



기업분석 | 건설/건자재

Analyst

김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

목표주가	40,000 원
현재주가	39,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(10/28)	2,268.4 pt
시가총액	9,272 억원
발행주식수	23,534 천주
52 주 최고가 / 최저가	103,000 / 38,500 원
90 일 일평균거래대금	27.32 억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(22.12E)	3.6%
BPS(22.12E)	34,839 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -16.3%
	6개월 -35.6%
	12개월 -36.6%
주주구성	자사주 (외 1인) 31.9%
	하임유한회사 (외 7인) 28.3%
	Teton Capital Partners LP (외 1인) 9.2%

Stock Price

한샘 (009240)

3Q22 Review: 거래 절벽, 비용 상승

B2C 매출 감소 지속과 원가 및 판촉비 상승, B2B 특판은 호조세 지속

한샘의 3분기 매출액은 4,773 억원으로 전년동기대비 10.9% 감소, 컨센서스 대비 6.8% 하회했다. 영업이익은 -136 억원으로 전년동기대비 적자전환, 컨센서스 영업이익 84 억원 대비 크게 부진한 어닝 쇼크를 기록했다. 세개 분기 연속적인 어닝 쇼크는 결국 한샘의 가장 중요한 전방 지표인 아파트 매매거래량의 둔화에 크게 기인한다. 금리의 가파른 상승에 따른 주택 매수 수요 수요 위축, 물가상승에 따른 전반적인 소비 위축이 한샘의 리모델링 사업부뿐만 아니라 가구 부문까지 전방위적으로 영향을 미치는 상황이다. 더불어 2분기 원재료 가격 상승의 래깅효과에 따른 원가율 상승, 공격적인 광고판촉비 집행이로 인한 판관비율 상승 등도 적자 전환에 기여했다. B2B 특판의 경우 분양 시점에 수주하여 입주 시점에 매출이 발생하는 특성을 고려, 2024년 상반기까지 우상향이 지속될 것으로 기대된다. 다만, 마진 믹스를 고려할 때 B2B 특판의 성장만으로는 전사 고정비용 비용 커버가 쉽지 않을 전망이다.

매출액 성장률이 밸류에이션을 설명하는 종목

한샘의 절대 밸류에이션이 비싼 근거 두가지는 우리 나라 인테리어/리모델링 시장이 성장한다는 점, 인테리어 업체 중 M/S 1 위라는 점에 있다. 따라서 한샘의 역사적 멀티플은 이익의 성장 보다는 매출액의 성장에 연동되어 움직여왔다. 목표주가는 한샘 매출 성장이 본격적으로 둔화되던 2017년 연간 멀티플 44x에서 20% 할인한 35x를 적용하여 산출했는데, 이는 지난 2분기 리뷰 보고서때와 동일한 멀티플 수준이다. 다만 이익 추정치의 하향 조정에 따라 목표주가를 40,000 원으로 하향, 투자 의견 Hold를 유지한다. 더욱 적극적인 주주환원책, 비주력 핵심자산의 매각을 통한 성장 재원의 마련 등이 시급한 실정으로 판단된다.

Financial Data

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,067	2,231	2,045	2,087	2,174
영업이익	93	69	-2	25	80
세전계속사업손익	95	83	18	37	91
순이익	67	57	13	27	67
EPS (원)	2,765	2,377	535	1,143	2,834
증감률 (%)	52.3	-14.0	-77.5	113.6	147.9
PER (x)	37.8	39.0	73.6	34.5	13.9
PBR (x)	4.0	3.5	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	5.3	12.8	9.7	7.9	5.2
영업이익률 (%)	4.5	3.1	-0.1	1.2	3.7
EBITDA 마진 (%)	7.6	6.3	3.6	4.4	6.4
ROE (%)	11.1	9.3	2.1	4.6	11.0
부채비율 (%)	95.5	100.5	102.4	100.6	96.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한샘 목표주가 재산정

	2020	2021	2022E	2023E
EPS (원)	2,765	2,377	535	1,143
EPS Growth (%)	52.3	-14.0	-77.5	113.6
PER (X)	37.8	39.0	73.6	34.5
Target EPS (원)	1,143 2023년 EPS			
Target PER (X)	35.3 매출액 성장을 둔화되던 2017년 연간 PER에서 20% 할인			
목표주가 (원)	40,000			
현재주가 (원, 10/28)	39,400			
Upside (%)	1.5			
기존목표주가 (원)	60,000			
변동률 (%)	-33.3			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

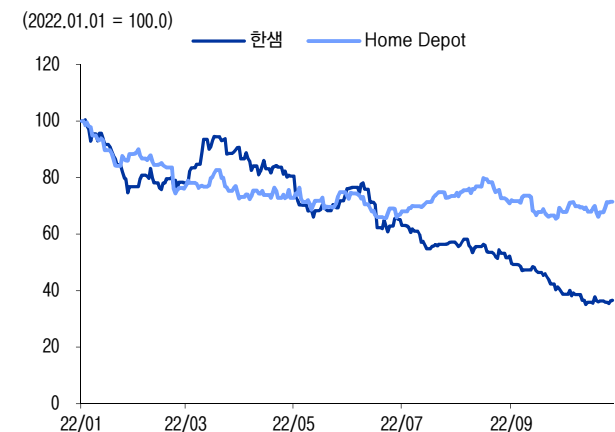
표2 한샘 3Q22 Review

(단위: 십억원)	3Q22P	3Q21	YoY (% , %p)	2Q22	QoQ (% , %p)	컨센서스	Gap (% , %p)
매출액	477.3	535.8	-10.9	499.9	-4.5	512.2	-6.8
영업이익	-13.6	22.6	적전	2.2	적전	8.4	적전
영업이익률 (%)	-2.8	4.2	-7.1	0.4	-3.3	1.6	-4.5
순이익	-8.1	16.4	적전	1.0	적전	6.0	적전
순이익률 (%)	-1.7	3.1	-4.7	0.2	-1.9	1.2	-2.9

주: IFRS 연결 기준

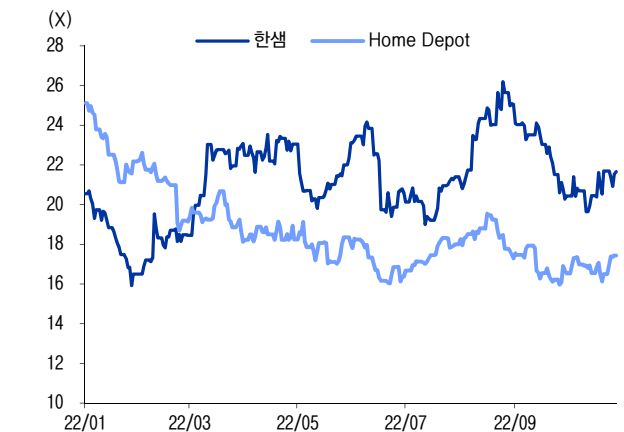
자료: 한샘, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한샘, 미국 Home Depot YTD 상대수익률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한샘, 미국 Home Depot YTD Forward PER 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 한샘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
매출액	2,231	2,045	2,087	553	569	536	574	526	500	477	542
I. B2C	1,566	1,290	1,265	398	405	368	395	369	345	326	363
I-1. 가구/생활용품	678	582	586	190	167	156	165	166	134	131	151
오프라인	427	361	361	118	102	104	103	100	79	87	95
온라인	252	221	224	72	66	52	62	66	55	43	57
I-2. 리모델링	888	708	679	208	238	212	230	180	176	159	194
리하우스	662	534	527	152	179	159	172	136	135	116	147
키친&바스	226	174	152	56	60	53	58	43	42	43	46
II. B2B	424	463	530	105	108	99	113	105	111	120	127
III. 기타	241	292	292	50	55	69	66	76	79	68	69
Sales Growth (YoY %)	7.9	-8.3	2.0	12.3	9.6	6.4	4.0	-4.9	-12.0	-10.9	-5.6
I. B2C	9.6	-17.6	-1.9	24.4	16.8	2.9	-2.5	-13.4	-23.4	-21.3	-12.5
I-1. 가구/생활용품	7.0	-14.2	0.7	31.7	7.3	-1.0	-6.3	-13.0	-19.7	-16.3	-8.1
오프라인	7.6	-15.5	0.2	29.2	5.3	4.3	-5.4	-15.7	-22.3	-15.9	-8.1
온라인	6.0	-12.1	1.4	36.0	10.4	-10.0	-7.8	-8.5	-15.7	-17.0	-8.2
I-2. 리모델링	11.6	-20.3	-4.1	18.3	24.6	6.0	0.4	-13.7	-26.1	-25.1	-15.7
리하우스	16.5	-19.4	-1.3	21.5	31.9	11.2	4.7	-10.5	-24.7	-27.2	-14.4
키친&바스	-0.8	-22.9	-12.7	10.3	7.0	-7.2	-10.5	-22.5	-30.1	-18.9	-19.6
II. B2B	0.9	9.2	14.4	-11.4	-0.7	2.6	15.8	0.3	3.2	21.4	12.7
매출총이익	586	458	460	149	151	125	161	129	110	100	118
(YoY %)	8.1	-21.9	0.4	13.8	13.9	-11.6	17.1	-10.6	-27.3	-19.6	-28.5
매출총이익률 (%)	26.3	22.4	22.0	26.1	26.6	23.3	28.8	24.6	22.0	21.0	21.8
판매비	517	460	434	119	124	102	172	119	108	114	119
판매비율 (%)	23.2	22.5	20.8	21.6	21.7	19.1	29.9	22.7	21.6	23.9	22.0
(YoY %)	15.1	-10.9	-5.6	8.6	12.2	-12.9	53.7	-0.2	-12.7	11.5	-30.5
영업이익	69	-2	25	25	28	23	-6	10	2	-14	-1
(YoY %)	-25.6	적전	흑전	46.7	22.5	-4.7	적전	-60.2	-92.2	적전	적지
(QoQ %)				-15.0	10.3	-18.5	적전	흑전	-78.5	적전	적지
영업이익률 (%)	3.5	-0.1	1.4	4.5	4.9	4.2	-1.1	1.9	0.4	-2.8	-0.2
세전이익	83	18	37	27	32	23	1	23	5	-14	4
세전이익률 (%)	3.7	0.9	1.8	4.9	5.7	4.3	0.2	4.3	1.1	-2.9	0.7
순이익	57	13	27	20	25	16	-4	18	1	-8	2
(YoY %)	-14.4	-78.0	113.6	66.3	66.6	-15.6	적전	-11.8	-96.1	적전	흑전
(QoQ %)				-2.8	26.2	-34.7	적전	흑전	-94.4	적전	흑전
순이익률 (%)	2.6	0.6	1.3	3.6	4.4	3.1	-0.7	3.3	0.2	-1.7	0.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	521	458	444	403	408
현금 및 현금성자산	106	118	167	150	148
매출채권 및 기타채권	76	98	73	57	60
재고자산	84	110	73	63	66
기타유동자산	255	132	131	133	135
비유동자산	709	789	773	793	827
관계기업투자등	208	253	305	361	423
유형자산	461	503	435	400	371
무형자산	39	33	33	33	33
자산총계	1,230	1,246	1,216	1,195	1,235
유동부채	440	392	383	367	374
매입채무 및 기타채무	281	282	283	267	275
단기금융부채	67	25	25	24	24
기타유동부채	92	85	75	75	75
비유동부채	161	233	232	232	232
장기금융부채	3	28	27	27	26
기타비유동부채	158	205	205	205	205
부채총계	601	625	615	599	605
지배주주지분	608	621	590	590	622
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	34	34	34	34
이익잉여금	738	775	754	750	783
비지배주주지분(연결)	21	0	11	6	8
자본총계	629	622	601	596	630

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	193	28	142	95	119
당기순이익(손실)	67	57	13	27	67
비현금수익비용가감	107	64	67	58	50
유형자산감가상각비	59	66	70	61	54
무형자산상각비	6	5	5	5	5
기타현금수익비용	42	-7	-8	-8	-8
영업활동 자산부채변동	20	-92	63	10	2
매출채권 감소(증가)	23	-15	25	16	-2
재고자산 감소(증가)	-4	-27	37	10	-3
매입채무 증가(감소)	30	-23	1	-15	7
기타자산, 부채변동	-29	-28	0	0	0
투자활동 현금	-100	108	-7	-7	-7
유형자산처분(취득)	3	1	0	0	0
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-16	-29	-29	-29	-29
기타투자활동	-88	136	22	22	22
재무활동 현금	-132	-126	-87	-106	-115
차입금의 증가(감소)	90	45	-1	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	-25	0	0	0
배당금의 지급	-22	-23	-33	-32	-33
기타재무활동	-200	-123	-53	-73	-81
현금의 증가	-39	12	49	-17	-2
기초현금	145	106	118	167	150
기말현금	106	118	167	150	148

주: IFRS 연결 기준

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,067	2,231	2,045	2,087	2,174
매출원가	1,525	1,645	1,587	1,627	1,670
매출총이익	542	586	458	460	505
판매비 및 관리비	449	517	460	434	425
영업이익	93	69	-2	25	80
(EBITDA)	157	140	73	91	139
금융손익	0	-1	-1	-1	-1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	15	21	12	12
세전계속사업이익	95	83	18	37	91
계속사업법인세비용	29	26	6	10	25
계속사업이익	67	57	13	27	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	67	57	13	27	67
지배주주	65	56	12	26	65
총포괄이익	67	61	9	24	63
매출총이익률 (%)	26.2	26.3	22.4	22.0	23.2
영업이익률 (%)	4.5	3.1	-0.1	1.2	3.7
EBITDA마진률 (%)	7.6	6.3	3.6	4.4	6.4
당기순이익률 (%)	3.2	2.6	0.6	1.3	3.1
ROA (%)	5.5	4.6	1.0	2.2	5.5
ROE (%)	11.1	9.3	2.1	4.6	11.0
ROIC (%)	10.9	7.5	-1.6	3.0	10.0

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	37.8	39.0	73.6	34.5	13.9
P/B	4.0	3.5	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.3	12.8	9.7	7.9	5.2
P/CF	14.2	18.0	11.7	11.0	7.9
배당수익률 (%)	1.2	1.7	3.6	3.4	3.6
성장성 (%)					
매출액	21.7	7.9	-8.3	2.0	4.2
영업이익	66.9	-25.6	적전	흑전	215.0
세전이익	28.2	-12.7	-78.3	103.4	147.9
당기순이익	56.5	-14.4	-78.0	113.6	147.9
EPS	52.3	-14.0	-77.5	113.6	147.9
안정성 (%)					
부채비율	95.5	100.5	102.4	100.6	96.1
유동비율	118.5	116.8	115.9	109.6	109.1
순차입금/자기자본(x)	-42.3	-27.1	-36.6	-34.4	-32.6
영업이익/금융비용(x)	11.5	12.1	-0.4	4.4	13.9
총차입금 (십억원)	70	53	52	51	50
순차입금 (십억원)	-266	-169	-220	-205	-205
주당지표(원)					
EPS	2,765	2,377	535	1,143	2,834
BPS	25,832	26,399	34,839	34,556	36,513
CFPS	7,372	5,137	3,364	3,587	4,978
DPS	1,300	1,550	1,400	1,350	1,400

한샘 목표주가 추이		투자의견 변동내역						
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비
200,000			2020.09.15	변경	김세현			
150,000			2021.02.05	Buy	150,000	-16.3		-27.5
100,000			2021.04.21	Buy	160,000	-8.4		-34.8
50,000			2022.02.09	Buy	105,000	-14.4		-31.9
0			2022.08.08	Hold	60,000	-5.2		-20.4
			2022.10.31	Hold	40,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경 투자 의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)