

Analyst **강학화** | 02) 3772-7509
Ashley@koreastock.co.kr

코원 (056000)

Buy(Initiate)

목표주가: 13,000원
주가(01/25): 7,870원

Stock Data

KOSDAQ (01/25)	534.22pt
시가총액	849억원
발행주식수	10,782천주
52주 최고가/최저가	9,370 / 1,270원
90일 일평균거래대금	5.4억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(10.12E)	0.0%
BPS(10.12E)	4,797원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월 -2.2%
	3개월 1.6%
	6개월 32.7%

주주구성

박남규	23.2%
정재욱	17.04%

이머징 디바이스의 시대

■ 태블릿PC, 스마트북, MID: 이머징 디바이스 뜨는 이유 있다

CES 2010의 화두는 태블릿PC, 스마트북, MID 등 이머징 디바이스의 새로운 등장이었음. 이머징 디바이스는 글로벌 대기업의 이해관계가 얽혀있는 산업으로 2010년부터 빠르게 인프라가 구축되고 시장이 확대될 전망이다. 이에 따른 핵심사업인 CPU와 OS, 통신 방식의 수혜는 글로벌 대기업이 확보하겠으나 단말기 제조에 있어서는 넷북이나 스마트폰 시장과 유사하게 중견기업에서 새로운 스타의 등장이 기대됨

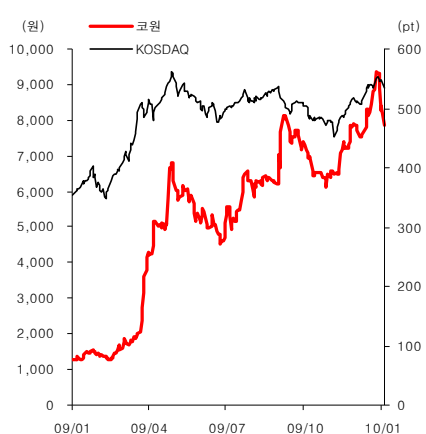
■ 신규사업 진출은 PMP제조사에 유리, 성장성 의구심 해소

코원은 1분기에 안드로이드를 탑재한 MID와 윈도를 탑재한 태블릿PC, E-book 단말기를 출시할 예정임. PMP 제조업체는 이머징 디바이스와 가장 유사하여 신규사업 진출에 용이해 Archos, Creative 등 해외 PMP 제조사도 같은 흐름을 보이고 있음. 기존사업이 2009년부터 호실적을 보이고 있는 가운데 할인요소로 지적되어 오던 성장성에 대한 의구심이 해소되었다는 측면에서 동사의 가치에 대한 재평가가 필요한 시점임

■ 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원

당사는 코원에 대한 커버리지를 개시하며, 투자의견 BUY 및 12개월 목표주가 13,000원을 신규제시함. 목표주가는 동사의 2010년 EPS를 일반 정보기기와 이머징 디바이스 사업군별로 나누어 각각 2010년 예상 P/E인 4.2배와 15.9배를 적용해 합산하여 적용함

Stock Price



Financial Data

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액(억원)	954	908	1,435	1,631	1,898
영업이익(억원)	50	43	141	167	208
세전계속사업손익(억원)	45	27	229	172	216
순이익(억원)	40	25	187	143	177
EPS(원)	386	244	1,797	1,371	1,701
증감률(%)	778.3	-36.9	637.3	-23.7	24.0
PER(배)	8.7	9.7	4.4	5.7	4.6
PBR(배)	1.3	0.8	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA(배)	5.8	4.3	5.5	4.3	3.1
영업이익률(%)	5.3	4.8	9.8	10.3	11.0
EBITDA 마진(%)	8.6	8.1	11.8	12.0	12.5
ROE(%)	12.9	7.3	40.9	23.0	22.6
순부채비율(%)	42.8	52.4	14.0	순현금	순현금

1. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 13,000 원

코원(056000)에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원을 제시한다.

목표주가 13,000원은 동사의 2010년 추정 순이익을 부문별 (일반 정보기기 부문, 이머징 디바이스 부문)로 나누어 각각 2010년 예상 P/E를 적용해 합산한 것이다. 일반 디바이스 사업부문은 코스닥 정보기기 사업군의 역사적 P/E 4.2배를 적용하였다. 비교기업군 대비 코원의 EPS 성장률이 높을 뿐 아니라(2007~2010년 연평균 EPS CAGR 비교기업군 감소세, 코원 52.6%) ROE가 높고(2010년 ROE 예상 비교기업군 -0.3%, 코원 23.0%) 재무구조가 건전해 평균 valuation 적용에 무리가 없다고 판단한다.

이머징 디바이스 사업부문은 글로벌 비교기업군의 평균 P/E에 시가총액 규모와 산업 성장도에 대한 할인을 각각 30% 반영한 15.9배를 적용하여 산출하였다. 이머징 디바이스 사업은 넷북 및 스마트폰 등 경쟁 산업 대비 연간 성장폭이 더욱 클 것으로 전망되므로 글로벌 비교기업군 대비 49% 이상 할인받을 이유는 없다고 판단한다.

[표9] 투자의견 및 Valuation

	순이익 (억원)	P/E (배)	시가총액 (억원)
일반 정보기기	74.4	4.2	312
이머징 디바이스	68.6	15.9	1,094
목표 시가총액			1,406
상장주식수(천주)			10,782
목표주가 (원)			13,043
현재가			8,410
상승여력			55%
투자의견			BUY

자료: 한화증권 리서치센터

[표10] 글로벌 Peer Group 지표

	시가총액 (M\$)	2010년 예상 P/E (배)
MSI	751.0	25.3
ASUS	8191.6	23.7
HTC	8953.7	18.9
Lenovo	6680.1	57.1
		31.3
할인율		49%
이머징 디바이스 적용 P/E		15.9

자료: 한화증권 리서치센터

2. 투자포인트: 1) 태블릿 PC, 스마트북, MID.. 이머징 디바이스의 시대

이머징 디바이스, 뜨는 이유가 있다

세계최대 가전 전시회 CES 2010에서의 화두는 이머징 디바이스였다. 많은 주목을 받았던 태블릿PC를 필두로 스마트북과 MID 등 기존에 선보이지 않았던 기기들이 등장했다. 이들 이머징 디바이스의 특징은 1) 스마트폰 보다 크고 넷북보다 작은 크기 2) OS(운영체제)의 탑재로 PC와 유사한 성능 3) Wi-Fi를 통한 빠르고 저렴한 무선인터넷 기능으로 정의된다.

스마트폰과 넷북 사이에서 경쟁력을 확보할 수 있겠는가 하는 우려에도 불구하고 이들 기기는 빠르게 저변을 확대할 것으로 전망한다. 이머징 디바이스의 핵심사업인 CPU와 OS를 선점하기 위해 글로벌 대기업들이 시장을 키우려는 의지가 강력하고 이에 따라 인프라가 빠르게 구축되고 있기 때문이다.

[그림20] HP의 원도 기반 태블릿 PC



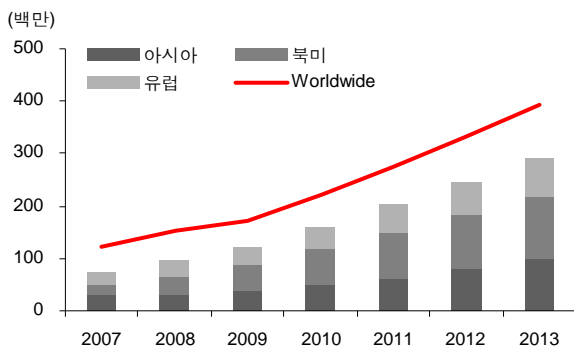
자료: HP, 한화증권 리서치센터

[그림21] ARCHOS에서 발표한 안드로이드 태블릿



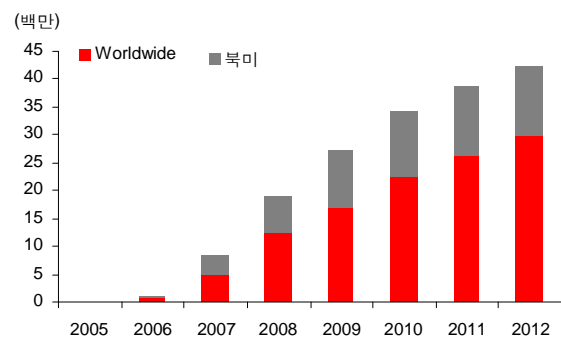
자료: ARCHOS, 한화증권 리서치센터

[그림22] 이머징 모바일 디바이스 출하량 전망



자료: IDC, 한화증권 리서치센터

[그림23] Wi-Fi 탑재 디바이스 출하량 전망

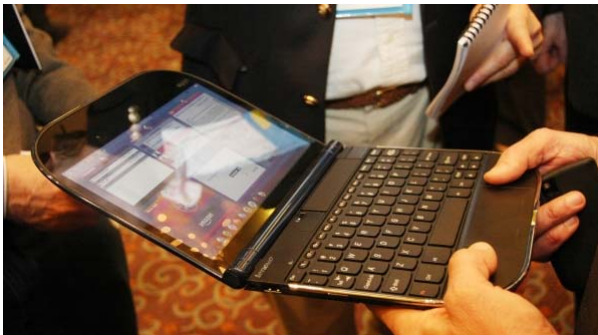


자료: IDC, 한화증권 리서치센터

핵심은 인텔과 퀄컴의 경쟁: 한계에 다다른 CPU 강자들이 새로운 기기 시장을 노린다

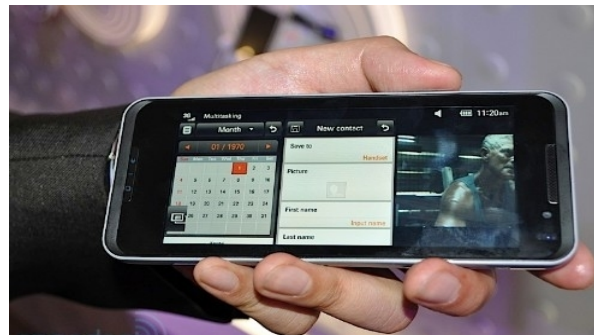
이머징 디바이스의 등장의 핵심 배후는 사실상 인텔과 퀄컴의 경쟁관계에 있다. PC 시장과 휴대폰 시장의 CPU를 각각 독점해 온 양사는 지속적으로 넷북과 스마트폰의 중간지점에 있는 이머징 디바이스 시장을 선점해 성장 한계를 극복하겠다는 의지를 피력해왔다. CES 2010에서 인텔은 MID 스마트폰용 무어스타운 CPU를 선보였고, 퀄컴은 스마트북용 스냅드래곤 CPU를 선보이며 경쟁을 본격화했다. 그러나 이들의 공통 이해 관계는 이머징 디바이스 시장의 성장에 있다.

[그림24] 퀄컴 스냅드래곤, 스마트북 시장에 진출



자료: CES 2010, 한화증권 리서치센터

[그림25] 인텔 무어스타운, 스마트폰 시장 공략



자료: CES 2010, 한화증권 리서치센터

MS와 구글의 경쟁: 안드로이드 OS의 무료 보급으로 강력해진 성능

2009년 스마트폰 시장에서 벌어졌던 OS 점유율 경쟁은 이머징 디바이스 시장으로 확대될 전망이다. 독보적 점유율을 갖춘 MS에 대항하기 위해 구글은 이머징 디바이스용 안드로이드 OS를 무상으로 공개했다. 이에 따라 이머징 디바이스의 개발은 용이해졌고, 성능은 더욱 강력해졌다. OS를 확보함으로써 휴대폰이 스마트폰으로 진화했듯이 PMP와 MP3도 이머징 디바이스로 진화하고 있다.

통신사의 무선인터넷 망 개방: 저렴하고 빠른 무선 인터넷 Wi-Fi 인프라 확대

Wi-Fi는 회선별 과금이 되지 않는 개방형 근거리 무선통신망이다. 수 년간 이동통신 및 유선통신 서비스 회사들은 수익성을 해칠 우려가 있는 Wi-Fi의 보급을 경계해왔으나 2010년부터는 3G 및 Wibro 무선인터넷의 시장확대를 위해 Wi-Fi와의 불편한 동거를 선언하며 투자를 크게 확대하겠다고 밝혔다.

[표11] 통신회사 Wi-Fi 투자 계획

사업자	투자계획	특징
KT	2,000 억원	네스팟 존 1만 3000 곳에서 올해 5만여곳으로 확대 주요 네스팟 존은 대학 캠퍼스, 스타벅스, 롯데리아, 하이마트, 공항 등
SKT	1,500 억원	피자헛, 크라운 베이커리, KTX, 롯데월드 등 제휴사에 망구축 가능성 높음
LGT	미정	인터넷 전화 통한 AP 서비스 제공에 주력

자료: 언론사, 한화증권 리서치센터

2. 투자포인트: 2) 코원, 성장의 발판을 마련하다

1분기부터 신제품 출시, 성장성 확보

코원은 1월 25일 윈도7을 탑재한 PC수준의 성능에 가볍고 휴대가 가능한 50만원대 태블릿 PC 제품을 출시했다. 또한 1분기내에 안드로이드를 탑재한 얇고 가벼운 MID를 출시할 예정으로 이는 안드로이드 스마트폰과 동시에 시장에 선보일 것으로 판단한다. 수익성이 확보된다면 1분기말 경에 E-book 역시 출시할 수 있다고 밝혔다. 과거 PMP 시장을 독점해 온 코원으로서 PMP에서 진화한 형태인 이머징 디바이스의 성장과 함께 성장성에 대한 의구심을 해소할 것으로 판단한다.

[표12] 1Q에 출시되는 코원의 이머징 디바이스 신제품 라인업

	MID	태블릿 PC
운영체제	안드로이드	윈도 7
CPU	ARM 기반 TI	인텔 아톰 Z520 1.33GHz
LCD	3 인치 정전압 LCD	4.8 인치 저항막 LCD
무게	150g	450g
네트워크	Wi-Fi	Wi-Fi
부가기능	무선인터넷, DMB	무선인터넷, DMB

자료: 코원, 한화증권 리서치센터

PMP 제조사가 성장할 것: 넷북은 레노보와 TG삼보를, 스마트폰은 HTC를 스타로 만들었다

해외에서도 아코스와 크리에이티브 등 PMP 전문 개발사가 이머징 디바이스에 가장 앞선 행보를 보이고 있다. PMP가 태블릿PC에 유사해 기술력을 갖춘 중견개발사에 유리하기 때문이다. 과거 넷북과 스마트폰의 성장과 더불어 MSI나 ASUS, 레노보, HTC 등 중국 및 대만 등의 중견 개발사의 매출이 2배에서 많게는 12배까지 성장하며 신예로 떠오른 바 있다. OS와 CPU가 확보된 이상 미들-엔드 단말기 제조에 있어서는 중소기업이 가격경쟁력 및 빠른 대응 측면에서 대기업보다 유리하기 때문이다. 신규 기기 시장이 열릴 때 대기업보다 중소기업의 성장성이 더욱 부각되었다는 점을 감안할 때 경쟁사보다 빠르게 신규시장에 진입한 코원의 성장을 예상한다.

호실적에 건전한 재무, 성장성 부각으로 재평가 필요

코원은 2009년 PMP시장이 동영상 강의 등 교육용으로 성장하는 가운데 군소업체 퇴출 등 시장 재편의 결과 매출액이 58%, 영업이익이 325% 성장한 뛰어난 실적을 보였다. 그러나 스마트폰과 넷북등에 의해 PMP 시장의 지속적인 성장성에 의구심이 제기되면서 활인을 받아왔다. 호실적과 흑자경영, 건전한 재무구조와 높은 자산가치를 갖고 있음에도 2010년 EPS 기준 P/E 5.7배 수준의 주가를 적용받고 있는 코원에 대해 새로운 시장의 확보로 인한 재평가가 필요하다.

Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)						대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2007	2008	2009E	2010E	2011E	12월결산	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	954	908	1,435	1,631	1,898	유동자산	339	407	532	636	773
매출원가	776	746	1,151	1,301	1,501	현금및 현금성자산	14	33	64	109	166
매출총이익	177	161	284	330	397	단기금융상품	19	7	7	7	7
판매비 및 관리비	127	118	143	163	189	단기투자자산	0	0	0	0	0
영업이익	50	43	141	167	208	매출채권	102	136	158	179	209
영업외손익	-5	-17	88	5	8	재고자산	175	201	273	310	361
이자수익	3	3	4	6	9	비유동자산	253	261	282	284	288
이자비용	9	11	10	6	4	투자자산	51	51	74	74	74
외환손익	3	9	5	2	0	유형자산	143	152	150	150	152
지분법평가손익	0	0	0	0	0	무형자산	55	53	51	51	52
자산처분손익	0	0	86	0	0	자산총계	592	669	814	919	1,061
기타	-1	-18	3	3	3	유동부채	235	287	226	184	144
세전계속사업손익	45	27	229	172	216	매입채무	36	36	57	65	75
계속사업법인세비용	5	1	41	29	39	단기차입금	95	231	148	98	48
계속사업이익	40	25	187	143	177	유동성장기부채	80	0	0	0	0
중단사업손익	0	0	0	0	0	비유동부채	23	17	37	41	45
당기순이익	40	25	187	143	177	사채	0	0	0	0	0
(포괄손익)	39	34	187	143	177	장기차입금	0	0	0	0	0
EBITDA	82	74	169	195	237	부채총계	259	305	262	225	189
매출총이익률(%)	18.6	17.8	19.8	20.2	20.9	자본금	54	54	54	54	54
EBITDA마진율(%)	8.6	8.1	11.8	12.0	12.5	자본잉여금	49	49	49	49	49
영업이익률(%)	5.3	4.8	9.8	10.3	11.0	자본조정	-12	-12	-12	-12	-12
세전계속사업이익률(%)	4.8	2.9	15.9	10.6	11.4	기타포괄손익누계액	-1	7	7	7	7
ROA(%)	6.9	4.0	25.3	16.5	17.9	이익잉여금	243	266	454	597	774
ROE(%)	12.9	7.3	40.9	23.0	22.6	자본총계	333	364	552	695	872
수정ROE*(%)	12.1	4.7	24.6	22.7	22.6	순차입금	143	191	77	-18	-125

주요지표						현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2007	2008	2009E	2010E	2011E	12월결산	2007	2008	2009E	2010E	2011E
투자지표						영업활동으로 인한 현금흐름	53	-14	92	130	149
PER(배)	8.7	9.7	4.4	5.7	4.6	당기순이익	40	25	187	143	177
수정 PER(배)*	9.3	14.9	7.3	5.8	4.6	비현금수익비용가감	40	35	-54	35	38
PBR(배)	1.3	0.8	1.6	1.3	1.0	유형자산감가상각비	9	7	7	7	7
Dividend Yield(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	무형자산상각비	23	23	21	21	21
EV/EBITDA(배)	5.8	4.3	5.5	4.3	3.1	기타비현금수익비용	8	4	-81	8	10
성장성 (%YoY)						영업활동으로인한자산및부채의변동	-28	-74	-42	-48	-67
매출액	25.5	-4.8	58.1	13.7	16.4	매출채권 감소(증가)	3	-31	-22	-22	-29
영업이익	279.2	-13.9	225.1	18.7	24.3	재고자산 감소(증가)	-26	-26	-71	-37	-51
세전계속사업손익	4.8	2.9	15.9	10.6	11.4	매입채무 증가(감소)	0	0	21	8	11
포괄손익	750.0	-13.8	455.9	-23.7	24.0	기타자산,부채변동	-6	-17	31	3	3
EPS	778.3	-36.9	637.3	-23.7	24.0	투자활동으로 인한 현금흐름	-27	-18	19	-29	-32
안정성(%)						유형자산처분(취득)	-5	-6	-5	-7	-9
유동비율	144.0	141.8	235.6	346.2	535.8	무형자산감소(증가)	-24	-22	-19	-21	-22
부채비율	77.6	83.7	47.6	32.4	21.7	투자자산감소(증가)	1	11	34	0	0
이자보상배율	5.5	3.9	13.5	27.1	56.7	기타투자활동	2	-1	9	-2	-2
순차입금/자기자본	42.8	52.4	14.0	-2.6	-14.4	재무활동 현금흐름	-17	52	-80	-56	-59
주당지표(원)						사채및차입금의 증가(감소)	-23	57	-83	-50	-50
EPS	386	244	1,797	1,371	1,701	자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
수정EPS*	364	158	1,082	1,356	1,701	배당금의 지급	0	-2	0	0	0
BPS	2,664	2,984	4,797	6,168	7,860	기타재무활동	6	-2	3	-6	-9
EBITDA/Share	765	685	1,566	1,810	2,193	현금의증가	9	20	31	45	57
CFPS	693	536	2,065	1,639	1,974	기초현금	5	14	33	64	109
DPS	20	0	0	0	0	기말현금	14	33	64	109	166

* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임.