

# 교육

## 비중확대 (유지)

### TOP PICKS

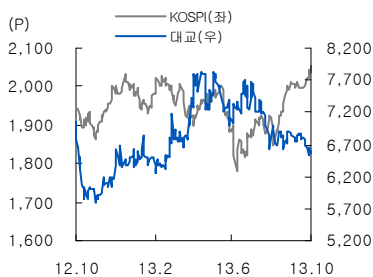
#### 대교 (019680)

투자의견 **매수 (유지)**  
목표주가 **8,500원**  
현재가 (10/18) 6,550원

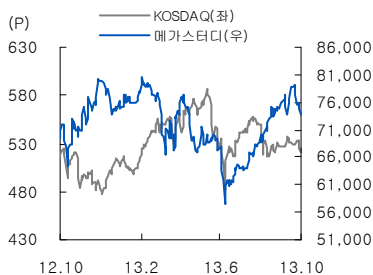
#### 메가스터디 (072870)

투자의견 **매수 (신규)**  
목표주가 **90,000원**  
현재가 (10/18) 73,800원

대교 주가추이



메가스터디 주가추이



### 손 주 리

02 6915 5717  
sodomysh@ibks.com

## 교육주, 질문 있어요!!!

### 시장환경이 긍정적으로 변하고 있다

2013년 2분기 가계당 사교육비 지출액은 21.5만원으로 전년대비 6.1% 증가하였으며, 소비지출대비 5.4%p 아웃퍼폼하였다. 2009년 정책적 리스크로 인해 사교육비 지출액 트렌드가 반전되었으나, 1) 2011년 3분기 증가세 회복에 이어 2) 2012년 4분기 3년만에 회복된 트렌드는 스프레드를 확대시키며 안정권에 진입하였다고 판단된다. 2013년 상반기 수치로 단순 추정컨대, 2013년 사교육비 지출총액은 2008년 고점을 소폭 상회하며 소비지출내 비중 또한 반전 될 것으로 예상된다.

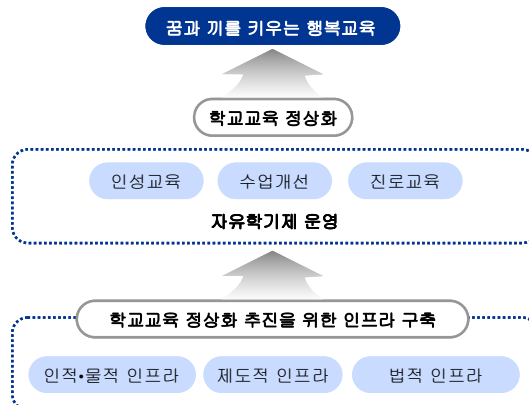
### 신규 성장모멘텀 확인 (스마트+해외)

부정적 외적환경으로 교육산업의 불황기를 겪은 업체들은 본업의 실적 부진을 보완하기 위해 수직·수평적 확대를 도모하였으며 신규시장 진출에 대한 필요성을 확인하였다. 교육산업 내 신규시장은 1) 정책적 수혜가 예상되는 스마트 교육(교육컨텐츠) 부문과 2) 해외시장 진출로 요약된다. 2014~2015년은 신규시장 진출의 성과를 확인할 수 있는 원년으로 판단되며, 투자대비 실질적인 회수가 가능한 종목의 차별화된 주가 흐름이 예상된다.

### 투자의견 비중확대 유지, 탑픽 대교(TP 8,500원)

교육산업에 대한 투자의견은 비중확대를 유지하며, 탑픽은 대교를 제시한다. 동사는 1) 시장환경이 점진적으로 개선되고 있고 2) 러닝센터 매출비중 확대에 따른 판매수수료 감소와 감가상각비 해소로 수익성 개선 효과가 기대되는 만큼 본업의 턴어라운드 가능성이 존재한다. 또한 해외법인을 통해 장기 성장 모멘텀이 기대되어 긍정적인 요소를 확인하였다고 판단된다. 이와함께 정책적 리스크가 완화되어 실적회복의 가능성이 보이는 메가스터디와 정책변화에 따라 안정적인 매출확보가 가능한 비상교육을 차선후주로 매수 추천한다.

### 신정부 교육정책 핵심 방향 : 학교교육 정상화로 행복한 학교 구현



자료: 교과부

## CONTENTS

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| I. 밸류에이션 및 추천종목 .....                          | 3  |
| 밸류에이션 .....                                    | 3  |
| 추천종목 .....                                     | 4  |
| II. 교육주, 질문 있어요!!! .....                       | 7  |
| 질문 1. 매크로는 변화하고 있는가? .....                     | 7  |
| 질문 2. 정부정책 리스크로만 해석해도 될까? .....                | 9  |
| 질문 3. 신규시장에 대한 목마른 욕구, 가능할까? .....             | 21 |
| III. 교육주, 정답은 없지만 해답은 있다 .....                 | 22 |
| 본업의 턴어라운드 가능성, 그리고 신사업의 트리거를 찾아라 .....         | 22 |
| 기업분석 .....                                     | 23 |
| 대교 (019680) 생각보다 아쉽지만, 기대감은 살아있다 .....         | 23 |
| 메가스터디 (072870) 비 온뒤 갭 .....                    | 33 |
| 비상교육 (100220) 9개월 간의 기다림을 지나, 다시금 봐야 할 때 ..... | 38 |
| 청담러닝 (096240) 봄이 오기전 마지막 꽃샘추위 .....            | 45 |
| 예림당 (036000) 가능성과 리스크는 종이 한장차이 .....           | 51 |
| 웅진씽크빅 (095720) 더 강한 체력으로 돌아올게!!! .....         | 57 |

## I. 밸류에이션 및 추천종목

### 밸류에이션

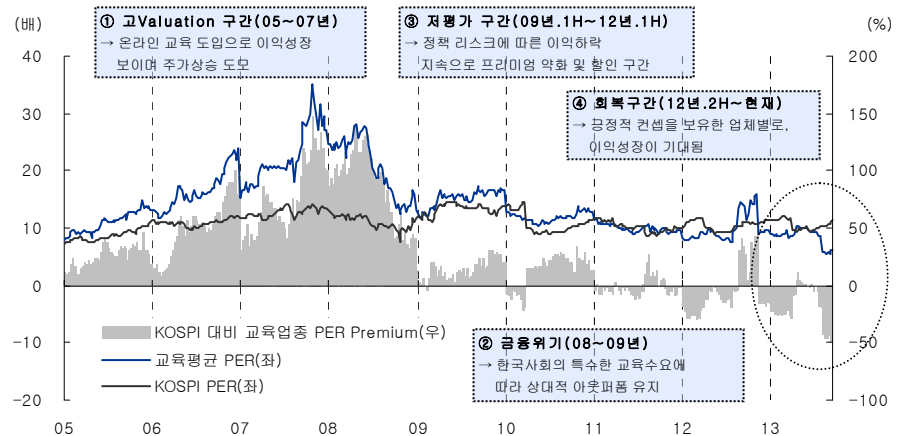
#### 매력도는 충분히 높아졌다

2013년 상반기, 교육업체 실적은 컨센서스를 충족시키는 수준에서 마감하였으며 타 업종 대비 주가 하방경직성을 보여왔다. 그러나 최근 과거대비 상대적 이익성장성이 높아짐에도 불구하고 전반적인 주가흐름은 부진해 업종 밸류에이션 매력도는 충분히 높아진 상태이다.

특히 학생수 감소세와 정책적 리스크로 인해 2009년 이후 급격히 둔화된 센터멘트는 1) 가계당 사교육비 지출액이 증가하고 (매크로 개선), 2) 구정부 대비 정책 리스크 요인은 완화되었으며 3) 신규시장(스마트교육, 해외시장)의 기대 가능성으로 개선되는 추세에 있다. 당사는 정책적 리스크에 대한 노출도가 컸던 중·고등 사교육 시장에 대한 보수적인 관점을 약화하며 “회복”의 관점에서 접근하기를 권고한다. 또한 2014~2015년은 교육업체들의 신규시장 진출의 성과를 확인할 수 있는 원년으로 판단됨에 따라 본업의 회복 가능성이 높고 신규 성장모멘텀을 확인한 종목별로 차별화된 밸류에이션이 적용될 것이다.

2014년(F) 교육업종 평균 PER은 9~10배이며, 현재 5~6배에 거래되고 있어 KOSPI 및 시장평균에 현저히 못미치는 수준에 위치하고 있다. 2013년 교육업종의 긍정적 변화와 현실화 과정이 확인됨에 따라, 교육업체의 실적개선에 반영될시 양호한 주가 흐름이 기대된다.

그림 1. KOSPI 대비 교육업종 FWD PER Premium



주: 교육업종은 IBK Universe(대교, 비상교육, 웅진씽크빅, 청담러닝, 에듀윌)포함 8종목(메가스터디, 정상제이엘에스, YBM시사) 가중평균  
자료: Wisefn, IBK투자증권

## 추천종목

## 탐픽은 대교(매수, TP 8,500원), 차선후주 메가스터디, 비상교육 제시

당사는 지난 리포트를 통해 교육업의 변화에 대해 확인하였다. 본 리포트의 아이디어는 “긍정적인 변화의 현실화”에 있다. 1) 가계당 월평균 사교육비 지출액은 2011년 3분기를 기점으로 성장세로 전환되었으며, 2012년 4분기 소비지출 증감율을 상회하는 본연의 특수성을 회복하며 안정세에 돌입하였다. 2) 또한 신정부 출범이후 완화된 정책환경에 따라 교육업체들에게 상대적으로 우호적인 환경이 기대되며 3) 2014~2015년은 신규시장(스마트교육, 해외시장) 진출의 성과를 확인할 수 있는 시점으로 판단된다.

## 탐픽

대교(매수, TP 8,500원)

대교는 부정적인 외부환경 속에서 러닝센터(자기주도학습 플랫폼)를 통해 학생수 감소에 따른 주력사업의 실적 부진을 보완해 왔다. 학생수 감소로 인한 전체 수요축소가 고정비 부담을 높여 이익개선 속도는 기대대비 느리지만, 1) 시장환경이 점진적으로 개선되고 있고 2) 러닝센터 매출 비중확대에 따른 판매수수료 감소와 감가상각비 해소로 수익성 개선효과가 기대되는 만큼 투자매력은 충분하다고 판단된다. 장·단기적으로 긍정적인 요소가 확인되고 해외법인을 통해 장기 성장모멘텀이 기대되는 대교를 업종내 탐픽으로 추천하며, 투자의견 매수, 목표주가 8,500원을 제시한다. 동사의 목표주가는 2014년 실적추정 영업이익과 비영업가치를 합산하여 산출하였다.

## 메가스터디

(매수, TP 90,000원)

메가스터디에 대한 투자의견은 매수, 목표주가 90,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2014년(F) 연결기준 EPS 8,612원에 PER 10.5배를 적용하였다. 적용 PER은 교육업종 평균 PER 9.5배에 10% 할증한 수준으로 1) 2009년부터 지속되어 온 대입시장의 정책적 리스크가 대입제도 간소화 정책을 통해 대부분 완화되었다고 판단되며 2) 오는 10월에 발표될 2017학년도(2016년 진행, 현재 중학교 3학년 대상) 대입제도를 통해 동사에게 좀더 우호적인 환경으로 변화될 것이기 때문이다. 현 주가는 2014(F)기준 PER 8.6배 수준으로 정책발표 이후 30%이상 상승하였으나 여전히 투자매력도는 높다.

## 비상교육

(매수, TP 21,000원)

비상교육에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가 21,000원으로 상향제시 한다. 동사의 목표주가는 2014년(F) 별도기준 예상 EPS 1,773원에 PER 12배(해외 유사업체 대비 20% 할인)를 적용하였다. 목표주가 상향이유는 1) 교과서 관련 비용과 추가집행된 비용(신규사업+교수지원비)이 2013년을 기점으로 대부분 해소되는 반면 2) 교과서 매출은 순차적으로 적용되며 2014년은 중학교 전학년과 고등학교 1~2학년의 공급매출이 반영되어 매출과 이익향상 기대감이 높기 때문이다.

동사의 현 주가는 지난 5월 고점대비 50%이상 하락하여 주가 하단에서 횡보하고 있다. 이는 긍정적인 이벤트가 준비되어 있음에도 불구하고 1) 교과서 가격제한 이슈와 2) 추가비용으로 과도한 분기실적 적자 규모에 따른 심리적 부담으로 판단된다. 그러나 형평성과 정책의 방향성에 따라 교과서 가격제한은 우려수준 보다 완화될 것으로 예상하며, 동사의 주요 비용은 2013년을 기점으로 대부분 해소될 예정이기 때문에 보수적인 상황을 고려해도 주가 상승 매력은 충분하다.

표 1. 해외 교육업체 투자전략 및 지표

(단위: 억달러, 달러, %, 배)

| 구분           | New Oriental                                       | 天舟文化                                               | Bebbese Holdings                                   | 아폴로 그룹                                             | 에듀케이션 메지니먼트                                        | 커리어 에듀케이션                                          | 스콜라ست릭                                             | 피어슨                                                |
|--------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 국가           | 중국(미국내상장)                                          | 중국                                                 | 일본                                                 | 미국                                                 | 미국                                                 | 미국                                                 | 미국                                                 | 영국                                                 |
| 주력사업         | 영어전문학원                                             | 영어전문학원                                             | 초중등생 통신교재 발간                                       | 대학 학위 취득 관련 온라인 교육업체                               |                                                    |                                                    | 교과서제작업체                                            |                                                    |
| 국내유사기업       | YBM시사닷컴                                            | 청담러닝, 정상제이엘에스                                      | 대교, 웅진씽크빅                                          | (05~07년기준) 메가스터디                                   |                                                    |                                                    | 비상교육                                               |                                                    |
| 현재가(각국 화폐단위) | 26.3                                               | 33.6                                               | 3,575.0                                            | 21.1                                               | 11.0                                               | 3.1                                                | 28.6                                               | 1,317.0                                            |
| 시가총액         | 41.6                                               | 51.1                                               | 3,662.7                                            | 23.8                                               | 13.7                                               | 2.1                                                | 9.1                                                | 107.8                                              |
| 매출액          | 2011 5.6<br>2012 7.5<br>2013F 9.6<br>2014F 11.5    | 2011 0.43<br>2012 0.44<br>2013F 0.83<br>2014F 0.97 | 2011 48.3<br>2012 53.7<br>2013F 45.4<br>2014F 47.6 | 2011 47.1<br>2012 42.5<br>2013F 36.6<br>2014F 32.1 | 2011 28.9<br>2012 27.6<br>2013F 24.9<br>2014F 24.0 | 2011 18.7<br>2012 14.9<br>2013F 11.6<br>2014F 10.6 | 2011 18.9<br>2012 21.4<br>2013F 18.0<br>2014F 18.3 | 2011 77.3<br>2012 80.2<br>2013F 96.7<br>2014F 90.6 |
| 영업이익         | 2011 1.0<br>2012 1.2<br>2013F 1.3<br>2014F 1.9     | 2011 0.1<br>2012 0.0<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 5.0<br>2012 4.3<br>2013F 3.9<br>2014F 3.6     | 2011 11.9<br>2012 7.4<br>2013F 5.1<br>2014F 3.3    | 2011 5.0<br>2012 3.4<br>2013F 2.2<br>2014F 1.8     | 2011 2.3<br>2012 -0.6<br>2013F -1.6<br>2014F -0.8  | 2011 1.1<br>2012 2.1<br>2013F 0.8<br>2014F 0.9     | 2011 11.0<br>2012 10.1<br>2013F 13.3<br>2014F 14.7 |
| EBITDA       | 2011 1.1<br>2012 1.5<br>2013F 1.5<br>2014F 2.3     | 2011 0.1<br>2012 0.0<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 6.6<br>2012 6.1<br>2013F 6.0<br>2014F 5.4     | 2011 15.0<br>2012 9.1<br>2013F 6.9<br>2014F 4.9    | 2011 6.5<br>2012 5.0<br>2013F 3.8<br>2014F 3.3     | 2011 3.2<br>2012 0.3<br>2013F -0.7<br>2014F -0.1   | 2011 1.7<br>2012 2.8<br>2013F 1.4<br>2014F 1.7     | 2011 15.1<br>2012 15.2<br>2013F 15.9<br>2014F 17.3 |
| 순이익          | 2011 1.0<br>2012 1.3<br>2013F 1.6<br>2014F 2.1     | 2011 0.1<br>2012 0.0<br>2013F 0.2<br>2014F 0.2     | 2011 2.4<br>2012 2.1<br>2013F 2.1<br>2014F 1.9     | 2011 5.7<br>2012 4.2<br>2013F 3.2<br>2014F 1.9     | 2011 2.3<br>2012 -15.2<br>2013F 0.5<br>2014F 0.3   | 2011 0.2<br>2012 -1.4<br>2013F -0.9<br>2014F -0.6  | 2011 0.4<br>2012 1.0<br>2013F 0.4<br>2014F 0.5     | 2011 15.3<br>2012 5.2<br>2013F 9.9<br>2014F 11.6   |
| EPS          | 2011 0.7<br>2012 0.9<br>2013F 1.0<br>2014F 1.3     | 2011 0.0<br>2012 0.0<br>2013F 0.1<br>2014F 0.1     | 2011 2.4<br>2012 2.1<br>2013F 2.1<br>2014F 2.0     | 2011 4.1<br>2012 3.5<br>2013F 2.8<br>2014F 1.8     | 2011 1.7<br>2012 -12.0<br>2013F 0.4<br>2014F 0.3   | 2011 0.3<br>2012 -2.2<br>2013F -1.1<br>2014F -0.7  | 2011 1.2<br>2012 3.3<br>2013F 1.2<br>2014F 1.7     | 2011 1.9<br>2012 0.6<br>2013F 1.3<br>2014F 1.4     |
| BPS          | 2011 3.6<br>2012 4.4<br>2013F 5.3<br>2014F 6.7     | 2011 0.5<br>2012 0.6<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 22.9<br>2012 23.5<br>2013F 20.9<br>2014F 22.4 | 2011 9.5<br>2012 8.3<br>2013F 9.9<br>2014F 11.2    | 2011 16.2<br>2012 4.0<br>2013F NA<br>2014F NA      | 2011 10.9<br>2012 9.1<br>2013F NA<br>2014F NA      | 2011 23.9<br>2012 26.4<br>2013F NA<br>2014F NA     | 2011 11.5<br>2012 11.4<br>2013F 11.5<br>2014F 12.1 |
| PER(x)       | 2011 44.0<br>2012 30.5<br>2013F 26.1<br>2014F 20.1 | 2011 71.3<br>2012 79.3<br>2013F 81.5<br>2014F 89.0 | 2011 16.3<br>2012 24.6<br>2013F 17.0<br>2014F 18.5 | 2011 10.4<br>2012 7.7<br>2013F 7.4<br>2014F 11.9   | 2011 14.2<br>2012 5.9<br>2013F 25.5<br>2014F 42.2  | 2011 2.0<br>2012 4.6<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 16.8<br>2012 7.0<br>2013F 24.4<br>2014F 17.2  | 2011 10.9<br>2012 33.8<br>2013F 16.9<br>2014F 14.8 |
| PBR(x)       | 2011 8.0<br>2012 6.1<br>2013F 4.9<br>2014F 3.9     | 2011 4.5<br>2012 2.9<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 1.8<br>2012 2.1<br>2013F 1.7<br>2014F 1.6     | 2011 4.9<br>2012 3.2<br>2013F 2.1<br>2014F 1.9     | 2011 1.5<br>2012 1.7<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 0.7<br>2012 0.4<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 1.1<br>2012 1.0<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 1.6<br>2012 1.7<br>2013F 1.8<br>2014F 1.7     |
| EV/EBITDA(x) | 2011 36.2<br>2012 23.5<br>2013F 21.0<br>2014F 14.1 | 2011 51.0<br>2012 44.8<br>2013F NA<br>2014F NA     | 2011 4.3<br>2012 6.8<br>2013F 4.6<br>2014F 4.9     | 2011 3.4<br>2012 2.7<br>2013F 2.3<br>2014F 3.2     | 2011 6.6<br>2012 4.5<br>2013F 6.9<br>2014F 7.8     | 2011 0.5<br>2012 0.5<br>2013F NA<br>2014F NA       | 2011 5.7<br>2012 3.2<br>2013F 7.0<br>2014F 5.9     | 2011 11.0<br>2012 11.3<br>2013F 13.0<br>2014F 11.9 |
| ROE(%)       | 2011 20.3<br>2012 21.7<br>2013F 19.5<br>2014F 20.4 | 2011 6.5<br>2012 NA<br>2013F NA<br>2014F NA        | 2011 11.3<br>2012 9.2<br>2013F 10.3<br>2014F 8.9   | 2011 44.1<br>2012 46.7<br>2013F 35.2<br>2014F 13.6 | 2011 11.0<br>2012 7.9<br>2013F -9.5<br>2014F 12.2  | 2011 2.1<br>2012 -0.5<br>2013F -19.6<br>2014F -6.0 | 2011 5.0<br>2012 NA<br>2013F NA<br>2014F NA        | 2011 16.7<br>2012 10.3<br>2013F 10.9<br>2014F 12.5 |

주: 2013년 10월 18일 종가기준

주2: 현재가와 시가총액은 각 국 화폐단위, 기타 투자지표는 달러기준

자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 2. 국내 교육업체 투자전략 및 지표

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 구분           |         | 대교    | 메가스터디  | 비상교육   | 청담러닝   | 예림당   | 웅진씽크빅  |
|--------------|---------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 현재가          | (10/18) | 6,550 | 73,800 | 11,150 | 13,200 | 5,260 | 5,880  |
| 시가총액         | (억원)    | 6,262 | 4,679  | 1,449  | 820    | 1,212 | 1,701  |
| 추정 회계기준      |         | 별도    | 연결     | 별도     | 연결     | 연결    | 별도     |
| 매출액          | 2011    | 7,937 | 3,436  | 1,118  | 1,033  | 563   | 7,514  |
|              | 2012    | 7,715 | 3,279  | 1,194  | 1,130  | 514   | 7,121  |
|              | 2013F   | 7,698 | 3,200  | 1,289  | 1,290  | 550   | 6,615  |
|              | 2014F   | 7,978 | 3,408  | 1,375  | 1,352  | 606   | 6,830  |
| 영업이익         | 2011    | 654   | 816    | 166    | 116    | 150   | 347    |
|              | 2012    | 403   | 583    | 220    | 166    | 108   | 69     |
|              | 2013F   | 520   | 552    | 224    | 194    | 137   | 172    |
|              | 2014F   | 585   | 652    | 315    | 211    | 158   | 248    |
| EBITDA       | 2011    | 1,118 | 923    | 229    | 173    | 162   | 592    |
|              | 2012    | 715   | 712    | 291    | 222    | 125   | 326    |
|              | 2013F   | 855   | 666    | 290    | 239    | 154   | 397    |
|              | 2014F   | 890   | 774    | 397    | 263    | 174   | 437    |
| 순이익          | 2011    | 611   | 683    | 149    | 108    | 106   | 212    |
|              | 2012    | 318   | 501    | 126    | 82     | 81    | -510   |
|              | 2013F   | 570   | 465    | 183    | 106    | 127   | 69     |
|              | 2014F   | 630   | 546    | 230    | 132    | 120   | 149    |
| EPS          | 2011    | 587   | 10,771 | 1,152  | 1,736  | 510   | 829    |
|              | 2012    | 306   | 7,904  | 972    | 1,327  | 365   | -1,935 |
|              | 2013F   | 547   | 7,336  | 1,400  | 1,651  | 551   | 237    |
|              | 2014F   | 605   | 8,612  | 1,773  | 1,814  | 523   | 516    |
| BPS          | 2011    | 5,548 | 49,245 | 8,441  | 7,458  | 2,419 | 9,974  |
|              | 2012    | 5,486 | 51,649 | 8,797  | 5,685  | 2,638 | 7,256  |
|              | 2013F   | 5,784 | 56,148 | 9,628  | 8,052  | 2,976 | 7,505  |
|              | 2014F   | 6,102 | 62,008 | 11,102 | 9,251  | 3,284 | 8,040  |
| PER(x)       | 2011    | 10.6  | 10.2   | 5.9    | 6.5    | 15.1  | 19.2   |
|              | 2012    | 20.8  | 9.9    | 14.4   | 11.5   | 14.4  | -3.4   |
|              | 2013F   | 12.0  | 10.1   | 8.0    | 8.0    | 9.5   | 24.8   |
|              | 2014F   | 10.8  | 8.6    | 6.3    | 7.3    | 10.1  | 11.4   |
| PBR(x)       | 2011    | 1.1   | 2.2    | 0.8    | 1.5    | 3.2   | 1.0    |
|              | 2012    | 1.2   | 1.5    | 1.6    | 2.7    | 2.0   | 0.8    |
|              | 2013F   | 1.1   | 1.3    | 1.2    | 1.6    | 1.8   | 1.0    |
|              | 2014F   | 1.1   | 1.2    | 1.0    | 1.4    | 1.6   | 1.1    |
| EV/EBITDA(x) | 2011    | 5.1   | 7.2    | 3.7    | 2.9    | 10.3  | 9.3    |
|              | 2012    | 8.2   | 6.1    | 7.0    | 3.9    | 10.3  | 10.6   |
|              | 2013F   | 6.7   | 5.4    | 5.9    | 2.8    | 8.6   | 6.4    |
|              | 2014F   | 5.7   | 4.1    | 4.3    | 2.3    | 7.4   | 5.6    |
| ROE(%)       | 2011    | 9.3   | 22.1   | 11.9   | 18.1   | 18.5  | 8.3    |
|              | 2012    | 5.0   | 14.4   | 9.1    | 13.1   | 12.9  | -22.2  |
|              | 2013F   | 8.8   | 12.5   | 12.0   | 14.3   | 17.2  | 3.3    |
|              | 2014F   | 9.3   | 13.5   | 13.4   | 14.7   | 14.6  | 6.9    |

주: 2013년 10월 18일 종가기준, IBK투자증권 추천종목은 당사 추정치에 근거함

주2: 연결기준은 지배주주순이익 반영

자료: Bloomberg, IBK투자증권

## II. 교육주, 질문 있어요!!!

### 질문 1. 매크로는 변화하고 있는가?

#### 사교육비 지출 트렌드 안정적인 정착

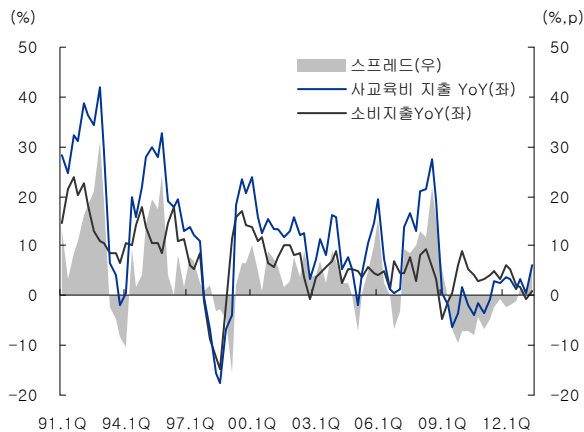
2013년 2분기  
가계당 월평균 사교육비  
21.5만원(+6.1%,YoY),  
스프레드 5.4%p 확대

가계당 월평균 사교육비 지출액은 경기에 민감하게 반응하며, 소비지출액 증감을 대비 아웃퍼폼하던 트렌드를 유지해 왔다. 다만 2009년 사교육비 경감대책이라는 정책적 리스크로 인해 1) 사교육비 지출액 증감율은 감소세로 전환, 2) 소비지출 대비 아웃퍼폼하던 트렌드 또한 반전되었다.

그러나 2011년 3분기부터 사교육비 지출액은 증가세로 전환되었으며, 8분기 연속 성장추세를 유지하고 있다. 또한 2012년 4분기, 3년만에 사교육비 지출 트렌드를 회복하였다. 2013년 2분기 가계당 월평균 사교육비 지출액은 21.5만원(도시 2인가구 이상, 명목기준)을 기록하며 전년대비 6.1% 증가하였다. 이는 전년 4분기에 회복한 사교육비 지출 트렌드 회복의 안정적인 정착으로 파악되며, 점진적으로 확대될 것으로 예상된다.

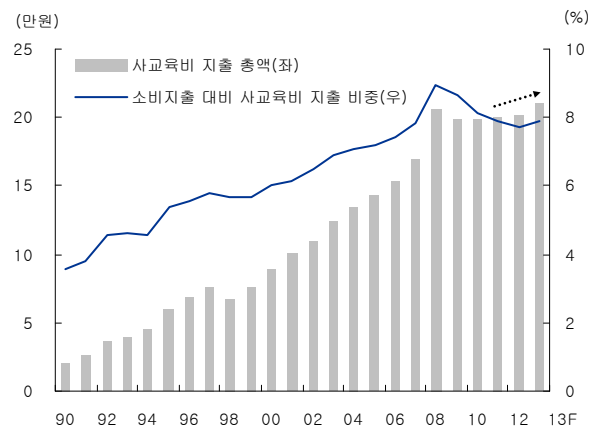
2009년을 저점으로 연간 사교육비 지출 총액은 증가하고 있으나, 과거 고점 수준 회복은 어려웠다. 그러나, 2013년 상반기 수치로 추정컨대 2008년 고점을 소폭 상회하며 소비지출 대비 비중 또한 반전될 것으로 예상된다. 요컨대, 사교육비 지출액은 경기민감도에 따른 변동속도가 빠른 반면 정책적 변화에 따른 변동속도는 느리다. 때문에 전년 4분기 과거 트렌드를 회복하고 3분기 연속 지속해 온 점은 의미있는 반전으로 판단되며, 본질적인 사교육비 지출에 대한 가계부담은 증가하고 있음이 확인되었다.

그림 2. 가계당 월평균 사교육비 지출액 증감율



주: 도시 2인가구 이상 근로자 가구 기준(명목)  
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 3. 가계당 월평균 사교육비 지출 총액 및 비중



주: 2013년 상반기 평균 수치  
자료: 통계청, IBK투자증권

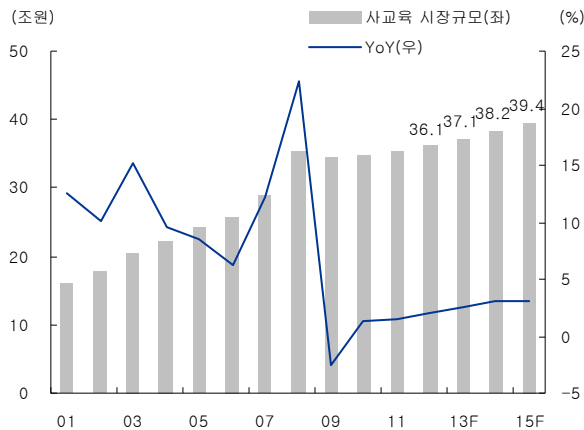
### 2014년 국내 사교육 시장 규모 38.2조원(+3.1%,YoY) 전망

2014년 초등학교 학생수 감소세가 최저점을 기록하며, 저학년부터 점진적인 학생수 감소폭이 둔화될 것으로 예상된다. 최근 합계출산율(15~49세 기준, 여성 1명이 평생동안 낳을 수 있는 평균 자녀수)이 3년 연속 증가하고 있으며 출생아수 또한 과거대비 긍정적이다.

또한 신정부 출범 이후, 변화된 정책들이 공교육 강화의 방향성은 동일하나 수험생의 혼돈을 예방하는 측면에서 간소화 되었기 때문에 궁극적으로는 과거대비 사교육 시장에도 우호적인 환경이 조성될 것으로 예상된다.

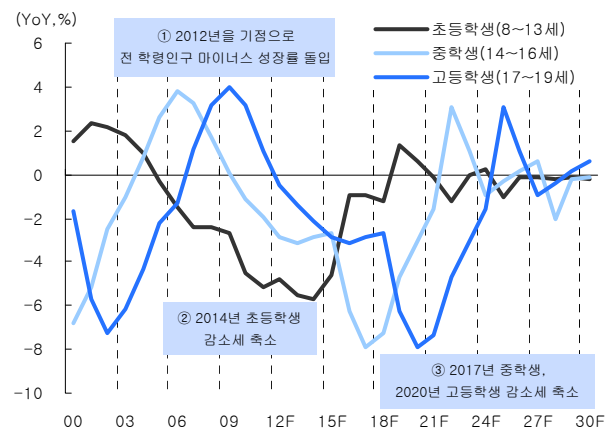
이 같은 시장 흐름의 변화를 고려할 때, 2014년 국내 사교육시장 규모는 저년대비 3.1% 성장한 38.2조원을 기록할 전망이다. 2009년 구정부의 정책 리스크로 둔화되었던 사교육 시장 규모는 부정적인 환경에도 불구하고 한국사회만의 특수한 교육열에 따라 성장세를 유지해 왔으며, 상기 언급한 부정적 환경이 점진적으로 완화되어 전년대비 성장폭은 다소 높아질 것으로 판단된다.

그림 4. 국내 사교육 시장 규모 추이



주: 국내 민간 소비 증감율은 IBK경제 13.3Q 추정기준 (4.0%→2.7%변경)  
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 5. 학령인구수(8~19세)증감율 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

표 3. 국내 사교육시장 규모 추정치

(단위:조원%)

| 구분           | 2007  | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 가구당 연평균 교육비  | 322   | 384     | 390     | 398     | 393     | 385     | 393     | 403     | 414     |
| 정규교육         | 106.4 | 121.6   | 136.4   | 142.4   | 134.2   | 121.7   | 124.3   | 127.6   | 131.1   |
| 사교육          | 203.3 | 248.2   | 239.2   | 238.0   | 240.1   | 242.9   | 248.0   | 254.7   | 261.6   |
| 기타교육         | 12.4  | 13.9    | 14.5    | 18.1    | 18.9    | 20.1    | 20.6    | 21.1    | 21.7    |
| 수정 가구수       | 1,339 | 1,348   | 1,357   | 1,362   | 1,367   | 1,374   | 1,380   | 1,385   | 1,389   |
| 국내 교육시장 규모   | 28.9  | 35.3    | 34.4    | 34.9    | 35.4    | 36.1    | 37.1    | 38.2    | 39.4    |
| 국내 명목 GDP    | 975.0 | 1,026.5 | 1,065.0 | 1,173.3 | 1,237.1 | 1,252.0 | 1,406.8 | 1,506.6 | 1,613.9 |
| 국내 명목 교육 GDP | 55.6  | 60.9    | 63.4    | 64.9    | 67.7    | 70.0    | 69.9    | 72.6    | 75.4    |
| 비중           | 6.4%  | 6.6%    | 6.6%    | 6.2%    | 6.1%    | 6.2%    | 5.5%    | 5.4%    | 5.3%    |

주: 국내 민간 소비 증감율은 IBK경제 13.3Q 추정기준 (4.0%→2.7%변경)  
자료: 통계청, IBK투자증권

## 질문 2. 정부정책 리스크로만 해석해도 될까?

대입전형 개선 주요내용을 비교하면 다음과 같다. 본질적으로 사교육을 억제하고 공교육을 강화하겠다는 의사는 일맥상통하나, 합리적이고 완화된 정책으로 개선되었다고 판단된다.

표 4. 대입전형 개선 주요 내용 비교

| 구분           | 현행                              | 15~16학년도                                                                         | 17학년도 이후                                                                  | IBK코멘트<br>사교육에 미치는 영향?                                                                                                             |
|--------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 대입전형 간소화     | 전형 수 과다                         | 수시는 4개, 정시는 2개 이내<br>전형방법                                                        | 좌동                                                                        | - 고1~2학년 대상, 내신이<br>부족한 수험생은 정시에<br>집중해야 함<br>- 수시와 정시의 분명한 구별 要                                                                   |
|              | 수시에서도 수능성적 반영                   | 수시 수능 최적화학력 기준완화<br>권장<br>→ <b>등급으로 지정(백분율 지정)</b>                               |                                                                           |                                                                                                                                    |
| 전형 예고시기      | (대교협) 1년 6개월 전<br>(대학) 1년 3개월 전 | (대교협) 2년 6개월 전<br>(대학) 1년 10개월 전                                                 | (대교협) 2년 6개월 전<br>(대학) 1년 10개월 전                                          |                                                                                                                                    |
| 전형 발표내용      | 충분하지 않은 발표내용 및<br>발표후 잦은 변경     | 발표 내용 구체화, 발표후<br>변경제한                                                           | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
| 고른기회 입학전형 확대 | 균형적인 학생 선발 미흡                   | 고른기회 입학전형 활성화<br>입학 학생 다양성 확대                                                    | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
| 학생부 반영 비중 강화 | 수시모집 중심 반영                      | 수시및 정시에서 대학의 학생부<br>반영 내실화                                                       | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
|              | 석차 9등급(상대평가)                    | 석차 9등급(상대평가)                                                                     | 석차 9등급(상대평가)<br>→ <b>2019년까지 상대평가<br/>유예(2020학년도 이후는 16년<br/>하반기에 결정)</b> |                                                                                                                                    |
|              | 서술형(비교과) 기록 부풀리기등<br>발생         | 서술형 기록 적정화 및 내실화                                                                 | 학생부 성취평가 신뢰성<br>확보지원                                                      |                                                                                                                                    |
| 수능개선         | (국/영/수) 수준별 수능                  | (영어) 수준별 수능 폐지<br>→ <b>출제범위 : B형(어려운전형)<br/>영역<br/>(국/수) 16학년도 까지 유지</b>         | 문이과 통합안 검토<br>→ '13.10월 발표                                                | - 영어: 어려운 영역<br>- 현재 고1~2 수험생의 혼란을<br>막기위해 국어/수학은<br>2017학년도부터 적용<br>- 현재 중3(2017학년도)은<br>탐구과목 1개 + 한국사 1개, 총<br>2과목을 추가적으로 공부해야 함 |
|              | (탐구) 영역 내 2과목 선택                | 좌동                                                                               | (탐구)최대 2~3과목 수준                                                           |                                                                                                                                    |
|              | (한국사) 선택과목                      | 좌동                                                                               | (한국사) 필수과목화                                                               |                                                                                                                                    |
|              | EBS 연계율 70%                     | 좌동                                                                               | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
| 대학별 고사       | 고교에서 준비하기 어려운 문제<br>출제          | 교육과정 총론의 "일반과목" 수준<br>이내에서 출제                                                    | 좌동                                                                        | - 논구술이 폐지되는 것은 아님,<br>따라서 교과서 출제범위의<br>제한이 무의미 한다고 판단됨<br>- 현재 수준(과열) 보다 완화된<br>사교육 이용 예상                                          |
|              | 정보 부재로 논술준비 어려움                 | 논술 문제 및 채점기준 공개<br>→ <b>가급적 미시행 학교교육으로<br/>준비가능</b>                              | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
|              | 면접 및 적성검사로 수험부담<br>가중           | 문제풀이식 구술형 면접과<br>적성고사 지양<br>→ <b>"지양" 강조 유지</b>                                  | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
| 모집시기         | 수시 1,2회사 원서 접수                  | 수시 원서 접수 기간 통합                                                                   | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
|              | 정시모집 가, 나, 다군별<br>분할모집          | 정시모집 모집단위내 군별<br>분할모집 폐지<br>→ <b>모집정원 입학정원이<br/>200명인 경우, 2개 군까지<br/>분할모집 가능</b> | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
|              | 수능 11월 첫째주 실시                   | 수능 11월 둘째주 실시<br>→ <b>2015학년도 수능 :<br/>2014.11.13(목) 시행</b>                      | 수능 11월 마지막주 또는 12월<br>첫째주 실시 검토                                           |                                                                                                                                    |
| 대입전형 지원체계    | 대학중심의 대입전형 관리운영                 | 대학, 고교, 학부모 등이<br>참여하는 대입전형 운영지원<br>기구 구성 검토                                     | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
|              | 대학의 협력을 유도하기 위한<br>기제 미흡        | 공교육 정상화 디어대학,<br>지원사업 도입                                                         | 좌동                                                                        |                                                                                                                                    |
|              | 민간업체 원서접수 대행                    | 공동원서접수시스템 구축                                                                     | 합격자 일괄 발표 시스템 구축<br>검토                                                    |                                                                                                                                    |

주: 볼드체는 2013.09.23 발표된 15~16학년도 대입전형으로 업데이트 된 부분.  
자료: 교육부, IBK투자증권

### ① 학교교육 정상화 추진, [공교육 정상화 촉진에 관한 특별법] 발의(13.05.09)

신정부 교육정책의 가장 핵심 키워드는 “학교교육 정상화”에 있다. 2013년 5월, 공교육 정상화 촉진에 관한 특별법을 발의하고 향후 학교교육 정상화를 위한 점진적인 제도 정비를 추진할 계획이다.

#### ▶ [공교육 정상화 촉진에 관한 특별법] 주요사안

- 학교 교육과정 편성·운영 및 공정한 학생평가에 대한 지도·감독
- 초·중·고등학교 정규 교육과정 및 방과후 교육과정에서 선행교육 및 이를 유발하는 평가/행위를 금지함
- 대학별 고사(적성검사, 논구술 등)에서 고등교육 범위와 수준을 넘어서는 출제 금지
- 상기 선행교육 금지, 대학입학전형 규정을 위반시 행정처분 강화

표 5. 학교교육 정상화 추진을 위한 과제별 추진 로드맵

| 과제명    |                                 | 2013년 주요 추진일정                                                            | 진행시기        | IBK코멘트<br>사교육에 미치는 영향?                                               |
|--------|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-------------|----------------------------------------------------------------------|
| 선도모델   | 중학교 자유학기제 도입                    | - 중학교 자유학기제 시험계획수립<br>* 연구시범학교 운영(13.9월)                                 | 13.5월       | - 본질의 왜곡가능성이 높음<br>- 한학기 동안 공교육의 책임이<br>완화되어 사교육으로의<br>수요이동이 예상됨     |
| 인성교육   | 학교·가정·사회가 함께하는 인성교육<br>실천운동 활성화 | - 우수 인성교육 프로그램 공모 인증<br>심사결과 발표(13.5월)<br>- 인성교육 실천주간 운영(13.9월)          |             |                                                                      |
|        | 학교체육 활성화                        | - 학교체육활성화 방안 발표                                                          | 13.5월       |                                                                      |
|        | 학교 폭력 예방 강화                     | - 현장중심의 학교폭력근절 대책 수립                                                     | 13.7월       |                                                                      |
| 수업개선   | 핵심역량 중심 교과서 개발                  | - 교과별 핵심역량 선정 및 모형개발 추진                                                  | 13.5월~14.2월 | - 교육컨텐츠(스마트교육)<br>시장에 대한 성장 가능성 확인                                   |
|        | 인성교육 중심 수업강화                    | - 교사 연수, 수업연구회 지원등을 통한 교사<br>역량 제고(2013년)<br>- 수업 모델 및 교수/학습자료 개발 추진     | 13.5~10월    |                                                                      |
|        | 학교 교육과정에 기반한 평가로 시험부담 완화        | - 창의 교육을 위한 학생평가 개선방안<br>마련(13.10월)<br>- 선행학습 영향평가 등 세부계획 수립<br>(13.12월) |             |                                                                      |
| 진로교육   | 진로탐색 및 체험지원 확대                  | - 학교진로교육 프로그램 시범운영 실시                                                    | 13.4월       |                                                                      |
|        | 체험중심 진로교육을 위한 지역사회 연계 강화        | - 중장기 교원 인력 수급계획(안)                                                      | 13.4월       |                                                                      |
| 인프라 구축 | 학급당 학생수 및 교원 1인당 학생 수 감축        | - 교원수급계획과 연계한 학급당 학생 수 감축<br>세부 추진 계획 수립<br>- 중장기 교원 인력수급 계획(안)          | 13.6~10월    |                                                                      |
|        | 교원행정업무 경감                       | - 교원 교육전념 환경 조성방안 마련<br>* 행정업무 부담경감, 교원확충, 교원평가제도<br>개선 등                | 13.10월      |                                                                      |
|        | 대학입시간소화                         | - 대학입시 간소화 방안 마련                                                         | 13.8월       | - 구정부(이명박정부) 대비<br>완화된 정책<br>- 사교육업체들에게 구정부<br>대비 상대적으로 우호적<br>환경 조성 |
|        | 안전한 환경 조성                       | - 학생안전지역 지정에 관한 정책연구 추진<br>학생안전지역 지정                                     | 13.5~9월     |                                                                      |
|        | 공교육 정상화 촉진특별법 제정                | - 공교육정상화촉진특별법 발의(4월) 및 제정<br>추진                                          |             |                                                                      |

자료: 교육부, IBK투자증권

## ② 대입제도 간소화 및 발전방안 발표('13.08.27)

- ▶ 2015학년도 대입전형 9월 23일 발표, 2017학년도 대입전형 10월 확정
- ▶ 2015~2016학년도 대입수능은 현행을 유지하되, 복잡한 전형을 개선
- ▶ 2017학년도 대입수능 한국사 독립영역 적용
- ▶ 구정부의 교육정책은 대부분 유예 및 사실상 폐지

### ▶ 주요사안

- A/B형 대입수능은 2016학년도 부터 전면폐지(외국어 15학년도, 언어·수리 16학년도)
- 대입전형 간소화로 수시·정시만을 통해 대입진학 가능
- 수능제도 변경 예고제 강화
- EBS 수능연계를 현행과 유지
- NEAT(국가영어능력평가시험)는 수능과 연계하지 않음
- 한국사 문·이과에 관계 없이 필수 응시과목

지난 2013년 8월 27일, 대입제도 간소화 및 발전방안에 대한 발표가 있었다. 신정부가 연초 3월에 발표했던 대입간소화의 구체화 작업으로 판단되며 수능제도 변경시 3년전 예고하겠다는 정부의 의지가 있는바 본격적인 신정부의 대입제도는 2017학년도(2016년 시행)에서 확인될 수 있을 것이다.

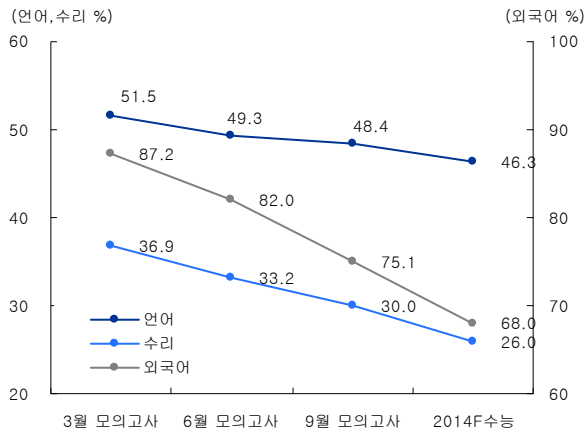
본 보도자료의 핵심은 1) 현재 진행되고 있는 대입제도의 간소화, 2) 향후 2017학년도의 합리적인 대입제도 진행에 있다.

### A/B형 대입제도 폐지와 대입간소화 진행

정부는 우선적으로 현재 진행하고 있는 A/B형의 대입제도를 잠정적으로 폐지할 계획이며, 제도의 간소화를 통해 3,000여개 이상 진행되고 있는 입학전형을 축소할 예정이다. 대입제도 간소화를 통해 최대 대학교에서 반영할 수 있는 전형의 수는 6개(수시4개+정시2개)로 축소되어 사실상의 입학전형관계의 폐지와 다름없는 결과로 판단되며, 수시와 정시의 역할을 분명히 함에 따라 점진적으로 수시의 최저학력기준은 완화될 것이다.

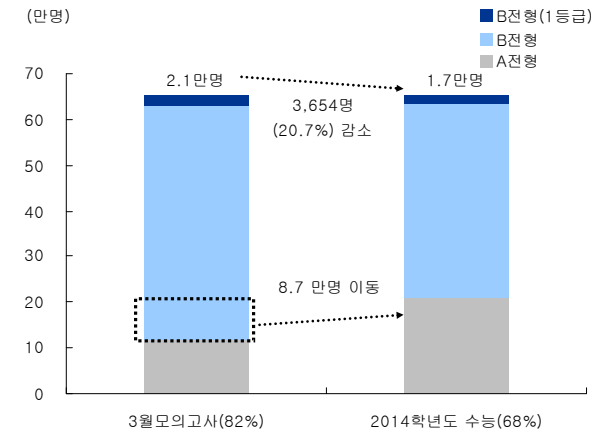
본래 A/B형 수능의 취지는 2009교육과정에 근거해 수준별 학습과 평가가 가능하게 함에 있다. 그러나 B형 응시자 감소에 따라 A/B형 전형 모두 등급의 불이익을 받는 결과를 초래하고 있어 본연의 취지에 반하고 있다. 특히 외국어 영역의 경우, 지난 3월 모의평가에서 87.2%였던 B형 응시생 비중이 오는 수능에는 68%로 축소되었다. 모수감소에 따라 B형의 1등급 학생수가 20%가량 줄어들 것으로 판단되며, A형으로 옮겨간 학생때문에 기존 A형은 학생들은 등급이 밀리게 되는 결과를 초래할 것으로 판단된다. 이에 따라, 가장 빠른 학생의 이동추이(B형→A형)를 보이고 있는 외국어 영역(2015학년도 폐지)을 우선으로 2016학년도 수능에는 본제도가 전면적으로 폐지될 계획이다.

그림 6. 2014학년도 수능 모의고사 영역별 비중



주: 3월 모의고사는 재학생 기준  
자료: 한국교육평가원, IBK투자증권

그림 7. B형 응시자 축소로 전체 수험생 불이익 예상



주: 2014학년도 수능 65만명 응시자 기준  
자료: IBK투자증권

그림 8. 대입전형 간소화 : 대학별로 전형방법은 최대 6개 이내로 사용(정원내 기준)

&lt; 종전 전형운영 예시 (전형방법 수 : 수시 8개, 정시 5개) &gt;

| 구분    | 전형명      | 모집단위   | 모집인원         | 선발방법         | 전형요소                       |
|-------|----------|--------|--------------|--------------|----------------------------|
| 수시    | 논술 우수자   | 전모집단위  | 100          | 주선60<br>일반40 | 학생부30+논술70                 |
|       | 학교생활우수자  | 전모집단위  | 200          | 주선50<br>일반50 | 학생부40+논술60                 |
|       | 수학능력우수자  | 전모집단위  | 100          | 일괄합산         | ①학생부교과 ②서류                 |
|       | 미래형인재    | 전모집단위  | 100          | 단계선발         | ①학생부교과 ②서류+연결              |
|       | 사회공헌-배려자 | 전모집단위  | 100          | 단계선발         | 서류100                      |
|       | 여체능우수자   | 여체능계열  | 100          | 일괄합산         | ①학생부 ②서류                   |
| 수시 소계 |          |        | 700          |              | 분야에 따라 실기·특기               |
| 정시(가) | 일반전형     | 연극(연기) | 50           | 일괄합산         | 학생부 20+수능20+실기60수능100      |
|       |          | 연극(연출) | 50           | 단계선발         | ①수능 100 ②학생부 20 +수능40+실기40 |
|       | 전모집단위    | 100    | 주선70<br>일반30 | 수능100        | 학생부30+수능70                 |
| 정시(나) | 학교생활우수자  | 전모집단위  | 100          | 일괄합산         | 서류 100                     |
| 정시(다) | 일반전형     | 전모집단위  | 100          | 일괄합산         | 수능100                      |
|       | 일반전형     | 경영학부   | 100          | 일괄합산         | 수능100                      |
| 정시 소계 |          |        | 500          |              |                            |
| 합계    |          |        | 1,200        |              |                            |

&lt; 개선된 전형운영 예시 (전형방법 수 : 수시 4개, 정시 2개) &gt;

| 구분    | 전형유형      | 모집단위       | 모집인원   | 전형방법                     |
|-------|-----------|------------|--------|--------------------------|
| 수시    | 논술 위주 전형  | 전모집단위      | 100    | 학생부 30 + 논술 70           |
|       | 학생부 위주 전형 | 전모집단위      | 일반 200 | 학생부(교과)                  |
|       |           | 사회적 배려자 50 |        |                          |
|       | 실기 위주 전형  | 전모집단위      | 일반 200 | 학생부(교과·비교과), 자기소개서 등**   |
|       |           | 사회적 배려자 50 |        |                          |
|       | 여체능계열     | 100        |        | 실기(혹은 특기) 평가 100         |
| 수시 소계 |           |            | 700    |                          |
| 정시(가) | 실기 위주 전형  | 여체능계열      | 100    | 실기(혹은 특기) 평가 80 + 학생부 20 |
|       | 수능 위주 전형  | 전모집단위      | 400    | 학생부 30 + 수능 70 또는 수능 100 |
| 정시 소계 |           |            | 500    |                          |
| 합계    |           |            | 1,200  |                          |

자료: 교육부, IBK투자증권

## 대입전형 사전 예고제 강화

둘째, 신정부는 대입전형의 사전예고제를 강화하여, 예측가능성을 높이고자 한다. 개선된 사전 예고제에 따라 2015~2016학년도 수능은 지난 9월 23일 보도자료를 통해 확인되었으며, 2017학년도 수능은 10월에 발표될 예정이다. 신정부의 특색이 100% 반영되는 수능은 오는 2017학년도(2016년에 시행)로 판단된다.

표 6. 사전 예고제 적용대상 및 발표시기

| 구분   | 대입정책       | 대입전형 기본사항 | 대입전형 시행계획 | 모집요강     |
|------|------------|-----------|-----------|----------|
| 발표자  | 정부         | 대교협       | 대학        | 대학       |
| 대상자  | 중학교 3학년    | 고등학교 1학년  | 고등학교 2학년  | 고등학교 3학년 |
| 발표시기 | 3년 3개월 전   | 2년 6개월 전  | 1년 10개월 전 | 9개월 전    |
| 비고   | 2017학년도 수능 |           |           |          |

자료: 교육부, IBK투자증권

2017학년도 수능  
현행을 유지하며, 공교육  
정상화를 위한 대안 모색

셋째, 2017학년도 수능(2016년 시행)은 신정부의 교육정책 방향성이 반영된 시점으로 학교 교육의 정상화를 위한 종합적인 고려대안을 모색중이다. 주요 기본방안은 현행 제도를 최대한 유지하며, 혼란성을 약화시키는데 있다. 종전과 같이 EBS의 수능 연계 유지 및 NEAT(국가영어능력평가시험)의 대입반영 유보에 대한 의사는 유지한다. 특히 사항은 1) 문이과 융합에 대한 모색과 2) 문이과에 관계 없이 한국사 필수 응시를 요한다는 점이다.

2005년 7차교육 시점, 한국사 응시생수는 전체 수험생의 27.7% 수준이었으나 2012년 6.9%로 20.8%p 감소하였다. 탐구과목을 선택할 수 있게 한데 따른 부작용이라고 파악되며, 문이과 융합안은 오는 10월에 확인할 수 있을 것으로 판단된다. 한국사 필수 응시에 따라 현재 중학교 3학년 학생부터는 일부 수험응시 과목이 변경될 것으로 예상된다.

표 7. 2017학년도 대학수학능력시험 체제(안)

| 구분       | 현행                                                                    | 제1안 : 문·이과 구분안<br>(현행 골격 유지안)                                        | 제2안 : 문·이과 일부 융합안                                           | 제3안 : 문·이과 완전 융합안                          |
|----------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 취지       | 학생 수준별 학습능력평가                                                         | 문·이과 계열별로 집중 학습한 과목 평가                                               | 문·이과 계열별로 교차하여 과목 선택                                        | 문·이과 구분없이 모든 학생이 공통적으로 학습해야 하는 내용 평가       |
| 장단점      | 수험부담 완화<br>A/B형 선택에 따른 혼선 발생                                          | 수능시험의 안정성 유지<br>문·이과 구분없는 교육과정 취지에 배치                                | 시행상의 문제 최소화<br>제도개선 취지 미흡                                   | 계열 구분없이융복합 인재양성<br>제도 변화에 따른 학생·학부모 부담 가능성 |
| 국어       | A : 화법과 작문 I, 독서와 문법 I, 문학 I<br>B : 화법과 작문 II, 독서와 문법 II, 문학 II       | 공통<br>(화법과 작문, 문학, 독서와 문법)                                           | 공통<br>(화법과 작문, 문학, 독서와 문법)                                  | 공통(화법과 작문, 문학, 독서와 문법)                     |
| 수학       | A : 수학 I, 미적분과 통계 기본<br>B : 수학 I, 수학 II, 적분과 통계, 기하와 벡터               | 가 : 수학 II, 미적분 I, 확률과 통계<br>나 : 미적분 II, 확률과 통계, 기하와 벡터               | 공통(수학 II, 미적분 I)<br>+<br>선택 1과목(미적분 II, 확률과 통계, 기하와 벡터)     | 공통(수학 II, 미적분 I, 확률과 통계)                   |
| 영어       | A : 영어, 영어 I<br>B : 영어 II, 영어 독해와 작문, 심화영어회화                          | 공통(실용영어 II, 영어 I, 영어 II)                                             | 공통(실용영어 II, 영어 I, 영어 II)                                    | 공통(실용영어 II, 영어 I, 영어 II)                   |
| 한국사      | -                                                                     | 필수                                                                   |                                                             |                                            |
| 사회탐구     | “선택한 영역에서 택2”<br>·사탐 : 10과목 중 택2<br>·과탐 : 8과목 중 택2<br>·직탐 : 10과목 중 택2 | “선택한 영역에서 택2”<br>·사탐 : 9과목 중 택2<br>·과탐 : 8과목 중 택2<br>·직탐 : 10과목 중 택2 | 사탐 택2 + 과탐 택1<br>또는<br>과탐 택2 + 사탐 택1<br>또는<br>직탐 택2 + 기타 택1 | ‘(공통)사회’ 과목 +<br>‘(융합)과학’ 과목               |
| 제2외국어/한문 | 9과목 중 택1                                                              | 현행 유지                                                                |                                                             |                                            |

자료: 교육부, IBK투자증권

수능시험일 조정  
(현행보다 1달 연기 계획)

넷째, 현행 대입제도의 수능일정이 늦춰질 예정이다. 2015~2016학년도 수능까지는 현행보다 1주일 늦춘 11월 둘째주에 시행할 예정이며 2017학년도 이후에는 정시모집 일정이 단축됨과 고교 교육이 고3 2학기까지 정상운동을 권고함에 따라, 11월 마지막주에서 12월 첫째주로 연기될 예정이다. 이는 학교교육을 우선시하는 신정부의 정책방향이 반영되었다고 판단되나 고3 2학기 정상운동과 함께 사교육업체 이용기간이 단기적으로 증가하는 효과를 가져올 것이다.

성취평가 대입반영 사실상  
폐지 유력

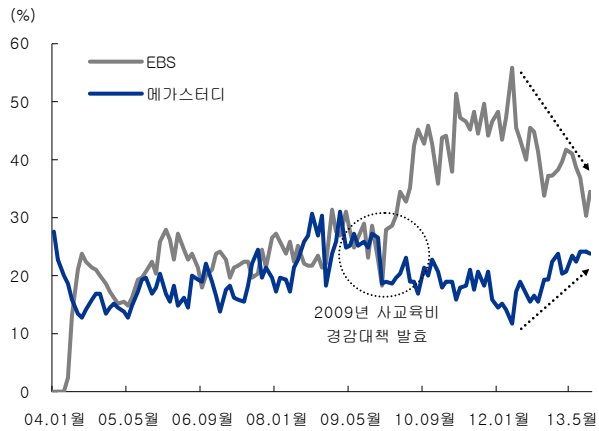
마지막으로 신정부는 성취평가(고교내신절대평가) 결과의 대입반영을 유예할 예정이다. 기 예고된대로 현재 중 3학년부터 보통교과에 대한 성취평가제를 적용하나, 대입반영은 2019학년도 까지 유예하고 현행과 같이 석차 9등급, 원점수, 과목평균, 표준편차를 대학에 제공할 계획이다. 상기 정책은 2014~2016년간의 운영결과 및 정착정도를 확인한후, 2020학년도 이후 대입반영에 대해 2016년 하반기에 결정할 예정이다. 본 정책은 학생들 간의 과열 경쟁 유발, 사교육의 원인을 제공하였던 상대평가 방식의 우려점을 개선하기 위한 정책으로 구정부에서 2014학년도부터 전면 폐지하겠다는 의사를 사실상 철회한 것으로 판단된다.

결론.  
수험생과 교육업체들에게  
모두 좋은 정책 방향

박근혜 정부(신정부)의 교육정책 방향성은 공교육(학교교육)을 강화하고 사교육을 완화하겠다는 이명박 정부(구정부)와 큰 맥락은 동일하다. 그러나 기존 구정부에서 고수하고 있던 대입리스크 요인들은 완화가 되었다는 판단이다.

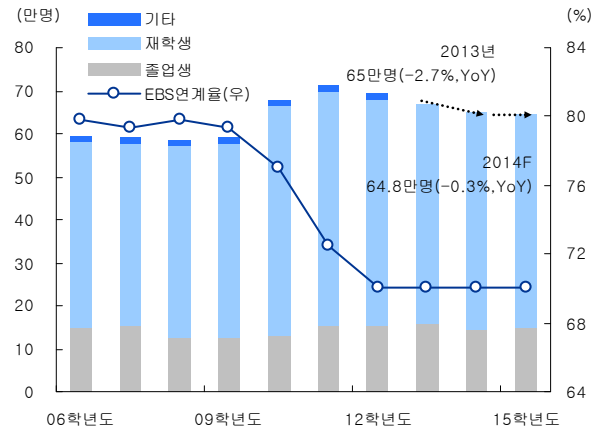
기존 사교육비 경감대책내 주요 리스크 요인은 1) EBS 연계율 70%(지문·문제 간접적 출제) 유지, 2) A/B형 전형 분리, 3) 입학사정관제로 인한 3,000여개가 넘는 대입제도 등으로 요약된다. 사교육비 지출액이 2011년을 기점으로 증가세로 전환하였고, 2012년 4분기를 기점으로 소비지출 증감율을 상회하고 있음에도 불구하고 상장된 교육업체들의 실적이 부진했던 연유도 상기 리스크 요인 때문으로 판단된다. 구정부의 교육정책들이 사교육업체들의 실적을 둔화시키고 공교육을 확대시켰다는 점에는 동의하는 바이다. 그러나 맞춤형을 지향한 다양한 입시정책들은 수험생들의 혼란을 야기하고 블랙마켓 등의 또다른 사교육 시장의 유입을 초래했다고 생각된다. 신정부의 개선된 교육정책은 과거 교육산업의 성장기였던 시점의 획기적인 수요 증가의 의미보다는 구정부의 다양한 입시정책에 따른 빠져나갔던 수요 회복으로 해석해야 할 것이다.

그림 9. EBS와 메가스터디 점유율 비교



자료: EBS, IBK투자증권

그림 10. 2014학년도 수능응시자 65만명(-2.7%,YoY)



자료: 한국교육과정평가원, IBK투자증권

2015학년도 수능,  
A/B형 수능의 혼돈으로  
재수생 비중 소폭 상승  
→ 64.8만명 응시  
(-0.3%,YoY) 추정

2015학년도 대입시험에 응시할 학생 모수(고3대상)는 69만명(-1.4%,YoY)으로 1) 70% 수준만 수능에 참여하고 2) 재수생 비중을 전년대비 1.7%p 늘어난 23%로 가정하면 전체 응시 수험생수는 전년대비 소폭감소한 64.8만명으로 전망한다.

올해 대입시험은 A/B형의 분리된 전형으로 진행됨에 따라 전년대비 감소된 21.3%비중의 재수생이 수능에 참여한것으로 확인된다. 대입제도 간소화 정책을 통해 수험생의 혼돈이 완화되고, 애매모호한 등급(A/B등급의 가운데 층) 수험생들의 재수확률이 높아질 것으로 파악된다.

### ③ '15~16학년도 대입제도 및 '15학년도 대입전형 기본사항 확정('13.09.23)

- ▶ 대입전형 간소화 및 대입제도 발전방안 의견수렴 결과 반영
- ▶ 설문조사 결과, 대다수가 시안 전반에 대하여 긍정적인 평가로 요약

#### ▶ 주요 사안

- 수시 최저학력기준은 등급으로만 설정, 과도한 등급은 완화 유도
- 학생부 전형을 교과와 종합으로 구분하여 입학사정관제 참여 유지
- 논술고사는 가급적 시행하지 않도록 유도
- 교과중심의 문제풀이식 구술형 면접과 적성고사는 자율적으로 지양
- 2015학년도 외국어영역 출제범위는 A/B형을 포괄함

2013년 9월 23일, 예정되었던 2015학년도(2014년 11월 13일, 목요일 진행 확정) 대입제도에 대한 기본 사항이 발표되었다. 기본적인 사항은 8월 27일에 발표했던 대입제도 간소화 및 발전방안과 동일한 맥락이나, 현재 고등학교 1~2학년 학생들의 혼란을 막기 위한 최소한의 변동사항임을 확인한 과정으로 판단된다.

표 8. 2015~2016학년도 대입제도 전형 설명

| 구분 | 전형 유형  | 주요 전형 요소                                                  |
|----|--------|-----------------------------------------------------------|
| 수시 | 학생부 위주 | 학생부 교과 : 교과중심<br>학생부 종합 : 비교과, 교과, 면접 등(자기소개서, 추천서 활용 가능) |
|    | 논술 위주  | 논술 등                                                      |
|    | 실기 위주  | 실기 등                                                      |
| 정시 | 수능 위주  | 수능 등                                                      |
|    | 실기 위주  | 실기 등                                                      |

자료: 교육부, IBK투자증권

수능 최저학력기준,  
등급으로만 반영

우선 수시전형에서 수능 최저학력기준을 등급으로만 반영시킬 것으로 확정하였으며, 수시 전형에 비교과(자기소개서, 추천서 등)의 학생부 종합 전형을 명확히하여 입학사정관제의 사실상 폐지의 오해를 불식시켰다. 다만, 비교과 항목에는 경시대회 및 외부 인증시험을 불포 함시켜 사교육이 강화될 우려를 예방할 계획이다. 수능 최저학력기준 완화는 단기적으로 수 시전형 지원 수험생들이 정시부담을 완화시켜 사교육업체들의 수요를 떨어뜨릴 수는 있 으나 1) 수시와 정시의 경계를 확실히 하여 수험생으로 하여금 집중도를 높이며 2) 현 정부가 요구하는 수시제도가 학생부+비교과(자기소개서, 추천서)의 선별방식이 모호한바 정시비중 이 높아질 가능성도 배제할 수 없다고 해석된다.

논술·면접고사,  
학교교육내 준비 가능하게

둘째, 논술과 면접고사 관련 사안을 유지하되 학교교육내 준비가 가능한 수준에서 진행하는 것을 명시한다. 정부는 수시의 변별력을 대학교에게 일임하며 논술과 면접으로 해소하기를 권장하나, 본 사항은 학교 교육 준비만으로는 어렵다는 판단이다.

2015학년도 외국어영역,  
출제범위 어려운 영역

셋째, 2015학년도 외국어 영역의 출제범위는 A/B형 영역을 포괄한다. 이에 따라 기존에 쉬 운 전형에 대비했던 수험생들은 상대적으로 어려운 전형의 출제범위로 수능을 준비해야 한 다. A/B형 대입제도의 폐지는 타당하나 준비의 출제범위가 확대됨에 따라 단기적으로 사교 육의 수요인원이 증가할 것으로 판단된다.

## ④ 역사교육 강화 방안(안)(’13.08.12)

한국사에 대한 필수적 시험응시 기준이 완화되면서 학생들의 역사인식 부족에 대한 우려가 증가하게 되었다(교원의 88%가 학생들의 한국사 인식수준 심각하다 생각). 2009 교과과정 이후 적은 수업시수와 집중이수제 운영 등에 따라 효과적인 한국사 학습이 어려운 상황이며, 한국사 시험이 선택시험으로 변경된 후 지속적으로 응시률이 둔화(05년 27.7%→12년 6.9%)됨에 따라 학생의 수업참여도와 관심이 줄어 들었다.

이에 정부는 1) 체험중심의 역사교육을 강화하고 2) 교원의 역사교육 전문성을 높이며 3) 역사 교육과정 및 평가를 개선시키고 4) 학술지원 확대 및 역사왜곡 대응을 강화하고 5) 역사교육 강화를 위한 지원체제를 구축하고자 한다.

이중 수험생과 교육업체들에게 영향력이 있는 강화방안은 역사 교육과정 및 평가를 개선시키겠다는 항목이다. 세부방안은 ▲ 고등학교 내 한국사 수업시수를 확대하고, 분리하여 별도로 편성하며 ▲ 역사 이해도 제고를 위한 평가제도로 초·중등 입시평가와 수능 필수과목으로 선정하고 ▲ 대학의 필수 교양과목으로 선정하는 것으로, 이는 오는 2014년부터 시행될 예정이다.

2017학년도(현재 중3) 부터 시행될 한국사 필수응시로 인해 단기적으로는 응시 과목수 증가에 따른 대입 사교육시장 수요인원 증가를 야기할 것이며, 장기적으로는 영유아 시장의 수요 또한 증가될 것으로 판단된다.

표 9. 역사 교육과정 변천과정

| 학교급               | 초등학교(필수)   |                 | 중학교(필수)          |          |         | 고등학교                                              |                                                           |     | 연간 총<br>수업시수 |
|-------------------|------------|-----------------|------------------|----------|---------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----|--------------|
| 교육과정(적용시기)        | 5학년        | 6학년             | 1학년              | 2학년      | 3학년     | 1학년                                               | 2학년                                                       | 3학년 | 시간           |
| 제 6차 교육과정(92~)    |            | 약 2.6시간<br>(90) |                  | 2시간(68)  | 2시간(68) | 필수<br>3시간(102)                                    | 〈과정필수〉<br>세계사 3시간(102)                                    |     | 430          |
| 제 7차 교육과정(02~)    |            | 1학기 3시간<br>(51) |                  | 1시간(34)  | 2시간(68) | 필수<br>2시간(68)                                     | 〈선택과목〉<br>한국&근현대사(136) or<br>세계사(136)                     |     | 357          |
| 2007 개정 교육과정(11~) | 국민공통기본교육과정 |                 |                  |          |         | 선택중심교육과정                                          |                                                           |     |              |
|                   | 3시간(102)   |                 |                  | 3시간(102) | 2시간(68) | 필수<br>3시간(102)                                    | 〈선택과목〉 한국문화사(102)<br>or<br>동아시아사(102) or<br>세계역사의 이해(102) |     | 476          |
| 2009 개정 교육과정(13~) | 국민공통기본교육과정 |                 |                  |          |         | 선택중심교육과정                                          |                                                           |     |              |
|                   | 5~6학년군 102 |                 | 1~3학년(중학교 군) 170 |          |         | 〈필수〉 한국사 85<br>〈선택과목〉<br>선택 동아시아사(85) or 세계사 (85) |                                                           |     | 442          |

주: 시점상의 차이로 고등학생은 2007 개정 교육과정을 적용받지 못하고, 바로 2009 개정교육과정으로 넘어감

주2: 2009년 개정시에는 선택과목이었으나, 2011년 이후 필수 이수하도록 (고등학교 한국사) 조치하였음

주3: ( )는 연간 수업시수

자료: 교육부, IBK투자증권

### ⑤ 교과용도서에 관한 규정 일부개정안 입법예고('13.08.19)

정부는 “교과서용도서에 관한 규정” 일부개정안을 발표하고 입법예고를 진행중에 있다. 일반적으로 교과서업체들이 정부의 심사에 제의하는 “출원가”의 규정이 예상 BEP 발행부수에 근거한다. 정부에서는 BEP 이상의 발행부수(Q)를 획득하는 업체들이 부당한 이익을 받는다고 판단하고, 실제로 발행되는 부수와 예상 발행부수의 차이에 해당하는 만큼 교과서 가격을 낮추어야 한다는 생각에 교과서 가격 권고조항을 신설하였다.

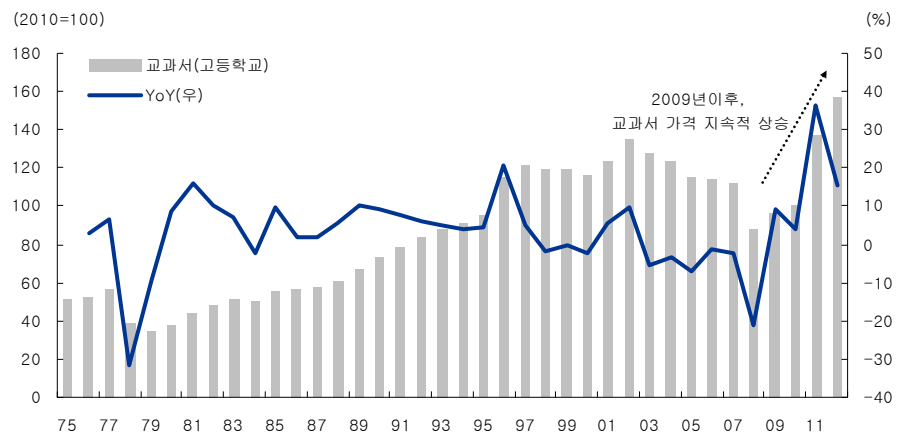
그러나, 1) 실제로 발행부수의 차이만큼 교과서 가격단가를 낮출 경우 MS가 낮은 업체들의 교과서를 선택한 학교의 학생들의 교과서 구매 가격상 형평성에 어긋나며 2) 전체 교과서 과목에 대한 인하율을 적용할 경우 자금력으로 인한 과점업체들의 독점이 예상된다. 신정부의 정책상 스마트 교육에 대한 방향성은 확고하며, 2017년까지 고등학교 무상교육 추진에 대한 의사가 존재하는 바 변경된 제도에 의해 일부 가격 조정이 발생하더라도 제한적인 수준일 것으로 파악된다.

표 10. 교과용도서에 관한 규정 신규조문 대비표

| 현행                                                                        | 개정안                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| <b>제 33조(검정도서와 인정도서의 가격 등)</b>                                            |                                                              |
| ① <생략>                                                                    | ① (현행과 같음)                                                   |
| ② 교육부장관은 검정도서와 인정도서의 가격이 부당하게 결정될 우려가 있는 경우에는 심의회를 거쳐 그 가격의 조정을 권고할 수 있다. | ② —————, 이 경우 출판사는 교육부 장관의 가격 조정 권고에 따라야 한다.                 |
| <신설>                                                                      | ③ 제 2항에 따라 가격조정권고를 받은 출판사는 그 권고를 취소하거나 시정하기 위한 이의신청을 할 수 있다. |
| <신설>                                                                      | ④ 제 3항에 따른 이의신청 기간 및 심사결과 통지에 관하여는 제 10조의 2를 준용한다.           |

주: 제 10조의 2 (이의조항)  
자료: 법제처, IBK투자증권

그림 11. 고등학교 교과서 소비자 물가지수 및 증감율 추이 → 지속적인 상승 유지



자료: 통계청, IBK투자증권

## ⑥ 디지털 교과서 개발 및 적용 방안(13.08.16)

정부는 지난 8월, 2014년 디지털교과서(사회,과학) 중학교 1학년, 초등학교 3~4학년 시범 적용을 통해 정책 및 사업 추진의 타당성을 확보 할 계획이다. 이는 2013년 검인정 서책형 교과서 합격한 출판사에 한해 과목당 1종의 책을 개발하여, 2014학년도 중학교 1학년에 시범적용 할 계획이다. 미개발한 출판사(서책 합격출판사 限)에게는 2014학년도 재출원의 기회가 부여된다. 중학교 사회 2, 과학 2,3에 대한 교과서는 2014년 상반기에 확정될 예정이다.

다만 연초에 계획했던 고등학교 사회·과학 및 초·중·고등 영어 과목에 대해서는 철회할 예정이다. 교과서 출판업체들은 오는 11월 14일까지 심사본을 출원해야 하며, 2014년 1월 31일 합격자 공고 이후 2월에 가격결정이 확정되면 3월부터 학생들은 서책형 교과서와 함께 디지털 교과서를 사용할 것으로 파악된다.

금번 발표로 확인할 수 있는 점은 1) 스마트 교육에 대한 정부의 의사에 변동된 점이 없으며 2) 내·외적 인프라 구축에 대한 니즈는 점진적으로 개선되고 있고 3) 2014년 당장 디지털 교과서에 대한 시행의사가 확고하다는 것이다. 이는 스마트 기기를 통해 공부가 어려울수 있다는 우려점(초등부)과 아직 소비자가 공교육의 부담을 책임져야 하는 부분(고등부)을 제외한 선택이다.

표 11. 디지털 교과서 개발 및 적용 방안

| 구분   |       | 13년                 | 14년              |
|------|-------|---------------------|------------------|
| 초등학교 | 3~4학년 | 개발<br>사회/과학(국정)     | 시범적용 연구학교 및 희망학교 |
|      | 5~6학년 | -                   | -(주1)            |
| 중학교  | 1학년   | 개발<br>사회(검정)/과학(인정) | 시범적용 연구학교 및 희망학교 |
|      | 2학년   | -                   | 개발(주2)           |
|      | 3학년   | -                   | -                |

주: 초등 5~6학년 개발 및 시범적용은 국고확보(국정/사회,과학) 등을 고려하여 추진 예정.

주2: 개발부문은 2013년 1종의 개발과정과 그 결과를 보완/발전 시키면서 사회2, 과학 2,3에 대한 개발적용을 마련할 것으로 판단됨.

자료: 교과부, IBK투자증권

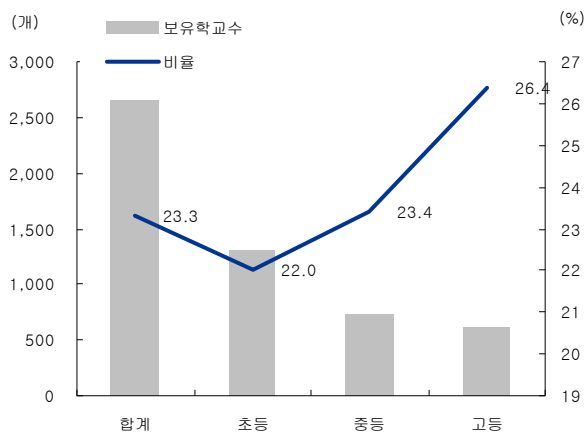
표 12. 디지털 교과서 심사본 및 최종합격본 일정 변경안

| 구분        |    | 변경 시점                     |
|-----------|----|---------------------------|
| 심사본 접수    | 검정 | (변경) '13.11.14(목) ~ 15(금) |
|           | 인정 | (변경) '13.11.14(목) ~ 15(금) |
| 최종 합격본 공고 | 검정 | (변경) '14.1.31(금)          |
|           | 인정 | (변경) '14.1.31(금)          |

자료: 교과부, IBK투자증권

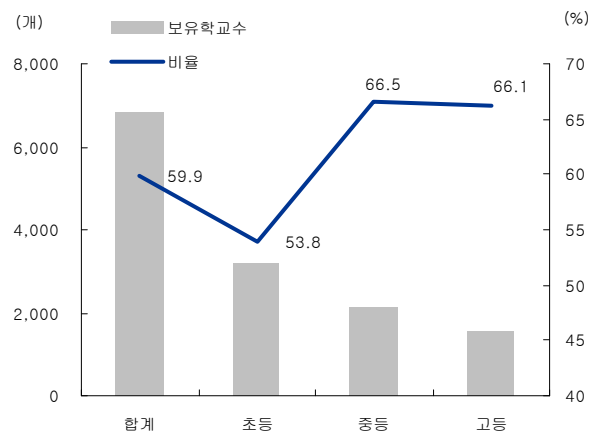
2014년 3월부터 시행될 디지털교과서를 사용하는 중학교 수는 300개 수준으로 파악된다. 전국 중학교 학교가 3,116개(도시 1,945개 + 농어촌 1,221개)로 확인되는바 전체 중등시장 내 10% 이다. 평균적으로 스마트 기기 보유현황, 무선네트워크 설치 학교 비중은 20% 후반 수준으로 확인되며, 본질적으로 스마트 교육이 내적요인인 콘텐츠의 질적 개선 뿐 아니라 외적요인인 충족되어야 하는 부분이기 때문에 개선속도는 콘텐츠 확보 속도와 유사하게 진행될 것으로 예상된다.

그림 12. 초·중·고등학교 스마트기기 보유현황



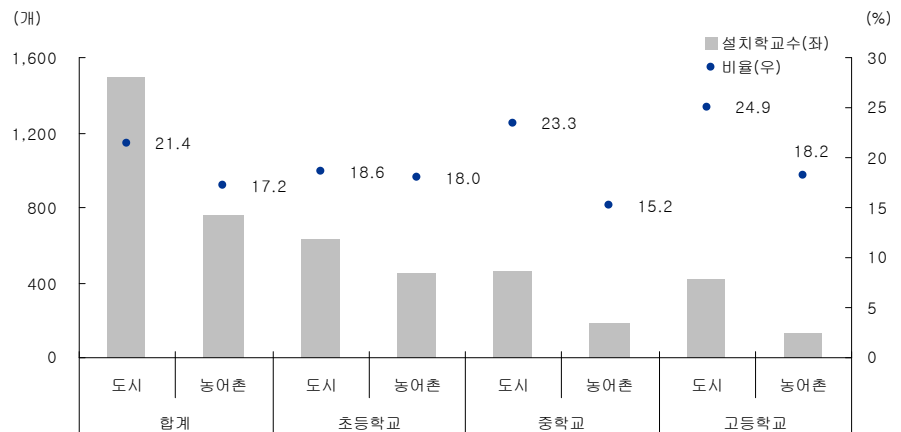
주: 2013년 7월 1일 기준  
자료: 교육부, IBK투자증권

그림 13. 초·중·고등학교 전자칠판 보유현황



주: 2013년 7월 1일 기준  
자료: 교육부, IBK투자증권

그림 14. 초·중·고등학교 무선네트워크 설치 학교수 및 비율



주: 2013년 7월 1일 기준  
자료: 교육부, IBK투자증권

### 질문 3. 신규시장에 대한 목마른 욕구, 가능할까?

2005~2007년  
교육업 호황기  
→ 핵심요소 충족

교육산업의 핵심요소는 학생수 증감과 정부정책에 있다. 2005~2007년은 교육산업의 호황기로, 핵심요소가 모두 충족된 기간이었다. 이는 1) 기간내 학령인구수가 지속적으로 유지·증가하고 2) 한국사회 고유의 대입과열 경쟁으로 교육업체들에게 유리한 환경이 조성되었으며 3) 온라인 교육의 확장으로 신규채널이 본격적으로 형성되었기 때문이다.

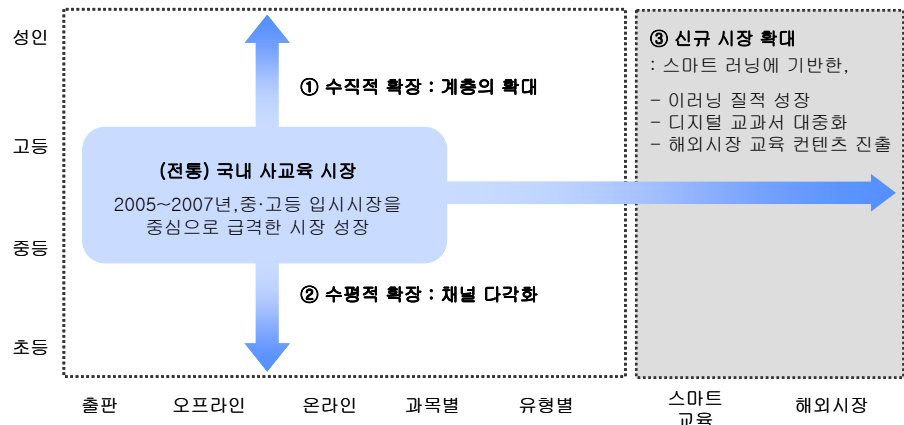
2009~2012년  
교육업 불황기  
→ 핵심요소 불충족

반면 2009년은 구정부(이명박 정부)의 사교육비 경감대책의 정책 리스크로 대입시장 중심의センチメント 약화와 MS이동(유료사교육→EBS)에 따른 교육업체들의 실적둔화가 야기되었다. 또한 2012년은 전체 학령인구가 마이너스 감소세에 돌입한 시점으로, 교육업체들은 정책적 리스크로 인한 시장환경 악화와 학생수 감소에 따른 실적부진의 이중고(二重苦)를 맞이하게 되었다.

신규시장(장기전략)의  
필요성  
→ 2014~2015년  
신규산업의 성과 확인가능

교육산업의 불황기를 겪은 업체들은 학생수 감소와 외적 리스크에 따른 본업의 실적부진을 보완하기 위해 수직·수평적 확대를 도모하였으며 신규시장 진출에 대한 필요성을 확인하였다. 교육산업내 신규시장은 정책수혜가 예상되는 스마트 교육 부문과 문화적 어려움에도 불구하고 진출을 시작한 해외시장 공략으로 확인된다. 1) 2014년을 기점으로 스마트교육 기반하의 디지털 교과서 사용은 확실히 되며 2) 해외 진출 법인들의 가맹점 확대와 볼륨증가가 점진적으로 확인되고 있고 3) 에림당, 정상제이엘에스 등의 교육컨텐츠 업체들의 해외출판업체들과의 라이선스 계약을 맺고 판매를 추진 중이다. 2014~2015년은 신규사업에 대한 가능성을 숫자로 확인할 수 있는 시점으로 판단되며, 투자대비 실질적인 회수가 가능한 종목의 차별화된 주가 흐름이 예상된다.

그림 15. 국내 사교육시장 성장 로드맵



자료: IBK투자증권

### III. 교육주, 정답은 없지만 해답은 있다

#### 본업의 턴어라운드 가능성, 그리고 신사업의 트리거를 찾아라

2013년 하반기,  
긍정적 변화를 현실로  
확인하는 시점

2013년 상반기는 부정적인 외부환경에도 불구하고 긍정적인 변화를 확인하는 시기로 판단되는 반면, 2013년 하반기는 상반기의 긍정적 변화를 현실로 확인한 시점으로 사료된다. 1) 국내 사교육 시장은 2009년 정책 리스크로 역신장이 예상되었으나 2011년 3분기를 기점으로 성장세로 전화되었고, 2012년 4분기 소비지출 증감을 상회하는 본연의 특수성을 회복하여 안정세에 돌입하였다. 이는 부정적인 외적환경(학생수 감소 + 정책 리스크)에도 불구하고 가계의 사교육비 부담은 증가한 것으로 해석된다. 또한 2) 신청부가 3월에 제시한 교육정책의 구체적인 방안이 8~9월에 발표되어, 정책 리스크가 완화되었으며 3) 신규시장(스마트교육, 해외시장) 진출로 성장모멘텀을 확인하였다.

업종내 상위 긍정적인 변화에 따른 본업의 회복과 해외시장 진출로 인해 장기 성장전략이 확인되는 대교를 탐픽으로 추천하며, 정책적 리스크가 완화되어 실적회복의 가능성이 보이는 메가스터디와 정책변화에 따라 안정적인 매출확보가 가능한 비상교육을 차선후주로 매수 추천한다.

표 13. IBK 교육업종 추천종목 요약

| 구분                    | 대교<br>(KS,019680)                                    | 메가스터디<br>(KS,072870) | 비상교육<br>(KS,100220)                                     | 청담러닝<br>(KS,096240)          | 예림당<br>(KS,036000)                                                          | 웅진씽크빅<br>(KS,095720)                    |
|-----------------------|------------------------------------------------------|----------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 현재가                   | 6,550원                                               | 73,800원              | 11,150원                                                 | 13,200원                      | 5,260원                                                                      | 5,880원                                  |
| 목표주가                  | 8,500원                                               | 90,000원              | 21,000원                                                 | 18,000원                      | 8,000원                                                                      | 7,000원                                  |
| 상승여력                  | 29.8%                                                | 26.0%                | 88.3%                                                   | 36.4%                        | 52.1%                                                                       | 19.0%                                   |
| 1. 사업부 점검             |                                                      |                      |                                                         |                              |                                                                             |                                         |
| 주력사업                  | 유아, 저학년 방문학습지                                        | 대입수능 및 성인시장          | 교과서 및 교재 출판업체                                           | 초중등 프리미엄 영어학원                | 킬러콘텐츠 소유한 출판업체                                                              | 유아, 저학년 방문학습지                           |
| 2. 교육산업 성장포인트         |                                                      |                      |                                                         |                              |                                                                             |                                         |
| 본업의 턴어라운드 가능성         | ① 시장환경 개선 (학생수 감소폭 둔화)<br>② 비용축소로 수익성개선              | 시장환경 개선 (정책 리스크 완화)  | 교과서 매출인식 변경과 가격인상으로 본업 실적 턴어라운드 지속 (2015년까지 확정매출 성장 가능) |                              |                                                                             | ① 시장환경 개선 (학생수 감소폭 둔화)<br>② 재무구조 안정화 도모 |
| 신규 성장모멘텀              | ① 스마트교육 (미디어사업부 통해 다양한 콘텐츠 구현)<br>② 해외시장 진출(해외법인 9개) |                      | 디지털 교과서로 추가 매출 가능                                       | ① 클루빌(G-러닝)<br>② 해외시장 콘텐츠 판매 | ① 스마트 교육 (E-콘텐츠 사업부)<br>② 해외시장 진출 (맥그로힐과의 로열티 계약)<br>③ 티웨이항공 (종속회사) 흑자전환 유지 |                                         |
| 3. 2014F 실적전망         |                                                      |                      |                                                         |                              |                                                                             |                                         |
|                       | 별도                                                   | 연결                   | 별도                                                      | 연결                           | 연결                                                                          | 별도                                      |
| 매출액(억원)               | 7,978                                                | 3,408                | 1,375                                                   | 1,352                        | 606                                                                         | 6,830                                   |
| 영업이익(억원)              | 585                                                  | 652                  | 315                                                     | 211                          | 158                                                                         | 248                                     |
| 영업이익률                 | 7.3%                                                 | 19.1%                | 22.9%                                                   | 15.6%                        | 26.1%                                                                       | 3.6%                                    |
| EPS(원)                | 605                                                  | 8,612                | 1,773                                                   | 1,814                        | 523                                                                         | 516                                     |
| 4. 2014F 기준 Valuation |                                                      |                      |                                                         |                              |                                                                             |                                         |
| PER(배)                | 10.8                                                 | 8.6                  | 6.7                                                     | 7.3                          | 10.1                                                                        | 11.4                                    |
| PBR(배)                | 1.1                                                  | 1.2                  | 1.0                                                     | 1.4                          | 1.6                                                                         | 1.1                                     |
| ROE(%)                | 9.3                                                  | 13.5                 | 13.4                                                    | 14.7                         | 14.6                                                                        | 6.9                                     |
| 배당수익률                 | 3.1%                                                 | 4.0%                 | 0.9%                                                    | 3.7%                         | 2.8%                                                                        | 0.0%                                    |

주: 2013년 10월 18일 종가기준 / 자료: IBK투자증권

## 매수 (유지)

목표주가 8,500원  
현재가 (10/18) 6,550원

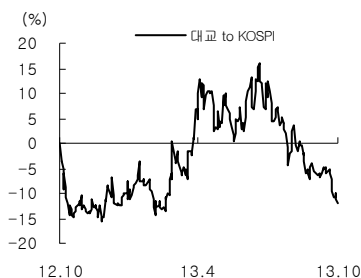
|                |            |
|----------------|------------|
| KOSPI (10/18)  | 2,052.40pt |
| 시가총액           | 6,262억원    |
| 발행주식수          | 104,130천주  |
| 액면가            | 500원       |
| 52주 최고가        | 7,830원     |
| 최저가            | 5,790원     |
| 60일 일평균거래대금    | 6억원        |
| 외국인 지분율        | 14.9%      |
| 배당수익률 (12.12월) | 3.1%       |

|             |        |
|-------------|--------|
| 주주구성        |        |
| 대교홀딩스 외 16인 | 62.32% |
| 국민연금공단      | 5.02%  |

|       |     |      |      |
|-------|-----|------|------|
| 주가상승률 | 1M  | 6M   | 12M  |
| 상대기준  | -4% | -13% | -7%  |
| 절대기준  | -6% | -20% | -12% |

|         | 현재    | 직전    | 변동 |
|---------|-------|-------|----|
| 투자의견    | 매수    | 매수    | -  |
| 목표주가    | 8,500 | 8,500 | -  |
| EPS(13) | 547   | 619   | ▼  |
| EPS(14) | 605   | 732   | ▼  |

대교 상대주가 (%)



## 대교 (019680)

## 생각보다 아쉽지만, 기대감은 살아있다

## 2014년 학생수 감소폭 최저점, 방문학습지 둔화속도 완화기대

2014년 전체 학령인구는 678만명(-3.6%, YoY)으로 추정되며, 초등학교생수는 291만명으로 전년 대비 5.7% 감소할 것으로 예상된다. 본격적인 학령인구 감소는 2011년부터 진행되었으며 2012년 전 학군 마이너스 감소세로 돌입함에 따라 교육업체들의 실적이 전반적으로 부진했음이 사실이다. 대교의 주요 타겟 연령층은 초등학교생(60%)으로 본업의 영향력은 타학군 대비 선행되어 반영되었다고 판단되며, 2014년을 저점으로 감소세가 축소되어 부정적인 영향은 개선될 전망이다. 전체 타겟 학생수의 감소폭이 축소됨에 따라 방문학습지의 감소속도는 둔화되는 반면 러닝센터의 성장속도가 유지된다면 탑라인의 회복도 기대해 볼만 하다.

## 해외 자회사 이유있는 실적 부진

2013년 상반기 동사는 연결기준 매출액 4,228억원, 영업이익 185억원, 영업이익률 4.3%를 실현하였다. 동사의 국내, 해외 자회사는 별도기준 이익을 훼손하는 수준이나 1) 매출액이 전년 대비 꾸준히 증가하고 있으며 2) 해외법인 적자의 주된 원인이 미국법인의 사옥 리뉴얼 작업에 따른 고정비 부담으로 파악됨에 따라 장기적인 전략으로 해석함이 타당하다고 판단된다. 오히려 장기적으로 불륨확대에 따른 수익성 개선이 예상되며 하반기에는 태국, 베트남과 두바이에 가맹 진출이 진행되고 있다.

## 투자의견 매수, 목표주가 8,500원 유지

동사에 대한 투자의견은 매수, 목표주가 8,500원을 유지한다. 동사의 목표주가는 2014년 실적추정을 반영하였으며, 영업가치 5,250억원과 자산가치 1,642억원을 반영한 값이다. 현 목표주가는 2014년 예상 EPS 기준 10.8배로 교육업종 평균 대비 소폭 높은 수준이나 1) 2014년 시장환경개선과 2) 러닝센터 매출 비중 확대와 감가비 해소에 따른 수익성 개선으로 투자매력이 가시화 되기 때문에 상대적으로 프리미엄은 타당하다고 판단된다.

| (단위:억원,배) | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 7,937 | 7,715 | 7,698 | 7,978 | 8,264 |
| 영업이익      | 654   | 403   | 520   | 585   | 665   |
| 세전이익      | 867   | 532   | 747   | 829   | 928   |
| 당기순이익     | 611   | 318   | 570   | 630   | 705   |
| EPS(원)    | 587   | 306   | 547   | 605   | 677   |
| 증가율(%)    | 23.6  | -47.9 | 79.0  | 10.6  | 12.0  |
| 영업이익률(%)  | 8.2   | 5.2   | 6.7   | 7.3   | 8.0   |
| 순이익률(%)   | 7.7   | 4.1   | 7.4   | 7.9   | 8.5   |
| ROE(%)    | 9.3   | 5.0   | 8.8   | 9.3   | 9.8   |
| PER       | 10.6  | 20.8  | 12.0  | 10.8  | 9.7   |
| PBR       | 1.1   | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA | 5.1   | 8.2   | 6.7   | 5.7   | 4.8   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 8,500원 유지

투자의견 매수,  
목표주가 8,500원 유지

대교에 대한 투자의견 매수와 목표주가 8,500원을 유지한다. 동사의 목표주가는 2013년 3분기 실적이 마무리 됨에 따라 2014년 실적추정을 반영하였으며, 이는 SOTP Valuation을 통해 영업가치 5,250억원과 자산가치 1,642억원을 반영한 값이다.

- 1) 영업가치 산출시 동사의 5개년(2009년~2013F년) 평균 EV/EBITDA 멀티플인 5.9배를 적용하였으며, 신한지주 보유주식에 대한 동사의 경영전략을 반영해 할인율을 15%로 유지한다.
- 2) 동사는 자사주관리를 통해 주가 급락에 대한 대응책을 마련하고 있는바, 유동성 물량으로 고려하여 유통주식수에 포함시켜 보수적 추정으로 변경하였다.

현 목표주가는 2014년 예상 EPS 기준 10.8배 수준으로 교육업종 평균 대비 높은 수준이나 2014년 시장환경 개선으로 눈높이 사업부 과목수 감소세가 둔화될 것으로 판단되며, 러닝센터 매출 비중확대에 따른 판매수수료 감소와 감가상각비 해소로 인한 점진적인 수익성 개선효과로 인한 투자매력이 가시화 되기 때문에 상대적 프리미엄은 타당하다고 판단된다.

다만 2012년 공격적인 개발비 처분과 사업부 재정비 후 실적개선에 유리한 환경이 조성되었음은 사실이나, 학습지과목수 감소세로 인한 고정비 부담으로 기대대비 이익회복 속도가 느리다는 점을 감안해 보수적인 실적추정을 고려하였다.

표 14. 대교 목표주가 산출

(단위: 억원, 배, 백만주, 원, %)

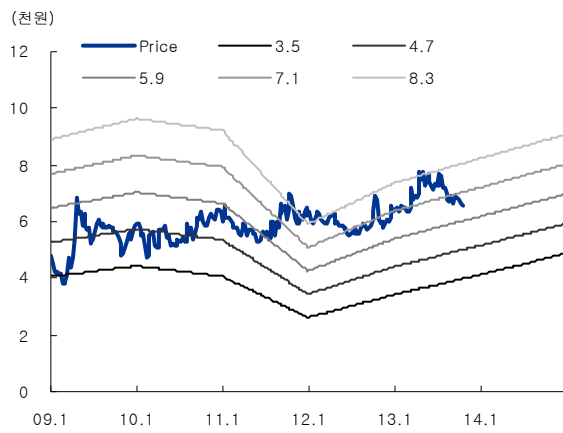
| 구분               | 적정가치      | 비고                               |
|------------------|-----------|----------------------------------|
| 1. 영업가치          | 5,250     | ③=①*②                            |
| 2014년 예상 EBITDA  | 890       | ①                                |
| Target EV/EBITDA | 5.9       | ②, 대교 5개년 평균 EV/EBITDA(주1)       |
| 2. 자산가치          | 1,642     | ⑦, 매년 일부분 매각한다는 전제하에 15% 할인      |
| 신한지주보유주식         | 1,932     | ⑥=④*⑤                            |
| 보유주식수            | 3,994,975 | ④, 2013년 2분기말 기준                 |
| 현재가              | 48,350    | ⑤, 2013년 10월 18일 현재가             |
| 순차입금             | -1,694    | ⑧, 2014년 IBK 애널리스트 개별 추정치 기준(주2) |
| 총기업가치            | 8,586     | ⑨=③+⑦-⑧                          |
| 유통주식수(백만주)       | 104       | ⑩, 발행주식수                         |
| 목표주가             | 8,500     | ⑨/⑩                              |
| 현재주가             | 6,550     | 2013년 10월 18일 현재가                |
| 상승여력             | 29.8%     | 투자의견 매수(유지)                      |

주: 2012년 전략적비용 처분으로 평균 밸류에이션이 높아짐을 고려하여, 기존 3개년 평균에서 5개년 평균으로 변경

주2: 순차입금은 대교에서 산정하는 현금성자산(현금 및 현금성자산 + 금융기관예치금 + 당기순이익인식금융자산 + 매도가능금융자산/신한지주보유관련자산 아님)을 반영하여 추정한 IBK애널리스트 개별 추정치를 적용하였음, IBK모델은 보수적으로 현금 및 현금성자산만을 고려하였기 때문에 재무제표 추정치와 차이가 있음.

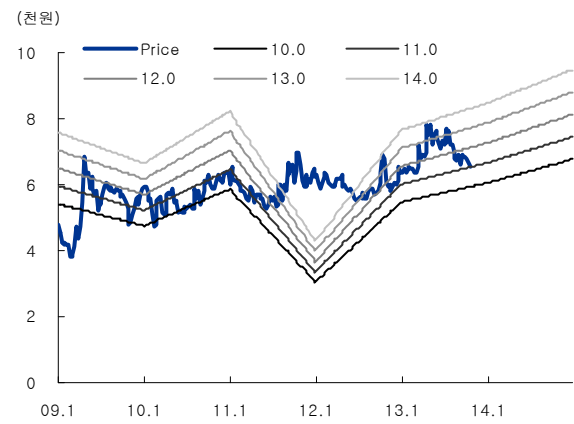
자료: 대교, IBK투자증권

그림 16. (별도기준)대교 EV/EBITDA Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

그림 17. (별도기준)대교 PBR Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

## 2014년 학생수 감소폭 최저점, 방문학습지 둔화속도 완화기대

### 전분기 대비 방문학습지 과목수 감소폭은 개선중

2014년 초등학생 추계인구  
291만명(-5.7%,YoY)

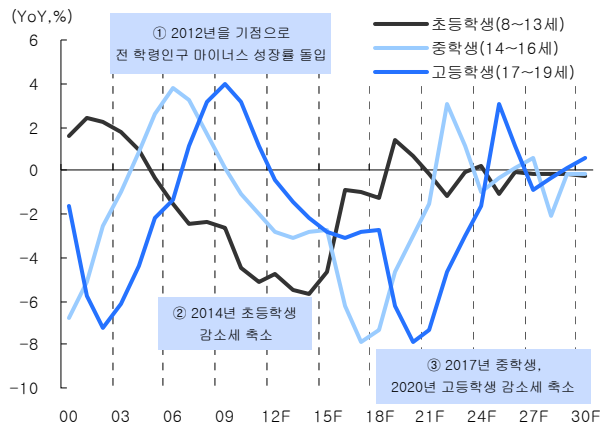
2014년도 전체 학령인구는 678만명(-3.6%,YoY)으로 추정되며, 초등학생수는 291만명으로 전년대비 5.7% 감소할 것으로 예상된다. 본격적인 학령인구 감소는 2011년부터 진행되었으며 2012년 전 학군 마이너스 감소세로 돌입함에 따라, 교육업체 들의 실적이 전반적으로 부진했음이 사실이다.

대교의 주요 타겟 연령층은 초등학생(60%)으로 본업의 영향력은 타학군 대비 선행하여 반영되었다고 판단되며 2014년을 저점으로 감소세가 축소되어 부정적인 영향은 점진적으로 개선될 전망이다. 전체 타겟 학생수의 감소폭이 축소됨에 따라 방문학습지의 감소속도는 둔화되는 반면 러닝센터의 성장속도가 유지된다면, 탑라인의 회복도 기대해 볼만 하다. 특히 2012년 눈높이사업부 총원 감소 보완을 위한 전략적 비용 투자로 과목수의 QoQ 감소세는 대폭 축소된 상태이다. 시장환경 개선과 내적 체질개선을 통해 2013년 분기 평균 과목수는 169만과목(-4.5%,YoY)선에서 마무리 될 것으로 예상된다.

프리미엄 과목 확대로  
ARPU증가 도모

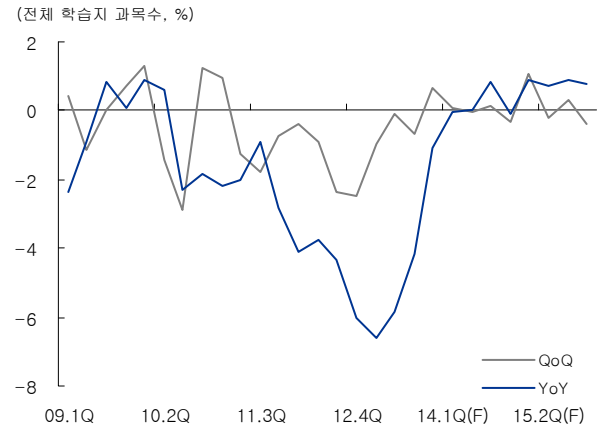
또한 동사는 3분기 I Listening 듣기용 학습지를 추가하였고, I Grammar 일기용 학습지를 출시할 예정임에 따라 프리미엄 과목의 확대에 ARPU증가도 도모하고 있다.

그림 18. 학령인구수(8~19세)증감률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 19. 눈높이사업부 전체 학습지 과목수 증감률 추이



주: 러닝센터 포함  
자료: 대교, IBK투자증권

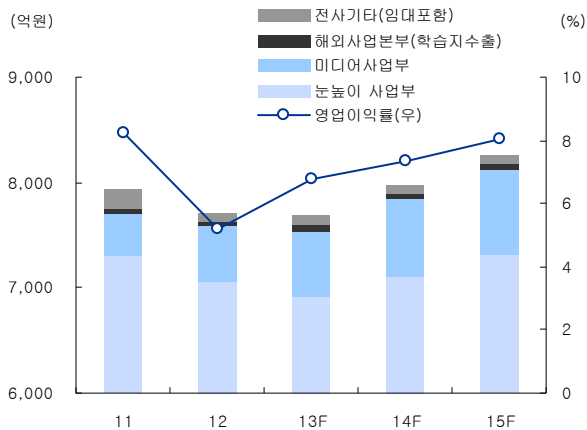
## 2014년 러닝센터 안정적인 성장으로, 탑라인 보완 + 비용 개선 가능

2013년 3분기(F)  
러닝센터 592개  
1센터당 1,058과목수  
전망

2013년 3분기 기준, 러닝센터는 592개로 예상되며 전체 학습지 사업부 매출내 37.7%를 차지할 것으로 전망된다. 2015년까지 러닝센터 비중을 50%로 확대할 계획임에 따라 1) 단기적으로 감소하는 방문학습지 매출을 보완하고 2) 수수료율 절감과 감가비 해소에 따라 수익성 개선에 기여할 것으로 판단된다.

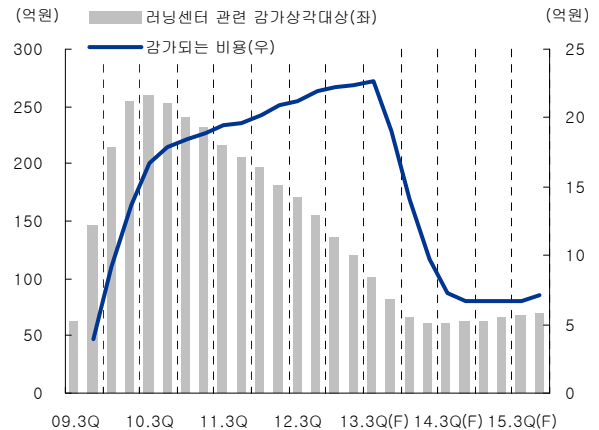
러닝센터는 2009 교육과정과 함께 2009년 3분기부터 볼륨성장을 지속해 왔으며, 일부 폐점되는 러닝센터와 시기상 이연효과가 발생했다는 점을 반영하여 본격적인 해소시점은 2014년 상반기가 될 것으로 확인된다. 러닝센터 감가상각비 해소 효과는 연간 30~50억원 수준으로 예상되나, 과목수 감소에 따라 기존 고정비 부담으로 영업이익 회복은 기대대비 소폭 느려질 것으로 판단된다.

그림 20. (별도기준) 대교 사업부별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 대교, IBK투자증권

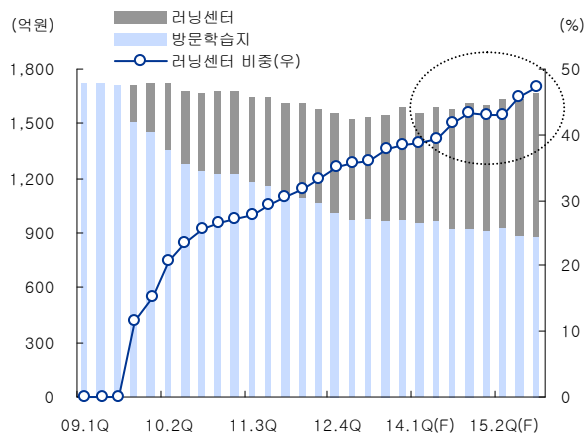
그림 21. 러닝센터 감가상각비 전망(2014F 30~50억 해소)



가정: ① 1개 러닝센터당 4.2천만원(4년 상각) ② 일부 폐점 러닝센터 고려 ③ 시기상의 이연효과 발생

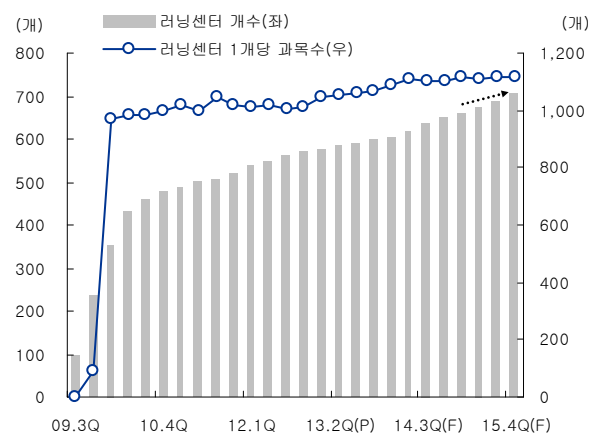
자료: 대교, IBK투자증권

그림 22. 눈높이사업부 매출 추이 및 러닝센터 비중



자료: 대교, IBK투자증권

그림 23. 러닝센터 개수 및 센터당 과목수(13.3QF기준 1,058과목)



자료: 대교, IBK투자증권

### 프리미엄 학습지 사업부 현 수준만 해도 양호한 성적

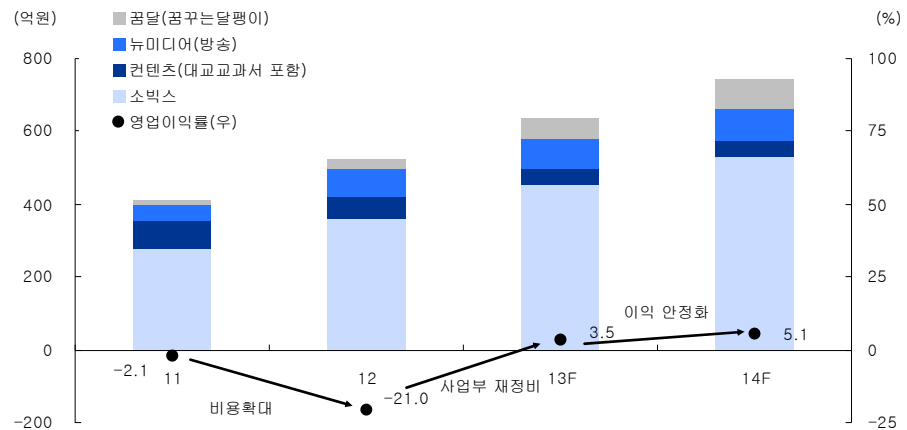
2013년 3분기 차이홍(프리미엄 중국어 학습지)은 매출액 117억원, 영업이익 15억원(OPM 12.8%), 솔루니(논술)는 매출액 67억원, 영업이익 2억원(OPM 3%)을 시현할 전망이다. 차이홍은 3분기 블루벨코리아와 B2B 계약을 추가적으로 성사하였으며, 장기적으로 ASP가 높은 성인중심의 제품믹스를 전개할 계획이다. 반면 솔루니는 상대적으로 단가가 저렴한 러닝센터 중심으로 확대됨에 따라 성장속도는 소폭 느리지만, 이용 학생수가 증가하여 꾸준한 성장세를 유지하고 있다.

### 정책적 수혜와 함께 미디어 사업부 흑자 전환 실현

초등학교 1,2학년 교과서가 스토리텔링 위주의 창의력 수업으로 변경된 후 미디어사업부 소빅스의 “점프” 제품 수요가 증가함에 따라 2013년 미디어 사업부는 이익 흑자전환 목표가 가능할 것으로 예상된다. 동사는 지난 9월에 “참여사동화(세계사 전집)” 신제품을 출시하였고, 4분기 추가적인 신제품 출시가 기대되는 만큼 소빅스(전집) 사업부의 실적개선이 기대된다. 2012년 소빅스 사업부의 공격적인 개발비 해소, 리브로 사업부 철수로 인한 일시적인 비용처분 이후 가시적인 성과를 이뤘다고 판단되며 영유아 대상의 꿈꾸는 달팽이 사업부 또한 이익률 10~15% 수준의 매출달성을 지속하고 있어 고무적이다.

현재까지 적자를 유지하고 있는 콘텐츠(참고서, 교과서)사업부는 지속적으로 간소화 시킬 계획임에 따라 적자폭은 축소되고, 기타 미디어 사업부의 이익은 개선되어 이익안정화 단계에 진입할 것으로 예상된다.

그림 24. 미디어사업부 실적전망 추이



자료: 대교, IBK투자증권

## 해외자회사 리스크 요인으로 봐야 할까

### 연결실적 고려시 단기적으로 부정적이나, 장기전망으로 이해할 것

국내, 해외 자회사의  
이유있는 실적 부진

2013년 상반기 동사는 연결기준 매출액 4,228억원, 영업이익 185억원 영업이익률 4.3%을 실현하였다. 동사의 국내, 해외 자회사는 별도기준 이익을 훼손하는 수준이나 1) 매출액이 전년대비 꾸준히 증가하고 있으며 2) 해외법인 적자의 주된 원인은 미국법인의 사옥 리뉴얼 작업에 따른 고정비 부담 때문으로 파악됨에 따라 장기적인 전략으로 해석함이 타당하다고 판단된다. 볼륨확대에 따라 수익성 부진은 점진적으로 개선될 것으로 예상되며 하반기에는 태국, 베트남과 두바이에 가맹 진출이 진행되고 있다.

단기적으로 동사의 수익성을 악화시키는 요인이 됨은 분명하다. 그러나 1) 계층확대에 대한 전략을 축소시킬 수 없으며(국내법인), 2) 해외시장 진출이 장기 성장 모멘텀이 되기 때문에 리스크 요인으로만 해석하긴 어렵다.

표 15. (연결기준) 대교 매출액 및 영업이익 추이

(단위:억원)

| 구분          | 2011  | 2012  | 2013,1H | 비고                  |
|-------------|-------|-------|---------|---------------------|
| 연결 매출액      | 9,078 | 8,695 | 4,228   |                     |
| 대교          | 7,935 | 7,715 | 7,698   |                     |
| 국내자회사       | 1,096 | 951   | 410     |                     |
| 대교에듀피아      | 212   | 180   | 72      | 온오프학원(중등) 지분율 97.4% |
| 대교문고        | 121   | 126   | 59      | 도서유통 지분율 97.9%      |
| 대교CSA       | 105   | 97    | 47      | 교육컨설팅 지분율 70%       |
| DK에듀캠프      | 658   | 548   | 233     | 방과후 활동 지분율 98.4%    |
| 해외자회사       | 114   | 147   | 82      |                     |
| 대교아메리카      | 44    | 64    | 38      | 지분율 50.1%           |
| 대교홍콩유한공사    | 36    | 49    | 26      | 지분율 47.9%           |
| 상해대교자순유한공사  | 7     | 5     | 3       | 지분율 100%            |
| 북경대교자순유한공사  | 2     | 2     | 1       | 지분율 100%            |
| 대교말레이시아     | 16    | 20    | 11      | 지분율 100%            |
| 대교인도네시아     | 6     | 5     | 3       | 지분율 99.7%           |
| 대교싱가폴       | 3     | 2     | 1       | 지분율 100%            |
| 연결 영업이익     | 612   | 317   | 185     |                     |
| 연결 영업이익률(%) | 6.7%  | 3.6%  | 4.4%    |                     |
| 대교          | 654   | 403   | 244     |                     |
| 국내자회사       | -52   | -53   | -27     |                     |
| 대교에듀피아      | -47   | -49   | -14     |                     |
| 대교문고        | 1     | -     | 0       |                     |
| 대교CSA       | 4     | -14   | 0       |                     |
| DK에듀캠프      | -10   | 10    | -14     |                     |
| 해외자회사       | -17   | -30   | -28     |                     |
| 대교아메리카      | -22   | -35   | -29     |                     |
| 대교홍콩유한공사    | 9     | 14    | 7       |                     |
| 상해대교자순유한공사  | -1    | -2    | -       |                     |
| 북경대교자순유한공사  | -     | -2    | 0       |                     |
| 대교말레이시아     | 1     | 1     | -2      |                     |
| 대교인도네시아     | -2    | -3    | -3      |                     |
| 대교싱가폴       | -2    | -3    | -2      |                     |

자료: 대교, IBK투자증권

## 영업 실적 전망

### 기대감의 불씨가 아직 꺼지지 않았다

대교는 2013년 3분기 별도기준 매출액 1,941억원(+1.4%, YoY), 영업이익 139억원(+9.1%, YoY), 영업이익률 7.2%를 시현할 것으로 전망하며, 2013년 연간 매출액은 7,698억원(-0.2%, YoY), 영업이익 520억원(+29%, YoY), 영업이익률 6.8%를 기록할 것이다.

눈높이사업부 총원증가  
아직은 어려우나, QoQ  
플랫폼 유지

2013년 동사의 연초 계획은 1) 눈높이사업부 과목수 총원 증가와 2) 미디어사업부 흑자 전환 유지였다. 3분기가 마무리된 시점에서 눈높이 사업부 과목수 총원 증가는 어려울 것으로 예상되나, 전체 학령인구 감소가 지속되는 과정에서 과목수 감소세를 QoQ로 플랫폼하게 유지시켰다는 점이 긍정적이다. 동사의 타겟 연령층인 초등학교 학생수가 2014년을 기점으로 감소세가 축소됨에 따라 방문학습지의 과목수 감소가 개선된다면, 러닝센터 매출확대와 함께 분기기준 타라인 개선도 기대해 볼만 하다.

미디어사업부,  
체질개선과 정책수혜로  
흑자전환 달성 기대

미디어사업부는 초등학교 1,2학년 교과서가 창의력 수업으로 변경된 후, 소빅스의 “점프” 제품의 수요가 증가함에 따라 2013년 동 사업부의 이익 흑자 전환 유치가 가능할 것으로 전망된다. 2012년 소빅스 사업부의 공격적인 개발비 해소, 리브로 사업부 철수로 인한 일시적 비용 처분으로 비용부담이 완화되고 오는 하반기 신규제품 출시가 2개 진행되어 하반기 실적 개선폭은 더욱 높아질 전망이다.

표 16. (별도기준) 2013년 대교 실적 추정

(단위:억원)

| 구분            | 13.1Q        | 13.2Q        | 13.3Q(F)     | 13.4Q(F)     | 2012         | 2013F        | YoY(%)       |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>1,904</b> | <b>1,893</b> | <b>1,941</b> | <b>1,960</b> | <b>7,715</b> | <b>7,698</b> | <b>-0.2%</b> |
| 눈높이 사업부       | 1,701        | 1,710        | 1,731        | 1,770        | 7,065        | 6,912        | -2.2%        |
| 눈높이           | 1,525        | 1,532        | 1,545        | 1,590        | 6,364        | 6,193        | -2.7%        |
| ① 방문학습지       | 937          | 940          | 917          | 933          | 4,078        | 3,728        | -8.6%        |
| ② 통신(교재만)     | 45           | 40           | 46           | 47           | 215          | 178          | -17.3%       |
| ③ 러닝센터        | 543          | 552          | 582          | 611          | 2,071        | 2,287        | 10.4%        |
| 차이홍           | 109          | 109          | 117          | 113          | 430          | 449          | 4.3%         |
| 솔루니           | 67           | 69           | 68           | 66           | 271          | 270          | -0.2%        |
| 기타            | 0.0          | 0.0          | 0.1          | 0.1          | 0.8          | 0.2          | -78.5%       |
| 미디어사업부        | 175          | 152          | 147          | 162          | 523          | 636          | 21.7%        |
| 소빅스           | 118          | 106          | 107          | 121          | 359          | 452          | 25.8%        |
| 컨텐츠(대교교과서 포함) | 25           | 8            | 9            | 5            | 61           | 47           | -22.4%       |
| 뉴미디어(방송)      | 19           | 20           | 18           | 23           | 77           | 80           | 4.1%         |
| 꿈달(꿈꾸는달팽이)    | 13           | 18           | 13           | 13           | 26           | 57           | 119.3%       |
| 해외사업본부(학습지수출) | 11           | 14           | 13           | 11           | 49           | 49           | 0.6%         |
| 전사기타(임대포함)    | 17           | 17           | 50           | 17           | 78           | 101          | 29.4%        |
| <b>영업이익</b>   | <b>113</b>   | <b>131</b>   | <b>139</b>   | <b>136</b>   | <b>403</b>   | <b>520</b>   | <b>29.0%</b> |
| 영업이익률(%)      | 5.9%         | 6.9%         | 7.2%         | 7.0%         | 5.2%         | 6.8%         | 1.5%p        |
| <b>당기순이익</b>  | <b>177</b>   | <b>96</b>    | <b>151</b>   | <b>146</b>   | <b>318</b>   | <b>570</b>   | <b>79.2%</b> |
| 당기순이익률(%)     | 9.3%         | 5.1%         | 7.8%         | 7.4%         | 4.1%         | 7.4%         | 3.3%p        |

자료: 대교, IBK투자증권

다만, 동사의 경영계획 변경에 따라 1) 러닝센터 확대속도를 620~630개에서 600개로 조정하였고 2) 러닝센터 감가비 해소 시점의 이연효과와 일부 폐쇄 지점을 고려하여 실적 추정치를 소폭 조정하였다.

표 17. (별도기준) 대교 실적 추정치 변경

(단위:억원)

| 구분     | 기존추정치 |       | 변경추정치 |       | 변경률(%) |        |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
|        | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F | 2013F  | 2014F  |
| 매출액    | 7,753 | 8,054 | 7,698 | 7,978 | -0.7%  | -0.9%  |
| 눈높이사업부 | 6,923 | 7,043 | 6,912 | 7,101 | -0.2%  | 0.8%   |
| 미디어사업부 | 693   | 861   | 636   | 743   | -8.2%  | -13.7% |
| 해외사업본부 | 51    | 58    | 49    | 52    | -3.9%  | -10.3% |
| 전사기타   | 85    | 93    | 101   | 83    | 18.8%  | -10.8% |
| 영업이익   | 590   | 739   | 520   | 585   | -11.9% | -20.8% |
| 영업이익률  | 7.6%  | 9.2%  | 6.8%  | 7.3%  | -0.9%p | -1.8%p |
| 당기순이익  | 644   | 763   | 570   | 630   | -11.5% | -17.4% |
| 순이익률   | 8.3%  | 9.5%  | 7.4%  | 7.9%  | -0.9%p | -1.6%p |

자료: IBK투자증권

## 포괄손익계산서

| (억원)         | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 7,937 | 7,715 | 7,698 | 7,978 | 8,264 |
| 증가율(%)       | -7.7  | -2.8  | -0.2  | 3.6   | 3.6   |
| 매출원가         | 6,388 | 6,387 | 6,266 | 6,489 | 6,668 |
| 매출총이익        | 1,549 | 1,329 | 1,432 | 1,489 | 1,596 |
| 매출총이익률 (%)   | 19.5  | 17.2  | 18.6  | 18.7  | 19.3  |
| 판매비          | 894   | 926   | 913   | 904   | 931   |
| 판매비율(%)      | 11.3  | 12.0  | 11.9  | 11.3  | 11.3  |
| 영업이익         | 654   | 403   | 520   | 585   | 665   |
| 증가율(%)       | 4.1   | -38.5 | 29.0  | 12.6  | 13.7  |
| 영업이익률(%)     | 8.2   | 5.2   | 6.7   | 7.3   | 8.0   |
| 순금융손익        | 19    | 31    | 31    | 36    | 43    |
| 이자손익         | 19    | 29    | 29    | 34    | 40    |
| 기타           | 0     | 3     | 2     | 3     | 3     |
| 기타영업외손익      | 194   | 98    | 197   | 207   | 220   |
| 중속/관계기업손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | 867   | 532   | 747   | 829   | 928   |
| 법인세          | 208   | 126   | 178   | 199   | 223   |
| 법인세율         | 24.0  | 23.7  | 23.8  | 24.0  | 24.0  |
| 계속사업이익       | 659   | 406   | 570   | 630   | 705   |
| 중단사업손익       | -48   | -88   | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 611   | 318   | 570   | 630   | 705   |
| 증가율(%)       | 23.6  | -47.9 | 79.0  | 10.6  | 12.0  |
| 당기순이익률 (%)   | 7.7   | 4.1   | 7.4   | 7.9   | 8.5   |
| 자배주당당기순이익    | 611   | 318   | 569   | 630   | 705   |
| 기타포괄이익       | -704  | -118  | -93   | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | -93   | 200   | 477   | 630   | 705   |
| EBITDA       | 1,118 | 715   | 855   | 890   | 913   |
| 증가율(%)       | -0.8  | -36.1 | 19.5  | 4.1   | 2.6   |
| EBITDA마진율(%) | 14.1  | 9.3   | 11.1  | 11.2  | 11.1  |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원)    |       |       |       |       |       |
| EPS        | 587   | 306   | 547   | 605   | 677   |
| BPS        | 5,548 | 5,486 | 5,784 | 6,102 | 6,492 |
| DPS        | 260   | 210   | 210   | 210   | 210   |
| 밸류에이션(배)   |       |       |       |       |       |
| PER        | 10.6  | 20.8  | 12.0  | 10.8  | 9.7   |
| PBR        | 1.1   | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA  | 5.1   | 8.2   | 6.7   | 5.7   | 4.8   |
| 성장성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 매출증가율      | -7.7  | -2.8  | -0.2  | 3.6   | 3.6   |
| EPS증가율     | 23.6  | -47.9 | 79.0  | 10.6  | 12.0  |
| 수익성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 배당수익률      | 4.2   | 3.3   | 3.1   | 3.1   | 3.1   |
| ROE        | 9.3   | 5.0   | 8.8   | 9.3   | 9.8   |
| ROA        | 7.1   | 3.9   | 7.0   | 7.5   | 7.9   |
| ROIC       | 31.2  | 17.8  | 28.4  | 31.6  | 41.2  |
| 안정성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 부채비율(%)    | 28.7  | 25.1  | 24.5  | 24.1  | 23.6  |
| 순차입금 비율(%) | -5.0  | -3.5  | -8.6  | -17.0 | -25.4 |
| 이자보상배율(배)  | 854.1 | 837.6 | 488.5 | 565.6 | 737.3 |
| 활동성지표(배)   |       |       |       |       |       |
| 매출채권회전율    | 20.9  | 19.8  | 19.2  | 19.1  | 19.1  |
| 재고자산회전율    | 34.3  | 36.4  | 43.9  | 44.7  | 44.7  |
| 총자산회전율     | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.9   |

주: IBK 순차입금 산식 = 현금성자산항목에 현금&현금성자산만 산입(보수적인 추정), IBK 애널리스트는 당사의 모델산식 말고 기업의 산식을 반영

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

| (억원)      | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F  | 2015F  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산      | 3,366 | 2,880 | 3,037 | 3,731  | 4,511  |
| 현금및현금성자산  | 360   | 249   | 600   | 1,211  | 1,901  |
| 유가증권      | 1,414 | 1,392 | 1,146 | 1,184  | 1,227  |
| 매출채권      | 387   | 391   | 410   | 424    | 439    |
| 재고자산      | 249   | 175   | 176   | 182    | 188    |
| 비유동자산     | 4,932 | 5,038 | 5,225 | 4,918  | 4,604  |
| 유형자산      | 1,354 | 1,394 | 1,643 | 1,338  | 1,091  |
| 무형자산      | 669   | 618   | 612   | 612    | 612    |
| 투자자산      | 2,026 | 1,975 | 1,952 | 1,942  | 1,869  |
| 자산총계      | 8,298 | 7,918 | 8,262 | 8,648  | 9,115  |
| 유동부채      | 1,474 | 1,344 | 1,338 | 1,384  | 1,433  |
| 매입채무및기타채무 | 80    | 66    | 125   | 129    | 134    |
| 단기차입금     | 36    | 26    | 29    | 30     | 31     |
| 유동성장기부채   | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 비유동부채     | 378   | 244   | 289   | 299    | 309    |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 부채총계      | 1,852 | 1,588 | 1,627 | 1,682  | 1,742  |
| 자배주주지분    | 6,447 | 6,330 | 6,635 | 6,966  | 7,373  |
| 자본금       | 521   | 521   | 521   | 521    | 521    |
| 자본잉여금     | 676   | 679   | 685   | 685    | 685    |
| 자본조정등     | -476  | -549  | -531  | -531   | -531   |
| 기타포괄이익누계액 | 883   | 772   | 679   | 679    | 679    |
| 이익잉여금     | 4,842 | 4,908 | 5,281 | 5,613  | 6,019  |
| 비자배주주지분   | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 자본총계      | 6,447 | 6,330 | 6,635 | 6,966  | 7,373  |
| 비이자부채     | 1,816 | 1,562 | 1,599 | 1,653  | 1,712  |
| 총차입금      | 36    | 26    | 29    | 30     | 31     |
| 순차입금      | -324  | -223  | -571  | -1,181 | -1,871 |

## 현금흐름표

| (억원)            | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 418  | 410  | 877   | 711   | 717   |
| 당기순이익           | 611  | 318  | 569   | 630   | 705   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 540  | 416  | 249   | 61    | -15   |
| 유형자산감가상각비       | 464  | 312  | 335   | 305   | 248   |
| 무형자산상각비         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 운전자본변동          | -630 | -188 | 36    | -13   | -14   |
| 매출채권등의감소        | -72  | -17  | -22   | -14   | -15   |
| 재고자산의감소         | -54  | 43   | -2    | -6    | -7    |
| 매입채무등의증가        | -4   | -13  | 59    | 4     | 5     |
| 기타 영업현금흐름       | -103 | -136 | 23    | 34    | 40    |
| 투자활동 현금흐름       | -525 | -188 | -986  | -60   | -3    |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -71  | -238 | -243  | 0     | 0     |
| 유형자산의 감소        | 1    | 0    | 4     | 0     | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -240 | -259 | -89   | 0     | 0     |
| 투자자산의 감소(증가)    | -132 | 160  | -168  | 10    | 73    |
| 기타              | -83  | 150  | -490  | -69   | -76   |
| 재무활동 현금흐름       | -254 | -334 | -27   | -40   | -23   |
| 차입금의증가(감소)      | -10  | -8   | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | -244 | -325 | -27   | -40   | -23   |
| 기타 및 조정         | -1   | 0    | 487   | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -362 | -111 | 351   | 611   | 690   |
| 기초현금            | 722  | 360  | 249   | 600   | 1,211 |
| 기말현금            | 360  | 249  | 600   | 1,211 | 1,901 |

## 매수 (신규)

목표주가 90,000원  
현재가 (10/18) 73,800원

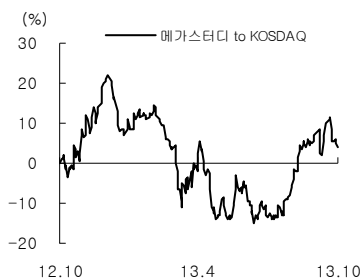
KOSDAQ (10/18) 525.69pt  
시가총액 4,679억원  
발행주식수 6,341천주  
액면가 500원  
52주 최고가 80,600원  
최저가 57,500원  
60일 일평균거래대금 10억원  
외국인 지분율 44.6%  
배당수익률 (12.12월) 4.0%

주주구성  
손주는 외 4인 23.36%  
코리아에듀케이션홀딩스 9.21%

주가상승률 1M 6M 12M  
상대기준 -3% -3% 6%  
절대기준 -3% 2% 4%

|         | 현재     | 직전 | 변동 |
|---------|--------|----|----|
| 투자의견    | 매수     | -  | -  |
| 목표주가    | 90,000 | -  | -  |
| EPS(13) | 7,336  | -  | -  |
| EPS(14) | 8,612  | -  | -  |

메가스터디 상대주가 (%)



## 메가스터디 (072870)

## 비 온뒤 갠

## 대입제도의 변화, 우호적 흐름 기대가능

정부는 2013년 8~9월, 두번에 걸쳐 연초 제시했던 교육정책을 구체화 시키는 작업을 마무리 하였다. 궁극적인 변화 요소는 대입간소화 부문이며, 동사에 영향력 있는 사안은 1) 2014학년도 대입제도인 A/B형 전형의 점진적 폐지, 2) 수시·정시의 구분 명확화, 3) 대입전형 축소, 4) 2017학년도 한국사 필수 응시, 5) 2017학년도 문·이과 통폐합 여부로 요약된다. 금번 대입간소화 제도 또한 사교육을 지양하고 공교육을 강화하겠다는 방향성은 동일하나 수험생들의 혼돈을 완화시키기 위한 방법으로 일축되었다. 이 같은 변화는 국내 사교육 업체들에게도 우호적인 환경의 변화로 사료된다. 특히, 한국사 필수응시와 문·이과 통폐합 여부는 온전히 신정부의 의사가 반영된 정책으로 한국사 응시생과 탐구과목 확대에 의한 응시인원수(Q)가 확대되는 점에 의미가 있다.

다만, 본 정책의 변화를 과거와 같은 시장의 고성장으로 이해하기는 어렵고 2012~2013년 지속된 실적 둔화의 회복으로 해석해야 할 것이다. 동사의 2013년 연결기준 매출액은 3,200억원(-2.4%, YoY), 영업이익 552억원(-5.4%, YoY), OPM 17.2%를 시현할 전망이며 올해를 저점으로 안정적인 실적개선을 이룰 것으로 전망된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 신규 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가는 90,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2014년(F) 연결기준 EPS 8,612원에 PER 10.5배를 적용하였다. 적용 PER은 교육업종 평균 PER 9.5배에 10% 할증하였다. 할증 요인은 1) 2009년부터 지속되어 온 대입시장의 정책적 리스크가 변경된 대입제도를 통해 일정부분 완화되었다고 판단되며 2) 오는 10월에 발표될 2017학년도(2016년 진행, 현재 중학교 3학년 대상) 대입제도를 통해 동사에게 좀더 우호적인 환경으로 변화될 것이기 때문이다. 현 주가는 2014년(F) 기준 PER 8.6배 수준으로 정책발표 이후 30%이후 상승하였으나 여전히 투자매력도는 높다고 판단된다.

| (단위:억원,배) | 2011   | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F  |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 3,436  | 3,279 | 3,200 | 3,408 | 3,708  |
| 영업이익      | 816    | 583   | 552   | 652   | 780    |
| 세전이익      | 933    | 707   | 651   | 770   | 930    |
| 당기순이익     | 712    | 529   | 499   | 585   | 707    |
| EPS(원)    | 10,771 | 7,904 | 7,336 | 8,612 | 10,405 |
| 증가율(%)    | 12.4   | -26.6 | -7.2  | 17.4  | 20.8   |
| 영업이익률(%)  | 23.8   | 17.8  | 17.2  | 19.1  | 21.0   |
| 순이익률(%)   | 20.7   | 16.1  | 15.6  | 17.2  | 19.1   |
| ROE(%)    | 22.1   | 14.4  | 12.5  | 13.5  | 14.8   |
| PER       | 10.2   | 9.9   | 10.1  | 8.6   | 7.1    |
| PBR       | 2.2    | 1.5   | 1.3   | 1.2   | 1.1    |
| EV/EBITDA | 7.2    | 6.1   | 5.4   | 4.1   | 3.1    |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation

### 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 신규 커버리지 개시

투자의견 매수,  
목표주가 90,000원으로  
신규 커버리지 개시

메가스터디에 대한 투자의견을 매수, 목표주가는 90,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2014년(F) 연결기준 EPS 8,612원에 교육업종 평균 PER에 10%할증한 10.5배를 적용하였다.

- 1) 동사는 2009년부터 지속되어 온 대입시장의 정책적 리스크가 변경된 대입제도를 통해 일정부분 완화되었다고 판단되며,
- 2) 오는 10월에 발표될 2017학년도(2016년 진행, 현재 중학교 3학년 대상) 대입제도를 통해 동사에게 보다 우호적인 환경으로 변화될 것이기 때문이다.

현 주가는 2014년(F) 기준 PER 8.6배 수준으로 정책 발표 시점대비 30%이상 상승하였으나 여전히 투자매력도는 높다고 판단된다. 다만, 우호적인 환경의 변화는 과거와 같은 시장의 고성장으로 이해하기는 어렵고 2012~2013년 지속된 실적 둔화의 회복으로 해석해야 할 것이다.

표 18. 메가스터디 목표주가 산출

(단위: 억원, 원, 배)

| 구분           | 적정가치          | 비고                          |
|--------------|---------------|-----------------------------|
| 메가스터디 연결 EPS | 8,612         | ①, 2014년 예상 기준              |
| Target PER   | 10.5          | ②, 2014년 교육업종 평균 PER 10% 할증 |
| <b>목표주가</b>  | <b>90,000</b> | ③=①*②                       |
| 현재주가         | 73,800        | 2013년 10월 18일 기준            |
| 상승여력         | 21.9%         | 투자의견 매수(신규) 제시              |

자료: IBK투자증권

## 영업 실적 전망

### 제도의 굴레속에서 긍정의 신호탄을 쏘다

교육시장 호황기와 함께  
고성장세 지속

2005~2007년은 국내 사교육시장의 호황기로 1) 전체 학령인구수가 유지·성장하였고 2) 한국사회의 고유의 대입 과열경쟁으로 교육업체들에게 유리한 환경이 조성되었으며 3) 온라인 교육의 확장으로 신규채널이 본격적으로 형성되어, 수요(Q)의 증가에 따른 시장성장이 유지되었다. 메가스터디의 주력사업부가 대학 입시시장인만큼 연평균 25%의 고성장을 시현하며 높은 밸류에이션을 받았다.

계층확대(중등, 성인시장)를  
통해 시장환경 악화  
극복 노력

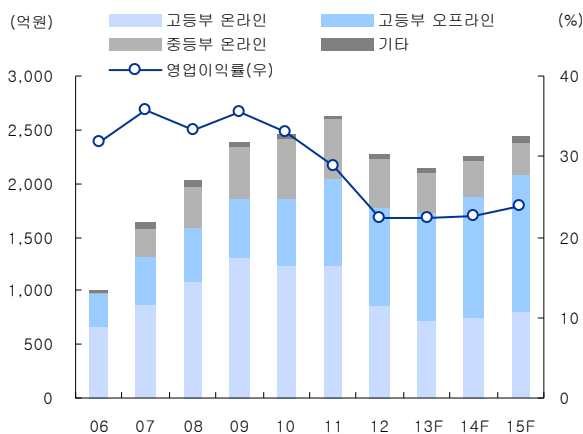
그러나 2009년 구정부(이명박 정부)의 사교육비 경감대책을 중심으로 대입시장에 대한 정책적 리스크의 노출이 커짐에 따라 고성장세는 둔화되었으며, 2012년 전 학령인구 감소세와 함께 역신장의 위험에 도래했다. 동사는 계층확대(중등, 성인교육시장)를 통해 단기적으로 실적둔화를 보완하고자 하였으며, 추가적으로 공무원 및 경찰공무원 시장에 진출 하였다. (2013년 신설, 에스이글로벌)

2013년 변화된 정책으로  
시장환경 개선  
→ 수요회복의 관점으로  
접근

정책 리스크의 핵심은 1) 정시비중의 악화, 2) EBS 연계율(출제율 확대)의 지속 때문이며 리스크가 해소되기 전까지 보수적인 시각을 유지하는게 맞다. 그러나 2013년 8~9월 진행된 대입제도 간소화 정책으로 일정부분 완화되었기 때문에 “수요회복”의 관점에서 접근해야 할 필요가 있다고 판단된다. 특히 2017학년도에 진행되는 대입제도는 1) 한국사 필수응시와 2) 문·이과 융합안에 근거한 탐구과목수 증가로 신규수요(Q)의 유입이 기대된다.

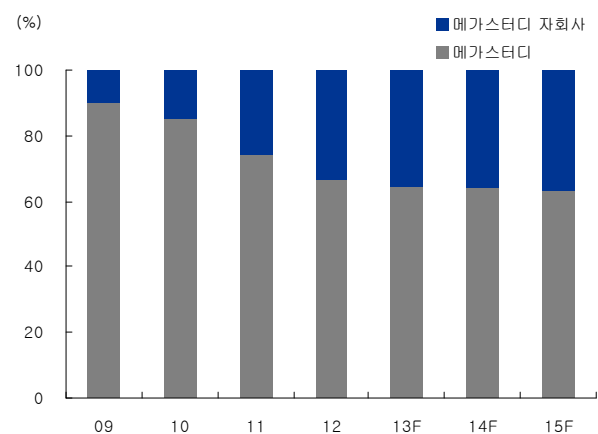
시장환경이 과거대비 완화된다는 점을 반영해, 동사는 2013년을 저점으로 안정적인 실적회복이 기대된다. 동사의 2013년 별도기준 매출액은 2,146억원(-5.4%, YoY), 영업이익 481억원(-4.9%, YoY), OPM 22.4%를 예상하나, 2014년은 매출액 2,260억원(+5.3%, YoY), 영업이익 513억원(+6.7%, YoY), OPM 22.7%를 시현할 전망이다. 2013년은 전년대비 장학금 충당비용의 감소로 30억원 수준의 비용이 절감될 것이며, 장기적으로 장학금 충당비용을 30억원 수준으로 축소시킬 예정임에 따라 수익성은 지속적으로 개선될 예정이다.

그림 25. (별도기준) 메가스터디 사업부별 매출액 및 영업이익률



자료: 메가스터디, IBK투자증권

그림 26. 메가스터디 & 메가스터디 자회사 비중



자료: 메가스터디, IBK투자증권

한편, 메가스터디의 2013년 연결기준 매출액은 3,200억원(-2.4%, YoY) , 영업이익 552억원(-5.4%, YoY), OPM 17.2%으로 예상되며, 2013년 3분기 연결기준 매출액은 927억원, 영업이익 217억원, OPM 23.4%를 기록할 것으로 판단된다.

표 19. (연결기준) 메가스터디 2013년 영업실적 추정

(단위:억원)

| 구분        | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q(F) | 13.4Q(F) | 2012  | 2013F | YoY(%) |
|-----------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|--------|
| 연결매출액     | 797   | 882   | 927      | 594      | 3,279 | 3,200 | -2.4%  |
| 메가스터디     | 518   | 562   | 632      | 434      | 2,267 | 2,146 | -5.4%  |
| 고등부 온라인   | 195   | 178   | 216      | 138      | 862   | 726   | -15.7% |
| 고등부 오프라인  | 221   | 297   | 309      | 179      | 907   | 1,006 | 10.8%  |
| 중등부 온라인   | 99    | 85    | 94       | 100      | 464   | 379   | -18.5% |
| 기타        | 3     | 2     | 13       | 17       | 34    | 35    | 4.3%   |
| 메가스터디 자회사 | 313   | 358   | 330      | 173      | 1,130 | 1,174 | 3.9%   |
| 영업이익      | 130   | 200   | 217      | 5        | 583   | 552   | -5.4%  |
| 영업이익률(%)  | 16.3% | 22.6% | 23.4%    | 0.9%     | 17.8% | 17.2% | -0.5%p |
| 지배주주순이익   | 109   | 154   | 180      | 22       | 501   | 465   | -7.2%  |
| 순이익률(%)   | 13.6% | 17.5% | 19.5%    | 3.7%     | 15.3% | 14.5% | -0.7%p |

자료: 메가스터디, IBK투자증권

## 포괄손익계산서

| (억원)         | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 3,436 | 3,279 | 3,200 | 3,408 | 3,708 |
| 증가율(%)       | 28.5  | -4.6  | -2.4  | 6.5   | 8.8   |
| 매출원가         | 1,343 | 1,294 | 1,245 | 1,319 | 1,439 |
| 매출총이익        | 2,093 | 1,985 | 1,954 | 2,089 | 2,269 |
| 매출총이익률 (%)   | 60.9  | 60.5  | 61.1  | 61.3  | 61.2  |
| 판매비          | 1,277 | 1,402 | 1,402 | 1,437 | 1,489 |
| 판매비율(%)      | 37.2  | 42.8  | 43.8  | 42.2  | 40.1  |
| 영업이익         | 816   | 583   | 552   | 652   | 780   |
| 증가율(%)       | -2.6  | -28.6 | -5.3  | 18.1  | 19.7  |
| 영업이익률(%)     | 23.8  | 17.8  | 17.2  | 19.1  | 21.0  |
| 순금융손익        | 96    | 106   | 93    | 112   | 143   |
| 이자손익         | 77    | 85    | 86    | 104   | 134   |
| 기타           | 19    | 20    | 7     | 8     | 9     |
| 기타영업외손익      | -10   | 9     | 7     | 7     | 7     |
| 중속/관계기업손익    | 30    | 9     | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | 933   | 707   | 651   | 770   | 930   |
| 법인세          | 221   | 178   | 153   | 185   | 223   |
| 법인세율         | 23.7  | 25.1  | 23.4  | 24.0  | 24.0  |
| 계속사업이익       | 712   | 529   | 499   | 585   | 707   |
| 중단사업손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 712   | 529   | 499   | 585   | 707   |
| 증가율(%)       | 15.9  | -25.7 | -5.8  | 17.4  | 20.8  |
| 당기순이익률 (%)   | 20.7  | 16.1  | 15.6  | 17.2  | 19.1  |
| 자배주당당기순이익    | 683   | 501   | 465   | 546   | 660   |
| 기타포괄이익       | 13    | -16   | -11   | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 725   | 513   | 488   | 585   | 707   |
| EBITDA       | 923   | 712   | 666   | 774   | 902   |
| 증가율(%)       | 2.6   | -22.9 | -6.4  | 16.2  | 16.5  |
| EBITDA마진율(%) | 26.9  | 21.7  | 20.8  | 22.7  | 24.3  |

## 재무상태표

| (억원)      | 2011  | 2012  | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산      | 2,401 | 2,099 | 2,347  | 2,741  | 3,295  |
| 현금및현금성자산  | 419   | 775   | 1,210  | 1,689  | 2,150  |
| 유가증권      | 722   | 259   | 297    | 267    | 290    |
| 매출채권      | 162   | 140   | 140    | 124    | 135    |
| 재고자산      | 37    | 32    | 33     | 29     | 31     |
| 비유동자산     | 2,022 | 2,554 | 2,647  | 2,546  | 2,589  |
| 유형자산      | 905   | 1,295 | 1,448  | 1,456  | 1,444  |
| 무형자산      | 231   | 311   | 293    | 280    | 269    |
| 투자자산      | 834   | 873   | 859    | 760    | 823    |
| 자산총계      | 4,422 | 4,653 | 4,994  | 5,287  | 5,884  |
| 유동부채      | 905   | 821   | 840    | 747    | 813    |
| 매입채무및기타채무 | 89    | 70    | 68     | 60     | 66     |
| 단기차입금     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 유동성장기부채   | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 비유동부채     | 78    | 130   | 142    | 130    | 142    |
| 사채        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 부채총계      | 983   | 951   | 982    | 877    | 954    |
| 자배주주지분    | 3,354 | 3,586 | 3,853  | 4,212  | 4,685  |
| 자본금       | 32    | 32    | 32     | 32     | 32     |
| 자본잉여금     | 286   | 283   | 283    | 283    | 283    |
| 자본조정등     | -200  | -200  | -200   | -200   | -200   |
| 기타포괄이익누계액 | 20    | 4     | -6     | -6     | -6     |
| 이익잉여금     | 3,215 | 3,467 | 3,745  | 4,103  | 4,576  |
| 비자배주주지분   | 85    | 115   | 159    | 198    | 245    |
| 자본총계      | 3,439 | 3,701 | 4,012  | 4,410  | 4,930  |
| 비이자부채     | 983   | 951   | 982    | 877    | 954    |
| 총차입금      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 순차입금      | -419  | -775  | -1,210 | -1,689 | -2,150 |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2011    | 2012    | 2013F   | 2014F  | 2015F  |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 주당지표(원)    |         |         |         |        |        |
| EPS        | 10,771  | 7,904   | 7,336   | 8,612  | 10,405 |
| BPS        | 49,245  | 51,649  | 56,148  | 62,008 | 69,645 |
| DPS        | 4,000   | 3,000   | 3,000   | 3,000  | 3,000  |
| 밸류에이션(배)   |         |         |         |        |        |
| PER        | 10.2    | 9.9     | 10.1    | 8.6    | 7.1    |
| PBR        | 2.2     | 1.5     | 1.3     | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA  | 7.2     | 6.1     | 5.4     | 4.1    | 3.1    |
| 성장성지표(%)   |         |         |         |        |        |
| 매출증가율      | 28.5    | -4.6    | -2.4    | 6.5    | 8.8    |
| EPS증가율     | 12.4    | -26.6   | -7.2    | 17.4   | 20.8   |
| 수익성지표(%)   |         |         |         |        |        |
| 배당수익률      | 3.6     | 3.8     | 4.0     | 4.0    | 4.0    |
| ROE        | 22.1    | 14.4    | 12.5    | 13.5   | 14.8   |
| ROA        | 17.7    | 11.7    | 10.3    | 11.4   | 12.7   |
| ROIC       | 147.3   | 60.8    | 41.9    | 45.3   | 54.3   |
| 안정성지표(%)   |         |         |         |        |        |
| 부채비율(%)    | 28.6    | 25.7    | 24.5    | 19.9   | 19.4   |
| 순차입금 비율(%) | -12.2   | -20.9   | -30.2   | -38.3  | -43.6  |
| 이자보상배율(배)  | 1,236.0 | 1,022.0 | 3,125.1 | 0.0    | 0.0    |
| 활동성지표(배)   |         |         |         |        |        |
| 매출채권회전율    | 26.2    | 21.7    | 22.9    | 25.9   | 28.7   |
| 재고자산회전율    | 165.9   | 95.0    | 99.6    | 111.3  | 124.2  |
| 총자산회전율     | 0.9     | 0.7     | 0.7     | 0.7    | 0.7    |

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 현금흐름표

| (억원)            | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 702  | 585  | 533   | 699   | 809   |
| 당기순이익           | 712  | 529  | 499   | 585   | 707   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 354  | 366  | 177   | 4     | -29   |
| 유형자산감가상각비       | 86   | 100  | 95    | 110   | 110   |
| 무형자산상각비         | 21   | 29   | 19    | 13    | 12    |
| 운전자본변동          | -194 | -219 | -127  | 6     | -4    |
| 매출채권등의감소        | -2   | 21   | 0     | 16    | -11   |
| 재고자산의감소         | -13  | -5   | -2    | 4     | -3    |
| 매입채무등의증가        | 9    | -18  | -2    | -8    | 5     |
| 기타 영업현금흐름       | -171 | -91  | -16   | 104   | 134   |
| 투자활동 현금흐름       | -865 | 22   | -458  | 45    | -243  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -97  | -496 | -250  | -120  | -100  |
| 유형자산의 감소        | 10   | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -22  | -59  | -1    | 0     | 0     |
| 투자자산의 감소(증가)    | -35  | 222  | -192  | 100   | -63   |
| 기타              | -720 | 352  | -17   | 63    | -82   |
| 재무활동 현금흐름       | -225 | -251 | -88   | -266  | -105  |
| 차입금의증가(감소)      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 23   | 2    | 10    | 0     | 0     |
| 기타              | -248 | -253 | -98   | -266  | -105  |
| 기타 및 조정         | 0    | 0    | 449   | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -388 | 356  | 436   | 479   | 461   |
| 기초현금            | 807  | 419  | 775   | 1,210 | 1,689 |
| 기말현금            | 419  | 775  | 1,210 | 1,689 | 2,150 |

## 매수 (유지)

목표주가 21,000원  
현재가 (10/18) 11,150원

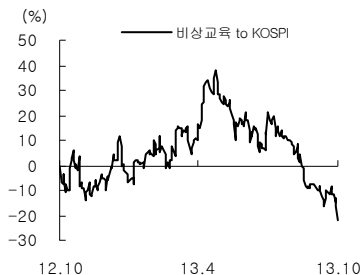
KOSPI (10/18) 2,052.40pt  
시가총액 1,449억원  
발행주식수 12,997천주  
액면가 500원  
52주 최고가 18,450원  
최저가 11,050원  
60일 일평균거래대금 5억원  
외국인 지분율 0.9%  
배당수익률 (12.12월) 0.9%

주주구성  
양태회 외 27인 54.83%

| 주가상승률 | 1M   | 6M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 상대기준  | -12% | -27% | -17% |
| 절대기준  | -14% | -33% | -21% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자의견    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 21,000 | 19,000 | ▲  |
| EPS(13) | 1,400  | 1,461  | ▼  |
| EPS(14) | 1,773  | 1,977  | ▼  |

비상교육 상대주가 (%)



## 비상교육 (100220)

## 9개월 간의 기다림을 지나, 다시금 봐야 할 때

## 피날레를 앞두고(10월 중순 채택률 + 12월 가격 결정)

비상교육 주가는 지난 5월 긍정적인 심사통과 이후 고점대비 50%이상 하락하여 주가 하단에서 횡보하고 있다. 근본적인 주가 하락 요인은 1) 교과서 가격제한 이슈와 2) 예상대비 과도한 분기실적 적자 규모 3) 추가비용에 대한 심리적 위험 부담으로 판단된다.

그러나 가격제한이슈는 형평성 및 정책 방향성과 상충됨에 따라 우려수준은 완화될 것으로 판단되며, 분기실적 적자는 예상된 리스크 요인으로 무리한 비용처분은 필수불가결한 요인이며 2013년이 실질적 비용처분의 마지막 해 임을 고려했을 때 심리적인 부담감에서 해소될 필요가 있다. 지난 10월 11일까지 한국사를 제외한 나머지 과목들의 채택률 집계 마무리 되었으며 오는 10월 중하순 이후에는 채택률에 대한 공고를 확인할 수 있고, 12월 가격결정이 마무리 됨에 따라 2015년까지 확정매출에 대한 구체적 요소가 파악될 것으로 판단된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 21,000원으로 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가를 21,000원으로 상향제시 한다. 동사의 목표주가는 2014년 별도기준 예상 EPS에 PER 12배를 적용하였다. 적용 PER은 해외 유사업체 2014년 예상 PER 15배를 20% 할인하였다. 동사의 주요 교과서 관련 비용은 2013년을 기점으로 대부분 해소될 예정이며, 교수지원비와 신규 사업 개발비 또한 올해 일회성으로 마무리 됨에 따라 이익훼손 리스크는 제한적이다. 반면, 교과서 매출은 순차적으로 적용되기 때문에 2014년은 중학교 전학년과 고등학교 1~2학년의 공급매출이 반영되어 이익향상 기대감이 높다. 이러한 점을 고려할 때 현 주가 수준은 매력적인 밸류에이션 하단에 위치하고 있으며 보수적으로 고려해도 상승여력은 충분하다.

| (단위:억원,배) | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,118 | 1,194 | 1,289 | 1,375 | 1,500 |
| 영업이익      | 166   | 220   | 224   | 315   | 397   |
| 세전이익      | 175   | 150   | 238   | 303   | 395   |
| 당기순이익     | 149   | 126   | 183   | 230   | 301   |
| EPS(원)    | 1,152 | 972   | 1,400 | 1,773 | 2,313 |
| 증가율(%)    | 35.5  | -15.7 | 44.1  | 26.7  | 30.4  |
| 영업이익률(%)  | 14.8  | 18.5  | 17.3  | 22.9  | 26.5  |
| 순이익률(%)   | 13.4  | 10.6  | 14.1  | 16.8  | 20.0  |
| ROE(%)    | 11.9  | 9.1   | 12.0  | 13.4  | 15.3  |
| PER       | 5.9   | 14.4  | 8.5   | 6.7   | 5.1   |
| PBR       | 0.8   | 1.6   | 1.2   | 1.1   | 0.9   |
| EV/EBITDA | 3.7   | 7.0   | 6.2   | 4.5   | 3.5   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 21,000원으로 상향 제시

투자의견 매수 유지,  
목표주가 21,000원으로  
상향

비상교육에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 21,000원으로 상향 제시한다. 동사의 목표주가는 2014년 별도기준 예상 EPS 1,773원에 Target Multiple 12배를 적용하였다. 적용 PER은 해외 유사업체의 2014년 예상 PER 15배에 20%할인하였다.

- 1) 동사의 주요 교과서 관련 비용은 2013년을 기점으로 대부분 해소될 예정이며 교수지원비(비바썸)과 신규사업(영어사업부) 개발비 또한 2013년 일회성으로 마무리됨에 따라 이익훼손 리스크는 제한적이다.
- 2) 반면, 교과서 매출은 순차적으로 적용되기 때문에 2014년은 중학교 전학년과 고등학교 1~2학년의 공급매출이 반영되어 매출과 이익향상 기대감이 높다.

동사의 현 주가는 2013년 고점대비 50%이상 하락하였다. 비용은 분기별로 안분되어 지출되는데 반해 교과서 관련 매출은 신학기 직전 분기에 반영됨을 명시하고 있음에도 불구하고, 가격제한이슈와 지속되는 분기실적 부진으로 주가는 하단에서 횡보하는 상황이다. 그러나 상기 언급한 바와 같이 비용이 해소되고, 실적이 개선됨은 확정적인 부분이며 오는 10월 채택률(Q)이 확정되고 12월 가격결정(P)이 확인됨에 따라 2015년까지 확정매출로 반영됨이 확실하다. 이러한 점을 고려할 때 현 주가 수준은 매력적인 밸류에이션 하단에 위치하고 있으며 보수적으로 고려해도 상승여력은 충분하다 판단된다.

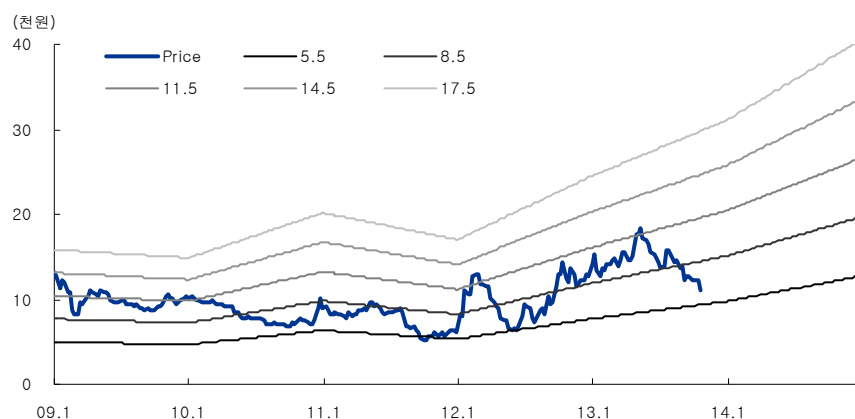
표 20. 비상교육 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

| 구분          | 적정가치   | 비고                                  |
|-------------|--------|-------------------------------------|
| 비상교육 별도 EPS | 1,773  | ①, 2014년 예상기준                       |
| Target PER  | 12.0   | ②, 2014F 해외 유사업체 PER 15.0배 대비 20%할인 |
| 목표주가        | 21,000 | ①*②=③                               |
| 현재주가        | 11,150 | 2014년 10월 18일 현재가                   |
| 상승여력        | 88.3%  | 투자의견 매수(유지)                         |

자료: 비상교육, IBK투자증권

그림 27. 비상교육 PER Band



자료: Valuedwise, IBK투자증권

## 실질적인 비용처분의 마지막 해

### 하반기 채택률과 가격결정이 마무리 되면, 안정적인 수확의 원년

비상교육 주가는 지난 5월 긍정적인 심사통과 이후 고점대비 50%이상 하락하여, 12,000원 ~13,000원의 하단에서 횡보하고 있다. 근본적인 주가 하락의 요인은 1) 지난 8월 19일 이후 정부가 제시한 교과서 가격 제한 이슈 2) 예상대비 과도한 분기 실적 적자 규모 3) 추가 비용에 대한 심리적 위험 부담으로 판단된다.

상기 요인들을 고려하더라도 현 주가 수준은 과도하다고 판단되며, 이유는 다음과 같다.

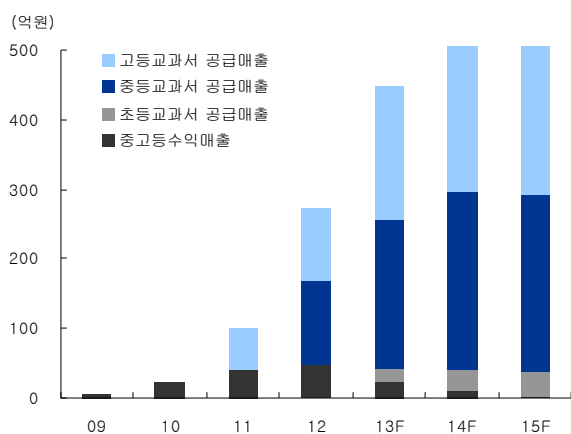
가격제한 이슈는  
우려 수준보다 완화될 것

우선 교과서 가격에 대한 제한은 우려 수준보다 완화될것으로 파악된다. 정부의 논점은 BEP 이상의 발행부수(Q)를 획득하는 업체들이 부당한 이익을 받기 때문에 실제로 발행되는 부수와 예상 발행부수의 차이에 해당하는 만큼, 교과서 가격을 낮추어야 한다고 설명한다. 그러나 1) 실제로 발행부수의 차이만큼 교과서 가격단가를 낮출 경우 MS 낮은 업체들의 교과서를 선택한 학생들의 교과서 구매 가격상 형평성에 어긋나며 2) 전체 교과서 과목에 대한 인하율을 적용할 경우 자금력으로 인한 과점업체들의 독점이 예상된다. 신정부의 정책상 스마트 교육에 대한 방향성은 확고하며, 2017년까지 고등학교 무상교육 추진에 대한 의사가 존재하는바 변경된 제도에 의해 일부 가격 조정이 발생하더라도 제한적일 것이라 판단된다. 지난 10월 11일까지, 한국사를 제외한 나머지 과목들의 채택률 집계가 마무리되었으며 오는 10월 중하순 이후에는 채택률에 대한 공고를 확인 할 수 있을 것으로 파악된다.

분기 적자는 예상된 리스크  
요인  
→ 2013년은 실질적  
비용처분의 마지막 해

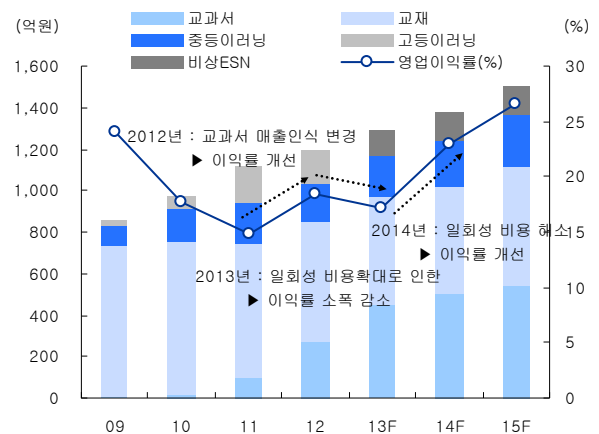
또한 2013년 1분기~3분기의 실적 부진 부분은 이미 예상되었던 리스크 요인이었다. 다만, 연초 가이던스 대비 TV광고비(20억원)와 영어사업부 개발비(35억원)가 추가적으로 처분됨에 따라 적자폭이 확대된 부분은 일회적인 비용처분으로 2013년 마무리 될 예정이다. 금년 진행된 과도한 추가 비용들은 10월에 진행될 채택률과 100% 디지털 교과서 전환시 악화될 실적을 보완하기 위한 필수불가결한 부분으로 심리적 부담감에서 해소될 필요가 있다.

그림 28. 비상교육 교과서 사업부 매출 세분화



자료: 비상교육, IBK투자증권

그림 29. 비상교육 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 비상교육, IBK투자증권

## 교과서 개발 일정 업데이트

## ① 교육과정 변경에 따른 교과서 업무 진행 과정

표 21. 교육과정 개정에 따른 교과서 사용시기, 매출인식, 비용적용 시점

| 구분     |                | 07                                                                                                                                                      | 08     | 09                 | 10              | 11                            | 12                                       | 13                                | 14                                   | 15                                  | 16                        | 17                        |
|--------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| ① 교육과정 |                | 07개정<br>교육과정<br>발표                                                                                                                                      |        | 09개정<br>교육과정<br>발표 |                 | 09개정<br>교육과정<br>각론발표<br>(교과서) |                                          |                                   |                                      |                                     |                           |                           |
| ② 사용시기 | 수익매출           |                                                                                                                                                         |        | 초1, 초2<br>(개정無)    | 초1~초4,<br>중1    | 초1~초6,<br>중1~중2               | 초1~초6,<br>중1~중3                          | 초3~초6,<br>중2~중3,<br>고1~고          | 초5~초6,<br>중3,<br>고2~고                | 고3                                  |                           |                           |
|        | 공급매출           |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               |                                          | 초1~초2,<br>중1,<br>고1 영어            | 초1~초4,<br>중1~중2,<br>고1, 고2<br>영어     | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고2,<br>고3 영어 | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고2 | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고3 |
|        | 디지털<br>교과서     |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               |                                          |                                   | 중등교과<br>(사회,과학)                      |                                     |                           |                           |
| 비고     |                | ▶ 2014년 3월 부터 중학교, 사회, 과학 과목에 한해서는 디지털 교과서 도입, 서책형과 병행해서 진행할 예정<br>▶ 단, 고등학교 영어 교과서는 초등학교 1,2학년군과 동시에 진행                                                |        |                    |                 |                               |                                          |                                   |                                      |                                     |                           |                           |
| ③ 매출인식 | 수익매출           |                                                                                                                                                         | 초1, 초2 | 초1~초4,<br>중1       | 초1~초6,<br>중1~중2 | 초1~초6,<br>중1~중3               | 초3~초6,<br>중2~중3,<br>고1~고3                | 초5~초6,<br>중3,<br>고2~고3            | 고3                                   |                                     |                           |                           |
|        | 공급매출           |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               | 초1~초2,<br>중1,<br>고1 영어만                  | 초1~초4,<br>중1~중2,<br>고1, 고2<br>영어만 | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고2,<br>고3 영어만 | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고3           | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고3 | 초1~초6,<br>중1~중3,<br>고1~고3 |
|        | 디지털<br>교과서     |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               |                                          |                                   | 중등교과<br>(사회,과학)                      |                                     |                           |                           |
| 비고     |                | ▶ 일반적으로 사용시점 직전연도 4분기에 매출인식<br>(매출인식 받는 공식적인 기간 전해 11월~당해 1월, 능률교육의 경우 분할해서 적용하기 때문에 1·4분기 교과서 매출 인식가능)<br>▶ 디지털 교과서의 경우 다운로드 방식이기 때문에, 다운 받는 순간 매출로 인식 |        |                    |                 |                               |                                          |                                   |                                      |                                     |                           |                           |
| ④ 비용적용 | 교수지원비<br>(비바깽) |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               | 0                                        | 0                                 | 0                                    |                                     |                           |                           |
|        | 견본품비           |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               | 0                                        | 0                                 | 0                                    |                                     |                           |                           |
|        | TV광고비          |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               |                                          | 0                                 |                                      |                                     |                           |                           |
| 비고     |                | ▶ 견본품비와 TV광고비는 교과서 채택을 위한 일회적인 비용으로, 채택이 진행되는 시점에만 비용처리됨<br>▶ 개발비는 심사 진행되는 시점에 권당 3~5억원으로 자산화 처리되며, 사용시점해 부터 감가상각처리됨                                    |        |                    |                 |                               |                                          |                                   |                                      |                                     |                           |                           |
|        | 공급매출           |                                                                                                                                                         |        |                    |                 |                               | 초1~초2,<br>중등교과,<br>고1영어<br>견본품비<br>교수지원비 | 초3~초4,<br>고등교과<br>견본품비,<br>교수지원비  | 초5~초6<br>견본품비<br>교수지원비               |                                     |                           |                           |

주: 07년개정교과서(회색), 09년개정교과서(파란색)

자료: IBK투자증권

## ② 디지털 교과서 출원 및 공급 일정

표 22. 2009 개정 교육과정 교과서 월별 일정 정리

| 구분               | 2013년    |    |    |           |          |          |    |            |              |     |           |     | 2014년    |    |    |
|------------------|----------|----|----|-----------|----------|----------|----|------------|--------------|-----|-----------|-----|----------|----|----|
|                  | 1월       | 2월 | 3월 | 4월        | 5월       | 6월       | 7월 | 8월         | 9월           | 10월 | 11월       | 12월 | 1월       | 2월 | 3월 |
| 중등,<br>고등 영어교과서  |          |    | 시행 |           |          |          |    |            |              |     |           |     |          |    |    |
| 초등,<br>고등 검정교과서  | 심사<br>제출 |    |    |           | 예비<br>합격 |          |    | 최종<br>합격   | 학교선정<br>(채택) | 주문  |           | 납품  |          |    | 시행 |
| 고등 인정교과서,<br>지도서 |          |    |    |           | 심사<br>제출 | 예비<br>합격 |    | 최종<br>합격   | 학교선정<br>(채택) | 주문  |           | 납품  |          |    | 시행 |
| 디지털 교과서          |          |    |    | 표준안<br>발표 | 개발<br>추진 |          |    | 적용방안<br>발표 |              |     | 심사본<br>접수 |     | 최종<br>합격 |    | 시행 |

주: 2013.08.16 디지털 교과서 개발 및 적용방안 발표에 따라 심사본 접수 일자 변경(기준: 9월→11월)

자료: 교과부, IBK투자증권

## 영업 실적 전망

### 비바람이 분다, 이겨낼 수 있을까?

2013년 별도기준,  
매출액 1,289억원,  
영업이익 224억원  
(OPM 17.4%)전망

비상교육은 2013년 3분기 별도기준 매출액 258억원(+1.8%, YoY), 영업적자 -30억원을 기록할 전망이다. 기존 분기 추정대비 적자폭이 확대된 이유는 신규사업(영어사업부) 관련 비용투자를 일회적으로 해소함에 따라 35억원의 비용이 분기별로 안분되는 비율 차이 때문으로 파악된다. 당사는 연초 긍정적 변화의 확인으로 2015년까지 동사의 확정된 매출신장과 이익개선을 기대하였으며, 1) MS 20~23%의 채택률과 2) 교과서 가격(P) 9천원~1만원 수준으로 가정하였다. 비상교육의 긍정적인 브랜드 이미지 때문에 5월 심사 또한 무리없이 진행되었으며, 현재 서책과 디지털 교과서의 정책 방향성에도 변동사항이 없다. 다만 채택률과 교과서 협상을 앞두고 가격제한 이슈, 예상대비 과도한 비용 처분 등의 불확실성 확대가 주가 상승을 제한하고 있다고 판단한다.

동사의 2013년 별도기준 매출액 1,289억원(+7.9%, YoY), 영업이익 224억원(+1.9%, YoY), 영업이익률 17.4%이 예상되며, 2014년은 매출액 1,375억원(+6.7%, YoY), 영업이익 315억원(+40.3%, YoY), 영업이익률 22.9%를 시현할 전망이다. 2014년은 2013년에 과도하게 집행된 비용(신규사업 + 견본품비 + 교수지원비)이 대부분 해소되며, 교과서 공급매출이 순차적으로 반영됨에 따라 이익개선폭이 가장 높은 해가 될것으로 예상된다.

표 23. 2013년 비상교육 별도기준 분기 실적 전망

(단위:억원)

| 구분         | 13.1Q | 13.2Q  | 13.3Q(F) | 13.4Q(F) | 2012  | 2013F | YoY(%) |
|------------|-------|--------|----------|----------|-------|-------|--------|
| 매출액        | 215   | 198    | 258      | 618      | 1,194 | 1,289 | 7.9%   |
| 출판(+비상ESN) | 151   | 115    | 204      | 578      | 852   | 1,048 | 23.1%  |
| 이러닝        | 64    | 46     | 54       | 40       | 342   | 203   | -40.6% |
| 영업이익       | -15   | -32    | -30      | 301      | 220   | 224   | 1.9%   |
| 영업이익률(%)   | -6.8% | -16.0% | -11.7%   | 48.7%    | 18.5% | 17.4% | -1.0%p |
| 당기순이익      | -5    | -26    | -20      | 234      | 126   | 183   | 45.5%  |
| 순이익률(%)    | -2.1% | -13.1% | -7.9%    | 37.9%    | 10.6% | 14.2% | 3.7%p  |

주: 비상ESN은 흡수합병되어 2013년 2분기부터 반영됨(4월 1일자 흡수합병)  
자료: 비상교육, IBK투자증권

표 24. (별도기준) 비상교육 매출액 및 영업이익 전망

(단위:억원)

| 구분         | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 1,118 | 1,194 | 1,289 | 1,375 | 1,500 |
| 출판         | 739   | 852   | 970   | 1,026 | 1,117 |
| A. 교과서     | 100   | 274   | 450   | 506   | 537   |
| B. 교재(문제집) | 639   | 578   | 520   | 520   | 580   |
| 이러닝        | 380   | 342   | 199   | 219   | 253   |
| 비상ESN      | -     | -     | 120   | 130   | 130   |
| 영업이익       | 166   | 220   | 224   | 315   | 397   |
| 출판         | 166   | 213   | 213   | 287   | 357   |
| 이러닝        | -3    | 7     | 3.7   | 17.4  | 26.9  |
| 비상ESN      | -     | -     | 7.4   | 10.4  | 13.0  |
| 영업이익률(%)   | 14.8% | 18.5% | 17.4% | 22.9% | 26.5% |
| 당기순이익      | 153   | 126   | 183   | 231   | 300   |
| 순이익률(%)    | 13.6% | 10.6% | 14.2% | 16.8% | 20.0% |

자료: 비상교육, IBK투자증권

## 포괄손익계산서

| (억원)         | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 1,118 | 1,194 | 1,289 | 1,375 | 1,500 |
| 증가율(%)       | 15.3  | 6.8   | 8.0   | 6.6   | 9.1   |
| 매출원가         | 554   | 538   | 545   | 566   | 600   |
| 매출총이익        | 564   | 657   | 745   | 808   | 900   |
| 매출총이익률 (%)   | 50.4  | 55.0  | 57.8  | 58.8  | 60.0  |
| 판매비          | 398   | 436   | 522   | 493   | 503   |
| 판매비율(%)      | 35.6  | 36.5  | 40.5  | 35.9  | 33.5  |
| 영업이익         | 166   | 220   | 224   | 315   | 397   |
| 증가율(%)       | -3.6  | 33.0  | 1.0   | 41.6  | 26.1  |
| 영업이익률(%)     | 14.8  | 18.5  | 17.3  | 22.9  | 26.5  |
| 순금융손익        | 11    | 15    | -1    | 1     | 12    |
| 이자손익         | 9     | 13    | -2    | 0     | 11    |
| 기타           | 2     | 1     | 1     | 1     | 2     |
| 기타영업외손익      | -2    | -85   | 16    | -13   | -14   |
| 중속/관계기업손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | 175   | 150   | 238   | 303   | 395   |
| 법인세          | 25    | 24    | 56    | 73    | 95    |
| 법인세율         | 14.4  | 16.2  | 23.6  | 24.0  | 24.0  |
| 계속사업이익       | 149   | 126   | 182   | 230   | 301   |
| 중단사업손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 149   | 126   | 183   | 230   | 301   |
| 증가율(%)       | 35.5  | -15.7 | 44.3  | 26.7  | 30.4  |
| 당기순이익률 (%)   | 13.4  | 10.6  | 14.1  | 16.8  | 20.0  |
| 자배주당당기순이익    | 149   | 126   | 182   | 230   | 301   |
| 기타포괄이익       | 0     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 149   | 128   | 182   | 230   | 301   |
| EBITDA       | 229   | 291   | 290   | 397   | 484   |
| 증가율(%)       | 10.7  | 27.2  | -0.3  | 36.9  | 22.0  |
| EBITDA마진율(%) | 20.4  | 24.4  | 22.5  | 28.9  | 32.3  |

## 재무상태표

| (억원)      | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 847   | 1,003 | 1,262 | 1,356 | 1,539 |
| 현금및현금성자산  | 24    | 5     | 129   | 151   | 224   |
| 유가증권      | 60    | 36    | 49    | 56    | 61    |
| 매출채권      | 539   | 665   | 717   | 765   | 835   |
| 재고자산      | 127   | 128   | 139   | 147   | 160   |
| 비유동자산     | 861   | 1,017 | 1,634 | 1,761 | 1,948 |
| 유형자산      | 193   | 377   | 428   | 531   | 634   |
| 무형자산      | 236   | 293   | 355   | 380   | 400   |
| 투자자산      | 134   | 100   | 337   | 337   | 365   |
| 자산총계      | 1,708 | 2,021 | 2,895 | 3,117 | 3,487 |
| 유동부채      | 350   | 506   | 921   | 923   | 1,003 |
| 매입채무및기타채무 | 9     | 51    | 55    | 59    | 64    |
| 단기차입금     | 56    | 174   | 50    | 50    | 50    |
| 유동성장기부채   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채     | 27    | 80    | 368   | 371   | 374   |
| 사채        | 0     | 0     | 75    | 75    | 75    |
| 장기차입금     | 0     | 58    | 265   | 265   | 265   |
| 부채총계      | 377   | 586   | 1,289 | 1,294 | 1,377 |
| 자배주주지분    | 1,331 | 1,434 | 1,606 | 1,823 | 2,110 |
| 자본금       | 59    | 65    | 65    | 65    | 65    |
| 자본잉여금     | 577   | 571   | 581   | 581   | 581   |
| 자본조정등     | -100  | -100  | -101  | -101  | -101  |
| 기타포괄이익누계액 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금     | 795   | 898   | 1,062 | 1,278 | 1,565 |
| 비자배주주지분   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계      | 1,331 | 1,434 | 1,606 | 1,823 | 2,110 |
| 비이자부채     | 321   | 354   | 898   | 903   | 986   |
| 총차입금      | 56    | 232   | 391   | 390   | 391   |
| 순차입금      | 33    | 227   | 261   | 240   | 167   |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F  | 2015F  |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 주당지표(원)    |       |       |       |        |        |
| EPS        | 1,152 | 972   | 1,400 | 1,773  | 2,313  |
| BPS        | 8,441 | 8,797 | 9,628 | 11,102 | 13,153 |
| DPS        | 220   | 110   | 110   | 110    | 110    |
| 밸류에이션(배)   |       |       |       |        |        |
| PER        | 5.9   | 14.4  | 8.5   | 6.7    | 5.1    |
| PBR        | 0.8   | 1.6   | 1.2   | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA  | 3.7   | 7.0   | 6.2   | 4.5    | 3.5    |
| 성장성지표(%)   |       |       |       |        |        |
| 매출증가율      | 15.3  | 6.8   | 8.0   | 6.6    | 9.1    |
| EPS증가율     | 35.5  | -15.7 | 44.1  | 26.7   | 30.4   |
| 수익성지표(%)   |       |       |       |        |        |
| 배당수익률      | 3.5   | 0.8   | 0.9   | 0.9    | 0.9    |
| ROE        | 11.9  | 9.1   | 12.0  | 13.4   | 15.3   |
| ROA        | 9.3   | 6.8   | 7.4   | 7.7    | 9.1    |
| ROIC       | 18.3  | 12.7  | 17.7  | 23.5   | 26.4   |
| 안정성지표(%)   |       |       |       |        |        |
| 부채비율(%)    | 28.3  | 40.9  | 80.2  | 71.0   | 65.3   |
| 순차입금 비율(%) | 2.5   | 15.8  | 16.3  | 13.2   | 7.9    |
| 이자보상배율(배)  | 167.7 | 72.3  | 20.5  | 22.3   | 28.3   |
| 활동성지표(배)   |       |       |       |        |        |
| 매출채권회전율    | 2.3   | 2.0   | 1.9   | 1.9    | 1.9    |
| 재고자산회전율    | 9.5   | 9.3   | 9.7   | 9.6    | 9.8    |
| 총자산회전율     | 0.7   | 0.6   | 0.5   | 0.5    | 0.5    |

\* 주당지표 및 밸류에이션은 자배주주지분 기준

## 현금흐름표

| (억원)            | 2011 | 2012 | 2013F  | 2014F | 2015F |
|-----------------|------|------|--------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 88   | 197  | 175    | 273   | 324   |
| 당기순이익           | 149  | 126  | 182    | 230   | 301   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 92   | 181  | 51     | 94    | 89    |
| 유형자산감가상각비       | 13   | 13   | 18     | 27    | 27    |
| 무형자산상각비         | 50   | 57   | 50     | 55    | 60    |
| 운전자본변동          | -131 | -103 | -17    | -51   | -76   |
| 매출채권등의감소        | -90  | -127 | 4      | -48   | -70   |
| 재고자산의감소         | -20  | 0    | 27     | -8    | -13   |
| 매입채무등의증가        | -18  | 43   | -16    | 4     | 5     |
| 기타 영업현금흐름       | -22  | -7   | -41    | 0     | 11    |
| 투자활동 현금흐름       | -144 | -366 | -1,392 | -221  | -295  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -14  | -198 | -450   | -140  | -140  |
| 유형자산의 감소        | 11   | 1    | 120    | 10    | 10    |
| 무형자산의 감소(증가)    | -104 | -132 | -98    | -80   | -80   |
| 투자자산의 감소(증가)    | -5   | -20  | 130    | 0     | -28   |
| 기타              | -32  | -17  | -1,095 | -12   | -56   |
| 재무활동 현금흐름       | 38   | 151  | 657    | -31   | 44    |
| 차입금의증가(감소)      | 56   | 176  | 91     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 0    | 0      | 0     | 0     |
| 기타              | -19  | -25  | 566    | -31   | 44    |
| 기타 및 조정         | 0    | 0    | 685    | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -17  | -18  | 124    | 21    | 73    |
| 기초현금            | 41   | 24   | 5      | 129   | 151   |
| 기말현금            | 24   | 5    | 129    | 151   | 224   |

## 매수 (유지)

목표주가 18,000원  
현재가 (10/18) 13,200원

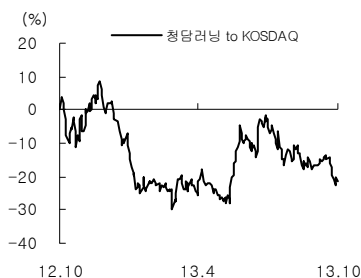
KOSDAQ (10/18) 525.69pt  
시가총액 820억원  
발행주식수 6,214천주  
액면가 500원  
52주 최고가 17,050원  
최저가 11,850원  
60일 일평균거래대금 4억원  
외국인 지분율 6.2%  
배당수익률 (12.12월) 3.7%

주주구성  
김영화 외 9인 30.78%

| 주가상승률 | 1M  | 6M  | 12M  |
|-------|-----|-----|------|
| 상대기준  | -6% | -5% | -19% |
| 절대기준  | -5% | -1% | -21% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자의견    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 18,000 | 20,000 | ▼  |
| EPS(13) | 1,651  | -      | -  |
| EPS(14) | 1,814  | -      | -  |

청담러닝 상대주가 (%)



## 청담러닝 (096240)

## 봄이 오기전 마지막 꽃샘추위

## 본업의 회복이 필요하다

2013년 3분기말 기준, 청담러닝의 전체 학생수는 59,434명(-5.1%, YoY)이며 청담어학원 30,575명(-14.6%, YoY), April어학원 14,337명(-2.7%, YoY), CMS에듀케이션 14,522명(+29.8%, YoY)으로 확인된다. 학령인구의 감소폭 확대가 초·중학생에서 중학생으로 이동하면서 본업(초등 고학년, 중학생 프리미엄 영어학원)에 대한 보수적인 관점을 제시한다. 청담러닝의 2013년 별도기준 매출액은 907억원(+1.2%, YoY), 영업이익 128억원(OPM 14.1%)이 예상되며 2014년은 매출액 909억원(+0.3%, YoY), 영업이익 132억원(OPM 14.6%)을 시현할 전망이다. 2014년은 클루빌 인센티브 제도가 해소되어 이익기여도가 높아짐에도 불구하고 본업의 실적둔화 리스크로 성장폭이 소폭 둔화될 것으로 예상된다. 다만, 자회사의 성장세와 지분확대가 지속적으로 반영됨에 따라 연결실적은 양호할 전망이다.

## 2013년 10월초 기준, 클루빌 계약건수 193개로 확인

동사는 2013년 10월초 기준, 클루빌 계약건수 193개(오픈 65개)로 확인되며 학생수는 1,089명 수준으로 한 클래스당 15~20명의 학생수를 유지하고 있는 것으로 파악된다. 2013년의 마무리가 3개월 남은 시점에서 500개 계약 달성에는 현저히 못미치는 수준이나, 로열티 수익이 반영되고 있다는 점에서 유의미하다.

## 투자의견 매수, 목표주가 18,000원 하향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 18,000원으로 하향한다. 동사의 목표주가는 실적추정을 별도기준에서 연결기준으로 전환함에 따른 EPS 조정에 근거하며, BW 150억원의 희석률(14.7%)을 반영한 2014년(F) EPS 1,814원에 교육업종 평균 PER 9.5배를 적용하였다. 동사는 1) CMS에듀케이션의 지분율을 연간 9%씩 확대하고 있어 의미있는 실적이 반영되고 있으며(2013년 기준 54%), 2) 기타 연결 자회사들의 비즈니스가 안정화 됨에 따라 연결 추정이 합리적이라고 판단된다.

| (단위:억원,배) | 2011    | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,033   | 1,130 | 1,290 | 1,352 | 1,455 |
| 영업이익      | 116     | 166   | 194   | 211   | 241   |
| 세전이익      | 144     | 134   | 179   | 201   | 231   |
| 당기순이익     | 108     | 96    | 135   | 153   | 176   |
| EPS(원)    | 1,736   | 1,327 | 1,651 | 1,814 | 2,160 |
| 증가율(%)    | 1,076.2 | -23.5 | 24.4  | 9.9   | 19.1  |
| 영업이익률(%)  | 11.2    | 14.7  | 15.0  | 15.6  | 16.6  |
| 순이익률(%)   | 10.4    | 8.5   | 10.5  | 11.3  | 12.1  |
| ROE(%)    | 18.1    | 13.1  | 14.3  | 14.7  | 15.5  |
| PER       | 6.5     | 11.5  | 8.0   | 7.3   | 6.1   |
| PBR       | 1.5     | 2.7   | 1.6   | 1.4   | 1.2   |
| EV/EBITDA | 2.9     | 3.9   | 2.8   | 2.3   | 1.7   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation

## 투자 의견 매수, 목표주가 18,000원 하향

투자 의견 매수,  
목표주가 18,000원으로  
하향

동사에 대한 투자 의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 18,000원으로 하향한다. 동사의 목표주가는 실적추정을 별도기준에서 연결기준으로 전환함에 따른 EPS 조정에 근거하며, BW 150억원의 희석률(14.7%)을 반영한 2014년(F) EPS 1,814원에 교육업종 평균 PER 9.5배를 적용하였다.

- 1) 동사는 CMS에듀케이션의 지분을 매해 3월 9%씩 확대하고 있어 의미있는 실적이 반영될 것으로 파악되며(2013년 기준 54%)
- 2) 기타 연결 자회사들의 비즈니스가 안정화 됨에 따라 연결추정이 합리적이라고 판단된다.

동사의 타겟 학생수 시장의 감소폭이 확대됨에 따라 학생수 감소에 대한 우려가 크며, 신규 사업(클루빌)의 본업 둔화를 보완하는 수준이 예상대비 느리다는 점, 2013년에 반영된 일회성 수익을 2014년에 기대하기 어렵다는 점을 고려하여 보수적인 추정을 하였다.

동사의 현재주는 2013년(F) PER 8.0배, 2014년(F) PER 7.3배로 BW희석률을 고려하더라도, 교육평균 PER에 현저히 미치지 못하는 수준이다. 보수적인 추정을 고려하더라도 주가 상승여력은 충분하다 보여진다.

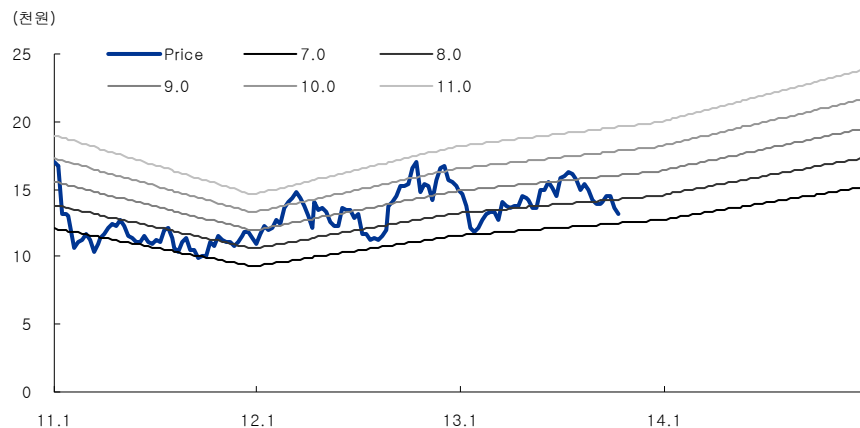
표 25. 청담러닝 목표주가 산출

(단위: 억원, 원, 배)

| 구분          | 적정가치          | 비고                           |
|-------------|---------------|------------------------------|
| 청담러닝 연결 EPS | 1,814         | ①, 2014년 예상 기준(희석률 14.7% 반영) |
| Target PER  | 9.5           | ②, 2014년 교육업종 평균 PER         |
| <b>목표주가</b> | <b>18,000</b> | ③=①*②                        |
| 현재주가        | 13,200        | 2013년 10월 18일 현재가            |
| 상승여력        | 36.3%         | 투자 의견 매수(유지)                 |

자료: IBK투자증권

그림 30. 청담러닝 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

## 본업의 회복이 필요하다

### CDI 3.0 스마트 교육이 시작되다

청담러닝의 본업은 프리미엄 영어 회화학원으로 FC(가맹점) 중심으로 성장하였기 때문에, 매출신장 보다 이익증가 상승여력이 높았다. 학생수와 가맹점포가 꾸준히 증가하는 시장에서 실적향상 속도가 빠른 이점이 있으나, 학생수 감소폭의 확대가 초등학생에서 중학생으로 넘어가는 현 시점에서 실적둔화 속도에 미치는 우려도 높다. 따라서 동사는 2009년부터 꾸준히 콘텐츠 사업에 집중하여 신규사업 진출(클루빌, 해외시장, 스마트 교육)을 도모해 왔다.

별도기준 실적이  
연결실적 대비 부진한 이유

동사의 2013년 별도기준 매출액은 907억원(+1.2%, YoY), 영업이익 128억원(-2.0%, YoY), OPM 14.1%를 예상하고, 2014년 매출액은 909억원(+0.3%, YoY), 영업이익 132억원(+3.7%, YoY), OPM 14.6%를 시현할 전망이다. 2014년에는 신규사업(클루빌)의 인센티브 제도가 해소되어 이익개선 여력이 높음에도 불구하고, 1) 신규사업 성장여력 대비 본업의 매출둔화 폭이 크며 2) 표현어학원의 독립법인 분리로 인한 매출부재와 3) 2013년 대비 일회성 수익인식의 공백에 따라 상대적으로 기대이하의 실적을 시현할 것으로 파악된다.

근본적인 원인 해소를 위한  
CDI 3.0 도입  
→전략적 변화로 이해

실적둔화 우려의 근본적인 원인이 주요 매출처인 본업의 학생수 감소에 기인하기 때문에, CDI 3.0(청담어학원 3.0) 클래스를 도입하여 감소폭을 둔화시킬 계획이다. 다만, CDI 3.0은 스마트 교실에 기반한 플랫폼으로 전체 학원의 포맷을 바꾸는 것이 아닌 관련 클래스를 확대하여 감소되는 학생수 트렌드를 보완하겠다는 전략으로 이해해야 한다. 현재 CDI 3.0 버전은 지난 9월 시범클래스를 오픈하였고, 오는 12월부터 직영과 일부 가맹점에 적용될 예정이다. 1) 정부의 정책적 방향성에도 일치하며 2) ASP도 일반 클래스 대비 10.5% 상향되어 향후 행보에 대한 관심이 요구된다.

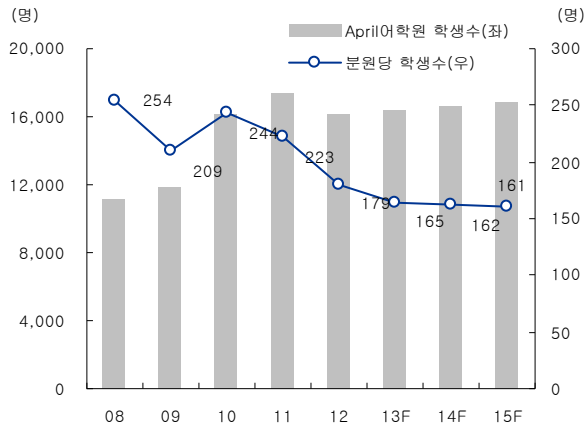
### 2013년 10월초 기준, 클루빌 계약건수 193개로 확인

2014년,  
인센티브 제도 해소로  
이익개선 기여도 개선

2013년 10월초 기준, 클루빌 계약건수 193개(오픈 65개)로 확인되며 학생수는 1,089명 수준으로 한 클래스당 15~20명의 학생수를 유지하고 있는 것으로 파악된다. 2013년의 마무리가 3개월 남은 시점에서 연초 계획했던 500개 계약 달성에는 현저히 못미치는 수준이나, 로열티 수익이 반영되고 있다는 점에서 유의미하다.

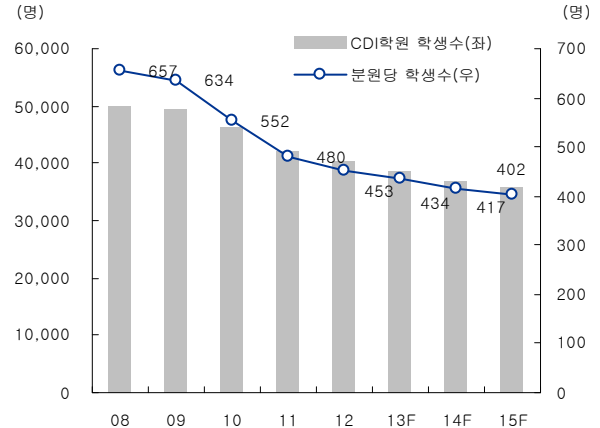
보수적으로 2015년까지 500개 가맹점 달성시, 2013년 클루빌 수익은 20억원(+415.6%, YoY), 2014년 32억원(+59.4%, YoY), 2015년 55억원(+71.9%, YoY)을 전망한다.

그림 31. April어학원 학생수 트렌드



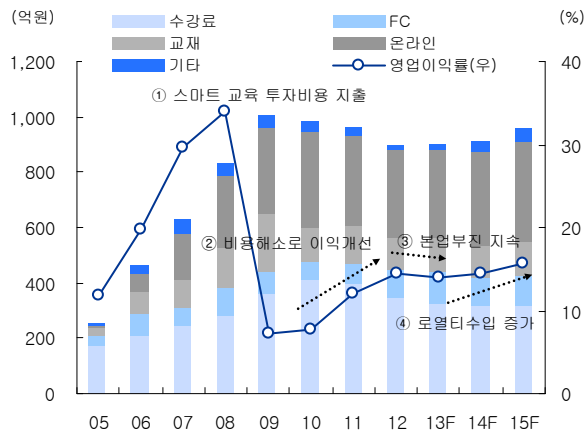
자료: 청담러닝, IBK투자증권

그림 32. CD(청담어학원) 학생수 트렌드



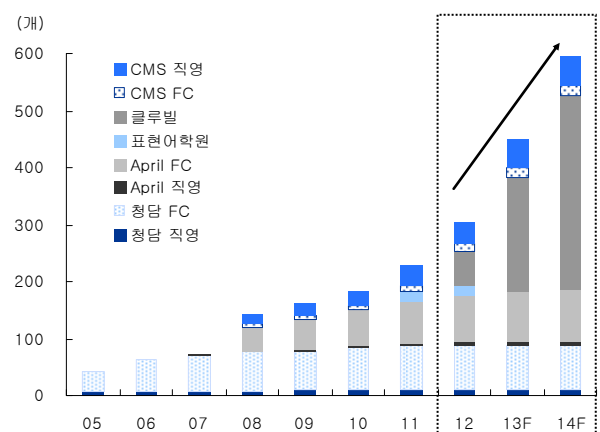
자료: 청담러닝, IBK투자증권

그림 33. (별도기준) 청담러닝 매출액 및 영업이익률 추이



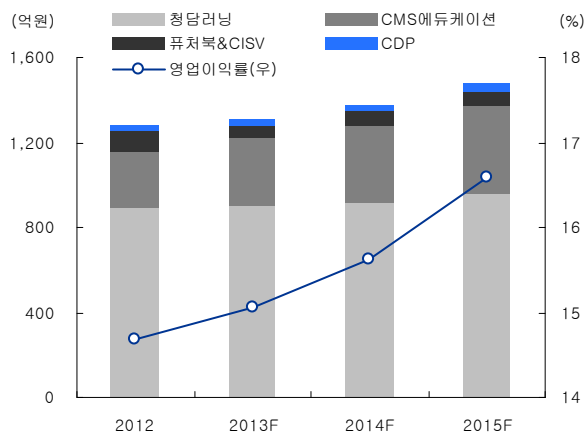
주: 온라인사업부 내 신규사업(클루빌, 티스마트러닝)포함됨  
자료: 청담러닝, IBK투자증권

그림 34. 청담러닝 학원 분원수



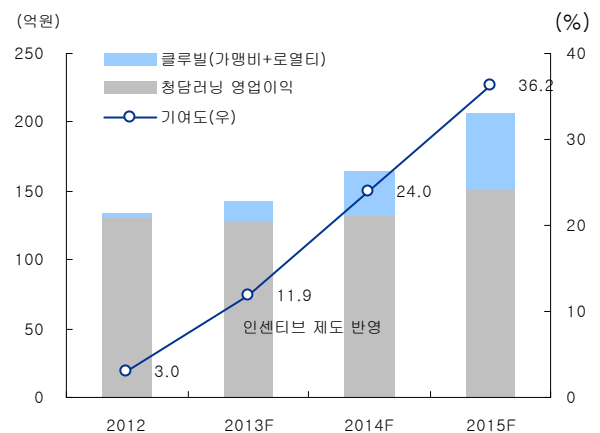
주: 표현어학원은 사업은 2013.6월 (주)표현러닝에 양도, 독립법인으로 분할.  
자료: 청담러닝, IBK투자증권

그림 35. (연결기준)청담러닝 매출액 및 영업이익률 추이



주: CISV = CIS 벤쿠버(유학관련)  
자료: 청담러닝, IBK투자증권

그림 36. (별도기준) 청담러닝 내 클루빌 이익 기여도



자료: 청담러닝, IBK투자증권

## 영업 실적 전망

### 그림은 충분하나 속도감이 부족

2013년 연결기준,  
매출액 1,290억원  
영업이익 194억원  
(OPM 15.0%)전망

청담러닝 2013년 3분기 연결기준 매출액은 314억원, 영업이익 45억원(OPM 14.4%)를 실현할 전망이다. 2013년 1분기~3분기 지속적인 호실적의 주된 원인은 1) 본사의 일회성 수익 인식과 2) 자회사 CMS에듀케이션의 안정적인 성장세 지속 때문으로 판단된다.

2013년 상반기 본업의 일회성 수익으로 북미 가맹권 수익 38억원, 표현어학원 별도법인 관련 영업권 및 콘텐츠 수익 15억원, 클루빌 일회성 가맹비가 10억원이 반영되었고, CMS에듀케이션은 지난 2분기 마케팅 비용이 집행되었음에도 불구하고 연간 가이드언스의 60% 수준을 달성한 상태다. 하반기 CMS에듀케이션의 호실적은 유지 가능할 것으로 판단되나, 일회성 수익을 가늠하기 어려운바 상대적으로 상반기 대비 둔화되어 보일 수 있다. 이는 본업의 실적둔화를 신규사업이 빠르게 보완하지 못하는 공백상의 부담으로 판단된다.

동사는 2013년 학생수 감소에 따른 본업의 실적부진을 일회성 수익 반영과 자회사의 안정적인 매출성장으로 보완해 왔다. 2014년은 일회성 수익이 해소됨에 따라 매출 및 이익성장성이 소폭둔화 될 것으로 전망됨에 따라 2013년 12월부터 진행되는 CDI 3.0버전과 클루빌의 성장속도가 빠르게 진행되어야 하는 과제를 해소하는 시점이라고 판단된다.

표 26. (연결기준) 청담러닝 2013년 영업실적 추정

(단위: 억원)

| 구분       | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q(F) | 13.4Q(F) | 2012  | 2013F | YoY(%) |
|----------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|--------|
| 매출액      | 343   | 313   | 314      | 320      | 1,130 | 1,290 | 14.2%  |
| 청담러닝     | 232   | 218   | 222      | 235      | 896   | 907   | 1.2%   |
| CMS에듀케이션 | 85    | 74    | 81       | 76       | 260   | 316   | 21.3%  |
| 퓨처북&CISV | 24    | 18    | 10       | 8        | 95    | 60    | -36.8% |
| CDP      | 7     | 7     | 6        | 6        | 25    | 25    | -0.1%  |
| 영업이익     | 51    | 49    | 45       | 49       | 166   | 194   | 17.1%  |
| 영업이익률(%) | 15.0% | 15.7% | 14.4%    | 15.1%    | 14.7% | 15.0% | 0.4%p  |
| 지배주주순이익  | 27    | 36    | 20       | 22       | 82    | 105   | 27.3%  |
| 순이익률(%)  | 8.0%  | 11.4% | 6.4%     | 6.9%     | 7.3%  | 8.1%  | 0.8%p  |

주: CISV = CIS벤처버

자료: 청담러닝, IBK투자증권

## 포괄손익계산서

| (억원)         | 2011    | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 1,033   | 1,130 | 1,290 | 1,352 | 1,455 |
| 증가율(%)       | -2.6    | 9.3   | 14.2  | 4.8   | 7.6   |
| 매출원가         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익        | 1,033   | 1,130 | 1,290 | 1,352 | 1,455 |
| 매출총이익률 (%)   | 100.0   | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비          | 918     | 964   | 1,096 | 1,141 | 1,214 |
| 판매비율(%)      | 88.8    | 85.3  | 85.0  | 84.4  | 83.4  |
| 영업이익         | 116     | 166   | 194   | 211   | 241   |
| 증가율(%)       | 102.8   | 43.2  | 17.1  | 8.9   | 14.2  |
| 영업이익률(%)     | 11.2    | 14.7  | 15.0  | 15.6  | 16.6  |
| 순금융손익        | 13      | 15    | 8     | 9     | 11    |
| 이자손익         | 13      | 15    | 7     | 9     | 11    |
| 기타           | 0       | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익      | 70      | -41   | -22   | -19   | -21   |
| 중속/관계기업손익    | -54     | -5    | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | 144     | 134   | 179   | 201   | 231   |
| 법인세          | 37      | 38    | 44    | 48    | 56    |
| 법인세율         | 25.3    | 28.6  | 24.6  | 24.0  | 24.0  |
| 계속사업이익       | 108     | 96    | 135   | 153   | 176   |
| 중단사업손익       | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 108     | 96    | 135   | 153   | 176   |
| 증가율(%)       | 1,079.9 | -11.1 | 41.2  | 13.0  | 15.1  |
| 당기순이익률 (%)   | 10.4    | 8.5   | 10.5  | 11.3  | 12.1  |
| 자배주당당기순이익    | 108     | 82    | 106   | 132   | 157   |
| 기타포괄이익       | 0       | -1    | -2    | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 108     | 94    | 133   | 153   | 176   |
| EBITDA       | 173     | 222   | 239   | 263   | 300   |
| 증가율(%)       | 42.2    | 28.1  | 7.6   | 10.1  | 14.1  |
| EBITDA마진율(%) | 16.8    | 19.6  | 18.5  | 19.4  | 20.6  |

## 재무상태표

| (억원)      | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 401  | 358  | 790   | 887   | 1,011 |
| 현금및현금성자산  | 202  | 126  | 428   | 508   | 603   |
| 유가증권      | 0    | 0    | 127   | 133   | 143   |
| 매출채권      | 124  | 172  | 195   | 205   | 221   |
| 재고자산      | 7    | 4    | 4     | 4     | 5     |
| 비유동자산     | 383  | 604  | 619   | 655   | 695   |
| 유형자산      | 21   | 48   | 47    | 57    | 61    |
| 무형자산      | 174  | 270  | 265   | 278   | 289   |
| 투자자산      | 172  | 263  | 286   | 298   | 321   |
| 자산총계      | 785  | 962  | 1,409 | 1,542 | 1,706 |
| 유동부채      | 136  | 197  | 335   | 342   | 356   |
| 매입채무및기타채무 | 2    | 1    | 2     | 2     | 2     |
| 단기차입금     | 0    | 1    | 104   | 101   | 97    |
| 유동성장기부채   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채     | 10   | 90   | 196   | 202   | 208   |
| 사채        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 0    | 1    | 136   | 136   | 136   |
| 부채총계      | 146  | 288  | 532   | 544   | 564   |
| 자배주주지분    | 638  | 624  | 852   | 952   | 1,077 |
| 자본금       | 31   | 31   | 36    | 36    | 36    |
| 자본잉여금     | 391  | 391  | 535   | 535   | 535   |
| 자본조정등     | -102 | -171 | -193  | -193  | -193  |
| 기타포괄이익누계액 | 0    | 9    | 1     | 1     | 1     |
| 이익잉여금     | 318  | 363  | 472   | 572   | 697   |
| 비자배주주지분   | 1    | 50   | 26    | 47    | 65    |
| 자본총계      | 639  | 674  | 878   | 998   | 1,142 |
| 비이자부채     | 146  | 285  | 291   | 307   | 331   |
| 총차입금      | 0    | 2    | 240   | 237   | 233   |
| 순차입금      | -202 | -124 | -187  | -271  | -371  |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2011    | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F  |
|------------|---------|-------|-------|-------|--------|
| 주당지표(원)    |         |       |       |       |        |
| EPS        | 1,736   | 1,327 | 1,651 | 1,814 | 2,160  |
| BPS        | 7,458   | 5,685 | 8,052 | 9,251 | 10,818 |
| DPS        | 500     | 500   | 500   | 500   | 500    |
| 밸류에이션(배)   |         |       |       |       |        |
| PER        | 6.5     | 11.5  | 8.0   | 7.3   | 6.1    |
| PBR        | 1.5     | 2.7   | 1.6   | 1.4   | 1.2    |
| EV/EBITDA  | 2.9     | 3.9   | 3.3   | 2.8   | 2.1    |
| 성장성지표(%)   |         |       |       |       |        |
| 매출증가율      | -2.6    | 9.3   | 14.2  | 4.8   | 7.6    |
| EPS증가율     | 1,076.2 | -23.5 | 24.4  | 9.9   | 19.1   |
| 수익성지표(%)   |         |       |       |       |        |
| 배당수익률      | 4.4     | 3.3   | 3.7   | 3.7   | 3.7    |
| ROE        | 18.1    | 13.1  | 14.3  | 14.7  | 15.5   |
| ROA        | 14.3    | 11.0  | 11.4  | 10.4  | 10.8   |
| ROIC       | 53.8    | 36.0  | 42.5  | 46.6  | 50.6   |
| 안정성지표(%)   |         |       |       |       |        |
| 부채비율(%)    | 22.9    | 42.7  | 60.6  | 54.5  | 49.4   |
| 순차입금 비율(%) | -31.7   | -18.4 | -21.3 | -27.1 | -32.4  |
| 이자보상배율(배)  | 24.9    | 27.9  | 29.5  | 14.7  | 17.0   |
| 활동성지표(배)   |         |       |       |       |        |
| 매출채권회전율    | 10.9    | 7.6   | 7.0   | 6.8   | 6.8    |
| 재고자산회전율    | 50.3    | 210.4 | 324.4 | 317.7 | 322.4  |
| 총자산회전율     | 1.4     | 1.3   | 1.1   | 0.9   | 0.9    |

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 현금흐름표

| (억원)            | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 201  | 154  | 181   | 214   | 240   |
| 당기순이익           | 108  | 96   | 135   | 153   | 176   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 72   | 121  | 41    | 62    | 69    |
| 유형자산감가상각비       | 18   | 26   | 15    | 19    | 25    |
| 무형자산상각비         | 39   | 30   | 30    | 32    | 34    |
| 운전자본변동          | 2    | -68  | 24    | -10   | -16   |
| 매출채권등의감소        | 8    | -48  | 17    | -10   | -16   |
| 재고자산의감소         | -4   | 6    | 9     | 0     | 0     |
| 매입채무등의증가        | 1    | -1   | -3    | 0     | 0     |
| 기타 영업현금흐름       | 20   | 6    | -19   | 9     | 11    |
| 투자활동 현금흐름       | -167 | -178 | -270  | -95   | -111  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -13  | -35  | -35   | -35   | -35   |
| 유형자산의 감소        | 1    | 6    | 6     | 6     | 6     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -51  | -42  | -45   | -45   | -45   |
| 투자자산의 감소(증가)    | -73  | -126 | -120  | -12   | -22   |
| 기타              | -32  | 18   | -76   | -8    | -15   |
| 재무활동 현금흐름       | -63  | -52  | 308   | -40   | -33   |
| 차입금의증가(감소)      | 0    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 0    | 150   | 0     | 0     |
| 기타              | -63  | -55  | 158   | -40   | -33   |
| 기타 및 조정         | 0    | 0    | 67    | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -29  | -76  | 286   | 80    | 96    |
| 기초현금            | 231  | 202  | 142   | 428   | 508   |
| 기말현금            | 202  | 126  | 428   | 508   | 603   |

## 매수 (유지)

목표주가 8,000원  
현재가 (10/18) 5,260원

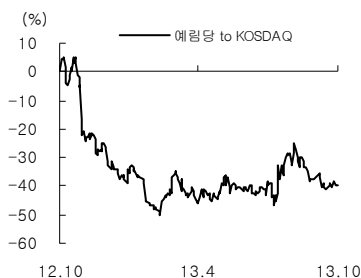
|                |          |
|----------------|----------|
| KOSDAQ (10/18) | 525.69pt |
| 시가총액           | 1,212억원  |
| 발행주식수          | 23,034천주 |
| 액면가            | 500원     |
| 52주 최고가        | 9,050원   |
| 최저가            | 4,350원   |
| 60일 일평균거래대금    | 27억원     |
| 외국인 지분율        | 0.7%     |
| 배당수익률 (12.12월) | 2.8%     |

주주구성  
나춘호 외 4인 54.26%

| 주가상승률 | 1M  | 6M | 12M  |
|-------|-----|----|------|
| 상대기준  | -3% | 3% | -37% |
| 절대기준  | -3% | 8% | -39% |

|         | 현재    | 직전    | 변동 |
|---------|-------|-------|----|
| 투자의견    | 매수    | 매수    | -  |
| 목표주가    | 8,000 | 7,000 | ▲  |
| EPS(13) | 551   | -     | -  |
| EPS(14) | 523   | -     | -  |

예림당 상대주가 (%)



## 예림당 (036000)

## 가능성과 리스크는 종이 한장차이

## 2013년 4분기, 맥그로힐 저작권 수익 인식 임박

예림당은 2013년 8월, 아시아태평양 지역 14개국 대상으로 맥그로힐 저작권 수익이 인식될 예정이다. 이는 2011년 9월, 맥그로힐과의 라이선스 계약이후 실로 2년만의 성과로 판단되며 로열티 수익인 만큼 동사의 수익성 개선 기여도가 높을 것으로 파악된다. 다만, 제품판매가 간접적인 만큼 반기별 매출인식이 진행됨에 따라 오는 4분기에 실질적인 수치가 가능할 것으로 예상된다. 다만, 1) 과거 지연기간이 길었던 점과 2) 반기 매출인식이 된다는 점을 고려했을 때 보수적인 수치를 반영하였다. 2013년 기대 가능한 저작권매출은 9억원(+23.4%, YoY), 2014년 13억원(+38.4%, YoY)로 전망된다.

## 티웨이항공 흑자 전환과 함께 연결실적 반영

티웨이항공의 3분기 누적 매출은 1,300억원, 영업이익 70억원 수준으로 흑자전환에 달성할 것으로 파악된다. 동사는 최근 티웨이홀딩스(구, 포켓게임즈)의 지분을 확대하고, 티웨이항공의 감자와 유상증자를 통해 실질적인 지배력을 61.1% 확보함에 따라 금번 분기부터 연결실적에 반영될 예정이다.

티웨이항공은 1) 노선확대(일본, 대만)를 통해 국제선 비중을 늘리고 2) 금년 6호기 확대에 이어 2014년 7,8호기 비행기를 확보하여 실적개선을 도모할 예정이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 8,000원으로 상향제시

동사에 대한 투자의견은 매수로 유지하며, 목표주가는 8,000원으로 상향제시한다. 동사의 목표주가는 실적추정을 별도기준에서 연결기준으로 전환함에 따른 EPS 조정과 티웨이항공이 2013년 3분기를 기점으로 종속회사로 반영되어 연결실적에 적용됨을 근거로 하였다. 종속회사인 티웨이항공의 매출규모가 예림당의 규모보다 월등히 큰 점을 감안해 본업과 티웨이항공의 기업가치를 개별적으로 구해 합산하여 산출하였다.

| (단위:억원,배) | 2011 | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 563  | 514   | 550   | 606   | 664   |
| 영업이익      | 150  | 108   | 137   | 158   | 182   |
| 세전이익      | 120  | 103   | 166   | 158   | 180   |
| 당기순이익     | 106  | 81    | 127   | 120   | 137   |
| EPS(원)    | 510  | 365   | 551   | 523   | 594   |
| 증가율(%)    | na   | -28.4 | 51.0  | -5.1  | 13.7  |
| 영업이익률(%)  | 26.6 | 21.1  | 24.9  | 26.1  | 27.4  |
| 순이익률(%)   | 18.9 | 15.9  | 23.1  | 19.9  | 20.6  |
| ROE(%)    | 18.5 | 12.9  | 17.2  | 14.6  | 14.8  |
| PER       | 15.1 | 14.4  | 9.5   | 10.1  | 8.8   |
| PBR       | 3.2  | 2.0   | 1.8   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA | 10.3 | 10.3  | 8.6   | 7.4   | 6.2   |

주: 티웨이홀딩스, 티웨이항공 미반영된 연결/ 자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation

## 투자의견 매수, 목표주가 8,000원 상향 제시

투자의견 매수,  
목표주가 8,000원으로  
상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 8,000원으로 상향 제시한다. 동사의 목표주가는 실적 추정을 별도기준에서 연결기준으로 전환함에 따른 EPS 조정과 티웨이 항공이 2013년 3분기부터 종속회사로 연결실적에 반영됨을 근거로 한다.

- 1) 예림당의 연결기준 종속회사로 반영되는 티웨이항공의 매출규모가 예림당의 매출 규모 보다 큰 점을 감안해 본업과 티웨이항공의 기업가치를 개별적으로 구해 합산하여 산출하였으며,
- 2) 티웨이항공의 데이터가 제한적임을 고려하여, 비행기 1대당 창출해 낼 수 있는 수익을 근거로 하여 추정하였다.

표 27. 예림당 목표주가 산출

(단위: 억원, 배, 원, %)

| 구분              | 적정가치         | 비고                                |
|-----------------|--------------|-----------------------------------|
| 1. 예림당          |              |                                   |
| 연결 EPS          | 523          | ①, 2014F 예림당 연결기준 EPS             |
| 적용 PER          | 12.6         | ②, 2014F 해외 유사업체 PER 15.8배 20% 할인 |
| 목표주가            | 6,607        | ③=①*②                             |
| 적정시가총액          | 1,522        | ④=③*①                             |
| 2. 티웨이항공        |              |                                   |
| 티웨이항공 영업가치      | 636          | ⑤=⑥*⑦                             |
| 2014년 예상 EBITDA | 93           | ⑥, 2014F 영업이익                     |
| 항공사 EV/EBITDA   | 6.8          | ⑦, 일반 항공사 EV/EBITDA 8.5배 20%할인    |
| 순차입금            | 264          | ⑧, 2013년 2분기 기준                   |
| 총기업가치           | 372          | ⑨=⑤-⑧                             |
| 적정 기업가치         | 1,894        | ⑩=④+⑨                             |
| 유통주식수(백만주)      | 230          | ⑪, 예림당 발행주식수                      |
| <b>목표주가</b>     | <b>8,000</b> | ⑩/⑪                               |
| 현재가             | 5,260        | 2013년 10월 18일 현재가                 |
| 상승여력            | 52.1%        | 투자의견 매수(유지)                       |

주: 티웨이항공 순차입금 = 2013년 2분기기준 총차입금-현금성자산+증자액으로 추정(예보+관계사 대여금)

자료: IBK투자증권

## 주사위는 던져졌다

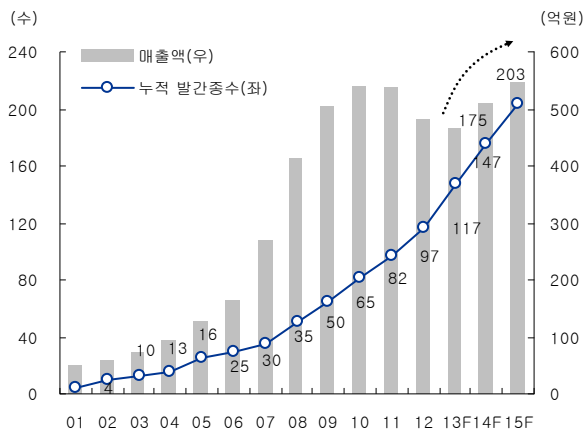
### 성장 모멘텀이 되기 위한 조건 ④ : 4분기 맥그로힐 실적 확인 필요

국내 시장은 저성장 국면, 성장 모멘텀을 위해서는 맥그로힐 실적확인 要

예림당은 2012년 본업(별도기준) 매출액 480억원(-10.8%, YoY), 영업이익 128억원(-14.4%, YoY)을 기록하며, 부진한 실적을 시현하였다. 실적부진의 주된 원인은 홈쇼핑 방영 횟수 감소로 인한 Why?시리즈의 판매량 둔화와 신규사업 매출인식 지연(맥그로힐, E-컨텐츠사업)에 기인한다. 이에 당사는 2013년 홈쇼핑 판매처를 다변화(롯데, GS홈)를 통해 방영횟수 누락위험은 해소하고자 하였으며, 맥그로힐 저작권 매출은 오는 4분기부터 반영될 예정이다.

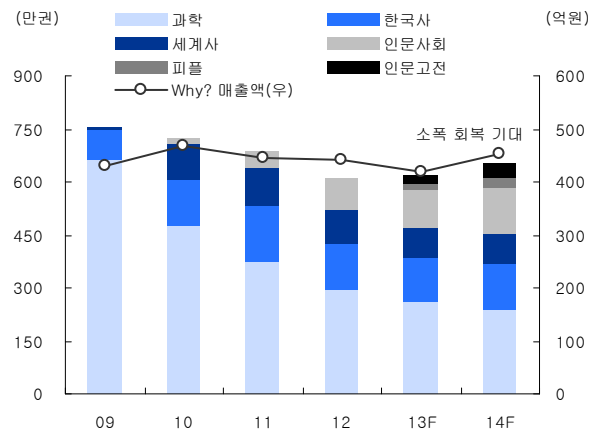
Why?시리즈의 종수확대, 세트판매 증가, 판매처 다변화 등의 단기 성장전략이 유효하지만 과거와 같은 시장의 고성장을 기대하기 어려운 시점에서 맥그로힐의 유통망을 이용한 해외 매출확대가 반드시 필요하다.

그림 37. Why?시리즈 누적 발간종수와 별도기준 매출액 추이



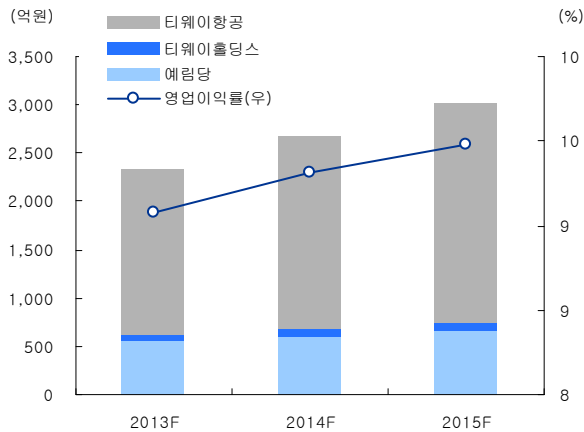
주: 별도기준 매출액 반영 (12~15F)  
자료: 예림당, IBK투자증권

그림 38. Why?시리즈 판매수량 및 매출액 추이



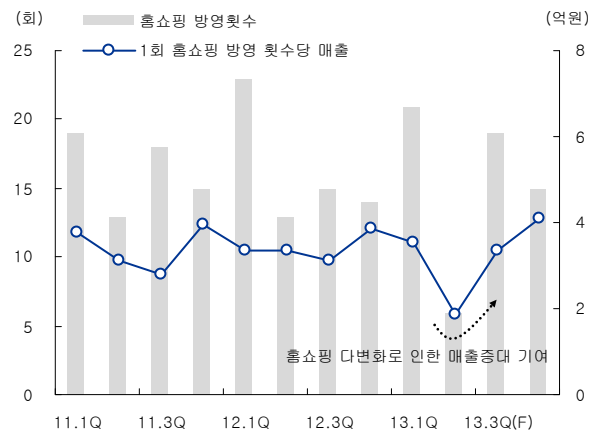
자료: 예림당, IBK투자증권

그림 39. (연결기준) 매출액 및 영업이익률 추정



주: 티웨이홀딩스(지분율 60.7%), 티웨이항공(지분율 61.1%)단순반영  
자료: 예림당, IBK투자증권

그림 40. 예림당 Why?시리즈 홈쇼핑 방영 횟수 및 매출 추정



자료: 예림당, IBK투자증권

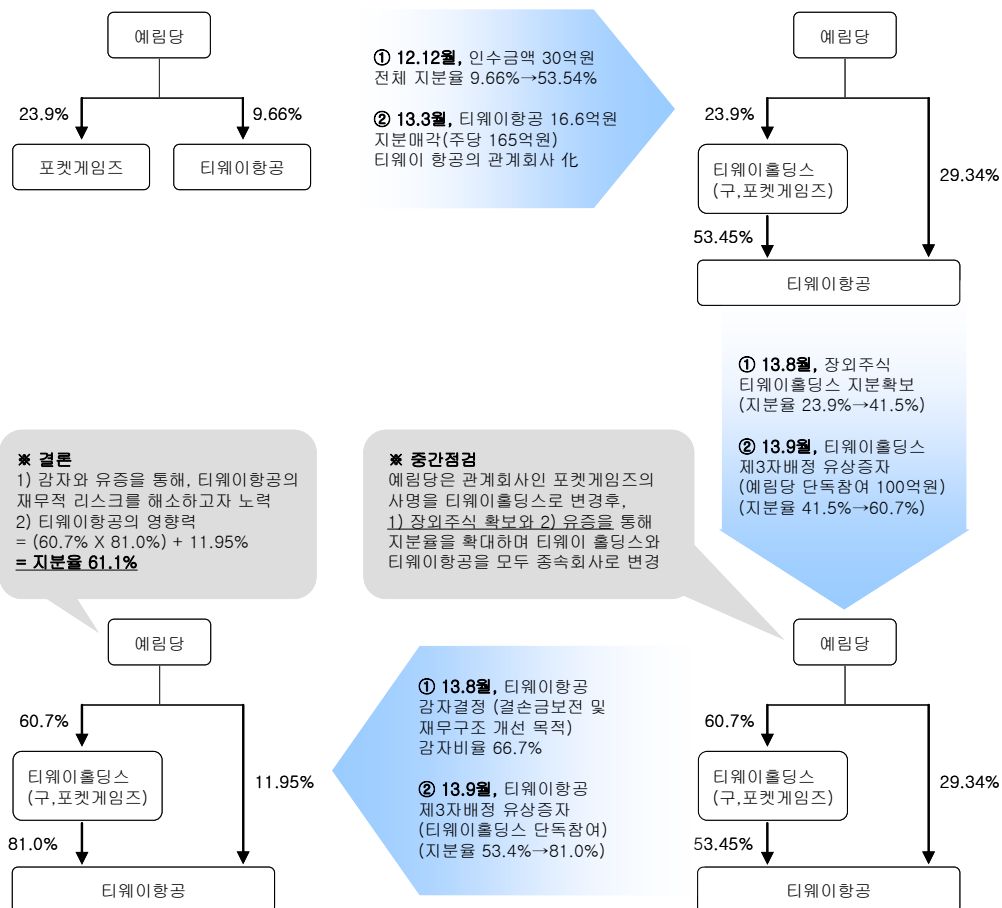
## 성장 모멘텀이 되기 위한 조건 ② : 티웨이항공의 안정적인 흑자 유지

리스크 요인이었던  
티웨이항공이  
효자노릇 하는 순간

티웨이항공의 2013년 가이던스는 매출액 1,700억원, 영업이익 80억원(OPM 4.5%) 수준으로 예상되며, 3분기 누적으로 매출액 76%, 영업이익은 88% 달성할 것으로 파악된다. 2013년 예림당은 티웨이홀딩스(구, 포켓게임즈)의 지분을 확대하고, 티웨이항공의 감자와 유상증자를 통해 실질적인 지배력을 61.1% 확보함에 따라 금번 분기부터 연결실적에 반영될 예정이다.

티웨이항공은 1) 노선확대(일본, 대만)을 통해 국제선 비중을 늘리고 2) 금년 6호기 확대에 이어 2014년 7,8호기 비행기를 확보하여 실적개선을 도모할 예정이다.

그림 41. 티웨이항공 영향력(예림당의 지배주주순이익에 미치는 지분율 61.1%)



자료: 사업보고서, IBK투자증권

## 영업 실적 전망

### 조건이 충족되었을 때, 숫자는 반드시 온다

2013년 3분기 연결기준,  
매출액 148억원,  
영업이익 39억원,  
(OPM 26%) 실현전망

성장모멘텀 확인 要

- ① 맥그로힐 저작권 수익 반영
- ②티웨이항공의 안정적인 운영 유지

티웨이홀딩스와 티웨이항공을 제외한 동사의 2013년 3분기 연결실적은 매출액 148억원, 영업이익 39억원(OPM 26%)의 양호한 실적을 시현할 전망이다. 이는 1) 2012년 3분기 실적 부진의 기저효과와 2) 홈쇼핑 매출처 다변화를 통한 방송횟수 증가, 3) 세트판매 확대에 따른 판매량 증가에 기인한다.

동사는 이번 분기 기대이상의 호실적을 시현할 것으로 예상되나 근본적으로 본업인 출판업 시장의 성장 속도가 둔화되고, 신규사업(티웨이항공)의 변수가 생김에 따라 방향성에 대한 확인이 필요한 시점이라 판단된다. 동사의 성장성이 확보되기 위해서는 1) 2011년부터 제기되어 왔던 맥그로힐 저작권 수익의 실질적인 반영과 2) 티웨이항공의 안정적인 운영실태가 유지되어야 할 것이다.

예림당은 Why?시리즈의 연간 25~30종의 꾸준한 종수증가로 세트판매 비중을 확대시키고, 홈쇼핑 판매처 다변화를 통해 방송횟수를 증가시킴에 따라 2013년을 저점으로 회복할 것으로 예상된다. 또한 8월부터 아시아 태평양 지역 14개국에 맥그로힐을 통한 Why?시리즈 영문판의 판매로 오는 4분기 추가적인 매출인식도 기대된다.

또한 티웨이항공의 6호기 구매로 연간 매출액 300억원 영업이익 16억원의 개선효과가 예상됨에 따라(탑승율 70~80% 기준), 2014년 7,8호기의 구매는 매출시장과 이익향상에 기여할 것으로 기대된다. 티웨이홀딩스와 티웨이항공을 단순반영한 예림당의 2013년 연결실적은 매출액 2,330억원, 영업이익 211억원(OPM 9.0%)로 전망된다.

표 28. (연결기준) 2013년 예림당 실적 추정

(단위:억원)

| 구분           | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q(F) | 13.4Q(F) | 2012  | 2013F | YoY(%) |
|--------------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 170   | 69    | 147      | 165      | 514   | 550   | 7.2%   |
| A. 출판        | 152   | 31    | 128      | 141      | 452   | 499   | 10.4%  |
| WHY시리즈       | 149   | 22    | 119      | 130      | 420   | 452   | 7.8%   |
| 기타도서         | 1.8   | 7.0   | 6.0      | 6.0      | 21    | 31    | 49.7%  |
| 전자출판(e-book) | 0.5   | 0.7   | 0.7      | 0.7      | 3     | 3     | 4.5%   |
| 저작권매출(해외)    | 1.0   | 1.4   | 2.0      | 5.0      | 9     | 13    | 38.4%  |
| B. 기타        | 5.2   | 2.3   | 2.3      | 2.3      | 12    | 11    | -12.6% |
| C. 디즈니       | 6.3   | 6.3   | 9.0      | 11.0     | 30    | 33    | 9.3%   |
| D. 물류사업      | 0.4   | 0.7   | 5.0      | 7.0      | 10    | 13    | 34.7%  |
| E. 도서판매대행    | 5.9   | 28.2  | 3.0      | 3.0      | 32    | 40    | 23.5%  |
| 영업이익         | 54    | -6    | 38       | 52       | 128   | 137   | 6.9%   |
| 영업이익률(%)     | 31.8% | 적자전환  | 25.5%    | 31.4%    | 24.9% | 24.9% | -0.1%p |
| 순이익          | 51    | 0.1   | 32       | 43       | 101   | 127   | 25.8%  |
| 순이익률(%)      | 30.2% | 0.1%  | 22.0%    | 26.3%    | 19.6% | 23.1% | 3.4%p  |

주: 티웨이홀딩스, 티웨이항공 미반영

자료: 예림당, IBK투자증권

## 포괄손익계산서

| (억원)         | 2011 | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 563  | 514   | 550   | 606   | 664   |
| 증가율(%)       | na   | -8.8  | 7.2   | 10.1  | 9.6   |
| 매출원가         | 197  | 182   | 191   | 212   | 232   |
| 매출총이익        | 366  | 332   | 359   | 394   | 432   |
| 매출총이익률 (%)   | 65.0 | 64.6  | 65.3  | 65.0  | 65.0  |
| 판매비          | 217  | 223   | 222   | 236   | 250   |
| 판매비율(%)      | 38.5 | 43.5  | 40.4  | 39.0  | 37.7  |
| 영업이익         | 150  | 108   | 137   | 158   | 182   |
| 증가율(%)       | na   | -27.6 | 26.2  | 15.5  | 15.0  |
| 영업이익률(%)     | 26.6 | 21.1  | 24.9  | 26.1  | 27.4  |
| 순금융손익        | -23  | -2    | -10   | -1    | -3    |
| 이자손익         | -3   | 3     | 2     | 1     | -1    |
| 기타           | -20  | -5    | -12   | -2    | -2    |
| 기타영업외손익      | 2    | 0     | 1     | 2     | 2     |
| 중속/관계기업손익    | -8   | -3    | 38    | 0     | 0     |
| 세전이익         | 120  | 103   | 166   | 158   | 180   |
| 법인세          | 14   | 22    | 39    | 38    | 43    |
| 법인세율         | 11.7 | 21.1  | 23.7  | 24.0  | 24.0  |
| 계속사업이익       | 106  | 81    | 127   | 120   | 137   |
| 중단사업손익       | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 106  | 81    | 127   | 120   | 137   |
| 증가율(%)       | na   | -23.4 | 55.7  | -5.1  | 13.7  |
| 당기순이익률 (%)   | 18.9 | 15.9  | 23.1  | 19.9  | 20.6  |
| 자배주당당기순이익    | 106  | 81    | 127   | 120   | 137   |
| 기타포괄이익       | -5   | -5    | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 102  | 76    | 127   | 120   | 137   |
| EBITDA       | 162  | 125   | 154   | 174   | 199   |
| 증가율(%)       | na   | -23.2 | 23.1  | 13.6  | 14.2  |
| EBITDA마진율(%) | 28.8 | 24.3  | 27.9  | 28.8  | 30.0  |

## 재무상태표

| (억원)      | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 271  | 339  | 447   | 507   | 588   |
| 현금및현금성자산  | 53   | 27   | 54    | 60    | 98    |
| 유가증권      | 2    | 29   | 3     | 3     | 3     |
| 매출채권      | 115  | 93   | 99    | 109   | 119   |
| 재고자산      | 65   | 85   | 92    | 101   | 110   |
| 비유동자산     | 523  | 593  | 678   | 701   | 723   |
| 유형자산      | 145  | 141  | 145   | 147   | 149   |
| 무형자산      | 69   | 82   | 98    | 114   | 130   |
| 투자자산      | 94   | 143  | 194   | 194   | 194   |
| 자산총계      | 794  | 932  | 1,126 | 1,207 | 1,311 |
| 유동부채      | 162  | 165  | 245   | 234   | 225   |
| 매입채무및기타채무 | 23   | 17   | 18    | 20    | 22    |
| 단기차입금     | 66   | 90   | 150   | 131   | 113   |
| 유동성장기부채   | 42   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채     | 59   | 78   | 97    | 103   | 111   |
| 사채        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 10   | 10   | 10    | 10    | 10    |
| 부채총계      | 221  | 243  | 342   | 336   | 337   |
| 자배주주지분    | 574  | 690  | 783   | 871   | 975   |
| 자본금       | 105  | 116  | 116   | 116   | 116   |
| 자본잉여금     | 268  | 327  | 327   | 327   | 327   |
| 자본조정등     | -65  | -65  | -65   | -65   | -65   |
| 기타포괄이익누계액 | -4   | -2   | -2    | -2    | -2    |
| 이익잉여금     | 270  | 314  | 407   | 495   | 599   |
| 비자배주주지분   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계      | 574  | 690  | 783   | 871   | 975   |
| 비이자부채     | 103  | 143  | 183   | 195   | 214   |
| 총차입금      | 118  | 99   | 160   | 141   | 123   |
| 순차입금      | 65   | 72   | 105   | 81    | 25    |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원)    |       |       |       |       |       |
| EPS        | 510   | 365   | 551   | 523   | 594   |
| BPS        | 2,419 | 2,638 | 2,976 | 3,284 | 3,666 |
| DPS        | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 밸류에이션(배)   |       |       |       |       |       |
| PER        | 15.1  | 14.4  | 9.5   | 10.1  | 8.8   |
| PBR        | 3.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA  | 10.3  | 10.3  | 8.6   | 7.4   | 6.2   |
| 성장성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 매출증가율      | na    | -8.8  | 7.2   | 10.1  | 9.6   |
| EPS증가율     | na    | -28.4 | 51.0  | -5.1  | 13.7  |
| 수익성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 배당수익률      | 2.0   | 2.9   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| ROE        | 18.5  | 12.9  | 17.2  | 14.6  | 14.8  |
| ROA        | 13.4  | 9.4   | 12.3  | 10.3  | 10.9  |
| ROIC       | 30.1  | 23.1  | 32.1  | 26.5  | 27.9  |
| 안정성지표(%)   |       |       |       |       |       |
| 부채비율(%)    | 38.5  | 35.2  | 43.7  | 38.6  | 34.6  |
| 순차입금 비율(%) | 11.4  | 10.5  | 13.4  | 9.4   | 2.5   |
| 이자보상배율(배)  | 25.5  | 38.0  | 30.2  | 30.4  | 40.5  |
| 활동성지표(배)   |       |       |       |       |       |
| 매출채권회전율    | 0.0   | 5.0   | 5.7   | 5.8   | 5.8   |
| 재고자산회전율    | 0.0   | 6.8   | 6.2   | 6.3   | 6.3   |
| 총자산회전율     | 0.0   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |

\* 주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

## 현금흐름표

| (억원)            | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 150  | 106  | 60    | 123   | 140   |
| 당기순이익           | 106  | 81   | 127   | 120   | 137   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 74   | 45   | -5    | 16    | 19    |
| 유형자산감가상각비       | 9    | 13   | 12    | 13    | 13    |
| 무형자산상각비         | 4    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 운전자본변동          | -6   | -31  | -34   | -14   | -14   |
| 매출채권등의감소        | 7    | 14   | -7    | -10   | -10   |
| 재고자산의감소         | -17  | -22  | -7    | -8    | -10   |
| 매입채무등의증가        | -2   | -6   | 1     | 2     | 2     |
| 기타 영업현금흐름       | -25  | 10   | -28   | 1     | -1    |
| 투자활동 현금흐름       | -189 | -154 | -153  | -45   | -50   |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -83  | -5   | -15   | -15   | -15   |
| 유형자산의 감소        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -35  | -18  | -20   | -20   | -20   |
| 투자자산의 감소(증가)    | -68  | -97  | -44   | -1    | 0     |
| 기타              | -3   | -35  | -74   | -9    | -15   |
| 재무활동 현금흐름       | -47  | 23   | 95    | -73   | -51   |
| 차입금의증가(감소)      | 10   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 70   | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | -57  | -47  | 95    | -73   | -51   |
| 기타 및 조정         | 0    | 0    | 25    | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -86  | -26  | 27    | 5     | 38    |
| 기초현금            | 139  | 53   | 27    | 54    | 60    |
| 기말현금            | 53   | 27   | 54    | 60    | 98    |

## 매수 (유지)

목표주가 7,000원  
현재가 (10/18) 5,880원

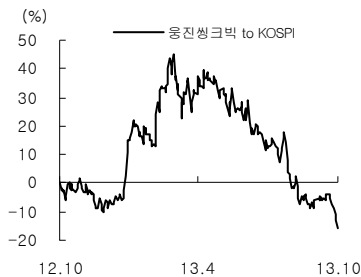
|                |            |
|----------------|------------|
| KOSPI (10/18)  | 2,052.40pt |
| 시가총액           | 1,701억원    |
| 발행주식수          | 28,933천주   |
| 액면가            | 500원       |
| 52주 최고가        | 9,840원     |
| 최저가            | 5,920원     |
| 60일 일평균거래대금    | 8억원        |
| 외국인 지분율        | 5.6%       |
| 배당수익률 (12.12월) | 0.0%       |

|            |        |
|------------|--------|
| 주주구성       |        |
| 웅진홀딩스 외 5인 | 30.38% |
| 우리은행       | 6.91%  |

|       |      |      |      |
|-------|------|------|------|
| 주가상승률 | 1M   | 6M   | 12M  |
| 상대기준  | -9%  | -34% | -10% |
| 절대기준  | -11% | -39% | -14% |

|         | 현재    | 직전     | 변동 |
|---------|-------|--------|----|
| 투자의견    | 매수    | 매수     | -  |
| 목표주가    | 7,000 | 10,500 | ▼  |
| EPS(13) | 237   | 767    | ▼  |
| EPS(14) | 516   | 1,050  | ▼  |

웅진씽크빅 상대주가 (%)



## 웅진씽크빅 (095720)

## 더 강한 체력으로 돌아올게!!!

## 재무구조 안정화 도입을 위한 지속적인 개선중

웅진씽크빅은 연초 2012년 기타사업부(영어학원, 수학학원, 스마트기기)의 영업 철수와 함께 올해부터 재무적인 안정화에 도입하고자 하였다. 그러나 1) 학원사업의 적정한 매입자를 찾기 어렵고, 2) 스마트 기기 사업부의 재고부실이 반영됨에 따라 계속사업으로 인식되어 연간 100억원 수준의 손실이 예상됨을 고려해, 2013년 연간 가이드를 조정하였다.

당사는 웅진씽크빅의 변경된 경영계획을 반영하여 실적추정을 조정하였다. 당사는 2013년 별도기준 매출액 6,615억원(-7.1%, YoY), 영업이익 172억원(+148.3%, YoY), 영업이익률 2.6%를 실현할 전망이다. 본업의 실적둔화 지속과 2012년말의 기타사업부에 대한 적자해소가 확실히 정리되지 않은 상태에서 연간 100억원 수준의 비용을 부담하는 것은 동사의 실적개선 속도와 주가 상승의 리스크 요인으로 작용하고 있다. 그러나 시장환경이 점진적으로 개선되어 과목수 감소세는 둔화될 것으로 예상되며 씽크유 비중확대로 ARPU 증가를 도모하고 있다. 또한 자회사 캠퍼스미디어의 지분매각 의사를 공시한바 재무안정화를 위한 노력을 지속하고 있으며 기타사업부의 비용처분은 점진적으로 완화에 따라 실적개선의 가능성은 열려있다.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 7,000원으로 하향

당사에 대한 투자의견은 매수를 유지하나, 실적 추정 변경치를 반영해 목표주가는 종전 10,500원에서 7,000원으로 하향한다. 동사의 목표주가는 계속사업으로 인식되는 기타사업부(영어학원, 수학학원, 스마트기기)의 비용이슈를 반영한 변경된 실적추정을 고려하여 2014년(F) 예상 EPS 516원에 종전과 동일한 밸류에이션(웅진씽크빅 3개년 평균, PER 13.7배)을 적용하였다.

| (단위:억원,배) | 2011  | 2012   | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 7,514 | 7,121  | 6,615 | 6,830 | 7,177 |
| 영업이익      | 347   | 69     | 172   | 248   | 399   |
| 세전이익      | 271   | -78    | 101   | 197   | 361   |
| 당기순이익     | 212   | -510   | 69    | 149   | 274   |
| EPS(원)    | 829   | -1,935 | 237   | 516   | 948   |
| 증가율(%)    | -53.2 | 적전     | 흑전    | 117.9 | 83.6  |
| 영업이익률(%)  | 4.6   | 1.0    | 2.6   | 3.6   | 5.6   |
| 순이익률(%)   | 2.8   | -7.2   | 1.0   | 2.2   | 3.8   |
| ROE(%)    | 8.3   | -22.2  | 3.3   | 6.9   | 11.5  |
| PER       | 19.2  | -3.4   | 24.8  | 11.4  | 6.2   |
| PBR       | 1.0   | 0.8    | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| EV/EBITDA | 9.3   | 10.6   | 6.4   | 5.6   | 3.8   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation

## 투자의견 매수, 목표주가 7,000원 하향

투자의견 매수,  
목표주가 7,000원으로  
하향

동사에 대한 투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 7,000원으로 하향 제시한다. 동사의 목표주가는 계속사업으로 인식되는 기타사업부(영어학원, 수학학원, 스마트기기)의 비용이 슈를 반영한 변경된 실적 추정을 고려하여 2014년 예상 EPS 516원에 종전과 동일한 밸류 에이션(웅진씽크빅 3개년 평균, PER 13.7배)를 적용하였다.

- 1) 웅진씽크빅은 2014년 시장환경 개선으로 학습지 과목수 감소세는 둔화됨에 따라 본업의 실적 부진은 점진적으로 완화 될 전망이며, 자회사 캠퍼스미디어(장부가 160억원) 지분매각으로 일부 차입금을 해소하며 재무적 안정화를 도모할 것이다.
- 2) 그러나, 기타사업부가 단기적으로 계속사업으로 인식됨에 따라 분기당 20~30억 원 수준의 적자가 지속 반영될 것으로 판단되며, 스마트기기 사업부의 재고자산을 해소함에 따라 2014년 적자폭이 완화됨에도 불구하고 이익훼손은 당분간 지속될 것이다. 또한 영업외 비용 리스크(영업권 손상, 자산손상)이 존재함에 따라 실적 추정을 보수적으로 하향하였다.

표 29. 웅진씽크빅 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

| 구분           | 적정가치         | 비고                  |
|--------------|--------------|---------------------|
| 웅진씽크빅 별도 EPS | 516          | ①, 2014년 예상 기준      |
| Target PER   | 13.7         | ②, 웅진씽크빅 3개년 평균 PER |
| <b>목표주가</b>  | <b>7,000</b> | ③=①*②               |
| 현재주가         | 5,880        | 2013년 10월 18일 현재가   |
| 상승여력         | 19.0%        | 투자의견 매수(유지)         |

자료: IBK투자증권

표 30. (별도기준) 웅진씽크빅 실적 추정치 변경

(단위: 억원)

| 구분       | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률(%) |        |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
|          | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F | 2013F  | 2014F  |
| 매출액      | 6,916 | 7,193 | 6,615 | 6,830 | -4.4%  | -5.0%  |
| 교육문화사업부  | 3,931 | 4,031 | 3,817 | 3,933 | -2.9%  | -2.4%  |
| 미래교육사업부  | 2,024 | 2,053 | 1,742 | 1,817 | -13.9% | -11.5% |
| 홈스쿨사업부   | 496   | 557   | 461   | 545   | -7.0%  | -2.0%  |
| 단행본사업부   | 406   | 487   | 451   | 487   | 11.2%  | 0.0%   |
| 기타       | 50    | 66    | 143   | 48    | 186.6% | -26.9% |
| 영업이익     | 345   | 432   | 172   | 248   | -50.0% | -42.6% |
| 영업이익률(%) | 5.0%  | 6.0%  | 2.6%  | 3.6%  | -2.4%p | -2.4%p |
| 순이익      | 222   | 304   | 69    | 149   | -69.4% | -50.9% |
| 순이익률(%)  | 3.2%  | 4.2%  | 1.0%  | 2.2%  | -2.2%p | -2.0%p |

자료: IBK투자증권

## 시장환경은 느리게 개선중, 체질개선이 시급

### 나쁘지 않지만 좋지도 않은 상황

웅진씽크빅은 2013년 3분기 별도기준 매출액 1,638억원(-4.8%, YoY), 37억원(흑자전환), 영업이익률 2.3%를 시현할 것으로 예상된다. 사업부별로 교육문화사업부 950억원(-2.0%, YoY), 미래교육사업부 449억원(-7.2%, YoY), 홈스쿨사업부 121억원(+14.5%, YoY), 단행본사업부 110억원(+16.9%, YoY)을 기록할 것으로 판단된다.

① 교육문화사업부  
방학교과로 인한 학습지  
과목수 둔화 + 일회성  
마케팅 비용지급

교육문화사업부는 방학효과로 인한 학습지 과목수 둔화(13.3Q 107.7과목, -0.8%, YoY)로 소폭 둔화된 실적을 시현할 것으로 파악된다. 다만 감소폭은 QoQ 기준으로 안정화 되고 있으며, 지난 2분기기준 170개의 학습센터를 직영점으로 전환하여 고정비 부담을 개선하는 과정에 있다. 다만, 금번 분기는 케이블 방송 TV엔을 통해 “미녀들의 수확”을 방영함에 따라 일회적인 마케팅 비용이 지급되어 이익률은 기대치 대비 소폭 둔화될 것으로 예상된다.

② 미래교육사업부  
2분기 조직개편 영향 지속

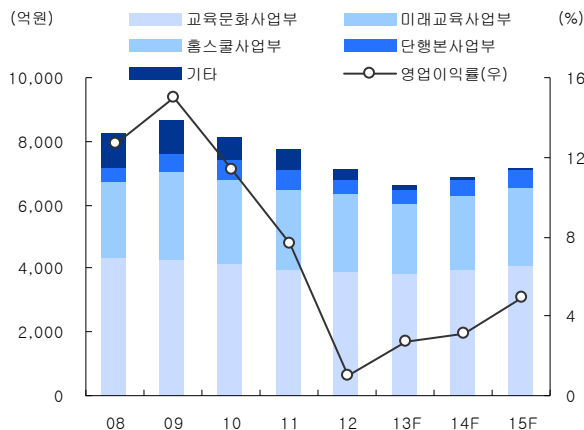
미래교육사업부는 지난 2분기 조직개편을 통해 전집 판매 인력의 효율성을 높이려 하였다(13.1Q 4,826명→13.2Q 3,958명). 다만 구조조정에 따른 분위기 악화로 성수기임에도 불구하고 실적 부진을 면치 못했다. 2012년 2분기, 과학공작소의 매출호조에 따른 역기저 효과를 고려하더라도 전년동기 대비 30%나 감소된 부진한 실적을 기록하였으며 3분기에도 유사한 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 다만 4분기 유아대백과사전 신제품 출시가 계획되어 있어, 전분기 대비 매출성장이 예상된다.

③ 단행본사업부  
인프린트 숫자 축소 +  
전략도서 증가  
→수익성 개선도모

단행본사업부는 전년까지 처분되었던 재고손실을 개선시키기 위해 1) 인프린트 수를 축소하고 2) 신간종수를 줄이되 전략도서(베스트셀러)의 비중을 확대시키고 있다. 연간 500~550종씩 발행되던 신간종수를 300권 내외로 축소시켰고, 베스트셀러 매출 비중을(10%내외 → 15~20%) 확대시켜 수익성 개선에 도모할 것이다.

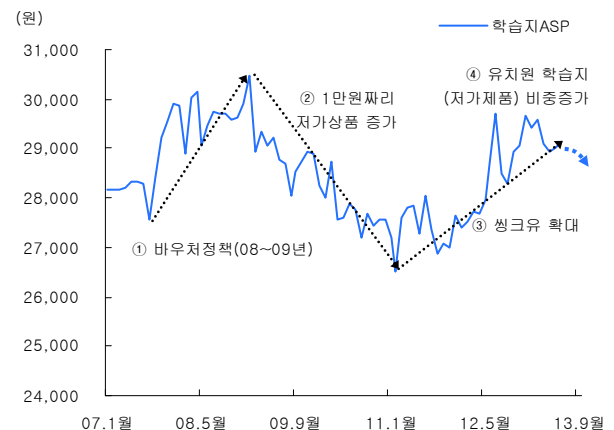
시장환경은 점진적으로 완화되고 있으나, 2012년말의 기타사업부에 대한 적자해소가 확실히 정리되지 않은 상태에서 연간 100억원 수준의 비용을 부담하는 것이 실적개선 속도와 주가 상승여력의 리스크 요인으로 작용하고 있다. 관련 리스크는 1) 스마트 기기 재고처분과 2) 영업권 상각비 해소로 점진적으로 완화될 전망임에 따라 비용해소 시점에 빠른 이익개선을 보일 것으로 판단된다.

그림 42. (별도기준) 웅진씽크빅 사업부별 매출 및 영업이익률 추이



자료: 웅진씽크빅, IBK투자증권

그림 43. 웅진씽크빅 학습지 ASP 추이 - 13.3Q 저가제품 확대



자료: 웅진씽크빅, IBK투자증권

## 영업 실적 전망

### 비용이슈는 여전히 존재하나, 점진적인 완화 기대

웅진씽크빅은 연초 2012년 기타사업부(영어학원, 수학학원, 스마트기기)의 영업철수와 함께 올해부터 재무적인 안정화에 도입하고자 하였다. 그러나 1) 학원사업의 적정한 매입자를 찾기가 어렵고, 2) 스마트 기기 사업부의 재고부실이 반영됨에 따라 계속사업으로 반영되어 연간 100억원 수준의 손실이 예상됨에 따라 2013년 연간 가이던스를 조정하였다.

2013년 별도기준,  
매출액 6,615억원,  
영업이익 172억원  
(OPM 2.6%)전망

이를 반영한, 웅진씽크빅의 2013년 별도기준 매출액은 6,615억원(-7.1%, YoY), 영업이익 172억원(+148.3%, YoY), 영업이익률 2.6%를 시현할 것으로 전망된다. 사업부별로는 교육문화사업부 3,817억원(-2.4%, YoY), 미래교육사업부 1,742억원(-15.3%, YoY), 홈스쿨사업부 461억원 (+13.6%, YoY), 단행본사업부 451억원 (+12.6%, YoY), 기타사업부 143억원으로 파악된다. 타겟 학령인구수의 지속적인 감소, 적자사업부의 계속사업 반영에 따른 비용이슈 지속으로 2013년 매출과 이익은 연초 가이던스 대비 부진할 것으로 예상된다. 특히 매각되지 않은 영어학원의 영업권손상과 골프회원권의 자산손상이 영업외손실로 반영되면서, 관련 이슈의 해소 전까지는 손익에 대한 우려는 지속될 것이다.

그러나 1) 2014년을 저점으로 학생수 감소세가 축소됨에 따라 학습지 과목수 감소세 또한 둔화될 것으로 판단되며, 씽크유(고가 학습지) 비중확대로 인한 ARPU증가는 본업 매출회복에 기여할 것이다. 또한 2) 지난 10월 4일 자회사 캠퍼스미디어(장부가 160억원)의 지분 매각에 대한 의사를 공시한바 이는 향후 차입금 상환과 운영자금으로 이용될 계획이며 3) 기타사업부에 대한 비용처분은 점진적으로 완화(2013년 100억원→2014년 66억원 추정, 스마트기기 재고자산 해소됨을 반영)됨에 따라 실적 턴어라운드의 가능성은 열려있다.

표 31. (별도기준) 2013년 웅진씽크빅 실적 추정

(단위:억원)

| 구분       | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q(F) | 13.4Q(F) | 2012  | 2013F | YoY(%) |
|----------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|--------|
| 매출액      | 1,657 | 1,625 | 1,638    | 1,696    | 7,121 | 6,615 | -7.1%  |
| 교육문화사업부  | 940   | 952   | 950      | 975      | 3,910 | 3,817 | -2.4%  |
| 미래교육사업부  | 423   | 421   | 438      | 461      | 2,057 | 1,742 | -15.3% |
| 홈스쿨사업부   | 107   | 112   | 121      | 122      | 406   | 461   | 13.6%  |
| 단행본사업부   | 123   | 101   | 110      | 118      | 401   | 451   | 12.6%  |
| 기타       | 64    | 39    | 20       | 20       | 347   | 143   | -58.7% |
| 영업이익     | 47    | 41    | 37       | 48       | 69    | 172   | 148.3% |
| 영업이익률(%) | 2.8%  | 2.5%  | 2.3%     | 2.9%     | 1.0%  | 2.6%  | 1.6%p  |
| 순이익      | 10    | 31    | 13       | 14       | -510  | 69    | 흑자전환   |
| 순이익률(%)  | 0.6%  | 1.9%  | 0.8%     | 0.8%     | 적자    | 1.0%  | 흑자전환   |

자료: 웅진씽크빅, IBK투자증권

## 포괄손익계산서

| (억원)         | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 7,514 | 7,121 | 6,615 | 6,830 | 7,177 |
| 증가율(%)       | -5.1  | -5.2  | -7.1  | 3.3   | 5.1   |
| 매출원가         | 3,112 | 3,130 | 2,804 | 2,848 | 2,922 |
| 매출총이익        | 4,402 | 3,991 | 3,811 | 3,982 | 4,255 |
| 매출총이익률 (%)   | 58.6  | 56.1  | 57.6  | 58.3  | 59.3  |
| 판매비          | 4,055 | 3,922 | 3,638 | 3,734 | 3,856 |
| 판매비율(%)      | 54.0  | 55.1  | 55.0  | 54.7  | 53.7  |
| 영업이익         | 347   | 69    | 172   | 248   | 399   |
| 증가율(%)       | -51.2 | -80.0 | 148.3 | 43.8  | 60.9  |
| 영업이익률(%)     | 4.6   | 1.0   | 2.6   | 3.6   | 5.6   |
| 순금융손익        | -56   | -82   | -55   | -35   | -22   |
| 이자손익         | -58   | -83   | -55   | -35   | -22   |
| 기타           | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익      | -20   | -66   | -16   | -16   | -17   |
| 중속/관계기업손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | 271   | -78   | 101   | 197   | 361   |
| 법인세          | 58    | -119  | 29    | 47    | 87    |
| 법인세율         | 21.5  | 151.9 | 28.9  | 24.0  | 24.0  |
| 계속사업이익       | 212   | 41    | 72    | 149   | 274   |
| 중단사업손익       | -1    | -551  | -3    | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 212   | -510  | 69    | 149   | 274   |
| 증가율(%)       | -52.7 | 적전    | 흑전    | 117.9 | 83.6  |
| 당기순이익률 (%)   | 2.8   | -7.2  | 1.0   | 2.2   | 3.8   |
| 자배주당당기순이익    | 212   | -510  | 69    | 149   | 274   |
| 기타포괄이익       | -13   | -8    | 1     | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 198   | -519  | 69    | 149   | 274   |
| EBITDA       | 592   | 326   | 397   | 437   | 592   |
| 증가율(%)       | -38.8 | -44.9 | 21.7  | 10.1  | 35.6  |
| EBITDA마진율(%) | 7.9   | 4.6   | 6.0   | 6.4   | 8.3   |

## 재무상태표

| (억원)      | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 2,213 | 2,524 | 1,890 | 2,002 | 2,219 |
| 현금및현금성자산  | 113   | 264   | 225   | 283   | 413   |
| 유가증권      | 1     | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 매출채권      | 1,251 | 868   | 816   | 842   | 885   |
| 재고자산      | 527   | 430   | 399   | 411   | 432   |
| 비유동자산     | 3,554 | 2,833 | 2,826 | 2,873 | 2,950 |
| 유형자산      | 896   | 828   | 775   | 789   | 820   |
| 무형자산      | 1,315 | 1,056 | 1,032 | 1,040 | 1,046 |
| 투자자산      | 643   | 199   | 305   | 309   | 315   |
| 자산총계      | 5,767 | 5,356 | 4,716 | 4,875 | 5,170 |
| 유동부채      | 2,331 | 2,306 | 1,877 | 1,881 | 1,889 |
| 매입채무및기타채무 | 154   | 135   | 136   | 137   | 144   |
| 단기차입금     | 667   | 685   | 254   | 219   | 158   |
| 유동성장기부채   | 200   | 350   | 300   | 300   | 300   |
| 비유동부채     | 860   | 1,024 | 742   | 748   | 760   |
| 사채        | 500   | 800   | 500   | 500   | 500   |
| 장기차입금     | 150   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계      | 3,191 | 3,330 | 2,619 | 2,629 | 2,650 |
| 자배주주지분    | 2,576 | 2,027 | 2,096 | 2,246 | 2,520 |
| 자본금       | 129   | 145   | 145   | 145   | 145   |
| 자본잉여금     | 1,512 | 1,673 | 1,673 | 1,673 | 1,673 |
| 자본조정등     | 15    | -85   | -85   | -85   | -85   |
| 기타포괄이익누계액 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금     | 919   | 294   | 364   | 513   | 787   |
| 비자배주주지분   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계      | 2,576 | 2,027 | 2,096 | 2,246 | 2,520 |
| 비이자부채     | 1,674 | 1,495 | 1,565 | 1,610 | 1,692 |
| 총차입금      | 1,517 | 1,835 | 1,054 | 1,019 | 958   |
| 순차입금      | 1,404 | 1,571 | 830   | 736   | 545   |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2011  | 2012   | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원)    |       |        |       |       |       |
| EPS        | 829   | -1,935 | 237   | 516   | 948   |
| BPS        | 9,974 | 7,256  | 7,505 | 8,040 | 9,021 |
| DPS        | 410   | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 밸류에이션(배)   |       |        |       |       |       |
| PER        | 19.2  | -3.4   | 24.8  | 11.4  | 6.2   |
| PBR        | 1.0   | 0.8    | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| EV/EBITDA  | 9.3   | 10.6   | 6.4   | 5.6   | 3.8   |
| 성장성지표(%)   |       |        |       |       |       |
| 매출증가율      | -5.1  | -5.2   | -7.1  | 3.3   | 5.1   |
| EPS증가율     | -53.2 | 적전     | 흑전    | 117.9 | 83.6  |
| 수익성지표(%)   |       |        |       |       |       |
| 배당수익률      | 2.6   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| ROE        | 8.3   | -22.2  | 3.3   | 6.9   | 11.5  |
| ROA        | 3.9   | -9.2   | 1.4   | 3.1   | 5.5   |
| ROIC       | 8.3   | -20.1  | 3.2   | 7.1   | 12.9  |
| 안정성지표(%)   |       |        |       |       |       |
| 부채비율(%)    | 123.9 | 164.3  | 124.9 | 117.1 | 105.2 |
| 순차입금 비율(%) | 54.5  | 77.5   | 39.6  | 32.8  | 21.6  |
| 이자보상배율(배)  | 4.8   | 0.7    | 2.6   | 5.1   | 8.6   |
| 활동성지표(배)   |       |        |       |       |       |
| 매출채권회전율    | 6.8   | 6.7    | 7.9   | 8.2   | 8.3   |
| 재고자산회전율    | 14.8  | 14.9   | 16.0  | 16.9  | 17.0  |
| 총자산회전율     | 1.4   | 1.3    | 1.3   | 1.4   | 1.4   |

\* 주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

## 현금흐름표

| (억원)            | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 433  | 387  | 282   | 317   | 433   |
| 당기순이익           | 212  | -510 | 69    | 149   | 274   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 599  | 417  | 347   | 240   | 231   |
| 유형자산감가상각비       | 61   | 61   | 56    | 56    | 58    |
| 무형자산상각비         | 185  | 196  | 169   | 133   | 135   |
| 운전자본변동          | -210 | 32   | -108  | -37   | -51   |
| 매출채권등의감소        | -122 | 182  | 67    | -27   | -43   |
| 재고자산의감소         | -119 | 34   | 73    | -13   | -21   |
| 매입채무등의증가        | 34   | -3   | 1     | 1     | 7     |
| 기타 영업현금흐름       | -168 | 448  | -25   | -35   | -22   |
| 투자활동 현금흐름       | -493 | -293 | 187   | -250  | -294  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -77  | -37  | -40   | -70   | -90   |
| 유형자산의 감소        | 1    | 59   | 49    | 0     | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -365 | -290 | -145  | -141  | -141  |
| 투자자산의 감소(증가)    | -115 | 10   | -77   | -4    | -6    |
| 기타              | 65   | -34  | 400   | -36   | -58   |
| 재무활동 현금흐름       | -54  | 57   | -544  | -9    | -9    |
| 차입금의증가(감소)      | -3   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 80   | 174  | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | -130 | -118 | -544  | -9    | -9    |
| 기타 및 조정         | 0    | 0    | 36    | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -113 | 151  | -39   | 58    | 130   |
| 기초현금            | 226  | 113  | 264   | 225   | 283   |
| 기말현금            | 113  | 264  | 225   | 283   | 413   |

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

| 종목명    | 담당자 | 담당자(배우자) 보유여부 |     |     | 1%이상<br>보유여부 | 유가증권<br>발행관련 | 계열사<br>관계여부 | 공개매수<br>사무취급 | IPO | 회사채<br>지급보증 | 중대한<br>이해관계 | M&A<br>관련 |
|--------|-----|---------------|-----|-----|--------------|--------------|-------------|--------------|-----|-------------|-------------|-----------|
|        |     | 수량            | 취득가 | 취득일 |              |              |             |              |     |             |             |           |
| 해당사항없음 |     |               |     |     |              |              |             |              |     |             |             |           |

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

|                    |             |                |               |             |
|--------------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
| 종목 투자의견 (절대수익률 기준) | 적극매수 40% ~  | 매수 15% ~       | 중립 -15% ~ 15% | 비중축소 ~ -15% |
| 업종 투자의견 (상대수익률 기준) | 비중확대 +10% ~ | 중립 -10% ~ +10% | 비중축소 ~ -10%   |             |

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

| 대교 주가 및 목표주가 추이    | 과거 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |         |      |      |      |
|--------------------|---------------------|------|---------|------|------|------|
|                    | 추천일자                | 투자의견 | 목표주가    | 추천일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|                    | 2012.08.24          | 매수   | 8,000원  |      |      |      |
|                    | 2013.04.17          | 매수   | 8,500원  |      |      |      |
|                    | 2013.10.20          | 매수   | 8,500원  |      |      |      |
|                    |                     |      |         |      |      |      |
| 메가스터디 주가 및 목표주가 추이 | 과거 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |         |      |      |      |
|                    | 추천일자                | 투자의견 | 목표주가    | 추천일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|                    | 2013.10.20          | 매수   | 90,000원 |      |      |      |
|                    |                     |      |         |      |      |      |

| 비상교육 주가 및 목표주가 추이                                                                                                                            | 과거 투자의견 및 목표주가 변동내역 |       |         |      |      |      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------|---------|------|------|------|
|                                                                                                                                              | 추천일자                | 투자의견  | 목표주가    | 추천일자 | 투자의견 | 목표주가 |
| <p>(원)</p> <p>25,000<br/>20,000<br/>15,000<br/>10,000<br/>5,000<br/>0</p> <p>11.10 12.2 12.6 12.10 13.2 13.6 13.10</p>                       | 2012.08.24          | 매수    | 11,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2012.11.05          | 매수    | 15,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.01.14          | 매수    | 19,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.10.20          | 매수    | 21,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              |                     |       |         |      |      |      |
| 청담러닝 주가 및 목표주가 추이                                                                                                                            | 과거 투자의견 및 목표주가 변동내역 |       |         |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 추천일자                | 투자의견  | 목표주가    | 추천일자 | 투자의견 | 목표주가 |
| <p>(원)</p> <p>25,000<br/>20,000<br/>15,000<br/>10,000<br/>5,000<br/>0</p> <p>11.10 12.2 12.6 12.10 13.2 13.6 13.10</p>                       | 2012.08.24          | 매수    | 16,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2012.10.23          | 매수    | 20,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.10.20          | 매수    | 18,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              |                     |       |         |      |      |      |
| 예림당 주가 및 목표주가 추이                                                                                                                             | 과거 투자의견 및 목표주가 변동내역 |       |         |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 추천일자                | 투자의견  | 목표주가    | 추천일자 | 투자의견 | 목표주가 |
| <p>(원)</p> <p>10,000<br/>8,000<br/>6,000<br/>4,000<br/>2,000<br/>0</p> <p>11.10 12.2 12.6 12.10 13.2 13.6 13.10</p>                          | 2012.11.28          | 매수    | 7,000원  |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.10.20          | 매수    | 8,000원  |      |      |      |
|                                                                                                                                              |                     |       |         |      |      |      |
| 웅진씽크빅 주가 및 목표주가 추이                                                                                                                           | 과거 투자의견 및 목표주가 변동내역 |       |         |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 추천일자                | 투자의견  | 목표주가    | 추천일자 | 투자의견 | 목표주가 |
| <p>(원)</p> <p>35,000<br/>30,000<br/>25,000<br/>20,000<br/>15,000<br/>10,000<br/>5,000<br/>0</p> <p>11.10 12.2 12.6 12.10 13.2 13.6 13.10</p> | 2010.04.21          | 매수    | 30,000원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.04.17          | 담당자변경 |         |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.04.17          | 매수    | 10,500원 |      |      |      |
|                                                                                                                                              | 2013.10.20          | 매수    | 7,000원  |      |      |      |
|                                                                                                                                              |                     |       |         |      |      |      |