

한샘

| Bloomberg Code (009240 KS) | Reuters Code (009240.KS)

2024년 2월 13일

[건설]

김선미 연구위원
☎ 02-3772-1514
✉ sunmi.kim@shinhan.com

이지우 연구원
☎ 02-3772-1578
✉ jwlee8991@shinhan.com

낮아진 레버리지 < 높아진 이익 안정성



매수
(유지)



현재주가 (2월 8일)
50,200 원



목표주가
59,000 원 (유지)



상승여력
17.5%

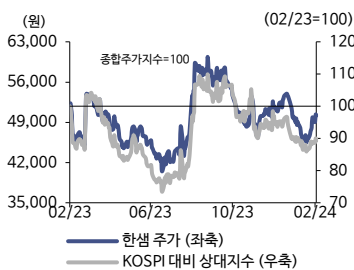
- ◆ 2024년 Preview와 같았던 4Q23 실적
- ◆ 외형 보다는 수익성 관리에 집중 = 이익 안정성 강화
- ◆ 주가 멀티플 확장은 제한적, 실적과 함께 점진적 주가 회복 기대



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

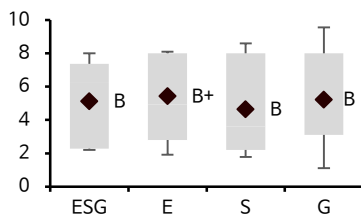
시가총액	1,181.4십억원
발행주식수	23.5백만주
유동주식수	8.1백만주(34.5%)
52 주 최고가/최저가	60,400 원/40,500 원
일평균 거래량 (60 일)	15,900 주
일평균 거래액 (60 일)	797 백만원
외국인 지분율	13.81%
주요주주	
하임유휴화사 외 4 인	19.48%
하임 2 호유휴화사	15.19%
절대수익률	
3 개월	4.0%
6 개월	-4.6%
12 개월	-2.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-3.8%
6 개월	-6.3%
12 개월	-7.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	2,231.2	69.3	55.9	2,377	26,399	39.0	15.9	3.5	9.1	7.0
2022	2,000.9	(21.7)	(71.3)	(3,031)	18,927	(14.7)	23.5	2.4	(13.4)	39.6
2023F	1,966.9	1.9	(62.2)	(2,641)	16,904	(20.3)	17.5	3.2	(14.7)	25.3
2024F	1,983.6	37.5	28.9	1,227	15,310	40.9	12.6	3.3	7.6	34.2
2025F	2,009.4	43.4	32.8	1,396	13,884	36.0	13.4	3.6	9.6	46.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2024년 Preview와 같았던 4Q23 실적

4Q23 연결실적은 매출액 5,020억원(YoY +0.9%, QoQ +4.4%) 영업이익 115억원(YoY 흑전, QoQ +134.6%)으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 양호한 실적을 기록했다. 주택거래량 감소(9~11월 MoM -3~5% 감소) 및 생활용품 사업 축소에도 B2B 특판매출 증가로 매출 QoQ 증가에 성공했다. 구매 효율화 및 비효율 비용 축소 노력으로 영업이익은 흑자기조를 유지했다. 공정위 과징금 및 군포 화재로 인한 충당부채 설정 등의 일회성 비용으로 세전이익은 적자전환하였으나, 전반적으로 긍정적인 실적이었다고 판단된다.

외형 보다는 수익성 관리에 집중 = 이익 안정성 강화

2024년 실적 가이드는 제시되지 않았으나, 사측은 2024년 핵심전략으로 1) 고수익 단품 비중 확대, 2) 시그니처 상품 객단가 향상 및 연계상품 강화, 3) 도시정비사업 B2B 시장 공략 등을 제시했다. 전반적으로 외형보다는 이익 성장에 주안점을 둔 전략이다. 2023년부터 수익성 개선은 시작됐으며(1H23 -1.5% → 2H +1.7%) 2024년에도 업셀링/구매효율화/비용절감을 통한 수익성 개선은 이어질 가능성이 높다.

한샘의 과거 고성장은 제품라인 확대(부엌/욕실 → 전자재 → PKG/직시공) 통한 주택거래량 한 건 당 발생매출 증가에 기인한다. 주택거래량 연동성 축소 및 영업 레버리지로 인한 수익성 개선은 동사 주가 리레이팅을 견인했다. 그러나 PKG 매출 의존도가 높아진만큼 주택거래량과의 연동성이 다시 높아진 현 상황에서 과거와 같은 전략은 유효하지 않다. 주택거래량 회복 시점 예측이 필요한 외형보다는 수익성 관리를 통한 이익 성장 목표가 더 가시성이 있다는 판단이다.

과거와 같은 레버리지 효과는 기대하기 어렵겠지만 불안정한 영업환경 하에서 실적 안정성은 높아질 것으로 기대한다.

실적과 함께 점진적 주가 회복 기대

실적 추정치는 소폭 하향됐으나 이익 안정성 강화를 반영해 목표주가는 5.9만원 및 투자 의견 매수를 유지한다.

주가 멀티플 확대 가능성이 제한적인 만큼 주가는 실적과 함께 점진적으로 회복할 것으로 예상된다.

한샘 2023년 4분기 실적 리뷰

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	QoQ	4Q22	YoY	컨센서스	신한
매출액	502.0	480.9	4.4	497.8	0.9	518.4	512.1
영업이익	11.5	4.9	134.6	(20.3)	흑전	9.8	8.0
세전이익	(16.8)	(13.5)	(24.1)	(97.9)	82.9	8.4	2.2
순이익	(34.1)	(13.1)	(160.8)	(81.8)	58.3	7.6	1.6
영업이익률	2.3	1.0	1.3	(4.1)	6.4	1.9	1.6

자료: 전자공시, Quantiwise, 신한투자증권

한샘 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)	변경전		변경후		변경률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,056.3	2,190.6	1,983.6	2,009.4	(3.5)	(8.3)
영업이익	41.1	59.1	37.5	43.4	(8.8)	(26.6)
세전이익	43.7	61.8	38.1	43.3	(12.8)	(29.9)
순이익	33.1	46.8	28.9	32.8	(12.7)	(29.9)
영업이익률	2.0	2.7	1.9	2.2	(0.1)	(0.5)

자료: 신한투자증권 추정

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

한샘 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 원, 배)		
A. 영업가치	9,375	
Fw12M NOPLAT	284	
Target multiple	33	2024~2026F NOPLAT 성장률 40%
B. 비영업가치	3,768	
종속기업 및 관계기업	405	2023.09월 장부가 25% 할인
자기주식	2,075	min(3개월 평균주가, 현주가) 기준, 40% 할인
투자부동산	1,288	2023.09월 장부가 25% 할인
C. 순차입금	(550)	2024F
Equity Value(A+B-C)	13,693	
발행주식(주)	23,533,928	자기주식 포함
D. 주당 기업가치	59,000	

자료: 신한투자증권

한샘 상세 실적 및 추정 내역										
(억원, %)	2023	2024F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
연결 매출액	19,669	20,523	4,693	5,148	4,809	5,020	4,700	5,248	4,931	4,957
B2C 사업부	11,150	12,269	2,712	2,853	2,797	2,788	2,577	2,994	2,990	3,021
홈퍼니싱(舊 인테리어)	5,241	5,391	1,470	1,219	1,285	1,267	1,294	1,329	1,375	1,394
디자인파크 입점	n/a	n/a	21	21	21	21				
리하우스(舊 부엌유통)	5,909	6,878	1,242	1,634	1,512	1,521	1,283	1,665	1,615	1,627
직시공 패키지(세트)	n/a	n/a	934	1,533	1,400	1,605	1,186	1,646	1,558	1,529
대형 쇼룸(개)	n/a	n/a	51	46	43	42	42	43	43	44
대리점(개)	n/a	n/a	789	794	811	917	811	816	821	826
Element(B2B) 사업부	5,413	5,200	1,211	1,509	1,265	1,428	1,368	1,472	1,179	1,180
[YoY chg %]										
연결 매출액	(1.7)	4.3	(10.8)	3.0	0.7	0.9	3.7	6.1	6.9	0.6
B2C 사업부	(10.7)	10.0	(21.4)	(8.1)	(3.3)	(8.3)	(5.0)	4.9	6.9	8.3
홈퍼니싱(舊 인테리어)	(9.8)	2.9	(11.2)	(9.2)	(1.7)	(15.9)	(12.0)	9.0	7.0	10.0
리하우스(舊 부엌유통)	(11.5)	16.4	(30.8)	(7.2)	(4.7)	(1.0)	3.3	1.9	6.8	7.0
Element(B2B) 사업부	18.2	(3.9)	15.3	35.5	5.5	17.4	13.0	(2.4)	(6.8)	(17.4)
연결 매출원가	15,346	15,652	3,697	4,057	3,699	3,893	3,563	3,991	3,805	3,791
COGS	78.0	76.3	78.8	78.8	76.9	77.5	75.8	76.1	77.2	76.5
연결 판매비	4,304	4,413	1,153	1,079	1,061	1,012	1,110	1,104	1,038	1,059
SG&A	21.9	21.5	24.6	21.0	22.1	20.2	23.6	21.0	21.0	21.4
IFRS연결 영업이익	19	458	(157)	12	49	115	27	153	88	107
[YoY chg %]	(109.0)	2252.0	적전	흑전	흑전	(156.9)	흑전	1144.6	79.4	(7.6)
OPM	0.1	2.2	(3.4)	0.2	1.0	2.3	0.6	2.9	1.8	2.2

자료: 신한투자증권

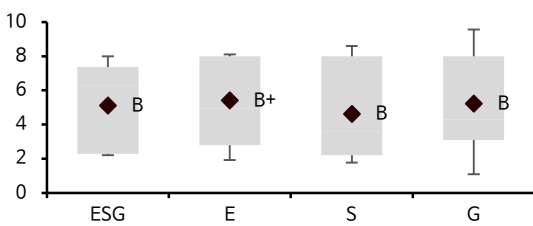
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 20년 온실가스 인벤토리 구축, 21년 Scope3로 산정 범위를 확대. 30년까지 40%, 50년까지 탄소중립 목표 추진 중
- ◆ 지속적 모니터링을 통한 고객의 소리 모집으로 만족도 관리 시행. 상생펀드 운영으로 협력사 지원 시행 중

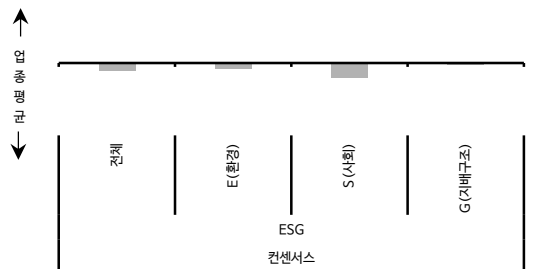
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

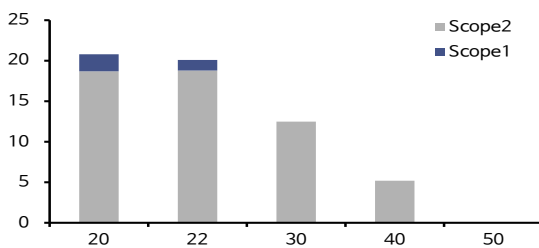


자료: 신한투자증권

Key Chart

온실가스 감축 목표

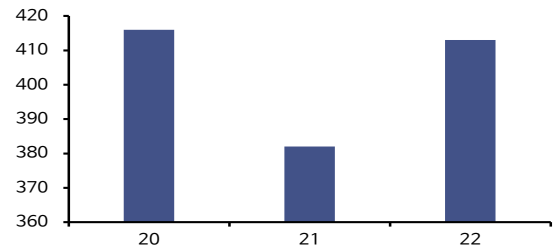
(천tCO2e)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

에너지사용량 추이

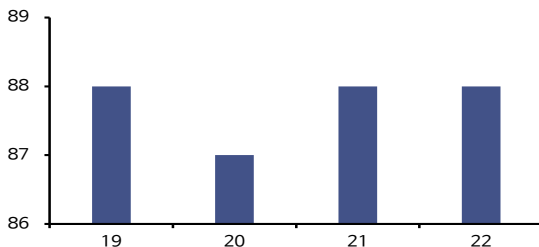
(TJ)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

고객만족도 추이

(%)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

상생펀드 운영 현황

	상생펀드1	상생펀드2	상생펀드3
대상	구매 협력사	대리점	구매 협력사3
운영금액	150억	30억	50억
주요 혜택	대출금리 인하	대출금리 인하	대출금리 인하
이용 협력사	19개社	42개社	13개社
이용 금액	120.7억	23.7억	40.7억

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,246.4	1,099.7	1,098.1	993.8	946.9
유동자산	457.5	372.0	395.6	330.7	310.6
현금및현금성자산	117.7	37.5	126.6	78.7	49.7
매출채권	83.0	113.9	108.3	95.7	100.2
재고자산	109.5	120.7	99.6	95.6	99.0
비유동자산	788.8	727.7	702.5	663.1	636.3
유형자산	503.0	421.0	412.7	378.4	353.3
무형자산	32.6	24.3	25.0	20.4	16.6
투자자산	94.8	86.4	97.0	96.6	98.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	624.7	654.3	700.2	633.5	620.2
유동부채	391.7	463.7	503.1	436.7	422.4
단기차입금	25.4	52.9	37.7	37.7	37.7
매입채무	172.3	163.8	165.2	163.8	168.1
유동성장기부채	0.0	3.0	25.0	0.0	0.0
비유동부채	232.9	190.6	197.1	196.8	197.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	198.2	164.0	170.3	170.3	170.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	621.7	445.4	397.8	360.3	326.7
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	34.3	34.6	44.4	44.4	44.4
기타자본	(208.8)	(297.5)	(268.7)	(268.7)	(268.7)
기타포괄이익누계액	(2.7)	(3.8)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
이익잉여금	774.8	688.6	601.7	564.2	530.6
지배주주지분	621.3	445.4	397.8	360.3	326.7
비지배주주지분	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	265.5	259.1	272.5	247.0	248.5
*순차입금(순현금)	43.4	176.5	100.7	123.3	153.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	28.4	(21.3)	138.6	53.9	65.9
당기순이익	57.2	(71.3)	(62.2)	28.9	32.8
유형자산상각비	65.7	68.7	70.5	61.4	52.5
무형자산상각비	5.2	5.1	5.1	4.6	3.8
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(17.5)	(6.3)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(17.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(92.5)	(81.4)	91.8	(41.1)	(23.2)
(법인세납부)	(39.7)	(17.1)	(17.3)	(9.2)	(10.5)
기타	50.1	92.2	57.0	9.3	10.5
투자활동으로인한현금흐름	108.3	80.9	13.5	(19.5)	(22.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(28.9)	(24.6)	(24.3)	(20.0)	(20.0)
유형자산의감소	2.1	27.1	0.3	0.0	0.0
무형자산의증가(증거)	(0.7)	(0.6)	0.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증거)	24.9	16.4	25.0	0.4	(2.1)
기타	110.9	62.6	11.8	0.1	(0.5)
FCF	34.1	(50.1)	121.9	88.2	69.8
재무활동으로인한현금흐름	(125.5)	(141.3)	(63.5)	(75.3)	(64.9)
차입금의증가(감소)	(17.8)	27.6	8.0	(25.5)	1.5
자기주식의처분(취득)	19.7	88.7	40.8	0.0	0.0
배당금	(23.0)	(32.3)	(74.5)	(49.8)	(66.4)
기타	(104.4)	(225.3)	(37.8)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(7.0)	(7.4)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.8	0.4	0.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	11.9	(80.2)	89.2	(47.9)	(29.0)
기초현금	105.7	117.7	37.5	126.6	78.7
기말현금	117.7	37.5	126.6	78.7	49.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

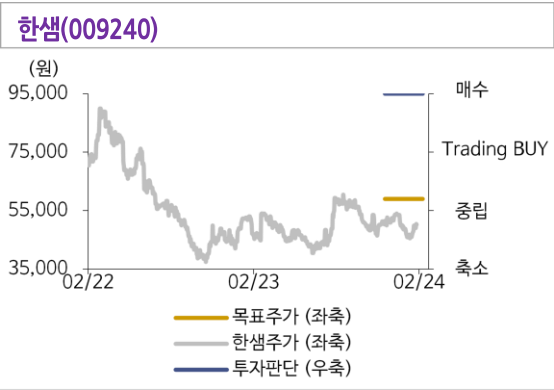
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,231.2	2,000.9	1,966.9	1,983.6	2,009.4
증감률 (%)	7.9	(10.3)	(1.7)	0.8	1.3
매출원가	1,659.8	1,561.7	1,534.6	1,515.0	1,525.8
매출총이익	571.4	439.2	432.3	468.5	483.6
매출총이익률 (%)	25.6	22.0	22.0	23.6	24.1
판매관리비	502.2	460.9	430.4	431.1	440.2
영업이익	69.3	(21.7)	1.9	37.5	43.4
증감률 (%)	(25.6)	적전	후전	1,851.1	15.7
영업이익률 (%)	3.1	(1.1)	0.1	1.9	2.2
영업외손익	14.1	(61.8)	(51.3)	0.6	(0.0)
금융손익	(0.5)	1.2	(6.8)	(5.3)	(6.1)
기타영업외손익	14.6	(63.0)	(44.6)	6.0	6.0
중대손익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	83.3	(83.5)	(49.4)	38.1	43.3
법인세비용	26.1	(12.1)	12.8	9.2	10.5
계속사업이익	57.2	(71.3)	(62.2)	28.9	32.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	57.2	(71.3)	(62.2)	28.9	32.8
증감률 (%)	(14.4)	적전	적지	후전	13.7
순이익률 (%)	2.6	(3.6)	(3.2)	1.5	1.6
(지배주주)당기순이익	55.9	(71.3)	(62.2)	28.9	32.8
(비지배주주)당기순이익	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	60.6	(55.0)	(61.4)	28.9	32.8
(지배주주)총포괄이익	59.2	(55.1)	(61.4)	28.9	32.8
(비지배주주)총포괄이익	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	140.2	52.2	77.5	103.5	99.6
증감률 (%)	(11.0)	(62.8)	48.7	33.5	(3.7)
EBITDA 이익률 (%)	6.3	2.6	3.9	5.2	5.0

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,431	(3,031)	(2,641)	1,227	1,396
EPS (지배순이익, 원)	2,377	(3,031)	(2,641)	1,227	1,396
BPS (자본총계, 원)	26,417	18,927	16,904	15,310	13,884
BPS (지배지분, 원)	26,399	18,927	16,904	15,310	13,884
DPS (원)	1,550	800	4,500	4,000	4,000
PER (당기순이익, 배)	38.1	(14.7)	(20.3)	40.9	36.0
PER (지배순이익, 배)	39.0	(14.7)	(20.3)	40.9	36.0
PBR (자본총계, 배)	3.5	2.4	3.2	3.3	3.6
PBR (지배지분, 배)	3.5	2.4	3.2	3.3	3.6
EV/EBITDA (배)	15.9	23.5	17.5	12.6	13.4
배당성향 (%)	34.9	(18.4)	(120.2)	229.9	202.2
배당수익률 (%)	1.7	1.8	8.4	8.0	8.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.3	2.6	3.9	5.2	5.0
영업이익률 (%)	3.1	(1.1)	0.1	1.9	2.2
순이익률 (%)	2.6	(3.6)	(3.2)	1.5	1.6
ROA (%)	4.6	(6.1)	(5.7)	2.8	3.4
ROE (지배순이익, %)	9.1	(13.4)	(14.7)	7.6	9.6
ROIC (%)	10.9	(7.2)	(0.6)	8.2	10.9
안정성					
부채비율 (%)	100.5	146.9	176.0	175.8	189.8
순차입금비율 (%)	7.0	39.6	25.3	34.2	46.9
현금비율 (%)	30.0	8.1	25.2	18.0	11.8
이자보상배율 (배)	12.4	(2.2)	0.6	3.6	4.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(20.8)	(50.8)	(59.6)	(26.8)	(24.8)
재고자산회수기간 (일)	15.9	21.0	20.4	18.0	17.7
매출채권회수기간 (일)	12.0	18.0	20.6	18.8	17.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 11월 30일	매수	59,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김선미, 이지우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 09일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------