기업브리프

BUY(Maintain)

목표주가: 51,300원 (상향)
주가(10/16): 41,700원

시가총액: 9,814억원

건자재/건설/지주
Analyst 박중선
02) 3787-4945 jspark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/16)		2,034.61pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	43,100원	15,900원
등락률	-3.25%	162.26%
수익률	절대	상대
1M	11.9%	10.8%
6M	73.8%	64.2%
1Y	134.3%	123.6%

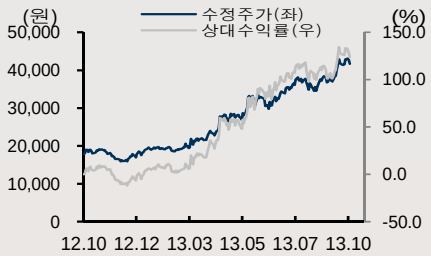
Company Data

발행주식수	23,534 천주
일평균 거래량(3M)	42 천주
외국인 지분율	11.33%
배당수익률(13E)	1.44%
BPS(13E)	11,410 원

투자지표

(억원, IFRS **)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	7,128	7,832	9,733	10,114
보고영업이익	487	472	763	820
핵심영업이익	487	472	770	820
EBITDA	551	545	838	889
세전이익	526	518	852	921
순이익	393	395	646	698
지배주주지분순이익	393	395	646	698
EPS(원)	1,670	1,677	2,745	2,966
증감률(%Y Y)	34.1	0.4	63.7	8.0
PER(배)	12.2	11.1	15.2	14.1
PBR(배)	2.4	2.0	3.7	3.0
EV/EBITDA(배)	7.4	7.1	10.6	9.3
보고영업이익률(%)	6.8	6.0	7.8	8.1
핵심영업이익률(%)	6.8	6.0	7.9	8.1
ROE(%)	20.7	18.9	26.7	23.4
순부채비율(%)	-34.3	-22.3	-36.2	-47.5

Price Trend



☑ 실적 REVIEW

한샘 (009240)

분기 사상 최대 매출액 달성

한샘이 4분기 연속 전년비 이익과 매출 증가를 보이고 있습니다. 3분기는 전통적인 비수기이고 올해 3분기는 주택거래 감소와 긴 추석연휴, 장마철영향이 있는 비수기임에도 불구하고 매출액이 사상 최대를 기록했고, 특판 매출이 급증하였고 성과급 지급이 많았음에도 약 6%의 영업이익률을 기록하였습니다.

>>> 3분기 매출액과 영업이익 당사 추정치 상회

한샘의 3분기 실적은 당사의 기대치를 크게 뛰어넘는 호실적이다.
3분기 매출액은 2,434억원으로 당사 예상치 보다 12.2% 높았고, 영업이익은 144억원으로 예상을 15.2% 초과했다.
3분기 매출액은 계절적 성수기인 2분기보다도 3.2% 많아 계절적인 비수기와 주택 거래 급감의 영향을 전혀 받지 않는 모습을 보였다.
이는 B2C부문의 꾸준한 성장과 더불어 B2B(특판)매출액이 전년비 91.6%나 급증하였기 때문이며, 이는 가구시장의 구조개편이 업계 1등인 한샘에 유리하게 작용하고 있다는 반증으로 판단한다.

>>> 연간 영업이익 추정치 상향

3분기 실적을 확인한 결과 가구 업계의 구조개편 효과는 한샘에 계속 긍정적일 것으로 판단하며, 이에 한샘의 2013년 연간 실적 추정을 올해 5월 첫 보고서 발간 이후 4번째로 상향한다.
2013년 매출액 추정을 기존 9,368억원에서 9,733억원으로 크게 높이며, 연간 영업이익 추정도 기존 751억원에서 763억원으로 높였다. 그리고 2014~2015년 평균 영업이익도 기존 808억원에서 856억원으로 상향하였다.

>>> 목표주가 51,300원으로 상향

당사의 한샘에 대한 밸류에이션은 Sum of the parts valuation에 의하여 산출하였다.
한샘의 2014~2015년 예상 EBITDA 917억원에 성장성을 감안해 9배를 적용한 후 2013년말 예상 순현금을 더하여 산출한 목표 시가총액은 9,258억원이다.
한샘은 전체 주식수의 23.2%(548만주)의 자사주가 있으며, 이를 보통주 주식수에서 제외할 경우 주당 가치는 51,296원으로 산출된다. 이에 한샘의 목표주가를 기존 49,000원에서 51,300원으로 상향하며, 매수투자의견을 유지한다.

>>> 한샘의 3분기 실적, 당사 추정치 상회

3분기 별도 영업이익 144억원 기록

2013년 3분기는 추석연휴가 5일에 달하였고, 7월에 주택거래량이 급감하는 등 가구업체에 있어 비우호적인 상황이었다. 그리고 연간 5차례에 걸친 상여금 지급 중 2차례가 3분기에 몰려있어, 비용이 타 분기대비 30억원 이상 추가로 인식되어 2분기 실적 review를 작성하였을 때만 해도 3분기 실적을 매출액 1,800억원, 영업이익 78억원으로 추정했었다.

그러나 전일 공시한 한샘의 3분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 2,434억원과 144억원으로 최근 상향한 당사 추정치를 각각 12.2%, 15.2% 상회하는 surprise 실적을 기록하였다.
이는 지난해 동기보다 매출액은 36.7%나 많고, 영업이익은 98.7%나 급증한 실적이며, 동사가 지속적으로 높은 P/E에서 거래될 수 있는 성장률이었다.

이번 분기 실적이 잘 나온 것은 한샘의 B2C부문의 경쟁력이 가장 큰 원동력이었고, 영세 가구업체의 B2B 기피현상에서 한샘이 감소할 것으로 생각했던 B2B 매출을 오히려 전년동기비 91.6%나 급증 시켰기 때문이었다.

매출액의 꾸준한 증대는 규모의 경제 효과를 가져와 이익률을 안정화 시켰고, 경쟁 완화에 따른 공급자 우위의 교섭력으로 전사 영업이익률이 향상되었다.

한샘 3분기 실적 (단위: 억원)

	3Q13 P	추정치대비	3Q13 E	YoY %	3Q12
매출액					
인테리어가구 B2C	855	+5.9%	850	+25.9%	679
부엌가구 B2C	914	+26.9%	720	+29.7%	705
B2B (특판 포함)	666	+11.0%	600	+68.0%	396
합계	2,434	+12.2%	2,170	+36.7%	1,780
영업이익	144	+15.2%	125	+98.7%	73
영업이익률	5.9%		5.8%		4.5%

자료: 키움증권 추정

>>> 한샘의 성장 전략

가구 시장 trend 변화를 선도

필자는 5월 22일 발간한 건축자재 리포트를 통해 주택 시장의 중심축이 건설사의 신규 주택이나 재건축/재개발에서 리모델링과 개인들의 인테리어/건축자재 투자 중심으로 움직이고 있다고 판단했다.

한샘은 이러한 시장 Trend를 선도하며 수년전부터 경쟁사와 달리 수익성이 낮은 B2B 판매 비중을 축소하였다. 그리고 소비자와의 접점을 늘릴 수 있도록 직매장과 온라인, 합리적 가격대의 가구 시장에 대한 투자를 활발히 하였다.

이에 힘입어 한샘의 매출액은 주택시장이 호황이었던 2009년 5,470억원에서 2012년 7,832억원으로 오히려 급증하였고, 주택경기 불황이 이어지고 있는 올해에도 3분기 누계 매출액 6,679억원을 기록하여 전년 같은 기간대비 24%나 급성장하고 있다.

한샘은 주요 도시 거점에 인테리어 가구대리점을 지난해 말 82개에서 올해 3분기 말 86개로 늘렸고, 장기적으로 100개까지 증가시킬 계획이다. 현재 300평 규모의 대형 매장은 15개이며, 향후 40개까지 늘릴 계획이다.
한샘의 대형 대리점은 침대나 생활용품의 배치가 가능해 집객효과를 늘리고 동일면적당 매출액을 높이고 있다.

동사는 까다롭기로 소문난 부엌 시공에서의 경쟁력과 200여곳에 달하는 부엌가구 대리점을 통한 유통 노하우를 강점으로 활용해 욕실, 창호, 바닥재 등 건자재 시장으로도 진출을 꾀할 전망이며, 경기도 오이도 인근에 건설중인 물류센터를 통해 매출액 1조원 이상이더라도 가구 제품 공급에 문제가 없도록 설비를 갖춰나가고 있다.

한샘이 운영하고 있는 Flag shop(회사 concept를 잘 구현해놓은 대형 직영매장)은 잠실점, 부산센텀점(8200㎡) 등 5개이다. 이케아의 경우 도심에서 1시간 거리에 있는 광명시 교외에서 창고형으로 운영되는 것과 달리, 한샘은 접근성이 좋은 도심을 중심으로 전문영업사원 등을 배치해 백화점 수준의 서비스(일대일 맞춤 상담, 시공 및 조립 설치 제공)를 제공하고 있다.

부산 센텀시티 한샘 플래그십 매장

자료: 키움증권

한샘 키친바흐 부엌가구 매장

자료: 키움증권

>>> 한샘 향후 실적 추정치 상향

한샘 실적 추정 상향

가구 업계의 구조개편 효과는 한샘에 긍정적일 것으로 판단하며, 이에 한샘의 2013년 연간 실적 추정을 올해 5월 첫 보고서 발간 이후 4번째 상향한다.

2013년 매출액 추정을 기존 9,368억원에서 9,733억원으로 크게 높이며, 연간 영업이익 추정도 기존 751억원에서 763억원으로 높였다. 그리고 2014~2015년 평균 영업이익도 기존 808억원에서 856억원으로 상향하였다.

한샘 신규 연결 실적 추정 (단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액						
인테리어가구 B2C	2,275	2,907	2,978	3,582	3,935	4,328
대리점	1,047	1,146	962	1,257	1,383	1,521
직매장	809	1,038	1,231	1,400	1,540	1,694
온라인	419	723	785	920	1,012	1,113
부엌가구 B2C	1,686	2,282	2,760	3,532	3,672	4,039
대리점	1,025	1,346	1,732	2,078	2,286	2,515
IK 유통	661	936	1,028	1,260	1,386	1,525
특판	1,118	869	802	1,059	1,006	956
자재판매	506	437	524	760	760	760
수출 등	93	138	194	198	170	187
기타	293	136	76	138	60	61
중국		158	236	180	198	218
미국		208	310	284	312	344
합계	5,971	7,135	7,832	9,733	10,114	10,893
영업이익	373	487	472	763	820	893
영업이익률 %	6.3%	6.8%	6.0%	7.8%	8.1%	8.2%
감가상각비	60	56	63	60	60	60
EBITDA	421	551	545	823	880	953

자료: 한샘, 키움증권 추정

목표주가 51,300원으로 상향

당사의 한샘에 대한 밸류에이션은 Sum of the parts valuation에 의하여 산출하였다.
한샘의 2014~2015년 예상 EBITDA 917억원에 성장성을 감안해 9배를 적용한 후 2013년말 예상 순현금을 더하여 산출한 목표 시가총액은 9,258억원이다.

한샘은 전체 주식수의 23.2%(548만주)의 자사주가 있으며, 이를 보통주 주식수에서 제외할 경우 주당 가치는 51,296원으로 산출된다. 이에 한샘의 목표주가를 기존 49,000원에서 51,300원으로 상향하며, 매수투자의견을 유지한다.

한샘 적정주가 산출식 (단위: 억원)

구분	항목	
영업가치	2014~2015년 예상 연결 EBITDA	917
	EV/EBITDA 9배	8,249
비영업가치	2013년말 예상 순현금	1,000
	투자부동산	9
합계		9,258
주당 가치 (원)	자사주 제외한 보통주 1,805만주 기준	51,296

자료: 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,128	7,832	9,733	10,114	10,894
매출원가	5,050	5,384	6,559	6,816	7,341
매출총이익	2,078	2,448	3,174	3,298	3,552
판매비및일반관리비	1,591	1,975	2,404	2,478	2,658
영업이익(보고)	487	472	763	820	893
영업이익(핵심)	487	472	770	820	894
영업외손익	38	46	82	101	124
이자수익	25	25	31	32	35
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	12	23	20	20	20
이자비용	9	13	13	13	13
외환손실	9	22	20	20	20
관계기업지분법손익	1	6	15	20	25
투자및기타자산처분손익	2	1	1	1	1
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	18	28	49	61	76
법인세차감전이익	526	518	852	921	1,018
법인세비용	133	123	206	223	246
유효법인세율 (%)	25.2%	23.8%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	393	395	646	698	772
지배주주지분순이익(억원)	393	395	646	698	772
EBITDA	551	545	838	889	964
현금순이익(Cash Earnings)	456	467	714	766	841
수정당기순이익	392	395	645	697	771
증감율(%, YoY)					
매출액	14.3	9.9	24.3	3.9	7.7
영업이익(보고)	30.6	-3.1	61.5	7.4	8.9
영업이익(핵심)	36.6	-3.1	63.0	6.5	9.0
EBITDA	32.6	-1.0	53.7	6.1	8.5
지배주주지분 당기순이익	34.1	0.4	63.7	8.0	10.6
EPS	34.1	0.4	63.7	8.0	10.6
수정순이익	33.4	0.8	63.3	8.1	10.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	2,152	1,822	2,580	3,216	3,974
현금및현금성자산	591	352	750	1,314	1,925
유동금융자산	376	395	490	509	549
매출채권및유동채권	676	743	927	963	1,037
재고자산	353	249	310	322	347
기타유동비금융자산	156	83	104	108	116
비유동자산	1,795	1,945	2,133	2,212	2,325
장기매출채권및기타비유동채권	435	401	498	517	557
투자자산	106	189	247	276	318
유형자산	1,089	1,104	1,143	1,182	1,218
무형자산	49	69	61	54	49
기타비유동자산	116	183	183	183	183
자산총계	3,947	3,768	4,713	5,428	6,299
유동부채	1,812	1,455	1,804	1,865	1,990
매입채무및기타유동채무	1,408	1,074	1,390	1,445	1,556
단기차입금	227	227	227	227	227
유동성장기차입금	1	1	1	1	1
기타유동부채	176	152	185	192	205
비유동부채	111	164	222	286	369
장기매입채무및비유동채무	15	28	35	37	39
사채및장기차입금	44	39	39	39	39
기타비유동부채	52	96	147	210	290
부채총계	1,923	1,619	2,026	2,152	2,359
자본금	235	235	235	235	235
주식발행초과금	369	369	369	369	369
이익잉여금	1,800	2,071	2,608	3,198	3,862
기타자본	-380	-527	-527	-527	-527
지배주주지분자본총계	2,024	2,147	2,685	3,275	3,939
비지배주주지분자본총계	0	1	1	1	1
자본총계	2,024	2,149	2,686	3,276	3,940
순차입금	-695	-479	-972	-1,555	-2,206
총차입금	272	268	268	268	268

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	769	147	692	736	796
당기순이익	393	395	646	698	772
감가상각비	56	63	60	62	64
무형자산상각비	7	9	8	7	6
외환손익	-3	1	0	0	0
자산처분손익	1	14	-1	-1	-1
지분법손익	-1	0	-15	-20	-25
영업활동자산부채 증감	240	-364	-6	-10	-20
기타	75	28	0	0	0
투자활동현금흐름	-478	-157	-238	-127	-156
투자자산의 처분	-27	-104	-139	-28	-57
유형자산의 처분	3	3	0	0	0
유형자산의 취득	-470	-74	-100	-100	-100
무형자산의 처분	-10	-5	0	0	0
기타	25	23	1	1	1
재무활동현금흐름	-89	-223	-57	-45	-28
단기차입금의 증가	-4	29	0	0	0
장기차입금의 증가	53	5	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	-113	-108	-108	-108
기타	-43	-145	51	63	80
현금및현금성자산의순증가	196	-239	398	564	611
기초현금및현금성자산	395	591	352	750	1,314
기말현금및현금성자산	591	352	750	1,314	1,925
Gross Cash Flow	528	511	698	745	815
Op Free Cash Flow	188	-10	546	581	628

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	1,670	1,677	2,745	2,966	3,279
BPS	8,602	9,125	11,410	13,917	16,736
주당EBITDA	2,340	2,316	3,560	3,776	4,095
CFPS	1,939	1,986	3,033	3,256	3,574
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	12.2	11.1	15.2	14.1	12.7
PBR	2.4	2.0	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	7.4	7.1	10.6	9.3	7.9
PCFR	10.5	9.3	13.7	12.8	11.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.8	6.0	7.8	8.1	8.2
영업이익률(핵심)	6.8	6.0	7.9	8.1	8.2
EBITDA margin	7.7	7.0	8.6	8.8	8.8
순이익률	5.5	5.0	6.6	6.9	7.1
자기자본이익률(ROE)	20.7	18.9	26.7	23.4	21.4
투하자본이익률(ROIC)	35.4	28.4	41.8	43.3	45.8
안정성(%)					
부채비율	95.0	75.4	75.4	65.7	59.9
순차입금비율	-34.3	-22.3	-36.2	-47.5	-56.0
이자보상배율(배)	52.5	35.7	58.2	62.0	67.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.7	11.0	11.7	10.7	10.9
재고자산회전율	23.0	26.0	34.8	32.0	32.6
매입채무회전율	5.9	6.3	7.9	7.1	7.3

- 당사는 10월 16일 현재 '한샘' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한샘 (009240)	2013/05/22	BUY(Initiate)	36,000원
	2013/07/18	BUY(Maintain)	45,000원
	2013/09/10	BUY(Maintain)	45,000원
	2013/10/08	BUY(Maintain)	49,000원
	2013/10/17	BUY(Maintain)	51,300원

목표주가 추이

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상