

Company Update

Analyst 박용희

02) 6915-5651

yhporea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 60,000원

현재가 (8/9) 32,300원

KOSDAQ (8/9)	590.04pt
시가총액	358십억원
발행주식수	11,090천주
액면가	1,000원
52주 최고가	32,800원
최저가	22,800원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	3.3%
배당수익률 (2019F)	3.7%

주주구성	
안성호 외 1인	79.56%
0	0.00%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	15%	60%	52%
절대기준	4%	29%	14%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	60,000	46,000	▲
EPS(19)	4,119	3,583	▲
EPS(20)	4,606	3,986	▲

에이스침대 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

에이스침대 (003800)

왜 어닝서프라이즈가 나나?

2Q19 Review: 유통업종 내 차별적인 실적

2Q19 동사의 매출은 661억원(+19.4% YoY, +10.4% QoQ), 영업이익 181억원(+40.9% YoY, +120.7% QoQ)으로 발표했다. 시장컨센서스대비 매출은 +5.4%, 영업이익은 22.3%를 상회했다. 이는 분기 사상최대 실적이다. 지난 4분기에 에이스스퀘어의 공격적인 출점을 감안하면, 올해 3분기까지는 기저 효과로 큰 폭의 성장이 예상된다. 또한, 1)영업 노하우 개선에 따른 레버리지, 2)지역 거점에서 추가 출점(올해 하반기 추가 7곳)이 계획되어 있어 내년까지 실적 성장은 기정 사실로 보인다.

IBKS는 19년, 20년 영업이익 추정치를 각각 +12%, +13% 상향

2Q19 동사의 매출과 영업이익이 당사 추정치를 상회한 점을 감안, 19년~20년 매출과 영업이익 추정치를 상향 조정했다. 매출은 19년, 20년 기존 추정치에서 각각 2%, 3% 상향 조정했고, 영업이익은 19년, 20년 기존 추정치에서 각각 12%, 13% 상향 조정했다. 19년 이익추정치는 보수적으로 감안했고, 20년 매출/영업이익은 하반기 추가 출점을 반영하지 않은 추정치이다. 올해 하반기 추가적인 출점이 가시화되면, 매출과 영업이익 추정치를 추가적으로 상향할 전망이다.

투자의견 매수 및 목표주가 60,000원으로 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가는 60,000원으로 상향 제시한다. 목표주가는 2020년 IBKS 추정 EPS 4,606원에 Target Multiple 13.0(x)를 적용하여 산출했다. 동사는 작년 하반기를 기점으로 빠르게 변화하고 있다. 1)현금을 쌓아두지 않고, 에이스스퀘어 및 에이스에비뉴에 대한 출점을 통해 매출 및 이익 성장을 도모 하고 있고, 2)차등배당을 통해 주주환원 정책을 실시하고 있다. 올해는 주당 1,200원의 배당으로 당사는 추정하고 있고, 이는 시가배당율 3.7% 수준이다. 결론적으로 동사의 밸류에이션 정상화는 지금부터 시작될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	206	226	262	286	315
영업이익	32	40	52	59	68
세전이익	37	40	60	68	78
당기순이익	27	29	46	51	59
EPS(원)	2,468	2,587	4,119	4,606	5,293
증가율(%)	-11.3	4.8	59.2	11.8	14.9
영업이익률(%)	15.5	17.7	19.8	20.6	21.6
순이익률(%)	13.1	12.8	17.6	17.8	18.7
ROE(%)	7.1	6.9	10.1	10.4	11.0
PER	15.8	9.0	7.8	7.0	6.1
PBR	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.9	5.2	5.5	4.7	3.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2Q19 Review

매출 661억원(+19.4% YoY), 영업이익 181억원(+40.9% YoY)

2Q19 동사의 매출은 661억원(+19.4% YoY, +10.4% QoQ), 영업이익 181억원(+40.9% YoY, +120.7% QoQ)으로 발표했다. 시장컨센서스대비 매출은 +5.4%, 영업이익은 22.3%를 상회했다. 이는 분기 사상최대 실적이다. 이유는 1)에이스스퀘어 출점(전문 대형 대리점)와 에이스에비뉴(직매장) 출점 효과와, 2)소득수준 향상에 따른 침구류등 수면에 대한 투자 확대 영향이다.

지난 4분기에 에이스스퀘어의 공격적인 출점을 감안하면, 올해 3분기까지는 기저 효과로 큰 폭의 성장이 예상된다. 또한, 1)영업 노하우 개선에 따른 레버리지, 2)지역 거점에서 추가 출점(올해 하반기 추가 7곳)이 계획되어 있어 내년까지 실적 성장은 기정사실로 보인다. 그리고 최근 동사는 지난 19일 오픈한 쏠비치 호텔&리조트 진도 전 객실에 침대 1,500세트를 공급했다고 밝혔다. 호텔 및 리조트 등 B2B 영업도 강화하고 있어, 추가적인 실적 상향도 가능해 보인다.

표 1. 에이스침대, 2Q19 Review

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	YoY	QoQ
매출	527	553	544	633	599	661	19.4%	10.4%
침대	483	513	504	584	560	622	21.2%	11.1%
가구	43	41	40	48	38	39	-4.9%	2.6%
내부차감	1	-1	-1	2	1	-		
매출원가	222	237	236	264	255	275	16.1%	7.8%
매출원가율	42.2%	42.8%	43.3%	41.7%	42.6%	41.6%		
매출총이익	305	317	309	369	344	386	21.9%	12.2%
판매비	231	188	239	237	262	205	8.9%	-21.8%
판매비율(%)	43.9%	34.0%	43.9%	37.5%	43.7%	31.0%		
영업이익	73	128	70	131	82	181	40.9%	120.7%
영업이익률(%)	13.9%	23.2%	12.8%	20.8%	13.7%	27.4%	18.0%	100.0%
영업외수익	8	-4	9	-18	21	16		
세전이익	81	125	78	113	103	197	58.2%	91.3%
법인세	17	39	18	36	23	47	19.9%	104.3%
순이익	64	85	60	77	80	150	75.8%	87.5%

자료: 에이스침대, IBK투자증권

표 2. 에이스침대, 실적 vs 시장컨센서스

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(A)	YoY	QoQ	컨센서스(B)	Difference (A/B)
매출액	527	553	544	633	599	661	19.4%	10.4%	627	5.4%
영업이익	73	128	70	131	82	181	40.9%	120.7%	148	22.3%
세전이익	81	125	78	113	103	197	58.2%	91.3%	153	28.8%
순이익	64	85	60	77	80	150	75.8%	87.5%	115	30.4%
영업이익률	13.9%	23.2%	12.8%	20.8%	13.7%	27.4%				
세전이익률	15.4%	22.5%	14.4%	17.9%	17.2%	29.8%				
순이익률	12.2%	15.4%	11.1%	12.2%	13.4%	22.7%				

자료: 에이스침대, IBK투자증권

IBKS는 동사의 영업이익 19년, 20년 추정치를 각각 +12%, +13% 상향 조정

2Q19 동사의 매출과 영업이익이 당사 추정치를 상회한 점을 감안, 19년~20년 매출과 영업이익 추정치를 상향 조정했다. 매출은 19년, 20년 기존 추정치에서 각각 2%, 3% 상향 조정했고, 영업이익은 19년, 20년 기존 추정치에서 각각 12%, 13% 상향 조정했다. 19년 이익추정치는 보수적으로 감안했고, 20년 매출/영업이익은 하반기 추가 출점을 반영하지 않은 추정치이다. 올해 하반기 추가적인 출점이 가시화되면, 매출과 영업 이익추정치를 추가적으로 상향할 전망이다.

표 3. 에이스침대, IBKS 실적 추정치 변경내역

(억원)	변경전			변경후			Differences		
	2018년	2019년E	2020년E	2018년	2019년	2020년	2018년	2019년E	2020년E
매출액	2,258	2,570	2,790	2,258	2,617	2,863	0%	2%	3%
영업이익	403	460	520	403	516	587	0%	12%	13%
순이익	287	400	440	287	447	500	0%	12%	14%

자료: 에이스침대, IBK투자증권

인테리어가구 시장내 급성장중인 침대 시장

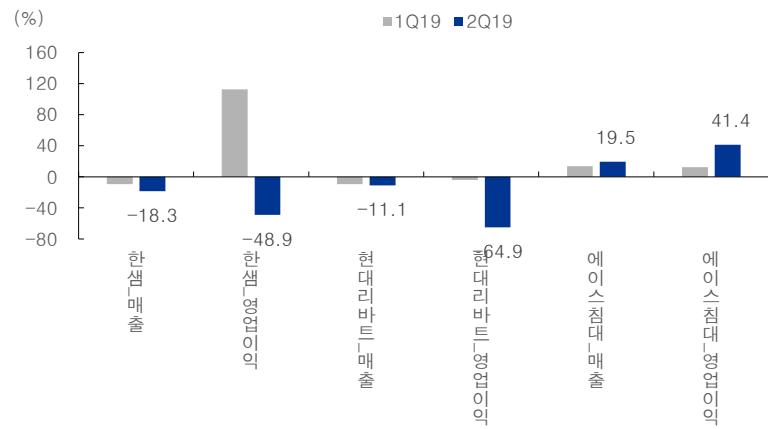
‘슬리포노믹스(Sleeponomics)’는 수면을 뜻하는 영어 단어 슬립(Sleep)과 경제를 뜻하는 이코노미(Economy)의 합성어로 수면관련 시장을 뜻한다. 수면 산업은 1)숙면 유도 기능성 침구, 2)숙면 테라피, 3)수면 클리닉, 4)의료기기, 5)생활용품 등으로 구성된다.

슬리포노믹스는 불면증 환자가 전체 인구의 3분의 1이나 되는 미국을 중심으로 일본, 국내 시장도 꾸준히 성장할 것으로 전망된다. 한국수면산업협회에 따르면 우리나라도 2019년 기준 3조원대 시장을 형성할 것으로 전망한다. 이는 2016년대비 약 50% 성장 이 전망된다.

최근 최적화된 수면 환경을 구성하려는 트렌드가 확산되면서 좋은 잠에 투자하는 소비자들이 늘어나고 있다. 침대 판매량에서도 트렌드를 감지할 수 있다. 동사에 따르면, 올해 1분기 백화점 매장 구매고객 8.9%가 ‘싱글+싱글’로 구성된 트윈침대를 구매한 것으로 나타났다. 호텔에서만 볼 수 있었던 트윈침대 문화가 대중화 되어 가고 있는 것이다. 여기에 ‘싱글+퀸’으로 구성된 패밀리 침대를 구매한 수치까지 합치면 11.5%로 침대 구매 고객 10명 중 1명 이상이 트윈/패밀리 침대를 구매하고 있는 것으로 보인다.

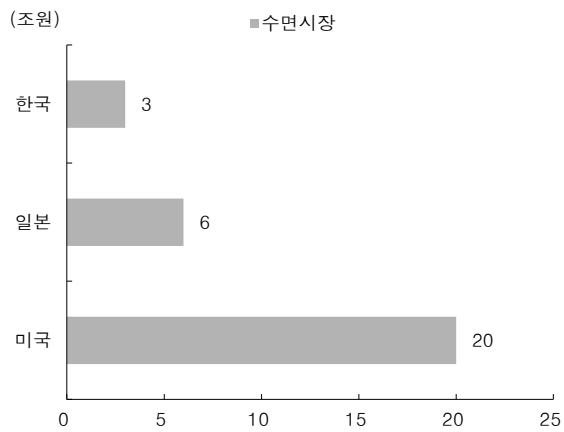
또한, 워라밸 문화가 확산된 후 일과 삶을 구분하고 잠을 위해 과감히 투자하는 소비자들이 점점 늘어나고 있어 동사와 같은 수면을 돕는 제품에 대한 수요는 꾸준히 늘어날 전망이다. 결론적으로 동사의 과감한 대리점 및 직매장 출점 전략은 슬리포노믹스 시대에서 선점효과로 귀결될 전망이다.

그림 1. 에이스침대, 업종내 차별적인 실적 시현



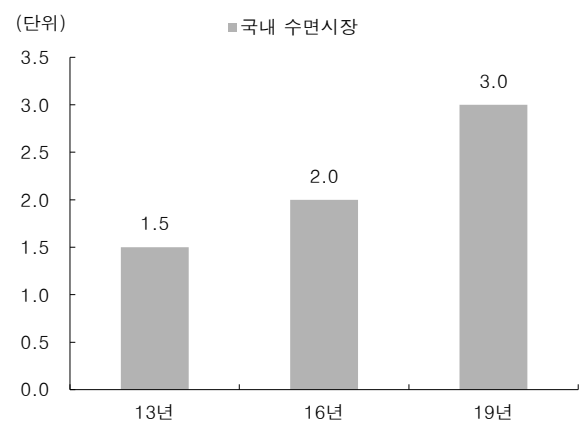
자료: 에이스침대, 한샘, 리바트, IBK투자증권

그림 2. 국내외 수면시장 시장규모



자료: 한국수면산업협회, IBK투자증권

그림 3. 국내 수면시장 성장 전망



자료: 한국수면산업협회, IBK투자증권

투자 의견 매수 및 목표주가 60,000원으로 상향 제시

동사에 대한 투자 의견을 매수, 목표주가는 60,000원으로 상향 제시한다. 목표주가는 2020년 IBKS 추정 EPS 4,606원에 Target Multiple 13.0(x)를 적용하여 산출했다. Target Multiple 13.0(x)는 Global Peer의 하단 값을 적용했다.

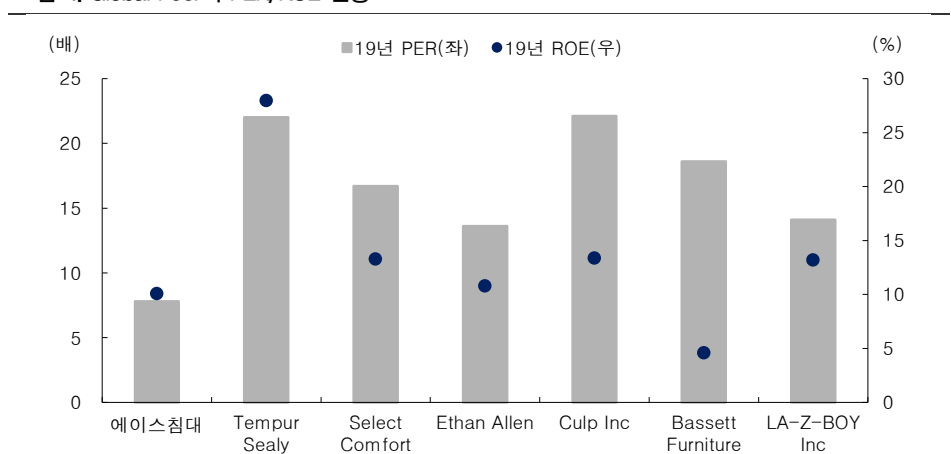
동사의 2019년 PER과 PBR은 각각 7.8(x)와 0.8(x) 수준이다. 글로벌 피어의 19년 PER은 13(x)~22(x)사이에서 거래되고 있다. 동사가 글로벌 피어 대비 저평가를 받는 이유는 1) 낮은 ROE, 2) 비우호적인 주주 환원 정책 때문이다.

표 4. 에이스침대, 목표주가 산정 내역

구분	(원) 비교
2020년 EPS	4,606
타겟 PER(배)	13.0 Global Peer Valuation 최하단 Multiple 적용
주당가치	59,878
목표주가	60,000
현재주가	32,300
상승여력(%)	85.8

자료: 에이스침대, IBK투자증권

그림 4. Global Peer의 PER/ROE 현황

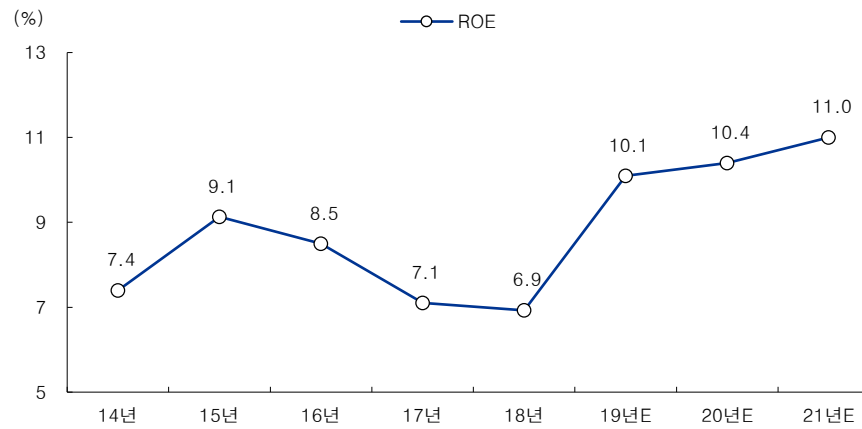


자료: 블룸버그, IBK투자증권

하지만, 작년을 기점으로 동사는 빠르게 변화하고 있다. 1)현금을 쌓아두지 않고, 에이스스퀘어 및 에이스에비뉴에 대한 출점을 통해 매출 및 이익 성장을 도모 하고 있고, 2)차등배당을 통해 주주환원 정책을 추진하고 있다.

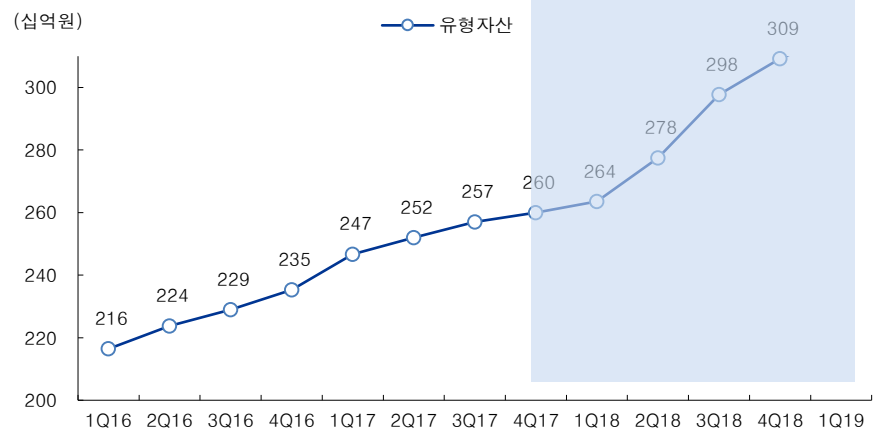
동사는 작년에 개인주주에게 주당 1,000원을 배당했고, 대주주는 660원으로 차등 배당을 시현했다. 올해는 주당 1,200원의 배당으로 당사는 추정하고 있고, 이는 시가배당을 3.7% 수준이다. 결론적으로 배당 및 투자를 통해 ROE는 2018년을 기점으로 반등세를 보이고 있어, 밸류에이션 정상화는 빠르게 진행될 전망이다.

그림 5. 에이스침대 ROE 전망



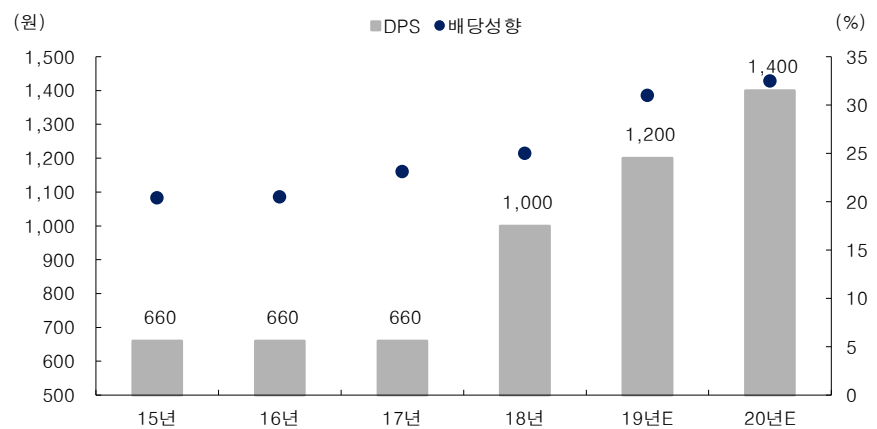
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 6. 에이스침대, 출점(유형자산)에 대한 투자로 ROE 상승



자료: 에이스침대, IBK투자증권

그림 7. 에이스침대, 배당 현황 상향으로 주주환원 정책 시현



자료: 블룸버그, IBK투자증권

에이스침대 (003800)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	206	226	262	286	315
증가율(%)	1.5	9.7	15.9	9.2	10.1
매출원가	91	96	110	119	129
매출총이익	115	130	152	167	186
매출총이익률 (%)	55.8	57.5	58.0	58.4	59.0
판매비	83	90	101	109	118
판매비율(%)	40.3	39.8	38.5	38.1	37.5
영업이익	32	40	52	59	68
증가율(%)	-11.1	25.0	30.0	13.5	15.3
영업이익률(%)	15.5	17.7	19.8	20.6	21.6
순금융손익	1	0	3	3	4
이자손익	2	1	2	3	4
기타	-1	-1	1	0	0
기타영업외손익	4	-1	6	7	7
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	37	40	60	68	78
법인세	9	11	15	17	20
법인세율	24.3	27.5	25.0	25.0	25.6
계속사업이익	27	29	46	51	59
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	29	46	51	59
증가율(%)	-12.9	7.4	58.6	10.9	15.7
당기순이익률 (%)	13.1	12.8	17.6	17.8	18.7
지배주주당기순이익	27	29	46	51	59
기타포괄이익	2	3	0	0	0
총포괄이익	29	32	46	51	59
EBITDA	38	46	58	67	77
증가율(%)	-9.5	21.1	26.1	15.5	14.9
EBITDA마진율(%)	18.4	20.4	22.1	23.4	24.4

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,468	2,587	4,119	4,606	5,293
BPS	35,777	38,920	42,410	45,907	49,906
DPS	660	1,000	1,200	1,400	1,600
밸류에이션(배)					
PER	15.8	9.0	7.8	7.0	6.1
PBR	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.9	5.2	5.5	4.7	3.6
성장성지표(%)					
매출증가율	1.4	9.7	16.0	9.2	10.1
EPS증가율	-11.3	4.8	59.2	11.8	14.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	4.3	3.7	4.3	5.0
ROE	7.1	6.9	10.1	10.4	11.0
ROA	6.5	6.3	9.0	9.0	9.5
ROIC	10.1	9.4	13.5	13.9	15.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	8.4	10.5	15.5	15.7	15.9
순차입금 비율(%)	-5.5	-5.1	-8.3	-9.0	-14.3
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.8	11.2	10.4	9.0	9.0
재고자산회전율	8.2	8.9	9.2	8.8	8.8
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	72	77	106	119	159
현금및현금성자산	21	21	39	45	78
유가증권	1	1	1	1	1
매출채권	20	20	30	33	37
재고자산	25	26	31	34	38
비유동자산	358	400	437	470	482
유형자산	260	309	342	374	385
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	89	89	93	94	95
자산총계	430	477	543	589	641
유동부채	26	33	57	62	69
매입채무및기타채무	5	6	8	8	9
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	13	16	18	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	33	45	73	80	88
지배주주지분	397	432	470	509	553
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	21	31	31	31	31
자본조정등	-10	-5	-5	-5	-5
기타포괄이익누계액	-2	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	377	399	437	476	520
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	397	432	470	509	553
비이자부채	33	45	73	80	88
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-22	-22	-39	-46	-79

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	29	42	41	48	56
당기순이익	27	29	46	51	59
비현금성 비용 및 수익	16	21	3	0	0
유형자산감가상각비	5	5	7	8	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-5	2	-5	-5	-5
매출채권등의 감소	-6	0	-10	-3	-3
재고자산의 감소	0	0	-5	-3	-3
매입채무등의 증가	-1	1	2	1	1
기타 영업현금흐름	-9	-10	-3	2	2
투자활동 현금흐름	-31	-58	-38	-41	-22
유형자산의 증가(CAPEX)	-30	-58	-40	-40	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-13	0	-2	-1	-1
기타	12	0	4	0	-1
재무활동 현금흐름	-5	16	14	-1	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-5	16	14	-1	-2
기타 및 조정	0	0	1	0	1
현금의 증가	-7	0	18	6	33
기초현금	28	22	21	39	45
기말현금	21	21	39	45	78

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

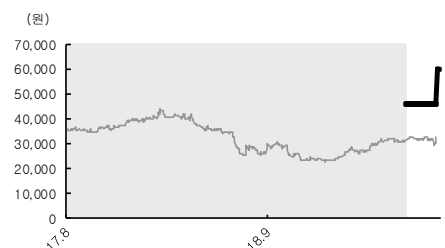
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.08.09~2019.08.09)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	88
중립	18	12
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

에이스침대	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.06.11	매수	46,000	-31.12	-28.70					
	2019.08.12	매수	60,000							