

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 | |
| 조창결(외25) | 32.91% |
| 한샘 자사주 | 24.40% |
| 외국인자본률 | 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 2017년 매출액 성장률을 2016년 성장률인 13.7%보다 다소 낮은 수준인 10.7%로 추정했다. 2013년부터 2015년까지 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 플래그샵을 오픈하며 성장을 도모했다면, 이제는 인테리어 업자들과의 상생을 통한 구조적 변화를 꾀하고 있다. 따라서 추가적인 플래그샵의 오픈 보다는 리하우스, 표준매장 증가 등의 방식으로 성장 전략을 바꾸는 단계인 것으로 보인다. 2016년말 기준 리하우스 10개 매장, 표준매장 4개를 보유하고 있으나 2017년 중 추가적으로 리하우스 4개, 표준매장 5개를 오픈할 계획을 가지고 있다. 따라서 2017년이 성장을 위한 투자를 도모하는 해라면, 성장률을 확인하는 시점은 2018년 이후가 될 것으로 보인다.

성장을 둔화 국면에서 높은 밸류에이션은 부담 요인

이익 증가율이 감소한 상황에서 현 주가 수준으로 보면 12개월 Forward PER 37X로 부담스럽다. 사업모델 경쟁력에 따른 시장 선도적 지위가 지속될 것으로 보이나, 추가적인 주가 상승을 기대하기 어려워보여 투자의견 HOLD로 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(자본주주) | 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

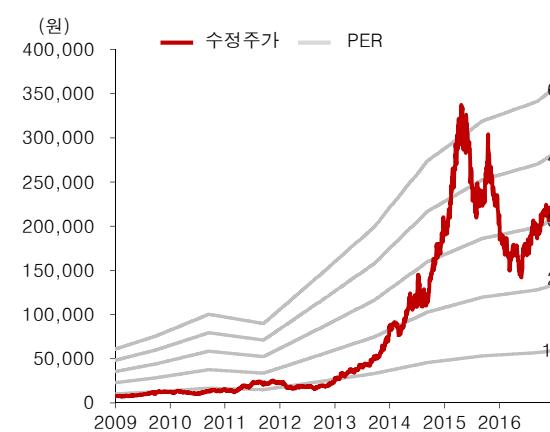
SK 증권은 한샘에 대해 목표주가 220,000 원, 투자의견 HOLD로 커버리지를 개시한다. 한샘은 내재적 성장을 통해 시장 선도적 지위를 유지해오고 있으나, 고성장 지속에 따른 높은 기저와 주택 매크로 둔화에 따른 성장률 둔화가 불가피한 시점으로 보인다. 2017년은 리하우스와 표준매장의 확장을 통해 인테리어 채널과의 상생을 도모하고 성장의 기틀을 마련하는 한 해가 될 것으로 보인다. 성장률의 회복은 2018년 이후부터 가능할 것으로 판단, 2017~2018E 평균 EPS, PER을 단순 적용하여 목표주가를 220,000 원으로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

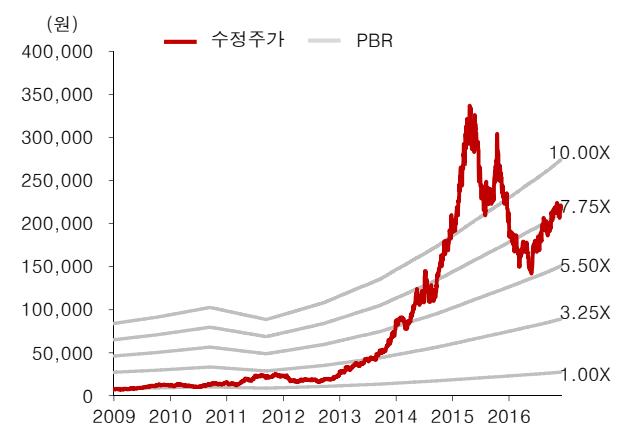
자료: FnGuide, SK 증권

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(순실) | 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 |
| 기밀현금 | 20 | 50 | 107 | 80 | 36 |
| FCF | -10 | 169 | 129 | 31 | 14 |

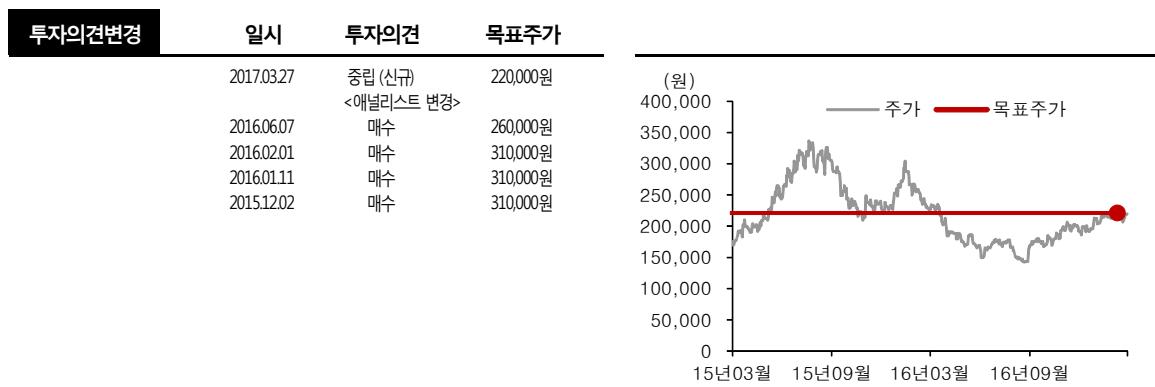
자료: 한샘 SK증권 추정

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 |
| 순동일손익 | 2 | 3 | 4 | 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 |



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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% |
|----|-------|----|------|----|----|