거원시스템 (056000.KQ)

BUY (New Coverage)

Analyst : 최용호
02)768-7476
yonggri@ifLG.com

발행일	2003년 10월 7일
업종	소프트웨어
주가 ('03/10/6)	19,100원
6개월 목표주가	26,000원
KOSPI	723.13
KOSDAQ	46.54
시가총액(보통주)	1,020억원
발행주식수(보통주)	5,340천주
액면가	500원
20일 평균거래량	216,443주
20일 평균주가	18,395원
52주 최고가('03/07/24)	26,500원
최저가('03/07/11)	13,000원
배당수익률(2002)	0.0%
유동주식비율	31.8%
외국인지분율	0.0%
주요주주	
박남규외 특수관계인	68.2%
SK텔레콤	6.3%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	46.9	-	-
상대수익률	43.1	-	-

*코스닥시장 등록일 2003년 7월 11일

빠르게 성장하는 MP3P, 무선인터넷 분야의 새로운 리더 !

■ 목표주가 26,000원으로 현 주가대비 36% 상승여력…'매수'의견 제시

동사의 목표주가 산정에는 2004년도 소프트웨어 업종 PER 15배와 동사의 내년도 EPS 1,734원을 적용하였다. 이것은 고성장세에 놓여 있는 무선인터넷 분야에서 SK텔레콤으로의 MCP(Main Contents Provider) 역할을 수행하고 있고, MP3P 부문에서도 소비자/전문가들의 평가가 만족스럽고 연구개발과 마케팅에 주력하고 있다는 점을 감안하면 소프트웨어 업종의 PER을 6개월 목표 PER로 산정하는 것이 큰 무리는 없다고 판단된다.

■ 내년도 매출액 성장률 40.5%, 영업이익률 24% 유지할 전망

MP3P의 신제품 출시 및 기존 제품의 안정적인 성장과 함께 최근 급격히 서비스 규모가 확대되고 있는 무선인터넷 분야에서의 매출 증가로 인해 내년도 매출액은 40.5% 증가한 431.9억원으로 예상되며, 향후 3년간 연평균 외형 성장률은 28.4%에 이를 것으로 예상된다. 마진 높은 무선인터넷부문의 매출 증가로 향후 3년간 영업이익률은 24%대를 유지할 것으로 기대되고 3년간 연평균 EPS 성장률은 20.4%에 달할 전망이다. 이것은 소프트웨어업종의 내년도 영업이익률이 14.6%, 자기자본수익률(ROE)가 9.1%인 반면 동사는 각각 24.1%, 32.1%로 예상된다는 점에서 동사의 이익률, 매출액 성장률은 업계 최고 수준을 유지하고 있다고 판단된다.

■ MP3P와 무선인터넷 부문의 외형 및 수익 성장세 당분간 지속될 전망

향후 5년동안 MP3P의 세계시장은 연평균 24%의 성장이 예상되고 있으며, 대용량 제품을 비롯한 신제품 출시가 새로운 성장 싸이클을 이어갈 것으로 예상된다. SK텔레콤으로의 MCP 사업자 역할과 June 서비스에서의 시장점유율, 빠르게 성장하는 벨소리, 통화연결음 시장의 상황을 고려한다면 무선인터넷 부문은 당분간 동사의 주 수익원으로 자리잡을 전망이다.

결산기-12 월	매출액 (억원)	증감률 (%)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)	순차입금 (억원)
2001	84.5	122.3	20.1	17.9	588	37.6	32.5	9.0	44.9	31.6	17.2	-6.3
2002	168.1	98.8	31.7	35.8	853	45.1	22.4	9.6	28.5	42.6	17.0	-15.8
2003E	307.4	82.8	72.1	63.4	1,335	56.5	14.3	4.9	10.8	37.0	8.6	-99.2
2004F	431.9	40.5	103.9	92.6	1,734	29.9	11.0	3.7	7.1	32.6	9.2	-139.3
2005F	529.6	22.6	128.8	108.7	2,035	17.3	9.4	2.8	5.3	28.5	8.4	-195.7

자료) LG 투자증권 추정

Compliance Notice
- 당사는 10월 6일 현재 『거원시스템』 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 10월 6일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료의 요약본을 10월 7일 당사 리서치센타 홈페이지(www.iflg.com)에 공표한 바 있습니다.

VALUATION

수익성, SW업계 최고 수준을 유지할 전망

두개의 성장엔진을 발판으로 한 외형 및 수익 신장세 유지 전망

동사는 MP3P의 안정적인 매출 성장과 최근 급격히 서비스 규모가 확대되고 있는 무선인터넷 분야에서의 매출 증가로 인해 내년도 예상 매출액은 2003년(E)대비 40.5% 증가한 431.9억원, 향후 3년간 연평균 성장률(CAGR)은 28.4%에 이를 것으로 예상된다. 또한 3년간 영업이익률은 24%대를 유지되고 3년간 EPS CAGR은 20.9%에 달할 전망이다. 이것은 당 리서치에서 커버리지(Coverage)에 포함시키고 있는 소프트웨어(SW)업종의 내년도 추정 영업이익률이 14.6%, 자기자본수익률(ROE)가 9.1%인 반면 동사는 각각 24.1%, 32.6%로 예상된다는 점에서 동사의 이익률, 매출액 성장률은 업계 최고 수준을 유지하고 있다고 판단된다.

내년도 SW업종 추정PER 15배 적용시 향후 목표주가는 26,000원으로 평가

동사의 6개월 목표주가는 26,000원으로 평가되며, 현 주가대비 36%의 상승 여력이 있어 투자의견 '매수(BUY)'를 신규로 제시한다. 동사의 목표주가를 산정하는데 있어서는 기업/업종간 상대가치를 평가하는 PER을 사용하였다. 무선인터넷 부문의 월별 매출액이 11억원 수준에 이르는 동사의 내년도 추정EPS는 1,734원이며, 목표주가 산정시 적용한 PER은 소프트웨어 업종의 2004년도 추정PER 15배 수준이다.

MP3P의 가치를 비교산정할 수 있는 코스닥/거래소의 전자부품/IT업종의 내년도 PER은 9배 수준이지만 동사가 연구개발, 마케팅에 주력하고 있어 H/W 제품을 생산하는 업체들과의 비교가 곤란하고 이에 따른 기술력, 영업이익률, 연평균 매출액의 성장률을 감안한다면 프리미엄 부여가 가능한 상황이라고 판단된다. 반면 무선 인터넷 업체들의 PER은 현재 20배를 넘어서고 있지만 이들의 성장성과 수익성을 감안할 때 이를 그대로 적용하는 것은 다소 무리가 있다고 판단된다. 휴대폰 보급 등 인프라의 발달로 고성장세에 놓여 있는 무선인터넷 분야에서 동사는 SK텔레콤으로의 MCP(Master Contents Provider) 역할을 수행하고 있고, MP3P 시장에서도 우수한 개발 능력을 통해 소비자/전문가들의 평가가 매우 만족스러운 수준이란 점을 반영한다면 소프트웨어 업종의 내년도 PER 15배를 6개월 목표 PER로 산정하는 것은 큰 무리가 없다는 판단이다.

거원시스템 Valuation 산정을 위한 주요 data

	거원시스템		소프트웨어 업종	
	2003(E)	2004(E)	2003(E)	2004(E)
매출증가율(%)	82.8	40.5	10.8	21.4
영업이익률(%)	23.5	24.1	11.7	14.6
ROE(%)	36.7	32.1	6.6	8.8
ROIC(%)	63.8	66.8	8.5	11.5
부채비율	8.6	9.2	16.8	17.5
PER	14.3	11.0	20.1	14.9
PEG	0.7	0.7	0.7	0.5

자료 : LG투자증권 리서치센터

기업개요

MP3 전문 개발업체에서 무선인터넷 MCP 업체로 사업영역을 확대 중

95년에 설립된 MP3P 전문 개발업체

1995년 설립된 동사는 설립 초기 음성합성 소프트웨어를 개발하였으며, 97년 디지털 오디오/비디오 재생플레이어인 '제트오디오' 를 발표함으로써 시장에 알려지기 시작했다. 동사의 성장기는 MP3P, 무선인터넷의 사업이 시작된 99년도인데, 지난 해 말을 기준으로 MP3 플레이어와 무선인터넷의 매출비중은 각각 66%, 25%를 차지하는 주력사업으로 자리잡았다. 이후 일부 창투사와 SK텔레콤의 투자 유치를 통한 자금조달로 인해 본격적인 연구개발과 마케팅이 실시되고 있으며, 미국에 현지법인 JetAudio, Inc.를 설립하고 아바타 채팅 게임인 파티파티(www.partyparty.co.kr) 사업이 진행 중에 있다.

MP3P 소비자평가 세계 1위 유지

MP3 플레이어 시장은 국내 업체인 레인콤, 현원, 디지탈웨이, 그리고 동사 등 중소기업, 삼성전자, LG전자 등 일부 대기업, 그리고 일본 등 외산 제품이 치열한 경쟁을 벌이고 있다. 최근에는 저가격을 경쟁력으로 한 중국산 제품이 시장에서 빠르게 확산되고 있어 MP3 플레이어 시장은 고음질, 화려한 디자인을 바탕으로 한 고가제품, 그리고 일부 고급 기능을 제외한 보급형의 중저가 제품으로 구분되는 양상이다. 동사의 제품은 미국의 포탈 사이트인 아마존 닷컴(www.amazon.com)의 MP3 플레이어 소비자 평가에서 1위를 차지하는 등 음질과 디자인 측면에서 높은 점수를 받고 있다. 이렇게 소비자 신뢰가 단기간에 확보될 수 있었던 이유로는 '제트오디오' 라는 오디오/비디오 재생 플레이어 개발에 대한 기술력과 이에 따른 높은 인지도가 있었기 때문으로 풀이된다.

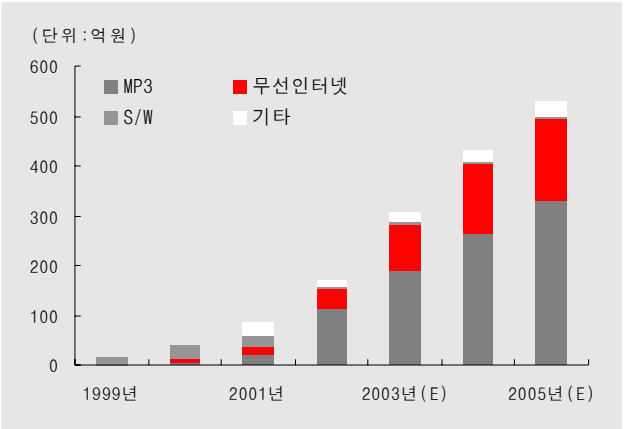
SK텔레콤으로의 안정적인 무선인터넷 사업 영위

무선인터넷 분야는 현재 SK텔레콤의 멀티미디어 서비스인 준(June)의 컨텐츠 중 30%를 공급하는 등 빠르게 성장하고 있다. MP3P가 후발주자로 나서서 성공한 반면 무선인터넷 분야는 서비스 초창기 SK텔레콤과 주주 관계를 확보하는 등 적극적인 활동을 통해 SK텔레콤의 CP 사업에 적극적으로 진출하고 있다. 기존 CP사업자들이 제공한 컨텐츠들에 대한 기획, 관리에서 최근에는 LG텔레콤, KTF로의 통화연결음 서비스를 제공하는 등 그 사업 분야가 넓어지는 추세이다.

유통물량은 42.1%로 약 224.8 만주

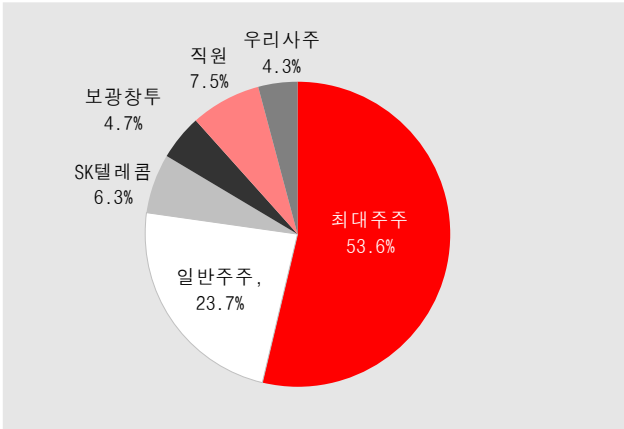
대표이사 박남규씨를 비롯한 LG전자 출신과 서울대 제어계측과 졸업생을 주축으로 경영진이 구성되어 있으며, 전체 인원 105명 중 MP3, 무선인터넷 분야 연구 인력이 63명을 차지하고 있다. 주요 주주로는 대표이사를 비롯한 최대주주 53.6%, SK텔레콤 6.3%, 보광창투 4.7%로 구성되어 있으며, 1년간 보호예수 물량을 제외한 42.1%(약 224.8만주)가 현재 유통가능한 주식으로 추정된다.

부문별 주요 영업지표 추이 및 전망



자료 : LG투자증권 리서치센터

주요주주의 주식분포



자료 : LG투자증권 리서치센터

2007년까지 연평균 24%의 고성장 예상되는 MP3P 시장

성장기로 접어드는 MP3P 시장.

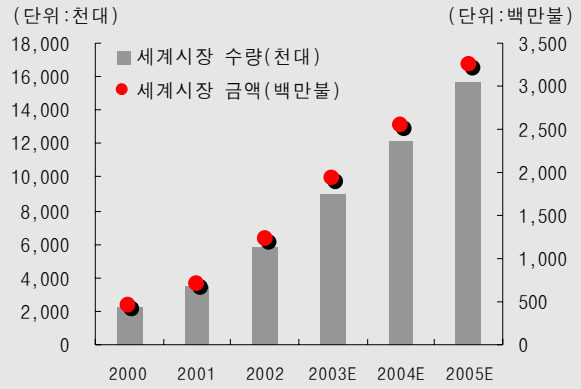
최근 일부 언론에서는 세계적인 시장조사 기관인 IDC의 자료를 인용해 세계 MP3P 시장의 고속 성장이 적어도 5년간 지속될 것으로 예상했고, 2007년까지 연평균 24%씩 성장이 가능할 것으로 보도하고 있다. 이렇게 MP3시장이 제품의 라이프 싸이클 상 도입기를 지나 성장기에 들어섰다고 볼 수 있는 근거로는 크게 3가지를 들 수 있다. 온라인 유/무료 음악 다운로드 서비스를 가능하게 할 수 있는 ① 초고속 인터넷과 PC보급이 증가하고 있다는 점, MP3P의 가장 큰 제조원가를 차지하는 ② 플래시 메모리의 단가가 점차 하락하고 있고 다양한 디자인과 품질이 유지되고 있다는 점에서 MP3 개발업체들의 R&D 비용을 어느 정도 보존해 줄 수 있다는 점, 그리고 ③ 라디오 청취, 음성 녹음, 휴대용 저장장치로의 이용 등 사용자의 편의성이 높아지고 있다는 점을 들 수 있겠다.

틈새시장을 공략하는 2가지 신규 아이템

최근 들어 MP3 기기들의 동향으로는 노(No)메모리, 대용량화를 들 수 있다. 노메모리 제품은 MP3 제품 중 높은 원가를 차지하는 메모리를 없애고 USB저장장치, 메모리카드등 휴대형 메모리 장치를 이용해 재생하는 제품이다. 이러한 제품은 기존 제품가격이 10~20만원대인 것에 비해 5만원대 수준이란 점을 감안하면 가격 경쟁력이 높은 만큼 새로이 틈새시장을 형성할 수 있을 것으로 보여진다.

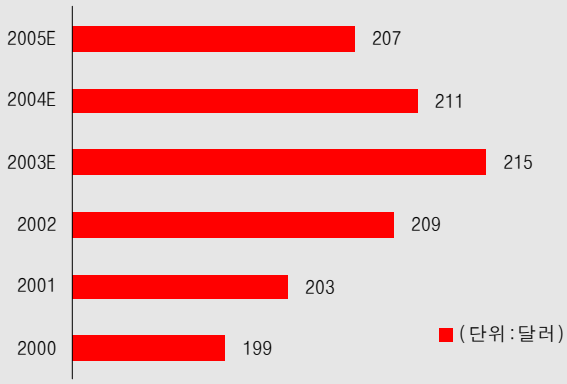
둘째로는 대용량화이다. 애플코리아, 레인콤이 최근 10~20GB급 제품을 출시한데 이어 동사를 비롯한 중소업체들도 기가급 제품의 출시를 서두르고 있는 상황이다. 20GB는 일반 가요를 6,000곡 정도를 저장할 수 있는 용량이다. 수천곡을 입력했을 경우 이를 분류하고 선곡하는 것에는 많은 시간이 필요한 불편함이 있을 수 있지만 이것은 다른 파일(MP3,JPG, 동영상 파일을 비롯해 각종 일반 문서파일 등)을 저장해 이용할 수 있다는 점에서 저장 장치라는 새로운 기능을 수행할 것으로 예상된다. 그러나 이 제품은 메모리 용량이 큰 만큼 가격도 40만원대를 넘어 서고 있다는 점에서 주력 시장으로서 자리를 잡는다기 보다는 하나의 틈새시장을 형성할 가능성이 높다고 판단된다.

MP3 Player 세계시장 전망



자료 : 거원시스템 IR Book

MP3 Player 판매단가 추이 및 전망



자료 : LG투자증권 리서치센터

신규 MP3 Player의 출시에 따른 성장모멘텀 이어질 듯

올해 MP3 매출액 전년대비 67% 성장 전망

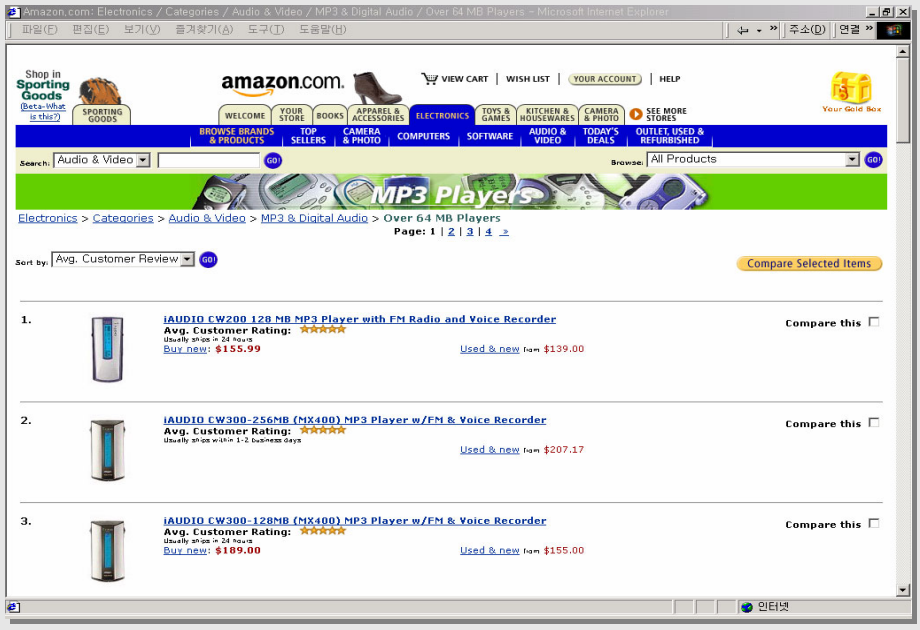
동사의 올해 MP3P 부문 매출액은 전년대비 67.4% 증가한 187.5억원으로 전망된다. 이는 국내 MP3 플레이어 시장이 올해 80~100만대에 이르고 세계적으로도 24%의 높은 성장세를 나타낼 것이란 긍정적인 시각과 동사의 제품기술력, 신제품 출시에 따른 기대감 등을 반영한 것이다. 4분기에 출시될 256MB, 512MB급 신제품이 내년 하반기에는 주력 제품으로 자리잡을 것으로 예상되며, 대용량 HDD를 내장한 MP3P등의 매출 가세에 따라 월별 매출액은 11월 이후부터 월 20억원의 매출이 가능해 내년도 매출액은 올해 대비 40% 증가한 262.5억원의 달성이 기대된다.

동사의 향후 MP3P 성장 모멘텀은 일단 대용량 제품을 비롯한 신규 제품에서 찾을 수 있을 전망이다. 주력 제품이던 128MB급 제품에서 256MB, 512MB급 HDD를 내장한 제품과 20GB급의 대용량 제품이 금명간 출시될 예정이다. 대용량 제품은 최근 MP3P에서 나타나고 있는 틈새시장을 공략한다는 점에서, 256MB, 512MB 제품은 적정 수준의 가격에서 세련된 디자인과 더욱 많은 곡을 저장할 수 있다는 점에서 소비자들에게 어필할 것으로 예상된다. 동사의 월별 매출액 추이를 살펴보면, CW100, CW200등 신제품이 출시된 이후 월별 매출액이 꾸준히 증가하는 양상을 나타냈는데, 이는 동사의 제품이 시장에서 높은 소비자 선호도를 나타내고 있음을 반증시켜 주는 것으로 풀이된다. 이번 4분기에 출시될 신제품이 최근 경쟁업체들의 매출과 시장의 제품 싸이클을 감안할 때 동사의 월별 매출액을 성장시켜 줄 중요한 요인으로 자리잡을 전망이다.

일부 사이트에선 소비자 / 전문가 평가부문 1위로 소개하고 있어

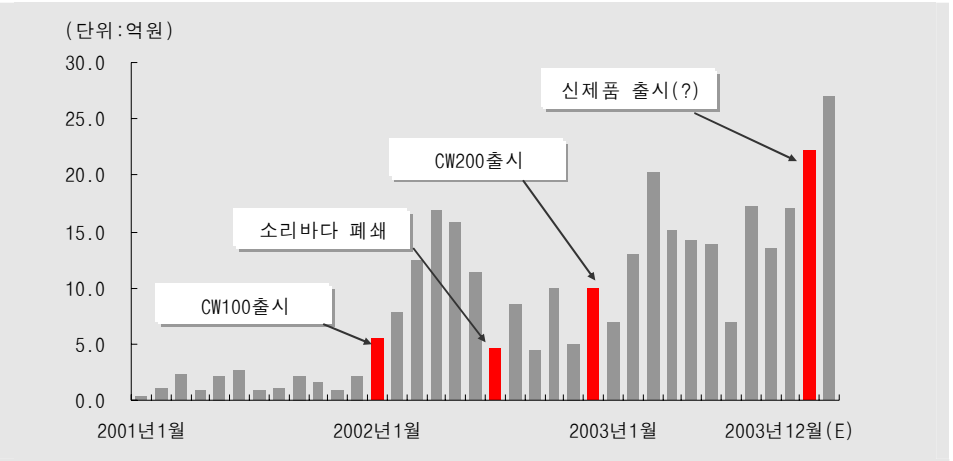
MP3의 기술력을 평가하기 위한 가장 초보적인 수단은 아무래도 사용하고 있는 소비자/전문가 집단의 평가라고 판단된다. 세계적인 전자상거래 쇼핑몰인 아마존닷컴(www.amazon.com)에서는 동사의 iAUDIO 제품이 소비자 평가 1위를 차지하고 있으며, IT전문 평가단 CNet 리뷰에서도 전문가 평가부문 1위를 차지하는 것으로 나타나고 있어 동사의 제품에 대한 선호도는 매우 높다고 평가된다.

iAUDIO에 대한 소비자평가 순위



자료 : www.amazon.com

MP3 부문의 월별 매출추이 및 전망



자료 : LG투자증권 리서치센터

생각해 봐야 할 3가지 질문

Q1. 대기업 진입시 살아 남을 수 있나?

대기업은 이미 MP3 시장에 진입해 있는 상황이다. 일본의 SONY는 MP3파일을 읽고 들을 수 있는 CDP(Compact Disk Player)를 매년 10개 정도 신모델로 출시 중에 있다. MP3P의 시장은 특성상 표준화된 모델을 대량 생산하는 구도가 아닌 다양한 소비자 니즈를 충족시켜 줄 수 있는 다품종 소량 생산이란 점을 들 수 있다. 이러한 생산구도는 대기업보다는 중소형 기업에 적합한 구조인 만큼 대기업의 진입이 용이한 상황은 아니라고 판단된다.

Q2. 음악을 대폭 지원하는 핸드폰의 출현으로 시장이 줄어 든다 ?

MP3는 제품의 특성상 MP3P의 성능뿐만이 아니라 PC, 통신망등 인프라 구축이 필수적인 상황이다. 또한 소프트웨어의 기술력과 소비자의 니즈를 얼마나 빠르게 제품에 반영시키는가가 동 산업내에서 성공할 수 있는 중요한 요인으로 평가받는다.

핸드폰이 MP3P 기능에 많은 제약을 받을 수 밖에 없는 2가지 이유로는 첫째, 배터리 문제를 들 수 있다. 핸드폰은 통신에 필요한 기본적인 전력 소모량 이외에 음악을 청취하기 위한 전력을 추가적으로 필요로 한다. 현재 음악 청취기능(MOD)이 잘 갖춰진 모델로는 SK텔레텍의 IM6100, 삼성전자의 M400을 들 수 있다. 그러나 이러한 제품들도 최장 음악 청취 시간이 핸드폰 통화를 병행할 경우 2~4시간에 불과한 것에 비해 MP3P는 기본적으로 20시간 이상의 청취가 가능해 일반 핸드폰과는 확실히 차별화가 되고 있다. 둘째로는 메모리 칩의 한계를 들 수 있다. 현재 MP3P는 현재 128메가바이트 제품을 주력으로 하지만 최근 20GB급 대용량 제품이 출시되고 있다. 20GB 제품의 경우 약 6,000곡 저장이 가능하지만 핸드폰의 경우에는 10곡 미만인 상황이어서 제품 가격의 변동 없이 수록 메모리를 확장시키기에는 현실적으로 불가능하다. 결국 MP3P 기능이 일부 포함된 핸드폰은 MP3P를 대체할 만한 상품이 아니라 다양화된 제품 중 하나라는 점이다. 또한 최근 핸드폰의 개발 방향이 카메라, 캠코더에 집중되고 있다는 점에서 MP3P 시장을 잠식할 만한 요인으로는 판단되지 않는다.

Q3. 저가의 중국업체들 진입으로 국내업체들 고사 ?

국내 제품이 기능이나 성능 면에서 우수해 비싼 가격에도 불구하고 중국 제품을 압도하고 있지만 세계 시장을 겨냥한 중국 제품들의 품질이 빠르게 개선되고 있다는 점에서 가격 경쟁력의 확보는 꼭 필요하다고 판단된다. 또한 중국시장이 북미시장에 이어 세계 최대시장으로 부상하고 있어 국내업체들은 중국으로의 생산거점을 이전하고 현지 생산비중을 높여가는 추세이다. 국내 시장점유율 1위를 차지하고 있는 레인콤은 전 제품을 중국에서 생산하고 있고 디지털웨이, 현원도 고가제품은 국내에서 생산하고 중저가 제품은 중국에서 생산한 제품을 판매하는 이원화 정책을 채택하고 있는 추세이다. 결론적으로 중국업체들의 시장진입은 향후 우려될 수 있는 요인이지만 현재로서는 디자인, 고기능을 탑재한 제품 개발과 해외생산을 통한 원가절감으로 대응하고 있다는 점에서 일단 긍정적으로 받아들여 진다.

새로운 성장모멘텀 '무선인터넷'

SK텔레콤의 MCP 역할을 수행 중

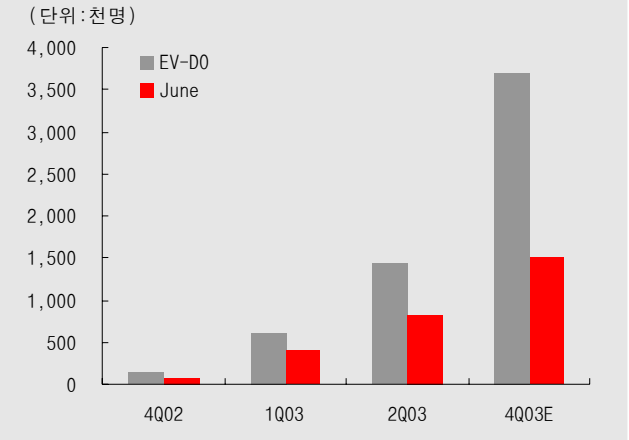
동사는 SK텔레콤이 추진하고 있는 무선인터넷 기반의 MOD(Music On Demand) 및 VOD(Video On Demand)사업의 파트너로서 무선인터넷 프리미엄 서비스에서 MCP(Master Contents Provider)의 역할을 수행 중에 있다. 동사의 역할이 다른 MCP와 다른 점이 있다면 기존 CP들의 컨텐츠를 단순히 모집하는 것이 아니라 기획하고 포멧팅을 구성한다는 것에 그 차이를 들 수 있다. 그러나 이것이 다른 업체들과의 큰 차별화된 서비스로 매출액, 이익률에 큰 영향을 미칠만한 사안은 아니라고 판단된다. 또한 무선인터넷과 관련된 SI(System Integration)사업 부문의 인력이 철수한 상황이어서 올해 하반기부터는 컨텐츠 매출이 절대적인 비중을 차지할 전망이다.

June서비스에 가장 많은 컨텐츠를 납품하고 있어

무선인터넷 부문에서 가장 큰 매출은 SK텔레콤의 June서비스[1] 를 들 수 있고 이는 관련 매출액의 65%를 차지하고 있다. SK텔레콤에서는 이 June 서비스의 가입자를 년말까지 150만명으로 목표하는 등 공격적인 마케팅을 펼치고 있어 올해 들어 가입자 증가가 가장 빠르게 나타나고 있는 상황이다. 동사는 June 서비스에 제공되는 컨텐츠의 약 30%를 제공함으로써 와이더덴닷컴 등 컨텐츠 제공업체 10여개사 중 점유율 1위를 차지하고 있다. 주력 제공 컨텐츠로는 전화가 오면 원곡과 가수의 목소리가 나오는 라이브 벨, 라이브 스크린, MOD등이 차지하고 있는데 라이브 벨 서비스는 원음에 대한 독점권을 140여개의 기획사들과 계약을 체결해 놓고 있어 일부 업체들과 비교해 경쟁 우위에 있는 상황이다.

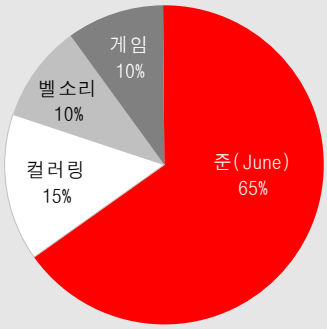
그밖에 동사는 SK텔레콤의 '컬러링' 서비스에 이어 지난 7월부터 LG텔레콤 '필링' 서비스, KTF '투링' 서비스를 개시함으로써 이동통신 3사의 통화 연결음 서비스를 제공하고 있다. 현재 마케팅 정책상 MP3P인 iAUDIO 제품에 대한 광고시 컬러링 서비스에 대한 마케팅을 병행할 수 있다는 점에서 상승 효과를 기대할 수 있는 상황이다.

June/EV-DO 가입자 추이



자료: SK텔레콤

무선인터넷 매출의 부문별 비중



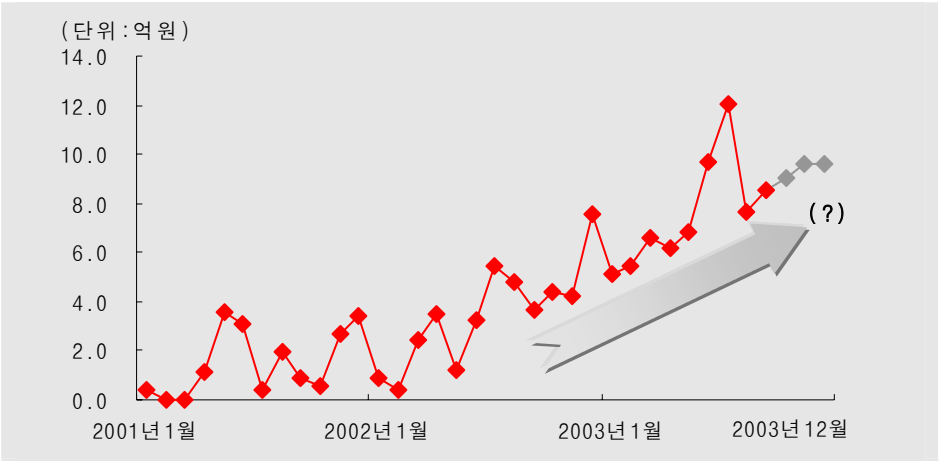
자료: LG투자증권 리서치센터

[1] 영화, 뮤직, 게임, 방송과 같은 엔터테인먼트, 금융, 실시간 뉴스, 각종 정보 서비스까지 모바일 멀티미디어 서비스를 제공하는 SK Telecom의 프리미엄 서비스 브랜드

무선인터넷 부문 올해 130% 외형성장 기대

과거 무선인터넷 서비스가 본격화된 이후 동사가 제시한 2001년 1월이후의 월별 매출액을 살펴보면 꾸준히 상승하고 있는 추세이다. 최근에는 LG텔레콤, KTF로의 통화연결음 서비스가 추가됨으로써 올 연말까지는 월평균 9.5억원대의 매출달성이 가능할 것으로 판단된다. 광고비, 인건비등 변동비를 커버하면 대부분의 매출액이 이익으로 인식된다는 점에서 동사의 동 부문에서의 순이익률은 27%에 이를 전망이다. 따라서 무선인터넷 부문의 올해 매출액은 전년대비 130% 증가한 96.4억원에 이를 것으로 추정되며, 내년에도 45% 증가한 139.8억원 매출로서 월평균 11.6억원의 매출 달성이 가능할 것으로 기대된다.

무선인터넷 부문의 월별매출 추이 및 전망



자료 : LG투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2001/12A	2002/12A	2003/12E	2004/12F	2005/12F
US GAAP					
매출액	**84.5**	**168.1**	**307.4**	**431.9**	**529.6**
증가율 (%)	122.3	98.8	82.8	40.5	22.6
제품매출비중 (%)	90.7	98.0	98.0	98.0	98.0
수출비중 (%)	24.5	29.8	29.8	29.8	29.8
매출원가 (A)	**-46.9**	**-106.2**	**-191.5**	**-266.3**	**-324.4**
제품매출원가	-46.9	-105.2	-204.7	-284.6	-346.7
재료비	-34.6	-85.8	-153.4	-212.4	-258.5
노무비	-3.8	-5.4	-9.8	-13.8	-16.9
경비 (A)	-10.2	-22.4	-41.5	-58.4	-71.2
매출총이익 (A)	**37.7**	**61.9**	**115.9**	**165.6**	**205.2**
Gross 마진 (%)	44.6	36.8	37.7	38.3	38.7
증가율 (%)	94.3	64.2	87.2	43.0	23.9
판매비와 일반관리비 (A)	-15.1	-26.6	-30.4	-41.0	-48.3
EBITDA	**22.6**	**35.2**	**85.5**	**124.6**	**156.8**
EBITDA 마진 (%)	26.7	21.0	27.8	28.8	29.6
증가율 (%)	57.3	56.0	142.5	45.8	25.9
감가상각비 & 무형/이연자산상각비	-2.5	-3.6	-13.4	-20.7	-28.1
유형자산 감가상각비	-2.5	-2.9	-4.7	-6.5	-8.3
무형/이연자산 상각비	0.0	-0.7	-8.7	-14.2	-19.7
EBIT	**20.1**	**31.7**	**72.1**	**103.9**	**128.8**
EBIT 마진 (%)	23.7	18.8	23.5	24.1	24.3
증가율 (%)	55.4	57.9	127.7	44.1	24.0
순이자수익/(비용)	0.8	0.4	2.5	5.0	7.1
이자수입	0.8	0.4	2.5	5.1	7.1
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외및 특별이익 (손실)	-0.1	-0.6	0.0	0.0	0.0
외화관련이익/(손실)(A)	-0.1	-1.4	0.0	0.0	0.0
지분법이익 (손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분이익/(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
세전순이익	**20.8**	**31.4**	**74.6**	**108.9**	**135.8**
법인세	2.9	-4.4	11.2	16.3	27.2
순이익	**17.9**	**35.8**	**63.4**	**92.6**	**108.7**
Net 마진 (%)	21.2	21.3	20.6	21.4	20.5
증가율 (%)	45.2	100.2	77.0	46.1	17.4
LG 순이익	**17.9**	**35.8**	**63.4**	**92.6**	**108.7**
LG Net 마진 (%)	21.2	21.3	20.6	21.4	20.5
증가율 (%)	45.2	100.2	77.0	46.1	17.4
판관비중	18.2%	16.5%	12.9%	13.0%	13.1%
Korean GAAP					
매출액	84.5	168.1	307.4	431.9	529.6
매출원가 (B)	-49.1	-108.8	-195.6	-271.9	-331.6
매출총이익 (B)	**35.5**	**59.4**	**111.8**	**160.0**	**198.0**
Gross 마진 (%)	42.0	35.3	36.4	37.1	37.4
증가율 (%)	96.3	67.3	88.4	43.1	23.7
판매비와 일반관리비 (B)	-15.4	-27.7	-39.7	-56.2	-69.2
영업이익	**20.1**	**31.7**	**72.1**	**103.9**	**128.8**
Operating 마진 (%)	23.7	18.8	23.5	24.1	24.3
증가율 (%)	55.4	57.9	127.7	44.1	24.0
경상이익	20.8	31.4	74.6	108.9	135.8
법인세	2.9	-4.4	11.2	16.3	27.2
순이익	**17.9**	**35.8**	**63.4**	**92.6**	**108.7**
순이익 (지분법제외)	17.9	35.8	63.4	92.6	108.7
순이익 (우선주배당금제외)	17.9	35.8	63.4	92.6	108.7
배당금	**0.0**	**0.0**	**4.0**	**4.0**	**4.0**

대차대조표

(억원)	2001/12A	2002/12A	2003/12E	2004/12F	2005/12F
현금등가물및 단기금융상품	6.3	15.8	99.5	139.8	196.6
유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	29.6	23.9	33.8	47.5	63.6
재고자산	7.2	16.5	28.8	40.5	52.4
유동자산	**44.0**	**58.6**	**166.4**	**233.8**	**320.0**
증가율 (%)	*23.3*	*33.1*	*184.0*	*40.5*	*36.9*
Current asset turnover (X)	*1.9*	*2.9*	*1.8*	*1.8*	*1.7*
유형자산	3.1	3.4	4.7	6.5	8.3
설비투자	3.6	3.2	5.9	8.3	10.2
고정자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
감가상각비	2.5	2.9	4.7	6.5	8.3
투자자산	28.5	39.3	55.6	66.9	74.4
무형고정자산	1.6	18.5	33.8	51.7	66.8
이연자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	33.2	61.2	94.1	125.0	149.6
증가율 (%)	*126.6*	*84.3*	*53.7*	*32.8*	*19.7*
Fixed asset turnover (X)	*2.5*	*2.7*	*3.3*	*3.5*	*3.5*
자산총계	**77.2**	**119.8**	**260.5**	**358.8**	**469.6**
증가율 (%)	*53.4*	*55.1*	*117.4*	*37.7*	*30.9*
Total asset turnover (X)	*1.1*	*1.4*	*1.2*	*1.2*	*1.1*
단기성부채	0.0	0.0	0.3	0.5	1.0
단기차입금	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.2	0.0	0.5
매입채무	6.6	0.9	0.9	1.3	1.6
기타유동부채	4.4	15.4	17.1	25.7	29.9
유동부채	**11.0**	**16.3**	**18.3**	**27.5**	**32.5**
증가율 (%)	*441.6*	*49.1*	*11.9*	*50.7*	*18.0*
Current liability turnover (X)	*7.7*	*10.3*	*16.8*	*15.7*	*16.3*
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기성충당금	0.4	1.0	1.9	2.6	2.9
기타고정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무리스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	**0.4**	**1.0**	**2.3**	**2.7**	**3.9**
증가율 (%)	*-63.9*	*155.8*	*119.1*	*20.5*	*44.5*
Long-term liability turnover (X)	*209.7*	*163.0*	*136.1*	*158.7*	*134.6*
부채총계	**11.4**	**17.4**	**20.5**	**30.3**	**36.4**
증가율 (%)	*261.9*	*52.9*	*18.2*	*47.4*	*20.4*
Total liability turnover (X)	*7.4*	*9.7*	*15.0*	*14.3*	*14.5*
자본금	15.2	21.0	26.7	26.7	26.7
자본잉여금	14.8	8.9	77.3	77.3	77.3
주식발행초과금	14.8	8.9	77.3	77.3	77.3
재평가적립금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	35.1	70.9	134.3	222.8	327.5
자본조정	0.8	1.6	1.6	1.6	1.6
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**65.9**	**102.4**	**239.9**	**328.5**	**433.2**
증가율 (%)	*39.5*	*55.5*	*134.2*	*36.9*	*31.9*
Shareholder's equity turnover (X)	*1.3*	*1.6*	*1.3*	*1.3*	*1.2*
Capital Employed	**66.3**	**103.5**	**242.2**	**331.2**	**437.1**

현금흐름표

(억원)	2001/12A	2002/12A	2003/12E	2004/12F	2005/12F
당기순이익	**17.9**	**35.8**	**63.4**	**92.6**	**108.7**
+ 감가상각비	2.5	3.6	13.4	20.7	28.1
유형자산 감가상각비	2.5	2.9	4.7	6.5	8.3
무형고정자산 상각비	0.0	0.7	8.7	14.2	19.7
이연자산 상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 퇴직급여충당금	1.2	1.9	3.5	4.9	6.0
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 고정자산매각손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+/- 기타 비영업활동 비용/수익 가감	0.9	3.1	0.0	0.0	0.0
+ 투자유가증권평가손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 유가증권 평가/매각 손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 전기손익수정손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+/- 기타	0.9	3.1	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	**22.5**	**44.5**	**80.2**	**118.2**	**142.8**
- 고정자산의 증가 (설비투자)	**-3.6**	**-3.2**	**-5.9**	**-8.3**	**-10.2**
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	**-18.8**	**-10.1**	**-22.2**	**-25.0**	**-27.7**
- 매출채권의 증가 (+ 감소)	-21.3	3.4	-9.9	-13.7	-16.1
- 재고자산의 증가 (+ 감소)	-5.3	-9.3	-12.3	-11.7	-11.9
+ 매입채무의 증가 (- 감소)	6.6	-5.6	0.0	0.4	0.3
+/- 기타 운전자본	1.2	1.5	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	**0.2**	**31.2**	**52.1**	**84.9**	**104.9**
+ 유형고정자산의 매각	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-15.9	-10.8	0.0	0.0	0.0
- 기타고정자산의 증가 (+ 감소)	-1.6	-16.9	-15.3	-17.8	-15.2
+ 기타부채의 증가 (- 감소)	2.4	11.0	1.7	8.6	4.2
Net Cash Flow	**-15.0**	**14.5**	**38.5**	**75.8**	**93.9**
재무활동에 의한 현금흐름	**-12.3**	**0.0**	**74.4**	**-3.8**	**-3.5**
자기자본 증감	-12.3	0.0	74.1	-4.0	-4.0
+ 납입자본금	0.0	5.8	5.7	0.0	0.0
+ 주식발행초과금	0.0	-5.8	68.4	0.0	0.0
+ 자기주식의 처분 (- 취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- 배당금	-12.3	0.0	0.0	-4.0	-4.0
부채 증감	0.0	0.0	0.3	0.2	0.5
+ 단기차입금의 증가 (- 감소)	0.0	0.0	0.1	0.4	0.0
+ 유동성장기부채의 증가 (- 감소)	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.5
+ 사채의 증가 (- 감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 장기차입금의 증가 (- 감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+/- 기타항목조정	9.8	-4.9	-29.2	-31.7	-33.5
현금 & 유가증권 증가 (- 감소)	-17.5	9.5	83.6	40.3	56.9
기말 현금,예금 & 유가증권	**6.3**	**15.8**	**99.5**	**139.8**	**196.6**
순부채의 증가 (- 감소)	17.5	-9.5	-83.4	-40.1	-56.4
기말 순부채 (순현금)	**-6.3**	**-15.8**	**-99.2**	**-139.3**	**-195.7**

VALUATION (I)

(억원)	2001/12A	2002/12A	2003/12E	2004/12F	2005/12F
가중평균 자본비용 (WACC) (%)					
부채비용 (COD)	**0.0**	**0.0**	**3.7**	**3.7**	**3.7**
평균부채비용	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
조정 (세금등)	0.0	0.0	-1.4	-1.4	-1.4
자기자본비용 (COE)	**9.2**	**9.3**	**8.1**	**9.0**	**9.1**
무위험수익율	5.7	5.8	4.6	5.5	5.6
주식리스크 Premium	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
WACC	**3.1**	**3.1**	**5.1**	**5.4**	**5.5**
전년대비 변동율 (%p)	-0.9	0.0	2.0	0.3	0.0
원/달러 환율변동	3.9	-9.7	-5.6	-6.3	-4.8
자기자본비용 (달러기준)	**13.5**	**-1.3**	**2.1**	**2.2**	**3.9**
WACC (달러기준)	**4.5**	**-0.4**	**3.1**	**3.2**	**3.7**
전년대비 변동율 (%p)	-3.7	-4.9	3.6	0.0	0.6
주가 수익율-비용 Spread					
경상자기자본이익율	26.5	27.8	31.8	28.0	26.0
경상자기자본이익율 - COE	17.3	18.5	23.7	19.0	16.9
주가수익율 - COE	**0.0**	**0.0**	**-1.1**	**0.1**	**1.6**
경상자기자본이익율 - COE (달러기준)	13.1	29.1	29.7	25.8	22.1
주가수익율 - COE (달러기준)	0.0	0.0	4.9	6.9	6.8
경제적 부가가치 (EVA) (억원)					
투하자본	42.7	70.0	125.4	174.4	223.9
영업용고정자산	15.9	43.6	76.5	107.4	132.0
순영업용자본	26.8	26.4	48.9	67.0	91.9
세후영업이익	14.4	23.1	52.6	75.8	94.0
EBIT	20.1	31.7	72.1	103.9	128.8
(세금)	-5.6	-8.6	-19.5	-28.0	-34.8
투하자본수익율 (%)	**51.5**	**41.0**	**53.9**	**50.6**	**47.2**
투하자본수익율 - WACC (%)	**48.5**	**37.9**	**48.7**	**45.2**	**41.7**
EVA	13.6	21.4	47.6	67.7	83.1
투하자본수익율 - WACC (달러기준) (%)	**47.0**	**41.5**	**50.7**	**47.4**	**43.5**
EVA (달러기준)	13.2	23.4	49.6	71.1	86.6
Discounted Cash Flow (억원)					
EBIT	20.1	31.7	72.1	103.9	128.8
+ 감가상각비	2.5	3.6	13.4	20.7	28.1
- 세금	-2.8	4.4	-10.8	-15.6	-25.8
- CAPEX	-3.6	-3.2	-5.9	-8.3	-10.2
- 영업용자본의 증가 (+ 감소)	-18.8	-10.1	-22.2	-25.0	-27.7
Free cash flow for DCF valuation	**-2.6**	**26.4**	**46.6**	**75.7**	**93.2**
NPV	3,467.5	3,567.7	3,213.2	3,278.7	3,376.1
- Net debt (+ cash)	6.3	15.8	99.2	139.3	195.7
주식가치	3,473.7	3,583.5	3,312.4	3,418.0	3,571.7
주당 주식가치 (W)	**114,137.4**	**85,321.2**	**62,029.9**	**64,006.9**	**66,886.6**
Terminal growth (%) :1.5					
Enterprise Value (억원)					
+ 시가총액	0.0	0.0	1,019.9	1,019.9	1,019.9
+ Net debt (-cash)	-6.3	-15.8	-99.2	-139.3	-195.7
Enterprise Value	-6.3	-15.8	920.7	880.7	824.3
-투자자산	28.5	39.3	55.6	66.9	74.4
+ 금융리스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV (조정후)	-34.8	-55.1	865.2	813.8	749.9
EV/ EBITDA (X)	**44.9**	**28.5**	**10.8**	**7.1**	**5.3**
시장평균대비 고(저)평가 (%)	na	na	na	na	na
EV/ EBIT (X)	**50.5**	**31.7**	**12.8**	**8.5**	**6.4**
시장평균대비 고(저)평가 (%)	na	na	na	na	na
EV/ EBITDA (조정후) (X)	**43.6**	**27.4**	**10.1**	**6.5**	**4.8**
EV/ EBIT (조정후) (X)	**49.1**	**30.5**	**12.0**	**7.8**	**5.8**
주당 EBIT (FD) (W)	659.2	754.1	1,519.1	1,945.4	2,411.5
주당 EBITDA (FD) (W)	742.4	839.2	1,801.0	2,333.5	2,937.2

VALUATION (II)

(억원)	2001/12A	2002/12A	2003/12E	2004/12F	2005/12F
PER, PCR & PBR					
PER (X)	**32.5**	**22.4**	**14.3**	**11.0**	**9.4**
시장평균대비 고(저)평가 (%)	na	na	na	na	na
주당순이익 (FD) (W)	587.8	852.7	1,335.2	1,733.8	2,035.1
PCR (X)	**25.8**	**18.0**	**11.3**	**8.6**	**7.1**
시장평균대비 고(저)평가 (%)	na	na	na	na	na
주당현금흐름 (W)	740.8	1,058.4	1,690.7	2,213.8	2,673.5
PBR (X)	**9.0**	**9.6**	**4.9**	**3.7**	**2.8**
시장평균대비 고(저)평가 (%)	na	na	na	na	na
주당장부가치 (W)	2,111.3	1,998.6	3,859.3	5,184.4	6,860.2
PSR & PGR					
PSR (X)	**6.9**	**4.8**	**2.9**	**2.4**	**1.9**
시장평균대비 고(저)평가 (%)	0	0	0	0	0
주당매출액 (W)	2,778.0	4,002.7	6,476.1	8,088.8	9,917.7
PEG (X)	**0.7**	**0.7**	**0.7**	**0.6**	**0.5**
PER/ 주당 EBIT 증가율 (X)	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4
PER/ 주당 EBITDA 증가율 (X)	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4
주당 EPS CAGR (3 년, FD) (%)	**43.4**	**33.6**	**20.9**	**17.1**	**18.8**
주당 EBIT CAGR (3 년, FD) (%)	43.4	47.3	25.1	23.2	22.7
주당 EBITDA CAGR (3 년, FD) (%)	46.5	51.8	26.5	24.5	23.7
Profitability					
투자수익율 (%)					
자기자본수익율 (ROE) (%)	31.6	42.6	37.0	32.6	28.5
총자산수익율 (ROA) (%)	28.0	36.3	33.3	29.9	26.2
투하자본수익율 (ROIC) (%)	51.5	41.0	53.9	50.6	47.2
EBITDA/ 자기자본 (%)	40.0	41.9	49.9	43.8	41.2
EBITDA/ 총자산 (%)	35.4	35.8	45.0	40.2	37.9
배당수익율 (%)	0	0	0.4	0.4	0.4
현금배당 (억원)	0.0	0.0	4.0	4.0	4.0
주당현금배당금 (W)	0.0	0.0	75.0	75.0	75.0
Stability & Turnover					
장기부채비율 (%)					
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-9.5	-15.5	-41.3	-42.4	-45.2
총부채/ 자기자본 (%)	17.2	17.0	8.6	9.2	8.4
순이자비용/ 매출액 (%)	0	0	0	0	0
EBIT/ 순이자비용 (X)	0	0	0	0	0
단기유동성비율 (%)					
유동비율 (%)	402.0	358.7	910.6	848.9	984.8
당좌비율 (%)	335.9	257.6	752.9	701.9	823.6
현금비율 (%)	57.4	96.9	544.4	507.5	605.1
자산회전율 (X)					
재고자산회전율 (X)	18.4	14.2	13.6	12.5	11.4
매출채권회전율 (X)	4.4	6.3	10.7	10.6	9.5
순운전자본회전율 (X)	4.6	6.3	8.2	7.5	6.7
주식및 주가 Data					
총발행주식수 (mn)	3.0	4.2	5.3	5.3	5.3
보통주 (mn)	3.0	4.2	5.3	5.3	5.3
우선주 (mn)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
가중평균주식수 (보통주) (mn)	3.0	4.2	4.7	5.3	5.3
가중평균주식수 (FD) (보통주) (mn)	3.0	4.2	4.7	5.3	5.3
액면가 (W)	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0

Memo

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
거원시스템	056000.KS	2003. 10. 7	BUY	26,000원

<LG Stock Ratings (투자등급)>

- 당사는 종목추천에 있어서 투자등급을 4 단계로 구분함

1. 대상기간: 6 개월
2. 투자등급(Ratings): 현 지수를 기준으로 하여 종목기대수익률이
   - Strong BUY: 30% 초과
   - BUY : 10% ~ 30%
   - Neutral : -10% ~ 10%
   - Reduce : -10% 미만