Initiating coverage

Korea / Construction

30 May 2014 **BUY**

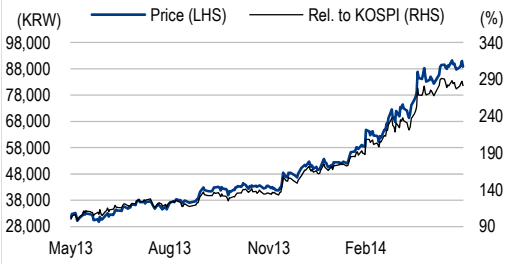
목표주가	**105,000** 원
현재주가 (29 May 2014)	**88,900** 원

Upside/downside (%)	18.1
KOSPI	2,012.26
시가총액 (십억원)	2,092
52 주 최저/최고	29,800 - 91,200
일평균거래대금 (십억원)	7.66
외국인 지분율 (%)	22.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	**1,007**	**1,270**	**1,500**	**1,759**
영업이익 (십억원)	79.8	96.9	115.4	137.4
당기순이익 (십억원)	**61.4**	**75.9**	**90.2**	**107.5**
수정순이익 (십억원)	61.3	75.9	90.2	107.5
EPS (원)	2,607	3,225	3,833	4,568
EPS 성장률 (%)	55.4	23.7	18.9	19.2
P/E (x)	**19.3**	**27.6**	**23.2**	**19.5**
EV/EBITDA (x)	12.3	18.0	14.9	12.3
배당수익률 (%)	1.4	0.8	0.9	1.1
P/B (x)	4.5	6.3	5.1	4.2
ROE (%)	**23.2**	**23.0**	**22.1**	**21.5**
순차입금/자기자본 (%)	(37.8)	(32.6)	(34.8)	(37.1)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	7.1	40.4	174.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	4.6	38.8	173.5

변성진, Analyst
82 2 3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

심은솔
82 2 3774 3824 esshim@miraeasset.com

한샘 (009240 KS)

진행중인 성장세

한샘의 목표주가로 105,000 원을 제시하며 현주가 대비 19%의 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시. 2013 년 이후 주가가 급등하면서 밸류에이션 부담이 있으나, 한샘 주가의 주요 변수인 배당성향이 현수준 이상 유지될 것으로 판단함에 따라 현주가 수준에서도 지속적인 상승여력을 보유하고 있다는 판단. 특히 레버리지 감소 속에서 수익성과 활동성이 꾸준히 개선되고 있어 ROE 하락 리스크는 낮다는 판단.

목표주가 105,000 원, BUY 로 커버리지 개시

한샘의 목표주가로 105,000 원을 제시하며 현주가 대비 19%의 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시. 목표주가 105,000 원은 Gordon 의 배당평가모형을 이용하여 산출하였으며, 유통/소비재 기업의 평균 implied 이익성장률 8.6%를 적용. 왜냐하면 가구시장이 독립적인 소비재 시장으로 전환하고 있을 뿐만 아니라, 한샘이 플래그쉽 점포를 활용해 유통업 비즈니스 모델을 확장하고 있어 유통/소비재 기업이 valuation peer 로 적합하다고 판단하였기 때문.

우호적인 배당성향 전망

배당성향이 향후 한샘 주가의 주요 변수가 될 전망. 기업가치 증대와 주주가치 증대를 위해 최소한 21.7% 이상의 배당성향을 유지할 것으로 판단. 배당성향이 28%로 상승할 경우 적정주가는 135,492 원으로 당초 목표주가 대비 29% 증가할 여력이 생김. 하지만 배당성향을 당사 예상치인 21.7% 에서 16%로 하향할 경우 배당금 지급액 절감액은 34 억원에 불과하나 시가총액 감소액과 자사주 가치 하락액은 각각 6,500 억원 및 1,507 억원에 이를 전망. 우호적인 배당성향정책의 유효성이 훨씬 큼.

가구시장 성장과 점유율 상승이 성장동력

가구시장의 성장과 시장 점유율 확대 효과에 힘입어 2013~2018 년 5 년간 매출액은 연평균 15.8% 성장할 것으로 예상. 가구산업은 2012 년 이후 2018 년까지 6 년간 연평균 10.2%의 성장률을 기록할 전망이며, 한샘의 가구시장 점유율 역시 2008 년 5.2%를 저점으로 지속적으로 상승하여 2013 년에는 8.1%까지 상승한 것으로 추정. 플래그쉽 매장 확대 등 소비자들의 접근성 강화를 위한 노력에 힘입어 2018 년 시장 점유율은 11.9%까지 상승할 것으로 예상.

낮은 ROE 하락 리스크

DuPont 분석 결과 한샘 ROE 하락 리스크는 낮은 것으로 판단. 레버리지 감소 속에서 수익성과 활동성이 꾸준히 개선되면서 ROE 가 상승하고 있기 때문. 이는 기존 점포에서의 단위당 매출액이 증가하고 있으며, B2C 마켓으로의 의미있는 확장 및 규모의 경제효과에 힘입어 수익성 역시 크게 개선되고 있다는 것을 의미. 차입금 의존도가 거의 없는 재무구조 감안시 향후 외부자금 조달로 인한 총자산/자기자본 비율 상승은 한샘 ROE 의 추가적인 upside 가 될 수 있다는 판단.

Table of contents

1. 투자의견 및 Valuation 3

2. 매출 및 이익전망 10

1) 증가하는 가구 소비 10

2) 한샘의 성장 12

3) 이익 전망 14

3. 재무구조: 탄탄한 ROE 구성 16

4. 기업 개요 18

5. 지배구조와 리스크 요인 21

1. 투자의견 및 Valuation

목표주가 105,000 원, BUY 로 커버리지 개시

한샘의 목표주가로 105,000 원을 제시하며 현주가 대비 19% 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 목표주가 105,000 원은 Gordon 의 배당평가모형을 이용하여 산출하였으며, 배당성향 21.7%, 할인율 9.3% 및 영구 이익성장률 8.61%를 적용하여 목표 P/E 32.6 배를 도출하였다. 영구 이익성장률 8.61%는 유통/소비재 기업 평균 implied 이익성장률을 적용하였다. 왜냐하면 가구시장이 주택건설시장의 일부가 아니라 독립적인 소비재 시장으로 전환하고 있을 뿐만 아니라, 한샘이 플래그쉽 점포를 활용해 유통업 비즈니스 모델을 확장하고 있어 유통/소비재 기업이 valuation peer 로 적합하다고 판단하였기 때문이다.

Figure 1 한샘 목표주가 산정

(%, x, KRW)		비고
배당성향	21.71	2014년 예상 주당배당금 700원 기준
g	8.61	유통/소비자 기업 평균 implied g
자기자본비용	9.27	
r-g	0.67	
목표 P/E	32.6	
EPS(14E)	3,225	
적중주가	105,045	
목표주가	105,000	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 한샘 Target P/E 도출

	Rf	Rm-Rf	beta(1yr)	beta(2yr)	beta(3yr)	AVG	Ke	P/E (14E)	EPS (14E)	DPS (14E)	배당성향 (%)	Implied g	ke-g	Target P/E
Lotte (023530 KS)	3.400	8.910	0.918	0.922	0.799	0.880	11.24	10.89	28,639	1,556	5.43	10.74	0.50	
HDS (069960 KS)	3.400	8.910	0.896	0.956	0.849	0.900	11.42	9.81	13,453	651	4.84	10.93	0.49	
Shinsegae (004170 KS)	3.400	8.910	0.859	1.048	0.887	0.931	11.70	12.26	17,858	1,011	5.66	11.24	0.46	
Himart (071840 KS)	3.400	8.910	0.365	0.555	0.426	0.449	7.40	12.93	5,521	260	4.71	7.03	0.36	
E-Mart (139480 KS)	3.400	8.910	1.007	0.936	0.635	0.859	11.06	12.31	18,610	1,525	8.19	10.39	0.67	
CJOS (035760 KS)	3.400	8.910	0.385	0.418	0.508	0.437	7.29	14.27	25,935	2,028	7.82	6.75	0.55	
HHS (057050 KS)	3.400	8.910	0.604	0.531	0.452	0.529	8.11	11.32	13,117	1,167	8.89	7.33	0.79	
Orion (001800 KS)	3.400	8.910	0.522	0.811	0.249	0.527	8.10	29.19	29,980	3,124	10.42	7.74	0.36	
LG H&H (051900 KS)	3.400	8.910	0.706	0.778	0.66	0.715	9.77	21.64	22,783	3,923	17.22	8.97	0.80	
Amorepacific (090430 KS)	3.400	8.910	0.725	0.633	0.599	0.652	9.21	27.29	53,468	6,860	12.83	8.74	0.47	
KT&G (033780 KS)	3.400	8.910	0.693	0.589	0.355	0.546	8.26	14.88	5,780	3,297	57.04	4.43	3.83	
Average	3.400	8.910	0.70	0.74	0.58	0.68	9.41	16.07	21,377	2,309	13.01	8.61	0.81	
한샘	3.400	8.910	0.859	0.583	0.535	0.659	9.27	27.48	3,225	700	21.71	8.48	0.79	32.58

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 5 월 26 일 종가 기준

Figure 3 한샘, 상대적으로 높은 잠재성장률 (Potential g)

	Implied g	ROE	1-d	ROE*(1-d)	Potential g
Lotte	10.7	5.4	94.6	5.1	5.4
HDS	10.9	10.0	95.2	9.5	10.5
Shinsegae	11.2	7.0	94.3	6.6	7.0
Himart	7.0	7.9	95.3	7.5	8.1
E-Mart	10.4	7.6	91.8	6.9	7.5
CJOS	6.7	18.0	92.2	16.6	19.9
HHS	7.3	12.8	91.1	11.7	13.2
Orion	7.7	14.3	89.6	12.8	14.7
LG H&H	9.0	23.3	82.8	19.3	23.9
Amorepacific	8.7	12.3	87.2	10.7	12.0
KT&G	4.4	14.1	43.0	6.1	6.4
Average	8.6	12.0	87.0	10.5	11.7
한샘	8.5	23.0	78.3	18.0	21.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Gordon 의 배당평가모형에 의하면 P/E 는 배당성향과 성장률을 감안한 할인율(r-g)의 함수이다. 베타 적용의 임의성을 방지하기 위해 과거 1 년간 베타, 2 년간 베타, 3 년간 베타를 평균하여 할인율(r)을 산출하였다. 이익 성장률의 경우, 가구 시장이 확대되고 있고 한샘의 점유율이 상승하는 국면임을 감안할 때, 한샘이 최소한 유통/소비재 기업들의 주가에 반영된 내재 이익성장률은 달성할 수 있다고 판단하였다. 유통/소비재 기업의 P/E 와 높은 상관관계(R2=0.5121)를 가지고 있는 배당성향에 대해서는 2014 년 예상 배당성향 21.7%가 향후에도 유지된다고 가정하였다. 이들 기업의 P/E 와 배당성향 간의 추세선(y=1.2766x + 5.2091)을 적용할 경우 한샘의 목표주가는 106,000 원으로 목표주가 105,000 원과 거의 유사하게 도출된다.

Figure 4 Gordon 의 배당평가모형

$$P_0 = \frac{Dividend\ per\ share}{Required\ rate} = \frac{D}{k_s}$$

$$= \frac{D_1}{(1+k_s)} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \cdots + \frac{D_\infty}{(1+k_s)^\infty}$$

$$= \frac{D_0(1+g)}{(1+k_s)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_s)^2} + \cdots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_s)^\infty}$$

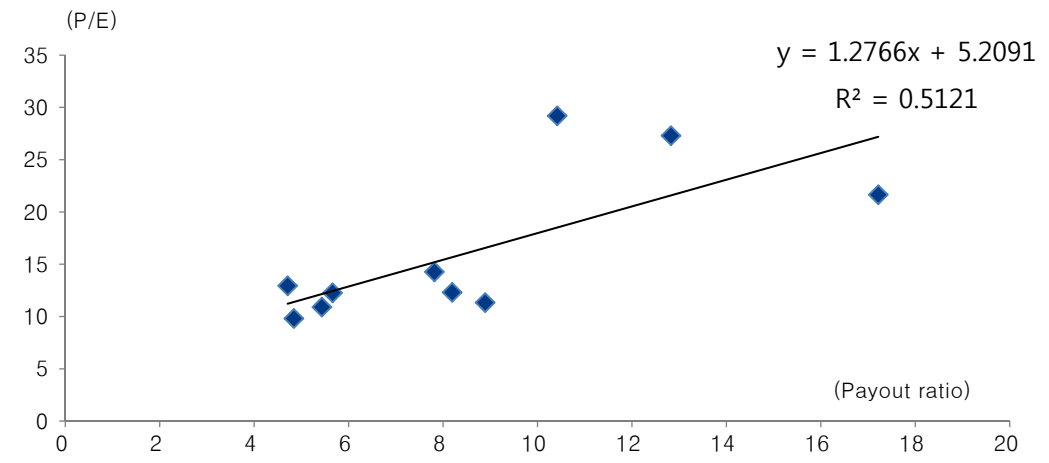
$$= \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g}$$

$$P/E = \frac{d}{k_s - g} \qquad Implied\ g = k_s - \frac{d}{P/E}$$

$$d = Dividend\ payout\ ratio$$

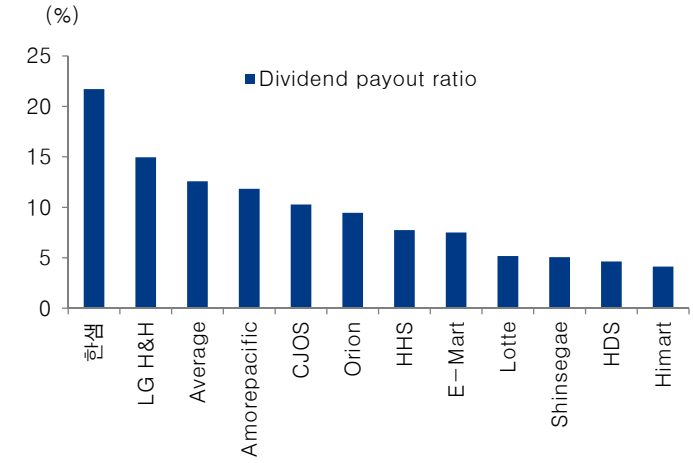
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 배당성향과 P/E 의 높은 상관관계



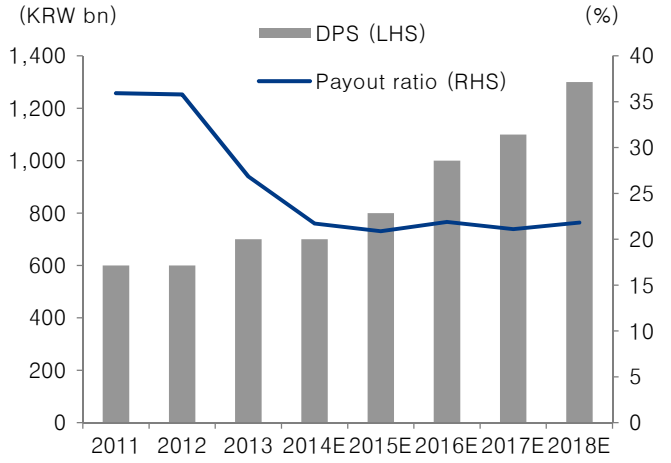
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 한샘, 가장 높은 배당성향



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 배당성향과 P/E 의 높은 상관관계



자료: 미래에셋증권 리서치센터

향후 한샘 주가는 회사가 충분한 배당성향을 유지하는지 여부에 달려있으며, 기업가치 증대와 주주가치 증대를 위해 당사 추정치인 최소한 21.7% 이상의 배당성향을 유지할 것으로 판단한다. 현재의 이익 성장률이 유지된다고 가정할 경우, 배당성향이 16%로 하락할 경우 적정주가는 77,424 원으로 당초 목표주가 대비 26.3% 하락할 것으로 예상된다. 반면 배당성향이 28%로 상승할 경우 적정주가는 135,492 원으로 당초 목표주가 대비 29.0% 증가할 여력이 생긴다는 판단이다. 특히 배당성향을 당사 예상치인 21.7% 에서 16%로 하향할 경우 배당금 지급액 절감액은 34 억원에 불과하나 시가총액 감소액과 5,454 천주에 이르는 자사주 가치 하락액은 각각 6,500 억원 및 1,507 억원에 이를 전망이기 때문에, 우호적인 배당성향정책의 유효성이 훨씬 크다는 판단이다.

Figure 8 목표주가 민감도 분석

	성장률						
배당성향	8.46	8.51	8.56	8.61	8.66	8.71	8.76
30	118,497	126,228	135,038	145,170	156,946	170,801	187,340
28	110,597	117,813	126,036	135,492	146,483	159,415	174,850
26	102,698	109,398	117,033	125,814	136,020	148,028	162,361
24	94,798	100,982	108,031	116,136	125,557	136,641	149,872
21.71	85,744	91,338	97,713	105,045	113,566	123,591	135,558
20	78,998	84,152	90,025	96,780	104,631	113,868	124,893
18	71,098	75,737	81,023	87,102	94,168	102,481	112,404
16	63,198	67,322	72,020	77,424	83,705	91,094	99,914
14	55,299	58,906	63,018	67,746	73,242	79,707	87,425

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 배당성향 증감시 시가총액 및 자사주 가치 변화액

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
주식수	23,534	23,534	23,534	23,534	23,534	23,534	23,534	23,534
자사주	5,454	5,454	5,454	5,454	5,454	5,454	5,454	5,454
비율(%)	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2
배당금 지급 대상 주식수	18,080	18,080	18,080	18,080	18,080	18,080	18,080	18,080
주당 배당금	600	600	700	700	800	1,000	1,100	1,300
배당성향	35.9	35.8	26.9	21.7	20.9	21.9	21.1	21.8
배당금 지급 총액(십억원)	10.8	10.8	12.7	12.7	14.5	18.1	19.9	23.5
시가총액			1,106	2,071	2,071	2,071	2,071	2,071
주가				89,000	89,000	89,000	89,000	89,000
배당수익율				0.8	0.9	1.1	1.2	1.5
목표주가					105,045	105,045	105,045	105,045
목표 시가총액					2,472	2,472	2,472	2,472
1) 배당성향 16%로 하향시								
주당 배당금					613	731	834	953
배당금 지급액					11.1	13.2	15.1	17.2
배당금지급액 증가액(감소액)					**(3.4)**	**(4.9)**	**(4.8)**	**(6.3)**
목표 주가					77,424			
목표 시가총액					1,822			
시가총액 증가액(감소액)					**(650.0)**			
자사주 가치(목표주가 기준)					573.0			
배당성향 하락시 자사주 가치					422.3			
자사주 가치 상승분(하락분)					**(150.7)**			
2) 배당성향 28% 로 상승시								
주당 배당금					1,073	1,279	1,460	1,668
배당금 지급액					19.4	23.1	26.4	30.2
배당금지급액 증가액(감소액)					**4.9**	**5.0**	**6.5**	**6.7**
목표 주가					135,492			
목표 시가총액					3,189			
시가총액 증가액(감소액)					**716.6**			
자사주 가치(목표주가 기준)					573.0			
배당성향 상승시 자사주 가치					739.0			
자사주 가치 상승분(하락분)					**166.1**			

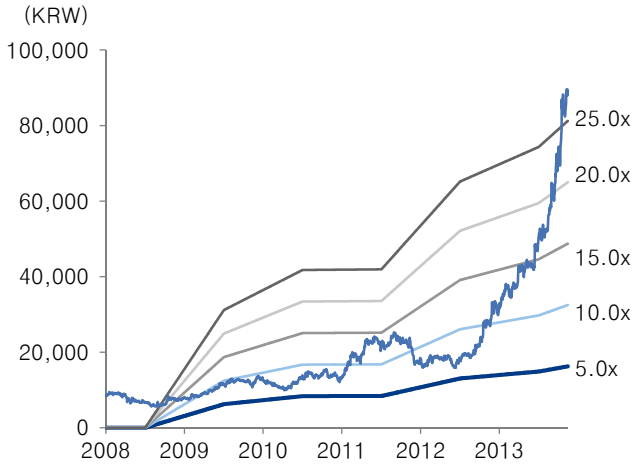
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 건자재 peer valuation

Company		Hanssem	KCC	LG hausys	Nitori holdings	Ryohin Keikaku	Komeri	Lixil	Williams-sonima	Pier 1 imports
Code		009240 KS	002380 KS	108670 KS	9843 JP	7453 JT	8218 JT	5938 JT	WSM US	PIR US
Trading currency		KRW	KRW	KRW	JPY	JPY	JPY	JPY	USD	USD
Share price (05/26)		88,600	582,000	186,000	4,765	11,320	2,827	2,572	61	18
Market cap (bn)		2,087	5,271	1,551	545	318	154	805	6	2
Revenue	2012	783	3,246	2,451	331	178	302	1,291	3.7	1.5
(bn)	2013	1,007	1,007	1,007	90	90	90	90	0.9	0.9
	2014E	1,270	3,508	2,919	409	251	339	1,701	4.7	1.9
	2015E	1,500	3,654	3,121	432	276	352	1,732	5.0	2.1
Operating	2012	47	199	57	58	15	20	18	0.4	0.2
profit	2013	80	232	115	62	18	19	50	0.4	0.2
(bn)	2014E	97	293	158	64	24	20	81	0.5	0.2
	2015E	115	332	190	67	27	21	92	0.5	0.2
OP margin	2012	6.0	6.1	2.3	17.5	8.7	6.7	1.4	10.3	10.1
(%)	2013	7.9	23.0	11.4	68.5	20.4	21.3	56.2	44.5	21.6
	2014E	7.6	8.3	5.4	15.6	9.6	5.9	4.8	10.4	10.3
	2015E	7.7	9.1	6.1	15.6	9.8	6.1	5.3	10.7	10.9
Net profit	2012	39	445	29	34	9	10	2	0.2	0.2
(bn)	2013	61	248	73	36	11	10	21	0.3	0.1
	2014E	76	269	111	39	15	11	48	0.3	0.1
	2015E	90	292	143	41	17	12	55	0.3	0.1
NP margin	2012	5.0	13.7	1.2	10.1	5.0	3.2	0.1	6.4	11.0
(%)	2013	6.1	24.6	7.3	39.9	12.2	11.1	23.8	27.9	14.1
	2014E	6.0	7.7	3.8	9.4	6.0	3.2	2.8	6.4	6.0
	2015E	6.0	8.0	4.6	9.5	6.2	3.3	3.2	6.7	6.4
EPS	2012	1,677	45,384	2,898	306	330	191	6	2.3	1.5
	2013	2,607	25,297	7,333	326	409	197	73	2.6	1.2
	2014E	3,225	25,806	11,105	351	566	216	168	3.2	1.2
	2015E	3,833	28,078	14,318	375	644	230	196	3.6	1.4
BVPS	2012	9,125	503,190	79,984	1,595	3,066	2,300	1,817	12.5	4.5
	2013	11,224	516,591	86,393	1,912	3,500	2,470	1,932	13.4	5.1
	2014E	14,029	508,590	86,280	2,536	4,373	2,846	2,135	13.1	4.3
	2015E	17,325	527,851	98,588	2,855	4,804	3,027	2,272	13.5	4.6
PER (x)	2012	11.1	11.0	59.7	15.6	34.3	14.8	396.3	27.1	11.8
	2013	19.3	19.8	23.6	14.6	27.6	14.4	35.0	23.7	14.5
	2014E	27.5	19.4	15.6	13.6	20.0	13.1	15.3	19.4	14.6
	2015E	23.1	17.8	12.1	12.7	17.6	12.3	13.1	17.1	12.3
PBR (x)	2012	2.0	1.0	2.2	3.0	3.7	1.2	1.4	4.9	3.9
	2013	4.5	1.0	2.0	2.5	3.2	1.1	1.3	4.6	3.5
	2014E	6.3	1.0	2.0	1.9	2.6	1.0	1.2	4.7	4.1
	2015E	5.1	0.9	1.8	1.7	2.4	0.9	1.1	4.5	3.8

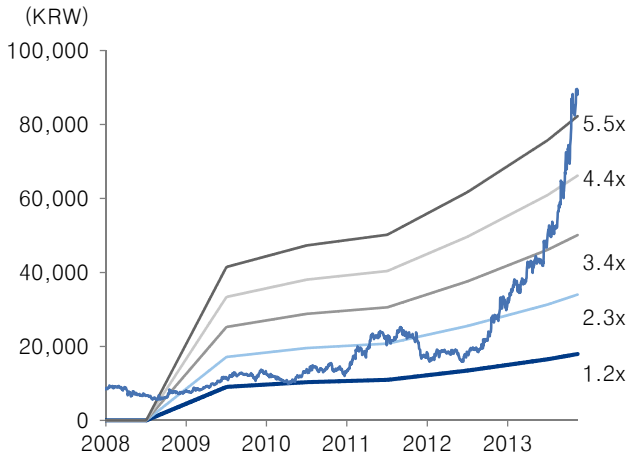
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 한샘 실적은 당사 추정치 기준

Figure 11 한샘 P/E band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 한샘 P/B band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 매출 및 이익전망

1) 증가하는 가구 소비

가구산업은 2012 년 이후 2018 년까지 6 년간 연평균 10.2%의 성장률을 기록하면서 명목 GDP 성장률 전망치 6.0%를 초과할 전망이다. 2000 년 3.0 조원에 불과하던 가구시장규모가 2006 년 6.4 조원(CAGR 13.0%)으로 증가하였으며, 2009 년 이후의 금융위기에도 불구하고 2012 년에는 10.1 조원(CAGR 7.9%)으로 성장하였다. 이러한 기구시장이 2012 년 이후 향후 6 년동안에도 연평균 10.2% 성장하면서 2018 년에는 시장규모가 18.1 조원에 이를 것으로 전망된다.

이러한 가구시장의 성장은 증가하는 가구수와 가구당 평균 가구 지출액의 증가에 기인한다. 2012 년 국내 가구당 평균 가구 지출액은 707 천원으로 2006 년 대비 45%, 2000 년 대비 147% 증가하였다. 하지만 2000 년~2006 년 6 년간 연평균 가구당 평균 가구 지출액 성장률이 10.0%, 지난해가 16% 수준으로 추정됨을 감안할 때, 향후 6 년간 평균 가구 지출액 증가율 8.4%는 가능할 것으로 전망된다. 이는 2000~2012 년까지 가구당 평균 가구 지출액이 GDP 대비 1.4 배 수준이었음을 감안하여, 2013~2018 년 기간동안 평균 GDP 성장률 6.0% 대비 1.4 배 높은 8.4%의 가구당 평균 가구 지출액 증가율을 가정하였다.

Figure 13 국내 가구시장 전망

(%, KRW bn)	2000	2006	2012	2018
Years		6	6	6
average GDP growth		7.2	6.1	6.0
가구시장	3,066	6,398	10,089	18,102
가구시장 성장률		209	158	179
Annual growth		13.0	7.9	10.2
가구당 평균 가구 지출액(천원)	286	507	707	1,146
가구당 평균 가구 지출액 성장률		177	139	162
CAGR		10.0	5.7	8.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

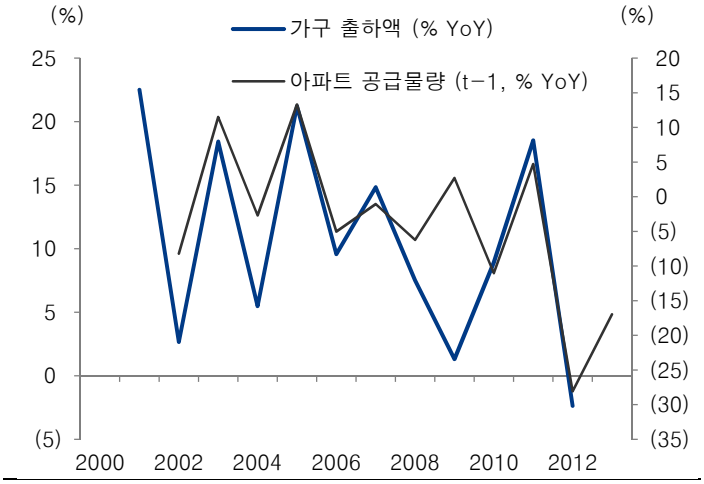
이러한 시장 전망은 가구 시장의 트렌드 변화를 감안한 것이다. 우리는 과거 아파트 공급물량에서 주택 거래량으로 가구 시장의 주요 시장 변수가 옮겨왔으며, 최근에는 주거환경 개선에 대한 요구 증대가 반영되면서 가구당 평균 지출액이 주요 변수가 되고 있는 것으로 판단한다. 실제로 지난 2002~2006 년 기간 동안 국내 가구출하액 증가율과 아파트공급물량 증가율(t-1 년값 적용)의 상관계수는 0.961 에 달하였다. 하지만 2010~2013 년 기간에는 국내 가구출하액 증가율과 주택거래량과의 상관계수가 0.982 로 아파트공급물량과의 상관계수 0.796 을 초과하였다.

Figure 14 가구출하액과 아파트공급물량, 주택거래량과의 상관관계

	2002~2006	2007~2009	2010~2013	2014~2018
아파트 공급물량	0.961	(0.377)	0.796	0.496
주택거래량		(0.756)	0.982	0.508

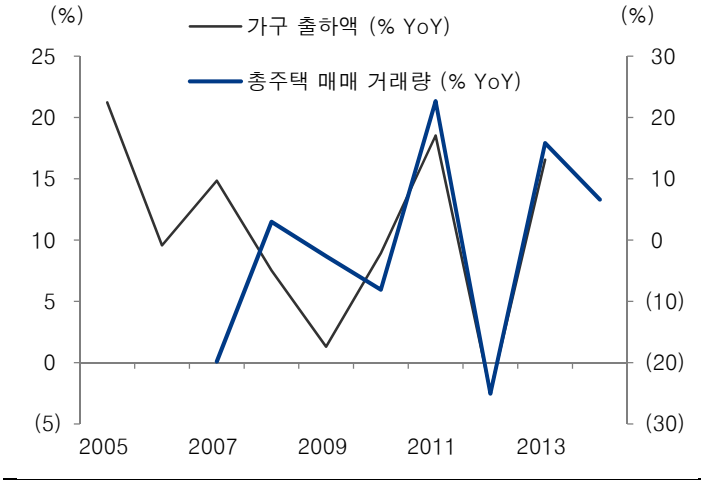
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 가구출하액과 아파트 입주물량



자료: 미래에셋증권 리서치센터

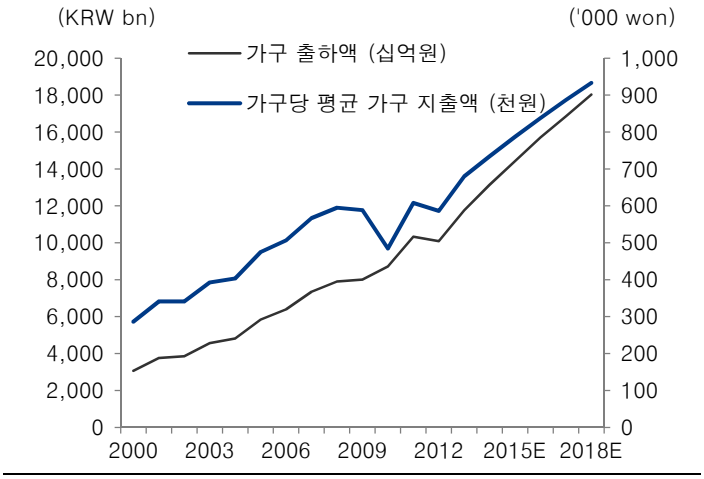
Figure 16 가구출하액과 주택거래량



자료: 미래에셋증권 리서치센터

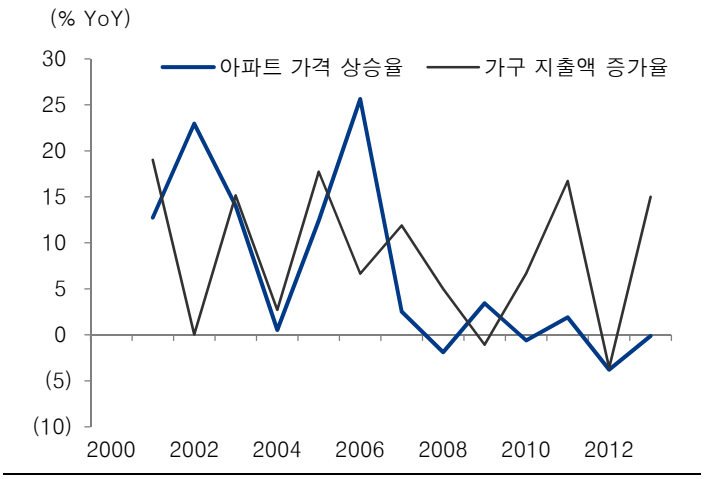
한편 2009 년 이전 가구당 평균 가구 지출액은 아파트 가격 상승율에 비례하였으나, 2009 년 이후에는 아파트 가격 상승율에 대한 민감도가 과거보다 훨씬 감소하였음에 주목할 필요가 있다. 이는 소비자들의 아파트 가격 상승에 대한 기대감이 낮아짐에 따라, 소비심리를 위축시키지 않을 정도의 가격 안정세만 유지되는 상황에서 주거환경 개선에 대한 욕구 증대로 가구에 대한 지출이 증대되고 있음을 의미한다는 판단이다.

Figure 17 가구출하액과 가구당 평균 가구 지출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 아파트 가격 상승율과 가구 지출액 증가율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 한샘의 성장

한샘은 가구 시장의 성장과 시장 점유율 확대 효과에 힘입어 2013~2018 년 5 년간 매출액은 연평균 15.8% 성장할 것으로 예상된다. 2008 년 이전까지 한샘은 4 천억원대의 매출액에서 크게 성장하지 못하는 모습을 보이다, 2009 년부터 외형성장이 본격화되기 시작했다. 5,470 억원의 2009 년 매출액이 2011 년 6,770 억원(2009 년 대비 24% 성장)으로, 2013 년에는 9,560 억원(2009 년 대비 75% 성장)으로 매출액 성장 속도가 점차 빨라졌다.

Figure 19 가구시장과 한샘 매출액

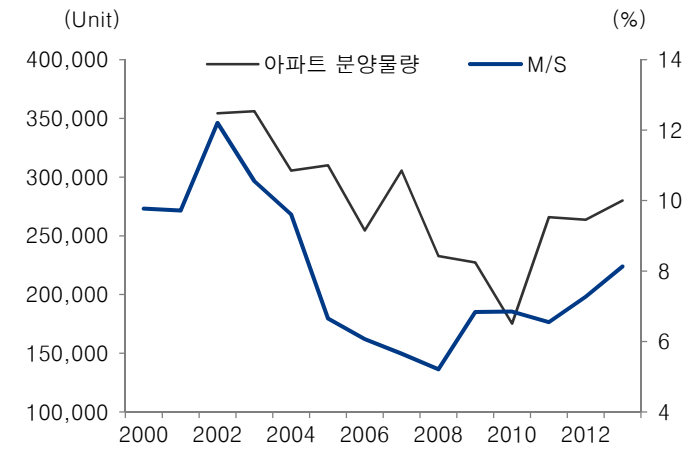
(KRW bn, unit)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
New home presale ('000)	175	266	264	284	280	270	260	260	260
Housing completion ('000)	299	215	178	194	266	274	282	275	265
1) Sales (new homes)									
부엌	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6
붙박이장	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
드레스룸	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
단가 (KRW mn)	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9	4.1	4.3	4.5	4.8
신규주택수 ('000)	299	215	178	194	266	274	282	275	265
시장규모 (x,KRW bn)	1,105.2	818.9	700.2	762.5	1,042.6	1,129.4	1,221.0	1,249.6	1,264.4
점유율 (%)	16.4	20.6	22.8	29.1	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
한샘 매출 (a)	181.3	168.7	159.6	221.9	312.8	338.8	366.3	374.9	379.3
2) Sales (existing homes)									
20년 이상 주택수 ('000)	1,003	1,208	1,455	1,856	2,231	2,645	3,066	3,442	3,875
리모델링 대상 주택 ('000)	1,003	1,148	1,258	1,510	1,715	1,938	2,142	2,278	2,456
리모델링 비율 (%)	5.9	12.0	11.9	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
리모델링 주택수 ('000)	59	138	150	169	192	217	240	255	275
단가 (KRW mn)	4.4	4.6	4.7	4.7	4.7	4.9	5.2	5.5	5.7
시장규모 (y, KRW bn)	264.0	629.3	704.5	796.0	904.5	1,072.8	1,245.1	1,390.2	1,573.9
점유율 (%)	16	21	23	29	32	34	35	37	39
한샘 매출 (b)	43.3	129.6	160.6	231.6	289.5	360.6	439.4	515.1	612.4
3) 소품 매출									
주택재고	13,884	14,099	14,277	14,471	14,737	15,009	15,279	15,539	15,799
가구당 가구 지출액 (KRW mn)	0.53	0.63	0.61	0.70	0.76	0.82	0.87	0.92	0.97
가구 지출액 증가율(YoY)		19.1	(3.5)	15.9	7.9	7.2	6.4	5.8	5.2
소품 가구시장 (z)	7,349	8,885	8,684	10,202	11,215	12,239	13,261	14,268	15,263
점유율 (%)	5.1	4.3	4.8	4.9	5.4	6.0	6.6	7.1	7.6
한샘 매출 (c)	372.5	378.5	413.3	502.4	607.6	729.3	869.3	1,010.1	1,167.0
가구 시장 (=x+y+z, KRW bn)	8,718	10,334	10,089	11,760	13,162	14,441	15,727	16,908	18,102
증가율 (%)	8.9	18.5	(2.4)	16.6	11.9	9.7	8.9	7.5	7.1
M/S (%)	6.8	6.6	7.3	8.1	8.8	9.5	10.2	11.1	11.9
한샘매출액 (=a+b+c)	597.1	676.9	733.6	956.0	1,209.9	1,428.7	1,675.0	1,900.2	2,158.7
증가율 (%)	9.1	13.4	8.4	30.3	23.2	20.6	17.3	15.0	13.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이는 국내 가구 시장규모가 2009 년 8 조원에서 2013 년 11.7 조원으로 46% 증가한 것 이외에도 한샘의 가구시장내 점유율이 상승한 것에도 기인한다는 판단이다. 한샘의 가구시장 점유율은 2008 년 5.2%를 저점으로 지속적으로 상승하여 2013 년에는 8.1%까지 상승한 것으로 추정된다. 그동안의 원가절감 및 품질 향상뿐만 아니라, 홈페이지 및 플래그쉽 매장 확대 등 소비자들의 접근성 강화를 위한 노력에 힘입어 2018 년 시장점유율은 11.9%까지 상승할 것으로 예상한다.

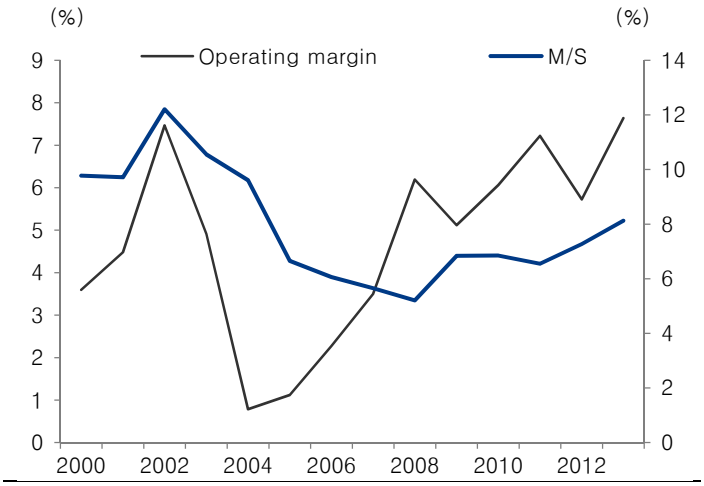
현재 가구시장이 일반 소비자 중심의 B2C 시장으로 재편되고 있음을 감안할 때, 한샘의 시장점유율 상승은 지속될 전망이다. 한샘은 가격경쟁이 치열한 건설사 특판 시장보다는 브랜드와 품질을 바탕으로 한 일반 소비자 시장(B2C)에 보다 주력하는 전력을 취해왔다. 2002 년부터 가구 시장이 분양시장 중심으로 형성됨에 따라 가구 업체들간 가격 경쟁이 심화되면서 한샘의 시장 점유율이 2002 년 12.2%에서 2008 년 5.2%로 하락한 바 있다. 하지만 한샘은 2006 년 1 월 고급부엌가구 브랜드인 '키친바흐'를 출시하고, 2007 년에는 자녀방 브랜드인 'TNTN'을 런칭하는 등 B2C 시장을 적극 공략하면서 한샘의 시장 점유율은 2008 년 이후 상승세로 돌아서기 시작하였다. 가격경쟁중심의 건설사 특판 시장에서 벗어나 브랜드와 품질에 기반한 B2C 시장 중심의 전략과 원가경쟁력 확보를 위해 중국 소싱 확대 노력 등에 힘입어 영업이익율 역시 6% 이상으로 회복하였다.

Figure 20 아파트 분양물량과 한샘 M/S



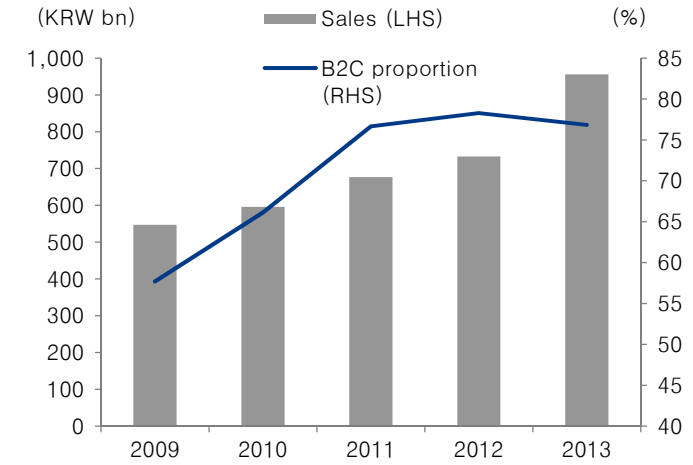
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 21 한샘 M/S 와 영업이익율



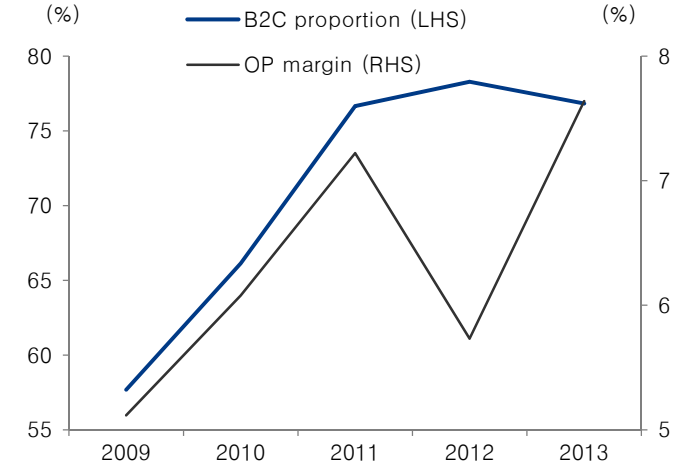
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 22 높아진 B2C 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

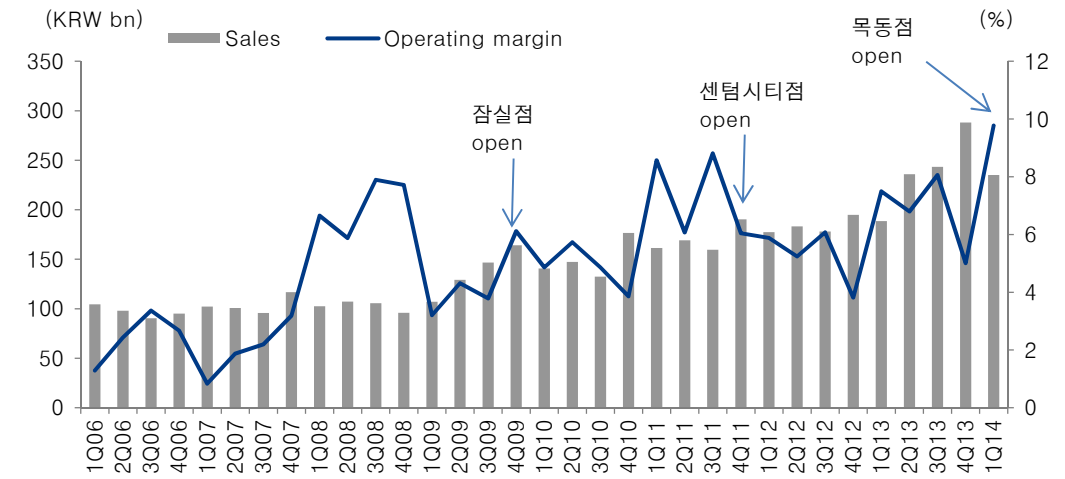
Figure 23 B2C 비중확대와 동반된 수익성 향상



자료: 미래에셋증권 리서치센터

한샘의 영업전략에서 또 한가지 주목할 점은 대형 매장 출점 전략이다. 그동안 가구 구매의 가장 큰 장애물이 품질 및 가격에 대한 불확실성이었으나, 한샘은 최근 대형 매장을 통해 이러한 불확실성을 낮추어 가고 있다는 판단이다. 2009 년 잠실점을 필두로, 2011 년 해운대 센텀시티점, 2014 년에는 목동점등 대형 플래그샵을 개장하면서 가구시장의 표준화를 통해 시장 점유율을 확대하고 있다. 내구성 소비재의 경우 직접 보고 체험하는 것이 중요한 마케팅 포인트라는 점을 감안할 때, 한샘의 대형 플래그샵 전략은 상당한 의미를 지닌다는 판단이다.

Figure 24 플래그쉽 매장 출점과 한샘 영업추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

3) 이익 전망

2013 년 613 억원을 기록한 한샘의 당기순이익은 2014 년 759 억원으로, 2018 년에는 1,402 억원으로 증가할 것으로 예상된다. 이는 매출액이 연평균 12.2% 증가할 뿐만 아니라, 인터넷 매출 및 플래그쉽 매장 증대 등 자산효율성 증대 효과에 힘입어 당기순이익 연평균 증가율은 13.0%에 이를 것으로 전망되기 때문이다. B2C 매출비중 확대 및 규모의 경제효과로 인한 원가절감으로 인해 매출총이익율 역시 30% 수준을 유지할 것으로 예상된다.

지난 2014 년 1 사분기 역시 이러한 추세에 부합한다는 판단이다. 별도기준 매출액과 영업이익 각각 지난해 동기 대비 각각 52.6% 및 39.8% 증가하면서 각각 2,879 억원과 224 억원을 기록하였다. 2 분기 이후에도 3 천억원대의 매출과 8% 전후의 영업이익율 달성에는 큰 무리가 없다는 판단이다.

변성진, Analyst, 3774 1457, sjbyun@miraeasset.com
심은솔, 3774 3824, esshim@miraeasset.com

Figure 25 분기별 실적 추정

(KRW bn, %)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014E	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016E
인테리어	85.8	93.0	85.4	107.0	371.2	112.6	108.9	105.4	120.8	447.7	130.3	133.9	133.0	145.7	542.9	156.6	161.0	159.8	175.9	653.3
부엌가구	67.3	94.5	91.4	110.0	363.2	97.8	118.0	108.3	125.4	449.5	120.0	142.9	133.0	151.1	547.0	144.2	171.7	159.8	179.7	655.5
기타	35.5	48.4	66.6	71.1	221.6	77.5	75.6	79.1	80.6	312.8	83.1	80.4	85.1	90.3	338.8	87.7	84.8	89.8	104.1	366.3
매출(별도)	188.6	235.9	243.4	288.1	956.0	287.9	302.5	292.8	326.7	1,209.9	342.9	357.2	350.0	378.6	1,428.7	402.0	418.8	410.4	443.9	1,675.0
자회사 매출	9.0	10.4	16.0	15.6	51.0	14.4	15.1	14.6	16.3	60.5	17.1	17.9	17.5	18.9	71.4	20.1	20.9	20.5	22.2	83.8
매출(연결)	197.6	246.3	259.4	303.7	1,006.9	302.3	317.6	307.4	343.1	1,270.4	360.0	375.0	367.5	397.5	1,500.2	422.1	439.7	430.9	466.1	1,758.8
인테리어	45.5	39.4	35.1	37.1	38.8	39.1	36.0	36.0	37.0	37.0	38.0	37.5	38.0	38.5	38.0	39.0	38.4	39.0	39.6	39.0
부엌가구	35.7	40.1	37.6	38.2	38.0	34.0	39.0	37.0	38.4	37.1	35.0	40.0	38.0	39.9	38.3	35.9	41.0	39.0	40.5	39.1
기타	18.8	20.5	27.4	24.7	23.2	26.9	25.0	27.0	24.7	25.9	24.2	22.5	24.3	23.9	23.7	21.8	20.3	21.9	23.4	21.9
매출 비중(별도)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
YoY growth(%)																				
인테리어	4.9	30.8	26.3	38.1	24.6	31.2	17.1	23.4	12.9	20.6	15.8	23.0	26.2	20.6	21.3	20.2	20.2	20.2	20.7	20.3
부엌가구	17.7	26.5	30.0	49.1	31.6	45.3	24.8	18.5	14.0	23.8	22.7	21.1	22.8	20.5	21.7	20.2	20.2	20.2	18.9	19.8
기타	(6.1)	31.9	68.6	55.9	38.9	118.4	56.2	18.7	13.3	41.2	7.2	6.3	7.6	12.1	8.3	5.5	5.5	5.5	15.3	8.1
매출(별도)	6.7	29.3	37.2	46.3	30.3	52.6	28.2	20.3	13.4	26.6	19.1	18.1	19.6	15.9	18.1	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2
자회사 매출	(18.8)	(1.0)	(6.9)	42.8	2.6	60.4	45.1	(8.3)	4.9	18.6	19.1	18.1	19.6	15.9	18.1	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2
매출(연결)	5.2	27.6	33.3	46.1	28.6	53.0	28.9	18.5	13.0	26.2	19.1	18.1	19.6	15.9	18.1	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2
영업이익																				
인테리어	9.0	7.5	4.1	10.0	30.6	11.3	8.7	8.2	8.5	36.7	13.0	10.8	10.5	10.6	45.0	15.8	13.2	12.8	12.9	54.6
부엌가구	5.7	9.3	6.1	9.8	31.0	7.8	10.6	8.1	10.7	37.3	9.6	13.1	10.5	12.6	45.9	11.7	16.0	12.8	15.1	55.5
기타	1.3	2.8	4.2	3.1	11.4	3.3	3.4	4.3	3.9	15.0	3.4	3.4	4.4	4.0	15.2	3.6	3.6	4.7	4.6	16.4
별도	16.0	19.6	14.4	23.0	73.0	22.4	22.7	20.7	23.2	89.0	26.0	27.4	25.5	27.2	106.1	31.0	32.7	30.2	32.6	126.5
자회사	0.8	0.9	2.7	2.4	6.8	2.0	2.0	1.8	2.0	7.9	2.3	2.4	2.2	2.4	9.3	2.7	2.8	2.6	2.8	10.9
연결	16.8	20.5	17.1	25.4	79.8	24.4	24.7	22.5	25.2	96.9	28.3	29.8	27.7	29.5	115.4	33.7	35.5	32.8	35.4	137.4
영업이익율																				
인테리어	10.5	8.1	4.8	9.3	8.2	10.0	8.0	7.8	7.1	8.2	10.0	8.1	7.9	7.3	8.3	10.1	8.2	8.0	7.3	8.4
부엌가구	8.5	9.8	6.7	8.9	8.5	8.0	9.0	7.5	8.6	8.3	8.0	9.2	7.9	8.3	8.4	8.1	9.3	8.0	8.4	8.5
기타	3.6	5.8	6.3	4.4	5.2	4.3	4.5	5.5	4.9	4.8	4.1	4.3	5.2	4.4	4.5	4.1	4.3	5.2	4.4	4.5
별도	8.5	8.3	5.9	8.0	7.6	7.8	7.5	7.1	7.1	7.4	7.6	7.7	7.3	7.2	7.4	7.7	7.8	7.4	7.3	7.6
자회사	8.7	8.6	17.1	15.3	13.3	13.8	13.3	12.5	12.5	13.0	13.3	13.4	12.7	12.6	13.0	13.3	13.4	12.7	12.6	13.0
연결	8.5	8.3	6.6	8.3	7.9	8.1	7.8	7.3	7.4	7.6	7.9	8.0	7.5	7.4	7.7	8.0	8.1	7.6	7.6	7.8
YoY growth(%)																				
인테리어	101.4	146.2	38.7	65.7	85.4	25.1	16.1	100.6	(14.8)	20.0	15.8	24.5	27.8	24.2	22.5	21.4	21.4	21.4	22.0	21.5
부엌가구	63.6	54.9	53.8	34.7	49.1	36.1	14.2	32.8	9.1	20.3	22.7	23.8	29.3	17.3	22.9	21.4	21.4	21.4	20.1	21.0
기타	(25.2)	58.2	741.9	343.8	143.4	160.1	21.1	3.5	25.4	31.4	1.8	1.0	2.2	1.1	1.6	5.0	5.0	5.0	14.9	7.6
영업이익(별도)	65.4	81.2	94.0	63.6	73.9	39.8	15.9	43.5	1.0	21.9	16.1	20.7	23.0	17.1	19.1	19.2	19.3	18.5	20.1	19.3
자회사 매출	(42.6)	(36.0)	2.8	(1,588.8)	29.2	153.5	124.6	(33.0)	(14.0)	15.9	15.1	19.6	21.9	16.1	18.1	17.2	17.3	16.5	18.0	17.2
영업이익(연결)	52.1	67.8	70.0	82.6	68.9	45.1	20.6	31.3	(0.5)	21.4	16.0	20.6	22.9	17.0	19.1	19.1	19.2	18.3	19.9	19.1

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

3. 재무구조: 탄탄한 ROE 구성

한샘의 차입금은 별도기준으로 160 억원, 연결기준으로 270 억원에 불과해 순현금이 별도기준 및 연결기준으로 각각 963 억원 및 999 억원에 이르는 매우 우량한 재무 안정성을 보유하고 있다. 특히 연간 800 억원 이상의 영업현금흐름이 유입됨을 감안할 때, 향후 플래그쉽 매장 확장 등에 따르는 CAPEX 부담을 감안하더라도 현금보유액은 지속적으로 증대될 전망이다. 현금 및 단기금융자산 합계액은 2013 년 1,270 억원에서 2016 년 2,129 억원으로 68% 증가할 것으로 예상된다.

한샘의 2013 년 ROE 는 23.2%로 지난 2007 년 11.7% 대비 99% 개선되었다. 하지만 DuPont 분석 결과 한샘 ROE 상승은 재무레버리지의 축소 속에서 이루어진 대단히 펀더멘털한 상승이라는 판단이다. 총자산/자기자본 비율(레버리지 지표)이 2007 년 212.3%에서 2013 년 191.5%로 하락하였음에도 불구하고, 당기순이익/순이익 비율(수익성 지표)이 3.1%에서 6.1%로 94% 개선되었을 뿐만 아니라 매출액/총자산 비율(활동성 지표) 역시 2007 년 174.9%에서 198.9%로 14% 개선되었다. 이는 기존 점포에서의 단위당 매출액이 증가하고 있으며, B2C 마켓으로의 의미있는 확장 및 규모의 경제효과에 힘입어 수익성 역시 크게 개선되었기 때문이다.

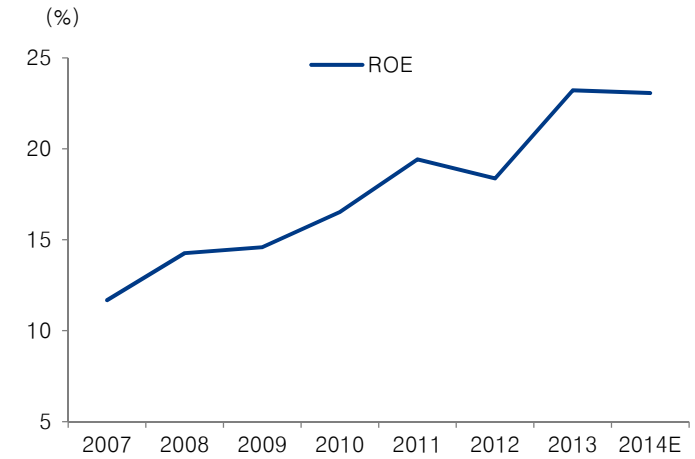
최근 시스템 가구에서부터 소품까지 일괄 판매가 가능한 플래그쉽 매장을 확장하고 있는 추세일 뿐만 아니라 가구 시장에 대한 접근성이 확대되고 있는 시장 환경 감안시 매출액/총자산 비율이 향후 ROE 상승을 견인할 것으로 예상된다. 특히 차입금 의존도가 거의 없는 재무구조 감안시 외부자금 조달로 인한 총자산/자기자본 비율 상승은 한샘 ROE 의 추가적인 upside 가 될 수 있다는 판단이다.

Figure 26 DuPont 분석

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
	ROE	11.7	14.3	14.6	16.5	19.4	18.4	23.2	23.0
	ROE 분해								
수익성 지표	당기순이익/매출액	3.1	3.9	3.4	4.7	5.5	5.0	6.1	6.0
활동성 지표	매출액/총자산	174.9	176.3	180.9	196.7	180.6	207.9	198.9	215.9
레버리지 지표	총자산/자기자본	212.3	209.0	235.9	178.7	195.0	175.4	191.5	178.1
	당기순이익	15.6	19.5	21.7	29.3	39.3	39.5	61.3	75.9
	매출액	495.4	504.9	633.4	623.9	712.8	783.2	1,006.9	1,270.4
	총자산	283.1	286.5	350.2	317.2	394.7	376.8	506.2	588.3
	자기자본	133.4	137.1	148.5	177.5	202.4	214.9	264.3	330.3

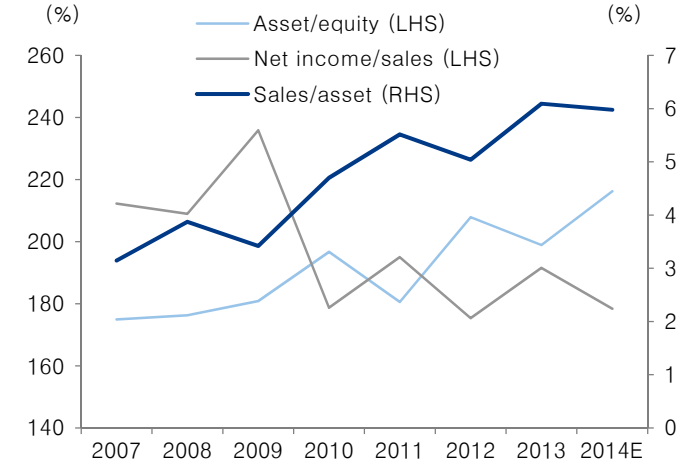
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 27 한샘 ROE 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 28 수익성과 활동성이 ROE 상승 견인



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 29 민감도 분석 (총자산/자기자본 vs. 매출액/총자산)

			매출액/총자산						
차입금 조달액 (KRW bn)	부채비율	총자산/자기자본	185.0	190.0	195.0	198.9	205.0	210.0	215.0
154.5	150.0	250.0	28.2	29.0	29.7	30.3	31.3	32.0	32.8
128.1	140.0	240.0	27.1	27.8	28.5	29.1	30.0	30.7	31.5
101.6	130.0	230.0	26.0	26.7	27.4	27.9	28.8	29.5	30.2
75.2	120.0	220.0	24.8	25.5	26.2	26.7	27.5	28.2	28.9
48.8	110.0	210.0	23.7	24.3	25.0	25.5	26.3	26.9	27.5
22.4	100.0	200.0	22.6	23.2	23.8	24.3	25.0	25.6	26.2
0.0	91.5	191.5	21.6	22.2	22.8	23.2	24.0	24.5	25.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 30 민감도 분석 (총자산/자기자본 vs. 당기순이익/매출액)

			당기순이익/매출액						
차입금 조달액(십억원)	부채비율	총자산/자기자본	5.4	5.6	5.8	6.1	6.3	6.5	6.7
154.5	150.0	250.0	26.9	27.8	28.8	30.3	31.3	32.3	33.3
128.1	140.0	240.0	25.8	26.7	27.7	29.1	30.1	31.0	32.0
101.6	130.0	230.0	24.7	25.6	26.5	27.9	28.8	29.7	30.7
75.2	120.0	220.0	23.6	24.5	25.4	26.7	27.6	28.4	29.3
48.8	110.0	210.0	22.6	23.4	24.2	25.5	26.3	27.1	28.0
22.4	100.0	200.0	21.5	22.3	23.1	24.3	25.1	25.9	26.7
0.0	91.5	191.5	20.6	21.3	22.1	23.2	24.0	24.8	25.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

4. 기업 개요

한샘은 1970 년 설립 이후 부엌가구 전문 제조업체로서 국내 브랜드 가구업계 시장 점유율 41%로 업계 1 위의 위치에 있다. 1990 년대 중반 이후 부엌이 주거인테리어의 중심에 위치하게 되어 사업 영역을 확장할 필요를 가지게 되었고, 1997 년 '인테리어 사업본부'를 출범시켜 인테리어시장에 진출을 하였다. 동사는 2013 년 12 월말 현재 부엌가구 전문 대리점 230 여개, 인테리어 전문 대리점 80 여개의 유통망을 구축하고, 부엌가구, 붙박이장, 현관장, 베란다장, 거실장 등 인테리어 공사에 필요한 모든 빌트인 가구를 3,000 여개의 인테리어 업체를 타겟하여 공급하고 있다. 한편 자체 인터넷 쇼핑몰 및 10 여 개의 메이저 쇼핑몰에 입점하는 형태로 온라인 매출을 지속적으로 확대하고 있는 상황이다. 특히 지난 2009 년부터는 잠실, 센텀시티, 목동 등 플래그쉽 매장을 통해 시스템 가구에서부터 소품까지 원스톱 종합 서비스를 확대해 나가고 있다.

매출액은 인테리어 부문과 부엌가구 부문이 각각 39% 및 38%를 차지하고 있고 건설사 특판 등 기타 사업부문이 나머지 23%를 차지하고 있다. 한샘은 국내 부엌가구 1 위 사업자로서, 메이커시장내 점유율 80%를 차지하고 있다. 부엌가구 시장은 전체의 80% 가량이 비메이커시장이나, 중저가 제품 위주의 한샘 ik(interior kitchen) 및 프리미엄 제품의 키친바흐(Kitchen Bach)와 같은 다양한 제품 라인업을 갖춘 한샘의 시장 점유율이 지속적으로 확대될 것으로 예상된다.

가정용 가구, 조명, 욕실, 벽지 등 다양한 제품을 판매하고 있는 인테리어 사업부문 역시 국내 시장 점유율 1 위를 차지하고 있는 것으로 추정된다. 대리점을 통한 매출이 36%, 직매장을 통한 매출이 39%를 차지하고 있으며, 온라인을 통한 매출이 25%를 차지하고 있다. 특히 5 개의 대형 직매장을 통한 매출이 80 개 대리점을 통한 매출을 추월한 점 감안시 대형 매장을 통한 원스톱 서비스의 높은 경쟁력이 확인되고 있음에 주목할 필요가 있다. 또한 2008 년 173 억원으로 시작한 온라인 매출 역시 5 년만에 2013 년 443% 성장한 939 억원에 이르고 있어, 온라인, 오프라인 모두 인테리어 사업부문의 성장성에 기여하고 있는 상황이다.

대단위 공동주택의 신출, 재건축, 리모델링 시장에서 건설사와 시행사를 상대로 부엌 및 인테리어 가구 등을 공급하는 특판사업부문은 전체 매출의 23%를 차지하고 있다.

수익성 역시 인테리어 부문과 부엌가구 부문이 비슷해 각각 영업이익의 42%를 담당하고 있다. 가격 경쟁이 심한 건설사 특판이 포함된 기타부문의 수익성은 주력 사업부문 대비 다소 떨어져 전체 영업이익의 16%를 차지하고 있다.

Figure 31 Kitchen furniture business (Kitchen bach7 601 haptic oak)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 32 Kitchen furniture business (Kitchen bach7 601 haptic oak)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 33 Kitchen business (Hanssem IK)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 34 Kitchen furniture business (Hanssem IK)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 35 Interior business (Living room)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 36 Interior business (Bedroom)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

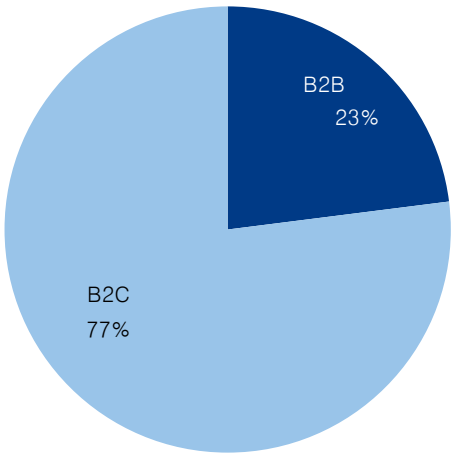
Figure 37 Interior business (Study room)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 38 Interior business (Dress room)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 39 Business portfolio



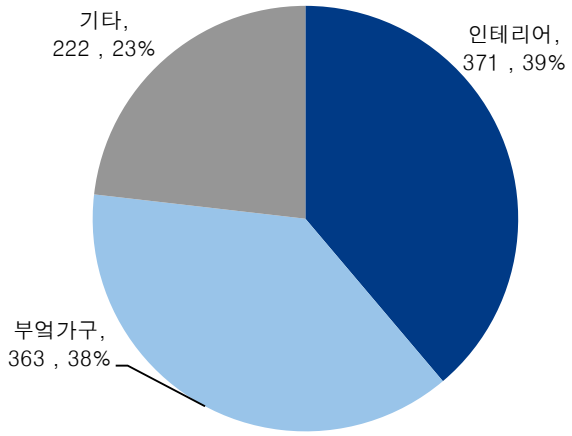
자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 40 B2C business breakdown

Interior furniture			
Section	Unit	%	Sales (KRW bn)
Branch retail store	80	14	131.3
Direct sales	5	15	146
Online store	Hanssem mall	10	93.9
Kitchen furniture			
Section	Unit	%	Sales (KRW bn)
Branch retail store	230	23	217.7
IK	3,000	15	145.5

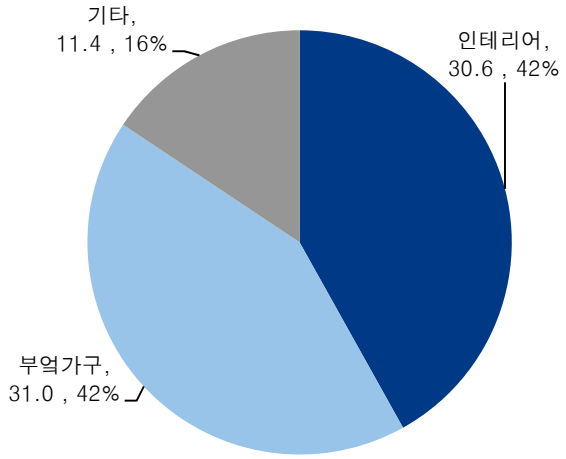
자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 41 매출구성(2013 년 기준, 십억원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 42 영업이익 구성(2013 년 기준, 십억원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

5. 지배구조와 리스크 요인

창업주이자 대주주인 조창걸 명예회장이 22.7%의 지분을 보유하고 있으며, 기타 특수관계인과 합하여 대주주 등 특수관계인 지분은 35.9%에 달한다. 국민연금이 8.2%를 보유하고 있으며, 기타 국내 기관투자자들이 10% 수준을 보유하고 있는 것으로 추정된다. 외국인 지분율은 2013 년 3 월 18.8%에서 2014 년 5 월 현재 22.3%로 증가하였다. 유통주식수가 148 백만주로 전체발행주식수의 76.8% 수준이나 자사주 5,454 천주(23.2%) 감안시 실제 유통가능주식수는 40% 수준이다. 한편 5 개의 계열사를 보유하고 있으나 매출 기여도가 5% 수준에 불과한 상황이다. 본사 기준의 성장이 어느 정도 이루어진 연후에 연결 기준의 2 차 성장을 기대해 볼 수 있을 것이다.

Figure 43 한샘 주주현황

(천주, %)	주식수	비율
조창걸	5,345	22.71
기타 특수관계인	3,105	13.2
국민연금	1,920	8.16
외국인	5,256	22.3
기타	2,453	10.43
유통주식수	18,080	76.8
자사주	5,454	23.2
합계	23,534	100.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 44 주요 계열사 현황

(십억원)	설립일	주요사업	자산총액(12A)	지분율(%)	비고
Hanssem Corp.	1986.11.	부엌가구 및 인테리어가구	24.1	100	
Beijing Hanssem	1996.03.	부엌가구 및 인테리어 가구	19.4	100	
서비스원	1997.10.	가구류시공	12.4	95	
한샘개발	2012.02.	도급인력 파견 및 부동산컨설팅	3.3	100	
샘루체	2011.03.	기타 가공식품 도매업	0.5	100	(한샘개발 보유)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

한샘의 리스크 요인은 주택시장의 급격한 하락 및 상승이다. 주택가격의 뚜렷한 하락시 소비심리 위축으로 시장성장세가 약화될 수 있으며, 뚜렷한 상승시 주거기능 축소로 가구지출이 감소할 수 있기 때문이다. 하지만 한국 부동산 시장의 급격한 상승을 기대하기 힘든 현 시점에서 현실적인 리스크는 주택시장의 침체가 될 수 있다. 주택가격 상승에 대한 낮아진 기대감이 가구 시장의 성장 기반이 되고 있다는 점을 감안할 때, 주택가격이 보합세를 유지하는 것이 가장 우호적인 사업환경이라는 판단이다.

2014 년 하반기 IKEA 의 한국 진출로 인해 단기적인 수요이탈 리스크 존재하나, 중장기적인 측면에서 오히려 가구시장 확대효과를 불어올 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 특히 IKEA 와 달리 한샘의 경우 전국적인 영업망을 갖추고 있을 뿐만 아니라, 부엌 및 인테리어 시공 서비스까지 제공하는 등 한국 시장에 부도 최적화된 서비스를 제공하고 있어 IKEA 의 한국 진출로 인한 영업 리스크는 제한적이라고 판단한다.

변성진, Analyst, 3774 1457, sjbyun@miraeasset.com
심은솔, 3774 3824, esshim@miraeasset.com

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	**1,007**	**1,270**	**1,500**	**1,759**
매출원가	701	877	1,035	1,211
매출총이익	**306**	**393**	**465**	**547**
판매비와관리비	226	296	350	410
영업이익 (조정)	**80**	**97**	**115**	**137**
영업이익	**80**	**97**	**115**	**137**
순이자손익	2	3	3	4
지분법손익	0	0	0	0
기타	(1)	1	1	1
세전계속사업손익	**81**	**101**	**119**	**142**
법인세비용	20	25	29	35
당기순이익	**61**	**76**	**90**	**107**
당기순이익 (지배주주지분)	**61**	**76**	**90**	**107**
EPS (지배주주지분, 원)	2,607	3,225	3,833	4,568

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	28.6	26.2	18.1	17.2
매출총이익증가율	24.9	28.5	18.3	17.7
영업이익증가율	68.9	21.4	19.1	19.1
당기순이익증가율	55.4	23.7	18.9	19.2
EPS 증가율	55.4	23.7	18.9	19.2
매출총이익율	30.4	30.9	31.0	31.1
영업이익률	7.9	7.6	7.7	7.8
당기순이익률	6.1	6.0	6.0	6.1

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	**287**	**342**	**411**	**498**
현금및현금성자산	24	28	58	97
단기금융자산	103	107	111	116
매출채권	107	138	159	185
재고자산	41	57	71	88
기타유동자산	12	12	12	12
비유동자산	**219**	**246**	**282**	**326**
유형자산	132	158	189	224
투자자산	14	15	18	22
기타비유동자산	72	73	75	80
자산총계	**506**	**588**	**692**	**825**
유동부채	**222**	**238**	**264**	**303**
매입채무	149	164	190	228
단기금융부채	23	23	23	23
기타유동부채	50	51	51	52
비유동부채	**20**	**20**	**21**	**21**
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	16	16	17	17
부채총계	**242**	**258**	**284**	**323**
지배주주지분	264	330	408	501
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**264**	**330**	**408**	**501**
BVPS (원)	11,224	14,029	17,325	21,278

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	**88**	**58**	**98**	**121**
당기순이익	61	76	90	107
유무형자산상각비	8	13	15	18
기타	18	1	1	0
운전자본증감	0	(32)	(8)	(5)
투자현금	**(87)**	**(44)**	**(55)**	**(67)**
자본적지출	(26)	(38)	(45)	(53)
기타	(62)	(6)	(10)	(14)
재무현금	**(12)**	**(11)**	**(13)**	**(14)**
배당금	(11)	(11)	(13)	(14)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(0)	0	0	0
기초현금	35	24	28	58
기말현금	24	28	58	97

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	23.2	23.0	22.1	21.5
총자산이익률 (%)	13.9	13.9	14.1	14.2
재고자산보유기간 (일)	12.0	14.2	15.6	16.5
매출채권회수기간 (일)	32.7	35.2	36.1	35.7
매입채무결재기간 (일)	43.5	45.0	43.0	43.3
순차입금/자기자본 (%)	(37.8)	(32.6)	(34.8)	(37.1)
이자보상배율 (x)	(34.4)	(36.9)	(36.8)	(34.8)

자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

변성진, Analyst, 3774 1457, sjbyun@miraeasset.com
심은솔, 3774 3824, esshim@miraeasset.com

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10%초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
[작성자 : 변성진, 심은솔]

종목	담당자	담당자 보유주식수 종류	수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류

Target Price and Recommendation Chart

한샘 (009240 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2014-05-30	BUY (initiate)	105,000