

# Earnings review

## 한샘 (009240)

흔들리지 않는 펀더멘탈



Analyst 김선미

02) 2184-2338 / smkim@ktb.co.kr

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	<b>BUY</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>210,000</b>	150,000	<b>상향</b>
Earnings			<b>상향</b>

**Stock Information**

현재가 (2/4)	156,500원
예상 증가상승률	34.2%
시가총액	36,831억원
비중(KOSPI내)	0.30%
발행주식수	23,534천주
52주 최저가/최고가	52,100 - 156,500원
3개월 일평균거래대금	86억원
외국인 지분율	24.0%
주요주주지분율(%)	
조창철외 24인	34.8
국민연금공단	5.9

**Valuation wide**

	2013	2014P	2015E
PER(배)	19.3	41.4	31.3
PBR(배)	4.6	11.0	8.5
EV/EBITDA(배)	12.3	30.3	21.9
배당수익률(%)	1.4	0.4	0.5

**Performance**

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	32.1	60.7	202.1	36.7
KOSPI대비 상대수익률(%)	30.2	66.3	198.1	34.2

**Price Trend**



**▶ Highlight**

4Q에도 영업이익 기준 컨센서스 7% 상회하는 호실적 기록. 이케아 출점에 따른 시장 점유율 하락, 역기저 효과(4Q13 매출액, 영업이익 YoY+46%, +83%)에 따른 YoY 실적 성장률 둔화 등의 우려 많았으나, 인테리어/부엌가구/B2B 전 사업부문에서 20%내외의 성장률 유지. 외형 확대에 따른 영업leverage로 4Q OPM은 YoY+0.8%p 개선된 9.1% 기록

**▶ Pitch**

동사에 대한 목표주가를 기존 15만원에서 21만원으로 상향하며 투자의견 BUY 유지. 목표주가 상향은 실적 추정치 상향( '15년- '16년 영업이익 +8~20% 상향)과 동사 주가 상승에 따른 자사주(지분 23.2%) 가치 상승을 반영했기 때문

최근 국내에 이케아, 글로벌SPA 인테리어 업체의 진출로 인테리어제품에 대한 관심 증가. 의류/화장품 시장에서 이미 경험했듯이 글로벌 업체들의 국내 진출은 해당 시장의 확대를 견인할 것으로 기대. 2015E PER 30배로 valuation 다소 높으나 시장 성장성, 동사의 시장 지배력, 실적 고성장 등을 고려했을 때 valuation 프리미엄은 정당화된다고 판단. 중장기 투자 매력 높아 BUY 유지

**▶ In detail**

- K-IFRS 연결 기준 매출액 3,780억원(YoY +24.5%, QoQ +14.0%), 영업이익 342억원(+35.1%, +29.0%), 순이익 292억원(+53.9%, +36.1%) 기록. 4Q에도 컨센서스 상회
- 4Q에도 인테리어/부엌/B3B 전 사업부문에서 고르게 성장한 것으로 추정. 3Q에 이어 4Q에도 인테리어 온라인 부분의 성장률이 다소 낮은 것으로 파악되나, Shop-in-shop 형태의 외부브랜드 매출은 동사의 순액 매출액에 포함되지 않는다는 점, 동사는 현재 외부브랜드 확대를 통해 집객효과를 높이는데 주력하고 있는 점 등을 고려했을 때 우려할 상황은 아니라고 판단함. 2015년 점진적 회복 예상
- 4Q OPM은 9.1%로 분기 최대치를 기록. 영업leverage가 본격화되며 수익성이 개선되고 있기 때문. 2015년에도 매출 성장 지속하면서 동사 영업이익률 range는 2014년 7.6%~ 9.1%에서 2015년에는 8.5%~ 10%대로 한 단계 레벨업 될 것으로 기대
- 동사는 2년 연속 30% 이상의 매출액 성장을 기록함에 따라 2015년 매출액 성장세 둔화는 불가피. 그러나 수익성 개선이 본격화되면서 동사 영업이익은 2015년에도 30%대의 성장이 가능할 것. 동사 Valuation 프리미엄 정당화의 근거

**▶ Review**

(단위: 십억원)

	회사점정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비		전분기 대비		시장 컨센서스 대비	
	'14.12P	'14.12E	차이(%)	'13.12A	차이(%)	'14.09A	차이(%)	'14.12E	차이(%)	
매출액	378	361	4.7	304	24.5	332	14.0	362	4.4	
영업이익	34	33	2.5	25	35.1	27	29.0	32	7.0	
순이익	29	27	7.7	19	51.9	21	34.3	25	17.7	
이익률(%)										
영업이익	9.1	9.3		8.3		8.0		8.8		
순이익	7.6	7.4		6.3		6.5		6.8		
차이(%p)										
영업이익률		(0.2)		0.7		1.1		0.2		
순이익률		0.2		1.4		1.2		0.9		



Fig. 01: 실적 추정치 변경 내역(분기, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	변경전				변경후				차이(% , %p)			
	2015.03E	2015.06E	2015.09E	2015.12E	2015.03E	2015.06E	2015.09E	2015.12E	2015.03E	2015.06E	2015.09E	2015.12E
매출액	331.7	349.1	361.5	400.2	338.4	357.4	370.6	409.9	2.0	2.4	2.5	2.4
영업이익	28.6	31.5	32.1	41.9	31.0	34.2	35.0	44.8	8.3	8.6	9.3	7.0
영업이익률(%)	8.6	9.0	8.9	10.5	9.2	9.6	9.5	10.9	0.5	0.6	0.6	0.5
순이익	23.5	26.1	25.8	33.4	25.4	28.2	28.1	35.9	7.9	8.0	8.9	7.4

Source: KTB투자증권

Fig. 02: 실적 추정치 변경 내역(연간, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	변경전			변경후			차이(% , %P)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	1,442.5	1,560.2	1,671.3	1,476.3	1,666.5	1,866.4	2.3	6.8	11.7
영업이익	134.1	147.5	160.3	145.1	177.9	214.3	8.2	20.6	33.7
영업이익률(%)	9.3	9.5	9.6	9.8	10.7	11.5	0.5	1.2	1.9
순이익	108.8	119.5	129.7	117.5	143.2	171.7	8.0	19.8	32.3

Source: KTB투자증권



Fig. 03: 한샘 DCF valuation

Fair Price-DCF	Forecast Period		15						
Current Price	Terminal Growth		4.0%						
DCF Model I	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2028
<b>Sales</b>	<b>10,069</b>	<b>13,249</b>	<b>14,763</b>	<b>16,665</b>	<b>18,664</b>	<b>20,386</b>	<b>22,173</b>	<b>24,020</b>	<b>40,219</b>
growth(%)		31.6%	11.4%	12.9%	12.0%	9.2%	8.8%	8.3%	5.5%
<b>EBIT</b>	<b>798</b>	<b>1,104</b>	<b>1,451</b>	<b>1,779</b>	<b>2,143</b>	<b>2,436</b>	<b>2,729</b>	<b>3,045</b>	<b>6,458</b>
growth(%)		38.3%	31.5%	22.6%	20.4%	13.7%	12.0%	11.6%	8.7%
Margin(%)	7.9%	8.3%	9.8%	10.7%	11.5%	11.9%	12.3%	12.7%	16.1%
* EBITDA	879	1,161	1,568	1,900	2,269	2,568	2,862	3,210	6,723
* EBITDA margin(%)	8.7%	8.8%	10.6%	11.4%	12.2%	12.6%	12.9%	13.4%	16.7%
Tax rate(%)	24.4%	24.1%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
<b>NOPLAT</b>	<b>603</b>	<b>838</b>	<b>1,100</b>	<b>1,349</b>	<b>1,624</b>	<b>1,846</b>	<b>2,069</b>	<b>2,308</b>	<b>4,896</b>
Depr. & amort.	80	57	117	121	126	132	133	165	264
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>684</b>	<b>895</b>	<b>1,217</b>	<b>1,469</b>	<b>1,750</b>	<b>1,979</b>	<b>2,202</b>	<b>2,473</b>	<b>5,160</b>
Net Working Capital inc(dec.)	-239	-329	-32	101	-35	-31	-63	-65	-74
Capex	262	543	180	203	227	248	222	233	306
<b>Investing Cash Flow</b>		<b>214</b>	<b>148</b>	<b>304</b>	<b>192</b>	<b>217</b>	<b>159</b>	<b>168</b>	<b>232</b>
<b>Free Cash Flow</b>		<b>682</b>	<b>1,068</b>	<b>1,165</b>	<b>1,558</b>	<b>1,762</b>	<b>2,043</b>	<b>2,305</b>	<b>4,928</b>
Cost of Equity		7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Risk Free		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Beta		0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Risk Premium		7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Cost of Debt		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Interest rate(%)	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>WACC</b>		<b>7.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>
Invested Capital	1,502	1,801	1,860	2,072	2,168	2,284	2,459	2,637	4,075
<b>ROIC</b>		<b>50.8%</b>	<b>60.1%</b>	<b>68.6%</b>	<b>76.6%</b>	<b>83.0%</b>	<b>87.2%</b>	<b>90.6%</b>	<b>122.8%</b>
<b>EVA</b>		<b>777</b>	<b>975</b>	<b>1,262</b>	<b>1,492</b>	<b>1,717</b>	<b>1,953</b>	<b>2,183</b>	<b>4,685</b>
NPV of FCF	19,498					1,308	1,407	1,473	1,728
NPV of CV	21,261								
<b>Enterprise Value</b>	<b>40,759</b>								
Non-Operating Value	9,946								
Debt	270								
Net Enterprise Value	50,436								
<b>Equity Value</b>	<b>50,436</b>								
<b>Fair Price -DCF</b>	<b>214,311</b>								
Fair Price -DCF(treasury stock-bu	214,311								
1-Year									

Source: KTB투자증권

Fig. 04: (참고) 한샘 Sum-of-the-parts Valuation

한샘		(단위: 억원)
<b>A. 영업가치</b>	<b>35,601</b>	
2015E NOPLAT	1,424	
Target multiple	25	Global peer 평균 multiple 적용
<b>B. 비영업가치</b>	<b>8,731</b>	
자기주식	8,536	2/4 증가
<b>C. 순차입금</b>	<b>(1,500)</b>	회사측 가이던스
<b>Equity Value(A+B-C)</b>	<b>45,832</b>	
발행주식(주)	23,533,928	자기주식 포함
<b>적정주가(원)</b>	<b>195,000</b>	
현재주가(원)	156,500	2/4 증가
상승여력	24.6%	

Source: KTB투자증권



## 재무제표 (IFRS연결)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	182.2	287.1	361.8	461.6	586.5
현금성자산	74.7	126.8	188.4	283.4	386.4
매출채권	73.4	107.2	111.8	112.3	127.0
재고자산	24.9	41.3	49.7	53.9	61.0
<b>비유동자산</b>	194.5	219.1	269.1	278.9	290.7
투자자산	77.3	80.2	85.3	88.8	92.4
유형자산	110.4	132.4	177.8	184.6	193.3
무형자산	6.9	6.5	6.0	5.5	5.1
<b>자산총계</b>	376.8	506.2	631.0	740.5	877.3
<b>유동부채</b>	145.5	222.4	268.4	276.4	291.6
매입채무	91.2	149.1	194.7	202.1	213.4
유동성이자부채	22.8	23.1	23.1	23.1	26.5
<b>비유동부채</b>	16.4	19.6	22.4	23.0	20.1
비유동이자부채	3.9	3.8	5.2	5.1	1.5
<b>부채총계</b>	161.9	241.9	290.8	299.3	311.7
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	36.9	38.1	38.1	38.1	38.1
이익잉여금	207.1	255.7	332.0	433.1	557.4
자본조정	(52.8)	(53.2)	(53.6)	(53.6)	(53.6)
자기주식	(52.3)	(51.8)	(51.8)	(51.8)	(51.8)
<b>자본총계</b>	214.9	264.3	340.1	441.2	565.6
투하자본	151.8	150.2	180.1	186.0	207.2
순차입금	(47.9)	(99.9)	(160.1)	(255.2)	(358.4)
ROA	10.2	13.9	15.6	17.1	17.7
ROE	18.9	25.6	29.4	30.1	28.5
ROIC	25.9	39.9	50.8	60.1	68.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>영업현금</b>	14.7	87.7	128.4	132.9	142.3
당기순이익	39.5	61.4	88.9	117.5	143.2
자산상각비	7.3	8.0	5.7	11.7	12.1
운전자본증감	(37.7)	0.2	25.9	3.2	(10.1)
매출채권감소(증가)	(8.2)	(33.2)	(8.0)	(0.5)	(14.7)
재고자산감소(증가)	9.1	(16.8)	(7.1)	(4.2)	(7.1)
매입채무증가(감소)	(33.7)	39.3	18.3	7.4	11.3
<b>투자현금</b>	(15.7)	(87.2)	(38.6)	(25.1)	(27.6)
단기투자자산감소	5.0	(64.2)	16.1	(3.6)	(3.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(7.4)	(26.1)	(54.1)	(17.7)	(20.0)
유무형자산감소	(0.1)	0.5	(0.0)	(0.3)	(0.3)
<b>재무현금</b>	(22.3)	(8.6)	(13.6)	(16.5)	(15.3)
차입금증가	3.4	2.9	0.7	0.0	3.5
자본증가	(11.3)	(8.7)	(12.7)	(16.5)	(18.8)
배당금지급	11.3	10.8	12.7	16.5	18.8
현금 증감	(23.9)	(11.2)	75.9	91.4	99.3
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	67.4	99.9	116.5	129.8	152.4
(-) 운전자본증가(감소)	24.8	(23.9)	(32.9)	(3.2)	10.1
(-) 설비투자	7.4	26.1	54.1	17.7	20.0
(+) 자산매각	(0.1)	0.5	(0.0)	(0.3)	(0.3)
Free Cash Flow	35.1	98.2	95.4	114.9	122.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	35.1	98.2	95.4	114.9	122.0

자료: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>매출액</b>	783.2	1,006.9	1,324.9	1,476.3	1,666.5
증가율 (Y-Y,%)	9.9	28.6	31.6	11.4	12.9
<b>영업이익</b>	47.2	79.8	110.4	145.1	177.9
증가율 (Y-Y,%)	(3.1)	68.9	38.3	31.5	22.6
<b>EBITDA</b>	54.5	87.9	116.1	156.8	190.0
<b>영업외손익</b>	4.6	1.4	6.7	10.0	11.0
순이자수익	1.2	2.0	4.0	8.6	9.7
외화관련손익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	51.8	81.2	117.1	155.1	189.0
<b>당기순이익</b>	39.5	61.4	88.9	117.5	143.2
지배기업당기순이익	39.5	61.3	88.9	117.5	143.2
증가율 (Y-Y,%)	0.4	55.5	44.9	32.2	21.8
<b>NOPLAT</b>	36.0	60.3	83.8	110.0	134.9
(+) Dep	7.3	8.0	5.7	11.7	12.1
(-) 운전자본투자	24.8	(23.9)	(32.9)	(3.2)	10.1
(-) Capex	7.4	26.1	54.1	17.7	20.0
OpFCF	11.1	66.1	68.4	107.1	116.8
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	7.3	17.2	22.9	23.5	18.3
영업이익증가율(3Yr)	15.6	29.4	31.3	45.4	30.6
EBITDA증가율(3Yr)	14.9	26.0	28.2	42.2	29.3
순이익증가율(3Yr)	21.9	28.3	31.3	43.9	32.6
영업이익률(%)	6.0	7.9	8.3	9.8	10.7
EBITDA마진(%)	7.0	8.7	8.8	10.6	11.4
순이익률(%)	5.0	6.1	6.7	8.0	8.6

### 주요투자지표

(단위:원,배)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,677	2,607	3,779	4,995	6,086
BPS	8,832	10,947	14,191	18,507	23,812
DPS	600	700	700	800	900
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	11.1	19.3	41.4	31.3	25.7
PBR	2.1	4.6	11.0	8.5	6.6
EV/ EBITDA	7.1	12.3	30.3	21.9	17.5
배당수익률	3.2	1.4	0.4	0.5	0.6
PCR	6.5	11.8	31.6	28.4	24.2
PSR	0.6	1.2	2.8	2.5	2.2
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	75.4	91.5	85.5	67.8	55.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	125.3	129.1	134.8	167.0	201.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.3	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	50.0	42.1	39.7	33.3	30.2
현금+투자자산(%)	50.0	57.9	60.3	66.7	69.8
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	11.1	9.3	7.7	6.0	4.7
자기자본(%)	88.9	90.7	92.3	94.0	95.3



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 추진 여부를 수행하고 있지 않습니다.  
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.  
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월 주권사로 참여하지 않았습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.  
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료의 조사분석담당은 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만
- SUSPENDED: 기업 가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

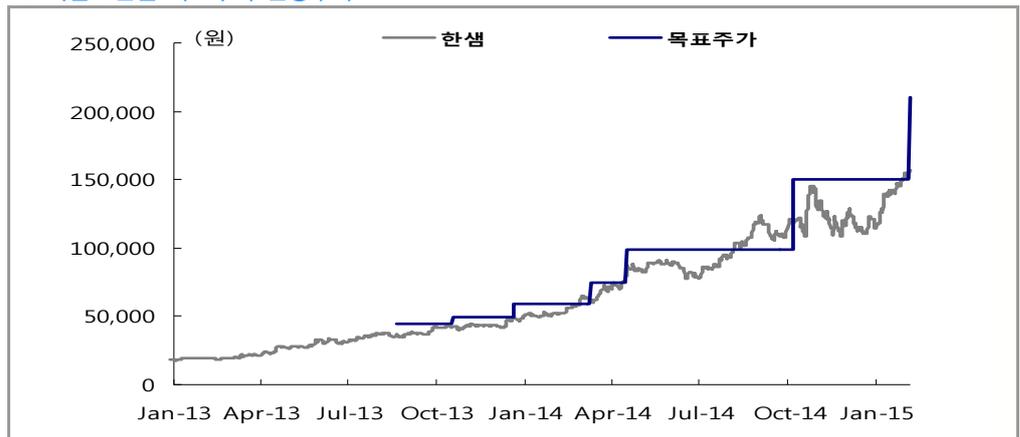
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

일자	2013.10.17	2013.11.25	2013.12.20	2014.01.09	2014.02.18	2014.03.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	49,000원	49,000원	59,000원	59,000원	59,000원	75,000원
일자	2014.03.28	2014.04.16	2014.06.09	2014.06.24	2014.06.27	2014.07.21
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	75,000원	99,000원	99,000원	99,000원	99,000원	99,000원
일자	2014.09.22	2014.10.06	2014.10.07	2014.10.20	2014.11.11	2014.11.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	99,000원	99,000원	150,000원	150,000원	150,000원	150,000원
일자	2015.01.06	2015.01.13	2015.02.05			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	150,000원	150,000원	210,000원			

▶ 최근 2년간 목표주가 변경추이



본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자시결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 자재물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.