



코원 (056000)

MID, 스마트폰보다 빠르고 넷북보다 가볍다

● 안정적 실적 보여온 PMP 제조사

코원은 MP3 시장형성기인 1995년에 설립된 미디어 기기 제조회사이다. PMP를 중심으로 MP3 플레이어, 내비게이션을 생산하고 있다. 고음질과 빠른 시장 대응으로 충성도 높은 고객층을 확보해 적자 없는 성장을 지속해왔다.

● 경쟁 완화로 실적 개선 지속

코원은 2분기에도 매출액 375억원(YoY +74%)과 영업이익 38억원(YoY +322%)을 기록하며 실적개선 추세를 이어갔다. 이는 1) 학습 및 엔터테인먼트 용도로 PMP 시장이 성장하는 가운데, 2) 군소업체의 퇴출로 시장이 재편되었고, 3) 코원이 플래시메모리를 탑재한 하이엔드 제품을 적시에 출시했기 때문이다.

● MID로의 진화 추세, 중견업체에 긍정적

MID(Mobile Internet Device, 휴대용 무선인터넷 기기)는 스마트폰과 넷북의 한계를 보완할 대체제로서 시장형성기에 진입했다. Wi-Fi 무선인터넷 저변 확대와 구글의 안드로이드 OS 출시 등 우호적인 환경이 확보되어 MID는 빠른 속도로 성장할 것으로 전망된다. MID로의 진화는 개발력을 갖춘 중견업체에 긍정적이라고 판단된다. 코원은 하반기부터 MID를 출시할 예정이다.

● MP3 업종 할인, 코원에는 해당사항 없음

코원의 주가는 2009년 Normalized EPS 1,127원 대비 PER 기준 5.2배로서 안정적인 이익 창출 능력과 건전한 재무구조를 고려할 때 매력있는 수준이다.

Financial Data	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액(억원)	954	908	1,532	1,751	1,904
영업이익(억원)	50	43	151	173	183
세전계속사업손익(억원)	45	27	224	163	179
순이익(억원)	40	25	184	133	147
EPS(원)	374	236	1,705	1,238	1,363
증감률(%)	776.5	-36.9	623.4	-27.4	10.1
PER(배)	9.0	10.0	3.4	4.7	4.3
PBR(배)	1.3	0.8	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	5.8	4.3	4.8	3.6	2.9
영업이익률(%)	5.3	4.8	9.9	9.9	9.6
EBITDA 마진(%)	8.6	8.1	11.3	11.1	10.7
ROE(%)	12.9	7.3	40.3	21.7	19.5
순부채비율(%)	42.8	52.4	36.2	9.7	-4.3

2009.08.26

리서치센터 | 기업분석팀

Not Rated

현주가: 5,860원

스몰캡

Analyst 강학화
02) 3772-7509

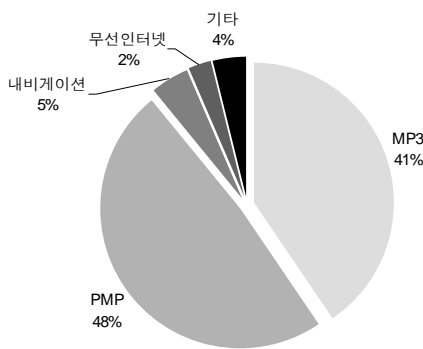
ashley@koreastock.co.kr

Stock Data	
KOSDAQ(08/25)	510.69pt
시가총액	632억원
발행주식수	10,782천주
52주 최고/최저	6,800 / 1,160원
90일 일평균거래대금	5.3억원

PMP 점유율 1위의 미디어 기기 제조사

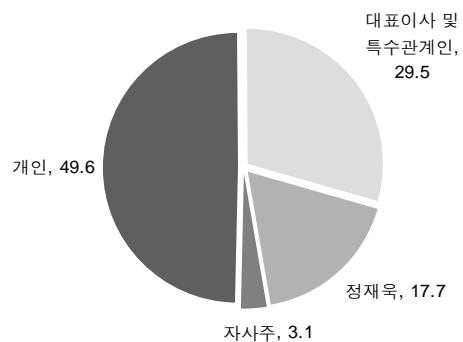
코원은 mp3 시장 형성기인 1995년에 설립된 휴대용 미디어 기기 제조사로서 PMP를 주축으로 mp3 플레이어와 내비게이션을 생산하고 있다. 고음질과 빠른 펌웨어 업그레이드 대응을 바탕으로 충성도 높은 고객층을 확보해, 하이엔드 미디어 기기인 PMP 시장점유율 1위를 점하고 있다. 수출 비중은 25%로 사업구도가 내수 중심이며, 창립 이후 외형 성장과 흑자 기초를 지속해왔다.

[그림1] 코원의 매출액 구성비 (2009년 상반기)



자료: 코원, 한화증권 리서치센터

[그림2] 주주 구성비



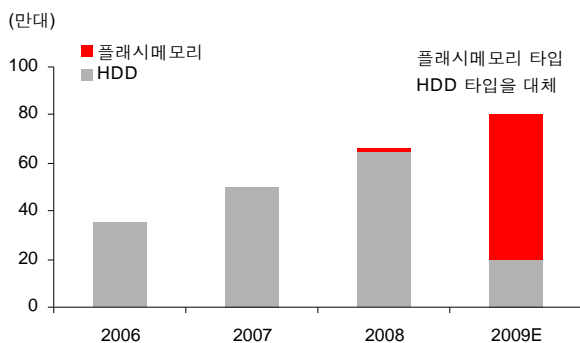
자료: 코원, 한화증권 리서치센터

PMP, 학습과 엔터테인먼트 용도로 성장

미디어 기기 시장은 PMP, mp3 플레이어, 전자사전, 내비게이션, 게임기 등으로 세분화 된다. 코원은 2007년부터 하이엔드 제품인 PMP에 주력하여 2009년에는 PMP 시장 점유율 50%(자사추정)를 기록하며 1위로 올라섰다.

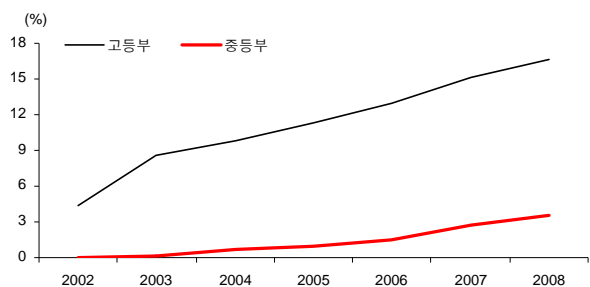
다른 기기 시장이 성숙기에 이르른 반면, 국내 PMP 시장은 2009년 연간 전년대비 19% 성장한 80만대, 4000억원 규모로 성장할 전망이다. 1) 플래시메모리의 채용 확대로 휴대성과 가격경쟁력이 크게 향상되었고, 2) 동영상 강의 이용률이 높아지면서 학습용 기기로서의 수요가 증가 추세에 있으며, 3) 고용량 멀티미디어를 통한 엔터테인먼트 수요가 높아지고 있기 때문이다.

[그림3] 저장매체별 국내 PMP 판매량



자료: IDC, 한화증권 리서치센터

[그림4] 메가스터디 구매회원 침투율 추이



자료: 메가스터디, 한화증권 리서치센터

군소업체 퇴출로 실적 개선이 지속될 것

휴대용 미디어 기기는 다품종 시장으로 대기업의 진출이 용이하지 않아 군소업체 중심의 저가 경쟁이 지속되었다. 그러나 지난해부터 이어진 경영환경 악화로 인해 소형사들이 퇴출되고 경쟁이 완화되었다. 브랜드 신뢰도를 확보한 중견업체를 중심으로 실적 개선이 이어질 것으로 판단된다.

미디어 기기 시장은 MID로 통합 진화하는 추세

세분화되어 있던 휴대용 미디어 기기 시장은 점차로 통합되고 있다. 삼성전자의 M1과 MS 준HD의 출시로 mp3플레이어가 고급화되어, 내비게이션 뿐만 아니라 mp3플레이어도 PMP와 융복합화되고 있다.

통합된 멀티미디어 기기 시장은 MID(Mobile Internet Device, 휴대용 무선인터넷 기기)의 형태에 수렴하게 될 것으로 보인다. MID는 일반적으로 1) 4~6인치 LCD를 장착해 스마트폰 보다 조금 더 큰 크기에 2) 개방형 OS를 탑재하여 PC와 유사한 성능을 가졌으며, 3) 무선인터넷 Wi-Fi를 탑재한 기기를 말한다. 스마트폰보다 낮은 가격과 높은 성능, 넷북보다 뛰어난 휴대성과 빠른 사용성(Always on : MID는 휴대폰처럼 항상 대기상태이다.)을 가져 새로운 시장을 형성할 것으로 판단된다.

[표1] MID와 스마트 폰, 넷북 사양 비교

	스마트폰	MID	넷북
LCD 크기	2~3	4~6	8~10
프로세서	ARM	인텔 Atom 과 ARM 경쟁체제	인텔 Atom
OS	심비안, 윈도우모바일, 애플 OS X, 안드로이드 등	윈도우 XP (윈도우 CE 기반) 안드로이드, 리눅스	윈도우 XP, 맥 OS
무게	100g 내외	200g 내외	1Kg 내외
배터리지속시간	6~8	6~8	3~6
즉시성	Always on	Always on	-

자료: 한화증권 리서치센터

[그림5] 고성능 mp3 플레이어 준HD



자료: 마이크로소프트, 한화증권 리서치센터

[그림6] Computex를 통해 공개된 출시 예정 MID



자료: 각 사, 한화증권 리서치센터

MID로의 진화는 개발력 갖춘 중견업체에 긍정적

MID를 통해 세분화되어 있던 미디어 기기 시장이 통합하여 의미있는 규모로 성장하면 코원 등 중견업체에도 긍정적일 것으로 전망된다. MP3플레이어나 넷북 등 새로운 기기가 출현한 시기를 살펴보면, 초기에 중견업체를 중심으로 먼저 시장이 형성되고, 이후 대기업이 진입하면서 개발력 있는 중견업체와 함께 안정적인 경쟁 구도를 유지하는 모습을 보여왔기 때문이다.

현재까지는 MID시장도 유사하게 형성되고 있는 것으로 보인다. 레노버와 벤큐가 MID를 출시했고 국내에서는 삼보TG, 유경테크놀로지스와 더불어 코원이 MID시장을 형성하기 시작했다. 코원은 4분기에 첫 MID 모델을 출시할 예정이며, 안정적인 개발실적과 브랜드 이미지를 갖고 있어 MID 시장에 안착할 가능성이 높다고 판단된다.

[표2] MID 시장 성장 전망

시장조사 기관	시장 본격화 시기	세계 출하량	시장규모
Strategy Analytics	2014	6,900 만대	170 억달러
Forward Concepts	2012	3,960 만대	120 억달러

자료: 한화증권 리서치센터

2009년 매출액 1,532억원(+69%)과 영업이익 151억원(+249%) 예상

코원은 1분기에 이어 2분기에도 매출액 375억원(YoY +74%)과 영업이익 38억원(YoY 322%)을 기록하며 한 단계 성장한 실적을 이어갔다. 7월 매출액도 110억원을 기록해 호조가 지속되고 있는 것으로 판단된다. 2009년 연간으로는 매출액 1,532억원(+69%)과 영업이익 151억원(+249%)을 기록할 것으로 예상된다.

3분기 사모펀드 투자금 회수로 인한 처분이익 83억원 발생

코원은 3분기 중 중국원양자원 CB에 투자하는 하오차이나 사모펀드의 투자금 회수로 인해 83억원의 차익을 올렸다고 밝혔다. 20억원의 투자금은 43억원의 현금과 60억원 규모의 중국원양자원 주식 86만주 형태로 전액회수된다. 이로 인해 2009년 당기순이익은 전년대비 624% 증가한 184억원을 기록할 것으로 예상된다.

[표3] 2009년 분기별 실적 전망

(단위 : 억원, %)

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09E	4Q09E	2008	2009E	YoY
매출액	262	215	190	241	415	375	321	421	908	1,532	69%
영업이익	18	9	9	7	50	38	29	34	43	151	249%
세전이익	17	2	1	6	53	35	107	29	27	225	746%
순이익	17	0	1	7	46	26	91	21	25	184	624%
영업이익률	7	4	5	3	12	10	9	8	5	10	5.1%p
세전이익률	7	1	1	3	13	9	33	7	3	15	11.8%p
순이익률	7	0	1	3	11	7	28	5	3	12	9.2%p

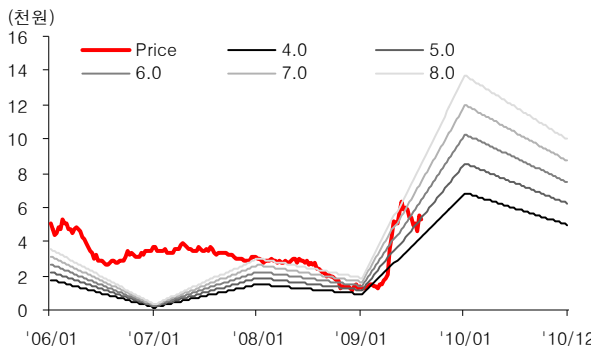
자료: 코원, 한화증권 리서치센터

현재 주가는 2009년 Normalized EPS의 5.2배 수준

사모펀드 투자차익 효과를 제거한 2009년 Normalized EPS는 1,127원이다. 실적개선이 이어지면서 주가가 단기간에 급등하였으나 현재 주가는 Normalized EPS 대비 PER 기준 5.2배이다.

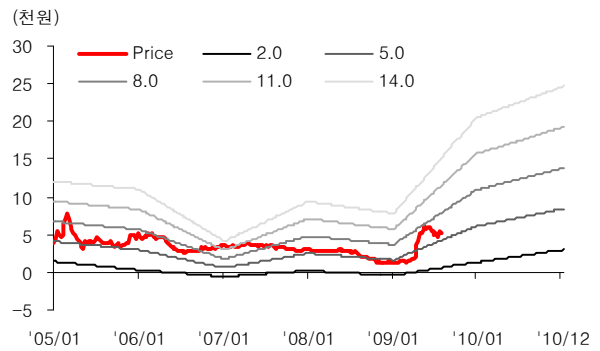
미디어 기기 중견 제조사들이 2006년 이후 경쟁심화로 인해 전반적으로 실적이 악화되었으나 코원은 안정적인 이익 창출능력을 바탕으로 건전한 재무구조를 지속해왔다. 또한 경기침체로 인해 경쟁이 완화되고 시장구도가 안정되고 있어 코원에 저평가를 지속할 요소는 해소되었다고 판단된다. 시가 350억원 수준의 역삼동 사옥과 60억원 규모 중국원양자원 주식 등 자산가치도 매력적이다.

[그림7] 코원의 PER 밴드



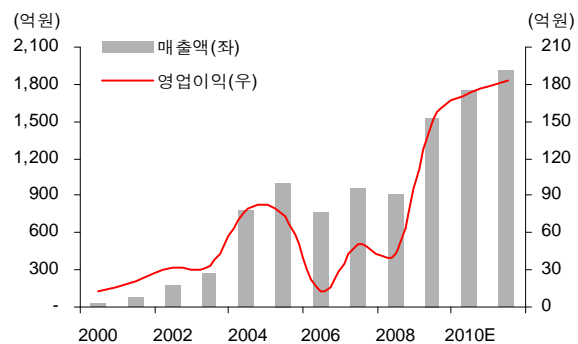
자료: 한화증권 리서치센터

[그림8] 코원의 EV/EBITDA 밴드



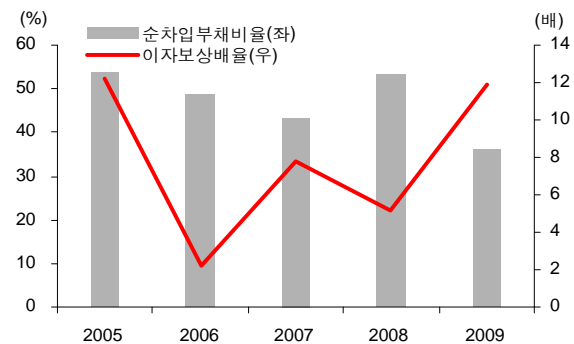
자료: 한화증권 리서치센터

[그림9] 코원의 매출액과 영업이익 추이



자료: 코원, 한화증권 리서치센터

[그림10] 코원의 안정성 지표 추이



자료: 코원, 한화증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강학화)
 상기종목에 대하여 2009년 08월 26일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
 당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 당사는 2009년 08월 26일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당사는 2009년 08월 26일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대	Overweight	비중확대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대	Neutral	중립
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대	Underweight	비중축소
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대		
N/R(Not Rated)	투자의견 없음		