

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

009240 · 건축자재

한샘

업황 회복 이후 빛날 B2C 역량

 (신규)
중립

 목표주가
52,000원

 상승여력
3.6%

 현재주가(23/11/21)
50,200원

KOSPI	2,510.42	시가총액(십억원)	1,181	발행주식수(백만주)	24	외국인 보유비중(%)	13.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

B2C 가구 중심의 건자재 업체

동사는 부엌 가구 중심의 B2C 건자재 업체다. IMM PE로의 대주주 변경 과정, 주택매매거래 감소로 주가 및 실적은 부진했다. 최근, 대표집행임원 교체를 통해 수익성이 수반된 사업 구축의 전략 계획이 제시됐다.

D/T 도입을 통한 B2C 역량 강화 지속

Digital Transformation(D/T) 도입으로 온라인 역량 강화, B2C 콘텐츠를 확대하고 있다. 다만, 과거 대비 낮아진 매매거래 위축 국면에서 기여 효과는 점진적으로 진행될 전망이다.

투자의견 중립, 목표주가 52,000원으로 신규 커버리지 개시

최근 1) 배당을 통한 적극적인 주주환원 정책 2) 대표집행임원 교체 이후 수익성 회복 기대감은 긍정적 요인으로 판단한다. 다만, 동사의 B2C 역량에 대한 멀티플 할증은 정당화하기 어려운 구간으로 판단한다

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.3	5.7	12.2
상대주가	-4.2	6.8	8.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,231	2,001	1,996	2,095	2,238
영업이익 (십억원)	69	-22	0	51	74
영업이익률 (%)	3.1	-1.1	0.0	2.4	3.3
순이익 (십억원)	56	-71	-17	46	65
EPS (원)	2,377	-3,031	-742	1,934	2,761
ROE (%)	9.1	-13.4	-4.2	12.2	18.2
P/E (배)	39.0	-	-	26.0	18.2
P/B (배)	2.6	1.4	1.8	1.9	1.9
배당수익률 (%)	1.7	1.8	12.0	8.0	8.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

B2C 가구 중심의 건자재 업체

동사는 부엌 가구 중심의 소비자를 대상으로 한 B2C 건자재 업체이다. 2018년 하반기, '스타일 패키지' 런칭을 통해 기존 부엌가구를 중심으로 한 단품 판매에서 공간 전체를 패키지로 판매하는 전략을 도입했다. 기존 부엌과 욕실을 중심으로 창호, 도어, 마루 등 건자재 품목을 확대하며 패키지 구색을 다양화했다. 오프라인 매장은 대형 쇼룸이 갖춰진 표준매장 도입을 통해 고객에게 더 많은 상품과 패키지를 노출하며 트래픽을 높이기 위한 변화를 추진했다.

2021년 하반기, IMM PE의 대주주 변경 과정과 2022년 주택매매거래 급감으로 주가 및 실적 하락세가 두드러졌다. 최근에는 대표집행임원 교체를 통해 수익성이 수반된 사업 성장을 향후 경영 방향으로 제시한 바 있다. 김유진 한샘 신임 대표집행임원의 과거 사례(할리스F&B, 에이블씨앤씨)를 참고해본다면 매장 효율화, 마케팅 축소 등원가 절감 활동이 이어질 것으로 전망한다.

D/T 도입을 통한 B2C 역량 강화 지속

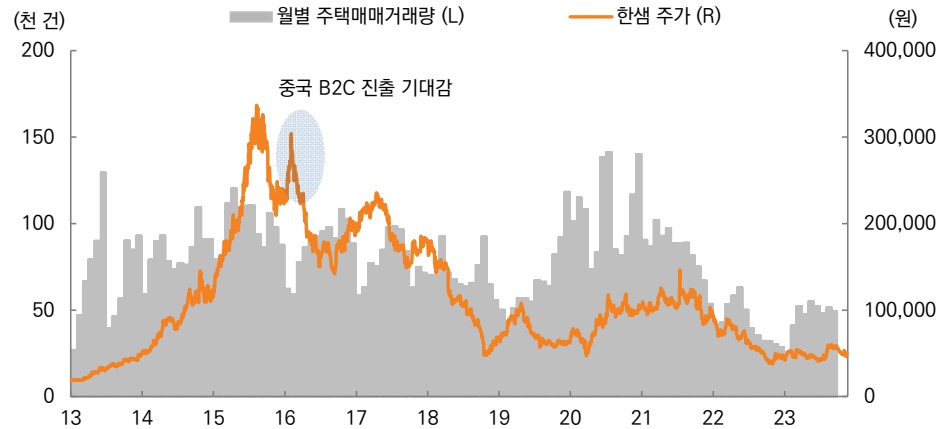
2022년 상반기, 동사는 B2C 역량 강화 방안으로 Digital Transformation(D/T) 도입 계획을 언급했다. 온라인 역량 강화로 고객의 접근성을 높이고 오프라인과 연계한 트래픽 증가를 기대한 결정이었다. 2023년 4월 리하우스(현 홈리모델링) 부문, 10월 인테리어 가구 부문의 D/T 런칭을 각각 완료했다. 데이터를 통한 D/T 도입 기여도는 알 수 없으나, 트래픽 증가 효과는 유효한 것으로 파악되고 있다.

전통적으로 B2C 인테리어/리모델링 사업은 주택매매거래와 밀접한 연관성을 갖는다. 2023년 6월부터 주택매매거래는 특례보금자리론, 전년 기저효과 등으로 전년동월 대비 증가 추세를 보였다. 다만 고금리 지속과 금융당국의 가계부채 관리 감독 강화, 주택 매수심리 위축 등은 주택매매거래 회복을 지연시키는 요인으로 작용할 전망이다. 표준화를 통한 (주택매매거래, 이사 수요와 무관한) 거주 가구의 교체 수요 확대는 긍정적이나, 이 역시 과거 대비 낮아진 매매거래 위축 국면에서 자유로울 수는 없다고 판단한다.

투자의견 중립, 목표주가 52,000원으로 신규 커버리지 개시

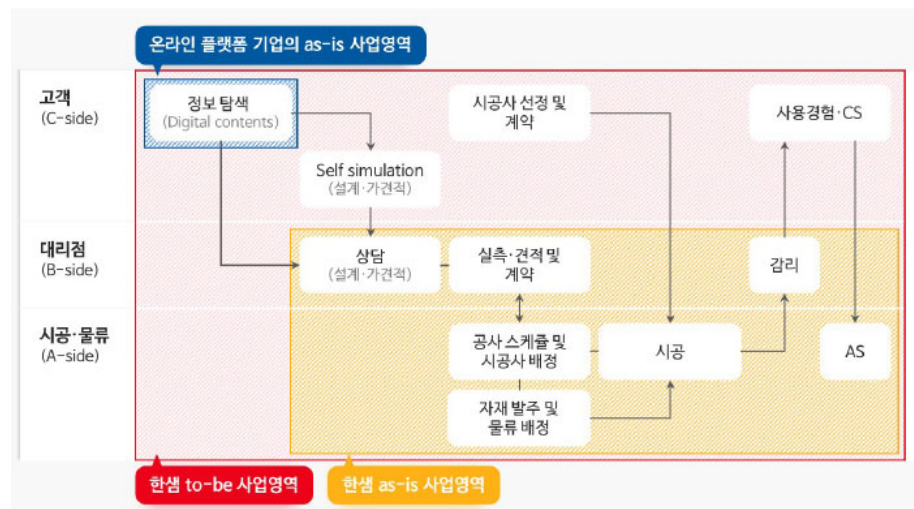
한샘에 대해 투자의견 중립, 목표주가 52,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 2024년 추정치에 PER 24x(2013~2016년, 고성장기 평균 20% 할인)을 적용하여 산출했다. 최근, 1) 배당을 통한 적극적인 주주환원 정책 추진 2) 대표집행임원 교체 이후 수익성 회복 기대감은 긍정적 요인으로 판단한다. 다만, 주택매매거래 회복 시기가 지연되는 가운데 영업이익 레벨은 점진적인 개선 흐름을 보일 것으로 예상한다. 동사의 B2C 역량에 대한 멀티플 할증을 정당화하기 어려운 구간으로 판단한다.

그림 112. 주택매매거래량, 한샘 주가 추이



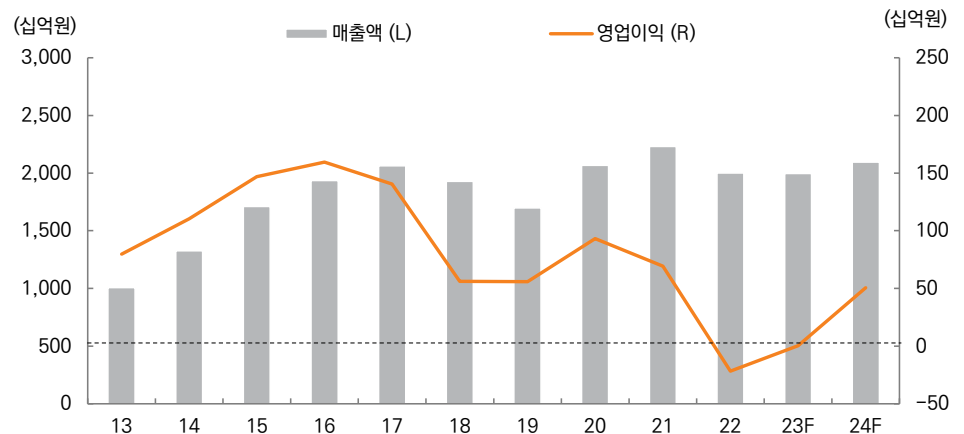
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 한샘, Digital Transformation(D/T) 사업 모델



자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 연간 한샘 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 51. 김유진 한샘 대표집행임원 과거 사례

1) 에이블씨앤씨

2021년 6월 - 에이블씨앤씨 대표집행임원으로 김유진 IMM 오퍼레이션즈그룹 대표 선임

: 자회사들과의 사업 결합, 고정비 절감 및 재고 관리 건전성 개선, 유관 조직 통합 및 개편 등을 통해 재무구조 개선

: 일본 법인은 주력 브랜드인 미사를 중심으로 드럭스토어 채널을, 미국 법인은 아마존 등 주요 이커머스 채널 공략

2) 할리스 F&B

2017년 1월 - 할리스 F&B 대표집행임원으로 김유진 IMM PE 이사 선임

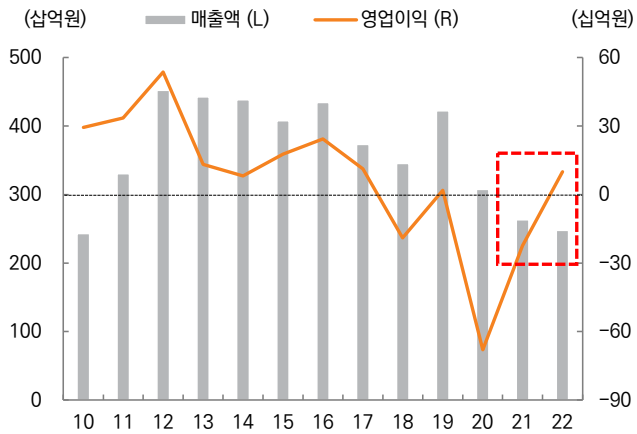
: 로고 변경, 1인용 테이블 설치, 콘서트 좌석 확대 등 인테리어 변경 통해 커피전문점 이미지 제고

: 가맹사업 중심에서 지역 거점 대형 직영점 전환

: 브랜드 인지도 제고를 위해 대규모 커피 로스팅 센터 건립, 스페셜티 전문매장 확대

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 에이블씨앤씨 연간 매출액, 영업이익 추이



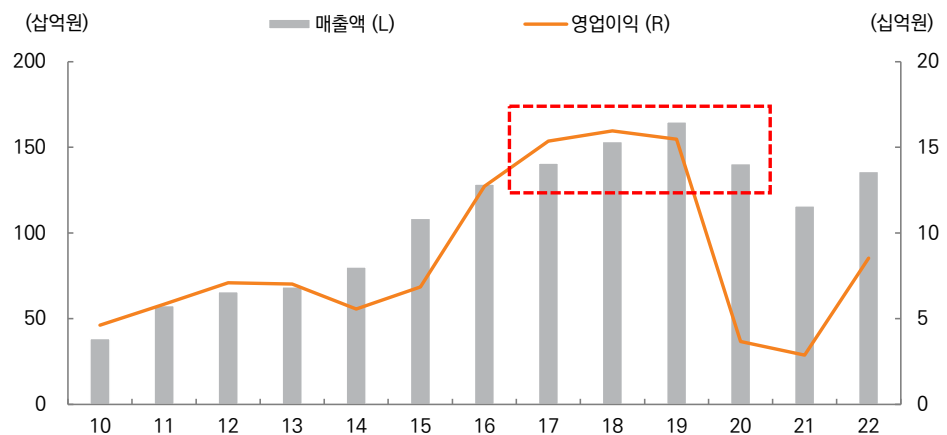
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 에이블씨앤씨 주가, 화장품 업종 지수 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 할리스F&B 연간 매출액, 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 52. 한샘 실적 Table

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F
매출액	526	500	477	498	2,001	469	515	481	531	1,996	2,095
- 홈퍼시닝 (B2C)	165	134	131	151	581	147	122	129	149	546	573
- 홈리모델링 (B2C)	180	176	159	154	668	124	163	151	176	614	700
- Element (B2B)	105	111	120	122	458	121	151	126	133	531	509
- 기타 및 자회사	76	78	68	72	294	77	79	75	74	304	313
% YoY											
매출액	-5%	-12%	-11%	-13%	-10%	-11%	3%	1%	7%	0%	5%
- 홈퍼시닝 (B2C)	-13%	-20%	-16%	-9%	-14%	-11%	-9%	-2%	-1%	-6%	5%
- 홈리모델링 (B2C)	-14%	-26%	-25%	-33%	-25%	-31%	-7%	-5%	14%	-8%	14%
- Element(B2B)	0%	3%	21%	8%	8%	15%	35%	5%	9%	16%	-4%
- 기타 및 자회사	52%	41%	-1%	9%	22%	1%	1%	10%	3%	3%	3%
매출원가	397	390	377	398	1,562	370	406	370	409	1,554	1,604
% 매출원가율	75.4%	78.0%	79.0%	80.0%	78.0%	78.8%	78.8%	76.9%	77.0%	77.9%	76.6%
매출총이익	129	110	100	99	439	100	109	111	122	442	491
판관비	119	108	114	120	461	115	108	106	112	441	441
% 판관비율	22.7%	21.6%	23.9%	24.0%	23.0%	24.6%	21.0%	22.1%	21.1%	22.1%	21.0%
영업이익 (연결)	10	2	-14	-20	-22	-16	1	5	10	0	51
% 영업이익률	1.9%	0.4%	-2.8%	-4.1%	-1.1%	-3.4%	0.2%	1.0%	1.9%	0.0%	2.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 53. 한샘, SOTP 목표주가 산정

(십억원, 원, %)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	952	
- NOPLAT	39	2024년 추정치 기준, 법인세율 23%
- Multiple	24	2013~2016년 고성장기 평균 20% 할인
2. 자산가치	377	
- 자사주	282	자사주 29.5%(6,933,606주), 20% 할인
- 투자부동산	95	장부가 20% 할인
- 관계기업 투자주식	0	
3. 순차입금	116	2024년 추정치 기준
4. 주주가치	1,214	
- 발행주식수	23,533,928	
5. 목표주가	52,000	반올림 적용
현재주가	50,200	11월 21일 종가 기준
Upside	4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한샘 (009240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,001	1,996	2,095	2,238
매출원가	1,562	1,554	1,604	1,703
매출총이익	439	442	491	535
판매비와관리비	461	441	441	461
조정영업이익	-22	0	51	74
영업이익	-22	0	51	74
비영업손익	-61	-18	9	13
금융손익	1	0	-1	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-83	-18	60	87
계속사업법인세비용	-12	0	14	21
계속사업이익	-71	-18	46	66
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-71	-18	46	66
지배주주	-71	-17	46	65
비지배주주	0	-1	1	1
총포괄이익	-55	-18	46	66
지배주주	-55	-18	46	66
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	52	77	127	151
FCF	-46	94	51	63
EBITDA 마진율 (%)	2.6	3.9	6.1	6.7
영업이익률 (%)	-1.1	0.0	2.4	3.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.5	-0.9	2.2	2.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	372	452	458	468
현금 및 현금성자산	37	128	122	120
매출채권 및 기타채권	128	133	138	142
재고자산	121	111	113	117
기타유동자산	86	80	85	89
비유동자산	728	710	691	695
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	421	434	439	450
무형자산	24	26	24	24
자산총계	1,100	1,162	1,149	1,163
유동부채	464	575	594	614
매입채무 및 기타채무	221	231	239	247
단기금융부채	95	98	105	115
기타유동부채	148	246	250	252
비유동부채	191	200	197	191
장기금융부채	164	176	172	166
기타비유동부채	27	24	25	25
부채총계	654	775	791	805
지배주주지분	445	388	358	356
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	35	44	44	44
이익잉여금	689	596	567	566
비지배주주지분	0	-1	0	1
자본총계	445	387	358	357

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-21	146	127	146
당기순이익	-71	-18	46	66
비현금수익비용가감	149	93	91	99
유형자산감가상각비	69	71	71	72
무형자산상각비	5	5	5	5
기타	75	17	15	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-81	76	3	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-36	-133	-4	-4
재고자산 감소(증가)	-8	9	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-14	173	6	7
법인세납부	-17	-4	-14	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	81	5	-60	-83
유형자산처분(취득)	3	-52	-76	-83
무형자산감소(증가)	-1	-1	-3	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	64	-9	-4	-5
기타투자활동	15	67	23	10
재무활동으로 인한 현금흐름	-141	-57	-73	-65
장단기금융부채의 증가(감소)	-6	15	3	4
자본의 증가(감소)	0	10	0	0
배당금의 지급	-32	-75	-75	-66
기타재무활동	-103	-7	-1	-3
현금의 증가	-80	90	-6	-2
기초현금	118	37	128	122
기말현금	37	128	122	120

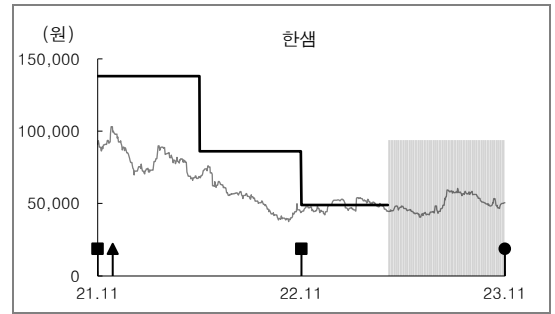
자료: 한샘, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	26.0	18.2
P/CF (x)	13.6	15.9	8.6	7.2
P/B (x)	1.4	1.8	1.9	1.9
EV/EBITDA (x)	23.5	16.7	10.2	8.6
EPS (원)	-3,031	-742	1,934	2,761
CFPS (원)	3,280	3,162	5,822	7,011
BPS (원)	31,569	27,911	26,671	26,611
DPS (원)	800	6,000	4,000	4,000
배당성향 (%)	-18.4	-545.9	144.1	101.0
배당수익률 (%)	1.8	12.0	8.0	8.0
매출액증가율 (%)	-10.3	-0.2	5.0	6.8
EBITDA증가율 (%)	-62.8	47.5	65.3	18.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	12,342.7	47.2
EPS증가율 (%)	-	-	-	42.7
매출채권 회전율 (회)	20.3	17.2	17.5	18.1
재고자산 회전율 (회)	17.4	17.3	18.7	19.5
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.2	9.1	9.3
ROA (%)	-6.1	-1.6	4.0	5.7
ROE (%)	-13.4	-4.2	12.2	18.2
ROIC (%)	-3.8	-0.8	10.3	15.0
부채비율 (%)	146.9	200.5	220.8	225.3
유동비율 (%)	80.2	78.6	77.1	76.1
순차입금/자기자본 (%)	39.6	28.0	32.3	33.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.2	0.0	46.5	33.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한샘 (009240)				
2023.11.23	중립	52,000	-	-
2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2022.11.23	Trading Buy	49,000	-1.04	10.20
2022.05.25	매수	86,000	-37.91	-11.40
2021.12.20	매수	138,000	-36.88	-10.87
2021.09.16	Trading Buy	138,000	-28.08	-10.87



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.