

Not Rated

목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/06/17,원)	4,730

영업이익(13F,십억원)	8		
Consensus 영업이익(13F,십억원)			
EPS 성장률(13F,%)	17.8		
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.9		
P/E(13F,x)	10.6		
MKT P/E(13F,x)	9.1		
KOSPI	1,883.10		
시가총액(십억원)	47		
발행주식수(백만주)	10		
유동주식비율(%)	33.1		
외국인 보유비중(%)	1.6		
베타(12M, 일간수익률)	0.52		
52주 최저가(원)	3,535		
52주 최고가(원)	5,450		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-1.1	25.5	16.4
상대주가	4.2	30.5	15.0



Small Cap

서승우  
02-768-3080  
seungwoo.seo@dwsec.com

# 삼성출판사 (068290)

## 스마트북 시장을 부킹(Booking)하다

### 사업 개시 이후 안정적 성장 유지

삼성출판사는 1951년 작은 서점으로 출발해 1964년 삼성출판사로 등록되었다. 이후, 계열사 런칭, 상호변경, 기업 분할 등의 과정을 거치며 2002년 현재의 사명으로 재상장했다. **유아 출판물에 강점을 보이고 있으며, 최근 관련 어플리케이션으로 주목받고 있다.**

삼성출판사의 주요 사업은 출판, 휴게소 운영, 임대업 등이 있으며 자회사를 통해 온라인교육(사명: 와이즈캠프닷컴) 및 문구/팬시/사무용품 제조, 판매업(사명: 아트박스)을 영위하고 있다. 2012년 연결기준 최대 매출 비중을 차지하는 사업은 출판 부문이었으나 2013년 아트박스가 연결 대상에 포함됨에 따라 부문별 매출 비중의 변화가 예상된다.

출판 산업은 문화사업과 교육 산업의 특징이 혼재돼 있는 시장이다. 세계 최고의 교육열을 자랑하는 국내 시장에서 삼성출판사의 **출판 사업은 안정적 Cash-cow 역할**을 담당하고 있다. **휴게소 운영과 임대업도 동사 실적의 안전판 역할**을 충실히 하고 있다.

### 2010년 이후 제품 믹스 개선으로 성장 모멘텀 장착

출판 사업은 전통적으로 경기방어주로 알려져 있다. 그러나 2009년 이후 경기 회복이 지연되고 중고책 및 전자책 시장이 활성화되면서 적자 출판사가 나타나기 시작했다.

같은 시기에 삼성출판사 또한 단위 사람에 대해 책의 구매 권수가 증가함에도, 타겟 연령층인 유아 인구수가 줄면서 실적 성장의 한계가 드러나기 시작했다. 삼성출판사는 별도기준 2009년 653억원(YoY + 17.2%)을 정점으로 2010년 585억원(YoY -10.4%), 2011년 564억원(YoY -3.6%)으로 매출액이 감소했다.

삼성출판사는 **침체된 시장을 돌파하기 위해 신제품 출시, 홈쇼핑 판매 등 Product mix 개선과 유통채널을 다양화**하고 있다. 또한, 동사는 **2010년 하반기 본격적인 스마트폰 보급과 함께 신성장 동력 사업인 스마트북 사업을 런칭**했다. 따라서 동사의 실적은 2011년을 저점으로 2012년 578억원(YoY + 2.5%)을 기록하며 소폭 증가했다. **2013년 이후에는 외형 성장뿐만 아니라 스마트북 사업의 이익 기여도 상승에 따라 수익성 개선도 예상된다.**

### 실적 성장과 함께 자산가치 또한 부각될 전망

삼성출판사는 본사 사옥 이외에 안양 물류창고 부지 및 부천 나대지 등을 보유하고 있으며 투자부동산의 장부가치만 약 227억원에 달한다. **사옥을 포함한 전체 부동산의 시장가치는 약 500억원에 이를 것으로 추정된다.**

본업의 성장 정체와 함께 가려져 있던 삼성출판사의 자산가치는, **스마트북 사업을 중심으로 하는 성장 모멘텀이 발생하며 주가의 프리미엄 요소로 부각될 전망이다.**

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (억원)	746	750	758	1,471	1,615	1,748
영업이익 (억원)	66	48	19	80	106	132
영업이익률 (%)	8.8	6.4	2.5	5.4	6.6	7.6
순이익 (억원)	61	58	38	45	61	78
EPS (원)	605	583	380	448	614	779
ROE (%)	9.9	8.9	5.5	6.2	8.1	9.5
P/E (배)	6.6	10.9	10.1	10.6	7.7	6.1
P/B (배)	0.6	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 2013년부터 자회사 아트박스 연결  
자료: 삼성출판사, KDB대우증권

### 스마트북으로 교육 어플리케이션 초기 시장 장악

삼성출판사는 2010년 5월, 출판사업 부문에 스마트북 사업을 추가하며 스마트기기 대중화 시대를 적극적으로 준비했다. 스마트북 사업은 삼성출판사가 보유한 콘텐츠에 음악과 영상을 더해 어플리케이션의 형태로 재구성하는 역할을 한다. 재구성된 어플리케이션은 관계회사인 스마트스터디(지분율 29%)가 보유한 플랫폼을 통해 소비자에게 제공된다.

2013년 5월 현재 구글플레이 교육 카테고리에서 삼성출판사의 콘텐츠 매출 순위는 1위(보들북), 2위(인기동화), 5위(내셔널 지오그래픽 키즈)에 랭크되어 있어 단연 독보적이다. 2012년 말 스마트스터디의 삼성출판사 관련 콘텐츠 총 다운로드 매출액이 월 3억원을 달성하며 삼성출판사의 스마트북 사업은 월간 기준으로 손익분기를 달성한 것으로 추정된다. **2013년 삼성출판사의 스마트북 사업은 매출액 20억원, 영업이익 4억원을 기록해 온기 기준 흑자전환 가능할 전망이다. 향후에는 제한된 고정비로 규모의 경제가 극대화될 것으로 보이며 전사 실적에 대해 이익기여도가 급상승할 것으로 기대된다.**

### 스마트스터디 보유 지분 가치도 재평가 예상

삼성출판사의 관계회사 스마트스터디는 플랫폼 사업을 영위하는 업체로 자사 브랜드 '핑크퐁'을 보유하고 있다. 2011년 초 월 1천만원에 불과하던 동사의 매출액은 같은 해 12월 월 1억원까지 수직 상승했으며 2012년 말에는 월 3억원까지 확대됐다.

2013년에도 월별 매출액은 꾸준히 증가 추세에 있어 스마트스터디의 온기 기준 매출액은 전년대비 4배에 가까운 100억원, 영업이익은 2012년 흑자전환에 이어 15억원까지 확대될 전망이다. **향후 스마트스터디의 성장에 따른 삼성출판사의 보유 지분가치도 재조명될 것으로 기대된다.**

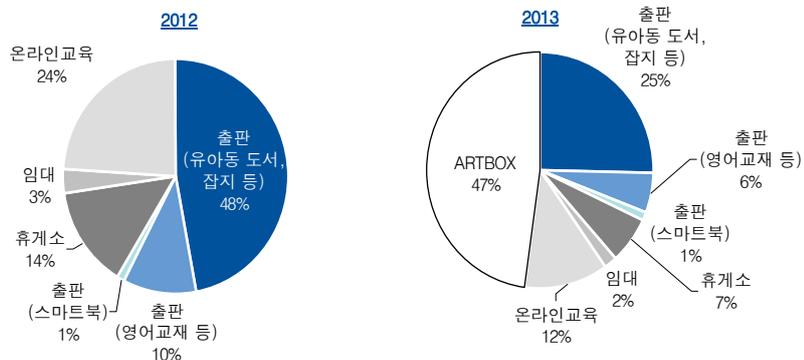
또한, 핑크퐁은 2013년부터 만화, 애니메이션, 게임 등의 유통 채널로도 빠르게 확장되고 있거나 계획되고 있어 스마트스터디는 향후 외형 성장 뿐만 아니라 브랜드 인지도 상승으로 이어질 수 있을 전망이다. 브랜드 인지도 상승은 곧 삼성출판사와의 영업 시너지로도 나타날 것으로 판단된다.

### 2013년 실적 턴어라운드 전망

삼성출판사는 **2013년 연결기준 매출액 1,471억원(YoY +27.6%), 영업이익 80억원(YoY +27.3%)을 기록할 전망이다**(2012년 실적은 삼성출판사와 아트박스의 실적을 각각 단순 합산). 2013년부터 연결에 편입된 아트박스(지분율 46%)가 매장 수를 늘리며 전체 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다. **2014년부터는 출판 부문 스마트북 사업의 이익기여도가 높아지며 전체 수익률 개선이 기대된다.**

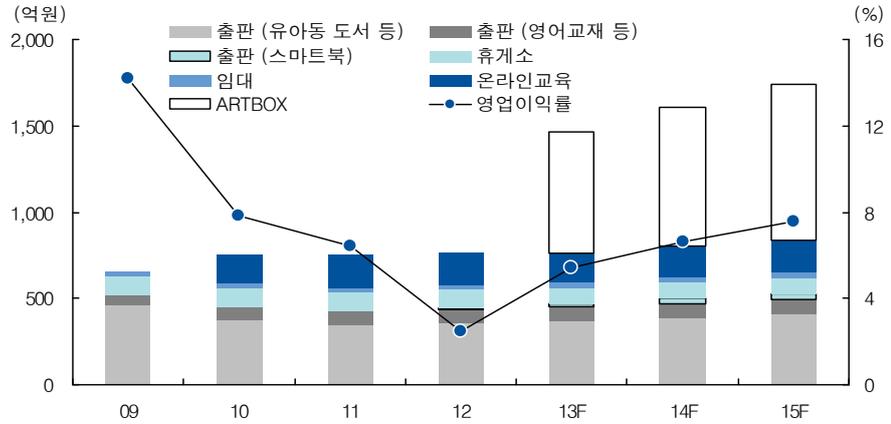
2013년부터는 스마트스터디의 지분법 이익도 가시화될 여지가 있다. 신성장 동력인 스마트북 사업의 시장 선점에 따른 삼성출판사의 향후 실적 개선에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

그림 1. 삼성출판사 2012, 2013년 매출 비중 변화 예상(연결기준)



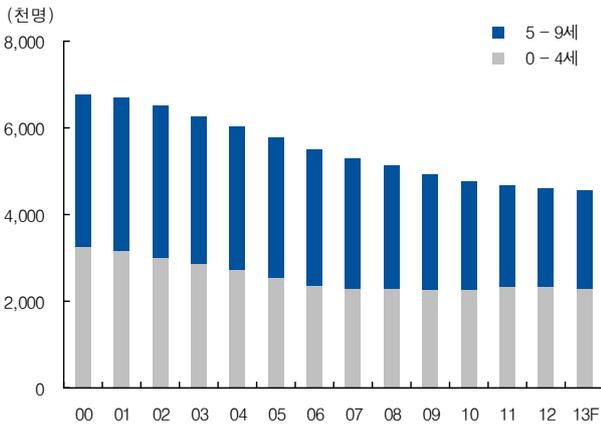
주: 아트박스는 2013년부터 연결 / 자료: 삼성출판사

그림 2. 삼성출판사의 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



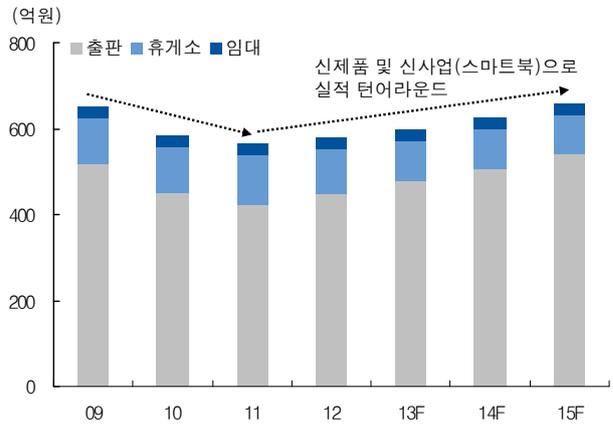
자료: 삼성출판사, KDB대우증권

그림 3. 영유아 인구 수 추이 및 전망



자료: 통계청, KDB대우증권

그림 4. 삼성출판사 별도기준 실적 추이 및 전망



자료: 삼성출판사, KDB대우증권

그림 5. 구글플레이 교육 카테고리 최고매출 순위(2013.6.14)



주: 삼성출판사 콘텐츠가 1위, 2위, 5위에 랭크되어 있으며 위 화면 6위까지의 콘텐츠 중 4위를 제외한 나머지 어플리케이션은 모두 유통채널(플랫폼)로 핑크퐁 사용중

자료: 구글플레이, KDB대우증권

그림 6. 삼성출판사 신제품: 교육용 빔 프로젝터 드림큐브2



자료: 삼성출판사, KDB대우증권

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당시의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성출판사 (068290)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>758</b>	<b>1,471</b>	<b>1,615</b>	<b>1,748</b>
매출원가	371	765	832	891
매출총이익	386	706	783	856
판매비와관리비	368	626	677	724
조정영업이익	19	80	106	132
영업이익	19	80	106	132
비영업손익	27	11	15	18
순금융비용	-4	2	2	2
관계기업등 투자손익	19	5	7	11
세전계속사업손익	46	91	121	150
계속사업법인세비용	-7	-20	-29	-36
계속사업이익	39	71	91	114
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>39</b>	<b>71</b>	<b>91</b>	<b>114</b>
지배주주	38	45	61	78
비지배주주	1	26	30	36
<b>총포괄이익</b>	<b>38</b>	<b>70</b>	<b>91</b>	<b>113</b>
지배주주	36	44	61	77
비지배주주	3	26	30	36
EBITDA	41	139	167	198
FCF	14	60	80	100
EBITDA마진율 (%)	5.4	9.5	10.4	11.4
영업이익률 (%)	2.5	5.4	6.6	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	3.0	3.8	4.5

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	45	140	135	164
당기순이익	39	71	91	114
비현금수익비용가감	19	76	76	84
유형자산감가상각비	15	36	37	40
무형자산상각비	8	23	24	26
기타	11	-2	-10	-10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12	11	-3	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	7	-14	-15
재고자산 감소(증가)	5	0	-15	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	3	10	8
법인세납부	-5	-17	-29	-36
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-20	-30	-61	-64
유형자산처분(취득)	-13	-34	-40	-45
무형자산감소(증가)	-2	-22	-27	-28
장단기금융자산의 감소(증가)	-39	23	-2	-1
기타투자활동	34	3	9	11
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-30	-85	-27	-27
장단기금융부채의 증가(감소)	-20	-69	-10	-10
자본의 증가(감소)	0		0	0
배당금의 지급	-10	-10	-10	-10
기타재무활동	0	-6	-7	-7
<b>현금의증가</b>	-10	27	47	73
기초현금	37	28	54	102
기말현금	28	54	102	175

자료: 삼성출판사, KDB대우증권

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>329</b>	<b>509</b>	<b>592</b>	<b>701</b>
현금 및 현금성자산	28	54	102	175
매출채권 및 기타채권	138	172	186	201
재고자산	106	235	250	262
기타유동자산	20	32	35	38
<b>비유동자산</b>	<b>536</b>	<b>729</b>	<b>735</b>	<b>737</b>
관계기업투자등	121	3	3	3
유형자산	79	187	190	195
무형자산	18	80	83	85
<b>자산총계</b>	<b>865</b>	<b>1,238</b>	<b>1,328</b>	<b>1,438</b>
<b>유동부채</b>	<b>74</b>	<b>246</b>	<b>251</b>	<b>254</b>
매입채무 및 기타채무	46	88	98	106
단기금융부채	0	110	100	90
기타유동부채	27	48	53	58
<b>비유동부채</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>69</b>	<b>73</b>
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	45	50	52	55
<b>부채총계</b>	<b>131</b>	<b>311</b>	<b>320</b>	<b>327</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>708</b>	<b>738</b>	<b>788</b>	<b>855</b>
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	262	262	262	262
이익잉여금	400	430	482	550
<b>비지배주주지분</b>	<b>27</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>256</b>
<b>자본총계</b>	<b>735</b>	<b>927</b>	<b>1,008</b>	<b>1,111</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	10.1	10.6	7.7	6.1
P/CF (x)	6.3	4.5	3.9	3.3
P/B (x)	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	8.7	5.2	4.1	3.2
EPS (원)	380	448	614	779
CFPS (원)	604	1,042	1,228	1,443
BPS (원)	7,079	7,377	7,882	8,552
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	26.1	22.4	16.3	12.8
배당수익률 (%)	2.6	2.1	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	1.0	94.1	9.8	8.3
EBITDA증가율 (%)	-40.1	237.4	20.0	18.7
영업이익증가율 (%)	-60.9	323.0	32.7	24.8
EPS증가율 (%)	-34.8	17.8	37.3	26.9
매출채권 회전율 (회)	5.5	9.9	9.5	9.4
재고자산 회전율 (회)	7.0	8.6	6.7	6.8
매입채무 회전율 (회)	35.6	44.9	33.1	32.5
ROA (%)	4.6	6.7	7.1	8.2
ROE (%)	5.5	6.2	8.1	9.5
ROIC (%)	5.8	16.9	16.7	20.0
부채비율 (%)	17.8	33.5	31.7	29.4
유동비율 (%)	447.4	207.1	236.4	276.0
순차입금/자기자본 (%)	-8.9	4.3	-2.1	-9.9
영업이익/금융비용 (x)	27.5	11.4	15.1	18.9