

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

코원 (056000)

Buy(Maintain)

목표주가: 13,000원
주가(05/28): 5,300원

Stock Data

KOSDAQ (05/28)	479.03pt
시가총액	571억원
발행주식수	10,782천주
52주 최고가/최저가	9,370 / 1,670원
90일 일평균거래대금	7.7억원
외국인 지분율	31.6%
배당수익률(10.12E)	0.0%
BPS(10.12E)	4,563원
KOSDAQ대비 상대수익률	-28.4%
	-15.4%
	-22.9%

주주구성

박남규 외 2인	28.0%
정재욱	16.77%

구글 타블렛과 태양광 투자 확대 수혜

■ 견조한 PMP 판매량과 신규 제품군으로 연간 호실적 지속

HD급 신제품 V5의 흥행 성공에 힘입어 1분기 매출액 422억으로 분기 최고 매출액 경신. 안드로이드OS와 무선인터넷 기능을 탑재한 제품군과 e-book, 구글 타블렛 등으로 신규시장을 공략하면서 사업분야가 다각화될 전망이다. 2010년 연간 1,631억원(+20.4%YoY)의 매출액과 167억원(+50.6%YoY)의 영업이익을 기록할 것으로 예상함

■ 구글 타블렛, 세트메이커 경쟁력은 브랜드보다 가격과 디자인

안드로이드폰의 등장 이후 스마트폰의 판매단가는 지속하락세. 타블렛은 PC와 유사하게 하드웨어와 소프트웨어가 분리되고 있으며, 세트메이커의 경쟁력은 브랜드보다 가격과 디자인으로 집중될 전망이다. 총성도 높은 얼리어답터 구매층을 가진 코원이 구글 타블렛 시장에 성공적으로 안착할 수 있을 것으로 예상함

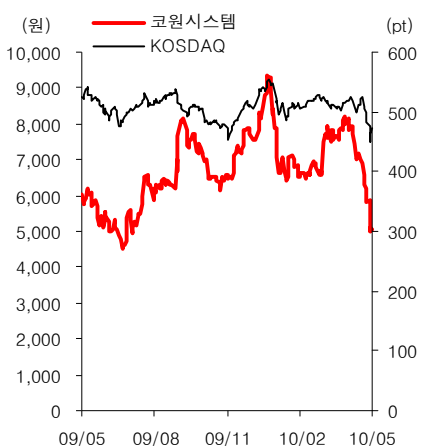
■ 태양광 산업 투자 확대, 자회사 코원FIS 실적은 덤

태양광 산업 투자가 본격화되면서 장비 수요가 지속되고 있음. 코원 FIS는 일본 경쟁사 대비 60% 수준의 가격으로 경쟁력을 확보하고 있음. 가이던스가 달성될 경우 코원은 20억원의 지분법이익을 추가로 확보할 수 있을 전망이다

■ 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원 유지

코원에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원을 유지함. 현 주가는 2010년 예상 EPS 기준 P/E 3.9배로 절대 저평가 상태임

Stock Price



Financial Data

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	908	1,355	1,631	1,898	2,095
영업이익(억원)	43	111	167	208	233
세전계속사업손익(억원)	27	197	171	215	243
순이익(억원)	25	163	142	176	199
EPS(원)	244	1,564	1,363	1,691	1,844
증감률(%)	-36.9	541.4	-12.8	24.1	9.1
PER(배)	9.7	3.4	3.9	3.1	2.9
PBR(배)	0.8	1.2	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.3	4.3	2.7	1.7	1.2
영업이익률(%)	4.8	8.2	10.3	11.0	11.1
EBITDA 마진(%)	8.1	10.3	12.0	12.5	12.5
ROE(%)	7.3	36.6	23.8	23.3	21.0
순부채비율(%)	52.4	5.9	-7.3	-19.2	-21.7

없어서 못 파는 V5와 안드로이드 탑재한 신제품이 연간 실적 견인 할 것

1분기에 422억원(+1.7%YoY)으로 최대 매출을 기록한데 이어 2분기에도 매출액 382억원(+2.1%YoY)과 영업이익 39억원(+2.6%YoY)을 기록하며 견조한 실적을 이어갈 것으로 전망한다. 4월에는 150억원을 넘는 매출액을 기록했으며 5월에도 판매 호조가 지속되고 있음에도 불구하고 2분기에 다소 낮은 성장률을 전망하는 이유는 6월 월드컵 기간 동안 판매량이 다소 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

PMP: HD급 신제품이 2010년 신규수요 창출

국내 PMP 시장은 2010년 전년 대비 11% 성장한 91만대 규모로 성장할 전망이다. 이는 1)HD급 PMP의 출시로 신규 수요가 창출되었고 2)동영상 강의 이용율이 높아지면서 학습용 기기로서의 수요가 증가 추세에 있으며, 3)무선인터넷 환경 확대를 통한 엔터테인먼트 기기 수요가 증가할 것으로 전망하기 때문이다.

경쟁사들의 실적부진이 지속되면서 PMP시장은 전년과 동일하게 코원의 과점체제가 유지되고 있어 영업환경은 유리한 구도라고 판단한다. PMP시장은 mp3나 네비게이션과 달리 모바일 기기중에서도 진입장벽이 높은 편으로서, AS와 펌웨어 업그레이드 등으로 브랜드 신뢰도와 팬층을 확보한 동사의 시장점유율은 장기적으로 상승할 전망이다.

구글 태블릿 출시는 준비되어 있다

HD급 영상을 재생하는 PMP는 1GHz급 CPU와 정전용량 터치스크린, 32G 메모리 등 태블릿과 하드웨어 스펙이 동일해 태블릿 시장의 진출이 용이하다. 진입 장벽은 오히려 안드로이드 OS와 Wi-Fi 무선인터넷의 탑재 등 소프트웨어 부문이다. 코원은 1분기에 윈도7을 탑재한 제품을 출시하였고 안드로이드와 Wi-Fi 무선인터넷 기능을 구현한 고급형 mp3 제품을 6월 출시를 앞두고 있어 구글 태블릿 출시에는 무리가 없는 상태라고 판단한다.

[표25] 2010년 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2009	2010E	YoY
매출액	415	375	308	257	422	382	351	476	1,355	1,631	20.4
영업이익	50	38	23	0	41	39	35	52	111	167	50.5
세전이익	53	35	106	3	38	39	36	58	196	171	-12.8
순이익	46	26	87	4	33	34	32	43	162	142	-12.3
영업이익률	12.1	10.2	7.3	0.1	9.7	10.2	10.0	10.9	8.2	10.2	2.0
세전이익률	12.7	9.4	34.3	1.3	9.0	10.2	10.3	12.2	14.5	10.5	-4.0
순이익률	11.0	7.1	28.2	1.5	7.8	8.9	9.1	9.0	12.0	8.7	-3.2

자료: 한화증권 리서치센터

구글 태블릿, 세트메이커는 브랜드보다 가격과 디자인

구글은 스마트폰 시장에서 자사 OS의 점유율과 제품의 다양성을 높이기 위해 중견 제조사들을 연합하여 안드로이드 진영으로 끌어들이는 전략을 사용했다. 구글 태블릿에서도 대만, 인도, 프랑스 등의 중견 개발사들을 통해 제품을 출시하고 있으며 이들의 홍보와 판매를 지원하고 있다.

구글과 MS가 시장에 뛰어들면서 태블릿과 스마트폰은 PC와 유사하게 하드웨어와 소프트웨어가 분리되고 있는 단계를 거치고 있다. 향후 세트메이커의 경쟁력은 브랜드보다 가격과 디자인으로 집중될 것으로 전망한다. 안드로이드폰 점유율 확대에 따라 스마트폰의 평균 판매단가가 하락하고 있는 점이 이를 뒷받침한다. 가격과 디자인 경쟁력, 충성도 높은 얼리어답터 구매층을 가진 코원이 구글 태블릿 시장에 안착할 수 있을 것으로 예상된다.

태양광 잉곳그로어를 제조하는 자회사 코원FIS의 실적은 덤

코원은 2월 11일 태양광 장비업체인 FIS와 합작으로 조인트벤처 코원FIS를 설립해 태양광용 단결정 폴리실리콘 잉곳그로어 장비와 잉곳 형성을 위한 소재인 슬림로드 생산 사업을 시작했다. 자본금 5억원, 코원의 지분율은 40%로 투자금액은 2억원이며 2010년 10억원 미만의 CAPEX 투자가 예상된다. 2010년 실적 가이드는 매출액 300억원, 영업이익은 50억원이며 회사는 향후 3년 간 유사한 수준의 실적을 전망하고 있다.

대기업의 태양광 산업에 대한 투자가 본격화되면서 장비에 대한 수요가 지속되고 있다. 특히 단결정 잉곳그로어는 국내 업체 중 납품 실적을 가진 업체가 소수에 불과하고 코원FIS가 일본 경쟁사 대비 60% 수준의 가격으로 경쟁력을 확보하고 있어 실적 가이드는 납득할 수 있는 수준이라고 판단한다. 가이드스가 달성될 경우 코원은 20억원의 지분법이익을 추가로 확보할 수 있을 전망이다.

[표26] 국내 대기업 태양광 산업 투자 현황

	현대중공업	삼성전자	LG전자
생산능력	태양전지: 330MW 폴리실리콘: 연간 2,500t 잉곳/웨이퍼: 100MW 태양광모듈: 220MW	2009년 9월부터 30MW급 연구라인 가동 중	2010년 초 태양전지 120MW급 양산시작
투자계획	현재까지 3,000억원 이상 투자 추가 증설 검토 중	연말까지 130W 태양전지 셀 양산체계 구축	2011년 가동 목표로 2,200억원 이상 투자하여 연산 120MW급 생산능력 추가 확보
기술방식	결정형	결정형(박막형 연구 중)	결정형(박막형 연구 중)
비고	폴리실리콘부터 발전시스템까지 국내 유일의 일관생산체계 구축 완성	삼성코닝, 삼성정밀화학과 함께 일관 생산체계 구축 중	LGD 연말까지 5세대급 박막형 태양전지 전용라인 구축 예정

자료: 시장자료, 한화증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)						대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E	12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	908	1,355	1,631	1,898	2,095	유동자산	407	480	587	725	811
매출원가	746	1,094	1,301	1,501	1,661	현금및 현금성자산	33	65	95	158	190
매출총이익	161	261	330	397	434	단기금융상품	7	7	7	7	7
판매비 및 관리비	118	150	163	189	201	단기투자자산	0	0	0	0	0
영업이익	43	111	167	208	233	매출채권	136	128	154	179	198
영업외손익	-17	86	4	7	10	재고자산	201	250	301	350	387
이자수익	3	4	6	8	11	비유동자산	261	282	284	288	296
이자비용	11	9	4	1	0	투자자산	51	74	74	74	77
외환손익	9	5	2	0	0	유형자산	152	150	150	152	152
지분법평가손익	0	0	0	0	0	무형자산	53	51	51	52	54
자산처분손익	0	86	0	0	0	자산총계	669	763	871	1,013	1,107
기타	-18	0	0	0	-1	유동부채	287	217	180	144	154
세전계속사업손익	27	197	171	215	243	매입채무	36	66	80	93	103
계속사업법인세비용	1	34	29	39	44	단기차입금	231	103	53	3	3
계속사업이익	25	163	142	176	199	유동성장기부채	0	0	0	0	0
중단사업손익	0	0	0	0	0	비유동부채	17	19	21	24	27
당기순이익	25	163	142	176	199	사채	0	0	0	0	0
(포괄손익)	34	163	142	176	199	장기차입금	0	0	0	0	0
EBITDA	74	139	195	237	262	부채총계	305	235	202	167	180
매출총이익률(%)	17.8	19.3	20.2	20.9	20.7	자본금	54	54	54	54	54
EBITDA마진율(%)	8.1	10.3	12.0	12.5	12.5	자본잉여금	49	49	49	49	49
영업이익률(%)	4.8	8.2	10.3	11.0	11.1	자본조정	-12	-12	-12	-12	-12
세전계속사업이익률(%)	2.9	14.5	10.5	11.3	11.6	기타포괄손익누계액	7	7	7	7	7
ROA(%)	4.0	22.8	17.4	18.7	18.8	이익잉여금	266	429	572	748	947
ROE(%)	7.3	36.6	23.8	23.3	21.0	자본총계	364	527	669	846	1,044
수정ROE*(%)	4.7	19.7	23.5	23.3	21.0	순차입금	191	31	-49	-162	-194

주요지표						현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E	12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
투자지표						영업활동으로 인한 현금흐름	-14	130	117	156	195
PER(배)	9.7	3.4	3.9	3.1	2.9	당기순이익	25	163	142	176	199
수정 PER(배)*	14.9	6.3	3.9	3.1	2.9	비현금수익비용가감	35	-54	35	38	38
PBR(배)	0.8	1.2	0.9	0.7	0.6	유형자산감가상각비	7	7	7	7	8
Dividend Yield(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	무형자산상각비	23	21	21	21	21
EV/EBITDA(배)	4.3	4.3	2.7	1.7	1.4	기타비현금수익비용	4	-81	8	10	10
성장성 (%YoY)						영업활동으로인한자산및부채의변동	-74	20	-60	-58	-42
매출액	-4.8	49.3	20.4	16.4	10.4	매출채권 감소(증가)	-31	8	-26	-25	-19
영업이익	-13.9	156.1	50.6	24.3	12.0	재고자산 감소(증가)	-26	-49	-51	-49	-36
세전계속사업손익	2.9	14.5	10.5	11.3	12.9	매입채무 증가(감소)	0	30	14	13	10
포괄손익	-13.8	383.6	-12.8	24.1	12.8	기타자산,부채변동	-17	31	3	3	3
EPS	-36.9	541.4	-12.8	24.1	9.1	투자활동으로 인한 현금흐름	-18	19	-29	-32	-37
안정성(%)						유형자산처분(취득)	-6	-5	-7	-9	-9
유동비율	141.8	221.7	325.5	505.0	527.8	무형자산감소(증가)	-22	-19	-21	-22	-22
부채비율	83.7	44.7	30.2	19.8	17.3	투자자산감소(증가)	11	34	0	0	-4
이자보상배율	3.9	12.1	42.7	146.9	1,396.4	기타투자활동	-1	9	-2	-2	-2
순차입금/자기자본	52.4	5.9	-7.3	-19.2	-18.5	재무활동 현금흐름	52	-117	-58	-60	-3
주당지표(원)						사채및차입금의 증가(감소)	57	-128	-50	-50	0
EPS	244	1,564	1,363	1,691	1,844	자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
수정EPS*	158	841	1,347	1,691	1,844	배당금의 지급	-2	0	0	0	0
BPS	2,984	4,563	5,926	7,606	9,190	기타재무활동	-2	11	-8	-10	-3
EBITDA/Share	685	1,289	1,810	2,193	2,430	현금의증가	20	32	30	63	155
CFPS	536	1,831	1,630	1,963	2,112	기초현금	14	33	65	95	158
DPS	0	0	0	0	0	기말현금	33	65	95	158	313

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