

대교(019680)

매수(유지) / TP:8,300원

주가(4/8, 원)	6,820
시가총액(십억원)	578
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저(원)	7,270/5,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	636
유동주식비율(%)	28.9
외국인지분율(%)	16.0

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2010A	792	64	72	49	527	(11.4)	108	11.4	3.4	0.9	7.7
2011A	818	60	81	53	562	6.6	106	11.1	3.5	0.9	8.0
2012A	772	40	53	32	246	(56.2)	71	25.8	5.4	1.0	3.7
2013F	789	58	79	60	639	159.7	80	10.7	5.0	1.0	9.5
2014F	837	68	90	69	729	14.2	90	9.4	4.0	0.9	10.2

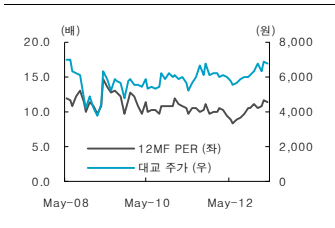
주: 순이익 및 EPS는 자본법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

교육의 일인자, 필수 소비재와 배당주 매력 돋보일 시점

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.6	0.9	10.2
상대주가(%p)	9.0	4.1	15.6

12MF PER 추이



투자 의견 ‘매수’, 목표주가 8,300원 유지: 대교에 대해 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 8,300원 (2013F PER 13.3배)을 유지한다. 목표 PER 13.3배는 당사의 필수소비재 Universe PER 19.1배를 30% 할인해 산출되었고 상승 여력은 24%다. 주력인 유·초등 학습지에서 약 37%대의 안정적인 시장 점유율이 돋보이고 학습지 부문 capex 완료에 따른 수익성 개선과 성장 사업부 턴어라운드 기대된다. 보유한 현금성 자산(1,707억원)과 신한지주 (399만주, 1,648억원) 가치가 현재 시가총액의 60%이며 PBR 0.9배의 안정적인 필수 소비재이다. 금년 배당 수익률이 4.0%로 초저금리 시기에 배당 매력도 부각될 것으로 예상된다.

2013년 수익성 개선 예상: 2013년 영업이익은 전년대비 44% 급증한 580억원으로 2012년 부진에서 벗어날 전망이다. 2012년의 저조한 수익성은 학습지 사업에서 학령 인구수 감소로 인한 회원수 감소와 러닝센터 도입에 따른 고정비 부담, 그리고 성장 사업인 소빅스(전집, 컨텐츠)에서 무형자산 상각 기준 변경 (4년→2년)과 개발비 조기 상각이 이루어졌기 때문이다. 학습지 부문은 러닝센터 도입에 따른 capex가 정점을 지나 고정비 부담이 완화되고 비효율 조직에 대한 구조조정에 힘입어 수익성 개선이 기대된다. 또한 하반기와 2014년에는 감가상각비가 축소되면서 수익성 개선이 한층 가시화될 것이다. 소빅스 사업에서도 2012년 비용 인식에 따라 흑자 전환이 예상된다.

2013년 이후에도 다양한 catalyst: 3년마다 단행한 학습지 단가 인상이 2007년 이후 이루어지지 않고 32,000원을 유지하고 있다. 최근 경쟁사에서의 단가 인상(3.3%)과 동사의 러닝센터 도입으로 강화된 경쟁력을 감안할 때 2014년에는 단가 인상이 이루어질 것이다. 이론적으로 단가 1,000원 인상 시 영업이익이 약 120억원 증가하는 효과가 있다. 또한 현재 별도 기준에 반영되지 않는 자회사 매출액이 2012년 기준 1,098억원에 달했다. 자회사를 통한 방과후 학교, 유·아동 관련 사업 및 해외 사업이 진행형이다. 그 외 교과서 및 컨텐츠 관련 사업도 진행하고 있어 현재 이익에는 기여하지 못하나 중장기적인 성장 동력을 확보하려는 노력이 긍정적이다.

자산 가치와 초저금리 시기에 배당 매력 부각 예상: 보유한 현금성 자산(1,707억원)과 신한지주(399만주, 1,648억원) 가치가 현재 시가총액의 60%이며 2013F PBR이 0.9배로 자산 가치가 돋보인다. 또한, 금년 배당 수익률이 4.0%로 초저금리 시기에 배당 매리트가 부각될 것으로 예상된다. 대교 우선주 예상 배당 수익률은 7.3%으로 우선주도 주목할 만하다.

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

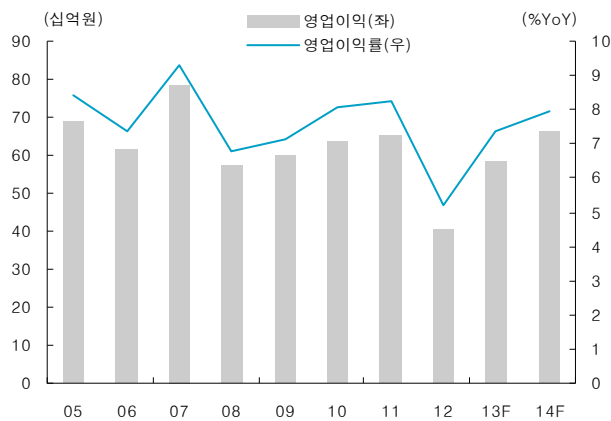
〈표 20〉 부분별 수익 추정

(단위: 십억원, %)

	07	08	09	10	11	12	13F	14F
매출액	847	794	787	792	794	772	789	837
학습지(눈높이사업)	760	742	738	735	727	707	717	756
소빅스(미디어사업)	31	29	26	46	69	71	64	73
전사기타	19	23	23	11	23	25	9	8
영업이익	78	57	54	64	65	40	58	67
학습지(눈높이사업)	90	71	68	56	64	53	59	66
소빅스(미디어사업)	-2	0	1	-10	-9	-13	1	3
전사기타	-9	-16	-16	18	10	-5	-2	-2
매출증감	1	-6	-1	1	0	-3	2	6
학습지	1	-2	-1	0	-1	-3	1	5
소빅스	-20	-7	-10	75	49	3	-10	14
전사기타	24	0	0	-52	107	11	-64	-8
영업이익 증감	27.3	-26.8	-6.6	19.2	2.5	-38.5	44.7	14.1
학습지(눈높이사업)	23.8	-20.8	-4.0	-17.7	14.0	-17.3	11.8	11.2
소빅스(미디어사업)	NA	NA	644.5	NA	NA	NA	NA	86.3
전사기타	NA	NA	NA	0.0	-42.7	NA	NA	NA
영업이익률	9.3	7.2	6.8	8.1	8.3	5.2	7.4	7.9
학습지(눈높이사업)	11.8	9.6	9.2	7.6	8.8	7.5	8.3	8.7
소빅스(미디어사업)	NA	0.5	4.3	NA	NA	NA	2.3	3.7
기타	NA	NA	NA	163.1	45.2	NA	NA	NA

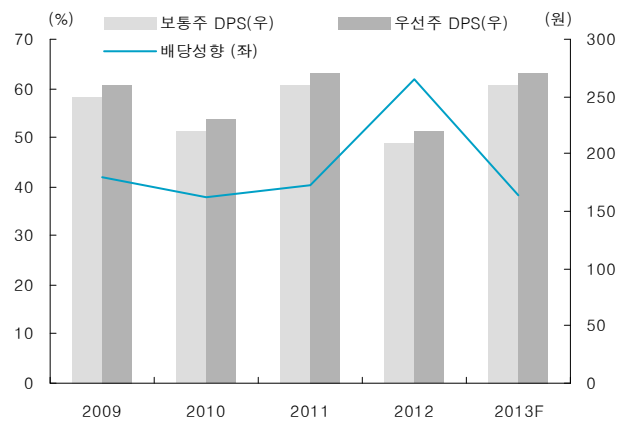
자료: 대교, 한국투자증권

[그림 40] 대교 수익성 2012년 바닥으로 완만한 개선 예상



자료: 대교, 한국투자증권

[그림 41] 대교 배당(보통주, 우선주) 및 배당성향



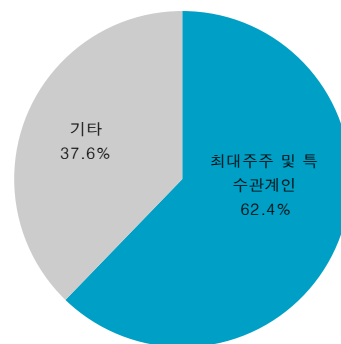
자료: 대교, 한국투자증권

[그림 42] 자회사 실적 요약

자회사	매출	영업이익
대교에듀피아	18	(5)
DK 에듀캠프	55	1
대교아메리카	6	(4)
대교홍콩유한공사	5	1
대교말레이시아	2	0
대교문고	13	0
대교 CSA	10	(1)
상해대교자순유한공사	1	(0)
북경대교자순유한공사	0	(0)
대교인도네시아	1	(0)
대교싱가폴	0	(0)
자회사 합산	110	(8)

자료: 대교, 한국투자증권

[그림 43] 지분 구조

주: 2013년 3월 기준
자료: 대교, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
유동자산	290	337	288	309	344
현금성자산	72	36	25	39	59
매출채권및기타채권	76	76	93	95	101
재고자산	21	25	17	18	19
비유동자산	594	493	504	512	535
투자자산	273	203	197	202	214
유형자산	126	135	139	139	139
무형자산	83	67	62	63	67
자산총계	885	830	792	821	879
유동부채	141	147	134	139	163
매입채무및기타채무	79	90	79	80	85
단기차입금및단기사채	5	4	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	63	38	24	25	26
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	204	185	159	164	190
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	71	68	68	68	68
자본조정	(47)	(48)	(55)	(55)	(55)
이익잉여금	449	484	491	527	570
자본총계	680	645	633	657	689
조정자본총계	673	638	616	653	694

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
영업활동현금흐름	67	42	41	67	95
당기순이익	55	61	32	60	69
유형자산감가상각비	44	46	31	22	22
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(39)	(63)	(19)	(3)	16
기타	7	(2)	(3)	(12)	(12)
투자활동현금흐름	(35)	(52)	(19)	(33)	(52)
유형자산투자	(17)	(7)	(24)	(22)	(22)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	15	(12)	16	(5)	(12)
무형자산순증	(20)	(24)	(26)	(1)	(4)
기타	(13)	(9)	15	(5)	(14)
재무활동현금흐름	(13)	(25)	(33)	(20)	(24)
자본의증가	2	1	2	0	0
차입금의순증	5	(1)	(1)	(0)	(0)
배당금지급	(18)	(23)	(25)	(20)	(24)
기타	(2)	(2)	(10)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	(0)	0	0
현금의증가	18	(36)	(11)	15	19

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액	792	818	772	789	837
매출원가	643	667	639	639	672
매출총이익	150	152	133	150	165
판매관리비	86	92	93	92	97
영업이익	64	60	40	58	68
금융수익	2	2	3	3	4
이자수익	2	2	3	3	3
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	13	19	10	17	18
관계기업관련손익	(6)	0	0	0	0
세전계속사업이익	72	81	53	79	90
법인세비용	20	20	13	19	21
당기순이익	55	61	32	60	69
기타포괄이익	33	(70)	(12)	(12)	(12)
총포괄이익	88	(9)	20	48	57
EBITDA	108	106	71	80	90
조정당기순이익	49	53	23	60	69

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	527	562	246	639	729
BPS	6,924	6,586	6,443	6,797	7,198
DPS	220	260	210	260	270
성장성(% YoY)					
매출증가율	(6.3)	3.3	(2.8)	2.3	6.0
영업이익증가율	6.3	(6.1)	(38.5)	44.8	16.7
순이익증가율	(12.5)	6.5	(56.5)	162.3	14.2
EPS증가율	(11.4)	6.6	(56.2)	159.7	14.2
EBITDA증가율	2.4	(1.2)	(36.1)	12.0	12.2
수익성(%)					
영업이익률	8.1	7.3	5.2	7.4	8.1
순이익률	6.2	6.4	3.0	7.6	8.2
EBITDA Margin	13.6	13.0	9.3	10.1	10.7
ROA	6.5	7.1	3.9	7.5	8.1
ROE	7.7	8.0	3.7	9.5	10.2
배당수익률	3.7	4.2	3.3	3.8	4.0
안정성					
순차입금(십억원)	(181)	(184)	(168)	(186)	(215)
차입금/자본총계비율(%)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	11.4	11.1	25.8	10.7	9.4
PBR	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
PSR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	3.5	5.4	5.0	4.0

■ Compliance notice

- 당사는 2013년 4월 9일 현재 상기 발행종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.