

Analyst **성정환** 02) 3787-2031 irrever@hmcib.com
 Analyst **박현욱** 02) 3787-2190 hwpark@hmcib.com

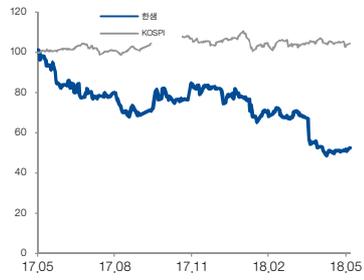
불리한 외부환경

현재주가 (06/05)	115,000원		
상승여력	0.0%		
시가총액	2,706십억원		
발행주식수	23,534천주		
자본금/액면가	24십억원/1,000원		
52주 최고가/최저가	215,500원/106,500원		
일평균 거래대금 (60일)	9십억원		
외국인지분율	30.83%		
주요주주	조창걸 외 27인 32.92%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.7	-24.3	-37.2
상대주가(%p)	3.0	-26.8	-35.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	4,491	5,501	155,000
After	4,534	5,006	115,000
Consensus	4,554	5,524	162,625
Cons. 차이	-0.4%	-9.4%	-29.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 1분기 별도와 연결 영업이익간의 차이는 약 80억원으로 중국 상해법인, 베이징 법인 등 자회사들의 실적부진이 회사 전체 실적에 악영향을 미치는 시기가 길어지고 있음.
- 4월 전국 주택매매거래량은 YoY 5%감소하며 본격적으로 감소추세로 돌입하여 한샘에 불리한 영업환경이 지속되고 있음
- 투자이견 M.PERFORM를 유지하고 목표주가를 155,000원에서 115,000원으로 하향함

2) 주요이슈 및 실적전망

- 18년 연결 매출 2조 1,750억원, 영업이익 1,160억원으로 실적 추정치를 조정. 2016년까지 고속성장했던 영업이익이 2년 연속 감익추세로 돌아설 가능성이 높아 성장성 회복이 매우 절실한 상황
- 주택매매거래량이 본격적으로 감소추세로 전환하고 하반기 이후 아파트 입주물량이 하락세로 돌아섬에 따라 B2B, B2C 채널이 모두 불리한 영업환경에 직면함
- 1분기 상해법인은 17년 4분기 대비 적자폭이 축소되었으나 북경법인의 적자폭 확대로 인해 전체 자회사 적자폭은 17년 4분기 대비 오히려 증가한 상황. 줄어들고 있지 않은 자회사들의 실적부진이 연결 실적 개선의 방해요소로 작용하고 있음.

3) 주가전망 및 Valuation

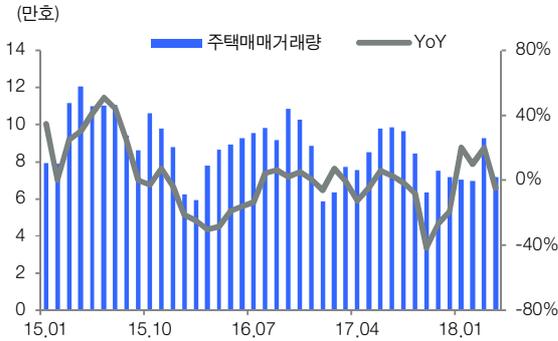
- 과거 동사가 업종 대비 높은 밸류에이션 프리미엄을 받았던 원인은 강한 브랜드 가치와 높은 브랜드 가구 시장 점유율을 바탕으로 한 실적성장성. 실제로 2012~2016기간동안 동사의 EPS는 연평균 34%의 높은 성장률을 기록.
- 반면 당사는 2018~2020년 한샘의 EPS성장률이 연평균 12.6%에 그칠 것으로 전망하여 과거와 같은 높은 밸류에이션 멀티플을 적용하기 어렵다고 판단. EPS 증가의 주요 원인을 연결 자회사 적자 폭의 축소로 전망. 한 자리 수로 떨어진 매출증가율이 회복되는 것이 멀티플 회복의 선결 조건일 것으로 판단.
- 예상보다 큰 자회사 적자폭, 주택매매 거래량 등을 반영하여 2018년 실적추정치를 변경하고 Target P/E를 변경적용 한 115,000원으로 동사 목표주가를 하향(기존 155,000원)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	1,935	160	128	174	5,419	11.2	36.7	8.6	25.1	26.1	0.6
2017	2,063	141	96	158	4,077	-24.8	44.1	8.3	26.5	18.3	0.7
2018F	2,175	116	107	138	4,534	11.2	25.3	4.5	18.7	19.4	1.0
2019F	2,326	144	118	166	5,006	10.4	22.9	3.9	14.9	18.4	1.0
2020F	2,468	161	137	182	5,822	16.3	19.7	3.4	12.9	18.4	1.0

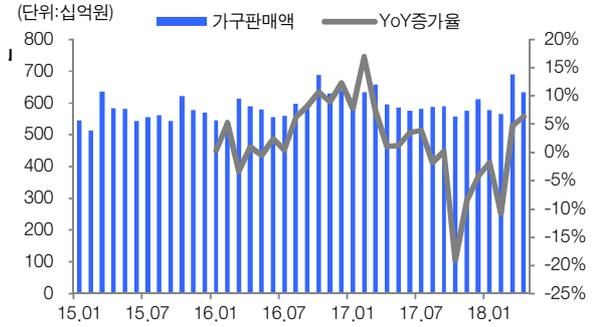
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 주택 매매거래량 추이



자료: 한국감정원, 현대차투자증권

〈그림2〉 가구판매액 추이



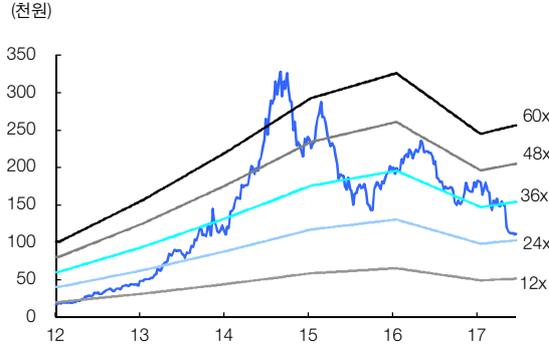
자료: 통계청, 현대차투자증권

〈표1〉 한샘부문별 실적 추이

(단위: 십억 원)

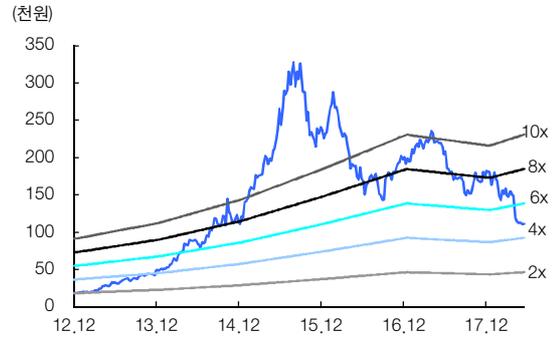
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
연결매출액	513	503	556	490	488	534	604	550	2,063	2,175	2,326
YoY	19%	11%	13%	-12%	-5%	6%	9%	12%	7%	5%	7%
별도매출액	495	482	527	470	467	510	578	522	1,974	2,076	2,222
YoY	19%	11%	11%	-11%	-6%	6%	10%	11%	6%	5%	7%
B2C	396	322	412	359	350	389	458	406	1,539	1,602	1,734
YoY	17%	8%	14%	-14%	-12%	5%	11%	13%	5%	4%	8%
인테리어사업부	184	155	173	157	165	156	185	173	669	679	715
대리점	60	53	63	52	52	56	69	58	228	235	255
직매장	66	55	63	56	56	49	63	58	240	226	222
온라인	58	46	47	50	56	51	54	57	201	218	238
부엌유통사업부	212	217	239	202	185	233	272	233	870	923	1,019
대리점	112	111	126	109	97	111	136	120	458	46	500
리하우스	100	106	113	93	88	122	137	112	411	459	519
B2B	99	110	115	111	118	121	120	116	435	474	488
YoY	25%	21%	3%	0%	19%	10%	4%	4%	11%	9%	3%
연결영업이익	39	27	40	35	9	24	44	39	141	116	144
YoY	29%	-13%	-6%	-38%	-78%	-11%	10%	13%	-12%	-18%	24%
별도영업이익	41	33	49	39	17	31	48	43	162	139	151
YoY	39%	7%	16%	-29%	-58%	-7%	-1%	10%	3%	-14%	8%
세전이익	42	30	38	28	26	27	46	45	138	143	156
순이익	31	20	27	8	19	20	34	34	96	107	118
영업이익률	7.6%	5.4%	7.2%	7.1%	1.8%	4.5%	7.2%	7.1%	6.8%	5.3%	6.2%
세전이익률	8.1%	5.9%	6.9%	5.8%	5.2%	5.0%	7.6%	8.1%	6.7%	6.6%	6.7%
순이익률	6.0%	3.9%	4.9%	3.7%	3.8%	3.7%	5.7%	6.1%	4.7%	4.9%	5.1%

〈그림3〉 한샘 P/E 밴드 추이



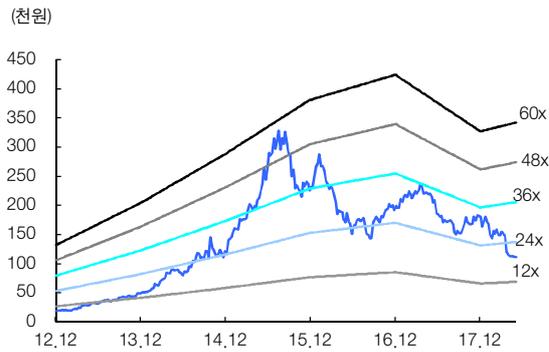
자료: DataGuide, 현대차투자증권

〈그림4〉 한샘 P/B 밴드 추이



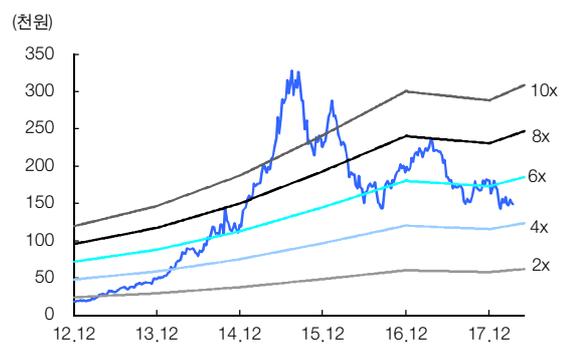
자료: DataGuide, 현대차투자증권

〈그림5〉 한샘 P/E 밴드 추이(자사주 차감 반영)



자료: DataGuide, 현대차투자증권

〈그림6〉 한샘 P/B 밴드 추이(자사주 차감 반영)



자료: DataGuide, 현대차투자증권

〈표2〉 P/E Valuation

항목	비교
예상 EPS (원)	6,052
적정 P/E(배)	19
적정주가 (원)	114,988
목표주가 (원)	115,000
현재주가 (원)	115,000
Upside (%)	0.0%

자료: 현대차투자증권

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,935	2,063	2,175	2,326	2,468
증가율 (%)	13.1	6.6	5.5	6.9	6.1
매출원가	1,336	1,464	1,556	1,657	1,758
매출원가율 (%)	69.0	71.0	71.5	71.2	71.2
매출총이익	599	598	619	669	710
매출이익률 (%)	31.0	29.0	28.5	28.8	28.8
증가율 (%)	14.0	-0.1	3.5	8.0	6.2
판매관리비	439	458	504	525	549
판매비율 (%)	22.7	22.2	23.2	22.6	22.3
EBITDA	174	158	138	166	182
EBITDA 이익률 (%)	9.0	7.7	6.3	7.1	7.4
증가율 (%)	10.7	-8.9	-12.9	20.2	10.1
영업이익	160	141	116	144	161
영업이익률 (%)	8.2	6.8	5.3	6.2	6.5
증가율 (%)	8.8	-11.9	-17.8	24.5	12.0
영업외손익	4	-6	22	7	9
금융수익	5	5	2	4	18
금융비용	2	5	2	2	8
기타영업외손익	1	-5	22	5	0
중속/관계기업관련손익	6	3	5	6	12
세전계속사업이익	170	138	143	156	182
세전계속사업이익률	8.8	6.7	6.6	6.7	7.4
증가율 (%)	9.5	-18.7	3.1	9.7	16.3
법인세비용	43	42	36	39	45
계속사업이익	128	96	107	118	137
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	128	96	107	118	137
당기순이익률 (%)	6.6	4.7	4.9	5.1	5.6
증가율 (%)	11.2	-24.8	11.2	10.4	16.3
지배주주지분 순이익	128	96	107	118	137
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-10	0	-3	0
총포괄이익	124	86	106	115	137

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	154	66	125	139	144
당기순이익	128	96	107	118	137
유형자산 상각비	13	17	19	19	19
무형자산 상각비	1	1	4	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-14	-79	-4	6	6
기타	26	31	0	-7	-21
투자활동으로인한현금흐름	-53	-154	-24	-28	-5
투자자산의 감소(증가)	-5	-12	-7	-1	5
유형자산의 감소	3	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-32	-117	-19	-20	-20
기타	-20	-27	0	-7	10
재무활동으로인한현금흐름	-20	17	-122	-23	-30
장기차입금의 증가(감소)	-2	131	-92	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-18	-20	-21	-21	-21
기타	0	-94	-8	-2	-8
기타현금흐름	1	-4	1	0	0
현금의증가(감소)	82	-75	-20	87	109
기초현금	69	150	75	55	142
기말현금	150	75	55	142	251

* K-FRS 연결 기준

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	554	414	435	546	679
현금성자산	150	75	55	142	251
단기투자자산	191	111	125	132	140
매출채권	118	128	144	153	162
재고자산	68	73	82	87	92
기타유동자산	27	26	29	31	33
비유동자산	345	562	573	578	583
유형자산	221	315	304	306	307
무형자산	11	16	20	17	14
투자자산	84	100	112	119	126
기타비유동자산	30	131	136	136	136
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	899	976	1,007	1,123	1,262
유동부채	338	406	345	366	387
단기차입금	17	108	10	10	10
매입채무	168	152	171	181	192
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	153	147	165	175	185
비유동부채	20	62	70	71	72
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	3	43	43	43	43
장기금융부채 (리스포함)	0	0	6	6	6
기타비유동부채	17	19	21	22	24
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	358	468	415	437	460
지배주주지분	541	508	593	686	802
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
자본조정 등	-52	-151	-151	-151	-151
기타포괄이익누계액	2	-4	-5	-8	-8
이익잉여금	529	602	687	784	900
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	542	508	593	686	802

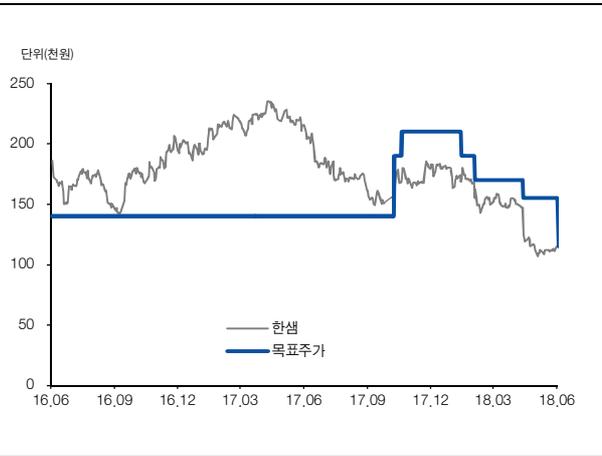
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	5,419	4,077	4,533	5,005	5,822
EPS(지배순이익 기준)	5,419	4,077	4,534	5,006	5,822
BPS(자본총계 기준)	23,011	21,570	25,192	29,162	34,085
BPS(지배자본 기준)	23,007	21,565	25,188	29,159	34,082
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	36.7	44.2	25.3	22.9	19.7
P/E(지배순이익 기준)	36.7	44.1	25.3	22.9	19.7
P/B(자본총계 기준)	8.6	8.3	4.5	3.9	3.4
P/B(지배자본 기준)	8.6	8.3	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA(Reported)	25.1	26.5	18.7	14.9	12.9
배당수익률	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	11.2	-24.8	11.2	10.4	16.3
EPS(지배순이익 기준)	11.2	-24.8	11.2	10.4	16.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	26.1	18.3	19.4	18.4	18.4
ROE(지배순이익 기준)	26.1	18.3	19.4	18.4	18.4
ROA	15.3	10.2	10.8	11.1	11.5
안정성 (%)					
부채비율	66.1	92.2	69.9	63.7	57.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	144.0	66.7	54.8	68.2	19.1

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/10/13	BUY	190,000	-8,8	-6,1
17/10/24	BUY	210,000	-17,0	-11,7
18/01/18	M,PERFORM	190,000	-9,9	-12,1
18/02/06	M,PERFORM	170,000	-10,9	-16,2
18/04/17	M,PERFORM	155,000	-26,5	-31,3
18/06/07	M,PERFORM	115,000	-	-

▶ 최근 2년간 한샘 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 성정환의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류현대차투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETP/EFORM(M,P/EFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.04.01~2018.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	138건	88,46%
보유	18건	11,54%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.