

남았지만 예쁜 집에 살아요

Analyst 조운호(건설/전자재/부동산)

Analyst 유경하(스몰캡)



Summary



사례1. 재택근무를 하던 중에 책상이 너무 불편했다. 재택근무가 없을 때에는 일주일에 30분을 책상 앞에 앉아봤을까? 책상이 불편해서 일이 잘 안된다. 한샘몰에서 책상을 검색해본 후 마음에 드는 모델을 찾아서 이곳저곳 검색을 해보니 한샘몰 물건이 가장 괜찮아 보인다. 11월 말에 주문을 넣었다. 조금 더 편하게 재택근무환경을 조성해야하니까. 그런데 아직 책상이 안 왔다. 문의를 해보니 주문이 넘쳐서 물건 배정을 받지 못했다고 한다. 다음 주나 되어야 배송이 될 것 같다고 한다.

사례2. TV, 유튜브, SNS에 유난히 리모델링, 인테리어 얘기가 많다. 공중파에서 집 찾아주고, 인테리어 하는게 시청률이 나오나? 먹방에 이어 랜선집들이가 유행하는건가? 뭔가 내가 유행에서 뒤쳐진 느낌이긴하다. 그건 그렇고 집은 잘 꾸미고들 사네.

사례3. 한샘 실적 반등이 예사롭지 않다. 작년에 거래량이 바닥을 찍은 것 때문이겠지. 그런데 코로나19 때문에 매장에 손님은 별로 없어 보인다. 뭔가 아귀가 잘 안 맞는 느낌이다. 한샘 실적 반등이 일시적인 것일까?

리모델링과 인테리어 시장의 성장이 일시적인 것은 아니라고 판단된다. 대한민국에 스무살이 넘어가는 아파트가 계속 늘어날 수 밖에 없는 반면 이를 해소할 수 있는 재건축이나 대규모 리모델링은 여러가지 이유로 사업화가 쉽지 않다. 점점 주거환경이 나빠지고 있는 것이다. 구조적으로 세대별 리모델링이 성장할 수 밖에 없다고 판단된다. 인테리어 산업 전망도 밝다. 1~2인 가구가 늘어나는 상황에서 이전과 비교했을 때 이사 빈도가 잦아지고 있다. 여기에 SNS, 유튜브 등을 통해 자기 인테리어를 자랑하는 시대이다.

밸류에이션에 대한 부담으로 Hold를 유지했던 한샘의 투자의견을 Buy로 상향 조정한다. 구조적 성장기에 진입한 리모델링과 인테리어산업 모두에서 강점을 가지고 있는 한샘의 성장성이 다시 한번 부각 받을 수 있는 시점이라고 판단된다. 밸류에이션보다는 성장성이 투자포인트이다.

인테리어가 상시화된 시대를 포착해 돌보이는 성과를 내고 있는 네 곳의 기업을 추가로 선정해 분석했다. 원스톱 인테리어 플랫폼을 추구하며 랜선 집들이 트렌드를 선도하는 버킷플레이스(오늘의집), 고객과 시공업체를 조율하는 집닥맨으로 인테리어 시공중개 시장의 정보 비대칭성을 줄여나가는 집닥, 공장 없이 매장 없이 온라인으로 가구를 파는 오하임아이엔티, B2B2C 채널 확장을 통해 주택건설 경기 연동에서 벗어난 실적을 시현 중인 하츠가 그 주인공들이다.

Contents

I. 성장기에 진입한 리모델링 시장.....	4
설비 점검부터 도시정비까지.....	4
주거용 리모델링 시장의 성장 가능성 확대.....	5
아파트 노후화의 필연적 결과물.....	7
II. 이사가 잦아지면 인테리어가 필요한 법.....	11
소규모 리모델링이 증가하면서 가구/인테리어 외형 성장.....	11
III. 랜선집들이 : 인테리어 O2O 플랫폼.....	14
플랫폼 서비스는 인테리어 시장을 어떻게 바꾸고 있나?.....	14
이커머스형 플랫폼에는 무엇이 있나?.....	15
시공중개형 플랫폼에는 무엇이 있나?.....	17
IV. Coverage Recommendation.....	19
한샘(009240).....	20
버킷플레이스(비상장기업).....	26
집닥(비상장기업).....	30
오하임아이엔티(309930).....	34
하츠(066130).....	40

I. 성장기에 진입한 리모델링 시장

설비 점검부터 도시정비까지

광범위한 의미로 사용되는 리모델링

리모델링은
유지, 보수,
개수 등을 포괄

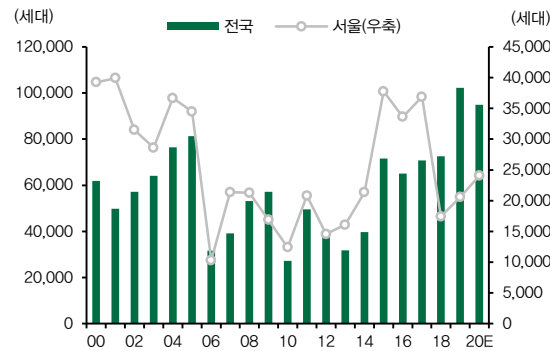
리모델링이란 말은 매우 광범위한 의미로 사용된다. 누군가에게는 재건축이란 의미로 느껴질 것이고, 또 누군가에게는 인테리어 공사 정도로 느껴질 것이다. 실제로 건축법에서도 모두 폭 넓게 정의하고 있다. 건축법 상 리모델링은 “건축물의 노후화를 억제하거나 기능을 향상시키기 위하여 대수선하거나 건축물 일부를 증축 또는 개축하는 행위”로 정의된다. 리모델링을 세분화해 보면 1) 유지, 2) 보수, 3) 개수로 나눌 수 있는데 유지(maintenance)는 건축물/설비 점검, 환경 관리, 청소 등 철거 시점까지 계속 수행해야 할 사업 영역, 보수(repair)는 건축물이 노후화하면서 내용 연수가 한계에 달하는 경우 수리, 수선 등으로 건물의 기능을 회복시키는 활동, 개수(renovation)은 건축물의 사회적 기능 향상 및 경제적 가치 제고에 초점을 두는 개보수 활동이다. 우리가 폭 넓게 리모델링을 인식하는 것과 일치한다고 볼 수 있다. 물론 주택시장에서 가장 관심을 가지는 영역은 개수(renovation)시장이다. 다만 재개발/재건축과 같은 대규모 정비사업은 일반적으로 리모델링에 포함하지는 않는다. 본 리포트에서의 리모델링은 개수(renovation)를 의미하고, 유지/보수 시장과는 구분하여 사용할 것이다.

주택 공급의 핵심인 정비사업 재개발/재건축

20년 현재
서울
주택분양의
70%는
재개발/재건축

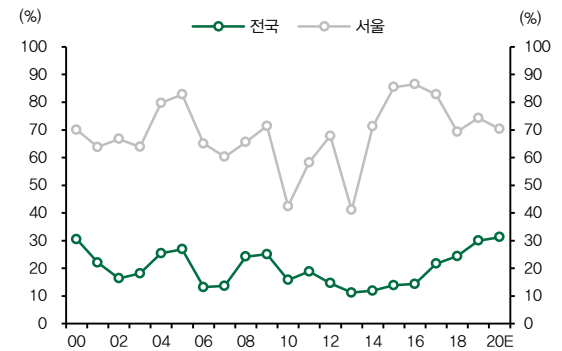
당연한 말이지만 정부의 부동산 정책은 수요와 공급에 초점을 맞추게 된다. 수요와 관련된 정책은 시장에 직접적이고, 단기에 영향을 미치는 반면 공급과 관련된 정책은 예측이 쉽지 않고, 긴 시간에 걸쳐 영향을 미치게 된다. 부동산 정책에 대해 자주 언급되는 것이 부동산 가격을 잡으려면 주택공급을 늘려야한다는 말인데 그렇게 쉬운 문제는 아니다. 주택을 건설할 수 있는 용지를 확보하기도 어렵고, 정책 마련 이후 실제 공급까지는 최소한 3년 이상이 걸리기 때문이다. 특히 인프라가 갖춰진 지역에 주택을 공급하기는 쉽지 않고, 사실상 서울을 비롯한 광역시에서 정비사업 외에는 신규 분양이 쉽지 않다고 봐야한다. 2000년대 이후 주택공급의 핵심은 신도시를 제외하면 재개발/재건축 등의 정비사업이다. 전국적으로 보면 17년 이후 주택분양의 20% 이상이 정비사업이고, 서울의 경우에는 이미 00년대부터 60%가 넘는 비율로 재개발/재건축이 주택 공급의 핵심이었다. 정비사업이 주택공급의 핵심이기는 하지만 전체 공급량에 영향을 미치려면 상당한 공급물량이 필요하기 마련인데 정비사업은 기존 주택 소유자, 즉 조합이 존재하기 때문에 전체 분양물량과 실질적인 신규공급물량(일반분양)에는 차이가 있기 때문이다. 전국적으로 보면 정비사업의 비중이 30%를 넘어서기는 했지만 분양물량은 연간 7~9만세대이고 실제 신규공급물량은 3~5만세대에 불과하다. 또한 이해당사자가 많은 사업이자 규제가 많은 사업이기 때문에 사업화 속도가 빠를 수 없는 사업이다. 전체 주택(아파트) 공급에서 매우 중요한 사업이지만 공급량이 쉽게 늘어나기도 어려운 것이 정비사업이다.

도표 1. 재개발/재건축 신규분양 세대수 추이



자료: 부동산114, DB금융투자

도표 2. 전체 신규분양 중 재개발/재건축 비중



자료: 부동산114, DB금융투자

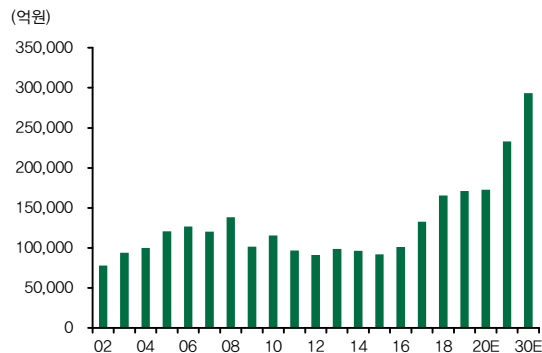
주거용 리모델링 시장의 성장 가능성 확대

리모델링 시장은 주택공급이 줄 때 성장

15년 주택분양
피크일 때
리모델링
성장성 둔화

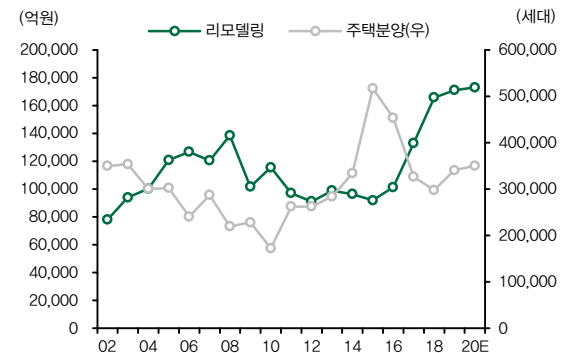
17년까지 건축물 리모델링 시장의 특성은 신규 아파트 분양과 역의 상관관계를 가졌다는 점이다. 08년 금융위기를 전후로 주택분양이 급격히 감소했던 07~11년에 리모델링 시장이 급성장했던 반면 13년 이후 주택분양이 급증하면서부터는 리모델링 시장의 성장성이 급격히 둔화되었다. 시장의 유행, 즉 어떤 부동산 상품의 수익성이 유리한가에 따라 자본의 움직임이 달랐던 것으로 해석된다.

도표 3. 건축물 리모델링(개수) 시장 규모 및 전망



자료: 건설산업연구원, DB금융투자

도표 4. 리모델링 시장 규모와 주택분양



자료: 건설산업연구원, 부동산114, DB금융투자

비주거용 건축물 위주의 리모델링시장

15년 주택분양
피크일 때
리모델링
성장성 둔화

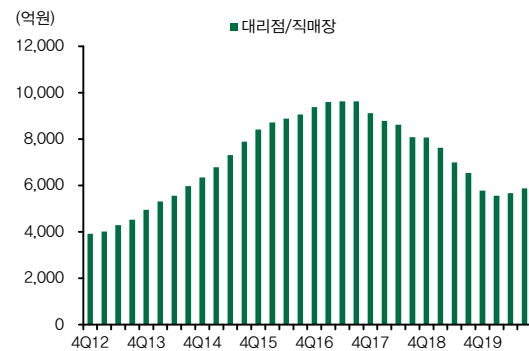
일반적인 생각과 달리 리모델링 시장은 비주거용 시장 위주로 형성되어 있고 주거용 시장에서는 단독 주택의 비중이 높다. 아파트 리모델링 시장은 재개발/재건축과 달리 아직 규모가 크지 않은 시장이다. 이유는 단순한데 공동주택에 비해 오피스 등의 비주거용 건축물과 단독주택의 이해관계자가 소수이기 때문이다. 재개발/재건축의 경우 다수의 이해관계자로 인해 사업화가 어렵기는 하지만 일단 사업화가 될 경우 이해관계자의 경제적 이익이 크기 때문에 사업을 추진하려는 시도가 많을 수 밖에 없다. 반면 공동주택 리모델링의 경우에는 재개발/재건축에 비해 이익 규모는 크지 않은 반면 이해당사자가 많기 때문에 사업화가 쉽지 않다고 볼 수 있다. 비주거용 건축물의 리모델링은 일반적으로 용도 변경을 통해 소유주의 이익을 극대화시키는 방향을 갖는다. 가장 쉽게 볼 수 있는 형태의 리모델링은 오피스에서 오피스텔이나 임대주택과 같은 수익형 부동산으로의 리모델링, 또는 공장이나 창고를 아파트형공장 또는 상가시설로 리모델링하는 형태이다. 소유주 또는 투자자가 건축물 용도 변경을 통해 수익을 극대화하는 방향성을 갖게 마련이다.

주거용건축물 리모델링 시장이 성장할 가능성이 높다고 판단

한샘의
리하우스
사업이 왜
핵심사업인가

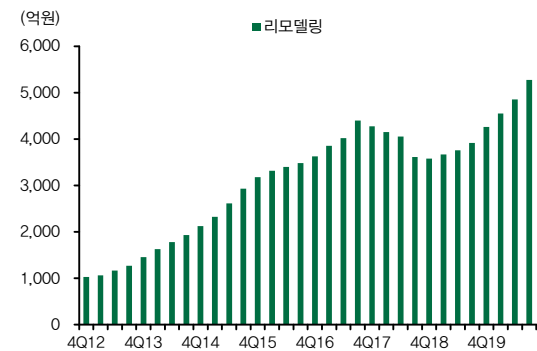
앞서 리모델링 시장이 주택(아파트) 분양이 감소할 때 성장하는 특징을 갖고 있다고 언급했다. 하지만 『도표4』에서 보면 18년 이후에는 주택분양과 무관하게 시장 규모가 커지고 있는 것을 볼 수 있다. DB금융투자 리서치센터는 이러한 특징이 주거용 리모델링 시장의 성장과 궤를 같이 하고 있다고 보고 있다. 정확한 통계자료가 없기 때문에 간접적인 방법으로 최근 리모델링 시장의 성장성을 확인해 보자. 다음의 표는 한샘의 대리점/직매장과 리하우스 매출액 추이이다. 시장이 크고 있는 것인지 한샘이라는 기업 고유의 역량 때문인지 확인할 수는 없지만 대리점/직매장을 통한 가구 판매액이 감소하는 대신 리모델링 사업부의 매출액은 꾸준히 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다. 리모델링이나 가구 판매액이나 거래량과 같은 변수에 영향을 받는 것은 당연한 것이었지만 리모델링의 경우 부동산이라는 거시 지표에서 벗어나 구조적인 성장기에 진입하고 있는 것으로 해석해볼 수 있다. 여기에서 리모델링은 수직 증축 등의 전면 개수 뿐만 아니라 세대 단위의 소규모 리모델링을 포함한다.

도표 5. 한샘 대리점/직매장 4분기 누적 매출액 추이



자료: 한샘 DB금융투자

도표 6. 한샘 리모델링 사업부 4분기 누적 매출액 추이



자료: 한샘 DB금융투자

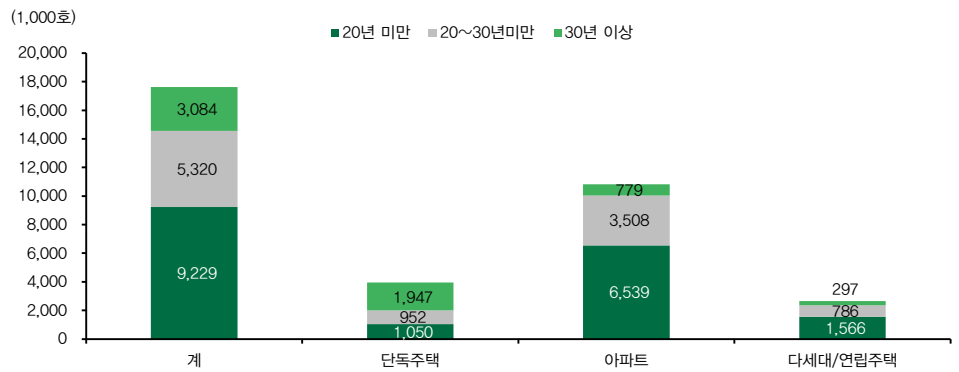
아파트 노후화의 필연적 결과물

공동주택 40%가 스무살 이상

노후화의
기준을 준공후
20년으로 설정

도시환경 정비법 시행령에 따르면 노후 불량 건축물의 범위는 20년에서 30년 사이의 건물이라고 정의되어 있다. 지자체 조례에 따라 달라지지만 서울시의 경우 93년 3월 이후 준공된 아파트의 재건축 연한은 30년이다. 반면 리모델링의 경우 가능 연한이 15년이다. 대략적으로 노후화된 아파트의 기준은 15년 이상이라고 봐야하지만 실제로 리모델링에 나서는 연한은 최소 20년은 넘어야되는 것으로 보인다. 정확한 기준이 없기 때문에 DB금융투자 리서치센터는 조사분석의 편의를 위해 20년을 아파트 노후화의 기점이라고 설정했다. 18년 기준 전체 주택에서 20년 이상 주택의 비중은 47.7%이고, 이중 아파트는 39.6%, 다세대주택은 40.9%이다. 공동주택(아파트와 다세대주택) 평균 40% 정도가 노후화된 아파트라고 할 수 있다.

도표 7. 주택 유형별 노후화 정도



자료: 통계청, DB금융투자

매년 24.8만호의 아파트가 스무살 이상의 나이가 되어간다

늘어가는
아파트수가
젊어지는
아파트에 비해
많다

현 시점에도 노후화된 주택의 비율이 높지만 문제는 앞으로도 주택, 특히 아파트의 나이가 더 들어갈 것이란 점이다. 『도표8』은 준공한지 20년이 넘어서는 아파트가 연간 얼마나 발생하는지 추정한 테이블이다. 주요 가정은 다음과 같다. 1) 조합물량은 재개발/재건축을 통해 기존의 노후화된 아파트가 정비된다. 2) 00년 준공된 아파트가 올해부터 20년 이상 노후화된 아파트가 된다. 3) 올해 이후 지난 20년간 평균 분양물량에서 조합물량을 제외한 물량이 준공한 지 20년이 넘는 아파트가 된다.

01년 아파트 재고물량은 전국 기준 527만호인데 20년 동안 72.6만호가 정비사업의 대상이 되었다. 비율은 13.8% 수준이다. 01년 이전에 준공된 아파트 중 86.2%는 이미 스무살 이상의 나이가 된 것으로 해석된다. 재건축 연한에 도달하지 않았다고 하더라도 리모델링 이상의 개보수가 필요해진 아파트가 62.0% 되었다는 의미이다. 이후 전국적으로 20년간 연평균 29.8만호가 분양되고 있는데 이 중 조합분양은 5.0만세대로 스무살이 넘어서는 아파트가 연 평균 24.8만호가 발생하고 있는 것으로 추정된다. 서울시로 한정해서보면 01년 재고주택 중 62.0%가 준공한지 20년이 넘어섰고, 20년 이후에는 매년 8,600호가 20년 이상 아파트가 되고 있는 것으로 계산된다. 결론적으로 01년 이전 준공된 아파트의 노후화도 심각하지만 정비사업에 대한 획기적인 대안이 마련되지 않는 한 대한민국 아파트의 노령화가 매년 가속화될 것이다.

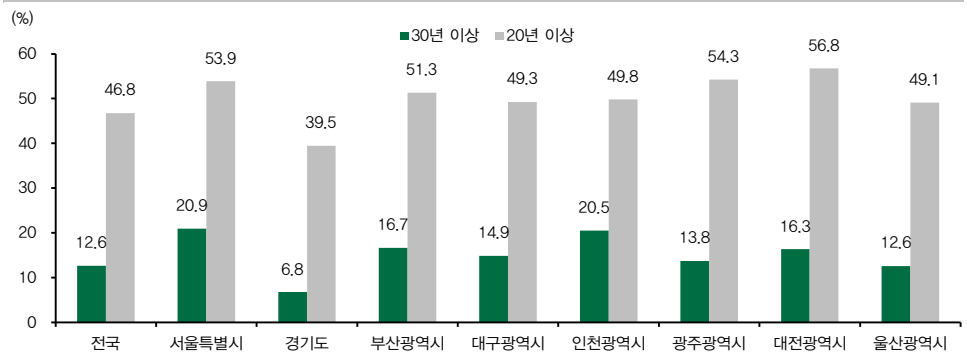
도표 8. 아파트 노후화 추정

(단위: 호)

	전국	서울
01년 아파트 제고	5,270,355	933,527
00년 이후 정비사업 신규분양물량		
총 분양물량	1,235,892	535,665
총 조합물량	725,915	354,309
00년 이후 연평균 신규분양물량	298,230	36,931
00년 이후 연평균 조합물량	50,226	28,295
매년 20세 이상 나이가 되는 아파트수	248,004	8,636

자료: 부동산114, 국토교통부, DB금융투자

도표 9. 수도권 및 광역시 아파트 노후화(20년 이상) 비율



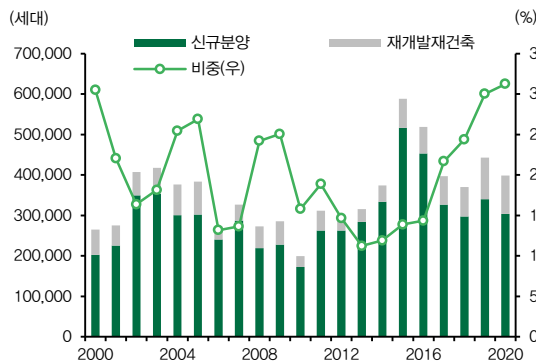
자료: 부동산114, DB금융투자

사업화가 쉽지 않은 정비사업

정비사업으로
노후화를
막기는 역부족

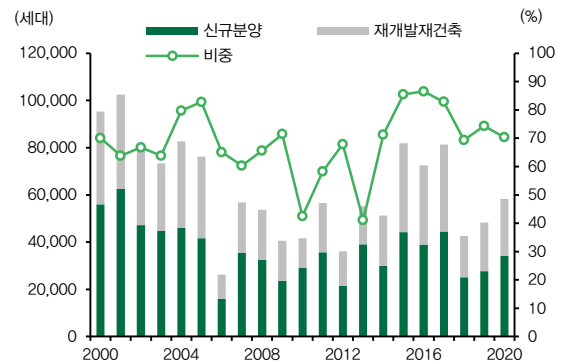
잘 알려진 바와 같이 재개발/재건축은 사업화가 쉽지 않다. 1) 사업주체가 다수라는 점, 2) 모든 이해관계자의 이해타산이 다르다는 점, 3) 시장가격이 중요한 변수이기 때문에 정책 입안 및 수행이 쉽지 않다는 점 등으로 인해 필요성에 비해 사업화가 어려운 것이 도시정비사업이다. 실제로 조합물량 기준으로 20년간 연평균 전국 5.7만세대, 서울 2.6만세대 정도 공급에 그쳤다. 20년간 연평균 분양물량이 30만세대인 것을 감안해보면 아파트 노후화에 비해 신규분양 시장에서 차지하는 비중이 그다지 높지 않음을 알 수 있다. 앞으로도 마찬가지일 것이다. 가격 영향력이 크기 때문에 규제가 쉽게 풀리기도 어려울 것이고, 설사 규제가 완화된다고 하더라도 이해 당사자들의 복잡한 관계에는 변함이 없다. 아파트 노후화 속도를 늦출 수 있을 정도로 정비사업의 공급이 활성화되기는 어렵다고 판단된다.

도표 10. 전국 아파트 재개발/재건축 비중



자료: 부동산114, DB금융투자

도표 11. 서울시 아파트 재개발/재건축 비중



자료: 부동산114, DB금융투자

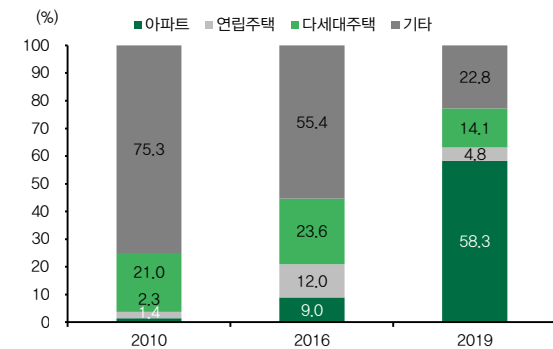
세대 단위 리모델링 증가 전망

재건축이 늦어지면 세대 단위 리모델링 수요 증가

아파트를 비롯하여 주택이 노후화 되면 선택지는 1) 재건축을 추진한다, 2) 대규모 리모델링을 추진한다, 3) 소규모 리모델링(인테리어 포함)을 한다, 4) 그냥 살거나 팔고 이사한다 정도가 될 것이다. 1)과 2)는 단지별로 조합이 공동으로 추진해야 할 사항이다. 소유주 자신의 의지대로 되는 것이 아니다. 4)의 선택지는 노후화 정도가 심해질수록 3) 이상의 선택을 강요받게 될 것이다. 최근 들어 재건축 대신 수직 증축 등이 가능한 대규모 리모델링을 선택하려는 모습이 관찰되는 있지만 재건축보다 재산상 이익이 크지 않은 반면 공사비는 대체로 70~80% 수준이고 개인의 의지로 되는 것이 아니기 때문에 재건축사업과 사업속도에 있어 큰 차이가 있어 보이지는 않는다. 결국 근본적인 해결책은 아니지만 20년 이상 노후화 아파트가 늘어날수록 소규모 리모델링의 수요는 늘어날 수 밖에 없다고 판단된다.

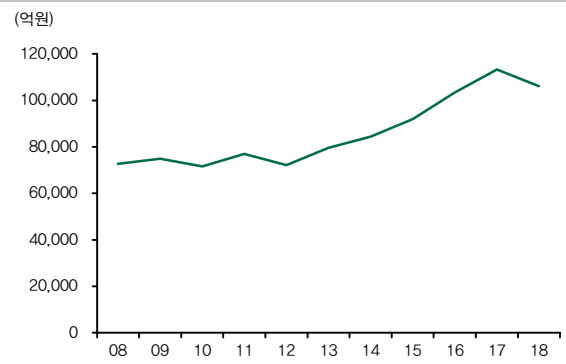
『도표12』는 공동주택의 리모델링 중 주택 유형별로 분류한 것인데 10년대 아파트 내 리모델링이 거의 존재하지 않았으나 19년에 들면서 대부분 공동주택의 리모델링 수요는 아파트에서 발생하고 있는 것으로 파악되고 있다. 재건축이 늦어질수록 소규모 리모델링 수요는 늘어난다.

도표 12. 공동주택 리모델링 유형별 비중



자료: 건설산업연구원, DB금융투자

도표 13. 주거용 실내 건축공사업 계약 추이



자료: 대한전문건설협회, DB금융투자

구조적 성장기로 진입한 리모델링 시장

한샘의
리하우스에서
읽을 수 있는
시장 성장성

노후화된 아파트가 늘어나는 것은 기정 사실이다. 대한민국에서 재건축 잔치가 벌어지지 않는 이상 아파트의 나이가 들어가는 것은 피할 수 없다. 재건축과 리모델링을 통한 경제적 이익은 차치하고서라도 안정성과 에너지 효율성 제고, 주거 복지 차원에서 리모델링(대규모이든 소규모이든)에 대한 수요는 늘어날 것으로 전망된다. 아파트의 준공 연한이 늘어날수록, 게다가 대규모 재건축 등을 통한 주거시설 정비가 쉽지 않기 때문에 대안으로서의 리모델링, 특히 소규모 리모델링이 증가할 것으로 전망된다. 쉽지 않은 도전이라고 평가했던 한샘의 리하우스(리모델링) 사업이 2.5년여만에 회사의 주요 비즈니스로 성장한 것이 리모델링 시장의 성장성을 대변한다.

실거주 의무기간 강화도 리모델링 시장에 긍정적

실거주
해야하는
집주인의
리모델링 수요
증가

양도세 비과세를 위해 실거주 의무기간이 생긴 것도 소규모 리모델링 시장에 긍정적이다. 의무 거주 기간이 2년이기 때문에 실질적으로 어느 정도 영향이 있을 지는 지켜봐야겠지만 기존에 전세를 통해 임대인이 거주했을 때보다는 소규모 리모델링에 있어서 긍정적일 것으로 판단된다. 아무래도 집주인과 임대인 간에는 소규모 리모델링에 대한 시각 차이가 있을 수 밖에 없기 때문이다.

II. 이사가 잦아지면 인테리어가 필요한 법

소규모 리모델링이 증가하면서 가구/인테리어 외형 성장

B2C 관련 건재재 업체 실적 개선은 현재 진행형

B2C 건재재업체
실적 개선이
일시적일 아닐 것

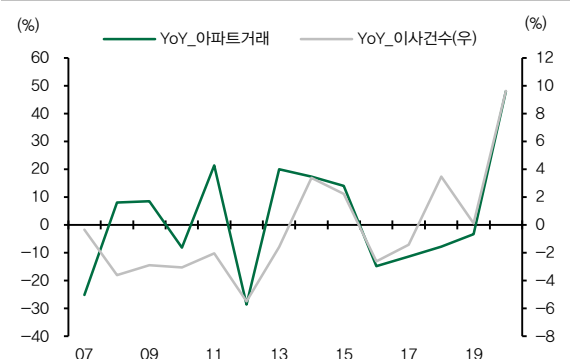
소규모 리모델링 시장이 확대되면서 각광을 받을 수 있는 산업은 인테리어 관련 제품 판매 및 시공업이다. 대체로 리모델링 또는 인테리어와 관련된 지표로는 아파트 거래량이 꼽혔는데 아파트 매매, 그리고 이사 이후 소규모 리모델링(인테리어 포함)이 이루어진다고 봤기 때문이다. 소규모 리모델링이라고 해도 비용을 무시할 수 없기 때문에 이사처럼 중요한 이벤트가 있어야 리모델링을 추진할 것이라는 생각 때문이었다. 앞서 언급한 바와 같이 세대별 리모델링은 구조적 성장기에 진입한 것으로 판단된다. 반드시 이사를 해야만 리모델링을 하지는 않는다는 의미이다. 20년의 경우에는 거래량과 이사건수가 폭발한 한 해이다. 코로나19라는 돌발 악재에도 불구하고 부동산 가격 상승과 전세 수급 불균형, 그리고 지난 3년(17~19년)간 누적되어왔던 매수 수요가 한꺼번에 폭발한 한 해였다. 따라서 B2C 건재재 업체의 실적 개선이 일시적일 수 있다는 판단을 했다. 우리의 판단 착오였던 것 같다. 거래량 지표와 함께 검토해야할 지표는 전입건수(이사건수)로 보인다. 특히 주택(아파트) 거래량은 정부의 부동산 정책에 따라 변동성이 큰 지표인 반면 이사건수는 방향성은 비슷하지만 변동성은 낮은 편이다. 20년 이사건수는 500만건을 넘을 것으로 추정되는데 이는 09년 이후 최저치이다. 주택 거래량이 19년 대비 40% 이상 증가한 것이 가장 큰 이유 중 하나지만 거래량 감소 폭이 컸던 16~18년에도 이사건수는 크게 감소하지 않았고, 이사건수가 거래량의 7~8배 수준인 것을 감안할 때 이사건수가 14년 이후 꾸준히 증가하고 있는 것은 거래량 증가 외에 다른 이유가 있는 것으로 판단된다. 아파트 분양 물량이 이례적으로 많았던 15년과 거래량이 폭증한 20년의 주택 거래량은 비슷하지만 이사건수는 9.0% 증가했다.

도표 14. 인테리어 수요에는 거래보다 이사



자료: 국토교통부, 통계청, DB금융투자

도표 15. 규제 영향이 달한(변동성이 낮은) 이사건수



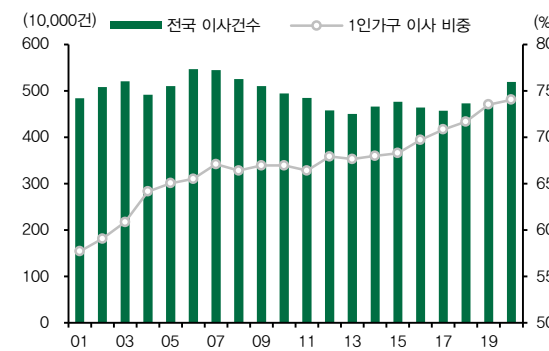
자료: 국토교통부, 통계청, DB금융투자

1인 가구의 잦은 이사가 이사건수 증가로 이어짐

임대인의 잦은
이사는
인테리어 및
가구 수요
증가로 이어질
전망

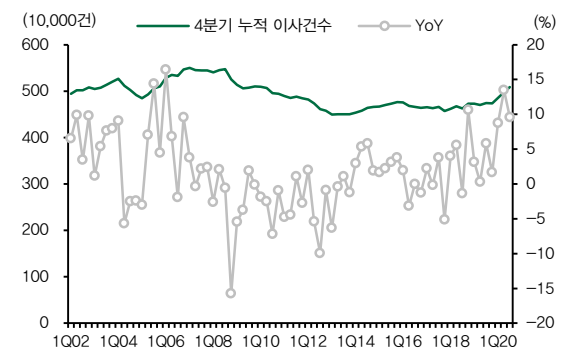
주택 거래량 증가가 일시적 요인이라고 한다면 이사건수가 꾸준히 늘어나고 있는 근본적인 이유는 1인과 2인 가구가 전체 가구에서 차지하는 비중이 높아졌고, 1~2인 가구의 이사가 전체 이사 건수를 증가시켰다는 점이다. 『도표16』에서 보면 전체 이사건수에서 1인가구 이사가 차지하는 비중이 70%를 상회했고, 20년 3분기까지는 74.0%를 기록했다. 10년 대 이후 1~2인 가구의 비중이 높아지고 있다는 것은 주지의 사실이고, 3인 이상 가구(특정할 수는 없지만 아마도 자녀가 있는 가구)보다 이사 빈도가 잦을 수 있다는 것은 합리적인 추정이라고 판단한다. 이사 빈도가 높은 1~2인 가구의 비중이 늘어나면서 자연스럽게 이사건수가 꾸준히 증가하고 있는 것으로 판단된다. 이 또한 구조적인 문제라고 판단되며 거래량에 따라 증감의 차이는 발생하겠지만 이사 건수 자체가 증가 추세에 있다는 점은 소규모 리모델링의 시장 분석에 있어 중요한 사실이라고 판단된다. 다만 소규모 리모델링 중 어느 정도 주택의 구조를 바꿔야하고 이후 이사할 때 가지고 갈 수 없는 발코니의 창호 교체, 부엌과 화장실 리모델링 등의 경우에는 임대인이 선택할 가능성은 낮기 때문에 이사건수 증가로 인한 수혜는 인테리어 및 가구 수요 증가일 것으로 판단된다.

도표 16. 전국 전입건수 및 1인가구 이사 비중



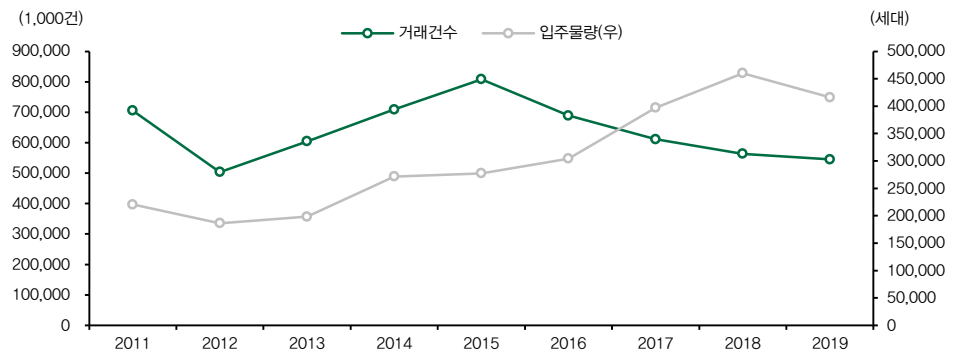
자료: 통계청, DB금융투자

도표 17. 16년 이후 꾸준히 상승 중인 이사건수



자료: 통계청, DB금융투자

도표 18. 건자재 관련 지표 : B2C(거래건수)와 B2B(입주물량)



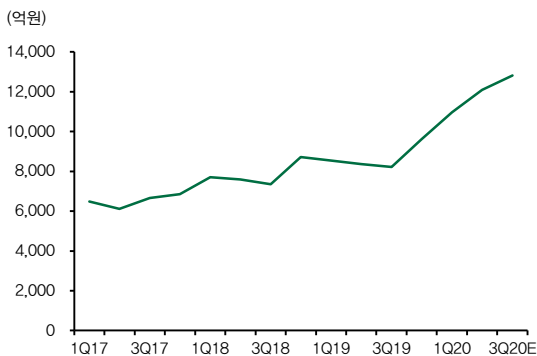
자료: 국토교통부, 부동산114, DB금융투자

무시 못할 온라인 가구 판매, 코로나19의 영향과 SNS/유튜브 마케팅

한샘 온라인
33% 증가

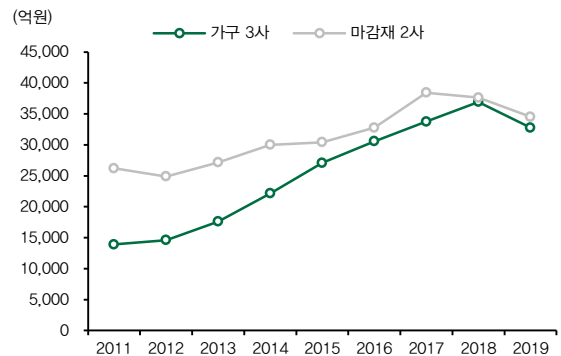
온라인을 통한 가구 판매가 늘어나고 있다. 통계를 확인할 수 있는 17년 1분기 이후부터 꾸준히 증가 추세이다. 특히 20년 들어서 가파른 성장세를 보이고 있다. 원인은 ① 코로나19로 인한 재택근무의 증가와 비대면 소비 확대, ② 랜선집들이 등으로 대표되는 2~30대의 인테리어 수요 증가 등을 꼽을 수 있다. 온라인 매출을 확인할 수 있는 한샘의 경우 3분기 누적 기준 온라인 매출액이 33.4% 증가했고 역대 최대치 매출을 기록할 전망이다. 1인 가구가 늘어남과 동시에 이사 빈도가 잦은 것도 온라인 인테리어(가구) 수요 증가로 이어지고 있는 것으로 판단된다. 온라인 마켓은 기본적으로 최저가 시장이기 때문에 수익성이 높은 비즈니스라고는 하기 어렵지만 인테리어 시장의 네이버를 꿈꾸는 한샘(한샘몰)이나 오늘의집처럼 플랫폼을 운영할 경우 매출액이 늘어나면서 고정비 절감 효과를 기대할 수 있을 전망이다. SNS 등에서 유행처럼 번지는 랜선집들이는 과거에 찾을 수 없었던 유형으로 인테리어의 새로운 수요를 반증하고 있다.

도표 19. 분기별 온라인 가구 판매액 추이



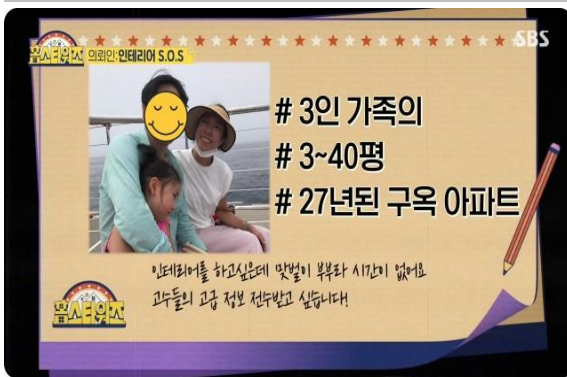
자료: 통계청, DB금융투자

도표 20. 건자재업체 매출액 추이



자료: 건자재 5개사(한샘 LG하우시스 KCC 현대리바트 에넥스), DB금융투자

도표 21. SBS 홈스타워즈 한 장면



자료: SBS(인터넷 상 이미지 참조), DB금융투자

도표 22. 인스타그램 해시태그 랜선집들이



자료: 인스타그램, DB금융투자

Ⅲ. 랜선집들이 : 인테리어 O2O 플랫폼

플랫폼 서비스는 인테리어 시장을 어떻게 바꾸고 있나?

온라인으로
인테리어
공급자와
소비자를 연결

인테리어 O2O 플랫폼은 인테리어 상품/서비스를 제공하는 공급자와 소비자를 온라인으로 연결하는 사업모델이다. 인테리어 관련 정보들을 제공하면서 가구 및 인테리어 제품 등을 판매하는 이커머스형 플랫폼, 리모델링 공사에 대한 가격과 품질 비교 서비스를 제공하고 소비자와 시공업체를 연결해 정보 이용료를 취하는 시공중개형 플랫폼으로 구분된다. 이커머스형 플랫폼에서는 오늘의집(버킷플레이스), 집꾸미기, 하우스(하우스미디어) 등이 두각을 나타낸다. 시공중개형 플랫폼에서는 한샘(리하우스), KCC(홈씨씨), 유진기업(홈데이) 등의 대기업과 집닥, 인스테리어, MS하우징 등이 각축을 벌이고 있다

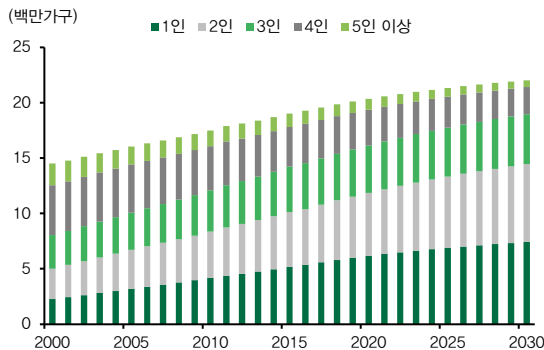
인테리어는
플랫폼 사업이
쉽지 않은 영역

최근 인테리어 O2O 플랫폼을 표방하는 기업들이 다수 등장했지만, 인테리어 산업은 플랫폼 서비스가 정착하기 어려운 분야로 꼽힌다. 플랫폼 사업은 공급자와 소비자를 연결해주는 대가로 아주 적은 마진을 취하는 대신 이 때 발생하는 대규모 트래픽을 활용해 다양한 사업모델을 만들어 수익을 창출한다. 서비스 이용주기가 짧을수록, 공급자와 소비자가 플랫폼에서 이탈하기 어려울수록, 문제 발생했을 때 플랫폼 사업자가 감당해야 할 손실이 작을수록 플랫폼 사업이 정착하기 쉽다. 음식배달 플랫폼이 가장 먼저 성공을 거둔 이유다. 반면 인테리어는 서비스 이용주기가 길고, 공급자와 소비자를 플랫폼 안에 머물게 할 유인이 작으며, 문제(하자)가 발생했을 때 분쟁으로 격화될 가능성이 크다는 문제가 있다.

그럼에도
성공사례가
나오는 이유가
있다

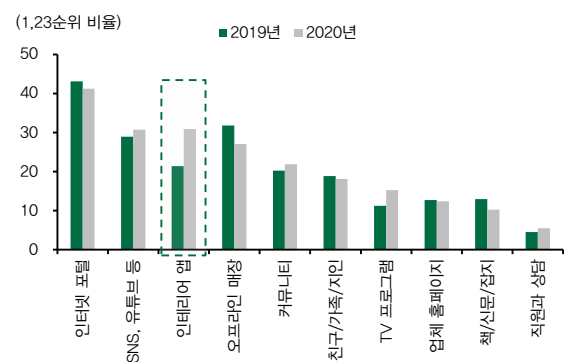
그렇다면 인테리어 시장에서 오늘의집, 집닥 등과 같은 성공적인 플랫폼 구축 사례가 나오는 이유는 무엇일까? 첫째, 인테리어 제품 구매나 서비스 이용주기가 과거에 비해 현저히 짧아졌다. 이사가 잦은 1인가구와 맞벌이가구가 늘어나고 52시간 근무제로 집에 머물러 있는 시간이 길어지면서 인테리어에 대한 관심도가 증가한 영향이다. 둘째, 인테리어 시장의 정보비대칭성 해소 니즈가 크다. 구매 경험이 부족한 소비자들은 수많은 공급자들이 제시하는 상품과 서비스를 비교 평가하는데 곤란을 겪고, 거래 빈도가 적은 공급자들은 고객을 확보하는데 많은 비용을 쓴다. 플랫폼 서비스는 소비자들에게 필요한 인테리어 정보를 제공하는 한편, 공급자들이 고객 확보에 들여야 하는 시간과 비용을 줄여 준다.

도표 23. 1~2인 가구 수 급격한 증가 추세



자료: 통계청, DB금융투자

도표 24. 인테리어 앱에서 인테리어 정보를 얻는 비율 상승



자료: 오픈서베이 리빙 트렌드 리포트 2020, DB금융투자

인테리어 O2O 플랫폼의 사업 전략과 위험요소

홈퍼니싱은
온라인화 가속,
리모델링은
미진

한국건설산업연구원에 따르면 2020년 한국 인테리어 시장 규모는 약 42조원으로 추산된다. 가구를 중심으로 하는 홈퍼니싱 시장은 약 16조원, 집을 새롭게 단장하는 리모델링 시장은 약 26조원 규모로 알려져 있다. 정확한 통계치는 없지만 가구 소매판매액으로 미뤄볼 때 홈퍼니싱 시장은 온라인 판매 비중이 약 40%에 달할 것으로 예상된다. 반면 리모델링 시장은 현장에서 직접 공사가 이뤄져야 하고 공사 후 상당 기간 하자보증이 이뤄져야 하는 특성상 오프라인에서 대부분의 거래가 진행되고 있다. 현재 전체 시장에서 온라인 중개가 차지하는 비중은 약 3% 수준에 그치는 것으로 알려져 있다.

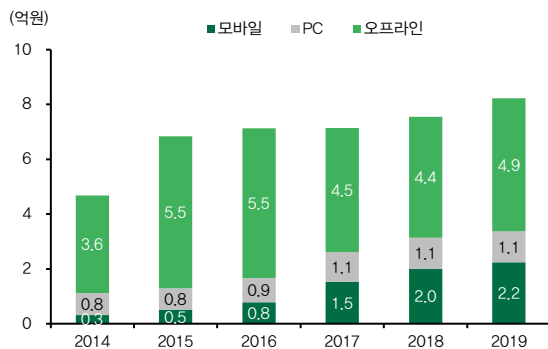
당장의
수익성보다는
이용자 확보가
중요

O2O 플랫폼 사업의 핵심은 지속적으로 신규 이용자를 끌어들이고 이들이 플랫폼 안에서 모든 구매 결정을 하도록 만드는 것이다. 이 때문에 모든 플랫폼 사업자들이 이용자 확보를 위한 콘텐츠 구성과 SNS마케팅에 공을 들이고 있으며, 수수료를 높여 수익을 창출하는 것은 부차적인 문제로 간주된다. 투자업계에서도 플랫폼의 가치를 평가할 때 이용자 수와 거래액 규모를 가장 중요한 지표로 활용하고 있다. 현재 이용자 수와 거래액 기준 국내 최대 인테리어 플랫폼은 버킷플레이스가 운영하는 오늘의집으로, 750만명 이상의 누적 이용자와 1천억원 규모의 월간 거래액을 시현 중이다. 동사는 지난 11월 열린 시리즈B 라운드 투자에서 8천억원 내외의 시장가치를 인정받은 것으로 알려졌다. 지난해 약 1,200억원의 거래액을 시현한 집닥의 시장가치는 950억~1천억원 수준으로 추정된다.

사업 다각화
필요성과 경쟁
심화가 문제

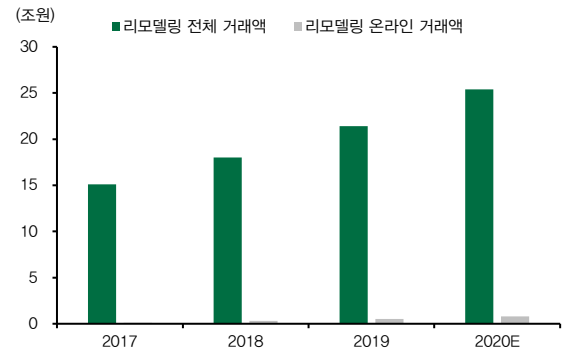
플랫폼 사업이 시장에 어느 정도 안착됐다고 하더라도 수수료를 올리면 한 순간에 시장 지배력을 잃을 수 있다. 따라서 플랫폼 사업자들은 수수료율 조정보다 기 확보한 트래픽을 활용해 사업을 다각화하거나 유통구조를 효율화하는 전략을 택한다. 버킷플레이스의 경우 20~30대 고객들의 높은 충성도를 바탕으로 이커머스에서 시공중개로 사업 영역을 확장했으며, 아울러 중고가 상품 구색을 확대해 구매력이 큰 40대 이상 고객을 끌어들이려 하고 있다. 집닥은 종합시공 중심에서 단품시공, 직접시공, 프랜차이즈 인테리어 등으로 서비스를 다변화할 계획이다. 그러나 이 과정에서 이미 해당 사업을 영위 중인 기업들과의 경쟁이 불가피해질 것이다. 궁극적으로 인테리어 O2O 플랫폼은 시장 지배력을 확보한 소수의 사업자들로 재편되고, 많은 기업들이 인수합병되거나 시장에서 도태될 가능성이 크다.

도표 25. 온라인 비중이 높아지는 홈퍼니싱(가구) 시장



자료: 통계청 서비스업동향조사, DB금융투자

도표 26. 여전히 오프라인 비중이 절대적인 리모델링 시장



자료: 한국건설산업연구원, DB금융투자

이커머스형 플랫폼에는 무엇이 있나?

이커머스형
플랫폼은
'정보'를
앞세운다

오늘의집, 집꾸미기, 하우스 등 현재 이커머스 O2O 플랫폼을 선도하는 스타트업들은 모두 이커머스가 아닌 온라인 인테리어 매거진 서비스에서 출발했다는 특징을 공유한다. 오늘의집은 안드로이드 어플과 페이스북 채널을 이용한 인테리어 정보 공유 서비스로 사업을 시작했다. 집꾸미기는 페이스북과 인스타그램으로 인테리어 매거진 서비스를 제공하고 이를 영상 콘텐츠를 활용한 이커머스 사업으로 연결시켰다. 하우스 역시 페이스북과 카카오톡으로 인테리어 정보 채널로 출발했다. 가격과 상품 구색을 중시하는 기존 유통 채널들과 달리, 새롭게 떠오르는 이커머스 플랫폼들은 정보를 앞세우고 상품 판매를 뒤에 숨겨두는 전략을 구사하고 있다. 또한 사용자 커뮤니티 서비스와 SNS 마케팅을 적극적으로 활용해 더 많은 사용자를 끌어들이고 있다.

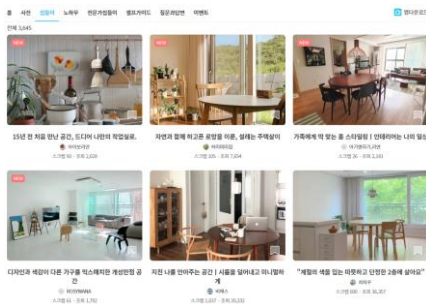
사용자가
만들어가는
오늘의집
콘텐츠

오늘의집은 콘텐츠 서비스와 커머스 서비스를 가장 성공적으로 융합한 O2O 서비스로 평가된다. 한샘, 몰, 네이버 스마트스토어, 오픈마켓 등 기존 커머스 플랫폼들은 전문 에디터가 작성한 콘텐츠를 바탕으로 상품 DB를 제시하지만, 오늘의집은 사용자들이 자발적으로 올린 콘텐츠에 태그 형태로 상품을 연결하는 방식을 취한다. 인위적으로 꾸며진 상품을 전면에 내세우지 않으므로 사용자는 현실세계의 자연스러운 인테리어에서 정보를 얻게 된다. 또한 구매자가 충분한 정보를 얻은 상태에서 구매를 결정하므로 인테리어 관련 상품에서 불가피하게 발생하는 반품을 줄일 수 있다는 장점도 있다.

감각적인 영상
콘텐츠가
강점인
집꾸미기

집꾸미기는 셀프 인테리어에 대한 다양한 정보를 제공하는 자체 콘텐츠가 강점이다. 자취방, 협소주택, 옥탑방, 복층주택, 전원주택 등 다양한 평수와 구조의 집을 꾸미는 과정을 스피디하고 감각적인 영상으로 보여주고 있다. 집꾸미기의 콘텐츠는 유튜브, 페이스북, 인스타그램 등 다양한 채널로 송출되며, 현재 동사 유튜브 채널의 구독자 수는 76만 명에 이른다. 시청자들은 홈페이지에 사용한 소품과 가구의 판매처를 영상에서 바로 확인하고 마음에 드는 상품을 집꾸미기 스토어에서 쉽게 구매할 수 있다. 집꾸미기 스토어는 인테리어 상품 뿐 아니라 리빙, 가전, 반려동물 용품 등 다양한 상품을 취급한다. 신청자의 집을 대신 꾸며주는 스타일링 서비스, 집꾸미기 브랜드를 활용한 PB 상품 판매도 진행한다.

도표 27. 사용자가 만들어가는 오늘의집 콘텐츠



자료: 오늘의집 DB금융투자

도표 28. 집꾸미기의 주력 마케팅 채널인 영상 콘텐츠



자료: 집꾸미기 DB금융투자

시공중개형 플랫폼에는 무엇이 있나?

신뢰가 생명인
리모델링
시공중개
플랫폼

리모델링 시공중개 플랫폼은 파트너 시공업체가 플랫폼을 이용하는 대가로 지불하는 마케팅비와 DB 이용료가 주된 수익원이다. 견적 요청이 들어오면 플랫폼이 고객의 요구조건에 맞는 파트너 시공업체들을 매칭하고 고객이 그 중에서 1곳을 선정해 계약하는 구조로 되어 있다. 고객은 플랫폼이 매칭한 시공업체가 요구조건에 맞춰 하자 없이 공사를 완료하길 원하고, 시공업체는 플랫폼으로부터 계약체결까지 이뤄질 수 있는 견적을 많이 확보하길 바란다. 요컨대 시공중개 플랫폼은 고객과 시공업체 양쪽에서 신뢰를 확보해야 하는 어려운 과제를 안고 있다. 국내 모든 시공중개 플랫폼들이 간간한 파트너 시공업체 심사와 품질관리를 내세우는 이유도 여기에서 찾을 수 있다.

비용을 쓰고 그
이상의
거래액을
창출하는 집닥

집닥은 시공중개 플랫폼 단일 사업을 영위하는 기업 중 거래액이 가장 큰 기업이다. 2019년 거래액은 약 1,200억원을 시현했고, 올해는 20% 이상의 성장률을 시현할 것으로 예상된다. 동사는 자체 보유한 현장전문가들이 직접 공사 진행상황을 관리하고 고객과 시공업체를 조율하는 '집닥맨' 제도를 운영하고 있다. 또한 시공업체가 제공하는 하자보수 기간 1년에 더해 2년의 A/S 기간을 추가로 제공한다. 현장 전문가 자체 보유나 추가 A/S 기간 제공은 비용 증가를 수반하므로 아직 규모의 경제를 달성하지 못한 다른 플랫폼 사업자들은 따라하기 어려운 정책이다. 고객의 신뢰를 더할 수 있는 정책들을 채택해 비용 이상의 거래액을 창출할 수 있다는 점이 동사의 가장 큰 경쟁력이다.

맞춤검색과
강화된 보증
내세우는
인스테리어

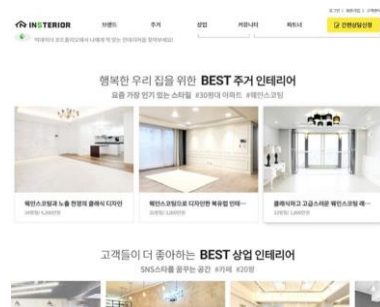
지난해 말 한샘 자회사로 편입된 인스테리어는 빅데이터를 활용한 맞춤검색 서비스와 서울보증보험의 보증보험에 기반한 강력한 하자보증을 강점으로 내세우고 있다. 동사는 4천여 건에 달하는 공사사례를 확보하고 최대 15개의 필터를 활용한 맞춤 검색을 제공한다. 또한 인스테리어를 통해 리모델링 공사 계약을 체결한 고객은 계약 시점에 계약 및 선금금 이행보증보험을 발급 받고, 공사 완료 후 1년 동안 전체 공사금액의 10%까지 보장하는 하자이행보증보험을 발급 받는다. 한샘은 온라인 플랫폼을 갖춘 인스테리어에 자사의 리하우스 대리점들을 입점시켜 고객유치 효과를 극대화할 계획이다.

도표 29. 집닥 경쟁력의 핵심, 안심집닥맨

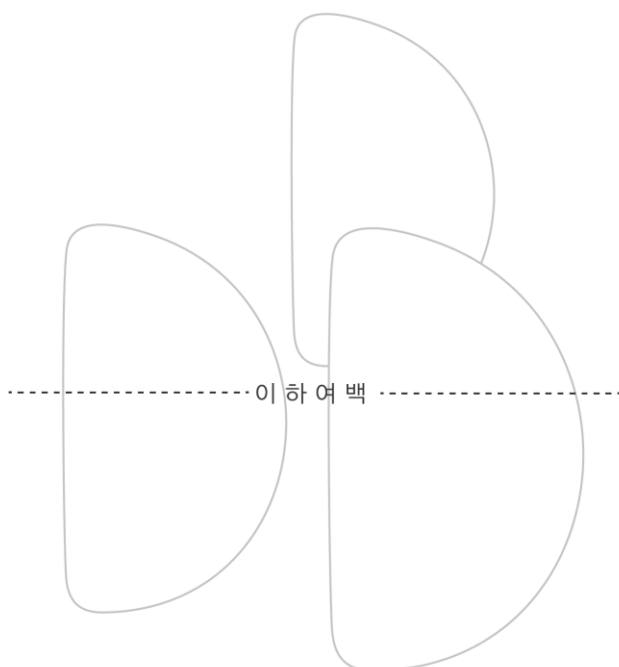


자료: 집닥, DB금융투자

도표 30. 맞춤검색 서비스를 제공하는 인스테리어



자료: 인스테리어, DB금융투자





Coverage Recommendation

- › 한샘(009240)
- › 버킷플레이스(비상장기업)
- › 집닥(비상장기업)
- › 오하임아이엔티(309930)
- › 하츠(066130)

BUY(상향)

목표주가: 126,000원(상향)
현재주가: 105,000원(12/15)

한샘(009240)

Analyst 조윤호 / uhno@db-fi.com

리모델링의 시장지배자가 되어가고 있다**재성장 스토리가 이어질 2021년**

21년 리하우스
매출액 23.5%
증가 전망

20년 실적 개선이 일시적 현상이 아닐 것으로 전망한다. 거래량이 반등하면서 일시적으로 B2C 매출액이 증가한 것이라고 생각할 수도 있었지만 리하우스의 단가 상승과 시장 성장으로 인해 리하우스 매출액이 23.5% 증가할 것으로 전망한다. 코로나19의 영향이 컸던 직매장, 대리점 매출액 성장 가능성은 높지 않지만 리하우스, 온라인 매출액 증가만으로 한샘 매출액 증가율은 20%를 상회할 전망이다.

P 상승, Q 증가가 기대되는 주력 비즈니스

리하우스 패키지
단가의 지속적
상승과 리모델링
시장의 구조적
성장

한샘의 성장동력인 리하우스 비즈니스에서의 P와 Q에 대한 전망이 모두 긍정적이다. 리모델링 1개 패키지의 제품 단가를 높이는 것은 쉽지 않지만, 현재 30% 수준인 직접시공 비중을 높이는 것은 도전해볼만한 미션이라고 판단된다. 리모델링이 필요한 주택수의 증가는 필연적이고, 1~2인 가구의 이사건수가 늘어나는 것도 리모델링/인테리어 시장의 구조적 성장을 뒷받침하고 있다.

투자의견 Buy로 상향 조정

구조적 성장세에
진입했다고 판단

한샘에 대한 투자의견을 Buy로 상향하고 목표주가를 126,000원으로 조정한다. 20년 실적 개선이 거래량 반등에 따른 일시적 현상이 아니고 리모델링 및 인테리어 시장의 구조적 성장으로 인해 실적 개선세가 꾸준히 이어질 것으로 전망한다. 목표주가 126,000원은 21년 예상 EPS 4,450원에 목표배수 28.2배를 적용하여 산출했다. 목표배수 28.2배는 EPS 고성장국면이었던 14~16년의 평균 P/E이다.

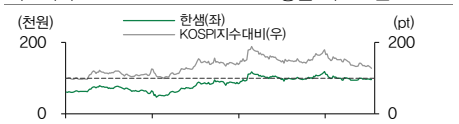
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,928	1,698	2,045	2,232	2,430
(증가율)	-6.5	-11.9	20.4	9.1	8.9
영업이익	56	56	90	127	139
(증가율)	-60.1	-0.5	60.8	41.2	10.1
지배주주순이익	90	43	66	105	117
EPS	3,823	1,815	2,821	4,454	4,971
PER (H/L)	47.9/12.3	61.1/30.7	33.9	21.5	19.3
PBR (H/L)	7.5/1.9	4.4/2.2	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA (H/L)	51.3/11.9	22.2/11.8	9.0	8.8	8.8
영업이익률	2.9	3.3	4.4	5.7	5.7
ROE	16.6	7.3	10.8	15.6	15.4

Stock Data

52주 최저/최고	46,850/118,500원
KOSDAQ / KOSPI	931/2,757pt
시가총액	24,711억원
60일-평균거래량	114,449
외국인지분율	23.5%
60일-외국인지분율변동주이	-1.2%p
주요주주	조창걸 외 22 인 30.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	11.9	8.4	67.5
상대기준	1.3	-4.0	31.8

주력 상품인 리하우스의 성장 스토리 지속

Q의 성장 : 구조적인 성장세

리모델링 시장의 구조적 성장 스토리

DB금융투자 리서치센터가 한샘의 20년 실적 턴어라운드가 가정사실임에도 불구하고 투자 의견을 보유 (Hold)로 유지했던 이유는 1) 기본적으로 밸류에이션이 높았고, 2) 20년 실적이 거래량 증가에 따른 일시적 현상일 수 있다고 판단했기 때문이었다. 턴어라운드로 인해 고 밸류에이션이 정당화될 수 있다고 하더라도 유효기간이 길지 않을 수 있다고 판단했다. 따라서 한샘의 투자 의견을 상향 조정하기 위해서는 동사의 주력 성장 동력인 리하우스 비즈니스의 성장성이 현실화될 수 있도록 시장(특히 리모델링)의 성장성이 기반이 되어야 했다. 우리는 리모델링 및 인테리어 시장에 대한 리서치를 통해 시장의 구조적 성장에 대해 신뢰를 가질 수 있었고, 과거 10년대 초반 한샘의 가구시장에서의 점유율을 확대하면서 성장했던 것과 같이 리모델링 시장이 한샘의 성장 기반이 될 수 있을 것으로 판단한다.

B2B 시장 변동성은 낮아지는 중

기본적으로 한샘의 비즈니스는 새 아파트 입주량과 주택(아파트) 거래량을 기반으로 한다. 18~19년 실적 악화는 17년 이후 아파트 입주량의 급격한 감소, 그리고 규제에 의한 아파트 거래량 감소에서 기인했다. 17~20년의 아파트 분양물량이 28~32만세대 수준으로 변동성이 낮아졌기 때문에 향후 입주량의 진폭이 한샘을 비롯한 B2B 관련 건자재업체의 실적에 미치는 영향력이 낮아질 것으로 판단된다. 반면 19년 주택 거래량이 저점을 형성한 이후 20년에 거래량이 반등하면서 건자재업체의 실적도 덩달아 반등했는데 단순히 거래량만으로 본다면 정부의 부동산 정책에 따라 움직일 수 밖에 없는 수동적인 지표이기 때문에 한샘 등 건자재업체의 중장기 성장성을 기대할 수는 없는 상황이다.

주택 노후화, 그리고 빈번한 이사건수

두 가지 측면에서 리모델링 및 인테리어(가구) 시장이 구조적 성장기에 이미 진입해 있는 것으로 판단한다. 하나는 노후화된 아파트 수의 증가이다. 전국적으로 준공된 지 30년 이상의 아파트 비율은 12.6%, 20년 이상의 아파트 비율은 46.8%로 추정된다. 서울로 한정해 보면 각각 20.9%, 53.9%로 추정된다. 문제는 지난 20년간 재건축, 재개발을 통해 정비된 아파트의 비율인데 서울의 경우 01년 기준 재고 아파트 91.3만호 중 20년 동안 정비사업을 통해 개선된 아파트 호수가 35.4만호에 불과하다. 비율로 보면 38.0% 수준이다. 전국적으로는 13.8%에 불과하다. 결국 아파트가 노후화되는 속도를 정비사업이 따라오지 못하는 형국이다. 기본적으로는 향후 주택사업의 방향성이 정비사업 위주가 될 수 밖에 없다는 것을 보여주는 지표이기도 하지만 정비사업이 정책과 법률, 그리고 이해당사자 간의 이해관계로 인해 기대만큼 속도를 낼 수 없는 사업임을 감안할 때 아파트의 노후화 속도를 늦추기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

다른 하나는 이사건수의 증가이다. 아파트 거래량과는 달리 전출입(이사) 건수는 꾸준히 증가 추세에 있다. 1~2인 가구 비중이 비교적 낮았던 시점에는 아파트 입주 물량이나 가격 변수에 따라 전출입 건수가 결정되었지만 1~2인 가구 비중이 늘어난 이후부터는 전체 전출입 중 1~2인 가구가 차지하는 비중이 70%를 상회하고 있다. 20년의 경우에는 3분기까지 74%를 차지한다. 1~2인 가구가 늘어나면서 주택 소유와는 별도로 이사 시장이 형성되고 있는 것으로 판단된다. 2020년 코로나19라는 돌발 변수에도 불구하고 인테리어 소품 및 가구(가전 등) 시장이 성장하고 있는 것은 1~2인 가구가 늘어나면서 건축물 유지보수 및 인테리어 가구 시장이 변화해가고 있음을 입증하고 있다.

P의 상승 : 시공 비중이 늘어나면서 자연스럽게 단가 상승

리하우스 패키지
단가의 지속적
상승

20년 현재 기준 한샘 리하우스 패키지상품 1개의 ASP는 2,600만원 수준으로 추정된다. 리하우스의 패키지는 제품 판매액과 시공비로 나눌 수 있는데 제품 판매액은 한샘 제품의 단가 인상과 맞물리는 것이기 때문에 단기적으로 상승 가능성은 낮은 편이다. 반면 리하우스 직접 시공 비중 현재 전체 패키지 판매 중 30% 수준에 머무르고 있기 때문에 직접 시공 비중이 늘어날수록 ASP가 상승하는 효과가 발생한다. 리모델링 시장에서 한샘이라는 브랜드가 성공적으로 런칭하고 있는 것으로 판단되며 직접시공 비중도 상승할 것으로 전망한다. 21년 리하우스 패키지의 ASP가 3,000만원 수준일 것으로 추정하는 것은 충분히 보수적인 가정이라고 판단된다.

21년 리하우스
매출액 23.5%
증가 전망

P와 Q의 동반성장으로 한샘 리하우스의 21년 성장률은 23.5%로 전망한다. 리모델링 시장의 성장성은 7%, APS 상승률은 15.4%로 가정했다. 22년까지는 APS 상승 효과로 인해, 23년 이후에는 리모델링 시장의 성장성으로 인해 지속 성장이 가능한 비즈니스라고 판단된다.

한샘 비즈니스와 부동산시장과의 민감도는 낮아지는 중

아파트거래량만으로 설명할 수 없는 20년의 실적 반등

리하우스와
온라인이 이끈
20년의 실적
반등

20년 한샘의 실적 개선은 B2C와 자회사(넥서스) 편입 효과에서 기인한다. 세부적으로 들어가보면 B2C 중에서는 리하우스(3분기 누적 +33.4% YoY)와 온라인(+32.5% YoY)에서의 매출 증가율이 높았다. 입주 물량 감소의 영향으로 B2B 매출액은 3.5% 감소했다. B2C 중에서도 대리점이나 직매장에서의 매출액은 2.3% 증가한 것과 비교하면 리하우스와 온라인에서의 매출 성장이 실적 개선에 절대적 영향을 미쳤다. 대리점이나 직매장에서의 매출액이 코로나19의 영향에도 불구하고 증가율을 기록한 것은 의미가 있지만 아파트 거래량이 3분기 누적 기준 전년대비 102.4% 증가한 것을 감안해보면 리하우스와 온라인 비즈니스가 리모델링, 인테리어 가구 시장에서 차지하는 비중이 절대적으로 커지고 있음을 확인할 수 있다. 아파트거래량이 가구업체 실적과의 민감도가 낮아지고 있는 것이라고 할 수도 있고, 리하우스가 한샘 비즈니스에서 차지하는 비중이 커지고 있는 것으로 해석해볼 수 있다.

발 빠른 시장 대응으로 부동산시장과의 민감도를 낮추는 한샘

리하우스 성장
전략이 시장
민감도를 낮춤

과거 가구산업에서 사제시장의 비중이 절대적이었을 때도 그랬고, 한샘의 시장 대응은 빠르고 적합한 편이다. 15년도 분양 피크 이후 온라인 판매와 리하우스에 힘을 싣었던 것은 적절한 경영전략이었다고 판단된다. 만약 21년 실적에서 온라인과 리하우스가 없었다고 가정해보자. 특히 리하우스가 없었다고 가정해보다면 지금까지의 실적과는 다른 모습이었을 것이다. 온라인 부문 수익성이 상대적으로 낮은 편임을 감안할 때 한샘의 리하우스 성장 전략이 20년 실적 개선을 이끌었던 것으로 판단된다.

2000년대 이후 인테리어시장의 두번째 변곡점으로 진입

인테리어 시장의 재편

인테리어/가구 시장의 1차 변곡점은 사제시장의 몰락이었다. 고가 수입 브랜드 시장과 저가 사제 시장 사이에 끼어있던 브랜드 가구업체의 시장점유율이 급격히 상승했던 시점이 첫번째 변곡점이었다. 리모델링 시장의 성장이 인테리어시장의 두번째 변곡점을 만들어 낼 수 있을 것으로 판단한다. 우리가 주목하는 인테리어 시장의 현재 특징은 다음과 같다. 1) 노후화된 주택의 비중이 늘어나고 있지만 대규모 정비사업을 통해 보수를 하는 것이 쉽지 않다. 따라서 소규모 리모델링, 인테리어 등을 통해 개보수에 나서는 주택이 늘어날 수 밖에 없다. 2) 과거 가구 사제시장과 마찬가지로 대기업의 영향력이 상대적으로 낮고 영세한 지역 인테리어업체의 영향력이 큰 시장이었다. 하지만 수요가 늘어남에 따라 QC와 AS가 중요해지고 있고 이를 해결해줄 수 있는 것이 한샘과 같은 대기업 또는 인테리어 플랫폼 업체(O2O 비즈니스)라고 할 수 있다. 3) 최근 유행하는 온라인 집들이에서도 알 수 있듯이 인테리어도 SNS의 주요 주제가 되어가고 있으며 유통망의 변화를 이끌어 가고 있다.

예상보다 빠르게 계단식 성장 재가동 전망

리하우스와 온라인이 이끄는 재성장

20년부터 성장 재가동

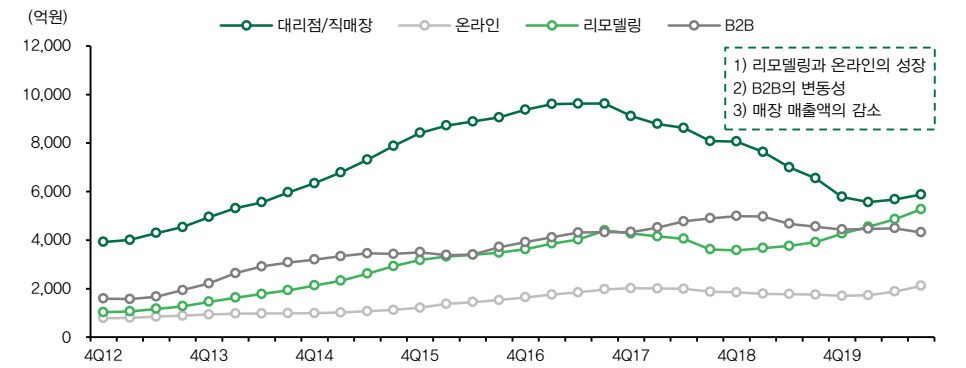
17년 매출액 정점을 찍은 이후 한샘의 성장세는 둔화되었다. 1) 리하우스 매출의 본격화와 더불어 2) 아파트 거래량 회복, 3) 전입(이사) 건수의 증가, 4) 자회사 편입 효과 등이 겹치면서 턴어라운드가 본격화되었다고 볼 수 있다. 코로나19라는 돌발 변수로 인해 직매장과 대리점 등 대면 마케팅이 쉽지 않았기 때문에 거래량 회복의 수혜가 온전히 실적에 반영되지 않았음을 감안할 때 상당히 긍정적인 실적이었다고 판단된다. 자회사 편입 효과가 연간 1,200억원 정도 수준이기 때문에 20년 매출액은 사상 최대치 수준에 근접했다. 21년 이후에도 계단식 재성장은 충분히 가능할 것으로 판단된다. 우선 리하우스의 매출액 성장성은 P로 보든, Q로 보든 의심할 여지가 없다. 21년에 코로나19의 영향이 어느 정도 지속될지는 가능할 수 없지만 영향이 지속된다면 온라인에서, 영향이 마무리된다면 직매장, 대리점에서의 매출액이 증가할 것으로 전망된다. 코로나19가 어느 정도 영향일지는 몰라도 온라인과 대면 매출 간에 상쇄효과가 있을 것으로 판단된다. 인테리어 및 가구 시장의 성장이 가능하다는 관점에서 B2C 전체 매출액은 10% 수준 이상 성장할 것으로 전망한다. B2B 매출액은 전적으로 입주 물량과 관계가 있는데 17년 이후 20년까지 4년 동안 연 평균 30만세대 수준의 분양이 지속되면서 변동성이 상당히 낮아진 상황이다. B2B사업이 한샘 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

인스테리어 인수 시너지는 향후 성장 기반이 될 수 있을 것

리모델링 시장의 구조적 성장 스토리

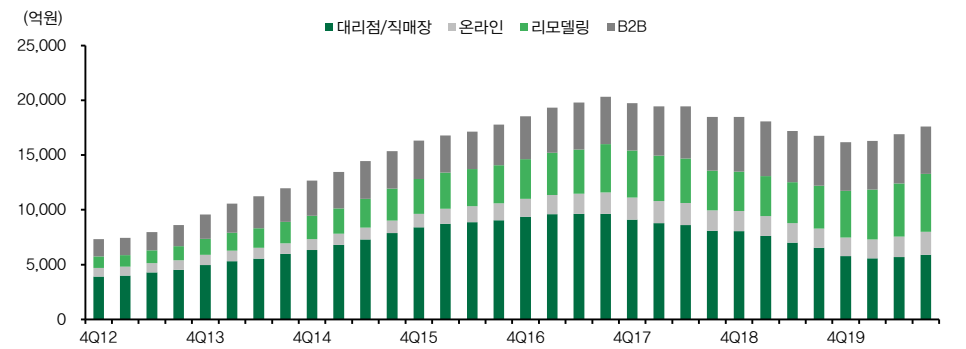
19년 말 한샘이 인수한 인스테리어는 인테리어 O2O 플랫폼이다. 경쟁기업 군은 오늘의집 등이다. 아직까지 특별한 시너지는 없는 것으로 보이지만 한샘의 인테리어, 리모델링 관련 빅데이터와 IT기술(가상현실) 등이 접목될 경우 향후 성장 동력이 될 것으로 보인다. 궁극적으로는 기존 한샘 온라인몰과 온라인 리하우스와 결합될 것으로 전망된다.

도표 31. 한샘 비즈니스별 매출액 추이 (개별)



자료: 한샘 DB금융투자

도표 32. 한샘 비즈니스별 매출액 추이 (총액)



자료: 한샘 DB금융투자

리하우스 지속 성장 기대하며 투자의견 Buy로 상향 조정

목표주가 126,000원으로 조정

고성장기

밸류에이션 적용

한샘에 대한 투자의견을 Buy로 상향하고 목표주가를 126,000원으로 조정한다. 20년 실적 개선이 거래량 반등에 따른 일시적 현상이 아니고 리모델링 및 인테리어 시장의 구조적 성장으로 인해 실적 개선세가 꾸준히 이어질 것으로 전망한다. 목표주가 126,000원은 21년 예상 EPS 4,450원에 목표배수 28.2배를 적용하여 산출했다. 목표배수 28.2배는 EPS 고성장국면이었던 14~16년의 평균 P/E이다

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	440	479	630	800	957
현금및현금성자산	82	145	178	325	459
매출채권및기타채권	112	96	127	136	146
재고자산	67	82	77	87	97
비유동자산	500	724	603	530	486
유형자산	260	491	373	303	261
무형자산	22	48	45	42	39
투자자산	92	76	76	76	76
자산총계	940	1,203	1,252	1,348	1,461
유동부채	300	407	409	427	448
매입채무및기타채무	229	235	237	255	276
단기차입금및단기차입	21	41	41	41	41
유동성장기부채	3	58	58	58	58
비유동부채	66	182	189	189	189
사채및장기차입금	40	19	19	19	19
부채총계	366	589	598	616	637
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	668	694	735	814	905
비배분주주지분	0	20	20	20	20
자본총계	574	613	654	733	824

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	64	79	236	195	178
당기순이익	90	43	66	105	117
현금유출이없는비용및수익	31	104	172	128	100
유형및무형자산상각비	23	60	151	103	74
영업관련자산부채변동	-22	-24	23	-4	-2
매출채권및기타채권의감소	26	17	-31	-10	-10
재고자산의감소	7	5	5	-10	-10
매입채무및기타채무의증가	-8	6	1	18	22
투자활동현금흐름	50	18	-103	-19	-16
CAPEX	-12	-18	-30	-30	-30
투자자산의손중	11	17	0	0	0
재무활동현금흐름	-108	-35	-23	-28	-28
사채및차입금의 증가	-87	224	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-21	-21	-21	-26	-26
기타현금흐름	0	0	-76	0	0
현금의증가	6	63	33	148	133
기초현금	75	82	145	178	325
기말현금	82	145	178	325	459

자료: 한샘 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,928	1,698	2,045	2,232	2,430
매출원가	1,417	1,225	1,499	1,629	1,772
매출총이익	512	474	547	603	658
판매비	456	418	457	477	519
영업이익	56	56	90	127	139
EBITDA	79	116	241	230	213
영업외손익	69	19	3	11	15
금융손익	2	1	0	8	12
투자손익	3	2	0	0	0
기타영업외손익	64	16	3	3	3
세전이익	125	74	92	138	154
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	43	66	105	117
지배주주지분순이익	90	43	66	105	117
비배분주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	88	48	66	105	117
증감률(%YoY)					
매출액	-6.5	-11.9	20.4	9.1	8.9
영업이익	-60.1	-0.5	60.8	41.2	10.1
EPS	-6.2	-52.5	55.4	57.9	11.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주주 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	3,823	1,815	2,821	4,454	4,971
BPS	24,407	25,215	26,936	30,290	34,161
DPS	1,200	1,200	1,500	1,500	1,500
Multiple(배)					
P/E	17.6	34.3	33.9	21.5	19.3
P/B	2.8	2.5	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	17.8	12.9	9.0	8.8	8.8
수익성(%)					
영업이익률	2.9	3.3	4.4	5.7	5.7
EBITDA마진	4.1	6.8	11.8	10.3	8.8
순이익률	4.7	2.5	3.2	4.7	4.8
ROE	16.6	7.3	10.8	15.6	15.4
ROA	9.4	4.0	5.4	8.1	8.3
ROIC	14.1	7.9	14.3	27.7	36.3
안정성및기타					
부채비율(%)	63.7	96.1	91.4	84.0	77.4
이자보상배율(배)	24.5	6.7	38.9	55.0	60.6
배당성향(배)	23.5	49.5	39.0	24.7	22.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

11년간 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

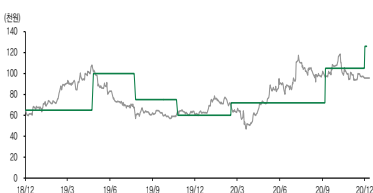
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한샘 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/10/16	Hold	65,000	13.7	66.2			
19/04/29	Hold	100,000	-21.4	3.0			
19/07/29	Hold	75,000	-18.2	-10.4			
19/10/28	Hold	60,000	11.8	31.0			
20/02/20	Hold	72,000	15.0	63.2			
20/09/10	Hold	105,000	-4.0	12.9			
20/12/04	Buy	126,000	-	-			

NR

목표주가: -
현재주가: -

버킷플레이스

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

인테리어의 시작과 끝

국내 최대 인테리어 O2O 플랫폼 "오늘의집" 운영 기업

버킷플레이스는 인테리어 원스톱 플랫폼 "오늘의집"을 운영하는 기업이다. 인테리어 사진과 콘텐츠를 제공하는 스타트업에서 출발해 지금은 누적 회원 수 750만 명, 누적 거래액 7천억원을 상회하는 국내 최대 인테리어 O2O 기업으로 성장했다. 이용자들이 자발적으로 올린 인테리어 후기에 태그를 달아 상품을 판매하는 사업모델을 갖고 있으며, 인테리어 시공중개 사업도 영위하고 있다. 2019년 매출액은 전년대비 3배 이상 증가한 253억원을 기록했고, 올해도 2배 이상 성장할 것으로 예상된다.

팔지 않고 사게 하다

가격과 스펙을 전면에 내세우지 않고 커뮤니티 기능을 통해 자연스럽게 구매욕구를 일으킨 것이 동사의 성공 비결이다. 오늘의집 플랫폼에는 월 평균 약 30만 개의 사진이 게재되고 있으며, 1천개 이상의 리뷰가 달린 게시물도 많다. 이용자들은 인테리어 사진에 달린 태그를 클릭해 바로 상품을 구매할 수도 있고 게시물을 스크랩하고 비교평가 후 구매를 결정할 수도 있다.

인테리어에 관한 모든 것을 제공한다

오늘의집은 20대~30대 여성들에게 높은 인지도를 갖고 있지만 40대 이상에서는 아직 존재감이 크지 않다. 동사는 소비 여력이 큰 40대 이상을 끌어들이기 위해 중고가 상품 구색을 늘리고 리모델링 및 욕실, 부엌 등의 부분시공 서비스를 추가하고 있다. 인테리어에 관한 모든 정보와 상품, 서비스를 갖춰 인테리어를 고민하는 모든 이들에게 원스톱 서비스를 제공하는 것이 동사의 궁극적인 목표이다.

Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	FYE Mar	2015	2016	2017	2018	2019	52주 최저/최고				
매출액	-	-	-	-	7	24	KOSDAQ / KOSPI				
(증가율)	-	-	-	-	-	236.5	시가총액				
영업이익	-	-	-	-	-2	-5	60일-평균거래량				
(증가율)	-	-	-	-	-	적지	외국인지분율				
순이익	-	-	-	-	-1	-5	60일-외국인지분율변동주				
EPS	-	-	-	-	-	-	주요주주				
PER (H/L)	-	-	-	-	-	-	비상장기업				
PBR (H/L)	-	-	-	-	-	-					
EV/EBITDA (H/L)	-	-	-	-	-	-					
영업이익률	-	-	-	-	-	-					
ROE	-	-	-	-	-	-					
							주가상승률	1M	3M	12M	
							절대기준				
							상대기준				

콘텐츠와 커머스, 두 마리 토끼를 잡은 인테리어 O2O 플랫폼

랜선집들이
선도하는
"오늘의집"
운영기업

(주)버킷플레이스는 국내 최대 인테리어 O2O 플랫폼 "오늘의집"을 운영하는 스타트업이다. 2014년 7월 안드로이드 어플과 페이스북 채널을 통해 인테리어 관련 사진과 콘텐츠를 게재하는 정보공유 서비스로 출발했다. 초기에는 공동구매 형태의 사업을 영위했으나, 2016년 7월에 오늘의집 '스토어'를 공식 런칭하며 커머스로 영역을 확장했다. 사람들이 궁금해 하는 인테리어 정보와 구매를 한 번에 해결할 수 있는 원스톱 인테리어 플랫폼을 표방하며, 사용자와 전문가들이 게재하는 인테리어 콘텐츠에 상품 판매를 연결해 중개수수료를 수취하는 사업 모델을 갖고 있다. 현재 오늘의집 어플은 앱스토어와 구글 플레이에서 1,200만 건을 상회하는 누적 다운로드를 기록 중이며, 지난 7월까지 누적 거래액은 7천억 원을 넘어서는 것으로 알려졌다.

이용자들이
자발적으로
콘텐츠를
만들어간다

동사는 '랜선 집들이'라는 새로운 인테리어 트렌드를 포착해 콘텐츠 서비스와 커머스 서비스를 성공적으로 조화시켰다고 평가된다. 많은 커머스 기업들이 전문 에디터가 작성한 콘텐츠를 바탕으로 상품 DB를 제시하는데, 오늘의집은 이용자들이 자발적으로 올린 콘텐츠에 태그 형태로 상품을 연결한다. 구매자들은 전문가들이 만들어낸 인위적인 콘텐츠가 아니라 현실 세계의 자연스러운 콘텐츠를 보면서 그 안에 태그된 상품을 구매하면 저와 비슷한 인테리어를 꾸밀 수 있겠다는 생각을 하게 된다. 당장 구매를 하지 않더라도 마음에 드는 콘텐츠들을 스크랩하고 나중에 비교평가 후 구매를 결정할 수도 있다. 태그가 되지 않은 상품의 경우 가장 비슷한 상품을 자동 추천한다. 이 때 자사 스토어에 입점된 상품이 우선 노출되므로 상품 판매자들의 스토어 입점을 유도할 수 있다.

인테리어 정보
탐색과 상품
구매를 한 번에

오늘의집 플랫폼의 힘은 인테리어 정보 탐색과 상품 구매를 한 번에 해결할 수 있다는 점이다. 현재 오늘의집에는 월 평균 약 30만 장의 사진이 업로드된다고 알려져 있으며, 호응도가 높은 콘텐츠에는 수 천 개의 리뷰가 달린다. 동사는 이렇게 축적된 사용자 데이터를 상품 소싱에 활용하고 있다. 동사 스토어에는 가구나 인테리어 소품 외에도 가전, 생활용품 등 다양한 상품들이 올라와 있는데, 스크랩, 리뷰 등의 사용자 데이터가 상품 소싱의 기반이 되는 것으로 보인다. 한 편으로 신규 사용자들을 오늘의집 플랫폼으로 끌어들이기 위해 인스타그램을 비롯한 SNS 채널을 적극적으로 활용 중이다. 이렇게 유입된 사용자들을 바탕으로 데이터 추적 속도를 더욱 높여 나가는 선순환 구조가 갖춰져 있다.

도표 33. 오늘의집 올해 10월 거래액 1천억원 달성



자료: 버킷플레이스, DB금융투자

도표 34. 사용자 콘텐츠의 태그를 클릭해 상품을 구매한다



자료: 버킷플레이스, DB금융투자

인테리어에 관한 모든 것을 제공한다

원스톱
인테리어
플랫폼 추구

버킷플레이스의 최대 과제는 20대 중반~30대 중반에 편중된 고객 구조를 40대 이상으로 확장하는 것이다. 올해 오늘의집 누적 가입자 수가 700만 명을 돌파했지만 아직까지 40대 이상에서 오늘의집 플랫폼의 인지도는 높지 않은 상황이다. 이들은 온라인보다 오프라인 매장에서 인테리어 상품을 구매 하는데 더 익숙하고, 구매를 자주 하지는 않지만 한 번 구매에 많은 돈을 쓰는 경향을 보인다. 동사는 40대 이상을 오늘의집 플랫폼으로 끌어들이기 위해 중고가 가구 등으로 상품 구색을 늘리고 리모델링 공사, 욕실, 부엌 부분 인테리어 등의 서비스를 추가하고 있다. 궁극적으로 버킷플레이스가 지향하는 바는 인테리어에 대한 모든 정보와 상품, 서비스를 제공해 인테리어를 고민하는 모든 이들을 오늘의집 플랫폼 안으로 끌어들이는 것이다.

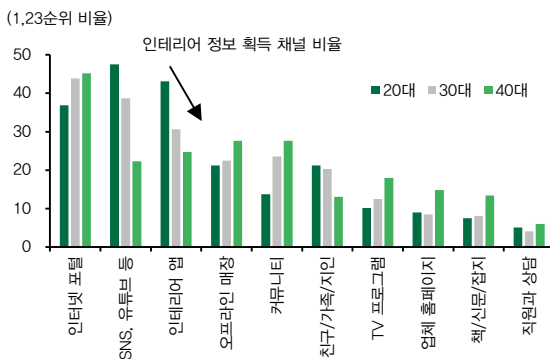
거래액 대비
매출액은
미진하지만...

동사의 영업수익(매출액)은 2018년 72억원에서 2019년 243억원으로 대폭 확대됐다. 언론에 알려진 거래액 추세로 볼 때 2020년은 500억~1천억원 수준의 영업수익을 시현할 것으로 추정된다. 동사의 영업손익은 2018년 -16억원에서 2019년 -50억원으로 적자 폭이 커졌는데, 광고선전비, 판매촉진비, 지급수수료 등의 영업비용이 증가한 영향이다. 비용통제보다 신규 이용자 확보와 거래액을 중시하는 플랫폼 기업 특성상 영업이익은 그리 중요한 요소가 아니며, 플랫폼 지배력이 공고해진 이후에는 영업 레버리지가 점차 확대될 것으로 기대한다.

올해 770억원
규모 시리즈C
투자 유치

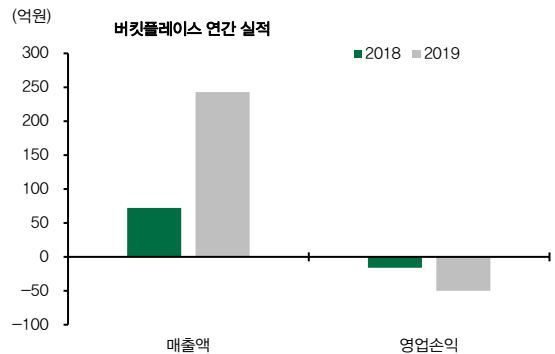
2019년 말까지 약 120억원의 누적 투자가 이뤄졌다. 올해 11월 글로벌 투자사 본드 캐피탈 및 국내 투자사 미래에셋벤처투자, IMM인베스트먼트, 네이버 등으로부터 770억원 규모 시리즈C 투자를 유치 했다. 2019 회계연도 감사보고서 상의 최대주주는 이승재 대표로 명시돼 있으나 지분율은 공개되지 않은 상태이다. 특수관계자로 등재된 네이버의 지분율은 12.5%이다.

도표 35. 40대 이상에서는 아직 오늘의집 인지도가 낮다



자료: opensurvey 「리빙 트렌드 리포트 2020」, DB금융투자

도표 36. 2019년 매출액 전년 대비 3배 이상 증가



자료: 버킷플레이스, DB금융투자

대차대조표

03월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산				18	43
현금및현금성자산				18	36
매출채권및기타채권				0	7
재고자산				0	0
비유동자산				0	2
유형자산				0	1
무형자산				0	0
투자자산				0	0
자산총계				18	45
유동부채				9	40
매입채무및기타채무				9	37
단기차입금및단기차입				0	0
유동성장기부채				0	0
비유동부채				0	1
사채및장기차입금				0	0
부채총계				9	41
자본금				0	0
자본잉여금				11	11
이익잉여금				-3	-7
비지배주주지분				0	0
자본총계				9	4

현금흐름표

03월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름				6	20
당기순이익				-1	-5
현금유출이없는비용및수익				1	5
유형및무형자산상각비				0	0
영업관련자산부채변동				6	20
매출채권및기타채권의감소				1	-7
재고자산의감소				0	0
매입채무및기타채무의증가				6	28
투자활동현금흐름				0	-1
CAPEX				0	0
투자자산의손증				0	-1
재무활동현금흐름				10	0
사채및차입금의 증가				0	0
자본금및자본잉여금의증가				11	0
배당금지급				0	0
기타현금흐름				0	0
현금의증가				16	19
기초현금				2	18
기말현금				18	36

자료: 버킷플레이스, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

03월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액				7	24
매출원가				0	0
매출총이익				7	24
판매비				9	29
영업이익				-2	-5
EBITDA				-2	-5
영업외손익				-	-
금융손익				0	0
투자손익				0	0
기타영업외손익				0	0
세전이익				-1	-5
중간사업이익				0	0
당기순이익				-1	-5
지배주주지분순이익				-1	-5
비지배주주지분순이익				0	0
총포괄이익				-1	-5
증감률(%YoY)				n/a	-5
매출액				n/a	236.5
영업이익				n/a	작지
EPS				n/a	n/a

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

03월 결산(원 %, 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS					
BPS					
DPS					
Multiple(배)					
P/E					
P/B					
EV/EBITDA					
수익성(%)					
영업이익률					
EBITDA마진					
순이익률					
ROE					
ROA					
ROIC					
안정성및기타					
부채비율(%)					
이자보상배율(배)					
배당성향(배)					

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: -

집닥

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

고객을 안심시키는 인테리어

온라인 인테리어 중개 시장의 선두주자

집닥은 온라인 인테리어 중개 서비스를 영위하는 기업이다. 2015년 창업해 올해 업계 최초 누적 시공 거래액 4천억원을 돌파했다. 주거 및 상업 공간에 대한 종합 인테리어와 부분 시공 서비스를 제공한다. 현재 쿠팡 시니어 디렉터 출신의 김성익 대표가 회사를 이끌고 있다. 최대주주는 ALTOS KOREA OPPORTUNITY FUND 2, LP(지분율 20.1%)이다.

집닥맨으로 인테리어 시공의 정보 비대칭성 해소

인테리어 시공의 고질적인 문제인 정보비대칭성을 집닥이 보유한 독자적인 서비스로 해소하고 있다. 경력 10년 내외의 인테리어 전문가들(집닥맨)이 수시로 현장을 점검하고 고객과 시공업체를 조율한다. 또한 공사 대금 예치후 단계별로 업체에게 분할지불하는 예치제 서비스, 공사 완료 후 3년 동안 하자보수를 지원해 주는 "A/S 3년" 등의 제도를 운영하고 있다.

급성장하는 온라인 인테리어 중개 시장을 선도한다

연 26조원 규모의 국내 인테리어 시공 시장에서 온라인 중개 플랫폼이 차지하는 비중은 3% 내외에 그치는 것으로 추정된다. 동사 같은 온라인 중개 플랫폼들이 인테리어 시공의 정보 비대칭성을 효과적으로 줄여 나가고 있다는 점을 생각하면, 향후 온라인 중개 플랫폼 비중은 지속적으로 확대될 가능성이 크다. 지난해 동사는 1,200억원 내외의 시공거래액을 달성하며 온라인 중개 시장을 선도했다. 향후 부분시공, 종합시공, 건자재 유통 등으로 서비스 영역을 지속적으로 확장할 계획이다.

Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Mar	2015	2016	2017	2018	2019	62주 최저/최고	비상장기업			
매출액	-	-	-	7	5	KOSDAQ / KOSPI				
(증가율)	-	-	-	-	-27.8	시가총액				
영업이익	-	-	-	-3	-7	60일-평균거래량				
(증가율)	-	-	-	-	적지	외국인지분율	주요주주			
순이익	-	-	-	-3	-12	60일-외국인지분율변동주				
EPS	-	-	-	-	-	주요주주	벤처스 (20.1%)			
PER (H/L)	-	-	-	-	-					
PBR (H/L)	-	-	-	-	-		주가상승률			
EV/EBITDA (H/L)	-	-	-	-	-					
영업이익률	-	-	-	-	-	절대기준	1M	3M	12M	
ROE	-	-	-	-	-	상대기준				

국내 최대 인테리어 시공중개 플랫폼 기업

국내 최대
온라인
시공중개
플랫폼

집닥(주)은 주거와 상업공간의 인테리어 시공중개 플랫폼을 운영하는 스타트업이다. 2015년 6월 설립되어 빅뱅엔젤스, 시너지벤처파트너스로부터 초기투자를 받았다. 현재는 쿠팡 시니어 디렉터로 일했던 김성익 대표가 회사를 이끌고 있다. '집닥' 브랜드로 종합 인테리어와 단품 시공, B2B 대상 인테리어 중개 서비스를 제공하고 있다. 올해 인테리어 중개 플랫폼 단일사업을 영위하는 기업 중 최초로 누적 시공거래액 4천억원을 돌파한 것으로 알려졌다. 최대주주는 ALTOS KOREA OPPORTUNITY FUND 2, L.P로, 감사보고서상의 지분율은 20.1%이다.

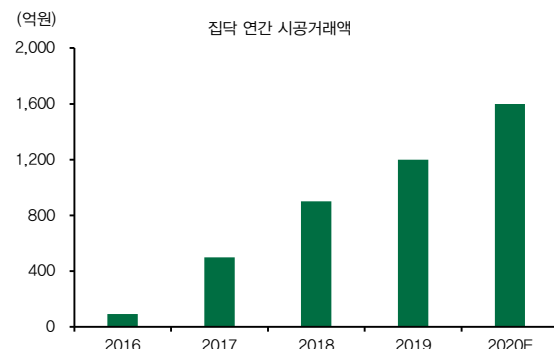
인테리어
시장의
정보비대칭성을
줄인다

집닥의 사업모델은 온라인으로 고객의 인테리어 건적 문의를 받아 파트너 시공업체를 매칭하고 시공과 하자보수를 관리하며 건적을 제공하는 파트너 시공업체로부터 정보이용료를 수취하는 것이다. 국내 주택 및 상업 인테리어 시장은 연간 26조원 내외로 추정되는데, 동사와 같은 온라인 플랫폼을 통한 거래액은 전체 시장의 3%(약 7,500억원) 수준에 불과하다. 인테리어는 정보비대칭성이 매우 큰 분야이고, 공사 완료 후 하자 발생에 따른 분쟁 가능성도 높다. 여기에서 시공중개 플랫폼들은 가격비교 서비스를 제공하고 시공업체 품질관리를 대행하면서 시장의 정보비대칭성을 낮추는 역할을 하고 있다. 이에 향후 온라인 중개 플랫폼을 통한 거래액 비중은 계속해서 높아질 가능성이 크다.

독자적인
서비스로
시공중개
경쟁력 확보

대기업 중에서 한샘(리하우스), KCC(홈씨씨), 유진기업(홈데이) 등이 온라인 시공중개 사업을 시작했고, 중소 스타트업 중에서는 동사와 MS하우징, 인스테리어 등이 두각을 나타내고 있다. 집닥이 내세우는 강점은 집닥맨, 예치제 서비스, AS 3년이다. ①평균 경력 10년 이상의 자체 현장 관리자가 공사현장을 상시 방문해 진행상황을 점검하고 고객과 시공업체를 조율한다(집닥맨). ②공사 대금을 예치후 단계별로 업체에게 분할 지불한다(예치제 서비스). ③공사 완료 후 파트너사가 1년, 동사가 이후 2년의 A/S를 지원한다(A/S 3년).

도표 37. 집닥 연간 시공거래액 추이 및 전망



자료: 언론 종합, DB금융투자

도표 38. 집닥 경쟁력의 핵심, 집닥맨



자료: 집닥, DB금융투자

집닥맨으로 고객을 안심시키다

집닥맨 역할 지속 확대

온라인 중개 플랫폼들은 공사 후 분쟁의 위험을 회피하기 위해 가격 비교와 업체 매칭 서비스만 제공하고 하자보수는 파트너 시공업체의 책임으로 넘기거나 하자보증보험을 활용하는 경우가 많다. 반면 집닥은 시공업체와 고객을 조율하는 현장전문가 집닥맨을 자사 소속으로 두고 공사 진행상황을 수시로 점검해 하자발생 위험을 낮췄다. 현재 전국적으로 10명 이상의 집닥맨이 활동 중이며, 거래액 증가에 맞춰 집닥맨 수도 지속적으로 늘려나갈 계획이다. 또한 올해부터 수도권 일부 지역에서 집닥맨의 시공 전 현장 방문 서비스를 시범 실시하면서 집닥맨의 역할을 확장하고 있다.

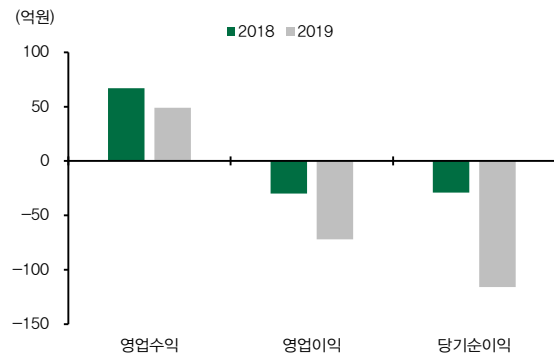
올해 거래액 20% 이상 성장 예상

2019년 동사의 시공거래액은 1,200억원 내외로 추산된다. 올해는 인테리어 수요 증가와 온라인 중개 시장 성장으로 20% 이상의 거래액 증가율을 할 것으로 기대된다. 동사의 2019년 영업수익(매출액)은 49억원을 기록했는데, 거래액 규모에 비해서 영업수익 규모가 다소 아쉽다. 파트너 시공업체들에 부과하는 마케팅비와 DB이용료만 정보이용매출로 잡고 있기 때문이다. 이에 앞으로는 부분시공, 종합시공, 건자재 유통 등으로 서비스 영역을 확장해 외형성장을 도모할 계획이다. 2019년 영업손실은 72억원을 기록했는데, 광고선전비 지출 증가 등에 기인한다. 다만 향후 고정비 증가 추세가 누그러지면 수익성은 빠르게 개선될 것으로 예상된다.

창업 이래 누적 투자액 약 200억원

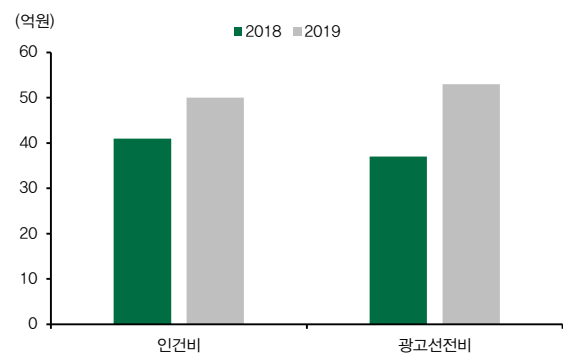
2019년 말까지 약 200억원의 누적 투자가 이뤄진 것으로 추정된다. 2016년 4월 빅뱅엔젤스, 시너지벤처파트너스 등으로부터 초기 투자(4억원)를 받았으며, 2016년 시리즈A 라운드로 11억원, 2018년 시리즈B 라운드로 약 180억원을 조달했다. 향후 투자계획과 IPO 계획은 공개되지 않았다.

도표 39. 사업모델 정립과 비용 증가로 주춤했던 2019년 실적



자료: 집닥, DB금융투자

도표 40. 인건비와 광고선전비 증가



자료: 집닥, DB금융투자

대차대조표

03월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산				13	3
현금및현금성자산				10	2
매출채권및기타채권				0	0
재고자산				0	0
비유동자산				3	3
유형자산				1	0
무형자산				0	0
투자자산				1	2
자산총계				16	6
유동부채				2	3
매입채무및기타채무				2	2
단기차입금및단기차입금				0	0
유동성장기부채				0	0
비유동부채				0	0
시차및장기차입금				0	0
부채총계				2	3
자본금				0	0
자본잉여금				19	19
이익잉여금				-5	-17
비지배주주지분				0	0
자본총계				14	3

현금흐름표

03월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름				-2	-10
당기순이익				-3	-12
현금유출이없는비용및수익				0	5
유형및무형자산상각비				0	0
영업관련자산부채변동				1	-3
매출채권및기타채권의감소				0	-4
재고자산의감소				0	0
매입채무및기타채무의증가				0	0
투자활동현금흐름				-3	2
CAPEX				0	0
투자자산의순증				-1	-1
재무활동현금흐름				13	0
시차및차입금의 증가				0	0
자본금및자본잉여금의증가				20	0
배당금지급				0	0
기타현금흐름				0	0
현금의증가				8	-8
기초현금				2	10
기말현금				10	2

자료: 집탁, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

03월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액				7	5
매출원가				0	0
매출총이익				7	5
판매비				10	12
영업이익				-3	-7
EBITDA				-3	-7
영업외손익				0	-4
금융손익				0	0
투자손익				0	-4
기타영업외손익				0	0
세전이익				-3	-12
중단사업이익				0	0
당기순이익				-3	-12
지배주주지분순이익				-3	-12
비지배주주지분순이익				0	0
총포괄이익				-3	-12
증감률(%YoY)					
매출액				n/a	27.8
영업이익				n/a	적지
EPS				n/a	n/a

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

03월 결산(원, 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS					
BPS					
DPS					
Multiple(배)					
P/E					
P/B					
EV/EBITDA					
수익성(%)					
영업이익률					
EBITDA마진					
순이익률					
ROE					
ROA					
ROIC					
안정성및기타					
부채비율(%)					
이자보상배율(배)					
배당성향(배)					

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
 - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
 - Hold: 초과 상승률 -10~-10%p
 - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만
- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
 - Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
 - Neutral: 초과 상승률 -10~-10%p
 - Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

집탁 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 2,805원(12/15)

오하임아이엔티(309930)

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

밀레니얼 세대는 여기에서 가구 산다

공장 없고 매장 없는 가구회사

오하임아이엔티는 가구를 비롯한 인테리어 상품의 디자인 개발과 온라인 판매 사업을 영위하는 기업이다. 자체 생산설비 없이 국내외 협력 제조사 외주가공을 통해 상품을 조달하며, 온라인 채널로 거의 모든 판매가 이뤄진다. '레이디가구'를 자체 브랜드로 두고, 상일리베가구의 위탁대행판매도 맡고 있다.

가구도 이제는 온라인으로 삽니다

가성비를 중시하고 온라인 구매에 익숙한 20대~40대 젊은 소비층이 동사의 핵심 고객이다. 합리적인 가격과 좋은 품질을 무기로 오늘집집, 네이버 스마트스토어 등 새롭게 떠오르는 온라인 인테리어 플랫폼들을 주요 판매채널로 활용하고 있다. 올해 상반기 매출액 358억원(+35.0%YoY), 영업이익 22억원(+104.0%YoY)을 시현해 외형과 수익성이 모두 크게 확대됐다. 총액 기준 매출액의 60% 내외를 차지하는 자체 브랜드 레이디가구의 판매단가 상승과 주문 수 증가가 동시에 이뤄진 영향이다.

카테고리 확장과 신규 브랜드로 성공을 이어간다

12월 24일 스펙 합병으로 코스닥 시장에 상장한다. 이번 합병을 통해 조달한 자금은 수익성이 높은 자체 브랜드의 상품판매 확대를 위해 물류센터 확보, 소름 줄춤 등에 사용할 예정이다. 레이디가구의 고가 브랜드 확장과 레이디키친 등의 신규 브랜드 안착을 미래 성장동력으로 삼고 있다.

Investment Fundamentals (IFRS개별, 오하임아이엔티)

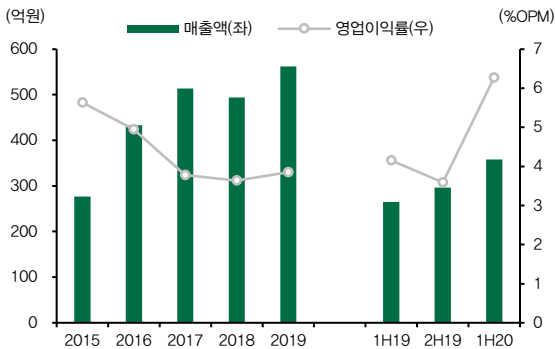
(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	28	43	51	49	56
(증가율)	12.9	56.5	19.5	-3.7	13.7
영업이익	2	2	2	2	2
(증가율)	68.7	37.3	-9.5	-7.2	20.3
순이익	1	2	2	1	2
EPS	-	-	-	-	-
PER (H/L)	-	-	-	-	-
PBR (H/L)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (H/L)	-	-	-	-	-
영업이익률	5.6	4.9	3.8	3.6	3.8
ROE	-	-	-	-	-

Stock Data (삼성머스트스팩3호)

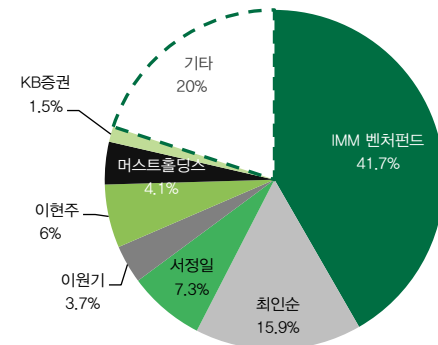
52주 최저/최고	1,995/2,840원
KOSDAQ /KOSPI	930/2,762pt
시가총액	122억원
60일-평균거래량	348,429
외국인지분율	0.2%
60일-외국인지분율변동주이	+0.2%p
주요주주	머스트홀딩스 17.4%
주가상승률	1M 3M 12M
절대기준	14.2 25.5 28.9
상대기준	3.1 20.8 -10.8

도표 41. 오하임아이엔티 매출액과 영업이익률



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

도표 42. 오하임아이엔티 주주 구성



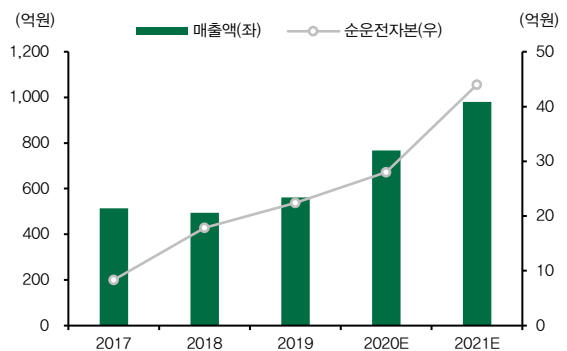
자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

도표 43. 오하임아이엔티 연혁

일자	내용
2010.03	(주)오하임아이엔티 설립
2011.08	레이디가구 침대 카테고리 독점 운영계약
2012.05	바로크가구 온라인 독점 운영계약
2013.05	장인가구, 레이디가구 온라인 독점계약
2013.12	레이디가구 가정가구 전체 카테고리 독점 운영계약
2014.01	장인가구 아이브 온라인 독점 운영계약
2015.12	IMM 벤처펀드가 경영권 인수
2016.04	레이디가구 브랜드 인수
2020.01	판교 쇼룸 오픈
2020.07	레이디키친 브랜드 런칭

자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

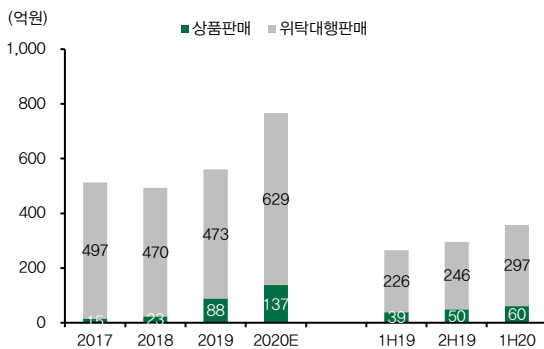
도표 44. 오하임아이엔티 매출액과 순운전자본 추이 및 전망



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

주: 매출액은 오하임아이엔티 전망치, 순운전자본은 참회계법인 추정치

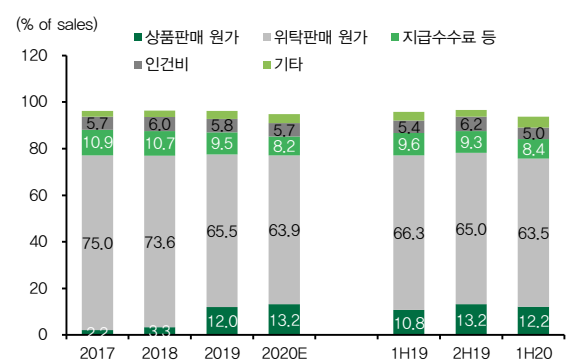
도표 45. 오하임아이엔티 부문별 매출액과 영업이익 추이



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

주: 2020년은 오하임아이엔티와 참회계법인 전망치

도표 46. 오하임아이엔티 주요 영업비용 추이



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

주: 2020년은 오하임아이엔티와 참회계법인 추정치

공장 없고 매장 없어도 잘 나가는 가구 회사

온라인 판매를
주력으로 하는
가구 회사

오하임아이엔티는 가구를 비롯한 인테리어 상품의 디자인 개발과 판매업을 영위하는 기업이다. '레이디 가구'를 자체 브랜드로 두고 있으며, '상일리베가구', '규수방' 등의 라이선스 브랜드도 판매를 대행한다. 자체 생산설비 없이 국내외 협력 제조사의 외주가공을 통해 상품을 조달하고 있다. 오프라인 판매가 대부분인 국내 가구사들과 달리 거의 대부분의 판매가 온라인 채널로 이뤄진다. 매출액은 동사가 재고 부담을 안고 판매하는 상품판매 매출액, 재고 부담 없이 판매에 대한 수수료를 수취하는 위탁대행판매 매출액, 기타 매출액으로 구성된다. 회계적으로는 위탁대행 매출에서 물품대금을 차감한 '순액 매출액'을 매출액으로 잡고 있으나, 영업성과 측정에는 물품대금을 포함한 '총액 매출액'을 활용하고 있다.

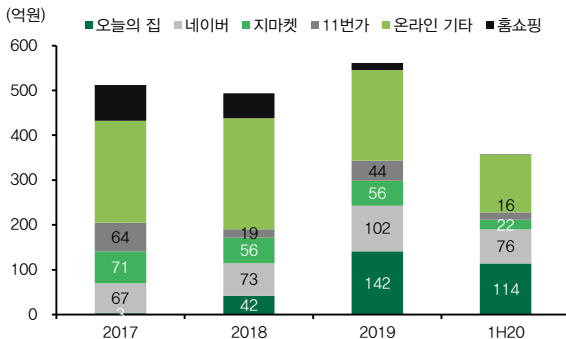
젊은 소비층이
선호하는 가성비
가구를 온라인
채널로 판매

동사가 영위하는 온라인 가구 시장은 1인가구, 맞벌이가구 및 20대~40대의 젊은 소비층이 핵심 타깃이다. 이들은 가구를 구매할 때 가성비를 중시하는 경향을 갖고 있고, 가구매장에 가지 않고도 온라인을 통해 다양한 상품들의 가격과 품질을 비교해 구매 결정을 내리는데 익숙하다. 동사는 자체 브랜드 레이디가구로 1,800여개 상품, 상일리베가구 및 기타 브랜드로 1,200여개 상품을 취급한다. 경쟁사 대비 합리적인 가격과 좋은 품질을 무기로 오늘의집, 네이버 스마트스토어 등 새롭게 떠오르는 온라인 인테리어 플랫폼을 적극적으로 활용 중이다. 최근에는 중저가 가구에 치우친 레이디가구의 매출 구조를 다변화하기 위해 고가 상품 라인업을 확장하는 한편, 아이데뉴(2019/07), 포더홈(2020/03), 레이디 키친(2020/07) 등의 신규 브랜드를 잇따라 론칭하고 있다.

자체 브랜드
레이디가구의
객단가 상승과
주문 건수 증가

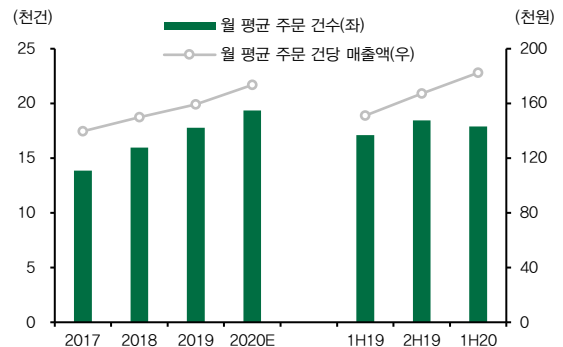
동사 총액 기준 매출액은 2018년 494억원에서 2019년 562억원으로 13.7% 증가했다. 올해 상반기는 매출액 358억원(+35.0%YoY), 영업이익 22억원(+104.0%YoY)을 시현해 외형과 수익성이 모두 크게 확대됐다. 2018년 위탁대행판매 중심에서 자체 브랜드의 상품판매 비중을 늘리는 방향으로 사업구조를 전환하면서 일시적인 성장 정체를 겪었으나, 2019년부터 상품판매 매출액이 빠르게 증가하고 판매 단가 상승까지 수반하면서 외형 확장이 이뤄지고 있다. 동사는 2020년 총액 기준 매출액 767억원(+36.6%)과 영업이익 40억원(+86.8%)을 예상하고 있으며, 특히 상품판매 매출액이 88억원에서 137억원으로 급격하게 늘어날 것으로 보고 있다.

도표 47. 오하임아이엔티 채널별 매출액 추이



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자

도표 48. 레이디가구 월 평균 주문 건수와 건당 매출액 추이



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자
주: 2020년은 오하임아이엔티 전망치

수익성 높은 자체 브랜드 비중을 높여간다

12월 8일

삼성머스트스팩

3호와 합병 예정

12월 8일부로 삼성머스트스팩3호와의 합병이 이뤄졌다. 소멸회사 오하임아이엔티 1주당 존속회사 삼성머스트스팩3호 7,156,038주가 배부되며, 이에 따라 존속회사 주식 459만주에 동사 구 주주 대상으로 합병신주 15,157,691주가 추가 발행될 예정이다. 신주 상장 예정일은 12월 24일이다. 스팩 합병으로 조달하는 자금은 자체 물류센터 운영 등에 투입된다. 현재 삼성머스트스팩3호 시가총액은 약 120억원으로, 단순 환산한 합병법인 신주 상장 후 시가총액은 약 390억원이다. 이는 2020년 예상 당기순이익 31억원의 약 13배에 해당한다. 종합 인테리어 기업인 한샘은 2020년 컨센서스 순이익의 약 33배에 해당하는 밸류에이션을 받고 있고, 오프라인 매출 중심의 가구업체인 현대리바트는 2020년 컨센서스 순이익의 약 9.7배, 온라인 매출 중심의 지누스는 약 17.6배로 거래되고 있다. 이를 감안하면, 합병 후 동사의 예상 밸류에이션은 올해 예상 순이익 대비 높지 않은 수준으로 판단한다.

레이디가구

카테고리 확장

신규 브랜드

론칭

미래 성장동력은 레이디가구의 중고가 상품군 확대와 신규 브랜드 론칭에서 찾고 있다. 레이디가구의 히트 브랜드 '스칸디' 신규 모델 출시와 프리미엄 브랜드 '시그니처' 시리즈 론칭을 통해 매출원을 다변화할 계획이다. 실제로 상품을 보지 못하고 구매를 결정해야 하는 온라인 구매의 단점을 해소하고자 올해 1월 고객이 직접 상품을 확인하고 사전 체험할 수 있는 레이디가구/아이데뉴 쇼룸 1호점을 판교에 오픈했다. 향후 서울/수도권과 지방 거점도시에 5개점 이상을 출점한다는 복안을 갖고 있다. 신규 브랜드는 종합 디자인가구를 표방하는 '아이데뉴', 합리적 가격대의 대형가구 '포더홈', 온라인으로 판매하는 부엌가구 '레이디키친' 등을 잇따라 론칭한 상태이다.

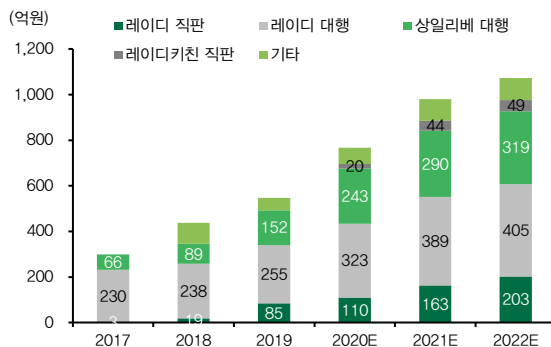
수익성 높은

상품 판매 비중

확대 계획

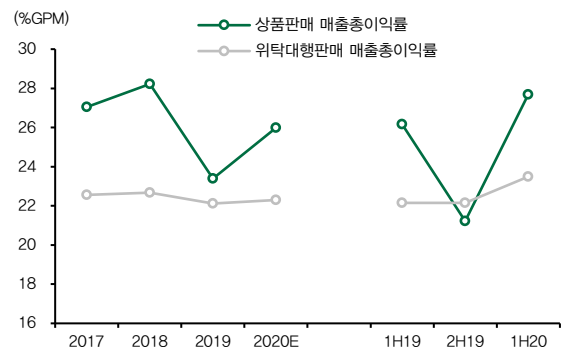
올해 상반기 동사의 상품판매 매출총이익률은 27.7%, 위탁대행판매 매출총이익률은 23.5%로, 상품판매가 위탁대행판매보다 수익성이 높다. 이에 동사는 자체 브랜드 카테고리 확장과 신규 브랜드 론칭을 통해 상품판매 매출액 비중을 계속해서 높여갈 계획이다. 다만 이러한 전략은 운전자본과 고정비 부담이 작다는 동사의 매력에 상당부분 희석시킬 위험이 있다. 동사가 ①온라인 가구시장에서 중저가 라인업으로 거둔 성공을 고가 라인업에서도 이어갈 수 있을지, ②오프라인 판매가 주를 이루는 다른 시장에서도 온라인 브랜드로 자리를 잡을 수 있을지가 향후 핵심 관전 포인트가 될 것이다.

도표 49. 오하임아이엔티 브랜드별 매출액 추이 및 전망



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자
주: 2020~22년은 오하임아이엔티 전망치

도표 50. 자료: 오하임아이엔티 매출총이익률 추이



자료: 오하임아이엔티, DB금융투자
주: 2020년은 오하임아이엔티 전망치

도표 51. 오하임아이엔티 주요 재무지표 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	1H19	2H19	1H20
총액 매출액	513	494	562	767	981	265	296	358
(%YoY)	18.5	-3.7	13.7	36.6	27.8	11.8	15.5	35.0
- 상품판매	15	23	88	137	221	39	50	60
- 대행판매	497	470	473	629	759	226	246	297
순액 매출액	128	131	194	278	389	89	104	130
(%YoY)	15.7	1.8	48.4	43.4	40.3	n/a	n/a	46.3
- 상품판매	15	23	88	137	221	39	50	60
- 대행판매	112	107	105	140	168	50	54	70
매출원가	11	17	68	102	164	29	39	44
매출총이익	117	114	126	176	226	61	65	87
(%총액기준 GPM)	22.8	23.1	22.4	22.9	23.0	22.9	22.1	24.3
- 상품판매	4	6	21	36	58	10	11	17
- 대행판매	112	107	105	140	168	50	54	70
판매비와관리비	98	96	104	136	175	50	55	65
(%총액기준 판매비율)	19.1	19.	18.	17.	17.	18.	18.	18.
		4	6	7	9	7	5	0
- 지급수수료 등	56	53	53	63	80	26	28	30
- 인건비	29	30	33	44	57	14	18	18
- 상각비	4	6	8	5	3	4	4	6
영업이익	19	18	22	40	51	11	11	22
(%YoY)		-7.2	20.3	86.8	25.2			104.0
(%총액기준 OPM)	3.8	3.6	3.8	5.3	5.2	4.1	3.6	6.3
세전이익	19	18	22	40	51	11	11	23
법인세	4	5	5	8	11	2	2	5
당기순이익	15	13	17	31	41	9	8	18
CAPEX	1		4	2	2	0	4	0
순현금	44	49	55	n/a	n/a	n/a	55	86
매출채권/선금	31	33	41	51	65	n/a	41	46
재고자산/기타자산	4	16	22	25	40	n/a	22	25
매입채무/미지급금	27	30	41	48	61	n/a	41	48
순운전자본	8	18	22	28	44	n/a	22	23

자료: 오하임아이엔티, 참회계법인, DB금융투자

주: 2020~2021년 수치는 오하임아이엔티 전망치와 참회계법인 추정치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산			8	10	12
현금및현금성자산			4	4	4
매출채권및기타채권			3	3	3
재고자산			0	2	2
비유동자산			3	2	4
유형자산			0	0	0
무형자산			2	1	1
투자자산			1	1	2
자산총계			11	12	16
유동부채			3	4	5
매입채무및기타채무			2	3	4
단기차입금및단기차입			0	0	0
유동성장기부채			0	0	0
비유동부채			1	1	1
사채및장기차입금			0	0	0
부채총계			3	4	5
자본금			0	0	1
자본잉여금			1	1	1
이익잉여금			5	6	7
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			7	8	9

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름					
당기순이익					
현금유출이없는비용및수익					
유형및무형자산상각비					
영업관련자산부채변동					
매출채권및기타채권의감소					
재고자산의감소					
매입채무및기타채무의증가					
투자활동현금흐름					
CAPEX					
투자자산의순증					
재무활동현금흐름					
사채및차입금의 증가					
자본금및자본잉여금의증가					
배당금지급					
기타현금흐름					
현금의증가					
기초현금					
기말현금					

자료: 오하임아이엔티 DB금융투자 주: IFRS 개별기준, 2015~2018년은 감사 받지 않은 수치

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액			13	13	19
매출원가			1	2	7
매출총이익			12	11	13
판매비			10	10	10
영업이익			2	2	2
EBITDA			2	2	2
영업외손익			0	0	0
금융손익			0	0	0
투자손익			0	0	0
기타영업외손익			0	0	0
세전이익			2	2	2
중단사업이익			0	0	0
당기순이익			1	1	2
지배주주지분순이익			1	1	2
비지배주주지분순이익			0	0	0
총포괄이익			1	1	2
증감률(%YoY)			-10.6	-10.8	30.7
매출액			15.7	1.8	48.4
영업이익			-9.5	-7.2	20.3
EPS					

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS					
BPS					
DPS					
Multiple(배)					
P/E					
P/B					
EV/EBITDA					
수익성(%)					
영업이익률					
EBITDA마진					
순이익률					
ROE					
ROA					
ROIC					
안정성및기타					
부채비율(%)					
이자보상배율(배)					
배당성향(배)					

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

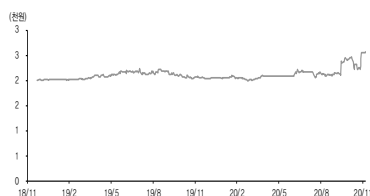
■ 기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

오하임아이엔티 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

NR

목표주가: -

현재주가: 8,370원(12/15)

하츠(066130)

Analyst 유경하 / last88@db-fi.com

편히 숨 쉴 수 있는 세상을 위하여

레인지후드, 환기시스템 등을 제조하는 실내 공기질 전문기업

하츠는 레인지후드, 세대 환기시스템 등을 제조 판매하는 벽산그룹 산하 기업이다. 쿡탑, 살균세척기 등의 빌트인 기기도 판매한다. 국내 레인지후드 시장에서 50% 이상의 점유율을 차지하고 있다.

B2B2C 매출 비중 확대로 주택건설 경기 연동에서 벗어나다

3Q20 별도 기준 누적 매출액 902억원(+10.0%YoY), 누적 영업이익 66억원(+297.8%YoY)을 시현했다. 동사의 주요 제품군은 주택 분양 시점에 수주가 결정되므로 동사 실적은 주택건설 경기에 약 2년 후행해 연동하는 경향을 보여 왔다. 그러나 올해는 기축 인테리어 시장 호조와 경쟁사 시장 이탈로 대리점 채널 매출액이 증가하면서 경기와 무관한 실적 성장을 이뤄냈다.

실내 공기질 규제 강화에 대응한다

레인지후드와 빌트인 기기에 집중된 매출 구조를 다변화하기 위해 환기시스템과 환기청정기 사업을 강화하고 있다. 올해 환기설비 의무 설치 공동주택의 기준이 100세대 이상에서 30세대 이상으로 확대됐다. 이에 대응해 소규모 공사에도 대응할 수 있는 체제를 갖췄다. 또한 코로나19 확산으로 학교 등에서 상시 환기가 강제돼 창문 개방을 하지 않아도 환기가 되는 동사 환기청정기가 강점을 발휘할 수 있다. 전국 주요 아파트 단지 환기시스템 데이터를 수집하면서 유지보수 시장 개화에도 대비하고 있다.

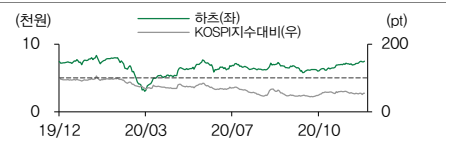
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

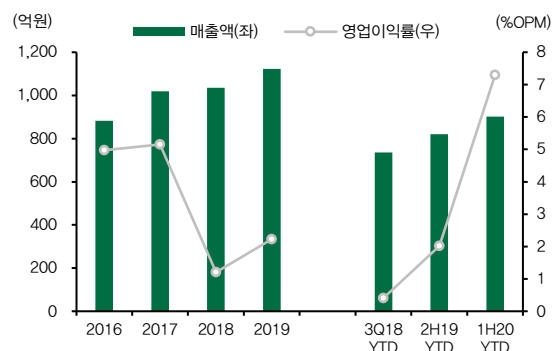
	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	82	88	102	104	112
(증가율)	7.9	7.3	15.9	2.0	7.7
영업이익	4	4	5	1	2
(증가율)	0.0	0.0	25.0	-80.0	100.0
순이익	4	4	5	2	2
EPS	310	320	354	118	185
PER (H/L)	51.7/13.2	22.5/15.1	18.5/12.3	75.4/27.0	62.6/19.6
PBR (H/L)	2.8/0.7	1.2/0.8	1.0/0.7	1.4/0.5	1.8/0.6
EV/EBITDA (H/L)	25.7/3.0	10.1/5.7	9.3/5.8	29.8/5.0	22.0/2.7
영업이익률	5.5	5.0	5.1	1.2	2.2
ROE	5.5	5.4	5.7	1.9	2.9

52주 최저/최고	3,020/8,350원
KOSDAQ /KOSPI	930/2,762pt
시가총액	1,038억원
60일-평균거래량	264,806
외국인지분율	2.8%
60일-외국인지분율변동주이	+2.2%p
주요주주	벽산 46.3%



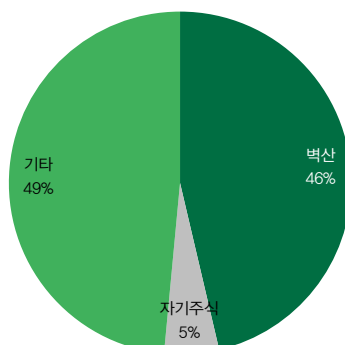
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	16.0	18.7	11.9
상대기준	4.7	14.2	-22.6

도표 52. 하츠 매출액과 영업이익률



자료: 하츠, DB금융투자

도표 53. 하츠 주주 구성



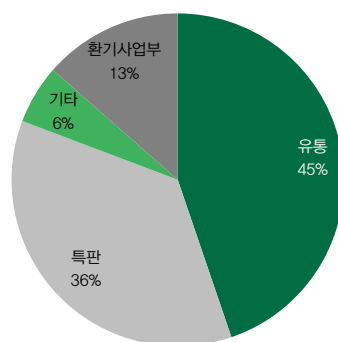
자료: 하츠, DB금융투자

도표 54. 하츠 연혁

일자	내용
1988.10	(주)한강상사 설립
1990.03	파주공장 준공
2000.12	평택공장 준공
2001.01	(주)하츠로 상호 변경
2003.02	코스닥 상장
2008.06	(주)벽산 계열사 편입
2014.07	파주공장 매각
2017.01	하츠물, 하츠앱 개설
2018.03	환기청정기 출시
2019	전국 초중고교 환기청정기 납품 및 설치

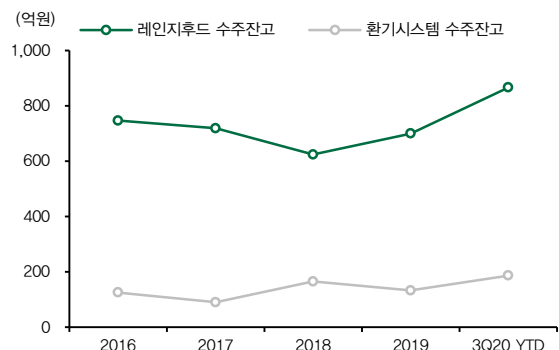
자료: 하츠, DB금융투자

도표 55. 하츠 3Q20 누적 기준 사업부문별 매출액 비중



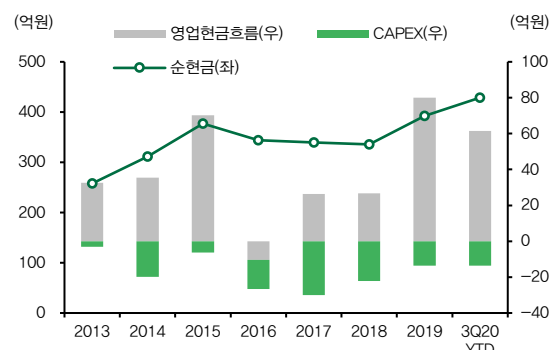
자료: 하츠, DB금융투자

도표 56. 하츠 레인지후드와 환기시스템 수주잔고 추이



자료: 하츠, DB금융투자

도표 57. 하츠 영업현금흐름과 순현금 추이



자료: 하츠, DB금융투자

B2B2C 비중 확대로 주택건설 경기에 연동되는 운명에서 벗어나다

레인지후드,
환기시스템 등을
제조하는 실내
공기질 전문기업

하츠는 레인지후드, 쿡탑 등의 빌트인기기 제조 판매와 세대 환기시스템 설치업을 영위하는 벽산그룹 산하 기업이다. 레인지후드는 2020년 3분기 누적 기준 50% 후반대의 국내시장 점유율을 차지하고 있으며, 세대 환기시스템에서도 10% 중반 수준의 점유율을 확보 중이다. 사업부문은 레인지후드, 가스/전기 쿡탑, 살균세척기, 환기청정기 등을 제조 판매하는 유통/특판사업부와 세대 환기 시스템 공사를 수행하는 환기사업부로 구분된다. 2020년 3분기 사업부별 누적 매출액은 유통/특판사업부 780억원, 환기사업부 122억원이었다. 사업부별 매출총이익은 유통/특판사업부 206억원, 환기사업부 7억원으로 유통/특판사업부의 이익 기여도가 절대적이다.

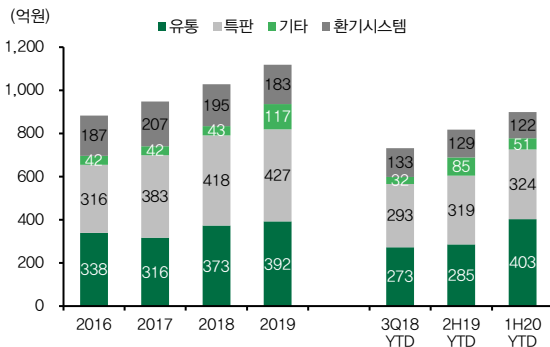
유통 채널
판매 호조와
경쟁사 시장
이탈 수혜

올해 3분기까지 별도 기준 누적 매출액 902억원(+10.0%YoY), 누적 영업이익 66억원(+297.8%YoY)을 실현해 외형 확장과 수익성 개선을 동시에 이뤘다. 현 집을 고쳐 쓰는 기축 인테리어 시장 호황으로 기축 시장을 타겟으로 하는 대리점(유통) 채널 매출액이 285억원에서 403억원으로 큰 폭 확대됐다. 기존 주 영업채널인 건설사향 특판 채널 매출액은 324억원으로 전년동기(319억원)와 유사한 수준을 유지했는데, 아파트 신규입주 물량이 감소했음에도 전년까지 시장점유율 2위를 유지했던 N사의 법정 관리 신청으로 신규 입주를 앞둔 B2B 물량이 동사로 이전된 덕분이다. 영업이익률은 매출액 증가에 따른 영업 레버리지 확대에 힘입어 전년동기 2.0%에서 7.0%로 크게 상승했다. 판관비는 설치비, 광고 선전비 등의 감소로 전년동기 166억원에서 147억원으로 떨어졌다.

고가와 중저가
양면전략으로
B2B와 B2C를
모두 커버한다

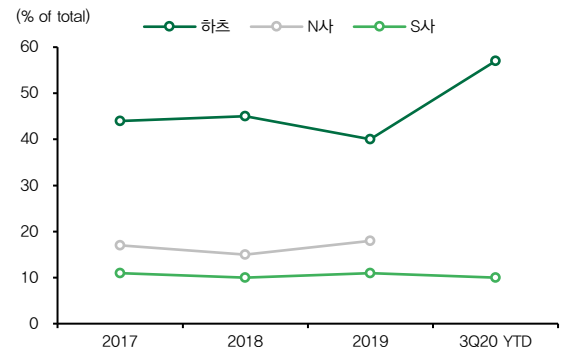
동사의 주력제품 레인지후드와 빌트인기기의 영업채널은 건설회사를 상대로 하는 특판(B2B) 채널과 대리점이 타겟인 유통(B2B2C) 채널로 나뉜다. 특판 채널은 아파트 신규분양 때 수주가 결정되고 입주가 시작되기 직전에 매출 인식이 이뤄지며, 따라서 특판 채널 매출액은 주택 착공면적에 약 2년 후행해 연동하는 특징을 보인다. 반면 기축 인테리어 시장에 대응하는 유통 채널은 주택건설 경기에 대한 민감도가 크지 않아 안정적인 매출 성장이 가능하다. 또한 특판 채널은 저가 제품군이 주를 이루지만, 유통 채널은 고가에서 저가까지 넓은 제품 라인업이 필요하다는 차이가 있다. 동사는 엘리카 브랜드를 필두로 한 고가 제품 라인업을 확대해 기축 인테리어 시장에 대응하는 한편, 저가 제품군을 중국 조달 상품으로 대체해 원가경쟁력을 확보하는 양면 전략을 구사하고 있다.

도표 58. 하츠 영업채널별 매출액 추이



자료: 하츠, DB금융투자

도표 59. 하츠 국내 레인지후드 시장 점유율 추이



자료: 하츠, DB금융투자

미래 성장은 실내 공기질 관리 제품군에 달려 있다

실내 공기 질 관련 규제는 계속 강화된다

동사의 캐시카우 역할을 레인지후드와 빌트인기기 등이 맡고 있다면, 성장동력을 책임지는 것은 세대 환기시스템, 공기청정기와 같은 실내 공기질 관리 제품군이다. 올해 4월에 건축물 내 미세먼지 유입 방지를 위해 환기설비를 설치해야 하는 건축물 범위가 기존 100세대에서 30세대 이상 공동주택, 주상 복합 건축물 등으로 확대되고, 1,000㎡ 이상 민간 노인요양시설, 430㎡ 이상 어린이 놀이시설, 소규모 영화관, 콜센터 등 다중이용시설에도 환기설비 설치가 의무화됐다. 지난 수 년 간 실내 공기질 관련 규정은 지속적으로 강화된 반면 동사 환기사업부 매출액은 오히려 감소했다. 규모의 경제를 따져 영업 대상을 100세대 이상 아파트로 제한한 영향이다. 올해는 달라진 규제 환경에 대응해 동사도 소규모 공사에 대응할 수 있는 역량을 갖춘 상태다.

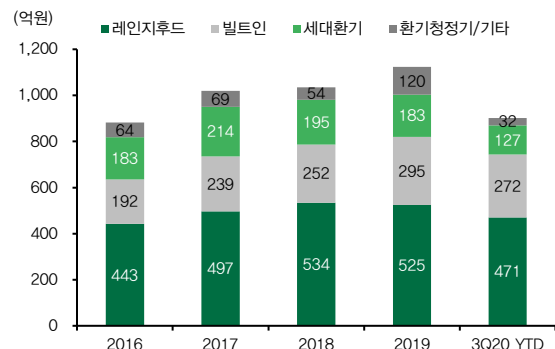
동사 환기청정기가 갖는 장점

지난해 기타부문 매출액 증대에 일조했던 환기청정기 관련 매출액은 올해 절반 이하로 떨어졌다. 환기 설비 미세먼지 포집 성능과 소음 등에 대한 문제로 학교 환기설비 도입 사업이 중단되고 공기청정기 도입이 이뤄졌기 때문이다. 올해 코로나19 확산으로 환기설비 도입이 재개될 가능성이 있다. 보건당국은 교실 내 코로나19 감염 방지를 위해 창문을 상시 개방한 상태에서 에어컨과 공기청정기를 가동할 것을 권고했는데, 이 경우 공기청정기 포집 성능이 저하되고 냉방에 사용되는 에너지가 낭비되는 문제가 발생한다. 동사 환기청정기는 창문을 열지 않고도 상시 환기를 할 수 있고, 가동시 최대 소음을 46db 이하로 제한해 소음 문제를 개선했다. 학교 환기설비 도입사업이 재개되면 동사의 환기청정기 매출액도 회복될 것으로 판단한다.

환기시스템 유지보수 시장의 성장 가능성

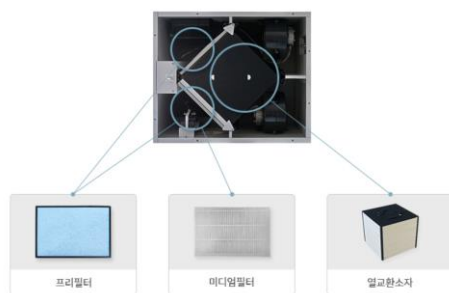
하츠가 노리는 또 다른 신시장은 환기시스템 유지보수이다. 지난 2006년 신축 아파트 환기시설 설치가 의무화됐지만, 서울시 조사에 따르면 실제로 환기시스템을 사용 중인 가구 비율은 20%에도 미치지 못하는 것으로 나타났다. 환기설비의 존재 자체를 알지 못했거나, 종이필터, 열교환소자 등 소모성 부품의 교체비용에 부담을 느껴 방치하는 경우가 많았다. 그러나 환기시스템이 공기청정기보다 더 효과적인 실내 공기질 관리 수단이라는 점을 생각하면 환기시스템 유지보수 시장의 성장 잠재력은 작지 않다. 동사는 현재 전국 주요 아파트 단지의 환기시스템 데이터를 수집하면서 유지보수 시장의 개화에 대비하고 있다.

도표 60. 하츠 제품군별 매출액 추이



자료: 하츠, DB금융투자

도표 61. 환기시스템의 주요 소모성 부품들



자료: 하츠, DB금융투자

쌓이는 현금을 어떻게 잘 쓸 것인가가 문제

올해 매출채권 회수 기간이 짧고 자본적지출 부담이 적어 현금이 지속적으로 쌓이는 사업모델을 갖고 있다. 영업현금흐름은 지난 7년 동안 들쭉날쭉한 영업현금흐름을 나타냈음에도 불구하고, 동사 순현금은 258억원에서 429억원으로 증가했다. 더욱이 2020년은 매출액 증가와 수익성 개선이 맞물려 100억원에 육박하는 영업현금흐름을 창출할 수 있을 것으로 예상한다. 다만 이제는 축적되는 현금을 어떻게 사용할 것인지에 대한 고민이 필요하다.

도표 62. 하츠 주요 재무지표 추이

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	3Q18 YTD	3Q19 YTD	3Q20 YTD
매출액	816	882	1,019	1,035	1,123	736	820	902
(%YoY)	7.3	8.1	15.5	1.6	8.5	-3.3	11.5	10.0
- 유통/특판사업부	661	696	812	841	940	602	691	780
* 유통	0	338	316	373	392	273	285	403
* 특판	0	316	383	418	427	293	319	324
* 기타	0	42	42	43	117	32	85	51
- 환기사업부	155	187	207	195	183	133	129	122
매출원가	616	675	796	822	877	573	637	689
- 원재료비	217	266	320	336	392	248	287	279
- 상품매입비	223	172	198	211	240	143	171	226
- 인건비	19	32	41	38	40	26	30	29
매출총이익	200	207	223	213	246	156	183	213
(%매출총이익률)	24.5	23.5	21.9	20.6	21.9	21.2	22.3	23.6
- 유통/특판사업부	186	192	211	203	232	149	173	206
- 환기사업부	14	16	12	10	14	7	10	7
판매비와관리비	155	163	171	201	222	153	166	147
(%판매비율)	19.0	18.5	16.8	19.4	19.7	20.8	20.3	16.3
- 인건비	56	58	64	65	66	47	48	51
영업이익	45	44	52	13	25	3	17	66
(%YoY)	19.5	-1.9	19.5	-76.2	99.7	-93.4	447.4	297.8
(%영업이익률)	5.5	5.0	5.1	1.2	2.2	0.4	2.0	7.3
영업외손익	6	8	4	9	9	13	8	8
법인세	11	11	11	6	10	3	6	17
당기순이익	40	41	45	15	24	13	18	57
영업현금흐름	70	-10	26	27	80	2	41	61
CAPEX	6	16	30	22	14	17	11	14
순현금	377	344	339	336	392	316	352	429
매출채권/미수금	156	225	222	212	183	218	194	203
재고자산/기타자산	50	60	81	92	93	92	118	104
매입채무/미지급금	78	103	92	92	88	86	97	109
순운전자본	128	181	211	212	188	224	215	199

자료: 하츠, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	55	60	63	62	65
현금및현금성자산	16	13	20	15	18
매출채권및기타채권	16	23	22	21	18
재고자산	5	6	8	9	9
비유동자산	32	33	33	32	32
유형자산	22	22	24	24	22
무형자산	1	1	1	2	1
투자자산	4	4	2	2	3
자산총계	87	93	96	94	97
유동부채	9	12	11	10	11
매입채무및기타채무	9	11	10	10	10
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	4	4	4	4
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	13	15	14	14	15
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	57	60	64	65	67
비배분주주지분	0	0	0	0	0
지분총계	74	77	82	81	83

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	7	-1	3	3	8
당기순이익	4	4	5	2	2
현금유출이없는비용및수익	8	6	6	7	8
유형및무형자산상각비	2	1	1	1	2
영업관련자산부채변동	-1	-9	-6	-2	-1
매출채권및기타채권의감소	0	-7	1	1	3
재고자산의감소	-1	-1	-2	-1	0
매입채무및기타채무의증가	1	2	-1	0	0
투자활동현금흐름	-7	-1	4	-4	-5
CAPEX	1	2	3	2	1
투자자산의손중	1	0	2	0	0
재무활동현금흐름	0	0	-1	-3	-1
사채및차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	-1	-1	0
배당금지급	0	0	-1	-1	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-1	-3	6	-4	3
기초현금	17	16	13	20	15
기말현금	16	13	20	15	18

자료: 하츠, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	82	88	102	104	112
매출원가	62	67	80	82	88
매출총이익	20	21	22	21	25
판매비	15	16	17	20	22
영업이익	4	4	5	1	2
EBITDA	7	6	6	3	5
영업외손익	0	1	0	1	1
금융손익	0	1	0	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	5	5	6	2	3
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	4	5	2	2
지배주주지분순이익	4	4	5	2	2
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	4	3	5	2	2
증감률(%)YoY)					
매출액	7.3	8.1	15.5	1.6	8.5
영업이익	19.5	-1.9	19.5	-76.2	99.7
EPS	16.2	3.3	10.6	-66.6	57.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	310	320	354	118	185
BPS	5,804	6,053	6,390	6,304	6,471
DPS	30	50	50	30	30
Multiple(배)					
P/E	17.9	18.0	13.4	31.8	40.4
P/B	1.0	1.0	0.7	0.6	1.2
EV/EBITDA	5.7	7.6	6.4	6.8	12.9
수익성(%)					
영업이익률	5.5	5.0	5.1	1.2	2.2
EBITDA마진	8.0	6.5	6.3	2.6	4.2
순이익률	4.9	4.6	4.4	1.5	2.1
ROE	5.5	5.4	5.7	1.9	2.9
ROA	4.7	4.5	4.8	1.6	2.5
ROC	7.9	7.1	6.9	1.4	3.0
안정성및기타					
부채비율(%)	17.5	20.0	17.5	17.1	17.7
이자보상배율(배)	1,154.3	14,686.6	NA	396.0	148.8
배당성향(배)	9.5	15.4	13.9	24.2	15.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

하츠 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국전략	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

금융 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

조선/기계/철강	김홍균 수석연구위원	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조운호 수석연구위원	3367	uhno
에너지/케미칼	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hipark
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj
연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92

크로스융합파트

스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam



산업분석2팀

IT총괄/전기전자 권성률 팀장 3724 srkwon

음식료/유통	차재현 수석연구위원	3378	imcjh
반도체/IT소재장비	여규진 연구위원	3713	kjsyndrome
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
자동차/운송	김평모 연구위원	3053	pmkim
인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구위원	3385	realjun20
헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo
미디어/통신서비스	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
제약/바이오	박재경 선임연구위원	3368	jaegyeong2
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7기독교방송 1층)
울지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총령대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.