

사무용 가구시장의 콜리엇

BUY

Valuation

Target Price: 33,228

Price: 24,450

Margin of Safety: 36%

MktCap.(100mn): 2,793

ROE: 13.91%

ROA: 11.36%

Op.Magin: 14.49%

PER: 8.15

PBR: 1.17

Dividend Yield: 2.94%

Major Sh.Holder:

손동창 외 8인 40.37%

품질 경쟁력과 유통 경쟁력

동사는 사무용 가구를 생산하고 있으며 뛰어난 기능성과 우수한 품질을 바탕으로 사무용 가구시장의 1위 자리를 지키고 있다. 동사 제품의 품질은 타사에 비해 우월하며 기능별로 수직계열화가 매우 효율적으로 이루어져 있기 때문에 동사의 경쟁력은 더욱 높아질 수 있다. 따라서 경쟁업체보다 높은 가격에도 불구하고 꾸준한 성장을 지속하고 있다. 또한 대리점 위주의 판매 정책을 통해 유통의 효율성을 높였고, 보유 대리점 수는 경쟁사에 비해 월등히 앞서 있다.

성장성: 브랜드 업체들이 군소 업체들의 파이를 잠식하고 있다

사무용 가구 시장의 성장세에는 한계가 있지만 브랜드 업체들이 군소 업체들의 파이를 잠식하고 있기 때문에 브랜드 업체들의 파이는 증가하고 있는 추세다. 사무용 가구 시장은 일반 가구 시장과는 달리 쾌적한 작업환경과 디자인을 제공할 수 있는 품질이 중요하기 때문이다. 또한 공공기관 혹은 대기업의 입찰에서 현실적으로 브랜드 업체들 이외의 진입이 어려운 상황이며, 원자재를 국내업체로부터 조달하기 때문에 군소업체에 비해 환율에 덜 민감하다는 점에서 브랜드 업체들이 유리한 입장에 있다. 또한 최근의 덤핑방지 과세는 군소업체들에게 원자재 가격 상승 부담을 안겨주었고 이들의 가격 경쟁력을 약화시켰다.

현금성 자산: 시가총액의 약 50% 수준

2008년 12월 기준으로 동사의 현금성 자산 보유액은 1,337억 원에 이르며 이는 시가총액의 절반에 해당하는 수준이다. 이를 바탕으로 꾸준한 영업외수익을 얻고 있으며, 향후 배당금액 증가도 기대해 볼 만하다.



Research Team 4

강세룡, 김승현,
박다희, 이태경, 임이랑

I. 퍼시스는 어떤 기업인가?

1. 무엇을 만드는가?

동사는 사무용 가구 시장에 주력하고 있다.

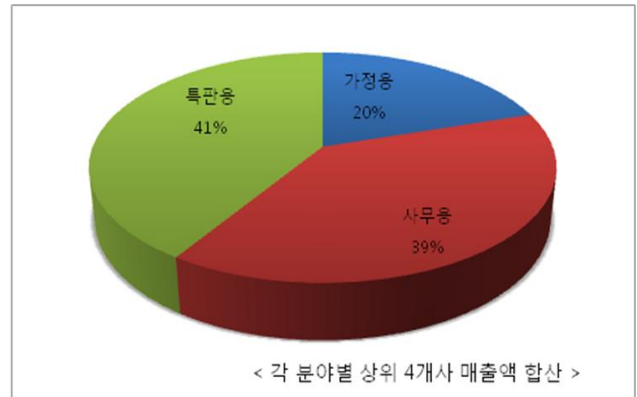
국내 가구 산업은 크게 가정용 가구(부엌용 포함), 사무용 가구, 특관용 가구 등으로 나뉘어 지며 그 중 동사가 주력하고 있는 분야는 사무용 가구로, 기업이나 관공서, 학교 등에 비치되는 책상, 책장, 파티션, 의자 등 사무용 가구 제조를 전문으로 한다. 국내 전체 가구 시장은 약 4.5 조원 규모로 추정되는데 이 중 사무용 가구 시장의 규모는 약 1 조원으로 추산되고 있다.

그림 1. Fursys 의 사무실 시스템 가구



자료: Fursys

그림 2. 가구시장 분야별 비중

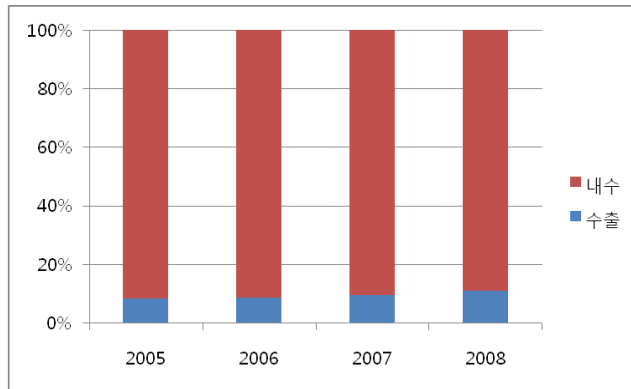


자료: KISLINE, Research Team 4

동사는 사무용 가구 제조업체로, 뛰어난 제품 경쟁력을 통해 업계에서 1위를 차지하고 있다

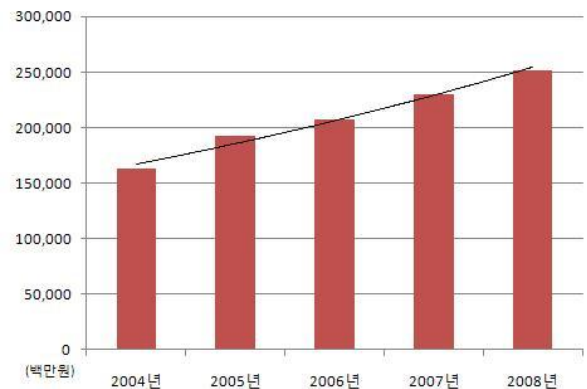
매출액의 내수와 수출 비중은 2008년 매출액 기준 각각 89%와 11%이다. 동사가 속한 국내 사무용 가구 시장의 전체 규모는 약 1 조원으로 추정되는데, 동사는 사무실 업무가 세분화되고 컴퓨터 보급이 보편화되면서 시스템 사무 가구의 필요성이 요구되는 시장의 흐름을 읽고 품질의 향상과 디자인의 다변화에 주력한 결과 사무 가구 업계의 1위를 유지하고 있다. 가구산업을 성장 중인 시장이라고 할 수는 없지만 시장이 포화되고 경쟁이 심해지면서 4대 브랜드 업체가 비 브랜드 업체들의 파이를 빼앗아 오고 있는 상황이다. 이런 상황 하에서 동사는 가격 경쟁력이 아닌 품질과 서비스 분야에서의 우위를 바탕으로 시장의 점유율을 높여 가고 있는 상황이며 따라서 타 경쟁사에 비해 월등한 영업이익률을 보여주고 있다. 동사에서 필요로 하는 주요 원재료로는 파티클 보드 등의 합판류와 강판, 가죽, 목재류 등이 있으며 이들을 국내외 40여개사에서 공급받고 있다.

그림 3. 내수, 수출 비중



자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 4. 매출액 추이



자료: 재무제표, Research Team 4

2. 어떻게 파는가?

동사는 100% 대리점을 통해서 영업한다

동사는 타 경쟁사와 달리 본사 직판 없이 100% 대리점을 통해서 제품을 판매한다. 대리점에서 본사로부터 제품을 사서 이에 마진을 붙여 소비자에게 판매하는 구조이다. 때문에 모든 영업이 대리점을 통해서 이루어진다고 볼 수 있다. 그래서 동사는 철저한 대리점 위주 정책을 펴왔는데, 대리점의 영업 경쟁력을 높이기 위해 물류, 설치, 시공 및 AS 는 서비스 전문 계열사를 통해 본사가 직접 맡고 대리점은 판매에만 전념하게 하여 대리점의 부담을 덜어주었다. 즉 대리점에 가구를 쌓아놓을 필요 없이 판매만 하면 제품은 본사의 물류센터를 통해 바로 구매처로 가구가 배달되는 것이다.

대리점의 판매방식은 점차 경쟁계약으로 바뀌는 추세이다

대리점의 판매방식은 크게 직접 판매와 입찰 판매로 나누어지는데 직접 판매는 구매자가 대리점에 와서 원하는 제품을 골라 구매하는 방식이고 입찰 판매는 공공기관(조달청)이나 기업체에서 입찰을 부쳐 구매하는 방식이다. 입찰방식은 수의 계약 방식에서 점차 경쟁 계약 방식으로 바뀌고 있는 추세인데 수의 계약은 특정 상대를 선택해 계약을 맺는 방식이고 경쟁 계약은 여러 업체가 경쟁을 해 계약을 맺는 방식이다. 이는 과거 발주처와의 친분관계에 의해 계약을 맺던 방식에서 점차 품질, 가격, A/S, 환경친화 등 여러 기준을 고려하는 합리적인 방식으로 바뀌고 있다는 의미이다.

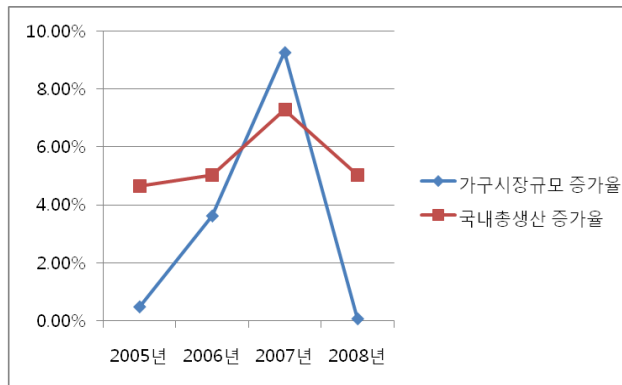
II. 사무용 가구 시장

1. 가구 시장은 경기에 민감하다.

가구 시장은 경기 침체에 따른 수요 감소가 예상된다.

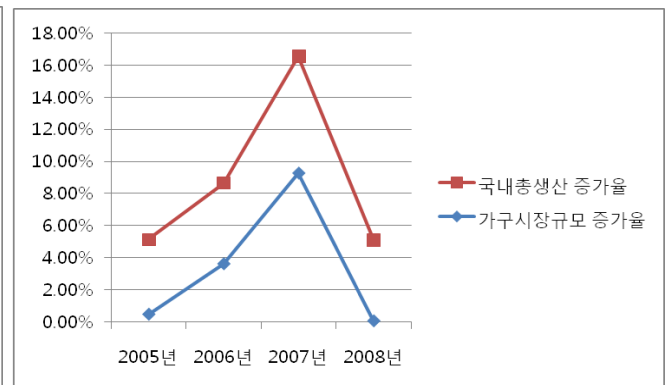
가구 시장은 대표적인 경기 변동 산업인 건설업과 관련이 깊은 만큼 경기 상황에 민감하게 반응할 수 밖에 없다. 가구 시장을 수요층에 따라 크게 사무용 가구, 가정용 가구, 특판용 가구로 나눌 때, 특히 신설 기업이나 기존 기업들의 가구 교체 수요와 밀접한 연관이 있는 사무용 가구 시장 상황은 실제로 신규법인 신설 수 증가율과 큰 연관성을 보여 왔다. 따라서 경기 침체가 장기화될 경우, 동사가 속한 사무용 가구 업계에서 큰 폭의 매출액 신장은 기대하기 어려운 것이 사실이다.

그림 5. 국내 경기변동과 가구시장과의 관계



자료: 한국은행 경제통계시스템, Research Team 4

그림 6. 국내 경기변동과 가구시장과의 관계(누적형)

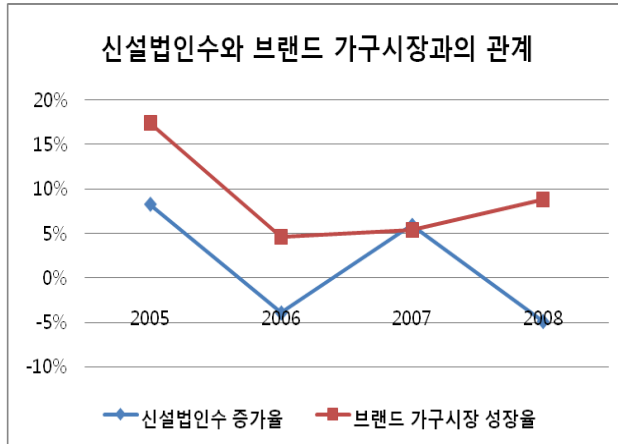


자료: 한국은행 경제통계시스템, Research Team 4

그러나 사무용 가구 시장은 다르다.

그러나 아래의 그림을 보면 가구 시장에 드리운 이러한 시장의 우려에도 불구하고 2008년 사무용 가구 업계 상위 3사의 매출 성장세는 오히려 정반대의 추세를 보였음을 알 수 있다. 앞서도 보았듯이 전체 가구 시장의 실적은 최근의 불경기를 그대로 반영하는 데 반해 사무용 가구 시장은 어떻게 지속적인 매출액 신장을 이루었을까? 이는 정부의 정책으로 인한 교육시장 수요 증가와 병원·군부대의 수요 증가 등을 통해 새로운 수요가 창출되고 있는 상황에 기인한 것이다. 실제로 동사의 교육용 가구 브랜드 팀스의 매출액 성장률은 연간 30%에 달했으며, 향후에도 현 정부의 교육환경 개선 정책에 더해 자립형 사립고, 특수고등학교, 기숙사형 공립 고교 등의 설립이 추진될 예정이어서 앞으로도 교육용 시장 성장에 따른 수혜를 예상해 볼 수 있다.

그림 7. 신설법인 증가율과 브랜드 가구시장 성장을



자료: 중소기업청, 각 사 사업보고서, Research Team 4

그림 8. 틱스 매출액 추이 (단위: 억원)



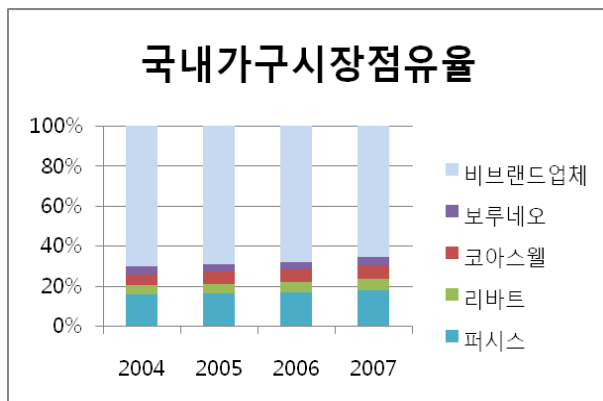
자료: 관세청, Research Team 4

2. 경기 불황에서 정말 힘든 것은 군소업체다.

사무용 가구 시장은
브랜드 업체들이 점유
율을 늘려가고 있는
상황이다

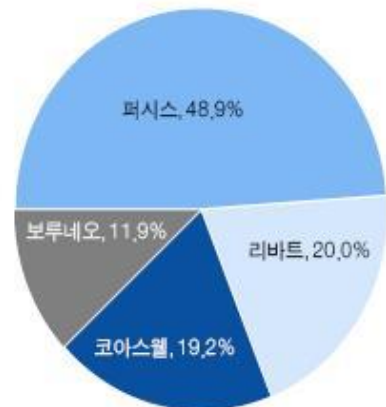
오히려 불황의 여파는 기능성과 디자인을 앞세운 브랜드 시장에서보다 가격만을 앞세운 군소업체 시장에 더 큰 영향을 끼친다. 사무용 가구 시장의 경우 4 대 사무용 가구 브랜드 업체(퍼시스, 리바트, 코아스웰, 보루네오)와 소규모 가구 제조 및 인테리어 업체 등 수많은 군소업체들이 있는 완전경쟁에 가까운 시장이지만, 점차 주요 브랜드 업체와 군소업체 간의 양극화 현상이 심화되고 있다. 사무용 가구 시장에서 저가 시장을 공략하고 있는 군소 업체들이 차지하는 비중은 여전히 절반 수준을 넘어서지만, 점차 브랜드 업체의 점유율이 이들 시장을 잠식해가고 있다. 군소업체의 시장점유율은 2004 년 70.14%에서 2007 년 65.56%로 감소한 반면, 브랜드 업체들의 점유율 확대는 꾸준히 이루어지고 있다. 특히 동사의 시장점유율이 15.38%에서 17.61%로 가장 많이 증가했음을 알 수 있다.

그림 9. 사무용 가구 시장 점유율 추이



자료: VIP투자자문

그림 10. 사무용 가구 시장 점유율(브랜드 업체)



자료: HMC 투자증권



브랜드업체들이 유리할 수 밖에 없다

이러한 현상의 배경으로는 사무실 환경을 전반적으로 고려한 업무 효율성과 인체공학 기술 중심의 수요가 시장을 주도하는 추세로 인해 제품의 디자인과 품질 면에서 군소 업체에 비해 우위에 있다는 것이 주요하다. 과거 사무용 가구는 타 제조분야에 비해 노동집약적인 단순 가공업의 형태를 띠었으나, 최근 시스템 위주의 사무용 가구가 등장하면서 디자인과 기능이 강조된 고부가가치 제품이 크게 늘어났으며 가정용이나 부엌용 가구에 비해 기능성이 중요시되는 품목이다.

또한 대기업 및 국가기관 등 대규모 프로젝트에 대한 입찰 경쟁에서 현실적으로 4 대 브랜드 업체들을 중심으로 경쟁이 일어나고 있는 현실도 사무용 가구 브랜드 업체가 점유율을 늘려 가고 있는 원인이다. 뿐만 아니라 군소 업체에 비할 수 없이 다수의 판매망(대리점 등)을 확보하고 있다는 것, 중국으로부터 원자재를 직접 들여오기 때문에 환율에 민감한 군소업체와는 달리 브랜드 업체들의 원료 조달처는 대부분이 국내 업체라는 것 역시 브랜드 업체의 강점이며, 향후에도 군소 업체 시장으로 계속해서 침투할 것이다.

3. 불황에서도 버티는 힘 - 교육용 가구

교육 정책과 사교육 시장의 성장으로 교육용 가구 시장이 지속적으로 성장하고 있다

위에서 보았듯이 정제된 전체 가구 시장과 달리 교육용 가구 시장은 계속해서 성장하고 있는데, 이는 현재 사용되고 있는 책·결상에 대한 교체 수요가 꾸준히 증가하고 있기 때문이다. 실제로 이러한 현상의 대안으로 서울시교육청은 '중학생용 책결상 시제품' 개발계획이 진행 중이며 교육인적자원부는 '1학교 1도서관 구비'계획을 설립하였다. 서울시교육청은 이러한 방안이 시행된다면 최대 1조 원대의 고급 교육용 가구시장이 새롭게 탄생할 수 있다는 전망을 내놓고 있다. 또한, 지난 1월에 발표한 '서울 영어공교육 강화 방안'에 따르면 2010년까지 모든 초·중·고 학교 내 영어전용 교실을 구축할 계획이며, 고교 자율화 프로젝트, 지방대 혁신 역량 강화 사업 등이 관련 업계에 우호적으로 작용할 것으로 보인다.

앞으로 브랜드 업체의 점유율 증가가 예상된다

이러한 교육용 가구 시장의 규모는 2008년 기준 약 3,200억 원 수준으로 추산되며 사무용 가구 시장과 같이 교육용 가구 시장 역시 브랜드 시장과 군소업체 시장으로 나뉜다. 브랜드 시장과 군소업체 시장의 점유율은 2007년 기준 21.55%와 78.45%로 대략 2 대 8 정도이고 정도로 아직까지 군소업체 시장의 비중이 꽤 높은 편이다. 그러나 이는 브랜드 시장의 성장여력이 그만큼 크다는 것을 의미하며, 실제로 2004년에 브랜드 시장의 시장점유율은 8.83%이었다가 2007년에는 21.55%까지 증가했다.

교육용 가구 브랜드 시장에서 퍼시스의 시장점유율은 1위를 유지하고 있다

교육용 가구 브랜드 시장에서는 동사와 더불어 리바트, 코아스웰, 엘리트 등 4개사가 경쟁하고 있는데 동사의 경우 시장점유율이 2004년 3.13%에서 2008년 15.63%까지 상승해 브랜드 시장에서 1위를 차지하고 있는 상황이다. 동사는 2003년 교육용 가구 전문 브랜드 팀스를 런칭해 적극적으로 교육용 가구 시장에 뛰어



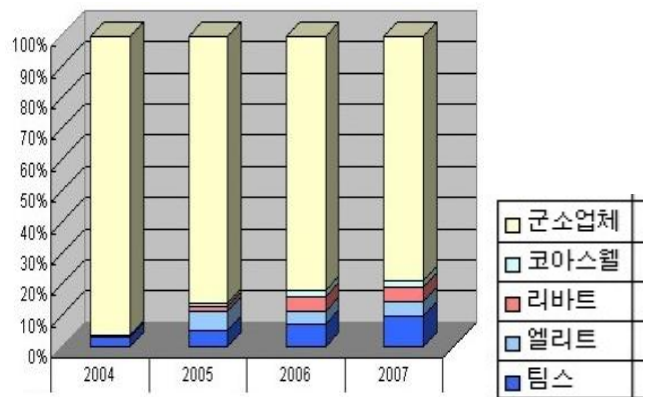
들었다. 이에 따라 2003년 당시에는 23억 원으로 교육용 가구 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중이 1%에 불과했으나 2008년에는 약 500억 원으로 그 비중이 20%으로 크게 성장했다. 이에 따라 팀스 대리점 수도 크게 증가해 대리점 중 팀스가 차지하는 비중도 높아졌다.

그림 11. 팀스 대리점 동향



자료: HMC 투자증권

그림 12. 교육용 가구 시장 업체별 점유율



자료: VIP투자자문

4. 경쟁사 분석

(1) 리바트

리바트의 사업부문별 매출액 구성은 2008년 기준으로 가정용 가구가 17%, 사무용이 34%, 특판용이 49%를 차지하고 있다. 리바트가 주력해 온 특판용 가구는 주로 건설업체의 신규주택을 대상으로 수주를 받아 납품하는 가구로 주택건설경기, 정부의 부동산정책, 국민소득수준에 상당히 민감하다는 특성이 있다. 2008년 건설경기의 위축으로 특판용의 매출액은 2007년에 비해 8% 감소하여 구성비가 56%에서 49%로 감소한 반면, 사무용 가구의 경우 매출액이 약 28% 증가하여 그 비중이 27%에서 33%로 증가하였다. 이는 코아스웰이 주로 담당하고 있던 군부대 매출 확보와 지방조달청 매출 증가에 기인한다.

(2) 코아스웰

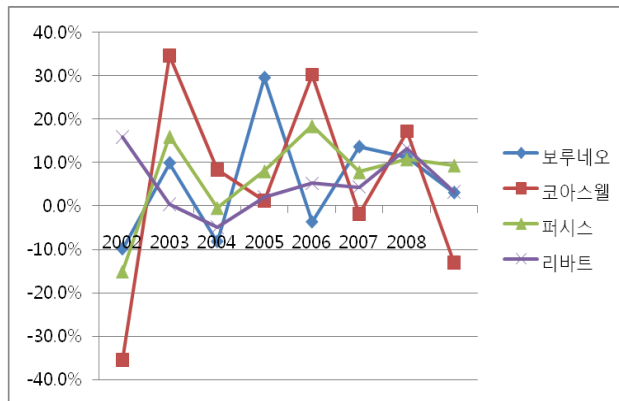
코아스웰은 1992년 7월 24일에 설립하였으며 2005년 유가 증권에 상장되었다. 코아스웰은 사무용 가구에 특화된 기업이다. 매출은 변동이 있지만 늘고 있는 추세인 반면, 영업이익과 당기순이익은 작년에 1999년 이후로 처음 작년 적자를 기록하였다. 그 이유는 대손상각비의 큰 증가로 인하여 발생한 것이다. 2006년 8억, 2007년 4억으로 책정된 대손 상각비는 2008년 20억으로 큰 폭으로 증가하

여 영업 이익 적자에 영향을 주었다. 또한 외국계 기업과의 로열티 계약으로 인하여 영업 외 비용에서 외화 환산 손실이 21 억으로 크게 책정 되어 당기 순이익 적자에 크게 영향을 주었다. 사무용 가구 4 대 브랜드 업체의 상대적 비교 점유율로는 2006 년 19%에서 2008 년 16.05%로 떨어졌다. 뿐만 아니라 코아스웰은 2007 년 처음으로 자본이 부채보다 커졌으나 그 이전에는 항상 부채가 자본보다 많았던 기업으로, 안정성에 있어서도 의문을 던지는 기업이다.

(3) 보루네오

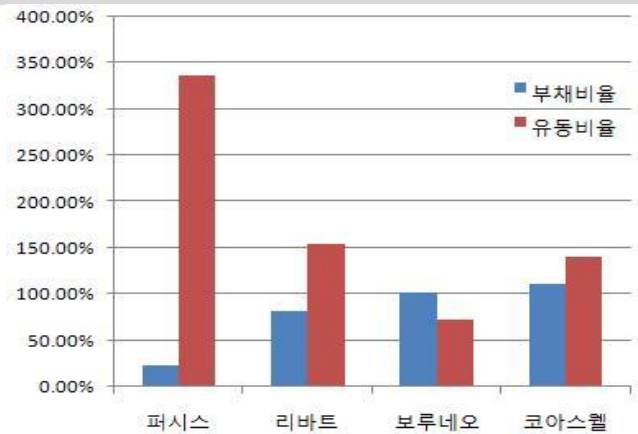
BIF 보루네오는 2008 년까지 가구부문 브랜드파워 10 년 연속 수상한 기업으로 인지도 면에서는 최고의 위치를 차지하고 있으나 2007 년 8 월 인수합병 이후 2008 년에서야 영업이익이 19 억 원으로 2000 년 이후 처음으로 흑자 전환하였다. 보루네오의 사업부문별 매출액 구성비는 2008 년 기준으로 가정용 23%, 사무용 30%, 특판용 43%로 이루어져 있다. 특판용 가구는 2007 년 대비 매출액이 13% 증가하여 그 비중도 38%에서 43%로 증대되었다. 이는 삼성 물산, 포스코 건설, 롯데 건설 등 국내 주요 건설사에 대한 납품 증가에 따른 결과이다. 그러나 2009 년 1 분기 실적에서는 건설경기침체의 영향으로 전년 동기 대비 1/8 로 매출액이 감소하였다.

그림 13. 경쟁사 매출액 성장률 추이



자료: 각 사 재무제표, Research Team 4

그림 14. 재무안정성 비교



자료: 각 사 재무제표, Research Team 4

Ⅲ. 그렇다면 퍼시스의 강점은?

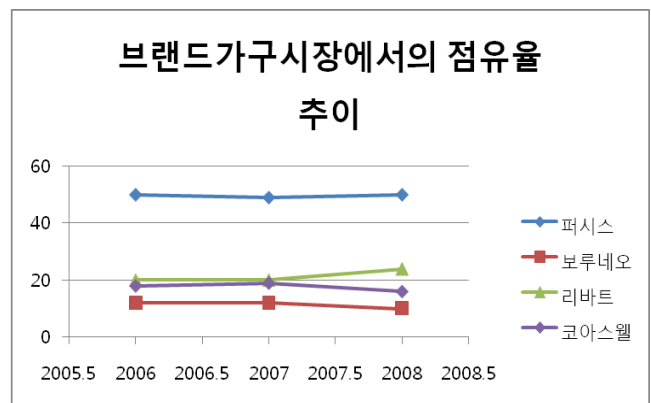
브랜드 가구 업체들이 군소업체 시장의 파이를 계속해서 잠식하고 있는 사무용 가구 시장. 이러한 시장 상황에서 동사는 브랜드 가구 시장의 50%라는 압도적인 점유율로 부동의 시장 1위를 고수하고 있다. 또한 교육용 가구 시장에서도 자체 브랜드 '팀스'를 앞세워 1위를 차지하고 있으며, 인천공항을 포함한 공공부문과 관공서, 병원에 대한 신규 매출 역시 증대하고 있다. 그렇다면 대체 무엇이 동사를 이처럼 경쟁자들보다 뛰어나게 하는 것인가? 이에 대해 자세히 살펴보도록 하자.

그림 15. Fursys 제품



자료: Fursys

그림 16. 사무용 가구시장 점유율 추이 (단위: %)



자료: Research Team 4

1. 퍼시스는 잘 만든다!

(1) 제품 별로 특화된 생산 방식

동사의 공장들은 각 분야별로 특화하여 제품을 생산한다

동사는 현재 안성과 충주, 장호원 그리고 성남에 공장을 보유하고 있다. 각각의 공장들은 완제품을 생산하는 것이 아니라 특화된 제품을 생산한다. 안성공장은 책상과 서랍 파티션을 생산하고 있고, 충주와 장호원 공장은 목재관련 부분, 그리고 안성공장에서는 소파를 생산하고 있는데 이와 같은 공장 별 전문화를 통해 뛰어난 품질과 생산의 효과가 높아지도록 했다.

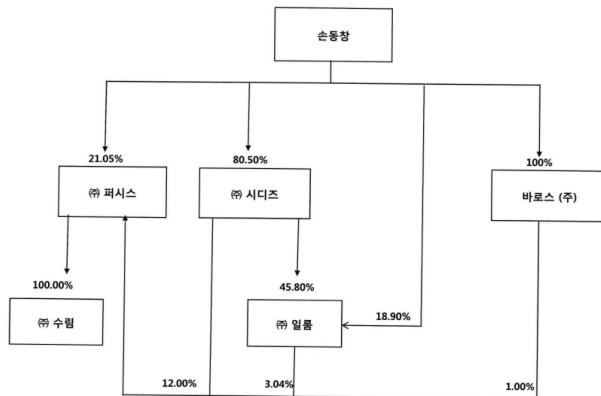
동사는 기능별 분화가 계열사 별로 잘 이루어져 있다.

그러나 무엇보다 동사를 돋보이게 하는 것은 기능별로 수직 계열화된 퍼시스 그룹의 구조이다. 각각의 계열사들이 제품별로 제조를 맡음으로써 제품의 전문성을 높일 수 있고 동시에 동사의 고정비 부담을 줄일 수 있는 것이다. 동사가 이들로 부터 상품을 매입해 올리는 매출, 즉 상품매출은 전체 매출의 약 30%를 차지한다.



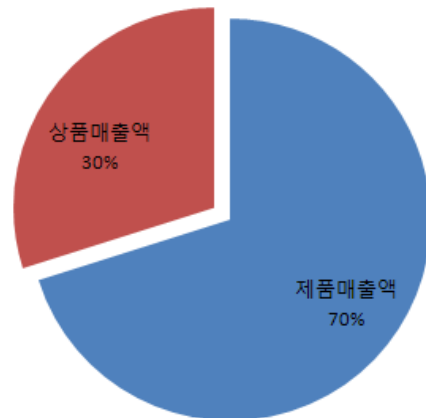
그림 17. 수직계열화가 잘 이루어진 동사의 구조

[관계사 지분구조] 2008년 12월 31일



자료: 사업보고서, 2008.12.31 기준

그림 18. 매출 구성(제품매출 vs 상품매출)



자료: 사업보고서, Research Team 4

계열사 별로 전문화된 제품과 매출의 구성은 다음과 같다.

시디즈

1994년에 동사로부터 분사되어 설립됐으며 사무용 의자에 특화되어 지속적인 성장을 기록하고 있다. 손동창 퍼시스 그룹 회장이 80%의 지분을 확보하고 있는데, 시디즈의 경우 동사의 지분 12%, 경쟁사인 에넥스와 리바트의 지분을 각각 5.93%, 6.93% 보유하고 있는 상황이다. 전체 매출 660억 중 관계사 매출액이 620억을 차지하고 있는 회사이기도 하다.

수림

동사로부터 물적 분할하여 설립된 회사로서 목재 가구의 생산에 전념하고 있다. 동사는 수림으로부터 가공한 목재를 공급받고 있으며, OEM 방식(주문자상표 부착 방식)으로 원재료를 조달 받는 경쟁업체에 비해 원자재 매입단가를 낮출 수 있었다. 전체 매출액 193억 중 190억이 동사 등 관계사 매출로 구성되어 있다.

일룸

1994년 동사가 가정용 가구시장에 진출하기 위해 설립했으며 주로 학생들의 공부방에 특화된 제품군을 선보이고 있다. 고급 생활가구 컨셉이며 2008년 기준 411억의 매출액을 기록했고, 2008년 12월 18일 (주)한스와 (주)본비비를 흡수합병 했다.

바로물류

동사의 재고관리와 제품 운송은 바로물류를 통해 이루어진다. 동사는 군소업체들과는 달리 판매와 공급을 분리하여 유통시키는 구조를 가지고 있는데, 대리점에서는 판매만 하고 제품의 운송 등은 바로물류를 통해서 하는 것이다. 따라서 경쟁사에 비해 저렴한 가격에 빠른 물류를 시행할 수 있었을 뿐만 아니라, 제품을 대리점에 놓지 않는 무점포 대리점이 쉽게 늘어날 수 있어 동사의 시장지배력을 강화하는데 도움이 되었다. 경쟁업체인 보루네오의 경우 보루네오엘엔에스를 자회사

로 보유하는 등 퍼시스의 유통구조를 모방하고 있지만 퍼시스가 구축한 독자적인 노하우까지 따라잡지는 못한 수준이며, 다른 경쟁사의 경우에는 자회사가 전무한 상황이다.

(2) 뛰어난 품질 경쟁력

동사의 경쟁력의 원천은 디자인으로부터 나온다

동사는 적어도 국내에서는 고급 사무용 가구의 대명사로 자리잡았다. 이는 가격 경쟁력 보다는 기능, 디자인 등의 품질을 중시한 동사의 제품이 90년대 후반 이후 컴퓨터 사용의 증가와 사무실 환경 쾌적화 열풍과 맞물려 사무용 가구 시장이 커짐과 동시에 가장 큰 수혜를 보았기 때문이다. 동사의 디자인연구 부문에는 산업 디자인 전공자들뿐만 아니라 보다 효율적이고 인체공학적인 설계를 위해 기계나 건축 관련 전공 출신들도 포함되어 있다. 이러한 일련의 노력 덕분에 퍼시스는 높은 브랜드 가치를 만들어 낼 수 있었고, 전체 가구 시장에서도 특히 안정성을 중요시하는 보수적인 사무용 가구 시장에서 '좀 비싸더라도 퍼시스로 사야 탈이 없다'라는 브랜드 인지도와 신뢰를 구축했다. 실제로 경쟁사에 비해 동급 제품 기준 10~15% 정도 비싼 가격에도 불구하고 사무용 가구 시장의 독보적인 1인자 자리를 유지하고 있다.

그림 19. 연구개발 현황 비교 - 퍼시스

구 분	출원	등록
국내상표권	4	249
해외상표권	17	116
특허권	6	26
실용신안권	9	109
디자인권	5	305
합 계	36	801

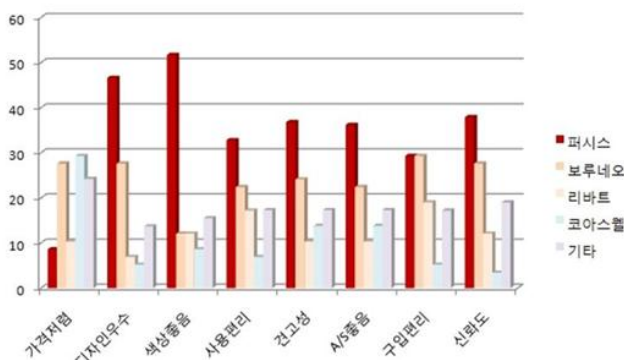
자료: 사업보고서

그림 20. 연구개발 현황 비교 - 보루네오

구 분	출 원 중	등 록
국내상표권	4	91
해외상표권	-	28
특 허 권	-	2
실용신안권	14	21
디 자 인	10	139
총 계	28	281

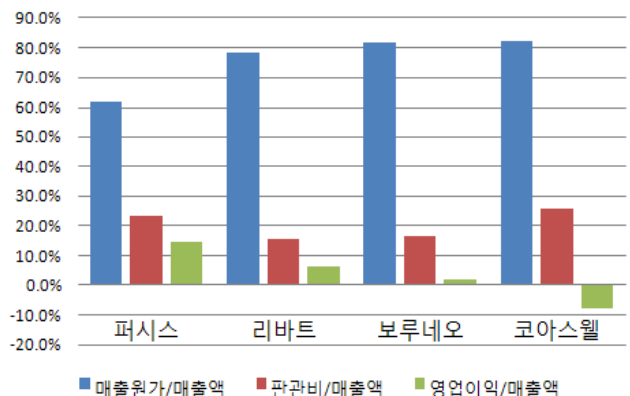
자료: 사업보고서

그림 21. 퍼시스의 품질 경쟁력



자료: 사업보고서(2005년)

그림 22. 퍼시스의 비용 경쟁력



자료: 사업보고서, Research Team 4



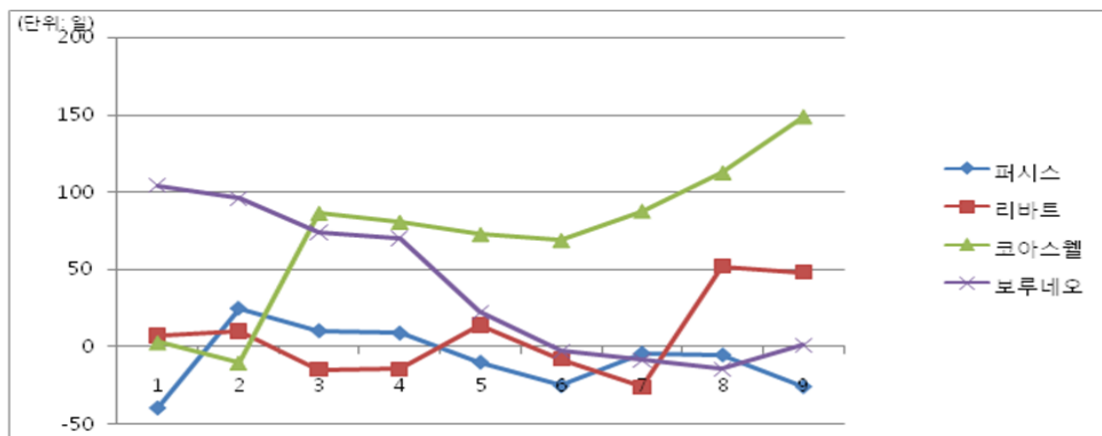
동사는 가격전가력을 가지고 있기 때문에 원자재 가격이 상승하더라도 안정적인 이익을 낼 수 있다

(3) 부족함이 없는 가격 전가력, 그리고 가공할 만한 CCC

동사는 다변화된 원자재 수급처와 시장 지배적인 지위를 이용하여 원자재 가격 상승분을 제품의 가격에 비교적 잘 반영하고 있다. 아래의 그림에서 원자재 가격이 안정세를 보이거나 하락했던 기간 동안 동사의 매출 총이익이 상승했음을 확인할 수 있다. 뿐만 아니라 주요 원자재 가격이 급격히 오른 2007-8년에도 원자재 가격 상승폭을 제품가격에 반영하여 같은 기간 동사의 매출 총이익은 전년도에 비해 약 11% 상승했다는 것을 확인할 수 있다.

또한 동사의 뛰어난 교섭력은 경쟁사와의 CCC(Cash Conversion Cycle) 비교를 통해 확인해 볼 수 있다. CCC는 매출채권회수기간과 재고자산처리기간을 더한 수치에서 매입채무지불기간을 차감한 것으로, 그 값이 낮을수록 회사의 교섭력이 강함을 의미하는 것이다. 2008년 동사의 CCC는 마이너스를 기록했으며, 이는 보통의 제조업계에서는 찾아볼 수 없는 가공할 만한 수치이다. 경쟁사와 비교할 때에도 그 차이를 확인해 볼 수 있다.

그림 23. 경쟁사 대비 CCC 비교



자료: 각 사 재무제표, Research Team 4

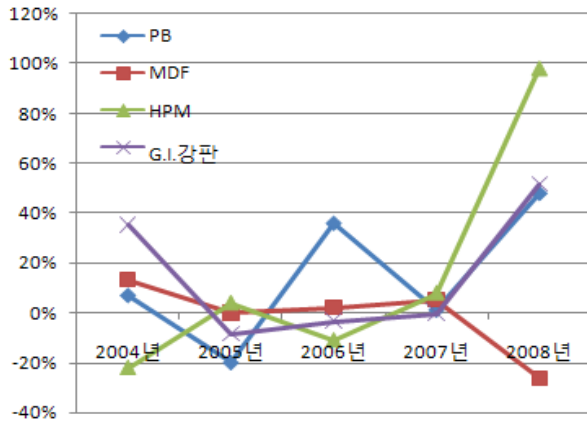
(4) 높은 가동률

동사 내의 주요 제품 가동률은 매우 높은 수준

또한 2007년 기준 동사의 주요제품 매출액 비중을 살펴보면 책상이 15.12%, 서랍이 8.94%, 파티션이 17.9%를 차지하고 있는데, 이들 제품의 가동률이 책상 101.39%, 서랍 88.32%, 파티션 111.61% 등으로 주요제품의 가동률이 높다는 것을 확인할 수 있으며, 이는 경쟁사들이 70~80% 수준의 가동률을 유지하는 것에 비교해서 월등히 높은 수치이다.

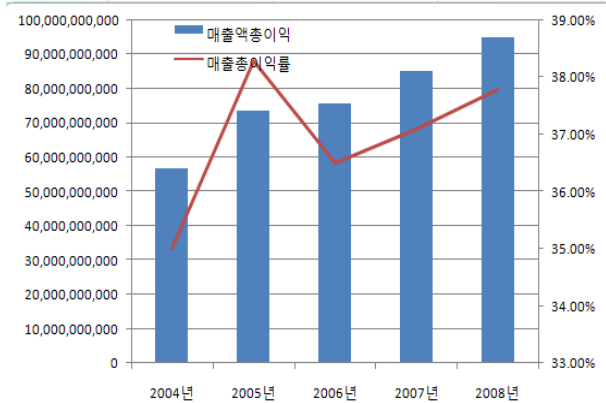


그림 24. 주요 원자재 가격 상승률



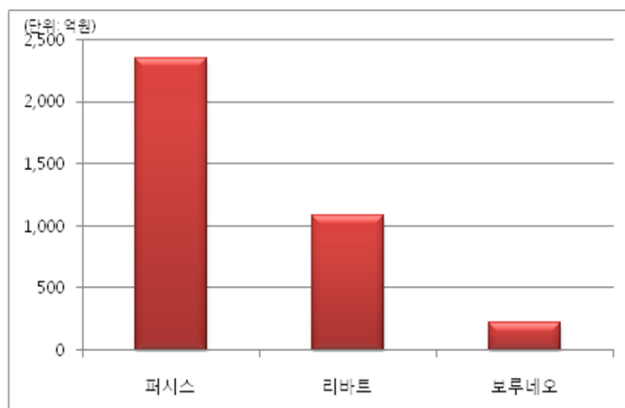
자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 25. 퍼시스 전년대비 매출 총이익 증가율



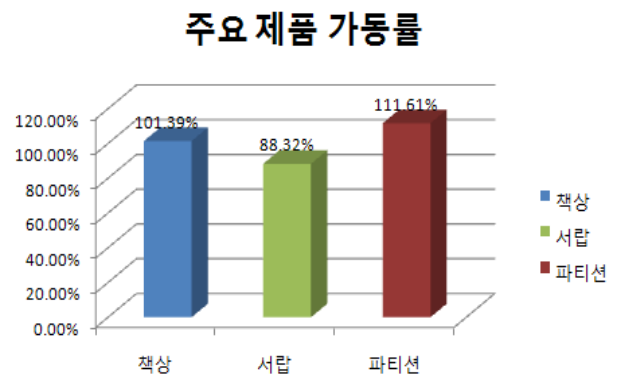
자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 26. 생산능력 비교



자료: 각 사 사업보고서, Research Team 4

그림 27. 주요제품 가동률



자료: KISLINE, 2007년 자료

2. 퍼시스는 잘 판다!

대리점의 영업력이 곧 동사의 영업력이다

동사의 경우, 본사는 영업과 관련하여 영업사원에 대한 주기적 교육이나 시장 자료 제공 등 간접적인 영업 지원만을 하고, 영업 자체는 100% 대리점이 행하는 방식을 채택하고 있다. 따라서 동사의 영업력을 살펴보기 위해서는 대리점의 영업력을 살펴봐야 한다.

동사는 철저히 대리점 위주의 판매 전략을 견지하고 있다.

우선 동사의 대리점 수는 타 경쟁사 비해 2배 이상 많은 수준이다. 동사의 경우는 190개, 코아스웰의 경우는 105개, 리바트의 경우는 90개, 보루네오의 경우는 65개이며, 이는 동사가 타 경쟁사 대비 넓은 유통망을 보유하고 있음을 의미한다. 또한 대리점이 제품 판매만을 담당하고 물류 설치 시공 및 AS 등은 본사가 맡아 해주는 대리점 위주의 정책은 대리점이 영업에만 집중할 수 있는 환경을 조성해주었으며, 이러한 정책에 따라 동사는 5년 이상 영업을 지속하는 대리점 수가 72%



에 이를 정도로 대리점 충성도가 높은 편이다. 한 지역에서 영업을 오래 지속 할 수록 그만큼 판매망이 넓어지고 노하우가 쌓여 이는 곧 영업력으로 이어지는 부분이기 때문에 매우 긍정적이라 할 수 있다.

가구의 상품 특성 상 소비자에게 전달되는 시간을 단축하는 것이 매우 중요한데, 동사의 대리점 위주의 정책은 판매와 공급을 분리하여 대리점은 판매에만 집중하고 주문 시 물류센터에서 즉시 구매처로 납품하도록 함으로써 물류시간의 단축을 이루었다. 가령 대리점으로 주문이 들어오면 그 주문은 본사로 들어가서 다시 물류센터로 전달되어 그곳에서 소비자에게로 전달되는 것이다. 현재 총 190개의 대리점 중 약 1/3이 무점포 대리점이며, 경쟁사의 경우 보통 주문 후 15일 정도가 소요되지만 동사는 주문 후 3일 안에 전국 어디든지 배달 가능한 시스템을 구축했다.

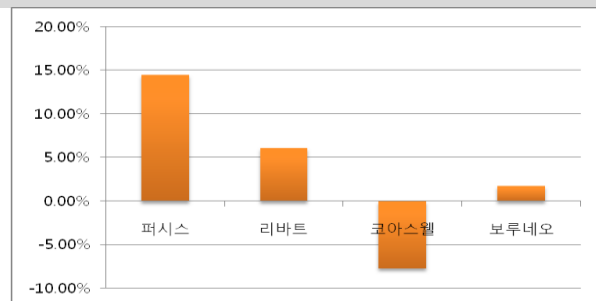
동사는 경쟁사 대비 높은 영업이익률을 보인다

또한 타 경쟁사는 본사 직판과 대리점 판매가 같이 이루어지는데 보통 본사에서 특판 팀을 운영하는 방식으로 판매가 이루어진다. 특판은 시장 가격보다 가격을 낮게 책정해 건설사 등에 제품을 대량으로 판매하는 것이기 때문에 비용 경쟁력에 있어 뒤쳐질 수 밖에 없는데, 그 반면 대리점 판매에 집중하는 동사는 타 경쟁사보다 높은 영업이익률을 보이고 있다. 2008년 기준 타 경쟁사는 영업이익률이 평균 5%인데 반해 동사는 14.5% 이다

그림 28. 메이저 업체 대리점 수 비교



그림 29. 타 경쟁사와 영업이익률 비교



자료: 사업보고서(2008년 기준), Research Team 4

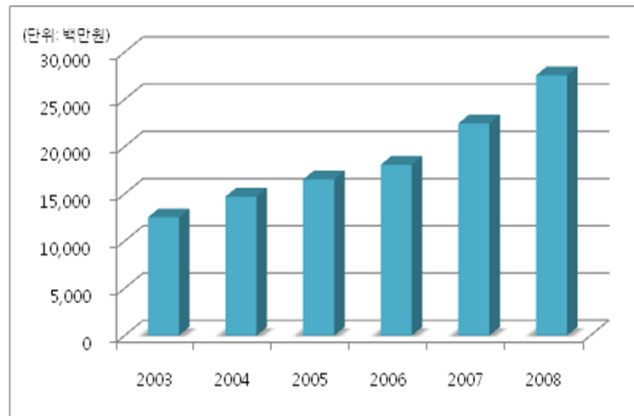
자료: 사업보고서(2008년 기준), Research Team 4

3. 새로운 성장 동력 - 해외 수출 판로 개척

현재 동사는 수출 성장이 가파르게 성장하고 있다. 2006년에는 수출과 내수 모두 8% 및 9%의 증가율로 비슷하게 성장하였다. 하지만 2007년 및 2008년은 내수 매출 성장률이 8% 수준으로 성장하는 반면 수출이 24% 및 23%로 큰 성장을 이루었다. 이것은 앞으로 당사의 수출 증가에 기대를 걸 수 있게 한다. 또한 얼마 전 가구 시장 강국인 미국에서 'Office Depot'사 본사 이전에 따라 필요한 사무 가구 중 의자를 시디즈 제품으로 결정하였다. 이에 더불어 'Office Depot'는 시디즈 의자를 납품 받아 미국과 캐나다에 판매하기로 결정하였다. 이것은 모회사인 동사에게도 수출에 긍정적인 부분이라 할 수 있다.

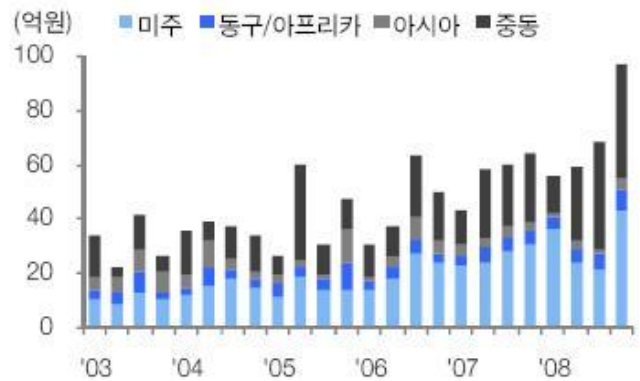


그림 30. 수출 실적 추이



자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 31. 주요 국가별 수출 동향



자료: HMC 투자증권

4. 풍부한 현금성 자산

시가총액의 약 50%에 해당하는 현금성 자산은 매우 매력적이다.

무차입 경영을 지속해 온 동사의 2008 년 말 기준 현금성 자산은 1,337 억 원에 달하고 이는 시가총액(2,900 억 원)의 46%에 이르는 수준이다. 이로부터 적지 않은 영업외수익 또한 얻고 있으며 2008 년 동사의 영업외수익은 이자수익(54 억 원)과 매도가능증권 처분이익(49 억 원, 일회성 발생) 등으로 큰 폭의 증가를 나타냈다. 향후에도 안정적인 영업활동을 통해 현금성 자산 규모는 더욱 확대될 것으로 보여 영업외수익은 더욱 개선될 것으로 전망된다.

동사는 무차입경영을 지향하면서 꾸준히 성장해 왔다

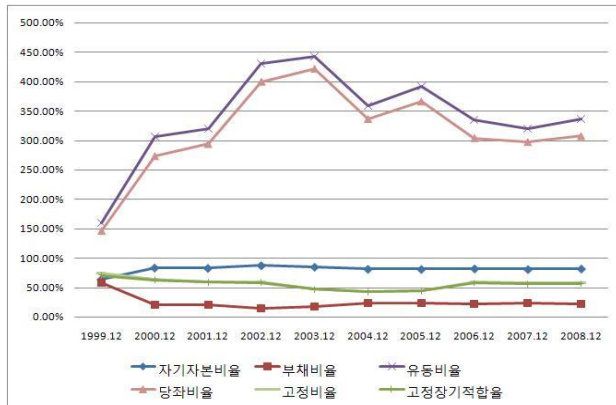
또한 동사의 우수한 재무 건전성은 22%의 부채비율, 무차입 경영(이자지급성부채 0), 300%를 상회하는 유동비율 등에서 잘 드러난다. 동사는 이러한 무차입 상태에서 지난 5 년간 약 10%대의 순자산 증가율을 보이며 안정 속에서 꾸준히 성장해온 것이다. 그러나 한편으로 대리점 설립이나 지방센터, 쇼룸의 확충 이외에 별다른 투자 활동을 하지 않는 동사의 움직임에 고려해 볼 때 현금성 자산이 지나치게 많은 수준이 아닌가 의심이 되기도 한다. 하지만 동사는 시장 규모는 꾸준히 증가하는 가운데 성장률은 하락하는 사양산업인 가구산업에 속해 있는 기업이다. 성장여건이 불확실한 상황에서의 고정 설비투자는 불황 시 고정비의 부담으로 작용하여 오히려 악영향을 미치게 될 것이며, 향후 배당금의 증가에 기대를 가져 볼 만하다. 이러한 점에서 동사의 높은 현금 보유량은 안정성 측면에서 매력적인 점이라 볼 수 있다.

동사는 동종 업계 2위 업체인 리바트의 2대 주주에 올랐다.

또 한 가지 주목할 만한 점은 동사가 최근 동종 업계 2 위인 리바트에 대한 지분율을 13.31%까지 끌어올려 2 대 주주에 오르면서 공격적인 투자에 나서고 있는데, 현재로서는 이에 대해 동사 관계자가 투자 목적일 뿐이라 언급하고 있지만 경쟁사에 대한 영향력을 확대하기 위한 의도가 아닌가 짐작되고 있어 향후 움직임에 계속 주목할 필요가 있다.



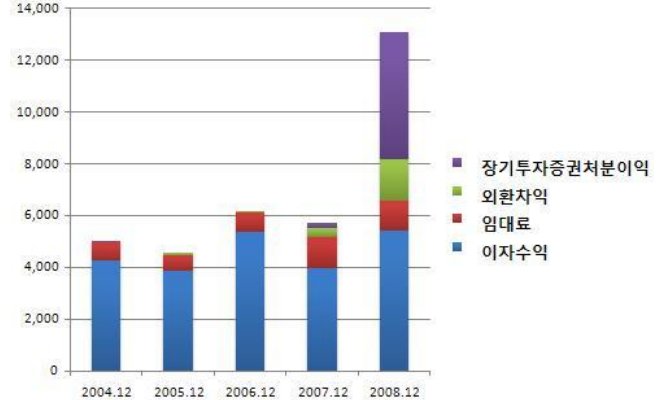
그림 32. 안정성 변화



자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 33. 영업외수익 추이

(단위: 백만원)

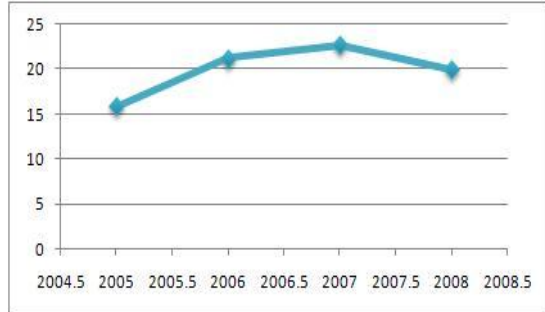


자료: 사업보고서, Research Team 4

또다른 매력포인트 배당

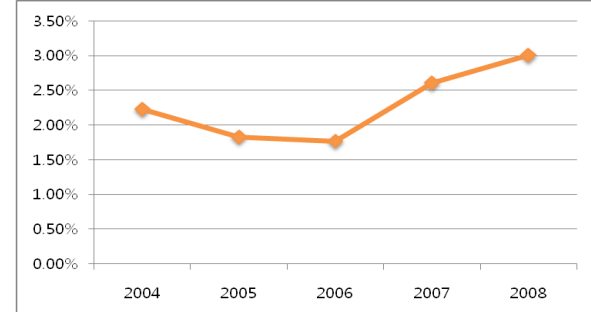
한편 동사는 2008 년 실적을 기준으로 주당 600 원의 배당을 공시했는데 시가 배당율은 3.01%(배당성향 20%)이다. 동사는 대외적으로 배당정책을 발표하고 있지 않지만, 통상 20% 수준의 배당성향을 유지하고 있어 2009 년에는 주당 700 원 배당이 가능할 것으로 보인다.

그림 34. 배당성향



자료: 사업보고서, Research Team 4

그림 35. 배당수익률



자료: 사업보고서, Research Team 4

IV. Risk

1. 해외 가구업체들의 국내 진입

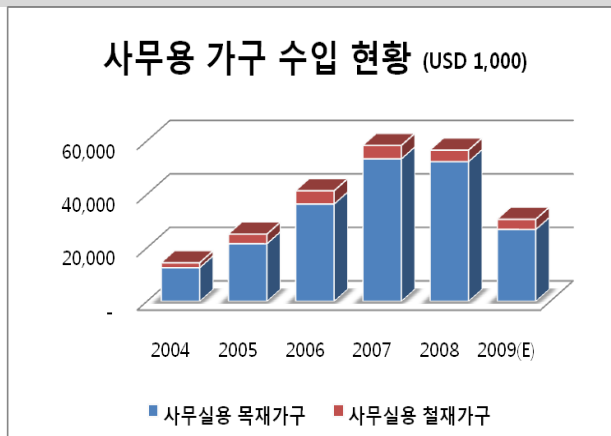
수입 가구 시장이 커지고 있지만 이는 환율에 민감하며, 소수에게 판매되므로 동사에 미치는 영향은 작을 것으로 판단된다

관세청 통계자료에 따르면 우리나라가 수입한 해외 가구는 지속적으로 증가해왔다. 2005 년 3 천억 원 규모였던 수입가구 시장은 2007 년 6 천억 원 규모로 성장했다. 하지만 이 수치는 가정용, 사무용, 부엌용 등 기능별 분류가 되어 있지 않은 전체 가구 시장의 자료다. 따라서 동사에게 미칠 위험을 정확히 알아보기 위해서는 사무용가구의 수출입 수치만을 살펴볼 필요가 있다.



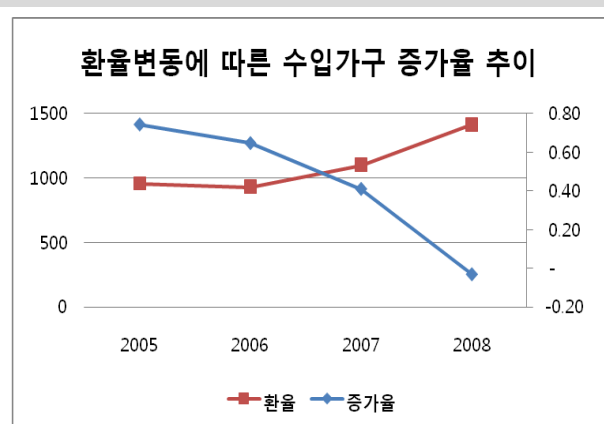
관세청의 사무용 가구 수입 현황을 보면 수입 가구는 2004 년부터 2007 년까지 지속적으로 성장하다가 2008 년부터는 감소추세에 있다. 절대 액은 증가하고 있지만 증가율을 살펴보면 04 년부터 07 년까지 감소하다가 지난 해엔 마이너스로 돌아섰다. 그러나 가구를 구매하기만 하면 그만인 가정용 가구와는 달리 사무용 가구는 시스템 가구의 설치 및 지속적인 A/S 가 필수라는 점에서 해외업체의 진출에는 한계가 있을 것으로 보이며, 시장은 2009 년 예상 수입 액은 작년보다 더 줄어들 것으로 예측하고 있다.

그림 36. 사무용 가구 수입 현황



자료: 관세청, Research Team 4

그림 37. 환율과 사무용 수입가구 증가율



자료: 관세청, 기업은행, Research Team 4

2. 정부의 가구업체 원재료에 대한 환경 기준 강화

정부 규제로 원가 인상이 불가피하지만 조달가구는 가격을 보존받는 특징을 가진다

지난 해 10 월 지식경제부 산하 기술 표준원은 정부에 납품하는 조달가구의 환경기준을 강화한다고 고시했다. 이에 따라 2010 년부터는 정부에 납품하는 학생용 책상과 의자에 사용되는 원재료를 기존 E1 대신 친환경자재인 E0 를 사용해야 한다. 가구업체들은 정부의 유도대로 환경기준이 높은 원자재를 사용하게 되면 원가 부담 및 원재료 확보에 어려움을 겪어 약 10%~20% 의 가격 인상이 불가피 할 것으로 예상하고 있다. 하지만 이러한 규제가 정부 조달 가구에 국한된다는 점에서 동사 매출에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다.

3. 덤핑방지 관세 부과로 인한 가격 영향

덤핑방지 관세 부과로 인해 가격경쟁력 또한 얻게 되었다.

한국합판협회에서 제소한 반덤핑 규제가 받아들여지면서 이르면 4 월말부터 태국과 말레이시아산 파티클보드(PB)에 대해 덤핑방지 관세가 부과된다. 국내 파티클보드 만으로는 가구를 제조하는데 충분하지 못하기 때문에 가구업체에서는 수입이 불가피한데 이러한 관세의 적용은 상품가격에 영향을 줄 수 있는 요인이 된다. 좀



더 자세히 살펴보면 대형가구 업체들의 경우에는 즉각적으로 가구가격 인상을 하지 않을 수 있는 여력이 있지만, 자금사정이 어려운 군소업체들은 가격인상이 불가피하게 된다. 이뿐만이 아니라 규모가 큰 기업일수록 규모의 경제에 의해 파티클보드 가격 인상에 대해 영향을 덜 받는 경향이 있기 때문에 비브랜드 업체들과의 가격경쟁력 차를 줄일 수 있는 기회가 될 수 있는 것이다. 실제 덤핑방지 관세가 최대 48%까지 부과된다면 얼마큼 영향을 줄지 2008 년 매출 기준으로 계산해보면 제조회가가 대략 4.07% 정도 상승할 것으로 예상된다. 이는 가구업체들이 평균적으로 예측하고 있는 10%보다 훨씬 작은 수치임을 확인할 수 있다.

V. Valuation

리서치 4 팀은 안정적인 운전자산을 바탕으로 꾸준한 수익을 올리고 있는 동사에 대해 DCF 를 활용하여 예상수익률을 산출하였다.

1. 투입요소 가정

WACC 는 20 년간 지수수익률의 기하평균값을 적용한 시장프리미엄, KISLINE 로부터 산출한 1 년치 일별베타를 통해 구하였다. 특히 베타의 경우 지수가 올라가기 시작한 2004~2005 년 부근의 베타값으로 선정하였다.

매출액 성장률

먼저 사무용 가구부문에서는 안정단계에 들었으며 꾸준한 성장률을 보이고 있으므로 앞으로도 그러할 것이라고 예측하고 일정하게 반영하였지만 교육용 가구 부문에서는 연도별로 따로 적용하였다. 왜냐하면 2010 년에는 경기침체의 영향으로 잠시 성장률이 주춤하고 2011 년과 2012 년에 고교 다양화 정책의 실현화로 교육용 가구 부분에서 큰 수요가 발생할 것으로 예상하기 때문이다. 따라서 그 시기에는 약간 더 높은 수치를 부과하였다.

영업이익률 및 기타 매출액대비 비율

대리점 위주의 영업전략 확대에 의한 판매수수료 증가때문에 최근 4 년간 영업이익률이 연간 1% 의 수준으로 감소하는 추세에 있다. 리서치 4 팀은 이를 반영해 각 연도별로 차등치를 적용하였으나, 향후에는 절대 매출액 성장에 따라 비용증가 효과가 상쇄될 것으로 판단하여 새로운 기준치를 적용했다. 또한 여기서 영업용운전자본이 음수가 나오는 것은 유동자산에서 많은 부분을 차지하던



현금성 자산을 제외시키면서 일어난 현상이었으며, 지난 9 년 간 수치의 큰 변동이 없었으므로 평균값을 적용했다.

영구성장률

동사가 풍부한 현금성 자산을 가지고 사업규모를 증대 시키거나 다른 분야로 투자를 할 가능성이 크지만 보수적으로 바라보고 1%로 예상하였다. 특히 국내 전체가구시장의 파이가 미래에는 한정적일 것이라는 생각을 반영시킨 결과라고 볼 수 있다.

2. 목표주가 계산

이런 가정을 통해 FCFF의 terminal value 는 242,662,370 이고 WACC 는 9.21%가 나왔다. 마지막으로 전환사채등이 없었으므로 바로 구해보면 목표주가는 33,228 원 이 나온다. (현재주가는 5 월 21 일 장마감 기준으로 한 24,450 원이다.)

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	14.49%	연도별 적용
유,무형자산 상각비	1.59%	1.77%
영업용운전자본	-5.17%	-7.88%
순유형고정자산	49.98%	42.30%
순무형고정자산	0.08%	0.07%
기타영업용순자산	-3.35%	-1.80%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	251,158,356	253,663,940	256,206,639	259,793,532	263,447,039	266,625,128
매출액성장률(사무용 가구)		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
매출액(사무용 가구)	200,926,685	202,935,952	204,965,311	207,014,964	209,085,114	211,175,965
매출액성장률(교육용 가구)		1.0%	1.0%	3.0%	3.0%	2.0%
매출액(교육용 가구)	50,231,671	50,733,988	51,241,328	52,778,568	54,361,925	55,449,163
	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
가중평균성장률		1.0%	1.0%	1.4%	1.4%	1.2%
예상EBIT	36,395,825	30,440,393	28,182,730	25,979,353	26,344,704	26,662,513
NOPLAT	26,386,973	22,063,285	21,052,500	20,263,895	20,548,869	20,796,760
(+)유,무형자산 상각비	3,993,809	4,502,486	4,547,511	4,611,176	4,676,024	4,732,433
출연금유입	30,380,782	26,571,771	25,600,010	24,875,072	25,224,893	25,529,193

자기자본비용	9.21%
1년치일별베타	0.54615
한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(연평균)	5.22%
WACC	9.21%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	293,125,000
한계조달금리	0.00%



현재가치의 합	100,706,187
PV of TV	160,925,727
현금 + 시장성유가증권	129,081,811
비영업용자산	24,635,476
Value of the Firm	415,349,202
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	415,349,202
발행주식수	12,500,000
희석주식수	
목표주가	₩ 33,228
현재주가	₩ 24,450
기대수익률	36%

따라서 4 팀은 기대수익률 36%로 buy 를 제시하는 바이다.

VI. Appendix - 1

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	1,924	2,075	2,297	2,512
매출원가	1,187	1,317	1,445	1,582
매출총이익	738	758	852	949
판매비 및 일반관리비	382	421	484	585
인건비	51	63	70	73
광고상각비	15	16	14	19
무형자산상각비	0	0	0	1
기타판매비 및 일반관리비	163	177	192	211
영업이익	355	337	369	364
영업외손익	66	65	83	133
이자수익	39	54	40	54
이자비용				
외환차손익	0	-3	2	14
외환환산손익	-3	-8	0	-3
지분법이익	5	5	0	4
기타영업외손익	20	22	18	1
세전계속사업이익	422	402	452	497
법인세비용	107	108	124	138
계속사업이익	315	294	328	359
종단사업이익				
당기순이익	315	294	328	359
EPS (원)	2,518	2,350	2,626	2,967
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	1,505	1,338	1,580	1,651
현금등가물 및 만기금	1,212	1,012	465	941
시장성유가증권	1	4	884	350
매출채권	149	171	76	167
재고자산	103	126	117	146
비유동자산	858	1,293	1,392	1,511
부동산	97	304	291	246
유형자산	744	972	1,092	1,255
무형자산	1	1	2	2
자산총계	2,363	2,632	2,972	3,162
유동부채	383	399	492	490
매입채무	213	254	274	265
단기차입금				
유동성장기차입금				
비유동부채	69	78	81	92
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	452	477	574	581
자본금	153	153	153	153
자본잉여금	380	380	380	380
이익잉여금	1,378	1,621	1,887	2,171
자본조정			-22	-117
자본총계	1,911	2,155	2,399	2,580

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	281	322	535	224
당기순이익	315	294	328	359
비영리수익비용가감	26	40	23	-2
유형자산상각가상각비	25	26	26	39
무형자산상각비	0	0	0	1
외환차익	6	6	6	7
외환환산손익	0	0	-0	-0
지분법평가손익	-5	322	535	224
기타	0	-314	-545	-274
영업활동으로인한자산부	-60	-12	184	-133
투자활동으로인한현금흐름	-27	-471	-997	140
유형자산 투자	-179	-267	-161	-213
유형자산 처분	0	0	1	10
무형자산 처분	-0	0	-0	0
투자자산 처분	2	-205	27	-46
기타	150	0	-863	390
금융활동으로인한현금흐름	-38	-50	-85	-169
장안기차입금증가	0	0	0	0
사채증가	0	0	0	0
자본증가	0	0	0	0
배당금의지급	-38	-50	-83	-74
기타	0	0	-22	-94
영업투자금융활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	217	-200	-547	196
기초현금	994	1,212	1,012	465
기말현금	1,212	1,012	465	661

주요투자지표

(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	18.4%	7.8%	10.7%	9.3%
EBITDA성장률 %	39.7%	-4.6%	8.9%	2.2%
EBIT성장률 %	45.4%	-5.3%	9.6%	-1.3%
순자산성장률 %	17.3%	11.4%	12.9%	6.4%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	38.3%	36.5%	37.1%	37.8%
EBITDA마진률 %	19.8%	17.5%	17.2%	16.1%
EBIT마진률 %	18.5%	16.2%	16.0%	14.5%
세전계속사업이익률 %	21.9%	19.4%	19.7%	19.8%
당기순이익률 %	16.4%	14.2%	14.3%	14.3%
Stability Ratios				
부채비율 %	23.6%	22.1%	23.9%	22.5%
순부채비율 %	-63.5%	-47.1%	-56.3%	-50.0%
유동비율 %	393.0%	335.5%	320.9%	337.2%
달짜비율 %	366.1%	303.9%	297.1%	307.2%
이자보상배율				
Performance Ratios				
ROE %	17.8%	14.5%	14.4%	14.4%
ROA %	14.4%	11.8%	11.7%	11.7%
ROIC %	48.7%	31.8%	31.0%	26.6%
Per Share Ratios				
수정EPS	2,518	2,350	2,622	2,872
주당순자산	15,289	17,239	19,189	20,643
주당현금흐름	2,718	2,563	2,835	3,192
주당배당금	400	500	600	600

