



팅크웨어(084730)

내비게이션계의 Anycall!!!

BUY

Valuation

Target Price: 58,525
 Price: 41,400
 기대수익률 : 41%

MktCap.(100mn): 3,295
 ROE: 10.07%
 Op.Margin: 13.97%
 PER: 29.46
 PBR: 9.76
 Dividend Yield: 0%
 Major Sh.Holder: 김진범 (27.73%)
 Foreign Shr.: 16.82%

KOSPI 비교 차트



기업분석 3팀

허은혜, 엄희승, 정우식
 정진욱, 구본일

◆ 시장은 아직도 배고프다

주 5일제의 확산으로 사람들의 여가 활동이 증가할 것으로 예상되나 현재 국내 내비게이션 보급률은 약 20% 정도에 불과하다. 따라서 내비게이션 시장은 향후 큰 성장을 보이며 보급률은 2010년까지 50%에 이를 것으로 기대된다.

◆ 파이를 선점한 팅크웨어

팅크웨어는 국내 최초로 내비게이션 전용단말기를 출시하고 성장하는 내비게이션 시장에서 개척자 역할을 해오며 빠르게 시장을 선점함으로써 지난 3년간 평균 100%의 높은 성장률을 보여왔다.

◆ 경쟁이 격화되는 내비게이션 시장

내비게이션 시장이 큰 성장세를 보임에 따라, 많은 기업들이 뛰어들어 현재 100개의 H/W업체가 난립해있고, S/W부문에는 기존 3강 구도(팅크웨어, 엠앤소프트, 시터스)에 최근 SK와 파인디지털이 뛰어들어 경쟁을 벌이고 있다.

◆ 팅크웨어의 경쟁 우위

팅크웨어는 H/W와 S/W 사업을 동시에 영위하고 있다는 점에서 발생하는 시너지를 타사와 차별화된 강점으로 가지고 있다. 시장 초기부터 쌓아온 1등 브랜드 이미지와 데이터베이스, 기존 이용 고객들이 제공하는 피드백 또한 핵심적인 경쟁우위가 된다.

◆ 재편되는 시장에서 승리자가 될 것

2000년대 초의 mp3 시장과 비교해 볼 때, 현재 치열한 내비게이션 시장은 결국 과거 mp3계의 레인콤, 코원, 삼성과 같이 경쟁력 있는 업체들만으로 재편될 것으로 예상 할 수 있다. 팅크웨어는 현재 시장에서 차지하는 위치와 기술력을 고려 할 때 재편된 시장의 파이를 차지할 기업으로 판단된다.

◆ 목표주가 58,252원 41%의 기대 수익률로 매수를 추천

Research 3 Team은 리서치 결과 팅크웨어의 경쟁우위가 지속 가능하다고 보고, 향후 내비게이션 시장이 몇 개의 메이저 업체로 재편되는 시기까지 치열한 경쟁에서 살아남아 커진 시장의 파이를 차지할 기업으로 판단하여 목표주가 58,252원, 11월 9일 종가 41,400원 대비 41%의 기대 수익률로 매수를 추천한다.



I. 성장하는 시장의 마켓 리더 톱크웨어

1) 내비게이션 시장은 아직도 배고프다

내비게이션 시장의 선두기업

‘아이나비’라는 전자맵 브랜드로 시장에 알려진 톱크웨어는 국내 1위 내비게이션 업체이다. 내비게이션이란 인공위성을 이용한 위치정보시스템(GPS)을 기반으로 운전자가 차내에 장착된 전자장치를 통하여 정밀한 교통 및 지리정보를 얻을 수 있는 시스템을 말한다.

주 5일 근무제와 컨버전스 경향으로 수요 증가

이러한 내비게이션 시장에서 무엇보다 주목해야 할 점은 여전히 성장성의 요건을 갖추고 있다는 점이다. 현재 국내에서 내비게이션 보급률은 누적판매대수를 기준으로 약 20% 정도에 그치는 것으로 추정된다. 하지만 내비게이션이라는 기기에 대한 필요성은 날로 증가하고 있다. 주 5일제의 확산으로 사람들이 여가 활동이 증가했으며, 차량 이동 중에 길 안내 서비스뿐만 아니라 DMB, 실시간 교통정보서비스, 영화, 음악 스트리밍 등 다양한 콘텐츠에 대한 소비자들의 요구 또한 증가하고 있다. 이러한 요구들은 다양한 기능들이 컨버전스된 단말기를 선호하고 유행을 선도하는 얼리 어답터들을 시작으로 점차 사회 전반에 걸쳐 확산되는 추세이다. 따라서 현재 약 20%의 보급률은 향후 꾸준히 증가할 것을 추정해볼 수 있을 것이다. 내비게이션 산업에서 우리나라보다 약 10년 정도 앞선 일본의 경우 10년 전 20%대의 차량 내비게이션 단말기 보급률이 현재 60~70%에 달하고 있는 것을 확인할 수 있다. 따라서 우리나라의 경우도 이러한 추세를 밟을 것으로 예상되며, 당사에서도 2010년까지 보급률 50%를 예측하고 있는 실정이다. 여기에 현재 추진하고 있는 해외진출이 가시화되기 시작하면 그 시장 파이의 크기는 훨씬 더 증대될 것이다.

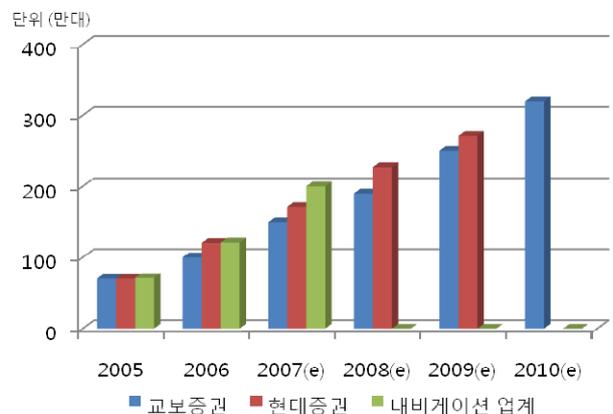
현재 20%의 보급률은 2010년 50% 수준으로 올라설 것

그림 1. 톱크웨어 제품들



자료: 톱크웨어 홈페이지

그림 1. 국내 내비게이션 시장의 규모 추이 및 전망



자료: Atlas Research Group

2) 톱크웨어, 파이를 선점하다

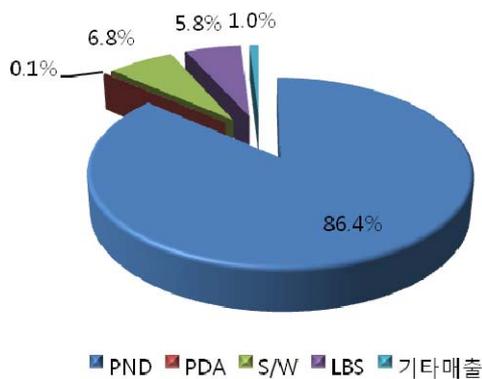
시장 선점을 통한
강력한 브랜드 인지도

팅크웨어는 이러한 내비게이션 산업의 핵심인 전자지도와 S/W를 개발하여 전용 단말기(PND), PDA, 휴대폰 및 컨버전스단말기(DMB, PMP)에 다양한 서비스를 제공하는 업체이다. 우리나라에서 내비게이션이 실제로 사용되기 시작한 2004년에 가장 먼저 내비게이션 전용단말기를 출시하고 아이나비라는 브랜드로 시장을 장악하기 시작했다. 그 결과 소비자에게 “내비게이션 = 아이나비”라는 인식을 심어주었고, 현재 내비게이션 시장에서 H/W기준 30%, S/W기준 45%의 점유율을 기록하며 통합 1위를 고수하고 있다. 현재는 수많은 내비게이션 업체들이 난립하고 있지만 제품의 질이나 시장인지도에서 톱크웨어에 크게 미치지 못하고 있는 상황이다.

시장 점유율 1위를
고수하며 년평균 100%
매출 고성장

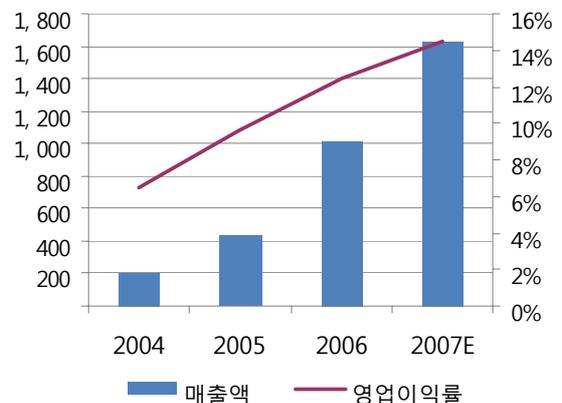
이렇듯 톱크웨어는 성장하는 내비게이션 시장에서 개척자 역할을 해오며 빠르게 시장을 선점함으로써 높은 브랜드 인지도를 형성하였고, 장기간의 노하우를 바탕으로 그것을 유지하며 지난 3년간 평균 100%의 높은 성장률을 보였으며 영업이익률 또한 꾸준히 상승해왔다.

그림 3. 매출구성



자료: 사업보고서

그림 4. 매출성장과 영업이익률 추이



자료: 사업보고서



II. 심화되는 경쟁현황

현재 6000억 규모의 내비게이션 업계는 경쟁이 치열하다. 집계처에 따라 추산치가 다르지만, 대략 100개에서 120개에 이르는 중소기업들이 경쟁하고 있는 실정이다. 내비게이션은 S/W(전자맵)와 H/W(단말기)부문으로 나누어지는데, 4~5개의 기업이 S/W부문에 진출해 있으며, 나머지 모든 기업들이 H/W부문에 진출해 있다. 자체적으로 제작한 S/W를 바탕으로 H/W까지 생산하는 업체는 팅크웨어가 유일했으나, 최근 소수의 중소기업들이 통합솔루션을 시도하고 있다. 이러한 상황에서, 2007년 하반기 SK에너지라는 대기업이 새롭게 이 시장에 진출하여 기존의 중소기업들과의 한판 대결이 예상된다.

1) H/W 업계는 춘추전국시대

H/W부문의 레드오션화
→장기적 시장재편 예상

내비게이션의 H/W를 만드는 시장은 한마디로 극심한 '레드오션'이라 할 수 있다. S/W 부문의 경우에는 진입장벽으로 축적된 데이터를 바탕으로 한 맵의 정확성과 지속적 업데이트와 같은 핵심적인 기술적, 서비스적 요소가 존재하지만, H/W부문의 경우에는 기업간 차별요소, 진입장벽이 거의 존재하지 않는다. 그로 인해, 올해 기준으로 30%의 점유율을 보이는 팅크웨어를 선두로, 2위와 3위인 지오텔(구. 카포인트)과 파인디지털 외의 기업은 점유율을 기타로 처리할 정도로, 많은 기업들이 H/W시장에서 다투고 있다.

H/W부문은 워낙 많은 영세기업들이 존재하는 가운데, 경쟁의 심화로 인한 가격 인하와 수요증가로 인한 원가의 상승으로 말미암아 S/W부문에 비해서 영업이익률이 높지 않다. 따라서 많은 업체들이 수익성 악화를 겪고 있고 그로 인해 최근의 '노바일렉트로닉스'를 비롯한 상당수의 중소기업들이 이미 도산 및 퇴출되었으며 이러한 현상은 앞으로 계속될 것으로 보인다. 도산한 업체의 내비게이션을 소지하는 경우엔 추가적인 업데이트나 A/S가 불가능하다. 따라서 소비자 입장에서는 브랜드를 선택할 때, 규모와 인지도 등에서 안정적인 기업을 선호할 수 밖에 없다. 장기적으로 H/W부문에서 시장이 정리되면, 팅크웨어의 H/W와 S/W의 점유율이 올라갈 것으로 추정할 수 있다.

2) S/W 업계의 경쟁상황

H/W부문보다 높은
진입장벽을 가진 S/W
시장

S/W시장의 경쟁을 위한 핵심요소는 맵에 있다. 맵의 정확성과 주기적인 업데이트 및 고객불만처리는 브랜드가치를 확립함에 있어서 매우 중요하다. 맵의 정확성



현재 국내 업체 중
S/W 보유 업체는
5여개

과 업데이트의 경우에는 축적된 데이터와 인력에 의한 지속적인 관리가 요구된다. 이러한 데이터의 축적과 지속적인 관리, 기술력의 향상을 위해서는 상당한 시간과 비용이 투입되어야 하기 때문에 S/W시장은 H/W시장에 비해 진입장벽이 높으며 개발된 맵이 검증되어 소비자의 선택을 받는 데에도 시차가 존재한다.

현재 국내에서 자체적으로 내비게이션용 맵을 제작할 수 있는 기업은 5개 내외이다. 팅크웨어의 '아이나비', 엠엔소프트의 '맵피' '지니', 시터스의 '루센', 파인디지털의 '아틀란' 과 최근에 S/W시장에 진출한 SK에너지의 '엔나비'가 존재한다. 시장 점유율은 팅크웨어가 45%, 엠엔소프트가 48%를 차지해 양강구도를 이루고 있는 가운데, 나머지 영세업체들이 소규모를 점하고 있다.

2005년 60%였던 팅크웨어의 S/W 점유율은 2006년 저가의 경쟁업체들이 등장하면서 35%로 떨어졌었다. 하지만, 품질상에서의 우위로 인해서 고객들이 다시 돌아오면서, 2007년 45%를 차지하며 상승하는 추세에 있다.

3) 대기업 SK에너지의 등장

일반적인 대기업의
강점이 성공을 보장하진
않는다

국내 내비게이션 업계엔 이미 삼성과 LG라는 대기업이 진출했다가 퇴출한 경험이 있다. 세계 시장에서도 '소니', '파나소닉'과 같은 대기업들이 내비게이션 시장에서는 고전하고 있다. 기본적으로 대기업들은 막강한 자본력을 바탕으로 유통과 마케팅에서 이점을 지닌다. 그러나 내비게이션 업계에서는 경험, 시간적 투자에 의한 맵 퀄리티와 업데이트 능력은 물론, H/W와의 효율적인 호환을 가능하게 하는 기술력이 핵심 요소로 작용하기 때문에 대기업들이 고전하고 있다. 내비게이션 시장은 일반적으로 대기업이 지니는 규모의 경제가 성공을 보장하지는 않는 시장인 것이다.

하지만, SK에너지는
주목할 필요가 있다

하지만 최근 S/W업계에 진출한 SK의 경우 기존의 대기업 진출과는 차이점이 존재하는 만큼 주목할 필요가 있다. SK에너지의 최대 강점은 기존영위사업인 주유소와 효과적인 연계가 가능하다는 점이다. 전국에 산재되어 있는 SK주유소를 통해서 판매와 업그레이드(Bluetooth를 통해서 주유소에서 제공)를 실시할 예정이라고 한다. '내비게이션'과 '주유'가 모두 '차'에 관련된 분야이며, 해당 제품에서 업그레이드가 차지하는 중요성을 고려하면, 이것은 상황에 따라서 매우 큰 이점이 될 수 있다.

단 SK에너지의 S/W '엔나비'는 기존에 가지고 있던 '토마토맵'의 업그레이드 버전으로 브랜드 인지도, 축적된 데이터의 분량에서는 '팅크웨어'에 비해 열세에 있어 SK의 유통망과 팅크웨어 등 중소기업의 기술력대결이 있을 전망이다. '엔나비'가 탑재된 제품이 2007년 10월에 발매되었기 때문에 아직 SK에너지가 어느 정도의 선전을 할 것인지는 확실치 않으며 앞으로의 움직임을 계속적으로 주시할 필요가 있다.



III. 경쟁상황에서 나는 지켜주는 것은?

1) 유일하게 H/W와 S/W부문 Total solution 제공

Total solution의 중요성

팅크웨어가 다른 경쟁사들과 가장 차별화되는 요소는 유일하게 H/W와 S/W 모두를 공급해 왔다는 것이다. 타 업체들의 경우 H/W나 S/W하나의 사업부문만을 가지고 있어 하나의 내비게이션을 만들기 위해서는 두 업체의 제품이 필요하다. 그런데 이런 경우 두 가지를 모두 생산할 능력을 갖추고 있는 팅크웨어에 비교해서 원가나 각 제품의 Customization 측면에서 경쟁력이 떨어질 수 밖에 없다. 또한 결국은 하나의 S/W를 다양한 사양의 H/W에 적용하는 과정에서 Customization의 어려움으로 발생한 문제가 전체 제품의 신뢰에 악영향을 주는 결과를 가져올 수 있다.

S/W에서 팅크웨어와 경쟁관계에 있는 만도 엠엠소프트의 경우 자사의 내비게이션 맵 '맵피'를 30개 H/W업체, 200여개의 모델에 제공하고 있다. 그러다 보니 각 모델 H/W사양의 다양성과, 수 많은 고객사들의 Customization 요구를 충족시키기에 벅찬 실정이고 이러한 역량의 분산은 관리의 문제를 야기한다.

실제로 최근 발생한 '맵피'의 GPS 오류 문제는 이것을 입증한다. 11월 800×480 해상도에 RMI 알케미칩을 내장한 단말기에서 처음 발생한 GPS 수신 오류는 "최근 급격하게 지원 기기를 늘리다 보니 고기능의 맵을 각 단말기에 맞게 Customizing 하는 작업을 제대로 못해서 생긴 결과"로 알려졌다.

반면에 팅크웨어는 브랜드 확장을 위해 LG전자, 유경테크놀로지, 유비스타, 프리넥스 등의 소수기업에만 S/W를 공급하는 전략적인 제휴만을 취하며 자사의 S/W 품질 관리와 개발에 역량을 집중 시키고 있다. 이 점에서 국내에서 유일하게 S/W와 H/W를 모두 생산하고 있는 팅크웨어의 경쟁력이 나타난다.

2) H/W와 S/W의 결합이 만들어내는 기술 경쟁력.

H/W와 S/W 사업의 결합을 통한 시너지 효과 창출

위에서 언급한 S/W와 H/W의 토탈 솔루션 제공은 비용 측면에서만이 아니라, 연구 및 개발 측면에서도 시너지 효과를 발휘한다. S/W와 H/W가 서로 다른 회사에서 따로 개발되어 단순 결합되는 경우 한 분야의 발전을 다른 분야가 따라가지 못하는 경우가 발생한다. 예를 들어, H/W의 발전속도가 S/W의 발전 속도를 따라오지 못하는 경우에는 더욱 발전된 형태의 S/W를 개발한다고 해도 H/W에 적용시키지 못하므로 구버전을 사용해야 한다든지 하는 문제가 발생하는 것이다. 그런데 팅크웨어의 경우 자사에서 사용할 H/W와 S/W를 개발 단계부터 함께 진행하기 때문에 모델마다 섬세한 매칭이 가능하다는 강점이 있다.

예를 들어, 최근 세계 최초로 G센서 기술을 적용한 아이나비 G1이 이러한 시너지를 활용한 대표적인 제품이다. G1은 지자기센서와 가속센서를 적용하여 고도차이를 인식하여 GPS가 고가도로 주변 주행 시 차량의 위치를 잘못 파악하는 오류를 줄였으며, 통신 장애가 발생하는 터널 내에서도 위치파악을 정확하게 할 수 있는 기술을 도입했다. 아직 완성단계에 이른 기술이 아니기 때문에 완성도의 측면에서는 부족함이 있으나, 국내외 어느 업체도 시도하지 못한 기술로, 팅크웨어를 제외하고는 이 G센서를 적용할 수 있는 업체가 없다. 왜냐하면 이 S/W를 판매한다고 해도 H/W상의 문제로 적용할 수 없기 때문이다. 이것은 H/W사업과 S/W사업을 동시에 가지고 있음으로써 발생하는 시너지의 좋은 예이다.

H/W와 S/W 사업의 결합은 세계적 추세

최근에는 이 시너지 효과의 중요성을 감지하고 H/W 사업만을 영위하던 기업들이 S/W분야를 확보하려는 움직임을 보이는 것이 세계적인 추세이다. 세계 최대 자동차 내비게이션 제조업체인 TomTom은 세계 2위의 디지털지도 제작업체인 Tele Atlas를 인수를 시도했다. Tele Atlas는 TomTom에게 인수를 제안받을 당시 적자기업이었으나, TomTom은 S/W와 H/W의 동시개발을 통해 충분한 시너지를 누릴 수 있다고 판단했기 때문에 7월 20일을 기준으로 직전 3달간 증가 평균에 32%의 프리미엄을 더하여 주당 €21.25(총 28억 달러)를 제시했다. 하지만 후에 미국 시장을 장악하고 있는 Garmin이 지난 11월 2일에 주당 €24.50(총 33억 달러)을 제시했고, 이에 TomTom은 11월 7일에 €30(총 40.5억 달러)을 제시하는 등 H/W업체들의 S/W업체 인수 경쟁이 치열해지고 있다.



또한 Tingkware는 현재의 S/W 수준이 더 이상의 '개선'을 통한 발전에는 한계에 도달했다고 보고 지난 2년간 '완전히 새로운 형태'의 S/W의 개발에 착수해 현재 60억의 개발비를 들여 완성하고 올해 안에 출시한다는 계획이다. 현재 이 S/W에 대한 내용은 비밀에 부쳐져 있지만 관심을 가지고 지켜볼 만 하다.

3) 브랜드 파워

프리미엄 브랜드 구축을 통한 경쟁력 강화

국내 제품 트렌드 매거진 '프로슈머 리포트' 4호에 따르면 소비자들이 내비게이션을 선택할 때 중요하게 작용하는 구매결정 요소에는 브랜드 신뢰도와 주변인의 추천과 간접경험이 있음을 알 수 있다. Tingkware는 시장 형성기부터 아이나비라는 브랜드를 내놓고 시장 선점 효과와 뛰어난 품질관리를 바탕으로 내비게이션의 대표 브랜드로 자리잡았으며 많은 수상 경력을 이를 뒷받침하다. 또한 시장 선점 효과는 우수한 기술력과 결합되어 현재 아이나비 맵은 소비자들이 가장 선호하는 브랜드로 타 제품에 비해서 높게 책정된 가격에도 높은 시장 점유율을 유지하는 브랜드 파워를 가지게 되었다.

또한 아이나비는 지속적인 개발과 업데이트를 통해 고객들에게 편의를 제공함으로써 내비게이션계의 프리미엄 브랜드로 그 입지를 확고히 하고 있다.

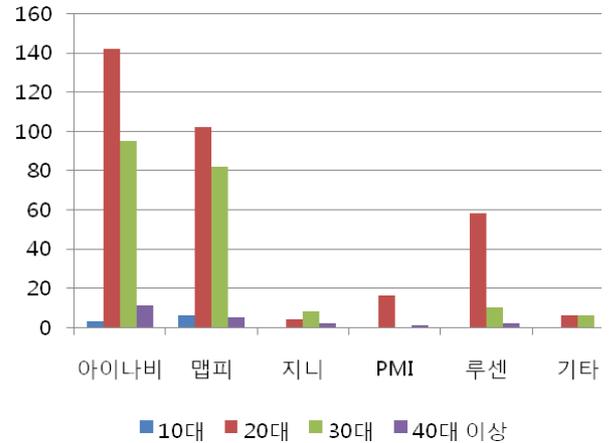
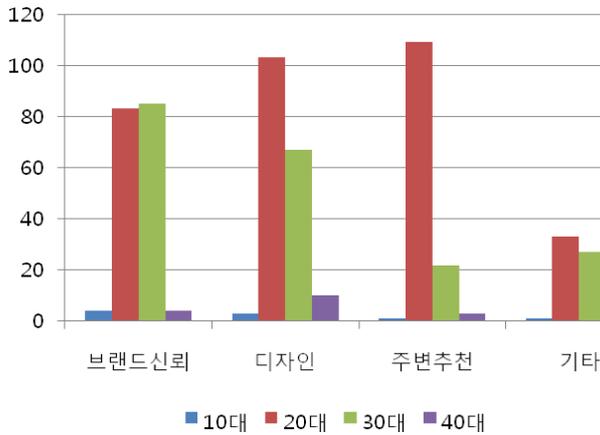
표 1. Tingkware의 수상내역

2003.12	대한민국소프트웨어 대상 대통령상 수상	2006.09	올해의 브랜드 대상 수상
2004.09	IR52 장영실상 수상(폰나비)	2005~2007	대한민국 퍼스트 브랜드 대상 수상
2005.07	산업자원부 선정 세계일류상품 지정 - 내비게이션 S/W 부문	2007	IR52 장영실상 수상(아이나비 G1)

자료: 매일경제

그림 5. 내비게이션 구매동기

그림 6. 맵 선호도



자료: 프로슈머 리포트 4호(2007.9)

자료: 프로슈머 리포트 4호(2007.9)

4) 방대한 데이터베이스와 기존 고객의 피드백

피드백을 바탕으로 한 양질의 데이터베이스 유지

내비게이션 맵을 제작하는 과정을 보면 1)원도를 스캐닝해서 디지털화하고 2)그것을 수치 지도화 하며 도로, 건물, 경로, 교통 정보를 숫자로 표현함으로써 데이터 베이스를 구축하여 내비게이션 맵을 작성한다. 3)여기에 경로탐색 엔진과 map matching, display 엔진이 결합되어 운전자에게 경로를 제시하는 것이다. 이 과정에서 발생하는 오류를 확인하고 수정하는 것이 맵의 정확도를 향상시키는 경쟁력이 되는데 여기에는 개발사의 노력뿐 아니라 소비자의 피드백이 필요하다. 지도의 특성상 매년 도로정보의 20%정도가 변하는데 그러한 변화를 맵업체가 혼자서 조사하고 update 하는 것은 거의 불가능하기 때문이다. 그러나 소비자의 경우 자신의 운행지역의 변화를 즉각적으로 파악할 수 있고 그것이 내비게이션에 반영되지 않을 경우 불편을 겪기 때문에, 동호회나 홈페이지를 통해서 건의 하는 형태로 피드백을 제공한다. 그 밖에도 맛집이나 추천 코스 등 각종 contents를 제공하는 역할을 한다. 즉, 이미 팔려나간 제품의 사용자가 많은 양의 정보를 제공하고 필요한 정보를 요구함으로써 맵의 질을 더욱 향상시켜주는 선순환 구조인 것이다. 바로 이것이 팅크웨어가 사업 초기부터 다수의 소비자를 확보함으로써 축적시켜온 노하우로, 현재 누적 보급 점유율이 50%에 이르고, 홈페이지 가입해서 활동하는 인증고객이 68만에 이른다는 것이 아이나비 맵의 핵심 경쟁력이 된다.

성장하는 시장 속의
치열한 경쟁

IV. Research 3 Team's Insight

1) 치열한 경쟁은 커지는 시장의 파이로 상쇄

시장의 급성장은 중소기업체의 난립이라는 결과를 가져왔다. 그에 따라 시장 초창기와는 다르게 팅크웨어는 치열한 경쟁상황에서 영업을 하게 되었다. 하지만 앞에서 밝혔듯이 시장의 규모는 급속하게 커질 것으로 예상된다. 따라서 치열한 경쟁 상황에 따른 리스크는 영세 기업들에게 더 크게 작용할 것이며, 팅크웨어와 같이 이미 시장에서의 입지를 구축한 업체들의 경우, 경쟁은 성장하는 시장전체의 파이와 상쇄될 수 있을 것으로 기대한다

2) 시장 재편의 생존자로 수혜를 입을 것

A. 2000년대 초반의 MP3 시장과 유사한 현재의 내비게이션 H/W 시장

현재의 내비게이션 업황은 2000년대 초반의 MP3 시장과 상황이 유사하다. 현재 내비게이션 시장이 처한 상황을 과거 MP3 시장과 비교하면 다음과 같다.

i. 진입장벽이 낮은 시장과 이에 따른 중소기업체의 난립

MP3시장과 내비게이션 H/W 시장 모두 진입자체가 어렵지 않다. 기술적으로 높은 사항을 요구하지 않기 때문이다. 1990년대 말과 2000년대 초를 지나면서 MP3



업체가 우후죽순 생겼던 이유는 어려웠던 시장환경에서 큰 기술개발 비용을 들이지 않고 생산할 수 있었던 제품이 바로 MP3이기 때문이다. 마찬가지로 디지털 지도만 공급받으면 H/W를 만드는 것은 어렵지 않다. 따라서 두 시장 모두 성장하는 시장 속에 낮은 기술 진입장벽으로 많은 중소기업체가 난립하여 경쟁이 치열하다는 공통점이 있다.

ii. 제품의 특성상 끊임없는 R&D와 A/S가 중요 - 규모의 경제

MP3와 내비게이션 같은 전자제품은 규모의 경제가 적용되는 상품이다. 끊임없는 R&D와 편리한 A/S가 반드시 필요한 시장이기 때문이다. R&D와 A/S의 경우 고정비의 성격을 갖는 지출이 많이 필요하다. 이러한 고정비의 비중을 낮추기 위해서는 매출을 늘리는 것이 필수적이고 이것이 바로 규모의 경제이다. 한 번 규모의 경제를 달성하면 단위당 원가 감소로 더욱 크게 투자를 할 수 있는 선순환구조를 갖는 것이 일반적이다. 따라서 치열한 경쟁상황에서 앞서 나간다면, 선도자의 이득(First mover's advantage)을 누릴 수 있다.

iii. H/W 시장의 재편

2000년대 초반 난립했던 국내 MP3업체는 1~2년 사이에 레인콤, 코원, 삼성 등으로 모두 정리되었다. 이렇게 업계가 구조조정된 이유는 위에서 밝힌 규모의 경제가 크게 작용했기 때문이라고 판단한다. 점점 더 붉게 물들어가는 시장환경에서 레인콤과 코원이 선도자로서 행동했고, 이들이 시장의 큰 부분을 차지하면서 제품 기술과 서비스, 디자인 측면에서 이들이 살아남는 원동력으로 작용했다. 그러나 경쟁력이 없는 영세 업체의 경우 경쟁을 견디지 못하고 사라졌다. 따라서 현재 비슷한 상황에 처한 내비게이션 H/W 업체들 또한 가까운 시일에 시장의 재편을 기대해볼 수 있으며 최근 노바일렉트로닉의 부도에서 볼 수 있듯이 그 징후는 이미 나타나고 있다.

B. 시장에서 팅크웨어의 위치 - 2000년대 초반의 레인콤과 비교하여

그렇다면 구조조정이 진행되는 내비게이션 시장에서 팅크웨어가 살아남을 수 있을까? Research 3 Team은 과거 MP3시장에서 살아남은 레인콤과 팅크웨어를 비교함으로써 그 답을 찾고자 한다.

i. 두 업체 모두 시장선도자로 활약

치열한 경쟁에서 시장을 이끌어나가는 업체라는 점은 팅크웨어와 레인콤이 가진 공통점이다. 치열한 경쟁상황에서 시장 선도자가 가지는 이점은 규모의 경제 외에도 여러 가지가 있다. 우선 고유 브랜드 구축은 여러 가지 브랜드가 난립한 시장에서 기기의 세세한 성능에 대해 크게 민감하지 않은 소비자를 유인할 수 있다. 이는 그대로 매출증대로 연결된다. 또한 시장 선도자는 트렌드세터(Trend Setter)로서 시장의 흐름을 자신이 이끌 수 있다. 2등 이하 추종자들이 일등이 지나간 흔적을 따라가고 있는 동안 선도자는 수요를 창출할 수 있는 기회를 부여 받게 되는

것이다.

ii. 기술적 진입장벽은 레인콤과의 차별화 포인트

팅크웨어가 가지는 레인콤과의 근본적인 차이점은 타사에 비해 확실한 경쟁우위가 있는 디지털지도(S/W)를 가지고 있다는 점이다. 레인콤의 경우 타 경쟁사에 비해 뛰어난 음향 기술을 갖고 있는 기업은 아니었다. 즉, 품질의 측면에서 모두에게서 공감할만한 반응을 이끌어내지는 못했고 이 것은 레인콤이 경쟁력을 상실하는 가장 핵심적인 요소로 작용했다.

그러나 앞서 살펴본 바와 같이 팅크웨어는 H/W와 S/W를 동시에 개발함으로써 업계 최고의 기술력을 보유하고, 장기간 동안 축적된 방대한 데이터베이스를 구축했다. 현재 웹상의 많은 내비게이션 커뮤니티에서 팅크웨어의 브랜드에 대한 선호가 높다. 기술과 서비스를 통해 시장의 공감대를 이끌어내고 있는 것이다. 이것은 내비게이션 사업에서 타사와 확실히 차별화된 경쟁우위를 형성하여 팅크웨어가 시장에서 살아남을 수 있다고 판단하는 근거가 되며 된다.

3) Valuation

앞에서 언급했던 우리의 생각들을 바탕으로 밸류에이션을 수행하였다. Discounted Cash Flow Method를 사용하여 밸류에이션을 수행하였는데, 밸류에이션 작업을 수행하기 위해서 사용한 가정들은 모두 우리의 리서치 결과를 반영하였다. 그 가정은 다음과 같다.

① 매출액 성장률

매출액 성장률은 내비게이션 시장의 성장과정을 고려하여 계산하였다. 현재 내비게이션의 보급률은 약 20% 정도 된다. 시장의 컨센서스와 외국의 사례, 팅크웨어 자체 추정은 2010년경 내비게이션의 보급률이 약 43.1%로 증가한다는 것이다. 자동차의 등록대수는 해마다 증가한다는 것을 고려해 보았을 때, 이는 매우 급속한 성장이다. 하지만 Research 3 Team은 자동차의 등록대수가 증가하지 않고, 교체수요도 발생하지 않는다고 가정하였다. 우리는 팅크웨어의 경쟁력은 현재의 시장점유율을 유지할 수 있을 만큼 강하다고 판단했기 때문에, 최소한 시장의 성장률 정도의 매출액은 달성할 수 있을 것이라고 가정하고, 밸류에이션에는 이러한 최소한 만을 반영하였다.



2010년 이후에는 내비게이션의 개념이 자동차 부속품에서 필수품으로 인식이 바뀔과 동시에 보급률이 더욱 높아지고, 교체수요가 증가할 것이나 그 증가세가 현재의 증가세에는 미치지 못할 것으로 판단하여 성장률을 점차 줄여나가 최종적으로는 한국의 GDP 성장률인 5%에 도달할 것으로 예상하였다.

② 영업이익률

영업이익률은 매출원가와 판매 및 관리비(판관비)가 중요한 요소로 작용한다. 우선 매출원가는 2002년부터 꾸준히 증가하는 추세를 보여왔으나, 2007년 그 추세가 꺾였다. 매출원가가 상승한 요인은 중요한 부품인 LCD 가격 때문인데, 팅크웨어는 LCD의 가격이 2008년 하락할 것으로 예상했다. LCD와 같은 High Tech제품은 갈수록 가격이 하락하는 추세를 보이므로, 보수적으로 앞으로의 매출원가는 2007년 수준을 유지할 것으로 가정하였다.

판관비의 경우 경쟁이 치열해지면서 광고비의 증가로 인해 판관비가 증가할 것으로 예상하였다. 그러나 그 동안의 추세를 살펴보면 판관비의 증가속도는 매출액 증가속도에 미치지 못하였다. 또한 매출액과 광고비, 판관비가 크게 증가한 2005년의 경우를 보면 광고비의 증가 보다 매출액의 증가가 훨씬 컸기 때문에 전체 매출액에서 판관비가 차지하는 비율은 오히려 감소했고, 이러한 추세는 2007년까지 지속적으로 관찰되었다. 또한 그 전까지의 시장도 레드오션이었고, 팅크웨어가 시장을 만들어가는 시기로서 광고비가 크게 필요했을 것으로 생각할 수 있다.

그러나 우리는 업계의 구조조정 시기를 2010년, 혹은 그 전으로 예상하였고,

보수적인 접근을 위하여 업계 구조조정이 진행되기 전 판관비가 갈수록 증가하고 그에 따라 영업이익률은 감소할 것으로 예상하였다. 그러나 구조조정이 일어나고 난 후에는 시장이 팅크웨어, SK 등 서너개의 업체만 존재하는 과점시장으로 변할 것이고, 판관비가 과거에 비해서는 낮은 비율로 유지될 것이라 가정하였다.

③ 할인율 및 유효법인세율

할인율은 Research 3 Team 이 팅크웨어에 대해 요구하는 수익률인 15%를 사용하였다. CAPM으로 구한 값이 존재하지만 우리는 CAPM으로 도출한 값보다 더 높은 수익률을 요구할 수 있다는 결론을 내렸고, 따라서 15%를 할인율로 적용했다. 유효법인세율의 경우 최신의 자료를 반영하는 것이 타당하다는 결론아래 16%를 적용하였고, 이는 현재 팅크웨어가 받고 있는 각종 세액공제 등을 반영하기 가장 좋은 자료라는 점에서 합리적인 수치라고 판단한다.

그림 7. Expected Cash Flow



	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12
매출액성장률			30.00%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	10%	10%	8%	8%
예산매출액	101,401,805	162,500,000	211,250,000	274,625,000	357,012,500	428,415,000	514,095,000	565,507,800	622,058,580	671,823,266	725,569,128
당업이익률		14.28%	13.48%	12.63%	11.75%	10.81%	9.83%	11.83%	13.44%	13.44%	13.44%
예산EBIT	12,675,782	23,210,430	28,472,777	34,633,043	41,932,015	46,325,554	50,553,656	67,237,252	85,466,392	92,903,703	93,680,000
NOPLAT	10,647,667	18,466,761	23,917,139	28,142,166	35,222,893	38,913,466	42,470,111	56,478,292	71,791,769	77,636,111	83,737,920
(-)유.무형자산상각비	2,150,373	10,400,000	13,620,000	17,676,000	22,848,800	27,418,560	32,802,272	36,192,438	39,811,745	42,886,689	46,436,424
현금유입	12,798,096	29,896,761	97,437,139	48,718,166	96,071,893	68,992,026	73,972,989	92,871,791	111,803,518	120,591,800	130,174,344
영업유동자산	16,635,595	26,659,117	34,656,852	45,053,907	58,570,080	70,284,096	84,340,915	92,775,006	102,052,507	110,216,707	119,034,044
순유동負債자산	3,535,075	7,008,972	3,111,889	11,845,182	15,398,711	18,478,459	22,174,144	24,991,558	28,890,714	28,977,171	31,295,945
기타 영업순자산	6,199,792	16,154,819	21,001,297	27,901,899	35,492,124	42,590,549	51,108,899	58,219,524	61,841,476	66,788,794	72,191,899
IC	28,370,452	49,822,901	54,759,772	64,200,703	109,460,914	131,353,097	157,623,715	173,385,088	190,724,697	205,992,673	222,461,286
예산ROIC(평균)	40.9%	49.9%	41.7%	39.1%	36.4%	32.3%	29.4%	34.1%	39.4%	39.1%	39.1%
예산ROIC(개초)	55.6%	68.7%	48.0%	45.0%	41.8%	35.6%	32.3%	36.8%	41.4%	40.7%	40.7%
IC평가액		21,452,449	14,946,870	13,430,992	25,280,211	21,892,189	28,270,619	15,762,372	17,998,809	15,257,978	18,478,814
(-)유.무형자산상각비	2,150,373	10,400,000	13,620,000	17,676,000	22,848,800	27,418,560	32,802,272	36,192,438	39,811,745	42,886,689	46,436,424
순부자액	31,882,448	29,466,870	27,006,892	48,109,011	49,310,743	68,172,881	68,172,881	51,854,871	57,180,358	68,264,666	62,815,038
예산FCFF	(1,955,688)	8,970,262	9,711,224	9,962,682	17,021,283	16,199,492	40,716,920	54,453,161	62,277,135	67,259,306	
할인가간	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
현재가치	(1,700,598)	6,782,807	6,385,288	5,898,198	6,482,586	7,003,487	15,908,999	17,800,895	17,709,049		

자료: SMIC Research 3 Team

그림 8. Assumption

WACC	15.00%
연구성장률	5.00%
예산 ROIC(2단계)	20.00%
FCFF추정(2단계)	62,803,440
Terminal Value	628,034,398
현재가치의 합	83,440,647
PV of TV	178,526,573
현금 + 시장성유가증권	11,934,119
비영업용자산	912,526

자료: SMIC Research 3 Team

그림 9. Conclusion

Value of the Firm	274,813,865
(-)Value of the Debt	3,425,827
Value of the Equity	271,388,038
발행주식수	4,637,100
적정주가	58,525
현재주가	41,400
Expected rate of return	41%

자료: SMIC Research 3 Team

V. 기타 이슈

1) Before Market과의 경쟁우려는 시기상조

BM의 낮은 성장성과 그에 대응하기 위한 충분한 능력 보유

내비게이션 시장을 판매 형태로 분류해 보면, 내비게이션을 차량에 탑재하여 판매하는 BM(Before Market)과 내비게이션을 별도의 제품으로 판매하는 AM(After Market)이 있다. 한국의 2007년도 내비게이션 누적 예상 매출 구성을 살펴보면 BM을 통한 판매량이 전체 360만 대 중 12만6천 대로 전체 매출에서 차지하는 비중이 3.5%에 머물고 있음을 알 수 있다. 하지만 자동차에 장착되는 대부분의 부품과 마찬가지로 내비게이션 역시 궁극적으로는 BM을 통한 판매가 이루어질 것이다.

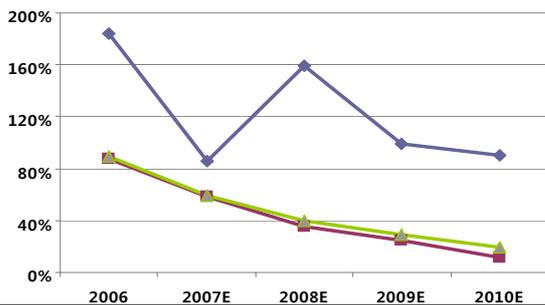
현재 도입단계에 있는 한국과 달리 본격적인 텔레매틱스 시장이 형성되어 있는 일본을 살펴보면 2003년부터 내비게이션 서비스가 크게 활성화되어 왔으며, 텔레매틱스 산업이 성숙기에 접어들었다고 평가된다. 통신사업자와 자동차 제조업체간

의 유기적인 M&A를 통하여 서비스를 제공하고 있는 일본은 주로 내비게이션과 교통정보 서비스에 역점을 두고 초기에 AM시장 위주였으나, 점차 BM시장으로 확대되었다. 이러한 사실은 팅크웨어의 매출이 AM을 통해서만 이루어진다는 측면에서 위험요소로 작용할 것이다.

하지만 BM의 성장이 우려하는 것만큼 빠르게 이루어지지 않을 것으로 예상된다. 현재 BM 내비게이션 가격은 평균 140만 원 수준으로 팅크웨어의 주력 제품이 50~90만 원에 분포하고 있음을 고려하면 AM의 가격경쟁력이 상대적으로 강하다고 평가된다. 또한 자동차를 설계하여 생산하기 위해 소비되는 기간이 2년 이상이 걸린다는 것을 감안해 볼 때, 성장기에 있는 내비게이션 시장의 S/W 개발속도를 BM의 자동차에 내장된 H/W가 충분히 소화할 수 없을 것이다.

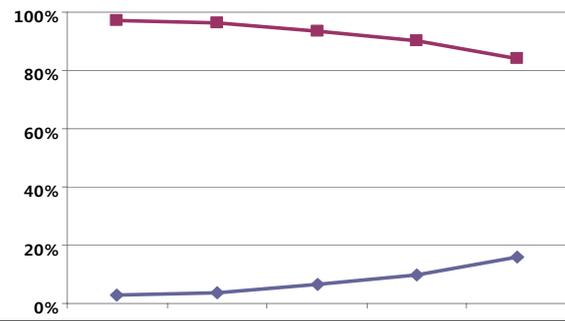
BM은 신규 판매 자동차를 대상으로 S/W를 판매하는 반면, AM은 현재 내비게이션 미장착 차량을 대상으로 H/W와 S/W를 동시에 판매하기 때문에 현시점에서는 AM의 매력도가 훨씬 크다. 또한 S/W를 보유하고 있는 팅크웨어는 이미 기존에 푸조와 BMW에게 내비게이션을 판매했던 선례가 있기 때문에 느린 BM의 성장에 대처할 만한 충분한 능력과 시간이 있다고 판단된다.

그림 10. 국내 내비게이션 성장률 추정



자료: 한국자동차공업협회, 데이코 D&C, 삼성증권 추정

그림 11. 국내 내비게이션 BM, AM 비중 추정



자료: 한국자동차공업협회, 데이코 D&C, 삼성증권 추정

2) 해외 시장 진출은 또다른 가능성

유럽시장으로의 본격적 진출 시도

팅크웨어는 국내에서 성공한 비즈니스모델을 토대로 유럽향 모델인 "ThinkNavi"를 개발하여 2006년에 독일 프랑크푸르트에 현지법인을 세움으로써 글로벌 기업으로서의 도약을 위해 노력하고 있다. 팅크웨어는 2002년 그리스에 15억 원 가량의 제품을, 지난해에는 자동차 전방부품 회사인 독일 하먼 베커사에 제조업자 설계생산(ODM) 방식으로 200억 원어치의 단말기를 수출한 경험이 있다. 또한 수출용 제품인 "ThinkNavi UZ"는 독일 IT매거진 "채널 파트너"로부터 유럽시장의 선도 업체인 TomTom에 대응할 만 하다는 호평을 받기도 했다.

이러한 호평 속에 독일을 중심으로 편중되어 점차 규모가 줄어들고 있던 수출이 현지 유통업체와 계약을 맺음으로써 본격적인 활로를 찾았다. 팅크웨어는 오스트리아 테크데이터사와, 러시아 컴스텀사와 내비게이션 공급계약을 체결하고 유럽 시장 공략을 위한 교두보를 확보했다고 11월7일에 언론을 통해 밝혔다. 공급기간은 지속적으로 계약 갱신을 통해 연장하는 장기계약의 형태로 유지될 것으로 예측

된다. 그 동안 유럽시장을 위한 S/W 개발을 다년간 준비했고 이번 계약을 통해 단순한 H/W만의 수출이 아닌 자사의 브랜드로 S/W를 직접 수출하기 시작했기 때문에 향후 해외시장 진출의 가능성이 보다 높아졌다.

VI. Research 3 Team은 매수를 추천

팅크웨어는 현재 크게 성장하는 내비게이션 시장을 선점하여 마켓리더로서 활약하고 있는 기업으로 시장과 함께 성장해온 기업이다. 현재 내비게이션 시장은 여러 군소 업체의 난립으로 경쟁이 치열한 상황이고, 대기업의 진출은 향후 리스크 요인으로 볼 수 있다. 그러나 우리 Research 3 Team은 리서치 결과 팅크웨어의 경쟁우위는 현재의 경쟁상황에서도 지속 가능하다고 판단했다. 또한 내비게이션 시장의 성장성이 큰점, 향후 내비게이션 시장이 몇 개의 메이저 업체로 재편될 것이라는 점을 고려할 때 팅크웨어는 치열한 경쟁에서 살아남아 커진 시장의 파이를 차지할 기업으로 판단하여 목표주가 58,252원, 현재 주가 41,400원 대비 41%의 기대 수익률로 매수를 추천한다.

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

