114	425	478
특판	69	62	51	48	230	48	50	49	64	211	236
자재판매	50	47	46	49	191	57	58	50	50	214	242
4. 기타 및 연결자회사	54	63	50	50	217	50	55	69	56	231	249
YoY 성장률											
매출액 (연결)	11%	26%	23%	27%	22%	12%	10%	6%	7%	9%	14%
1) 인테리어(B2C)	-8%	21%	32%	44%	20%	32%	7%	-1%	-7%	7%	9%
오프라인(대리점+직매장)	-15%	14%	17%	35%	11%	29%	5%	4%	-6%	7%	7%
온라인	5%	35%	69%	61%	40%	36%	10%	-10%	-8%	6%	12%
2) 부엌가구(B2C)	16%	19%	32%	26%	23%	18%	25%	6%	13%	15%	19%
리하우스	30%	29%	41%	33%	33%	22%	32%	11%	17%	20%	24%
KB 대리점	-9%	0%	12%	11%	3%	10%	7%	-7%	3%	3%	6%
3) Element(B2B)	3%	3%	-15%	-10%	-5%	-11%	-1%	3%	17%	1%	13%
영업이익(연결)	17	23	24	30	93	25	28	23	29	105	124
% 영업이익률 (연결)	3.5%	4.4%	4.7%	5.4%	4.5%	4.5%	4.9%	4.2%	4.9%	4.7%	4.8%

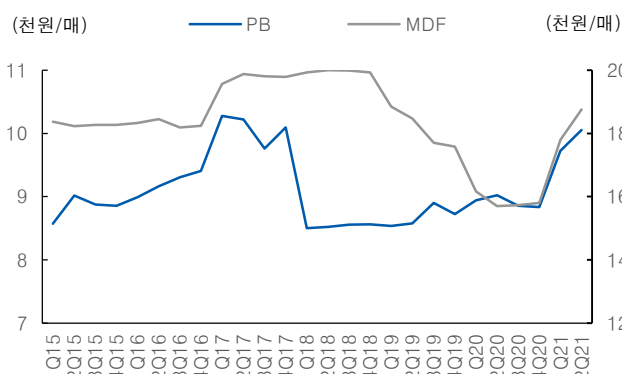
자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

월별 주택매매거래량 YoY 추이



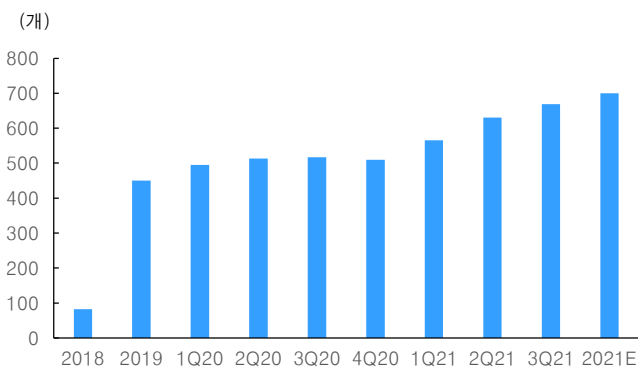
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

분기별 PB/MDF 매입단가 추이 [분기 누계 기준]



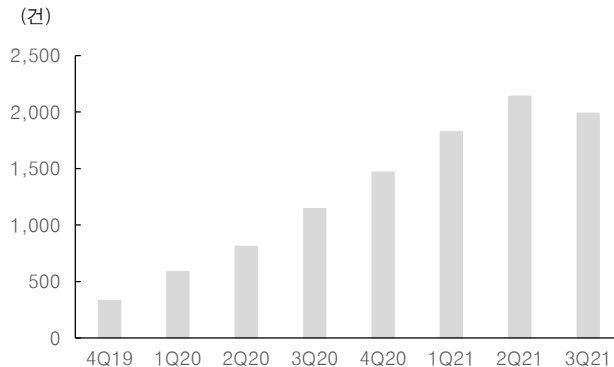
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

리하우스 대리점 추이



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

한샘 직시공 패키지 판매 추이



자료: 한샘, 유안타증권 리서치센터

한샘 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,676	
- NOPLAT	89	2022년 추정치 기준, 법인세율 28% 적용
- Multiple	30	2013~2016년 고성장기 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	645	
- 자사주	562	자사주 6,274,504주(26.7%), 20% 할인
- 투자부동산	83	장부가 30% 할인
3. 순차입금	-161	2022년 추정치 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,482	
- 발행주식수	23,533,928	자사주 포함
목표주가	148,000	
현재주가	112,000	10월 22일 종가 기준
Upside	32%	

자료: 유안타증권 리서치센터

한샘 (009240) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	16,984	20,675	22,496	25,563	29,491
매출원가	12,249	15,252	16,824	19,098	21,980
매출총이익	4,735	5,423	5,672	6,465	7,511
판매비	4,178	4,492	4,625	5,226	6,035
영업이익	558	931	1,047	1,239	1,476
EBITDA	1,159	1,575	1,729	1,974	2,228
영업외손익	187	24	106	153	236
외환관련손익	-9	3	0	0	0
이자손익	22	3	-20	20	50
관계기업관련손익	19	-2	4	12	16
기타	154	20	122	121	170
법인세비용차감전순손익	745	955	1,153	1,392	1,712
법인세비용	317	286	310	390	497
계속사업순손익	427	668	844	1,002	1,216
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	427	668	844	1,002	1,216
지배지분순이익	427	651	825	987	1,216
포괄순이익	478	674	835	1,002	1,216
지배지분포괄이익	478	656	817	982	1,191

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	794	1,931	674	1,111	1,367
당기순이익	427	668	844	1,002	1,216
감가상각비	569	588	632	650	670
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-4	-12	-16
자산부채의 증감	-242	196	-1,204	-950	-900
기타현금흐름	40	478	406	421	397
투자활동 현금흐름	180	-1,001	-366	-951	-1,251
투자자산	142	83	-69	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-185	-160	-839	-1,040	-1,330
유형자산 감소	23	8	24	220	200
기타현금흐름	200	-932	517	-131	-121
재무활동 현금흐름	-348	-1,321	-742	-634	-674
단기차입금	173	-1	-138	-30	-40
사채 및 장기차입금	0	-482	0	0	-30
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-212	-217	-235	-235	-235
기타현금흐름	-309	-621	-368	-368	-368
연결범위변동 등 기타	0	3	491	844	875
현금의 증감	626	-388	57	370	317
기초 현금	819	1,445	1,057	1,115	1,484
기말 현금	1,445	1,057	1,115	1,484	1,802
NOPLAT	558	931	1,047	1,239	1,476
FCF	609	1,771	-165	71	37

자료: 유안타증권

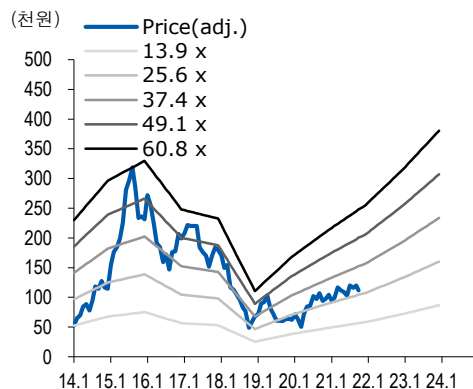
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	4,787	5,209	4,885	5,425	5,872
현금및현금성자산	1,445	1,057	1,115	1,485	1,802
매출채권 및 기타채권	955	756	790	840	900
재고자산	818	844	920	950	980
비유동자산	7,240	7,086	7,595	7,848	8,352
유형자산	4,913	4,613	5,098	5,268	5,728
관계기업등 지분관련자산	2	0	4	16	32
기타투자자산	763	708	750	830	850
자산총계	12,026	12,295	12,480	13,273	14,224
유동부채	4,073	4,395	4,280	4,420	4,460
매입채무 및 기타채무	2,352	2,810	2,720	2,780	2,830
단기차입금	405	667	540	510	470
유동성장기부채	500	0	0	30	0
비유동부채	1,820	1,611	1,480	1,370	1,290
장기차입금	192	30	30	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,893	6,006	5,760	5,790	5,750
지배지분	5,934	6,079	6,497	7,260	8,251
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	382	382	382	382	382
이익잉여금	6,945	7,383	7,810	8,573	9,564
비지배지분	199	210	223	223	223
자본총계	6,133	6,289	6,720	7,483	8,474
순차입금	-254	-1,303	-1,075	-1,615	-2,122
총차입금	2,570	2,057	1,820	1,700	1,550

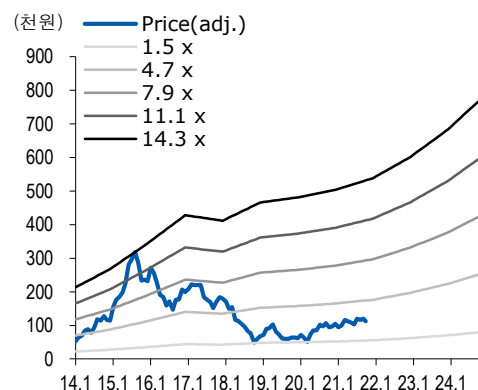
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,815	2,765	3,507	4,194	5,165
BPS	33,659	35,223	37,645	42,064	47,807
EBITDAPS	4,923	6,691	7,349	8,388	9,469
SPS	72,167	87,851	95,589	108,622	125,313
DPS	1,200	1,300	1,300	1,300	1,300
PER	40.6	31.5	31.9	26.7	21.7
PBR	2.2	2.5	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	14.9	12.3	14.7	12.6	11.0
PSR	1.0	1.0	1.2	1.0	0.9

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-11.9	21.7	8.8	13.6	15.4
영업이익 증가율 (%)	-0.5	66.9	12.5	18.3	19.2
지배순이익 증가율 (%)	-52.5	52.3	26.8	19.6	23.1
매출총이익률 (%)	27.9	26.2	25.2	25.3	25.5
영업이익률 (%)	3.3	4.5	4.7	4.8	5.0
지배순이익률 (%)	2.5	3.1	3.7	3.9	4.1
EBITDA 마진 (%)	6.8	7.6	7.7	7.7	7.6
ROIC	9.7	16.2	20.4	21.8	24.0
ROA	4.0	5.4	6.7	7.7	8.8
ROE	7.3	10.8	13.1	14.3	15.7
부채비율 (%)	96.1	95.5	85.7	77.4	67.9
순차입금/자기자본 (%)	-4.3	-21.4	-16.5	-22.2	-25.7
영업이익/금융비용 (배)	8.0	12.7	17.5	20.6	29.5

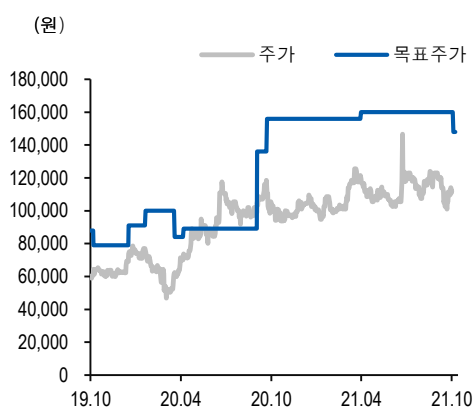
P/E band chart



P/B band chart



한샘 (009240) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-25	BUY	148,000	1년		
2021-04-21	BUY	160,000	1년	-29.38	-8.44
2020-10-13	BUY	156,000	1년	-33.69	-19.55
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

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)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-22

※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.