

2017/04/14

건설 장문준

(2122-9181) moonjoon.chang@hi-ib.com

한샘(009240)

1등이라는 타이틀. 보여줄게 차이를

■ 1Q17 Preview: 매출 4,960억원, 영업이익 399억원

2017년 1분기 한샘의 연결기준 매출은 4,960억원(+15.1%YoY, -11.0%QoQ), 영업이익은 399억원(+31.7%YoY, -28.6%QoQ)을 기록할 것으로 전망된다. 영업효율이 높은 표준매장과 리하우스의 출점 효과와 온라인 판매의 성장 등으로 인해 매출과 영업이익이 시장기대치에 부합할 것으로 판단된다.

■ 거스를 수 없는 노후주택 개선 Cycle의 복귀

동사 매출에서 가장 중요하다고 볼 수 있는 부문은 부엌유통(대리점, IK)이며 부엌유통은 노후주택의 개보수가 활발한 시기에 혜택을 보는 구조다. 최근 몇 년간의 주택공급 누적으로 2017년 신규공급의 축소가 예상되고 이에 따라 노후주택의 개보수에 대한 수요가 다시금 개선될 수 있는 상황이다. 한국은 기본적으로 20년 이상된 노후주택 비중이 40% 이상으로 높아 수요개선이 중장기적으로 지속될 수 있음을 고려한다면 전반적인 시장 여건은 동사에게 유리한 상황으로 전개되고 있다고 판단한다.

■ 성장전략의 변화: 유통채널 다변화와 패키지 판매

한샘은 전국 주요 거점지역에 대형직매장을 개점하고 기존 인테리어 대리점을 대형화하며 빠르게 성장해 왔다. 2016년부터 이러한 성장전략에 본격적인 변화가 일어나게 되는데 대형직매장과 대형대리점을 대신해 표준매장과 리하우스 확장에 집중하며 성장을 이어갈 기반을 마련하고 있다. 아울러 다변화되는 유통채널 속 부엌과 가구에 집중되던 판매상품이 욕실과 마루, 창호, 조명 등으로 확장되기 시작했음을 주목할 필요가 있다.

■ 목표주가 275,000원으로 상향. 1등이 보여줄 차이에 주목

한샘에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 260,000원에서 275,000원으로 상향한다. 목표주가는 자기주식을 반영한 2017년 조정 EPS에 Target P/E Multiple 33배를 적용하여 산출하였다. 높아진 매출 베이스로 인해 과거와 같은 고성장이 쉽지 않음에도 높은 Multiple을 적용한 것은 ①저성장시대에도 구조적으로 성장할 수 있는 리모델링/건자재 시장에서의 우수한 지위 ②다변화된 유통망에 기반한 사업확장성 ③Global Peer를 상회하는 높은 성장률 등을 복합적으로 고려하였기 때문이다

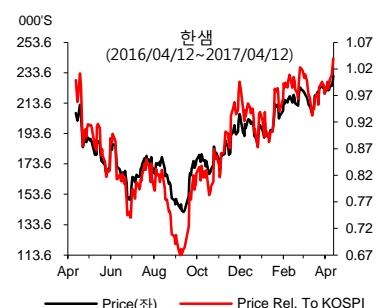
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	275,000원
종가(2017/04/13)	235,000원

Stock Indicator

자본금	24십억원
발행주식수	2,353만주
시가총액	5,448십억원
외국인지분율	28.8%
배당금(2015)	1,000원
EPS(2016)	5,419원
BPS(2016)	29,947원
ROE(2016)	26.1%
52주 주가	142,000~231,500원
60일평균거래량	50,752주
60일평균거래대금	10.9십억원

Price Trend



<표 1> 한샘 1Q17 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q17(F)	1Q16	4Q16	%YoY	%QoQ	기준추정	%Diff	컨센서스(1M)	%Diff
매출액	496	431	558	15.1	-11.0	473	4.8	500	-0.8
영업이익	40	30	56	31.7	-28.6	34	19.1	40	1.0
지배주주순이익	34	24	44	42.1	-21.9	33	5.0	31	8.6
영업이익률	8.0	7.0	10.0			7.1			
지배주주순이익률	6.9	5.6	7.8			6.9			

자료: 한샘, FnGuide, 하이투자증권

<표 2> 한샘 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(F)	2Q17(F)	3Q17(F)	4Q17(F)	2016	2017(F)	2018(F)
매출(연결)	431	452	494	558	496	527	548	598	1,935	2,169	2,441
YoY	13.4	6.6	12.6	19.2	15.1	16.5	11.0	7.2	13.1	12.1	12.5
별도매출	417	434	475	529	479	504	525	568	1,855	2,075	2,323
인테리어	160	148	162	180	182	180	182	198	649	742	830
대리점	57	47	55	59	58	56	58	70	217	243	270
직매장	57	64	71	77	71	74	74	77	269	295	315
온라인	46	37	36	44	53	50	50	51	163	204	245
부엌유통	178	196	201	240	201	224	242	266	814	932	1,086
대리점	102	107	110	134	105	119	129	144	452	498	547
리하우스	77	89	91	106	96	104	113	121	362	435	539
B2B	79	90	112	110	96	100	100	104	391	401	407
판관비	106	106	110	118	115	120	124	133	439	491	550
판관비율(%)	24.6	23.3	22.3	21.1	23.2	22.7	22.6	22.3	22.7	22.7	22.5
영업이익	30	31	42	56	40	43	45	56	160	184	210
영업이익률(%)	7.0	6.9	8.5	10.0	8.0	8.1	8.2	9.4	8.3	8.5	8.6
세전이익	31	35	44	60	43	45	47	60	170	195	222
지배순이익	24	26	34	44	32	34	35	46	128	147	168

자료: 한샘, 하이투자증권

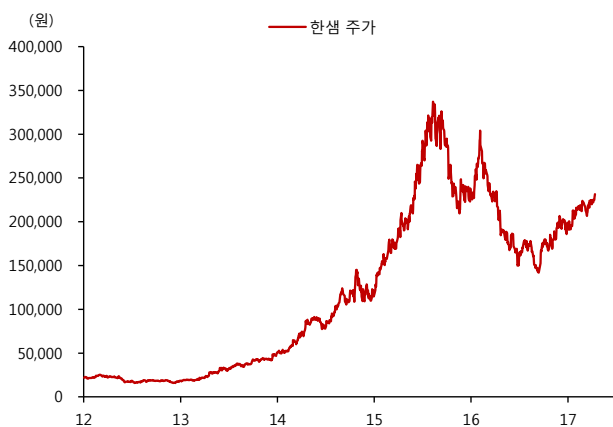
거스를 수 없는 노후주택 개선 Cycle의 복귀

2013년부터 빠르게 상승하던 동사의 실적 성장세와 주가는 2015년 하반기부터 급격하게 하락하였다. 2015년을 제외한 한샘의 매출액 고성장 시기는 아파트 신규공급이 부진한 시기였다. 동사 매출에서 가장 중요하다고 볼 수 있는 부분은 부엌유통(대리점, IK)이고 부엌유통은 노후주택의 개보수가 활발한 시기에 혜택을 보기 때문이다. 2014년 이후 빠르게 신규 아파트 공급이 누적되어가는 환경은 노후주택 개보수에 대한 수요를 감소시켰을 것이므로 동사 실적과 주가에 유리할 수 없는 상황이었다.

2015년 이후 한샘의 주가흐름은 아파트 매매거래량(증가율)과 밀접한 관계를 보였으나 정부의 본격적인 주택시장 규제대책으로 평가 받는 11.3 대책이야말로 중요한 변곡점이었다고 판단된다. 11.3 대책을 전후로 아파트 매매가의 상승률이 빠르게 둔화되고 공급과잉에 대한 시장의 우려가 커지기 시작하였는데 이 시점부터 일정기간 현대산업과 동사의 주가는 반대 흐름을 보여왔다. 이는 동사가 전통적 주택사업자(혹은 시공사)의 대체재 개념으로 주식시장에 포지셔닝 되어왔기 때문이라고 판단한다.

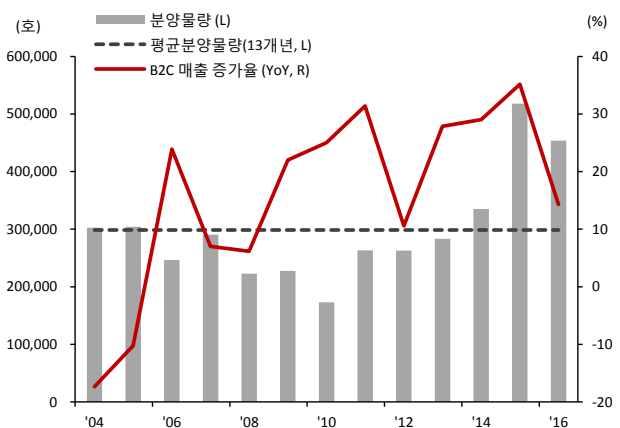
최근 몇 년간의 주택공급 누적으로 2017년 신규공급의 축소가 예상되고 이에 따라 노후주택의 개보수에 대한 수요가 다시금 개선될 수 있는 상황이다. 한국은 기본적으로 20년 이상된 노후주택의 비중이 40%이상으로 높아 수요개선이 중장기적으로 지속될 수 있음을 고려한다면 전반적인 시장여건은 실적적인 측면에서나 주가적인 측면에서 동사에게 유리한 상황으로 전개되고 있다.

<그림 1> 한샘 주가 추이



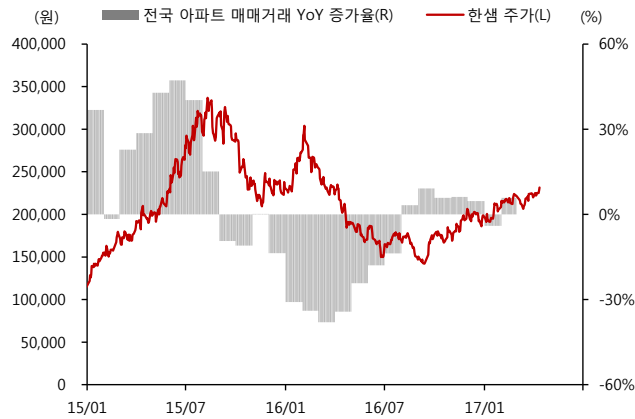
자료: 하이투자증권

<그림 2> 2015 년을 제외한 한샘의 B2C 매출액 고성장 시기는 아파트 신규분양이 부진한 시기였음



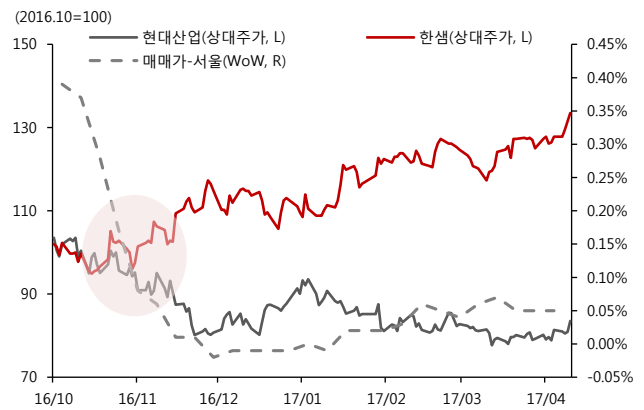
자료: REPS, 하이투자증권

<그림 3> 한샘주가와 아파트 매매거래량 증가율



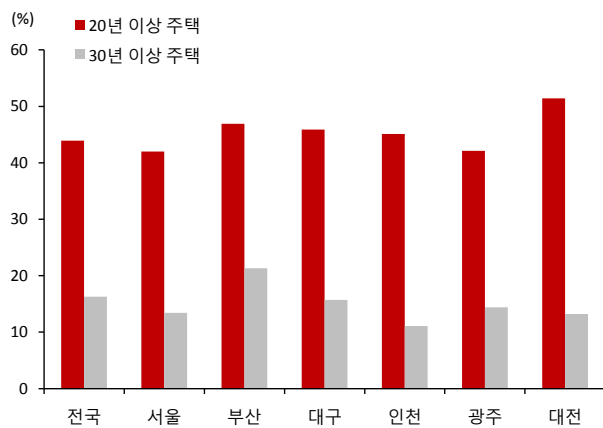
자료: REPS, 하이투자증권

<그림 4> 한샘, 현대산업 주가와 서울 매매가 변동률 추이



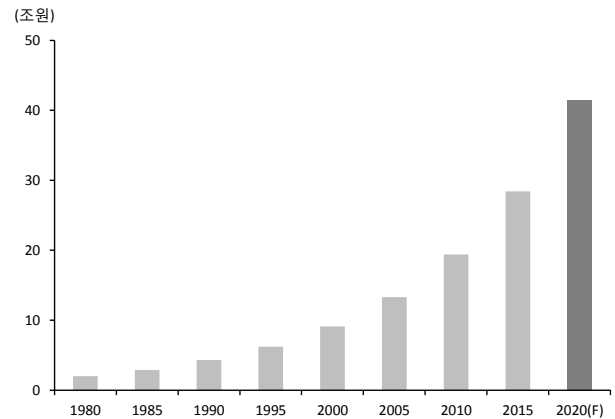
자료: REPS, 하이투자증권

<그림 5> 한국은 20년 이상 노후주택 비중이 40% 이상



자료: 통계청, 하이투자증권

<그림 6> 국내 인테리어 리모델링 시장규모 추이



자료: 건설산업연구원, 하이투자증권

성장전략 변경: 유통채널 다변화와 패키지 판매

한샘은 전국 주요 거점지역에 대형직매장을 개점하고 기존 인테리어 대리점을 대형화하며 빠르게 성장해 왔다. 2016년부터 이러한 성장전략에 본격적인 변화가 일어나게 되는데 대형직매장과 대형대리점을 대신하여 표준매장과 리하우스 확장에 집중하며 성장을 이어갈 기반을 마련하고 있다.

표준매장은 한샘 본사가 공사비, 디스플레이, 초도상품비 등 매장 전반적인 사항에 투자하고 4~5개 정도의 대리점을 입점하게 해 운영하는 500~1,000평 규모의 대리점이다. 2,000평대 전후의 대형직매장 보다 규모 면에서 작지만 직매장 대비 점포 확장성이 높고 투자비나 개점 후 마케팅 비용이 감축되는 장점이 있다.

리하우스는 한샘의 건자재를 활용한 400평 전후의 리모델링 전문 쇼룸으로서 운영은 표준매장과 유사하다. 기존 제휴관계에 있던 IK 점주들이 입점하여 전문적인 상담과 시공, A/S까지 원스톱 리모델링 솔루션을 제공하고 운영비용은 분담하는 구조다. 부천, 분당, 광주, 인천 등 노후주택이 많아 인테리어 리모델링 수요가 높은 지역위주로 출점을 진행하고 있으며 2016년말 기준 6개인 리하우스를 올해 16개로 확대하여 구조적으로 증가하는 리모델링 수요에 적극적으로 대응할 예정이다.

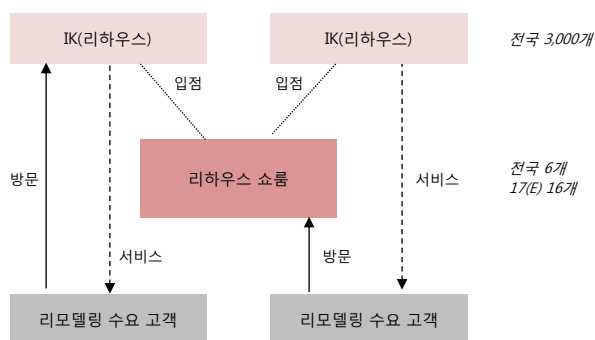
<표 3> 직매장과 대형대리점 중심의 출점전략에서 표준매장과 리하우스 쇼룸 중심의 출점전략으로 변경

(단위:개)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(E)
직매장	4	4	5	6	7	9	9
대리점 [대형]	7	10	20	37	47	45	45
[표준매장]					3	7	12
IK [리하우스 쇼룸]					4	6	16

자료: 한샘, 하이투자증권

<그림 7> 리하우스 쇼룸을 통해 리모델링 고객 접점 확대



자료: 하이투자증권

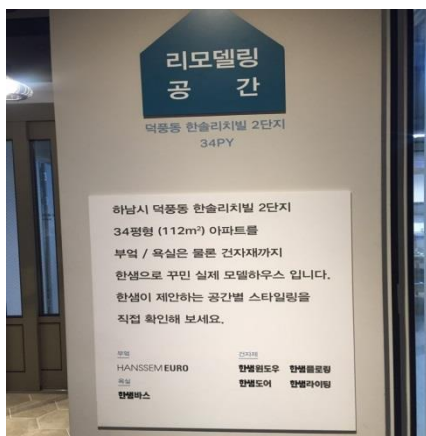
<표 4> 한샘 직매장, 표준매장, 리하우스 점포 현황

구분	직매장	표준매장	리하우스
1	방배	동대문	부천
2	논현	수원	분당
3	분당	부천	광주
4	잠실	서대문	부산
5	부산센텀	하남	인천
6	목동	광주	양재
7	대구범어	용인	대전 (예정)
8	수원광교		대구 (예정)
9	상봉		동서울 (예정)

자료: 한샘, 하이투자증권

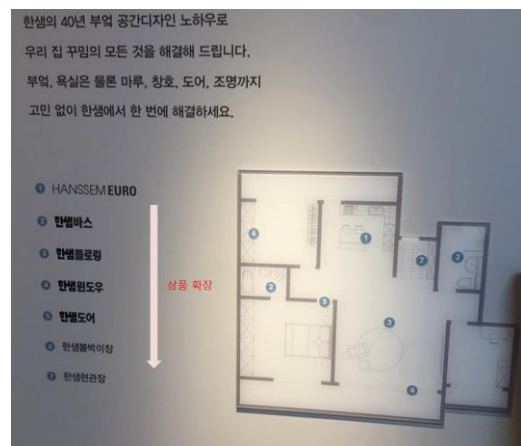
유통채널의 다변화와 함께 주목할 것은 패키지 판매가 본격화되고 있다는 것이다. 리하우스나 표준매장의 경우 고객접점을 효율적으로 넓힌다는 측면에서도 의미가 있지만 일반적인 대리점보다 면적이 넓어 다양한 평면공간을 구현할 수 있으므로 한샘의 상품을 모두 사용한 리모델링 솔루션을 고객에게 효율적으로 제안할 수 있다는 장점이 있다. 이에 따라 그간 부엌과 가구 등에 집중되었던 동사의 제품판매가 본격적으로 욕실, 마루, 창호 등의 건자재 부문으로 확장될 수 있는 여건이 마련되고 있다는 판단이다.

<그림 8> 확대된 접점 통해 구체적인 리모델링 솔루션 제안



자료: 하이투자증권

<그림 9> 부엌 중심에서 욕실, 마루, 창호 등 판매 상품 확장



자료: 하이투자증권

<그림 10> 한샘의 건자재로 구현하는 가상 인테리어



자료: 한샘, 하이투자증권

Valuation

한샘에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 260,000원에서 275,000원으로 상향한다.

목표주가는 자기주식(상장주식수의 24.7%)을 반영하여 조정한 2017년 EPS 추정치 8,300원에 Target P/E Multiple 33배를 적용하여 산출하였다. Target P/E Multiple은 2014~2016년 평균 PER 36.5배에 10%할인율을 적용한 수치이다.

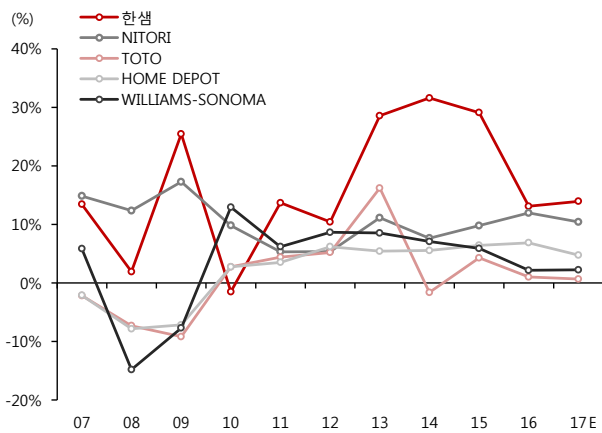
이미 높아진 매출 베이스로 인해 과거와 같은 고성장이 쉽지 않음에도 불구하고 높은 PER을 적용한 것은 ①저성장시대에도 구조적으로 성장할 지속할 수 있는 리모델링/전자재 시장에서의 우수한 지위 ②대형직매장, 표준매장, 리하우스 등 다변화된 유통망에 기반한 사업확장성 ③Global PEER 대비 우수한 성장성 등을 복합적으로 고려하였기 때문이다.

<표 5> Global Peer Valuation

구분	회사	시가총액 (조)	PER(x)			PBR(x)			ROE(%)			EPS Growth(%)		
			2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
한국 전자재 업체	한샘	5.45	32.82	30.92	26.01	7.73	7.24	5.92	26.12	25.26	24.92	11.23	8.47	8.84
	KCC	3.56	21.73	14.88	14.31	0.56	0.58	0.56	2.58	3.91	4.03	-17.52	9.83	9.80
	LG 하우시스	0.86	13.10	9.39	8.44	0.93	0.94	0.86	7.48	9.97	10.29	4.14	5.44	5.70
	Multiple 평균		22.55	18.39	16.26	3.07	2.92	2.45	12.06	13.04	13.08	-0.72	7.91	8.12
글로벌 전자재 업체	Nitori	17.95	27.87	23.92	22.14	4.26	3.70	3.23	16.54	16.79	15.91	13.02	18.01	17.85
	Lixil	8.94	42.48	17.76	13.73	1.42	1.47	1.36	3.30	8.80	10.90	N/A	4.16	4.82
	TOTO	7.63	22.53	20.30	18.53	2.56	2.36	2.17	11.01	12.08	11.88	43.65	8.54	8.96
	Home Product Center	4.14	29.81	26.68	23.76	7.18	6.60	6.06	23.99	25.42	27.03	14.81	8.66	7.87
	Home Depot	199.73	22.65	20.40	18.10	40.68	63.77	132.86	149.44	248.43	663.18	20.59	14.53	15.04
	Williams Sonoma	5.34	15.64	15.30	14.27	3.80	3.59	3.32	24.97	24.68	25.09	5.31	9.45	9.49
	Multiple 평균		26.83	20.73	18.42	9.98	13.58	24.83	38.21	56.03	125.66	19.48	10.56	10.67

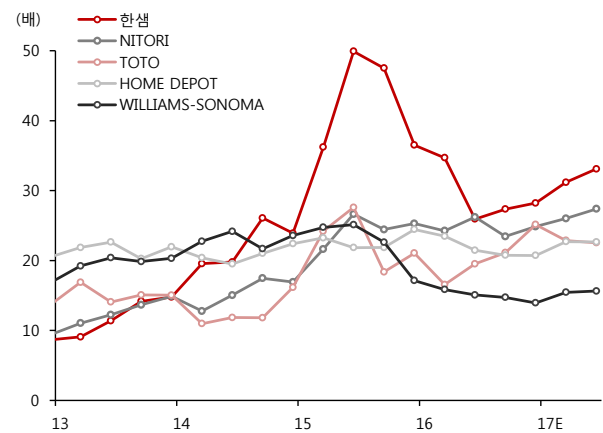
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 11> 한샘과 Global Peer 매출액 성장률 추이



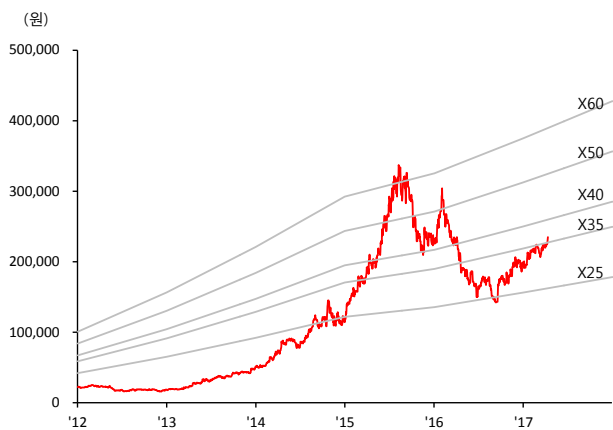
자료: Bloomberg, 하이투자증권
주: 17년은 Bloomberg 추정치

<그림 12> 한샘과 Global Peer 12개월 Forward PE 추이



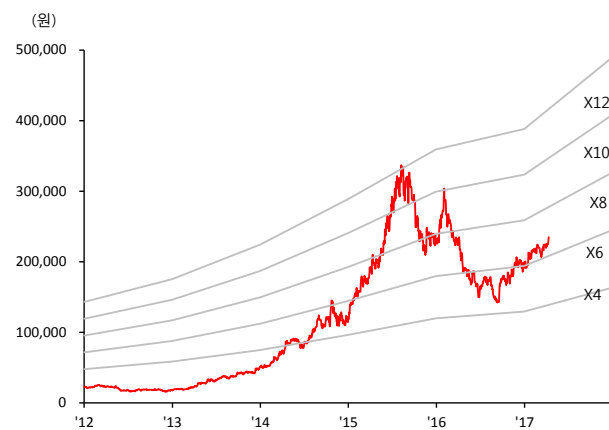
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 13> 한샘 12개월 Forward PER Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 14> 한샘 12개월 Forward PBR Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	460	554	607	773
현금 및 현금성자산	69	150	171	306
단기금융자산	185	191	195	200
매출채권	124	127	145	164
재고자산	63	68	76	85
비유동자산	309	345	336	339
유형자산	208	221	206	203
무형자산	7	11	10	9
자산총계	769	899	942	1,112
유동부채	316	338	352	376
매입채무	152	168	188	212
단기차입금	22	17	17	17
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	18	20	20	20
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	3	3	3
부채총계	334	358	372	396
지배주주지분	435	541	570	716
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	423	529	657	805
기타자본항목	-52	-52	-148	-148
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	435	542	570	716

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,711	1,935	2,169	2,441
증가율(%)	29.1	13.1	12.1	12.5
매출원가	1,185	1,336	1,494	1,681
매출총이익	525	599	675	760
판매비와관리비	379	439	492	550
연구개발비	5	4	4	5
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	147	160	184	210
증가율(%)	32.9	8.8	15.2	14.1
영업이익률(%)	8.6	8.2	8.5	8.6
이자수익	3	4	7	8
이자비용	1	1	2	2
지분법이익(손실)	4	6	6	6
기타영업외손익	3	1	-	-
세전계속사업이익	155	170	195	222
법인세비용	41	43	48	54
세전계속이익률(%)	9.1	8.8	9.0	9.1
당기순이익	115	128	147	168
순이익률(%)	6.7	6.6	6.8	6.9
지배주주귀속 순이익	115	128	147	168
기타포괄이익	-2	-3	-3	-3
총포괄이익	113	124	144	165
지배주주귀속총포괄이익	113	124	144	165

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	204	154	165	191
당기순이익	115	128	147	168
유형자산감가상각비	10	13	15	12
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	4	6	6	6
투자활동 현금흐름	-159	-53	-6	-16
유형자산의 처분(취득)	1	3	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	4	-	-
금융상품의 증감	161	88	26	138
재무활동 현금흐름	-13	-20	-117	-20
단기금융부채의증감	7	-5	-	-
장기금융부채의증감	3	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-15	-18	-20	-19
현금및현금성자산의증감	33	82	21	134
기초현금및현금성자산	36	69	150	171
기말현금및현금성자산	69	150	171	306

주요투자지표	2015	2016	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	4,872	5,419	6,249	7,127
BPS	24,066	29,947	32,354	40,820
CFPS	5,316	6,029	6,919	7,688
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100
Valuation(배)				
PER	47.5	42.7	37.0	32.5
PBR	9.6	7.7	7.2	5.7
PCR	43.5	38.4	33.5	30.1
EV/EBITDA	33.2	29.5	25.6	22.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	29.7	26.1	26.5	26.1
EBITDA 이익률	9.2	9.0	9.2	9.1
부채비율	76.7	66.1	65.2	55.4
순부채비율	-53.0	-59.3	-60.8	-67.8
매출채권회전율(x)	14.5	15.4	15.9	15.8
재고자산회전율(x)	32.3	29.5	30.2	30.3

자료 : 한샘, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-04-14	Buy	275,000
2017-01-23(담당자변경)	Buy	260,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:장문준\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-