

레인콤(063280)

2007년 5월11일

영상, 음향 기기

반전보고서 - 레드오션에서 헤엄치고 있는 레인콤

DON'T BUY

Valuation

Target Price:

Price: 5,090

Margin of Safety:

MktCap.(100mn): 1,315

ROE: -68.19%

Op.Magin: -36.41%

PER:

PBR: 1.20

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

보고펀드(28.28%)

Foreign Shr.: 3.98%

52weeks Beta: 1.10

52weeks High/Low:

10,450 / 3,510

기업분석 5팀

홍진채 김한슬 최아영

안혜진 엄찬식

◆ 예고된 반전, 레인콤의 몰락

레인콤은 MP3 플레이어 업계의 선두주자로서 초기에 고성장을 달렸다. 그러나 MP3 플레이어 시장은 진입장벽이 낮으며, 레인콤은 이후 애플을 비롯한 대기업의 공세에 시달려야 했다. 그럼에도 불구하고 무리하게 사업을 확장하면서 부실에 시달렸고, MP3 플레이어 시장의 불황을 타개하기 위해 선택한 '게임기 사업 진출'이라는 전략은 실패로 끝났다.

◆ 수익성 개선으로 반전 시도

레인콤은 2006년부터 전문경영인 영입, 해외자회사 구조 개선, 재고 처리 등으로 그간의 부실을 털어내기 위해 강도높은 구조조정을 시행 중이다. 이러한 성과는 2006년 4분기부터 나타나, 끝없이 바닥으로 치달던 적자는 흑자로 돌아서기 시작했다. 또한, 창업주인 양덕준 이사가 본연의 마음으로 돌아가 신제품 기획에 집중한 결과 MP3 플레이어뿐만 아니라 DMB TV, 전자사전 등 신규로 출시한 모든 제품에서 호평을 받았다.

◆ 장기적인 가치는 여전히 불투명

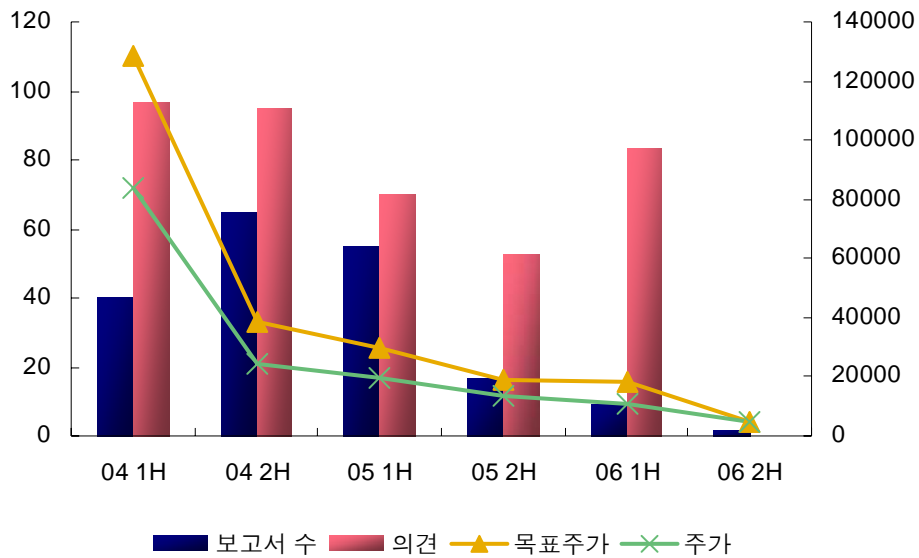
그러나 레인콤이 참여하고 있는 시장은 경쟁이 너무나 치열하다. 컨버전스 트렌드가 심화되면서 휴대폰, MP3 플레이어, DMB 수신기, PMP, PDA 등 손으로 들고 다닐 수 있는 모든 기기가 서로의 기능을 넘보기 시작했으며, 따라서 시장 참여자들은 갈수록 더 많은 경쟁자들을 상대해야 하는 국면으로 접어들었다. 이에 따라 브랜드 인지도가 높은 기업이라 하더라도 수익성은 악화 일로를 걷고 있다. 이러한 상황에서 레인콤이 내부적으로 부실을 털어내고 턴어라운드 성공한다 하더라도 그 이후에 타 경쟁 업체 대비 월등한 실적을 보여주지 않는 한 뛰어난 투자 대상으로 삼기 어렵다. 이러한 이유로 서울대투자연구회 리서치 5팀은 레인콤을 매수하지 말 것을 추천한다.

◆ 부정적인 시장의 평가

시장의 차가운 평가

2003년 코스닥 시장을 뜨겁게 불태우며 상장되어 한 기업가를 국내 최대 갑부의 반열에 올려놓기도 했던 레인콤, 그러나 이후 수 년간 시장에서 레인콤에 보내는 시선을 점점 싸늘해지지만 하고 있다. 주가와 거래량뿐 아니라, 증권사의 애널리스트들이 내놓는 보고서에서도 이러한 반응을 충분히 읽을 수 있다.

레인콤 주가와 애널리스트 보고서 추이



<자료: FnGuide, SMIC RESEARCH TEAM 5>

부정적 평가는 실적 악화 때문

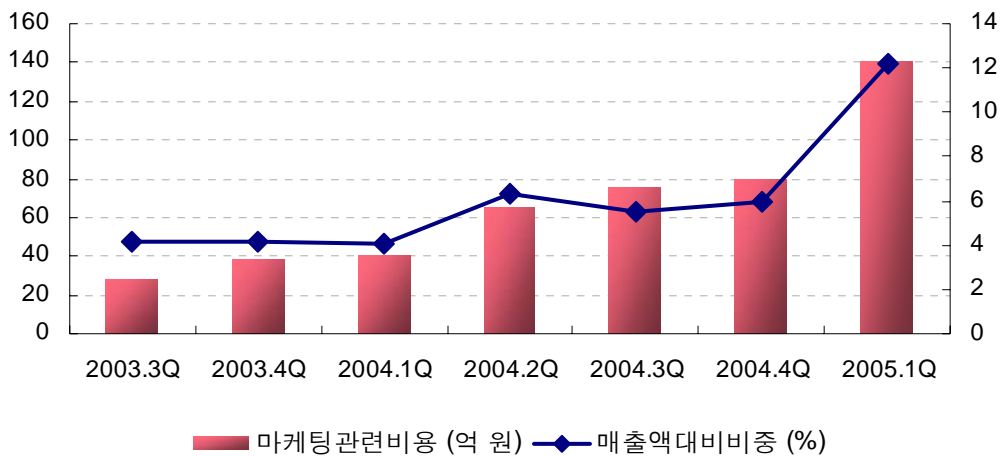
- 매출부진

MP3플레이어 시장은 1997년에 국내의 앰피맨이 최초 제품을 출시한 이래 국내 벤처기업들이 개척한 시장이다. 시장이 성장함에 따라 메모리 용량을 제외한 각종 부가기능은 표준화하고 있어 MP3 player는 이제 제품별 기능이나 성능에서 차별화가 어렵고 시장의 성장성이 크다 보니 수많은 업체들이 MP3 플레이어 시장에 진출하고 있다. 국내 시장에서는 국내외의 MP3플레이어 전문 업체, 디지털 가전 업체, 컴퓨터 및 주변기기 제조업체 등이 시장에 진출하여 총 120여 개의 업체가 경쟁하고 있다. 국내 시장에서는 레인콤, 애플, 아이와, 소니, JVC, LG전자, 파나소닉, 필립스 등 10여개

브랜드가 치열한 경쟁을 벌이고 있고 전세계적으로는 애플컴퓨터, Creative Technology, Thomson/RCA, Rio, Archos, San disk 등이 높은 점유율을 확보하고 있다. 또한 애플컴퓨터의 성공에 자극을 받은 Dell, HP 등 컴퓨터 제조업체들도 경쟁에 뛰어들었다.

레인콤은 경쟁이 심화됨에 따라 글로벌 업체들의 공세에 대응하기 위해 2004년 1분기 중에 제품의 단가를 평균 20% 인하 했고, 매출액의 12.3%를 마케팅 관련 비용으로 사용했다. 광고선전비로 40억 원, 해외시장개척비로 30억 원, 단가 인하에 따른 유통업체 보상 비용으로 81억 원 등 총 151억 원을 마케팅 비용으로 지출했다. 이러한 마케팅 비용 지출은 실적 악화를 낳는 중요한 요인으로 작용했다.

레인콤 마케팅 관련 비용 추이



<자료: 레인콤, 한화증권>

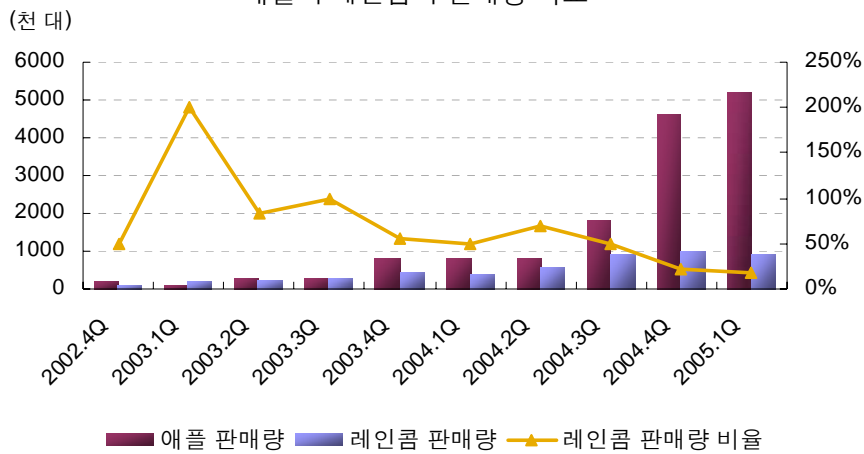
- iPod의 강세

애플은 2005년 1월 11일에 Flash형 MP3플레이어인 iPod shuffle을 출시했다. iPod shuffle의 가격은 99달러로 동일한 사양(목걸이형 512M)의 레인콤 제품(N10)이 310달러에 팔리는 것에 비하면 1/3 수준밖에 안 되었다. 이와 같이 HDD형 MP3플레이어 시장을 석권하고 있는 애플이 Flash형 시장에 후발주자로 진입하면서 가격 경쟁력을 앞세운 만큼, 치열한 가격 경쟁이 불가피하였고 가격 인하로 인하여 레인콤의 수익성은 악화 되었다.

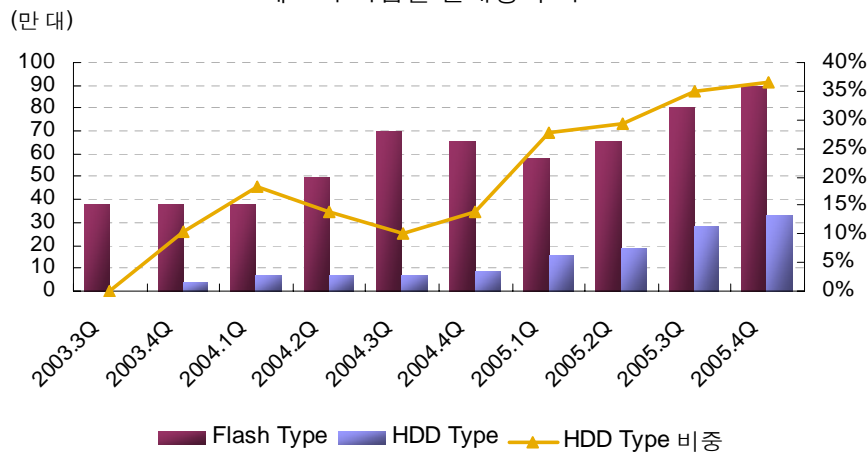
실제로 애플의 공세에 대응하기 위해 레인콤은 한국과 일본에서 시판중인 주력 제품들의 가격을 13~26% 인하하였고 2005년 매출 전망을 하향했다. 이 전에 공시한 실적 전망치보다 매출액을 3.5% 하향하고, 영업이익과 순이익을 각각 24.8%, 28.7% 하향 조정했다. 또한 그 당시 애플이 주도하고 있던 HDD형 플레이어 시장을 공략하기 위해서 'H10' 모델을 출시하였다. 레인콤은 HDD형 제품을 다양화하고 우선적으로 HDD 형이 주를 이루

는 미국 시장 공략을 본격화했다. 그 결과, HDD 형 매출 비중은 2004년 13%에서 2005년 1분기에 27%까지 높아졌다. 그러나 HDD 형 비중이 증가하는 매출 구조는 수익성에 악영향을 끼쳤다. 부품 구매 조건이 좋고 인지도가 높은 플래쉬 메모리 형에 비해 HDD 형은 Apple의 아성이 높고, 시장 잠식을 위해 가격 경쟁도 불가피했다. 2005년 1분기 평균판매가격을 비교해보면 플래쉬 메모리 형은 전 분기대비 8.5% 낮아진 반면, HDD 형은 37.0% 낮아졌다. 그리고 플래쉬 메모리 형과 달리 HDD형 플레이어는 원가가 높아 HDD 형은 플래쉬 메모리 형에 비해 5% 정도 매출총이익률이 낮은 것으로 알려져 있다. 아이팟의 iTunes와 같이 하드웨어와 콘텐츠 시장을 연계하지 못한 점도 아이리버의 경쟁력을 떨어뜨리는 요인으로 작용했다.

애플과 레인콤의 판매량 비교



메모리 타입별 판매량 추이



<자료: 레인콤, 세종증권>

해외법인이 독립적으로 운영

과거에는 해외 법인이 독립적으로 운영되었다. 따라서 수요예측 및 재고관리가 체계적으로 이뤄지지 않아서 재고가 쌓이게 되었고, 시장 상황이 나빠지면 즉시 반품이 발생하여 많은 부실이 발생하게 되었다. 또한 가격 폭락과 같은 시장 상황에 일률적인 대처가 어려워 손실이 발생하기도 하였다. 이렇게 쌓인 재고를 정리하는 과정에서 밀어내기 식 영업을 펼치다 보니 제품 단가가 하락하였고 이는 마진을 하락으로 이어져 매출발생이 이익 발생으로 이어지지 않는 현상이 나타났다. 해외 지사 또는 자회사로 제품을 수출하고 대금을 결제하지 못한 부분이 손실로 처리된 점도 수익에 악영향을 미쳤다.

빚나간 전략**- 와이브로 사업 실패**

레인콤은 애플의 아이팟 성공으로 인하여 달라진 시장 상황을 만회하고자 차세대 성장 동력으로 와이브로 사업에 진출하는 승부수를 띄웠다. 그 재원을 마련하기 위해 2006년 6월에 320억 원 규모의 유상증자를 단행하기도 했다. 하지만 예정됐던 와이브로 서비스가 활성화 되지 않자 수익을 기대하기 어려워졌고, 그 동안 매진해온 mp3플레이어 사업에 매진하기로 하고 와이브로 사업팀을 해체하기에 이르렀다.

- 하드타입 전략 실패 (mp3p 자체에는 개발 역량 집중 소홀)

HDD 형 플레이어의 시장 등장 초기에 이뤄진 IDC의 조사 자료에 따르면, Flash 메모리형 디지털 음향기기는 2008년까지 향후 5년간 연평균 33.2%의 성장률을 기록하고, HDD형 디지털 음향기기는 연평균 57.0%의 성장률을 기록할 것이라고 했다. 또한 HDD형 제품의 성장률이 높아짐에 따라 HDD형 제품 대비 Flash 메모리형 제품의 비율이 2003년 4.7배에서 2008년 2.0배로 낮아질 것이라고 전망하였다. 이에 따라 레인콤도 미국시장 공략을 위해 애플이 주도하는 HDD형 시장에 진입하였다. 하지만 2006년 이뤄진 IDC의 연구에 따르면 세계 HDD 타입 MP3 플레이어 시장은 2010년까지 연평균성장률 -21.8%로 급격히 감소할 것으로 전망함에 따라, 레인콤의 이러한 전략이 잘못되었음을 알 수 있다.

◆ 반전을 모색하는 레인콤

경영체제 전환

극심한 경영난을 겪던 레인콤은 2006년 8월 31일, 경영진의 전면 교체를 선언했다. 양덕준 이사는 인터뷰에서 '잘 못하는 경영보다 디지털에 빠져보겠다'고 밝히면서 AT커니 출신으로 '턴어라운드 전문가'인 김혁균 대표를 영입하여 전략을 비롯한 경영 전반을 일임하고 자신은 제품 개발에 집중하는 쌍두 체제를 구축하였다.

김혁균 이사는 우선 부실의 원인을 재고 및 유통망 관리로 지적하고, 해외 법인의 재고를 털어낸 다음 해외법인을 본사에서 직접 경영하는 체제로 변경하였다. 한편, 제품 개발 역량 강화에 집중한 결과 '클릭스', '딕플', 'B20' 등 p3플레이어뿐만 아니라 전자사전, DMB 수신기 등에서도 시장의 호평을 받는 제품을 연이어 출시하였다.



<mp3플레이어 클릭스>



<전자사전 딕플>



<DMB 수신기 B20>

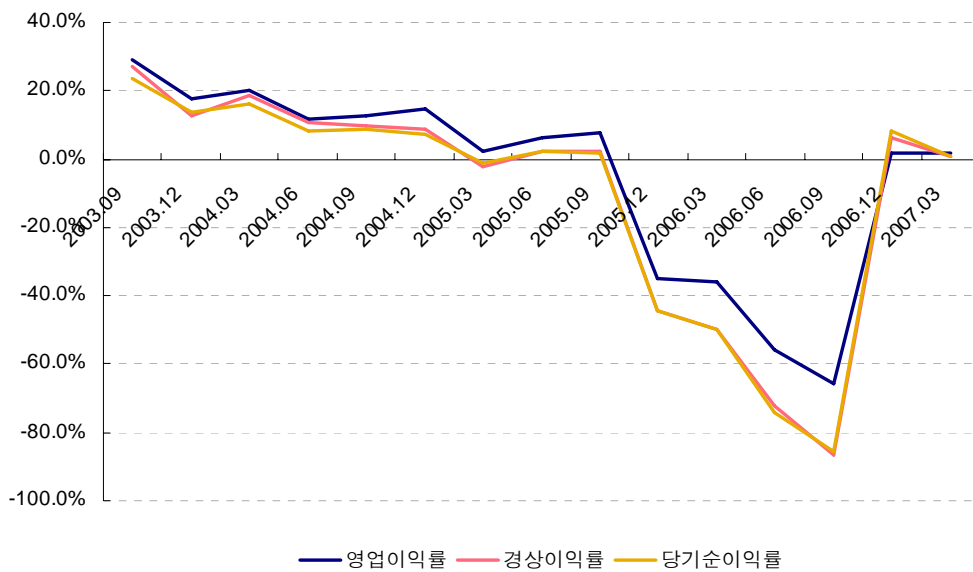
보고편드의 출자

2006년 12월 11일, 레인콤은 국내 최초 사모펀드인 보고편드의 출자 계획을 밝혔다. 보고편드는 보통주 430억 외에 전환사채에도 86억 가량을 투자하기로 결정하였다. 한편, 이 인수는 보고편드의 변양호 대표가 현대차 로비 사건 및 외환은행 헐값 매각 건에 연루되어 구속 수사가 진행되면서 진행이 불투명해지다가 2007년 1월 29일 현대차 로비 사건 1심에서 무죄 판결을 받으면서 순조롭게 진행되었다. 일반적으로 사모펀드가 자금이 필요한 기업의 지분을 직접 사들인 후 기업가치를 회생시킨 후 되파는 점을 보면, 레인콤의 회생가능성에 대해 긍정적으로 바라볼 수 있는 여지가 시장에 공개된 정보보다 더욱 많을 것이라 추측할 수 있다.

흑자 전환

레인콤의 두 대표는 2006년 10월 12일에 가진 기자회견에서 해외자회사의 부실을 빠르게 털어내는 중이며, 빠르면 2006년 4분기 중으로 흑자 전환이 가능하다고 예고했다. 이 전망은 그대로 실현되어 레인콤은 5분기만에 적자에서 흑자로 전환하였다. 그러나 아직까지의 이익률 수준은 미미한 편이라 확실한 턴어라운드 여부에 대해서는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

레인콤 분기별 이익률 지표



<자료: 레인콤 사업보고서>

◆ 미래, 레인콤의 향후 전망

레인콤의 핵심역량

2006년의 적자는 해외재고자산손실뿐만 아니라 신제품 출시가 늦어졌기 때문이기도 한데, 2007년에는 작년 하반기부터 준비해온 신제품들이 출시될 예정이다. 현재 시장에서 호평을 받고 있는 CLIX와 DMB 포켓TV인 B20뿐만 아니라 네비게이션과 전자사전 분야에서도 2~3개의 추가적인 신제품이 출시될 예정이며 이는 레인콤의 단기적인 실적 향상에 기여할 전망이다. 그러나 2005년부터 내리막길을 걷기 시작하여 2006년 704억원의 적자에 이르기까지 심각한 실적부진을 겪다가 겨우 흑자전환을 이룬 이 시점에서, 우리가 집중하여 보아야 할 것은 회계상의 단순한 흑자수치가 아니다. 레인콤의 전성기인 2003년과 2004년만큼의 매출 신장을 막연히 기대하기 보다는 레인콤이 지니고 있는 핵심역량을 바탕으로 그 가치를 평가해 보아야 한다.

현재까지 레인콤은 MP3시장에서 디자인, 기능성 면에서 비교적 아이리버만의 색깔을 잘 구축해왔다고 여겨진다. 2001년부터 세계적으로 인정받고 있는 김영세씨의 INNO Design 으로부터 프리즘 MP3 디자인을 공급받아 큰 성공을 거두었고 그 이후로도 디자인 역량 확충을 위한 디자인팀을 구성하여 '쥬아이리버 크리에이티브' 라는 자회사로 관리하고 있다. 또한 혁신적인 디자인을 뒷받침할 수 있는 기술력도 갖춰 소비자로부터 신뢰를 얻고 있다. 2007년까지 포함하여 3년연속 MP3부문 국가브랜드경쟁력지수(NSCI) 1위를 차지한 것과 MP3업계에서 페이지뷰 순위가 1위라는 것은 이러한 브랜드 신뢰도와 인지도를 입증해 준다.

단위 : 방문자수 (천명) | 도달률 (%) | 체류시간 (1인당) | 분야내점유율 (%)

순위	사이트	방문자수	도달률	체류시간	분야내점유율	전체순위	상세보기
1 -	아이리버	146	0.53	00:10:27	41.91	487 ↘81	<input type="button" value="보기"/>
2 -	코원 마이오디오	101	0.37	00:08:15	22.95	678 ▲29	<input type="button" value="보기"/>
3 -	에피존	93	0.34	00:09:51	25.11	727 ▲136	<input type="button" value="보기"/>
4 ▲5	클랜스타일	38	0.14	00:03:22	3.56	1659 ▲1769	<input type="button" value="보기"/>
5 ▼1	엠피오	27	0.10	00:03:53	2.85	2220 ▲514	<input type="button" value="보기"/>
6 ▲11	뮤지오	17	0.06	00:03:00	1.41	2871 ▲571	<input type="button" value="보기"/>
7 ▲5	이녹스	14	0.05	00:00:06	0.04	3066 ▲376	<input type="button" value="보기"/>
8 ▲13	마이비드	14	0.05	00:00:09	0.06	3066 ▲378	<input type="button" value="보기"/>
9 ▼1	엑스포리	14	0.05	00:00:04	0.03	3066 ▲338	<input type="button" value="보기"/>
10 ▲1	엠피지오(Mpgio)	10	0.04	00:01:54	0.53	3251 ▲179	<input type="button" value="보기"/>

- 자료출처: 5월 10일 www.100hot.com

그러나 레인콤의 좀 더 핵심적인 역량은 소형 모바일 기기의 설계 기술이라 할 수 있다. 양덕준 대표가 밝혔듯, 레인콤은 이제 단순 MP3 제조 업체가 아닌 ‘아이리버 코드’를 통해 다양한 분야에서 소비자들과 소통할 수 있는 브랜드가 되어 가고 있다. MP3뿐만 아니라 전자사전분야에서도 업계 2위로 등극하며 선전하고 있고, PMP를 비롯하여 네비게이션 부문으로까지 그 핵심역량을 확장시키고 있는 것이다.

해외실적 개선신호

레인콤은 실적악화의 주범인 자회사들의 개선 작업에 들어갔다. 일본 법인을 청산하고 미국법인의 규모 축소도 검토하고 있으며, 해외담당 마케팅 인력을 보강하여 중남미, 호주, 러시아 등의 신흥시장을 직접 공략하는 전략을 추진하고 있다. 미국 시장에서는 온라인샵과 중소형 유통샵을 중심으로 시장 영향력을 확대시키고자 하며, 일본시장의 경우에는 자회사를 청산하는 대신 일본 유통업체인 MCJ에 유통 및 제품 판매에 대한 전략과 리스크를 일임하였다. 레인콤은 이러한 현지법인 축소 및 해외마케팅 전략 변화로 과거의 실적악화 요인을 상당부분 제거한 것으로 보인다.

또한 레인콤의 신제품인 CLIX는 세계적인 IT전문매체인 CNET에서 ‘Editor’s choice awards’에 선정되는 등 해외 시장에서 긍정적인 평가를 받고 있다. CNET에 의하면 디자인에서 9점, 특징 9점, 성능 8점 등 평균 8.7점을 획득해 4월 MP3P 부문에서 최고 점수를 받았으며 이는 평균 8.3점의 애플 iPod nano보다 높은 점수였다.

이렇듯, 레인콤은 침체기에서 벗어나는 신호를 보내고 있으며, 레인콤이 보유한 핵심역량은 소형 모바일 기기 업계에서 경쟁사와 비교해 보았을 때 오히려 뛰어나면 뛰어났지 뒤쳐지는 것은 아니라 판단된다. 따라서 향후 레인콤이 뛰어난 여러 영역에서 소형모바일 기기 설계기술과 브랜드 인지도를 바탕으로 업계의 보통수준 이상의 실적을 거둘 수 있을 것으로 기대된다.

시장은 이미 포화상태

레인콤은 그들만의 핵심역량을 가지고 시장에서 어느 정도의 선전을 할 수 있을 것이나 문제는 이미 시장 자체가 포화상태라는 점이다.

PMP, Navigation, DMB, 전자사전에 뛰어난 업체들을 살펴보면, PMP는 디지털큐브, MAXIAN, 코원시스템, 홈퀘스트, 이랜텍, 벤츄리, 유경테크놀로지스, 엠피지오 외 총 39개 업체가 있고, 네비게이션의 경우는 디지털큐브, 톱크웨어, 카포인트, 하이온, 파인웍스, 현대오토넷, 현대모비스, 노바일렉트로닉, 유비스타, 코원시스템, SK, KTF, LG전자를 포함

하여 무려 214개 업체가 시장에 참여하고 있다.

그리고 DMB 수신기의 경우에는 전용단말기 외에도 DMB휴대폰, DMB노트북, DMB복합기(디지털카메라, MP3, PMP, PDA, 전자사전 등 휴대용 기기에 DMB방송 수신기능이 내장된 제품), DMB네비게이션 등 수많은 컨버전스 제품이 있기 때문에 더욱 포화된 시장이라고 할 수 있다. 레인콤(아이리버), 코원시스템(iAUDIO), LG전자, 디지털큐브(i-STATION), MODMEN, 엠피오(MPIO) 등 많은 회사에서 제품을 출시하고 있는 실정이다.

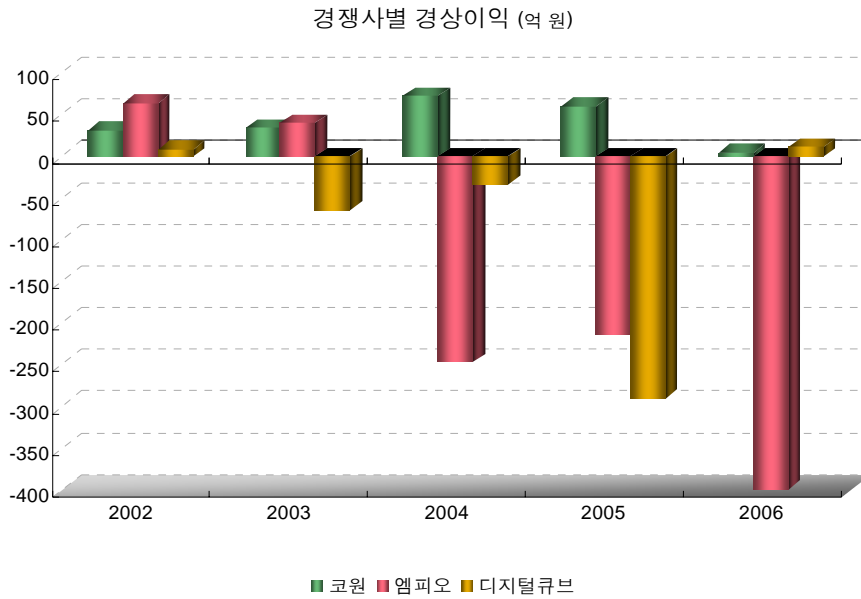
휴대용 멀티미디어 기기의 경우 제품간 영역을 넘나드는 것이 용이하기 때문에 기존의 업체들이 새로운 시장으로 진출하는 것이 쉽다. 올해 디지털 멀티미디어 업체인 홈캐스트도 기존의 디지털 셋톱박스를 기반으로 DMB, PMP 시장에 본격 진출하는 등 이미 여러업체들이 기존의 사업영역을 넘나들며 경쟁은 가속화되고 있다.

물론 이 시장의 파이 자체가 커지고 있기는 하지만, 이렇듯 경쟁업체들이 난립하고 있어 레인콤이 어느 정도의 이익을 낼 수 있을지는 미지수이다. 특히 레인콤이 신사업 분야로 준비중인 내비게이션의 경우, 시장의 특성 상 어느 한 모델이 시장을 주도하기 보다는 판매시점에 맞는 제품을 어느 업체에서 적기에 출시하느냐에 따라 시장의 판도가 바뀌고, 한 단말기종의 라이프 사이클도 3개월 정도로 매우 짧다. 따라서 레인콤이 내비게이션 단말기를 또 다른 신 성장 동력으로 삼을 경우, 그다지 시장 전망이 밝다고 할 수는 없다. 레인콤은 신 성장 동력으로 꼽고 있으나, 네비게이션 시장에 대한 도전이 성공적일지는 미지수이다.

mp3 시장은 이상 無!? 이상 有

MP3 관련업계에 따르면 국내 MP3 시장은 생각보다 빠르게 레드오션 시장으로 진입해 기존 소니 워크맨의 전철을 밟고 있다는 의견까지 제기되고 있으며, 실제로 지난해 MP3시장 규모는 200만대 정도였고, 올해도 기껏해야 작년에 비해 조금 높거나 똑같은 수준에 머물 것으로 보인다고 예측했다.

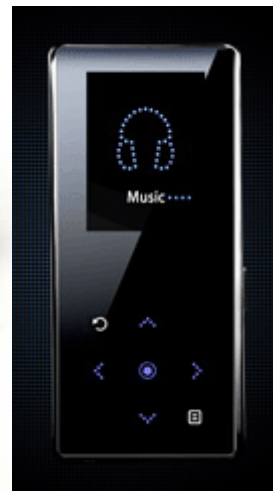
실제로 레인콤과 함께 국내 주요 mp3업체인 코원, 엠피오, 디지털큐브의 재무제표를 살펴본 결과 영업실적 모두 좋지 않은 상황임을 알 수 있었다. 코원의 경우 당기순이익이 2006년 급격히 줄어들었고, 디지털큐브는 2003년부터 마이너스 수익을, 엠피오는 2004년부터 마이너스 수익을 기록하고 있다. 디지털큐브의 경우 지난해 흑자전환을 했으나 그 실적은 매우 저조한 상황이다.



<자료: 각 사 사업보고서>

레인콤의 탐나는 신제품 CLiX, 그러나...

레인콤은 클릭스라는 신제품을 출시하며 2007년 4월의 최고 MP3P로 선정되었지만, 코원의 D2, 삼성전자의 YEPP 등이 무서운 기세로 쫓아오고 있으며 삼성전자, 애플, 아이와, 소니, JVC, LG전자, 파나소닉, 필립스 등 10여개 브랜드가 치열한 경쟁을 벌이고 있다.



실제로 시장조사기관 GfK코리아에 따르면 올해 국내 MP3 시장 규모는 180만~220만대로 지난해에 비해 거의 제자리걸음 성장에 그칠 전망으로, 이미 치열한 레드오션인 mp3

시장에서 레인콤이 소기의 성과를 거둘 수 있을지는 의문이다.

◆ 불확실한 일회성 수익에 기대를 걸 것인가?

앞서 살펴봤듯이 레인콤은 현재 재기의 발판을 다지고 있으며 비록 순이익으로 연결되지는 않았지만 그 성과도 조금씩 나타나고 있는 상황이다. 그렇다면 만약 레인콤이 과거의 영광을 재현하는 정도까지는 아니더라도 어느 정도로 재기에 성공하고 소비자들의 반응뿐만 아니라 순이익도 그것을 증명할 정도가 되면 우리는 레인콤에 적극적으로 투자해야 할까? 과거 가격 대비 턱없이 낮아진 주가, 회사는 턱어라운드 성공, 아직 다시 돌아오지 않은 시장의 관심. 어느 투자자라고 하더라도 가격상승에 대한 기대를 가져 볼 만한 시나리오가 아닐 수 없다. 하지만 정말로 그럴까? 심사숙고 하여 생각해 본다면 결론은 “아니오”다. 더군다나 그 투자자가 “가치투자자”라면 말이다.

턴어라운드 이후의 전망 부정적

그 이유는 턱어라운드로 인한 기업가치 상승이 일회성에 그친다는 점 때문이다. 앞서 살펴 본대로 구조조정이 성공적으로 진행되고 있고 제품 또한 개선되었다고는 하지만, 실제적인 판매량의 증가는 보여지는 만큼 크지 않았고 레인콤의 주 무대인 MP3시장은 이미 성숙기로 접어들었다. 게다가 소형전자기기 산업의 컨버전스 바람으로 인해 PMP, 전자사전, DMB, 네비게이션 등 독립된 영역에 존재하던 각각의 기기들이 서로간의 기능을 복합해 가지게 되면서 레인콤은 부지불식간에 모든 영역의 사업자들을 경쟁자로 맞이하게 되었다.

누가 죽고 누가 살아남게 될지 모르는 한치 앞도 보이지 않는 상황 속에서 레인콤이 끝까지 생존해 있는 업체가 될 수 있을까? 그 과정에서 어떤 출혈도 겪지 않아도 될까? 여기에 대해서는 누구라도 확실한 대답을 하기 어려울 것이다. 물론 레인콤이 이러한 위기를 극복할 수 없는 기업이라고 말하는 것은 아니다. 하지만 이것이 투자자가 감당하기 어려운 리스크라는 데에는 이견의 여지가 없다. 따라서, 턱어라운드가 기대된다 하더라도, 턱어라운드 이후의 전망이 너무나 불투명하기 때문에 장기적인 투자수익을 기대하기는 어렵다.

턴어라운드의 성공을 가정하더라도 현재의 주가는 불확실

레인콤에 투자하기 어려운 두 번째 이유는 이러한 일회성 수익이나마 어느 정도의 규모가 될지 예측하기 어렵다는 점이다. 그렇다면 역으로, 현재 시장은 레인콤의 전망에 대해 얼마만큼의 기대를 걸고 있는 것일까?

지난 2년 간 적자 상태를 지속하던 기업에 대해 밸류에이션을 시도하는 것은 거의

불가능에 가깝다. 가능한 한 간략하게 밸류에이션을 시도해보자. 현재 레인콤이 차지하는 사업분야를 단순하게 mp3플레이어와 전자사전으로 나누고, 각 분야의 2007년 시장 전망에 레인콤의 시장점유율이 유지된다고 가정¹ 하면 레인콤의 2007년 예상매출액은 다음과 같다.

	2003	2004	2005	2006	2007(E)
mp3p 시장 규모 (만 대)	130	180	200	200	200
레인콤 매출 (백만 원)	101,172	179,337	134,558	43,930	133,350
비율	778	996	673	220	
전자사전 시장 규모 (만 대)		80	100	120	140
레인콤 매출 (백만 원)				45,028	52,533
비율				375	

<자료: 레인콤 사업보고서, SMIC RESEARCH TEAM 5>

여기에 지난 해의 수출액이 그대로 유지된다고 가정하여 456억을 더하면 2007년 **예상매출액**은 약 **2,315억** 원이다. 여기에 흑자를 내고 있는 주요 경쟁사인 코원파, 사업영역을 공유하기 시작한 디지털큐브의 매출액순이익률을 산술평균²한 값을 적용하여 **예상순이익**을 구하면 약 **22.6억** 원이 된다.³

이 값을 현재 상장주식수인 25,835,579주로 나누면 주당순이익은 약 87원, 현재주가 5,090원 대비 PER은 58.3배가 된다. 최근 보고편드의 출자를 감안하여 출자 전의 상장주식수인 17,200,000 주로 나누면 주당순이익은 약 131원, PER 38.9배가 된다.

가정이 그다지 보수적이지 않았음에도 불구하고 선뜻 받아들이기 어려운 PER 수치가 나왔는데, 이는 레인콤과 같은 특별한 경영 악화를 겪지 않은 경쟁기업들의 수익성 역시 매우 낮은 편이기 때문이다. 즉, 레인콤의 수익성 개선이 기대되기는 하지만, 그 한계점을 경쟁기업의 평균이라고 가정할 경우 현재 주가는 매우 비싼 상태인 것이며, 현재 주가를 정당화하기 위해서는 매출 증가에 더하여 경쟁업체들을 훨씬 능가하는 수익성을 보여주어야 한다.

좀 더 단순하게 생각해보자. 레인콤의 현재 시가총액은 1,315억 원이다. 현재 상장기업 중 시가총액이 1,200억에서 1,300억 사이인 기업들 중 흑자를 낸 기업을 조사한 결과, 이 기업들의 평균 재무 지표는 다음과 같다.

¹ Mp3플레이어 시장점유율은 2003년부터의 평균치를 적용하였다.

² 애플은 순이익 적자상태이고, 삼성전자는 mp3사업이 차지하는 비중이 미약하여 제외하였다.

³ 2007년 1분기 당기순이익은 3.2억 원이다.

매출액	경상이익	당기순이익	경상이익률	매출액순이익률	ROE
1,771억	168억	130억	11.7%	9.4%	16.7%

<자료: FnGuide>

즉, 기업을 통째로 산다는 관점에서 보았을 때 1,300억 원이라는 규모의 돈을 가지고 살 수 있는 기업은 평균적으로 130억의 당기순이익을 내면서 16.7%의 자기자본수익률을 보여준다. 레인콤이 턴어라운드 이후에 이 정도의 수익을 보여줄 수 있을 거라는 확신을 가지기에는 아직 불명확한 요소가 많다.

주가에는 턴어라운드 기대감이 반영

게다가 주가엔 이미 턴어라운드에 대한 투자자들의 기대심리가 반영되어 있을 가능성이 있다. 2006년 10월 레인콤이 흑자전환을 예고한 이후 연말까지 주가는 두 배로 뛰었고, 생각보다 실적이 뒷받침 되지 못한 탓인지 이후 주가는 조금씩 하락했지만 이미 당시 주가 대비 50%가량이 오른 상태이다. 주가 그래프의 시간축을 길게 하여 볼 경우 과거의 높은 가격에 묻혀 레인콤의 현재 가격이 매우 싸 보일 수도 있지만 이것은 착시 현상일 수 있다.

<2006년 하반기부터 현재까지의 레인콤 주가추이>



◆ 결론 - 시장은 이미 피바다 : DO NOT BUY

레드오션에서 헤엄치고 있는 레인콤, 잘하고는 있지만 이미 시장은 피바다

MP3 플레이어 시장은 낮은 진입장벽으로 인해 극심한 경쟁이 예견된 상태였고, 이에 더해 시장의 성장률도 멎었다. 무리한 사업 확장으로 부실에 허덕이던 레인콤은 각종 자구책을 동원하여 수익성을 개선하는 듯 보이지만, 그 이후의 미래는 여전히 어둡다. 물론, 전자 제품을 제조하는 업체들에 대해 시장이 비정상적으로 높은 가격을 지불하는 경우가 있고, 현재 시장의 관심이 레인콤에서 멀어져 있다는 점 등을 고려해보면 턴어라운드 성공했을 때 수익성 개선이라는 이유만으로 주가가 급등할 수는 있다. 그러나 이것은 기업의 가치에 기반한 것이 아닐 가능성이 높고, 따라서 가치투자의 영역이 아니다. 가시화되지 않은 턴어라운드, 그리고 알 수 없는 턴어라운드 이후의 미래를 가진 레인콤에 대해 서울대투자연구회 리서치 5팀은 매수하지 않을 것을 권한다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

◆ 레인콤 재무제표

대차대조표

[단위: 억 원]

항 목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
현금및현금등가물	116.7	578.3	169.9	59.9	172.7
유가증권	-	-	-	-	-
매출채권	131.0	437.8	1,115.2	956.1	290.9
당좌자산(계)	257.1	1,156.1	1,365.6	1,157.6	567.6
재고자산(계)	98.7	431.3	604.4	543.8	206.4
유동자산(계)	355.8	1,587.4	1,970.0	1,701.4	774.1
투자자산(계)	68.1	142.1	431.4	529.6	312.1
유형자산(계)	12.5	30.4	74.2	37.9	21.7
무형자산(계)	16.7	18.6	58.7	66.8	36.4
고정자산(계)	97.4	191.2	564.4	634.3	370.3
자산총계	453.2	1,778.7	2,534.4	2,335.8	1,144.4
매입채무	101.5	177.3	259.5	95.5	77.7
단기차입금	80.8	33.5	219.2	363.3	148.7
유동성장기부채	-	-	-	262.8	5.8
유동부채(계)	221.8	495.6	879.5	1,014.7	341.3
사채(계)	-	-	-	-	-
장기차입금(계)	-	-	-	35.0	29.1
고정부채(계)	3.2	3.3	14.5	41.8	34.9
부채총계	225.1	498.9	894.0	1,056.5	376.3
자본금	25.9	33.2	67.1	67.1	86.0
자본잉여금	57.8	653.3	649.5	659.5	862.2
이익잉여금	141.2	564.3	965.7	556.8	-141.2
자본조정	3.0	28.8	-42.0	-4.2	-38.9
자본총계	228.1	1,279.7	1,640.3	1,279.3	768.0

손익계산서

[단위: 억 원]

항 목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
매출액	799.6	2,259.2	4,540.3	4,393.8	1,495.9
매출원가	586.1	1,453.4	3,385.7	3,405.3	1,317.9
매출총이익	213.5	805.8	1,154.5	988.5	177.9
판매비와관리비	86.6	265.6	504.0	1,105.6	722.5
영업이익	126.8	540.2	650.5	-117.1	-544.6
영업외수익	15.7	39.9	184.5	308.2	251.7
영업외비용	55.9	113.0	324.0	551.3	412.1
경상이익	86.6	467.1	511.0	-360.1	-704.9
특별이익	-	-	-	-	-
특별손실	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	86.6	467.1	511.0	-360.1	-704.9
법인세등	5.7	44.0	76.4	-4.3	-6.8
당기순이익	80.8	423.0	434.6	-355.8	-698.1

현금흐름표

[단위: 억 원]

항 목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
영업활동으로 인한 현금흐름	80.8	165.9	-81.8	-255.4	370.6
현금의 유출이 없는 비용 등의 가산	39.2	110.9	204.5	431.3	633.8
유형자산 감가상각비	8.5	19.6	38.5	44.5	23.9
무형자산 감가상각비	5.2	5.1	7.8	19.1	15.7
현금의 유입이 없는 수익 등의 차감	1.3	0.3	10.3	53.0	88.3
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	-37.9	-367.7	-710.6	-277.9	523.3
투자활동으로 인한 현금흐름	-78.6	-245.1	-452.8	-273.3	1.1
투자활동으로 인한 현금유입액	5.4	9.2	160.9	57.2	71.9
투자활동으로 인한 현금유출액	84.0	254.3	613.7	330.6	70.8
재무활동으로 인한 현금흐름	54.9	540.8	126.2	418.8	-259.0
재무활동으로 인한 현금유입액	111.9	743.2	196.7	503.3	221.6
재무활동으로 인한 현금유출액	57.0	202.4	70.4	84.4	480.6
현금의 증가(감소)	57.1	461.6	-408.4	-109.9	112.7