

# 에이스 침대 기업분석 보고서

2005. 10. 15

SMIC Team 1

김홍범 조재유 김선용 신동민

## 1. 침대산업의 특징

### 1) 시장규모

**연간 4000~5000억 원의 시장규모**  
 침대산업은 가구산업에 포함된다. 국내 가구산업은 IMF 외환위기 이후 구조조정을 거치며 중소기업 위주로 재편되었으나, 아직도 여전히 99%의 업체가 종업원 200인 미만의 영세성을 면치 못하고 있다. 워낙 소규모 업체가 난립하다 보니 정확한 시장규모를 파악하기 어렵지만, 업계에서는 전체 가구산업의 규모를 2005년 현재, 4조 6000억 원 정도로 추산하고 있으며 이중 침대시장은 10% 정도인 4000~5000억 원을 차지하고 있다.

### 2) 시장상황

**상위 3개사가 시장의 약 50%를 과점**  
 뛰어난 품질과 브랜드파워를 앞세워 에이스, 시몬스, 쉘타 3개사가 시장의 약 50%를 과점하고 있다. 중저가시장에서는 3000여 개 중소기업체가 난립하고 있다. 한편, 초고가 침대의 경우 가격에 대한 탄력성이 크지 않기 때문에 명품 수입침대의 수요와 판매는 꾸준히 증가하고 있는 추세이다.

**상위 3개사 CEO는 모두 안씨 일가**



안유수 에이스 침대 회장  
BED FAMILY TRUST



안중호 시몬스 침대 CEO



안성호 에이스 침대 CEO  
(셀타 침대 라이선스 생산)

### 3) 산업특징

**노동집약적**  
 가구산업은 제조공정이 복잡다단한 노동집약적 산업이고 소비자의 기호·용도·품질·가격

<p><b>내수산업</b></p>	<p>별로 수요가 매우 세분화되어 있어 다양한 제품개발이 요구된다. 따라서 가구업체들은 일반적으로 다품종 소량생산방식을 취하고 있으며 제조공정의 특성상 수작업비중이 높은 편이다. 침대라는 제품특성상 장거리 운송에는 상당한 제약을 받고 있으며 수출대상국과의 문화·기호·체형 등의 차이로 수출품과 내수품의 대체가 곤란하여 생산량의 98% 이상을 내수시장에 의존하고 있다.</p>
<p><b>경기에 민감한 내구성 소비재 산업</b></p>	<p>가구는 내구소비재로서 고가이고 수명이 긴 편이다. 따라서, 가구소비는 과거의 소득 수준에 영향을 받을 수 있으며 즉흥적으로 이루어지기 보다는 시간의 경과에 따른 소비 계획 속에서 이루어진다. 또한, 가구는 경기의 영향을 많이 받는 소비재 산업으로서 필수품이 아닌 기호품으로 분류된다. 즉, 침대의 구매는 삶의 질을 높일 수는 있지만 없어도 큰 지장은 없는 제품이다. 이는 일반적인 가구집기들이 가지고 있는 특성으로서 경기 불황시 가장 먼저 지출을 줄이거나 연기하는 품목이라고 할 수 있다.</p>
<p><b>침대는 과학이다.</b></p>	<p>침대의 가장 큰 기능은 숙면할 수 있는 환경을 제공하는 것이다. 제일 중요한 매트리스의 안락감을 결정하는 요소는 저탄성 고밀도의 소재이다. 에이스침대에서 사용하는 저탄성, 고밀도의 신소재인 셸프몰딩폼은 수면 시 접촉면의 반발을 최소화하고 공간을 빈틈없이 채워주는 기능을 가지고 있는데, 이는 타사에서 쉽게 모방하기 힘든 기술이다. 또한 SK와 에이스침대공학연구소가 공동 개발한 항균, 항박테리아 원단은 최근 웰빙열풍을 타고 매트리스 선택의 중요한 기준이 되고 있다. 이와 같은 측면 때문에 침대산업은 단순 노동집약적 산업과는 다르다.</p>
<p><b>큰 계절적 변동성</b></p>	<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 80%;"> <p style="text-align: center;">월별 침대생산량</p> <p style="text-align: center;">As time goes by~~</p> <p style="text-align: center;">—●— 월생산량</p> </div> <div style="width: 15%; font-size: small;"> <p>가 구 산 업 은 매 출 의 65% 정 도 가 신 혼 부 부 에 의 해 이 루 어 지</p> </div> </div> <p style="text-align: center;">그림 1 월별 침대생산량 ,source: 통계청</p> <p>고, 신규수요는 주로 이사를 계기로 생기기 때문에 결혼식이나 이사철이 몰리는 봄/가을에 그 생산과 매출이 집중된다.</p>
<p><b>패션산업이다</b></p>	<p>최근 소비자 기호의 다양화로 실용성과 예술성을 겸비한 패션산업의 성격이 짙어져 가</p>

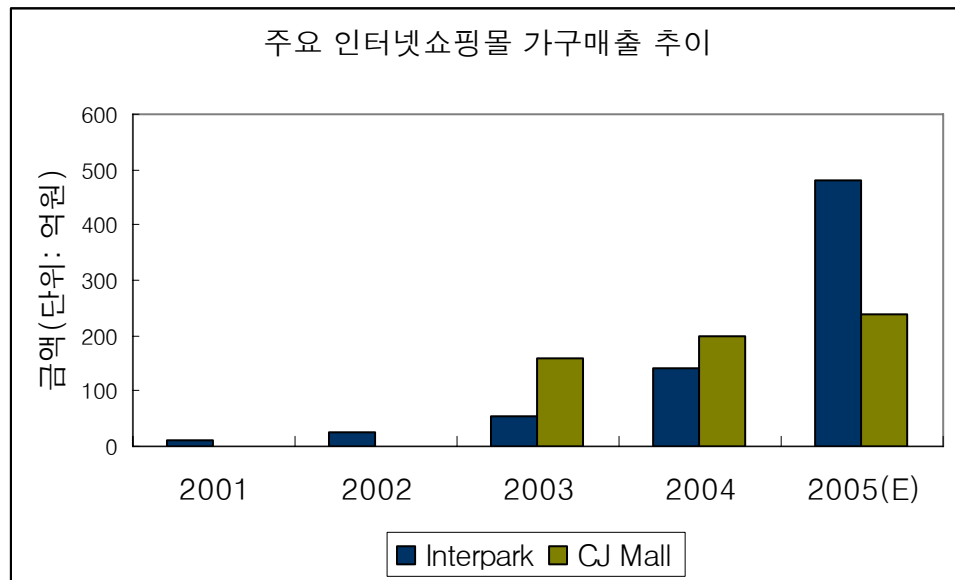
고 있으며, 이에 따른 시장세분화 및 전문 업체의 부상이 이루어지고 있다.

4) 이슈

온라인 유통 채널 확대되고 있다.

침대는 고관여 제품이기 때문에, 직접 제품을 만지고 누워보는 것이 구매결정에 중요한 역할을 한다. 하지만 온라인 쇼핑이 일상화되어 가는 추세 속에서 온라인 쇼핑에 대한 거부감이 많이 낮아졌으며, 중간마진을 제외한 저렴한 가격이라는 무기로 인해 점차 판매가 늘고 있다.

이미 KBM가구, 해피코등 온라인으로만 가구를 판매하는 업체들이 나타났고, 한샘, 보루네오, 리바트등 선도기업들은 온라인 전용 브랜드를 출시해 순항중이다. 이들은 인터넷이 가지는 낮은 신뢰성을 커뮤니티를 통한 추천기능, 정가제시와 가격비교, 마일리지 등을 통해 극복해 나가고 있다. 전문가들은 2005년 올해 온라인 가구시장을 1200억~1800억 정도로 예상하고 있다.

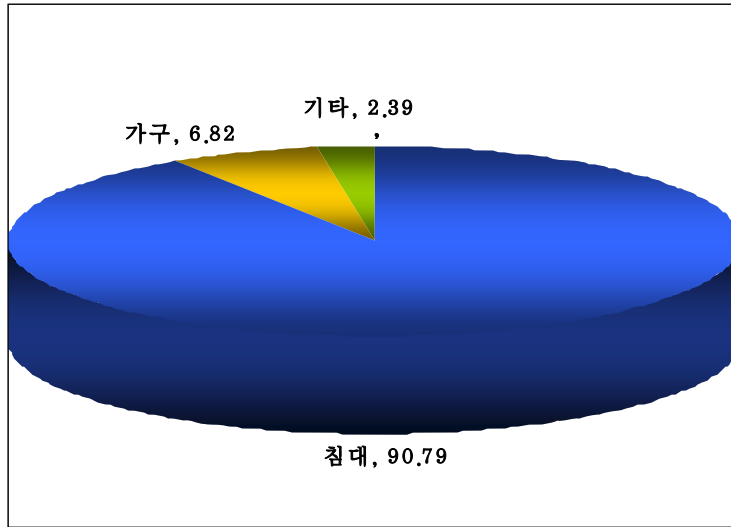


그런데 에이스침대는 아직까지 온라인을 통한 판매를 준비하고 있지 않아서, 온라인 시장의 활성화는 그다지 반가운 소식이 아니다.

2. Business Model 분석

1) 제품 분석

매출구조



에이스 침대의 제품 구조에서 침대의 비중은 90%가 넘는다. 2002년 현 안성호 사장이 취임하면서 가구 회사인 아트레를 합병하고, 침대 이외의 가구매출을 늘리기 위해 노력했으나 내수 경기 침체로 인해 성공하지 못했다. 결국 현재는 가장 잘 할수 있는 산업인 침대산업에 회사의 역량을 집중하고 있다.

내수 비중

	29기 반기	28기	27기
수출	631,568	1,712,321	2,103,271
내수	59,127,872	111,504,571	130,218,732
내수비 중	98.9%	98.4%	98.4%

(단위: 천원, source: 2005년 1분기 보고서)

위의 표에서 보는 바와 같이 에이스 침대의 수출 비중은 미미한 수준이다. 하지만 향후 새로운 현지 회사의 지분을 인수하는 방식으로 중국시장에 진출하고 있으며, 2008년 올림픽을 계기로 중국의 침상문화가 침대문화로 바뀌기를 기대하고 있다. 그 외에도 인도네시아에 판매처를 만드는 등 해외로의 진출을 시도하고 있으나, 아직 가시적인 성과가 없으므로 성급한 기대는 금물이다.

하지만 공장설립등 대규모 직접투자가 아닌 현지 회사의 지분인수 등의 보수적인 방법을 통해서 통해서 진출하고 있으므로 해외진출로 인한 위험요소는 작아보인다.

2). 원가 분석

원자재 수급에  
는 별다른 문  
제가 없다.

원자재의 경우 침대에 쓰이는 스펀지(28.13%), 원단(9.90%), 합판(8.16%), 부분품(6.13%), 경강선(4.96%), 목재(3.81%) 등으로 구성된다. 이 중에서 가장 많은 비중을 차지하는 스펀지의 경우 가격이 꾸준히 상승하고 있으나 우려할 만한 수준은 아니다. 목재의 경우도 90% 이상 수입에 의존하고 있으나 최근 지속적으로 수입 원가가 하락하고

있어 문제가 없을 것으로 예상된다.

제품별 가격  
변동 추이

구분	29기 반기	28기	27기
내수	677	658	604
수출	223	407	516

(단위: 천원, 2005년 1분기 보고서)

\*(내수, 수출 매출액 / 수량) 으로 계산한 수치임

제품의 평균 단가는 물가인상률을 소폭 상회하는 수준으로 올라가고 있다. 에이스침대의 브랜드파워와 높은 시장점유율로 인해 타사에 비해 가격경쟁에 덜 노출되어 있다.

### 3) 유통 구조

대리점을 통한  
판매비중이  
95%

판매 경로는 대리점을 통한 판매가 95%, 주문 판매가 5% 정도이다. 현재 에이스 침대 전문 대리점은 총 322곳(홈페이지 자료 기준)인데 이 중 백화점은 60곳 정도이며, 전문 매장을 제외한 일반 매장까지 포함하면 약 500여 개의 대리점에 침대를 공급하고 있다.

대리점은 별개  
법인으로 존재

에이스침대 대리점은 본사와는 무관한 별개의 법인이다. 대리점의 주문에 의하여 침대가 납품되고 있으며, 공장 출고일을 기준으로 매출이 확정되고 한번 대리점에 판매한 제품은 회수 부담이 없기 때문에 재고부담이 적다. 재고부담은 대리점의 몫이다.

## 3. 경쟁력 분석

### 1) SWOT analysis

Strength  
브랜드와 기술  
력을 바탕으로  
한 market  
leader

- 국내시장 점유율 1위: 에이스침대 30~35%, 시몬스침대 9~11%, 쉘타침대 5~6% (시몬스 침대는 에이스침대 CEO 친동생이 대주주이고, 쉘타침대는 에이스침대의 자회사에서 운영하므로, 사실상 경쟁자가 아님)
- 시장 지배적인 브랜드파워로 인해 가격경쟁에 비교적 덜 노출되어 있음
- 우량한 재무제표: 낮은 부채비율, 차입금 없음, 매년 흑자.
- 높은 진입장벽: 침대산업은 매트리스 제작 등에서 고도의 기술을 요하는 기술 집약적 산업이고 고관여 제품으로 브랜드 인지도와 신뢰도가 중요한 고려요소임.
- 자체 침대공학 연구소 보유: 타사 대비 꾸준한 기술격차 유지.

Weakness  
편중된  
product mix

- 침대 1품목에만 의존하는 매출구조: 비중 90%
- 내수매출 비중이 90% 이상.
- 경기에 민감한 상품.

<p><b>Opportunity</b> 경기회복추세</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최근 경기가 회복국면에 있음</li> <li>- 헌집 및 상가의 리모델링이 확대되는 추세</li> <li>- 중국의 올림픽유치: 중국 현지법인을 통하여 판매망을 넓혀나갈 계획있음.</li> <li>- 인도네시아에 판매장 설치</li> </ul>
<p><b>Threat</b> 명품 브랜드의 고가시장 진입</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지상파 DMB사업에 출자: 잘 모르는 분야로의 사업다각화 우려.</li> <li>- 초고가 명품 브랜드의 시장 진출</li> </ul>
<p><b>2) 5-forces Analysis</b></p>	
<p><b>공급자, 구매자의 교섭력</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 침대 시장 점유율 1위, 원료 대량 구매</li> <li>- 국내 침대업체 중 가장 큰 브랜드 파워</li> <li>- 침대의 중요성이 갈수록 부각됨</li> </ul> <p>에이스 침대는 국내 침대시장의 약 35%를 차지하고 있는 시장점유율 1위 업체입니다. 매출의 규모가 큰 만큼 공급자로부터 원자재를 대량 구매하는데다가, 침대를 제조하는 기술을 공급업체에 의존하지 않고 에이스 침대가 직접 보유하고 있으므로 자연스럽게 공급자에 대한 강한 교섭력을 갖게 됩니다.</p> <p>또한 에이스 침대는 국내 침대 업체 중 가장 큰 브랜드 파워를 갖고 있습니다. "침대는 가구가 아닙니다. 과학입니다"라는 카피는 90년대 가장 성공적인 광고 카피중의 하나로 뽀힐만큼 널리 알려져 사람들에게 '인체공학적인 침대'를 생산하는 에이스 침대의 이미지를 깊이 심어주었습니다.</p> <p>또한 소득 수준이 높아져갈수록 현재의 Well-being바람과 함께 사람들이 잠자리의 편안함을 갈수록 중시하게 되면서 하루 중 가장 많은 시간을 보내게 되는 가구인 침대를 구매하는데에도 더욱 많은 신경을 쓰게 될 것으로 보입니다. 이런 트렌드는 에이스 침대의 브랜드 파워에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이고, 덩달아 에이스 침대의 구매자에 대한 교섭력도 조금씩 커져갈 것으로 보입니다.</p>
<p><b>기존 사업자간의 경쟁</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시장 점유율 1위</li> <li>- 경쟁업체와 함께 안정적인 과점 상태 유지</li> <li>- 메이저 업체들의 위상이 더욱 높아질 것으로 예상됨</li> </ul> <p>비록 에이스 침대가 시장을 독점하고 있지는 않지만, 시몬스 침대, 설타 침대 등 다른 침대업체들과 함께 시장을 안정적으로 과점하며 시장점유율 1위를 유지하고 있고, 침대 산업에서 메이저 몇 개 업체를 제외하고는 독자적인 제품개발이나 마케팅을 할 수 있는 능력이 없는 군소 업체가 대부분이므로 기존사업자간의 경쟁의 정도가 그다지 치열하지는 않습니다.</p> <p>뿐만 아니라 소비자들이 침대의 구매에 더욱 많은 신경을 쓰게 되면서 앞으로 독자적인 브랜드가 없는 군소업체의 위상은 갈수록 줄어들고 기존 메이저 업체들이 고급 침대</p>

	<p>시장을 놓고 경쟁을 벌일 것으로 보입니다.</p>
<p><b>신규진입자, 대체품의 위협</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 침대시장의 진입장벽 높음</li> <li>- 기능성 침대의 등장은 큰 영향 없을 듯</li> </ul> <p>침대제조업을 하기 위해서 대규모의 설비투자가 요구되는 것은 아니지만, 좋은 침대를 만들기 위해서는 높은 수준의 기술이 필요할 뿐만 아니라, 침대의 고급화가 서서히 진행되고 있는 상황에서 브랜드를 단기간에 구축할 수는 없습니다. 침대 시장이 고성장하는 시장이 아니라는 점을 감안해보면 기존에 침대제조업에 경험이 없는 신규 진입자가 침대 제조업에 진입할 가능성은 없어 보입니다.</p> <p>또한 돌침대 등 기존의 침대를 대체할 수 있는 여러 기능성 침대가 시장에 나와있기는 하지만, 모두 틈새수요를 만족시키기 위한 제품이기 때문에 에이스 침대에 큰 영향은 없을 것으로 보입니다.</p>

## 4. 재무분석

### 1) 요약재무제표 분석

구분	2005년 6월	2004년	2003년	2002년	2001년
[유동자산]	56,878,874	60,291,002	48,904,994	44,513,691	30,699,510
· 당좌자산	42,400,565	44,813,134	33,754,444	25,732,875	19,876,711
· 재고자산	14,478,309	15,477,868	15,150,550	18,780,816	10,822,799
[고정자산]	87,904,023	73,950,741	81,745,215	83,405,421	70,996,792
· 투자자산	12,203,851	10,259,281	15,090,725	14,967,520	14,525,340
· 유형자산	75,544,290	63,544,382	66,530,614	68,319,206	56,349,893
· 무형자산	155,882	147,078	123,876	118,695	121,559
자산총계	144,782,897	134,241,743	130,650,209	127,919,112	101,696,302
[유동부채]	21,015,192	17,187,234	21,632,480	29,209,284	27,389,709
[고정부채]	3,094,709	2,852,673	2,924,692	3,335,553	1,595,881
부채총계	24,109,901	20,039,907	24,557,172	32,544,837	28,985,590
[자본금]	11,090,000	11,090,000	11,090,000	11,090,000	9,800,000
[자본잉여금]	20,542,536	20,542,536	20,542,536	20,542,536	20,882,536
· 자본준비금	5,399,273	5,399,273	5,399,273	5,399,273	5,739,273
· 재평가적립금	15,143,263	15,143,263	15,143,263	15,143,263	15,143,263
[이익잉여금]	94,168,849	87,295,114	77,688,542	65,196,518	40,249,774
[자본조정]	-5,128,389	-4,725,814	-3,228,041	-1,454,779	1,778,402
자본총계	120,672,996	114,201,836	106,093,037	95,374,275	72,710,712
매출액	59,759,440	113,216,892	132,322,004	113,702,248	83,715,682
영업이익	8,841,230	11,787,398	16,578,762	15,708,664	11,913,780
경상이익	9,473,091	13,551,940	17,158,867	15,240,345	10,731,034
당기순이익	6,873,736	9,606,571	12,100,034	10,899,053	7,493,700

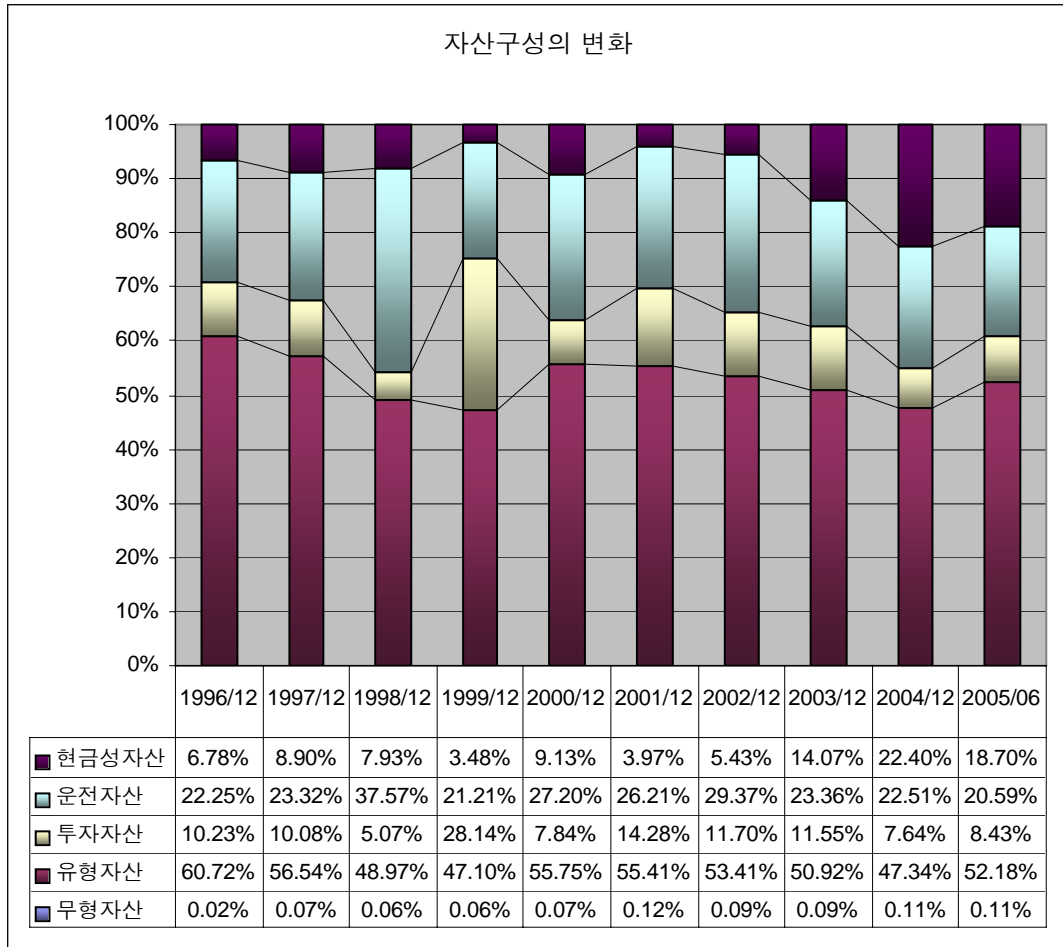
(단위: 천원, 출처: 에이스침대 2005년 상반기 보고서)

위는 에이스 침대의 요약재무제표입니다. 04년 에이스 침대의 총자산규모는 약 1,340 억원, 부채규모는 약 200억원, 자본규모는 약 1140억원, 매출액은 약 1,130억원, 당기순 이익은 약 96억원임을 알 수 있습니다.



2) 일반분석

자산구성의  
변화

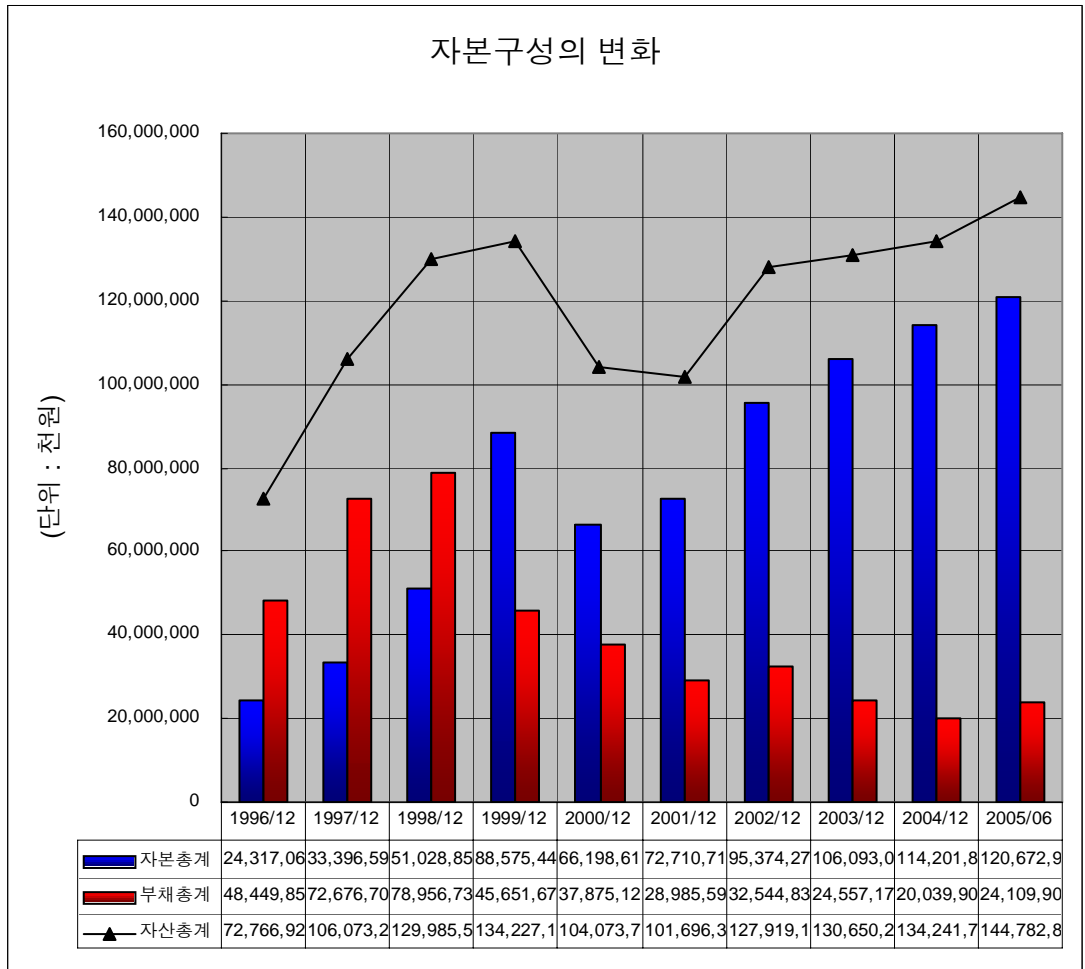


먼저 에이스 침대의 자산구성에 일어난 변화를 살펴볼 필요가 있습니다. 분석의 편의상 유동자산을 대차대조표의 구분과 달리 “당좌자산/재고자산”으로 구분하지 않고 “현금성자산/운전자산”으로 구분하였습니다. (여기서 현금성 자산은 [당좌자산 - 매출채권]으로, 운전자산은 [매출채권 + 재고자산]으로 정의합니다)

최근에 일어난 변화 중 가장 눈에 띄는 것은 현금성 자산의 비중 증가입니다. 2001년 전체 자산의 3.97%였던 현금성 자산이 03년 14.07%를 거쳐 04년에는 22.40%로 크게 증가하였음을 알 수 있습니다. 이렇게 현금성 자산의 비중이 증가한 것은 차입금을 조달했기 때문이 아니라 01년에 급증한 영업현금흐름이 03년까지 꾸준히 증가하며 회사 내부에 현금성 자산의 형태로 쌓였기 때문입니다.

또한 에이스 침대의 최근 10년간 유형자산 비중이 50% 내외로 꾸준한 것을 보았을 때, 에이스 침대의 사업모델이 유형자산을 많이 필요로 하는 모델임을 추측해볼 수 있습니다.

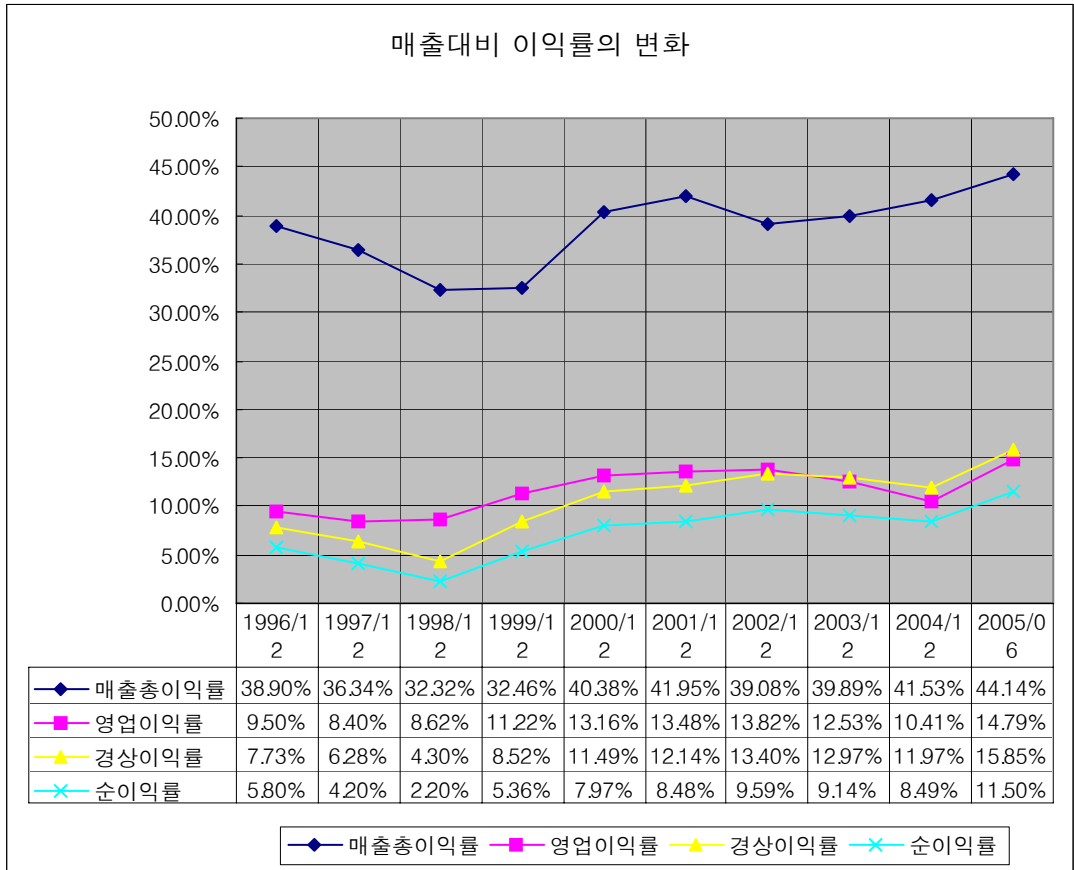
자본구성의  
변화



다음으로는 에이스 침대의 자본구성의 변화를 살펴보겠습니다. 98년까지 부채비율 154.73%로 부채가 자본보다 많았으나 99년에는 부채비율 51.54%로 자본이 부채보다 커지는 큰 변화가 발생하였습니다. 이것은 99년에 매출액의 대폭 증가와 그에 따른 재고 자산의 감소로 인해 영업현금흐름이 매우 크게 증가하였고, 에이스 침대가 이 현금으로 차입금과 미지급금을 많이 갚았기 때문입니다.

이후 에이스 침대의 재무구조는 지속적으로 개선되어 03년부터는 무차입 경영을 실현하였고, 04년에는 부채비율이 무려 20% 이하로 내려가는 등 매우 안정적인 재무구조를 보이고 있습니다.

매출대비  
이익률의  
변화



다음으로 에이스 침대의 매출대비 이익률의 변화를 살펴보도록 하겠습니다. 일단 눈에 띄는 것은 매출총이익률과 영업이익률이 지속적으로 큰 차이를 보인다는 점입니다. 이것은 판관비의 규모가 크기 때문에 발생하는 것으로 손익계산서를 보면 광고선전비가 판관비에서 큰 비중을 차지하고 있는 것을 확인할 수 있는데, 이것은 에이스 침대의 영업적 특성 때문입니다.

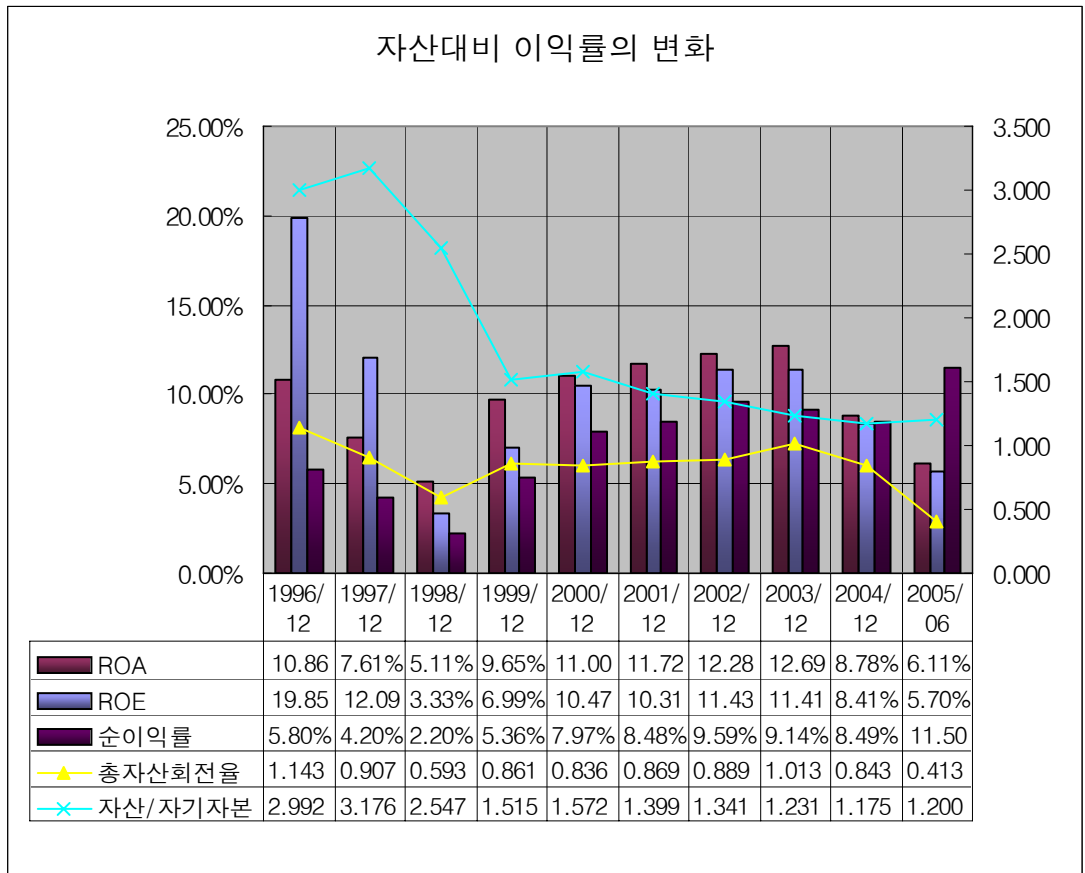
최근 5년간 매출총이익률은 약 40%내외, 영업이익률, 순이익률은 각각 약 11%, 9%내외에서 꾸준한 모습을 보이고 있습니다.

**자산대비 이익률의 변화**

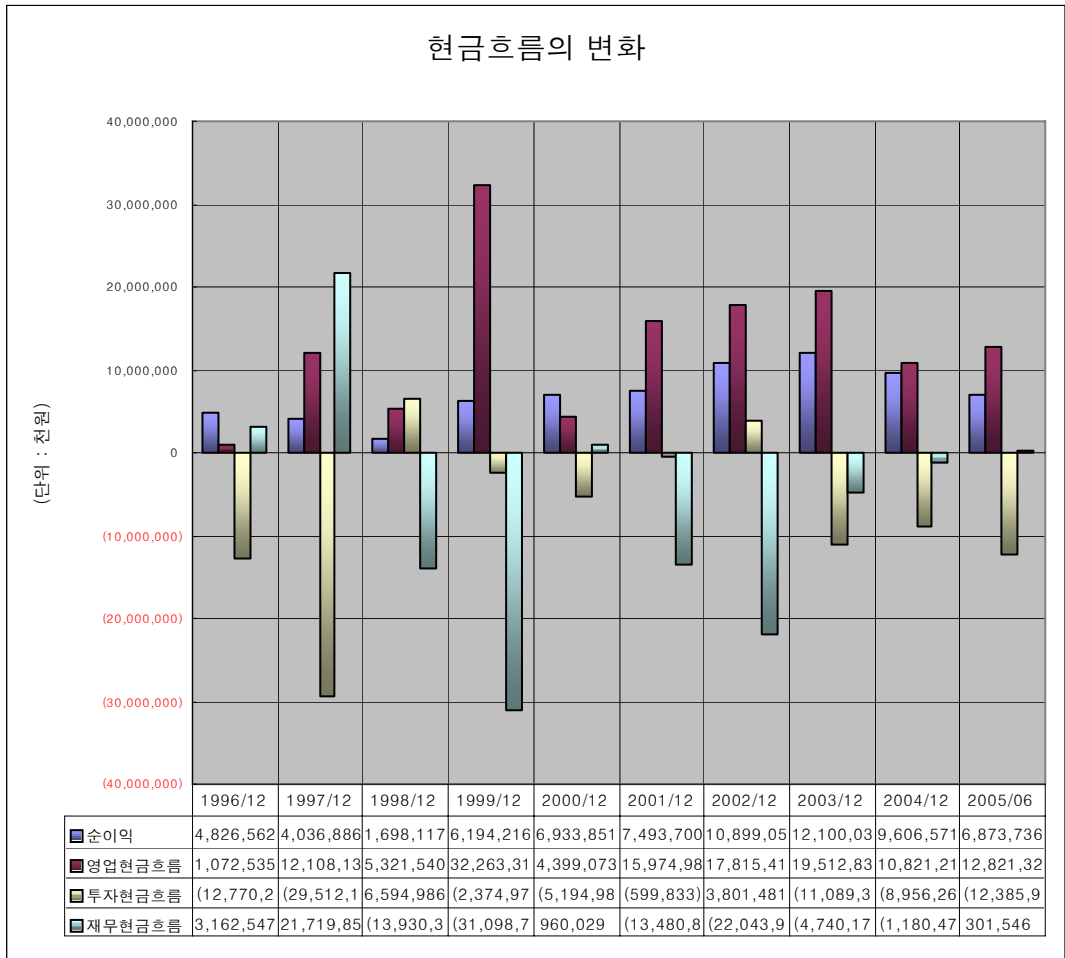
이번에는 에이스 침대의 자산대비 이익률의 변화를 살펴보도록 하겠습니다. ROA(Return On Asset), ROE(Return On Equity)는 각각 '총자산영업이익률', '자기자본순이익률'을 뜻합니다.

그래프를 보시면 최근 5년간 ROE는 경기하강으로 실적이 저조했던 04년을 제외하고는 10%내외의 수치를 꾸준히 유지하고 있음을 알 수 있습니다.

(05년 6월 ROA, ROE, 총자산회전율 수치의 감소는 매출액과 영업이익, 순이익 등 손익계산서 계정의 항목에 05년 6월까지의 반기 데이터를 사용했기 때문에 발생한 것으로 유의미한 변화가 아닙니다)



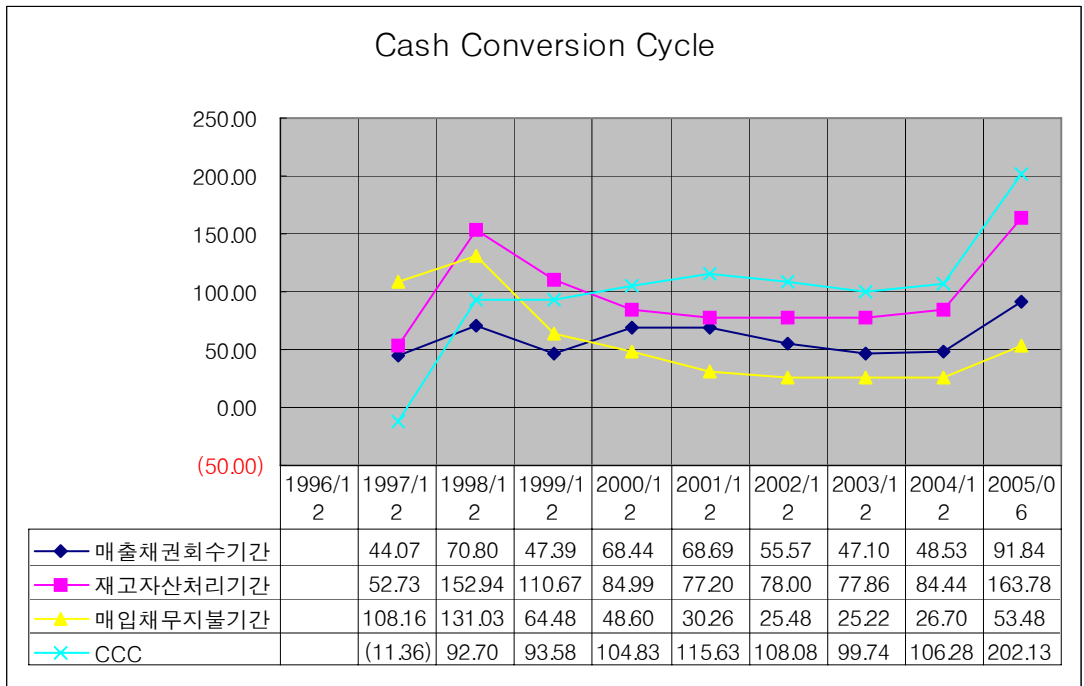
현금흐름의 변화



에이스 침대의 현금흐름의 변화입니다. 위의 자본구조의 변화에서 살펴보았듯이 99년에는 매출이 크게 증가하여 재고자산이 줄어들었기 때문에 영업현금흐름이 크게 증가하였고, 그 증가한 현금으로 차입금과 미지급금 등을 갚았기 때문에 재무현금흐름은 큰 폭의 '-'를 보이고 있습니다.

이것을 바탕으로 99년에 에이스 침대는 극적인 재무 구조 개선을 이룰 수 있었고, 또한 01년부터 영업현금흐름으로 꾸준히 차입금을 갚아서 03년부터는 무차입 경영을 실현할 수 있었습니다. 03년부터 현재까지 투자현금흐름이 '-'를 보이고 있는 주된 이유는 에이스 침대가 유형자산에 대한 투자와 함께 단기금융상품 등을 취득하고 있기 때문입니다.

현금잠김일수  
의 변화



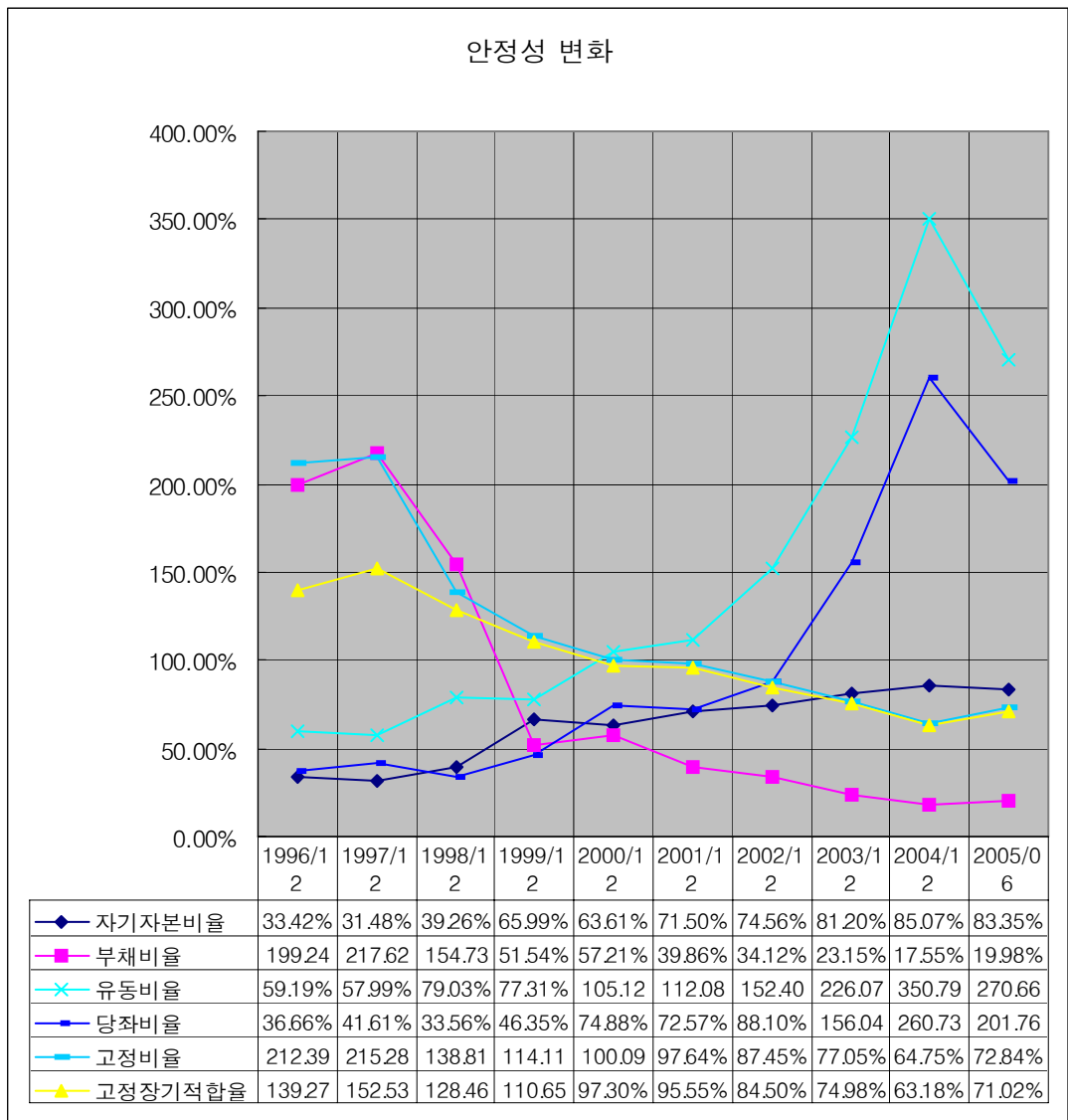
Cash Conversion Cycle(현금잠김일수)는 최근 몇 년간 100일 내외에서 큰 변화를 보이지 않고 있습니다. 위의 그래프 중 04년의 수치를 통해 우리는 에이스 침대가 평균적으로 원재료를 사들인 후 돈을 지불할 때까지의 기간이 26.70일, 원재료가 재고자산이 되어 팔려나갈 때까지의 기간이 84.44일, 팔고 나서 에이스 침대가 돈을 받을 때까지의 기간이 48.53일이라는 것을 알 수 있습니다.

(05년 6월 수치의 증가는 매출액과 매출원가 등 손익계산서 계정의 항목에 05년 6월까지의 반기 데이터를 사용했기 때문에 발생한 것으로 유의미한 변화가 아닙니다)

3) 심층분석

안정성 분석

안정성 변화

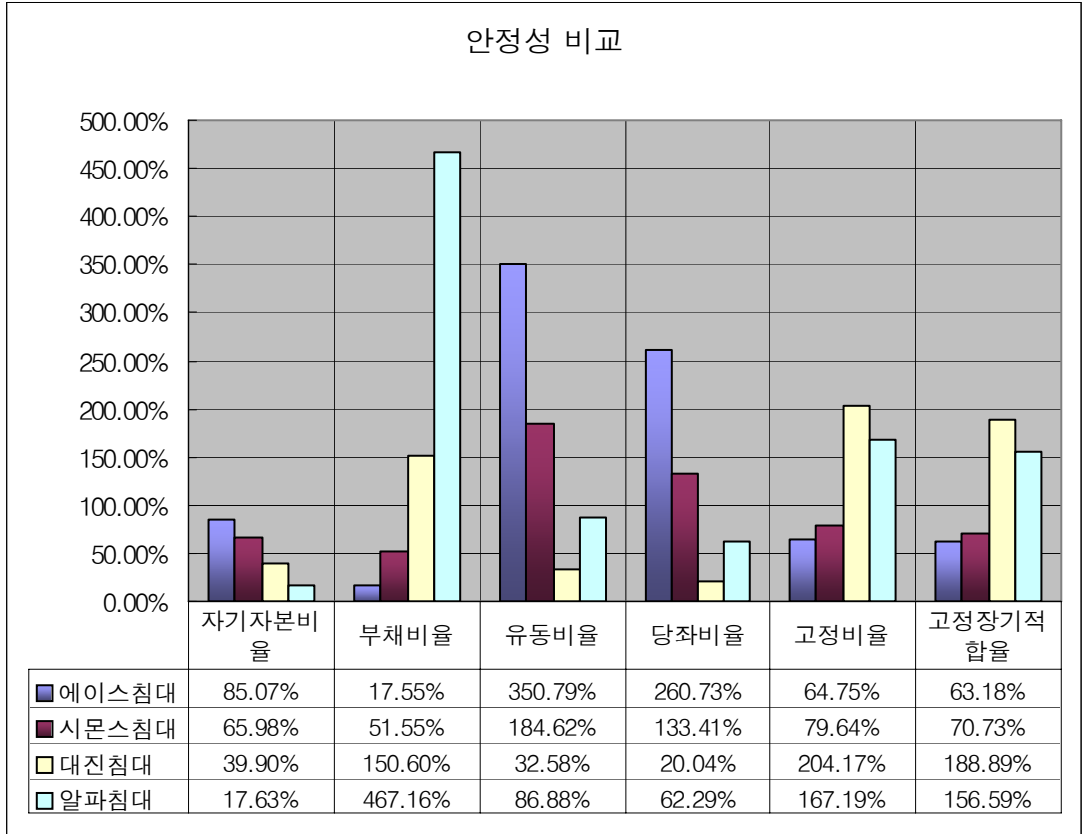


에이스 침대의 안정성 수치의 변화를 살펴보겠습니다. 98년까지만 해도 100%를 넘던 부채비율은 99년에 대폭 감소하여 50%대를 기록하였고, 03년부터 무차입 상태를 유지하여 04년에는 부채비율이 20% 미만으로 진입하였습니다.

유동비율/당좌비율이 둘 다 100%를 크게 웃돌고, 고정비율/고정장기적합율 모두 100%미만으로 에이스 침대는 매우 높은 수준의 재무적 안정성을 유지하고 있습니다.

**안정성 비교**

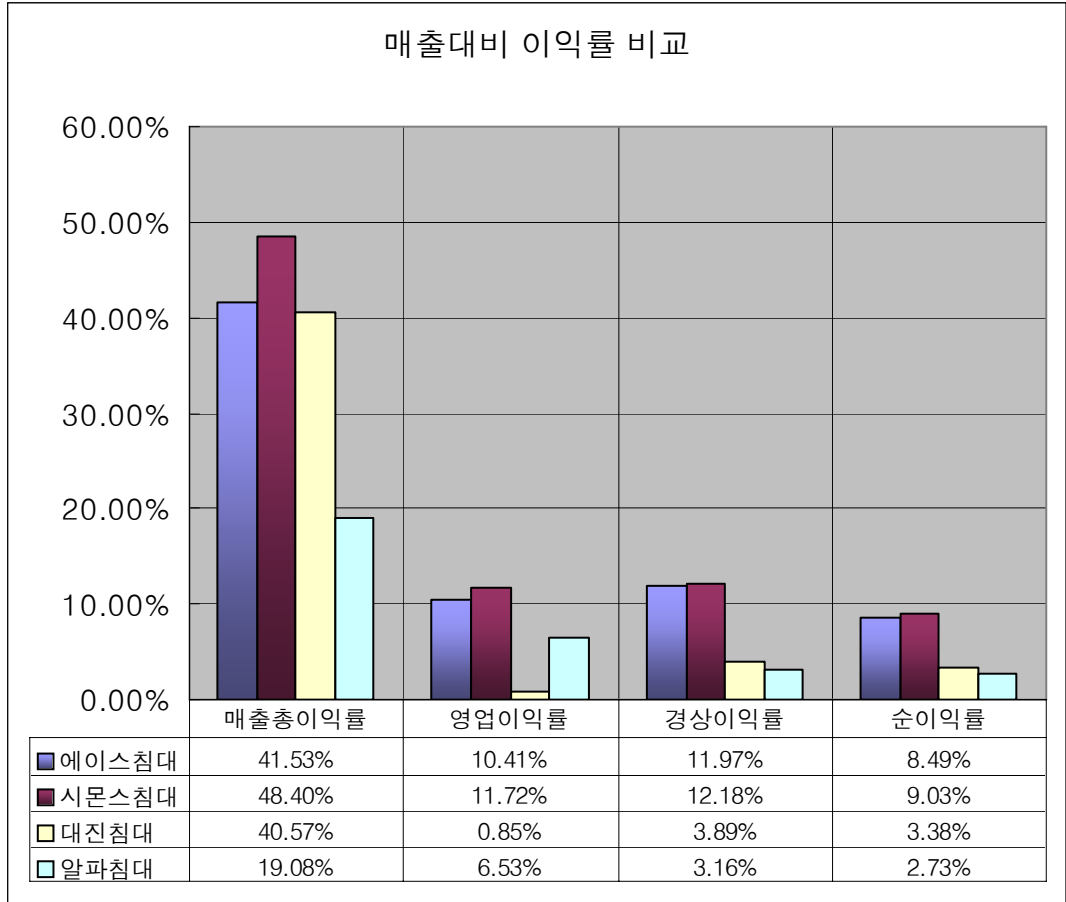
에이스 침대와 에이스 침대에 이어 시장점유율 2위를 차지하고 있는 시몬스 침대, 그리고 대진 침대, 알파 침대를 04년 실적을 기준으로 안정성 수치를 비교해보았습니다. 자기자본비율부터 고정장기적합율까지 여섯가지의 안정성 수치 모두 에이스침대가 월등하고 특히 대진 침대와 알파 침대는 에이스 침대, 시몬스 침대와 비교하여 모든 면에서 재무적 안정성이 크게 떨어지는 것을 알 수 있습니다.





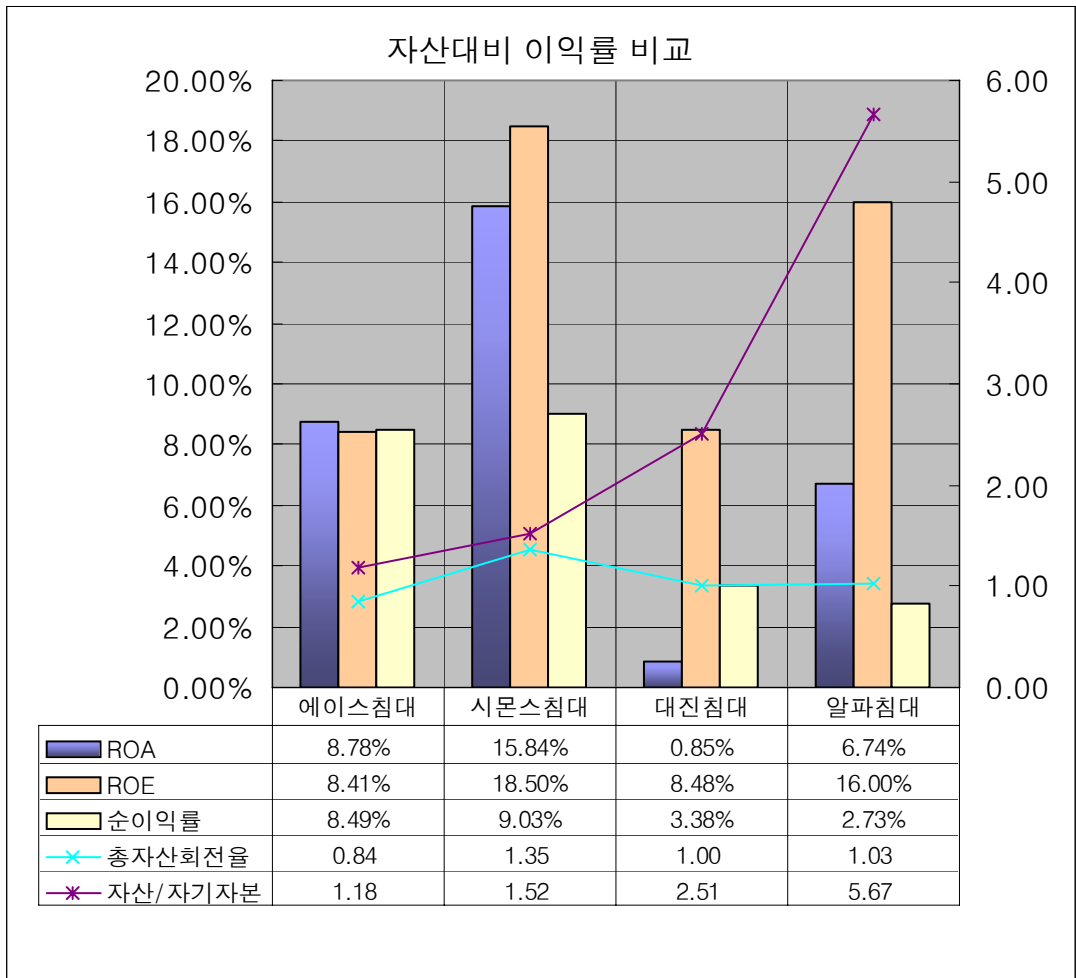
수익성 분석

매출대비 이익  
률 비교



에이스 침대가 시몬스 침대에 비해 매출총이익률, 영업이익률, 경상이익률, 순이익률이 모두 약간 뒤지고 있습니다. 그러나 대진 침대와 알파 침대는 에이스 침대, 시몬스 침대에 비해 현저히 낮은 영업이익률, 경상이익률, 순이익률 수치를 보이고 있는데, 이것은 위의 안정성 비교와 함께 시장에서 각 업체가 차지하고 있는 위상을 명확히 반영하는 예라 하겠습니다.

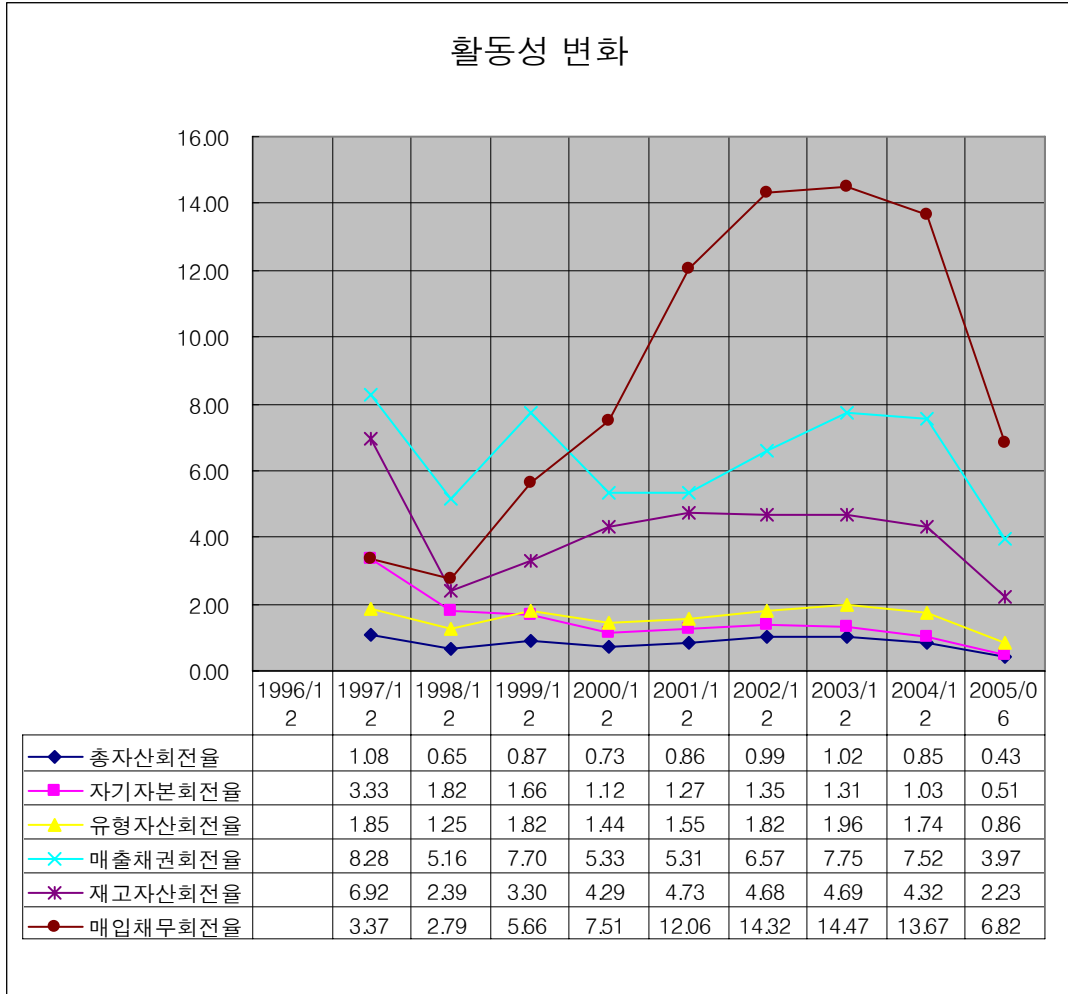
자산대비 이익  
률 비교



자산대비 이익률 비교입니다. 대진 침대와 알파 침대의 ROE수치는 ‘자산/자기자본’항목에서 드러나듯 높은 부채비율에 기인한 것으로 긍정적인 것으로 보기 힘듭니다. 여기서 에이스 침대는 ROA, ROE, 순이익률, 총자산회전율 수치에서 시몬스 침대에 뒤쳐지는 모습을 보이고 있습니다. 비록 에이스 침대가 시몬스 침대보다 부채비율이 더 낮기는 하지만 시몬스 침대도 부채비율 50%대로 재무적으로 높은 안정성을 지니고 있기 때문에 종합적으로 보았을 때 자산대비 이익률 측면에서 시몬스 침대가 에이스 침대를 크게 앞서고 있습니다.

활동성 분석

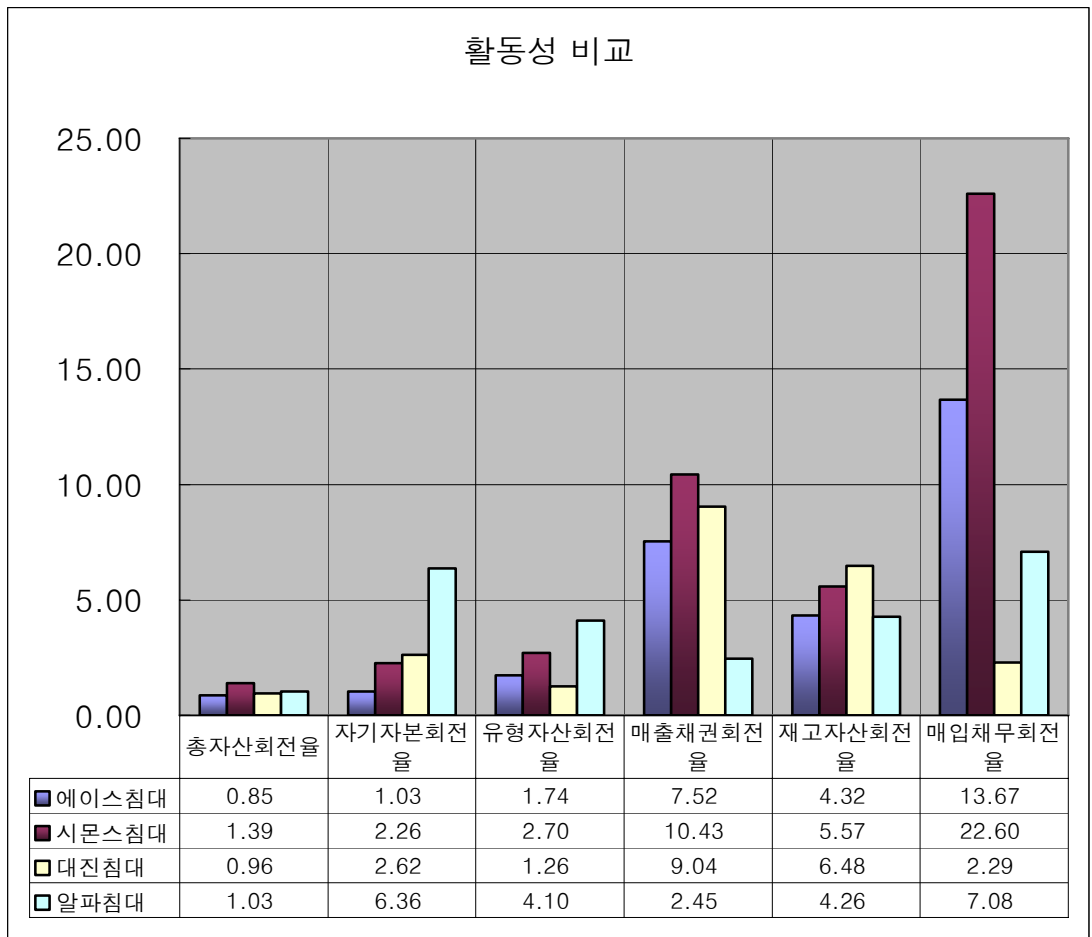
활동성 변화



다음으로는 에이스 침대의 활동성 수치의 변화를 살펴보겠습니다. 매입채무 회전율이 1999년 이후 크게 증가하였고, 다른 수치는 큰 변화가 없음을 알 수 있습니다. 매입채무 회전율이 증가하였다는 것은 물품 대금을 전보다 빨리 지급했다는 의미로 여기에는 99년 이후 에이스 침대의 영업현금흐름의 증가와 재무구조의 개선이 뒷받침되었음을 알 수 있습니다.

(05년 6월 수치의 증가는 매출액과 매출원가 등 손익계산서 계정의 항목에 05년 6월까지의 반기 데이터를 사용했기 때문에 발생한 것으로 유의미한 변화가 아닙니다)

활동성 비교



시몬스 침대가 에이스 침대보다 모든 항목에서 앞서고 있습니다. 알파침대의 자기자본회전율이 타 기업보다 유난히 높은 이유는 부채비율이 400%가 넘을 정도로 자본의 규모가 적기 때문인 것으로 보입니다

**결론**

에이스 침대는 차입금이 없는데다가 04년 현재 부채비율이 20%미만이고, 유동비율, 당좌비율이 각각 약 350%, 260%를 넘을 정도로 안정성 측면에서 월등한 재무구조를 유지하고 있습니다.

하지만 자산대비 수익성과 활동성 측면에서는 경쟁업체인 시몬스 침대에 비해 부족한 모습을 보이고 있어서 앞으로 개선의 여지가 많이 있습니다.

## 5. Valuation

### 1) price multiple method

가정

$g = 10\%$

PER: 4.5~6.5

EPS= 6,000원

매수가격

= 33,000원

가) 성장률

에이스 침대의 ROE는 최근 5년간 꾸준히 10% 내외를 유지해왔습니다. 에이스 침대의 ROE가 앞으로 5년간 10%로 일정하고, 배당을 하지 않는다고 가정하면(유보율 100%), “성장률 = ROE \* 유보율”의 공식에 따라 성장률은 연 10%가 됩니다.

→ 성장률 = 연 10%

나) 적용 PER

에이스 침대의 05년 10월 현재 주가는 약 33,000원 정도로 05년 예상 EPS를 약 6,000원으로 가정하였을 경우 5.5의 PER가 나옵니다. 여기서는 적용PER의 최저치를 약 4.5, 최고치를 6.5로 가정하겠습니다.

→ 적용 PER 최저치 = 4.5, 적용 PER 최고치 = 6.5

다) 주당 순이익(EPS)

에이스 침대의 05년 6월까지의 반기 주당 순이익은 3,464원으로 최근의 주당 순이익 흐름을 생각하였을 경우 05년 전체의 주당 순이익은 약 6,000원 정도로 예상됩니다. 따라서 05년 주당 순이익은 6,000원으로 가정하겠습니다.

→ 05년 주당 순이익(EPS) = 6,000원

라) 매수가격

에이스 침대의 최근 주가는 약 33,000원입니다. 그래서 여기서는 주당 33,000원에 매입한다고 가정해보겠습니다.

→ 매수가격 = 33,000원

추정

위와 같이 에이스 침대를 ROE 10%, 연 성장률 10%, 05년 주당 순이익 6,000원으로 가정하면 이후 5년간 주당순이익(EPS)의 변화는 아래의 표와 같습니다.

EPS	
2005	₩6,000.00
2006	₩6,600.00
2007	₩7,260.00
2008	₩7,986.00
2009	₩8,784.60
2010	₩9,663.06

2010년의 주당순이익인 9,663.06원에 최저 4.5, 최고 6.5의 PER를 적용하면 2010년의 주가는 각각 최저 43,484원, 최고 62,810원으로 추정할 수 있습니다. 이 주식을 주당

33,000원에 사다는 가정하에 계산하면 각각 최저 연 5.67%, 최고 연 13.74%의 기대수익률을 추정할 수 있습니다.

적용 PER와 성장률(ROE)의 변화에 따라 예상 연수익률이 어떻게 달라지는지는 아래의 표를 통해서 확인하실 수 있습니다.

〈예상 연수익률〉													
9.00	11.45%	12.56%	#DIV/0!	14.76%	15.87%	16.97%	18.08%	19.18%	20.28%	21.39%	22.49%	23.59%	24.70%
8.50	10.19%	11.28%	#DIV/0!	13.46%	14.55%	15.64%	16.73%	17.82%	18.92%	20.01%	21.10%	22.19%	23.28%
8.00	8.86%	9.94%	#DIV/0!	12.09%	13.17%	14.25%	15.33%	16.40%	17.48%	18.56%	19.64%	20.72%	21.79%
7.50	7.46%	8.53%	#DIV/0!	10.66%	11.72%	12.78%	13.85%	14.91%	15.98%	17.04%	18.10%	19.17%	20.23%
7.00	5.99%	7.04%	#DIV/0!	9.14%	10.19%	11.24%	12.29%	13.34%	14.39%	15.44%	16.49%	17.53%	18.58%
6.50	4.43%	5.47%	#DIV/0!	7.53%	8.57%	9.60%	10.64%	11.67%	12.70%	13.74%	14.77%	15.81%	16.84%
6.00	2.77%	3.79%	#DIV/0!	5.83%	6.84%	7.86%	8.88%	9.90%	10.91%	11.93%	12.95%	13.97%	14.98%
5.50	1.00%	2.00%	#DIV/0!	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%	13.00%
5.00	-0.91%	0.07%	#DIV/0!	2.04%	3.02%	4.00%	4.98%	5.96%	6.94%	7.92%	8.90%	9.89%	10.87%
4.50	-2.97%	-2.01%	#DIV/0!	-0.09%	0.87%	1.83%	2.79%	3.75%	4.71%	5.67%	6.63%	7.59%	8.55%
4.00	-5.23%	-4.29%	#DIV/0!	-2.42%	-1.48%	-0.54%	0.40%	1.34%	2.27%	3.21%	4.15%	5.09%	6.03%
3.50	-7.73%	-6.82%	#DIV/0!	-4.99%	-4.08%	-3.16%	-2.25%	-1.33%	-0.42%	0.49%	1.41%	2.32%	3.23%
3.00	-10.53%	-9.65%	#DIV/0!	-7.87%	-6.99%	-6.10%	-5.22%	-4.33%	-3.44%	-2.56%	-1.67%	-0.79%	0.10%
2.50	-13.73%	-12.88%	#DIV/0!	-11.17%	-10.32%	-9.46%	-8.61%	-7.76%	-6.90%	-6.05%	-5.19%	-4.34%	-3.49%
2.00	-17.50%	-16.68%	#DIV/0!	-15.05%	-14.23%	-13.42%	-12.60%	-11.78%	-10.97%	-10.15%	-9.33%	-8.51%	-7.70%
PER													
성장률	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%	13.00%

2) DCF method

가정

ROE = 10%  
 g(1~5) = 10%  
 g(5~) = 3%  
 r = 15%  
 매수가격 = 33,000원  
 CPS(0) = 4,230원

가) 1단계 성장률

위에서와 마찬가지로 향후 5년간 무배당에 ROE 10%, 성장률 연 10%를 가정하겠습니다.

→ 1단계 성장률 = 연 10%

나) 2단계 성장률

5년간 10%의 성장을 한 1단계 이후에는 앞으로 계속 연 3%씩 성장을 한다고 가정하겠습니다.

→ 2단계 성장률 = 연 3%

다) 할인율

미래의 현금흐름을 현재가치로 환산할 때 쓰이는 할인율에는 연 15%를 적용하겠습니다.

→ 할인율 = 연 15%

라) 매수 가격

위에서와 같이 33,000원으로 가정하겠습니다.

→ 매수가격 = 33,000원

마) 주당 현금흐름(CPS)

가치분석의 핵심은 주주의 몫으로 돌아가는 현금흐름을 정확히 추정해내는 것입니다. 보통 많이 쓰이는 지표인 주당 순이익(EPS)은 비현금비용인 감가상각비나 기업의 경쟁력 유지를 위한 자본지출을 감안하지 않기 때문에 주주 몫의 정확한 현금흐름을 계산해 내는데 한계가 있습니다. 그래서 가치분석을 위해서 EPS 대신 EBITDA, FCF 등의 현금흐름 값을 많이 쓰는데, 여기서는 현금흐름을 “순이익 + 비현금비용(감가상각비 등) - 운전자본의 변화 - 유형자본지출”로 정의하여 계산하겠습니다. 이러한 방법을 사용하면 05년 에이스 침대의 주당 현금흐름은 약 4,230원으로 예상됩니다. 따라서 05년 주당 현금흐름은 4,230원으로 가정하겠습니다.

→ 05년 주당 현금흐름(CPS) = 4,230원

**추정**

위와 같이 에이스 침대의 1단계 성장율을 10%, 2005년 주당 현금흐름을 4,230원으로 가정하면 이후 5년간 주당 현금흐름의 변화와 그것의 현재가치는 아래의 표와 같습니다.

**Value**

= 45,085.06원

연말	CPS	-> PV
2005	₩4,230.00	₩3,678.26
2006	₩4,653.00	₩3,518.34
2007	₩5,118.30	₩3,365.37
2008	₩5,630.13	₩3,219.05
2009	₩6,193.14	₩3,079.09
2010	₩6,812.46	

1 단계 PV = ₩16,860.09

각 연말의 주당 현금흐름 수치를 15%로 할인하면 표의 맨 오른쪽과 같이 현재가치를 구할 수 있고, 이 각각의 현재가치를 모두 더하면 16,860.09원이 됩니다.

2 단계 기초 CPS = ₩6,812.46  
 2 단계 성장율 = 3.00%

2 단계 기초가치 = ₩56,770.48  
 2 단계 PV = ₩28,224.96

또한 위의 표와 같이 에이스 침대가 2010년 이후부터 영구히 3%로 성장한다는 가정하에 나오는 수치를 또 다시 15%로 할인하여 현재가치를 계산하고 그 값을 합하면 28,224.96원이 나옵니다.

그래서 1단계와 2단계의 주당 현금흐름의 현재가치를 더하면 우리는 에이스 침대의 주당 내재가치를 45,085.06원으로 추정할 수 있습니다. 이 주식을 주당 33,000원에 매입했다는 가정하에 각각의 저평가된 정도, 즉 안전마진을 계산하면 각각 26.81%의 안전

마진을 추정할 수 있습니다.

할인율과 1단계 성장율, 2단계 성장율의 변화에 따라 예상 안전 마진이 어떻게 달라지는지는 아래의 표를 통해서 확인하실 수 있습니다.

		〈안전 마진〉									
8.00%		50.64%	55.68%	60.16%	64.13%	67.67%	70.81%	73.61%	76.10%	78.33%	80.32%
9.00%		41.17%	47.01%	52.22%	56.87%	61.02%	64.73%	68.04%	71.01%	73.66%	76.04%
10.00%		31.80%	38.38%	44.29%	49.58%	54.32%	#DIV/0!	62.39%	65.81%	68.89%	71.65%
11.00%		22.53%	29.81%	36.36%	42.26%	47.57%	52.35%	56.65%	60.52%	64.01%	67.16%
12.00%		13.35%	21.27%	28.44%	34.92%	40.77%	46.05%	50.83%	55.14%	59.04%	62.56%
13.00%		4.26%	12.78%	20.53%	27.55%	33.92%	39.70%	44.93%	49.67%	53.97%	57.86%
14.00%		-4.75%	4.33%	12.62%	20.17%	27.03%	33.28%	38.96%	44.12%	48.80%	53.06%
15.00%		-13.70%	-4.08%	4.72%	12.76%	20.10%	26.81%	32.91%	#DIV/0!	43.55%	48.17%
16.00%		-22.57%	-12.47%	-3.18%	5.33%	13.14%	20.27%	26.80%	32.76%	38.21%	43.19%
17.00%		-31.38%	-20.82%	-11.07%	-2.11%	6.13%	13.69%	20.62%	26.97%	32.79%	38.11%
18.00%		-40.14%	-29.14%	-18.96%	-9.57%	-0.91%	7.05%	14.38%	21.11%	27.28%	32.95%
19.00%		-48.84%	-37.43%	-26.84%	-17.04%	-7.99%	0.37%	8.07%	15.17%	21.70%	27.70%
20.00%		-57.49%	-45.70%	-34.72%	-24.54%	-15.10%	-6.36%	1.71%	9.16%	16.03%	#DIV/0!
21.00%		-66.09%	-53.94%	-42.60%	-32.04%	-22.23%	-13.13%	-4.71%	3.09%	10.30%	16.96%
22.00%		-74.65%	-62.16%	-50.47%	-39.56%	-29.40%	-19.95%	-11.18%	-3.04%	4.49%	11.47%
할인율 1단계 성장율		-2.50%	0.00%	2.50%	5.00%	7.50%	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%

		〈안전 마진〉									
8.00%		59.83%	61.87%	63.99%	66.19%	68.46%	70.81%	73.25%	75.78%	78.40%	81.13%
9.00%		54.07%	56.06%	58.12%	60.25%	62.45%	64.73%	67.09%	69.53%	72.07%	74.70%
10.00%		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
11.00%		42.33%	44.20%	46.14%	48.14%	50.21%	52.35%	54.56%	56.85%	59.21%	61.67%
12.00%		36.34%	38.16%	40.04%	41.98%	43.98%	46.05%	48.19%	50.41%	52.70%	55.07%
13.00%		30.28%	32.05%	33.87%	35.75%	37.69%	39.70%	41.77%	43.91%	46.12%	48.41%
14.00%		24.15%	25.86%	27.63%	29.46%	31.34%	33.28%	35.28%	37.35%	39.49%	41.71%
15.00%		17.95%	19.62%	21.33%	23.10%	24.93%	26.81%	28.74%	30.75%	32.81%	34.95%
16.00%		11.69%	13.31%	14.97%	16.69%	18.45%	20.27%	22.15%	24.09%	26.09%	28.15%
17.00%		5.37%	6.94%	8.55%	10.21%	11.93%	13.69%	15.51%	17.38%	19.31%	21.30%
18.00%		-1.01%	0.51%	2.08%	3.69%	5.35%	7.05%	8.81%	10.62%	12.49%	14.42%
19.00%		-7.45%	-5.97%	-4.45%	-2.89%	-1.28%	0.37%	2.07%	3.82%	5.63%	7.49%
20.00%		-13.94%	-12.51%	-11.03%	-9.52%	-7.96%	-6.36%	-4.71%	-3.02%	-1.27%	0.52%
21.00%		-20.48%	-19.09%	-17.66%	-16.19%	-14.68%	-13.13%	-11.54%	-9.90%	-8.21%	-6.48%
22.00%		-27.08%	-25.72%	-24.34%	-22.91%	-21.45%	-19.95%	-18.41%	-16.82%	-15.19%	-13.51%
할인율 2단계 성장율		0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%



<안전 마진>										
3.00%	-3.95%	-2.02%	-0.02%	2.04%	4.17%	6.38%	8.67%	11.04%	13.50%	16.06%
4.00%	-0.49%	1.40%	3.36%	5.38%	7.47%	9.63%	11.87%	14.18%	16.59%	19.08%
5.00%	2.86%	4.71%	6.62%	8.60%	10.65%	12.76%	14.95%	17.21%	19.56%	21.99%
6.00%	6.09%	7.90%	9.78%	11.71%	13.71%	15.78%	17.91%	20.12%	22.41%	24.78%
7.00%	9.21%	10.99%	12.82%	14.72%	16.67%	18.69%	20.77%	22.93%	25.16%	27.47%
8.00%	12.22%	13.97%	15.76%	17.61%	19.52%	21.49%	23.53%	25.64%	27.81%	30.06%
9.00%	15.14%	16.84%	18.60%	20.41%	22.27%	24.20%	26.19%	28.24%	30.36%	32.55%
10.00%	17.95%	19.62%	21.33%	23.10%	24.93%	26.81%	28.74%	30.75%	32.81%	34.95%
11.00%	20.66%	22.30%	23.97%	25.70%	27.48%	29.32%	31.21%	33.16%	35.17%	37.25%
12.00%	23.29%	24.88%	26.52%	28.21%	29.95%	31.74%	33.58%	35.48%	37.45%	39.47%
13.00%	25.82%	27.38%	28.98%	30.63%	32.32%	34.07%	35.87%	37.72%	39.63%	41.60%
14.00%	28.26%	29.78%	31.35%	32.96%	34.61%	36.32%	38.07%	39.88%	41.74%	43.65%
15.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
16.00%	32.90%	34.35%	35.84%	37.37%	38.95%	40.57%	42.23%	43.94%	45.71%	47.52%
17.00%	35.09%	36.51%	37.97%	39.46%	41.00%	42.57%	44.20%	45.87%	47.58%	49.35%
1단계 성장률 2단계 성장률	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%

3) conclusion

위와 같이 간략하게나마 에이스 침대 주식의 내재가치를 예측해보았습니다. 최근 에이스 침대의 주가가 많이 상승하기는 했으나 에이스 침대의 앞선 브랜드와 기술력, 그리고 갈수록 침대의 품질이 중요하게 여겨지는 환경의 변화를 감안하면 아직도 에이스 침대는 어느 정도 저평가 상태에 놓여있다고 볼 수 있고, 따라서 저희는 에이스 침대 주식에 대해 매수를 추천합니다.

