

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

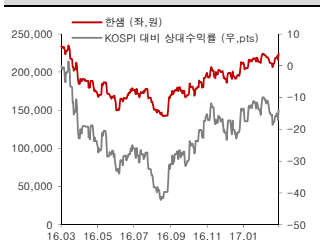
Company Data

자본금	24 십억원
발행주식수	2,353 만주
자사주	575 만주
액면가	1,000 원
시가총액	5,272 십억원
주요주주	
조창걸(외25)	32.91%
한샘 자사주	24.40%
외국인지분률	28.60%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(17/03/24)	224,000 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	0.70
52주 최고가	235,000 원
52주 최저가	142,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.1%	-4.0%
6개월	30.1%	23.0%
12개월	-4.6%	-12.2%

한샘 (009240/KS | 중립(신규편입) | T.P 220,000 원(신규편입))

성장을 둔화로 부담스러운 주가

한샘에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 220,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 주택 매크로 둔화에 따른 매매 거래량의 위축으로 성장률이 다소 둔화될 것으로 보이나, 리하우스의 추가 오픈 및 표준매장의 확장으로 2018년에는 성장을 회복이 나타날 것으로 추정한다. 한샘은 내재적 성장을 통해 압도적인 시장 지위를 선점하고 있는 상황이나, 성장을 둔화로 인해 현 주가 수준에서 밸류에이션은 다소 부담스럽다는 판단이다.

주택 거래량 감소에 영향을 받을 수밖에 없다

비 브랜드 가구 시장이 여전히 M/S 의 70%를 차지하는 가운데 한샘은 내재적 성장을 통해 시장 압도적인 지위를 유지해왔다. 다만 주택 매크로가 둔화되면서 매매 거래량이 위축되는 시장 환경에서 지난해보다 더욱 높은 성장률을 기록하는 것은 쉽지 않아 보인다. SK 증권은 한샘의 2017 년 매출액 성장률을 2016 년 성장률인 13.7%보다 다소 낮은 수준인 10.7%로 추정했다. 2013 년부터 2015 년까지 30% 수준의 성장률을 지속해온 상황에서, 높은 기저에 따라 추가 성장이 부담스러울 수밖에 없다.

리하우스와 표준매장 확장을 통한 성장의 기틀을 마련하는 한 해

한샘은 지난해까지 직영 플래그십을 오픈하며 성장을 도모했다면, 이제는 인테리어 업 자들과의 상생을 통한 구조적 변화를 꾀하고 있다. 따라서 추가적인 플래그십의 오픈 보다는 리하우스, 표준매장 증가 등의 방식으로 성장 전략을 바꾸는 단계인 것으로 보인다. 2016 년말 기준 리하우스 10 개 매장, 표준매장 4 개를 보유하고 있으나 2017 년 중 추가적으로 리하우스 4 개, 표준매장 5 개를 오픈할 계획을 가지고 있다. 따라서 2017 년 이 성장을 위한 투자를 도모하는 해라면, 성장률을 확인하는 시점은 2018 년 이후가 될 것으로 보인다.

성장을 둔화 국면에서 높은 밸류에이션은 부담 요인

이익 증가율이 감소한 상황에서 현 주가 수준으로 보면 12 개월 Forward PER 37X 로 부담스럽다. 사업모델 경쟁력에 따른 시장 선도적 지위가 지속될 것으로 보이나, 추가적인 주가 상승을 기대하기 어려워보여 투자의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	1,266	1,631	1,855	2,053	2,294	2,598
yoy	%	32.4	28.9	13.7	10.7	11.7	13.3
영업이익	십억원	102	139	158	170	196	220
yoy	%	39.6	36.4	13.3	8.0	15.1	12.5
EBITDA	십억원	110	149	170	184	208	232
세전이익	십억원	106	145	165	179	204	228
순이익(지배주주)	십억원	78	108	125	134	153	171
영업이익률%	%	8.1	8.5	8.5	8.3	8.5	8.5
EBITDA%	%	8.7	9.1	9.2	8.9	9.1	8.9
순이익률	%	6.1	6.6	6.7	6.5	6.7	6.6
EPS	원	3,296	4,573	5,320	5,690	6,498	7,270
PER	배	34.7	50.6	37.4	39.4	34.5	30.8
PBR	배	6.4	10.2	7.0	6.5	5.4	4.6
EV/EBITDA	배	24.4	36.4	26.9	28.3	25.2	22.5
ROE	%	26.9	29.5	27.1	23.6	22.4	21.0
순차입금	십억원	-17	-46	-102	-75	-30	-32
부채비율	%	54.8	72.8	62.5	50.8	41.9	34.8

Valuation 및 실적 추정

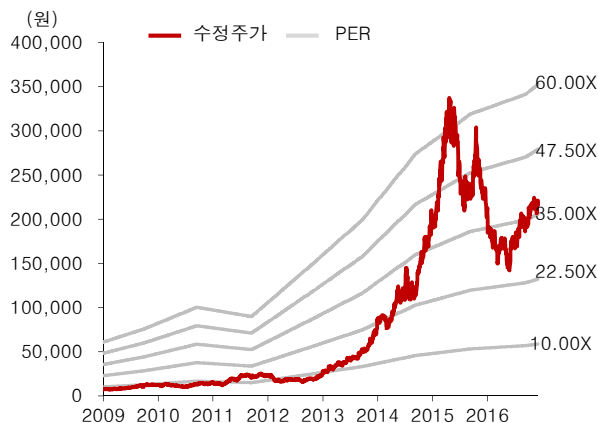
SK 증권은 한샘에 대해 목표주가 220,000 원, 투자 의견 HOLD 로 커버리지를 개시한다. 한샘은 내재적 성장을 통해 시장 선도적 지위를 유지해오고 있으나, 고성장 지속에 따른 높은 기저와 주택 매크로 둔화에 따른 성장률 둔화가 불가피한 시점으로 보인다. 2017 년은 리하우스와 표준매장의 확장을 통해 인테리어 채널과의 상생을 도모하고 성장의 기틀을 마련하는 한 해가 될 것으로 보인다. 성장률의 회복은 2018 년 이후부터 가능할 것으로 판단, 2017~2018E 평균 EPS, PER 을 단순 적용하여 목표주가를 220,000 원으로 산출했다.

한샘 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
EPS (원)	4,573	5,320	5,690	6,498
EPS 증가율 (%)	38.7	16.3	7.0	14.2
PER (X)	50.6	37.4	39.4	34.5
적용EPS (원)	6,094	2017~2018E 평균 EPS		
Target Multiple (X)	36.9	2017~2018E 평균 PER		
목표주가 (원)	220,000			
현재주가 (원 03/23)	224,000			
Upside (%)	-1.8			

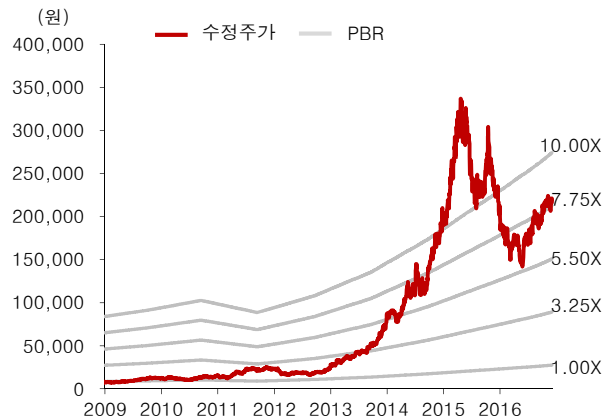
자료: FnGuide, SK 증권

한샘 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

한샘 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

한샘 실적 추이 및 전망

	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,631	1,855	2,053	417	435	475	528	467	473	519	595
I. B2C	1,281	1,464	1,642	338	345	363	418	383	382	404	473
I-1. 인테리어	560	649	744	160	148	162	180	186	166	185	207
대리점	206	217	238	56	47	57	57	63	52	62	62
직매장	232	269	295	57	64	70	78	63	69	79	85
온라인	121	163	210	46	37	35	45	61	45	45	60
I-2. 부엌유통	721	814	898	178	197	201	238	197	216	219	266
대리점	403	452	495	102	107	110	133	113	115	118	149
IK	318	362	402	77	90	91	105	84	101	100	117
II. B2B 및 기타	350	391	412	79	90	111	110	83	91	115	122
Sales Growth (YoY %)	28.9	13.7	10.7	13.0	8.4	16.0	17.0	11.9	8.8	9.3	12.6
I. B2C	35.4	14.3	12.2	21.6	10.1	10.6	15.6	13.4	10.9	11.2	13.1
I-1. 인테리어	21.3	16.1	14.6	21.3	12.0	16.6	14.6	16.4	12.3	14.3	15.0
대리점	16.2	5.5	9.6	7.6	-5.4	12.3	7.1	10.8	10.1	9.8	7.9
직매장	25.7	15.8	9.7	16.6	21.2	15.4	11.6	10.2	7.8	11.5	9.4
온라인	22.1	34.4	29.3	52.3	24.7	27.0	32.9	30.9	23.4	27.4	34.1
I-2. 부엌유통	48.8	12.9	10.3	21.9	8.7	6.1	16.4	10.7	9.7	8.7	11.6
대리점	48.3	12.1	9.6	21.5	8.1	3.2	16.9	11.5	8.0	7.2	11.5
IK	49.4	13.9	11.1	22.5	9.4	9.9	15.8	9.7	11.8	10.7	11.9
II. B2B 및 기타	9.7	11.7	5.2	-13.3	2.6	37.9	22.6	5.3	1.0	3.1	10.7
비중 (%)											
I. B2C	78.5	78.9	80.0	81.0	79.2	76.5	79.1	82.1	80.7	77.9	79.5
I-1. 인테리어	43.7	44.4	45.3	47.2	42.9	44.6	43.0	48.5	43.5	45.9	43.7
대리점	36.8	33.5	32.0	35.4	31.9	34.9	31.8	33.7	31.2	33.5	29.8
직매장	41.5	41.5	39.7	35.6	43.4	43.4	43.3	33.7	41.6	42.4	41.2
온라인	21.6	25.1	28.3	29.0	24.8	21.6	24.9	32.6	27.2	24.1	29.0
I-2. 부엌유통	56.3	55.6	54.7	52.8	57.1	55.4	57.0	51.5	56.5	54.1	56.3
대리점	55.9	55.5	55.2	57.0	54.3	54.9	56.0	57.4	53.4	54.1	55.9
IK	44.1	44.5	44.8	43.0	45.7	45.1	44.0	42.6	46.6	45.9	44.1
II. B2B 및 기타	21.5	21.1	20.0	19.0	20.8	23.5	20.9	17.9	19.3	22.1	20.5
영업이익	139	158	170	29	31	42	55	35	39	43	53
(YoY %)	36.4	13.3	8.0	5.4	-20.5	30.8	36.9	20.5	26.7	1.9	-4.3
(QoQ %)				-27.3	4.2	38.2	30.7	-36.0	9.6	11.0	22.8
OPM (%)	8.5	8.5	8.3	7.0	7.0	8.9	10.5	7.6	8.2	8.3	8.9
순이익	108	125	134	23	24	34	44	26	30	34	44
(YoY %)	38.7	16.3	7.0	6.7	-13.6	27.8	40.0	12.6	23.7	0.2	-0.0
(QoQ %)				-25.3	2.8	41.3	29.1	-39.9	12.9	14.4	28.9
순이익률 (%)	6.6	6.7	6.5	5.6	5.5	7.1	8.3	5.6	6.3	6.6	7.4

자료: 한샘 SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	213	403	475	433	410
현금및현금성자산	20	50	107	80	36
매출채권 및 기타채권	90	97	98	84	94
재고자산	39	58	62	56	63
비유동자산	283	305	360	503	648
장기금융자산	8	8	15	15	15
유형자산	171	194	202	191	189
무형자산	3	4	4	4	4
자산총계	496	709	836	936	1,058
유동부채	160	285	309	304	301
단기금융부채	3	4	5	6	6
매입채무 및 기타채무	58	145	160	154	150
단기충당부채	11	19	20	20	20
비유동부채	15	14	13	11	12
장기금융부채 (사채+장차)	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	176	298	321	316	313
지배주주지분	320	410	514	621	746
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
기타자본구성요소	-52	-52	-52	-52	-52
자기주식	-52	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	311	400	504	611	736
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	320	410	514	621	746
부채와자본총계	496	709	836	936	1,058

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	48	202	151	41	24
당기순이익(손실)	78	108	125	134	153
비현금수익비용가감	35	35	42	-81	-82
유형자산감가상각비	7	9	12	13	12
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	-50	-83	-96	-96	-96
운전자본감소(증가)	-64	59	-17	-12	-47
매출채권의감소(증가)	4	-10	-1	13	-10
재고자산의감소(증가)	-4	-18	-4	6	-7
매입채무의증가(감소)	-48	86	15	-5	-4
기타	-17	2	-26	-26	-26
법인세납부	-24	-35	-37	-37	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	-158	-76	-41	-41
금융자산감소(증가)	51	-124	-21	2	2
유형자산처분(취득)	1	1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-0	-1	-0	0	0
기타투자활동	-12	-1	-33	-33	-33
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	-14	-18	-27	-28
단기금융부채의 증가(감소)	-13	1	0	1	1
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-13	-15	-18	-27	-28
기타재무활동	-0	0	-0	-0	-0
현금의 증가	4	30	57	-27	-44
기초현금	16	20	50	107	80
기말현금	20	50	107	80	36
FCF	-10	169	129	31	14

자료: 한샘 SK증권 추정

포괄손익계산서

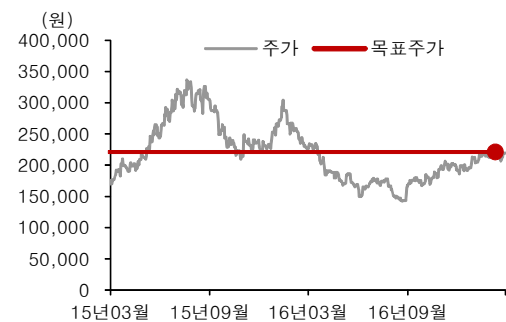
(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,266	1,631	1,855	2,053	2,294
매출원가	869	1,118	1,268	1,407	1,568
매출총이익	397	513	587	647	726
매출총이익률(%)	31.3	31.5	31.6	31.5	31.6
판매비와관리비	295	374	429	477	530
영업이익	102	139	158	170	196
영업이익률(%)	8.1	8.5	8.5	8.3	8.5
조정영업이익	102	139	158	170	196
비영업손익	4	6	7	8	8
순금융손익	2	3	3	4	4
외환관련손익	0	0	-0	-0	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	106	145	165	179	204
세전계속사업이익률(%)	8.4	8.9	8.9	8.7	8.9
계속사업법인세	28	37	40	45	51
계속사업이익	78	108	125	134	153
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	78	108	125	134	153
순이익률(%)	6.1	6.6	6.7	6.5	6.7
지배주주	78	108	125	134	153
지배주주귀속 순이익률(%)	6.1	6.6	6.7	6.5	6.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	76	105	122	137	156
지배주주	76	105	122	137	156
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	110	149	170	184	208

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	32.4	28.9	13.7	10.7	11.7
영업이익	39.6	36.4	13.3	8.0	15.1
세전계속사업이익	41.3	37.1	13.8	8.2	14.2
EBITDA	37.5	35.3	14.7	7.8	13.4
EPS	38.4	38.7	16.3	7.0	14.2
수익성(%)					
ROA(%)	15.9	17.9	16.2	15.1	15.3
ROE(%)	26.9	29.5	27.1	23.6	22.4
EBITDA마진(%)	8.7	9.1	9.2	8.9	9.1
안정성(%)					
유동비율(%)	133.2	141.5	153.8	142.4	136.2
부채비율(%)	54.8	72.8	62.5	50.8	41.9
순차입금/자기자본(%)	-5.3	-11.2	-19.9	-12.1	-4.0
EBITDA/이자비용(배)	49.1	119.9	78.8	123.4	111.1
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	3,296	4,573	5,320	5,690	6,498
BPS	13,488	17,250	21,661	26,201	31,499
CFPS	112	139	167	177	195
주당 현금배당금	700	850	1,000	1,100	1,300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	44.7	75.9	57.3	41.3	36.2
PER(최저)	14.7	24.7	26.5	25.0	21.9
PBR(최고)	8.3	15.3	10.7	6.8	5.7
PBR(최저)	2.7	5.0	4.9	4.1	3.4
PCR	1,026.7	1,664.0	1,189.1	1,267.5	1,151.1
EV/EBITDA(최고)	31.1	53.4	42.0	29.7	26.4
EV/EBITDA(최저)	10.6	18.8	19.6	18.2	16.1

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.03.27	중립 (신규) <애널리스트 변경>	220,000원
2016.06.07	매수	260,000원
2016.02.01	매수	310,000원
2016.01.11	매수	310,000원
2015.12.02	매수	310,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----