

KOSDAQ
 교육서비스

기업분석 2022.06.03

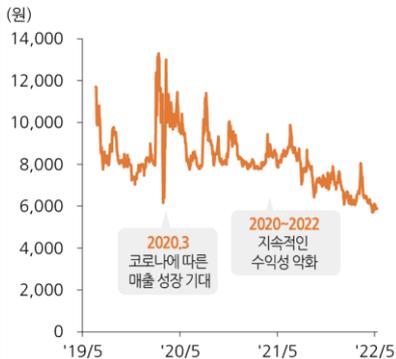
아이스크림에듀 (289010)

스마트학습지 시장 성장 기대 vs. 높은 판관비율

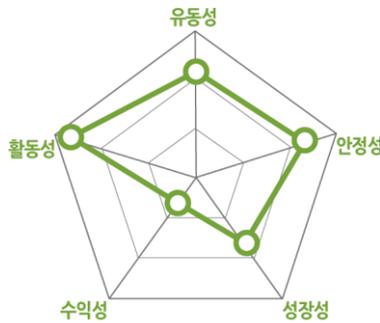
체크 포인트

- 아이스크림에듀는 초·중등학생을 대상으로 전용 디지털북 기반의 멀티미디어 콘텐츠를 제공하는 에듀테크 기업. 대표 제품은 초등학생을 대상으로 하는 '아이스크림 홈런'
- 투자포인트는 1) 스마트학습지 시장 성장에 따른 수혜와 2) 국내 최초로 초등학생 스마트 학습기기 론칭에 따른 브랜드 가치와 계열사와의 시너지를 활용한 매출 증대 기대. 아이스크림에듀의 영업이익은 2년 연속 적자. 높은 판관비율(판관비/매출액)에 기인. 최근 3년 평균 판관 비율은 43.2%
- 현재 아이스크림에듀의 2022년 예상 PBR은 1.1배. 동사의 과거 PBR 추이에선 밸류에이션 하단에 위치해 있지만, 경쟁사와 ROE, PBR 비교 시 저평가 국면이라 판단하긴 힘들
- 아이스크림에듀의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



밸류에이션 지표



주: PSR, PER, PBR은 2021년 기준 Trailing, Fnguide WCS 분류상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

아이스크림에듀 (289010)

Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr

KOSDAQ
교육서비스

투자포인트는 스마트시장 성장 수혜와 계열사와의 시너지 효과

아이스크림에듀는 초·중등학생을 대상으로 전용 디지털북 기반의 멀티미디어 콘텐츠를 제공하는 에듀테크 기업. 대표 제품은 초등학생을 대상으로 하는 '아이스크림 홈런'. 아이스크림에듀의 투자포인트는 1) 스마트학습 시장 성장에 따른 수혜와 2) 국내 최초로 초등학생 스마트 학습기기 론칭에 따른 브랜드 가치와 계열사와의 시너지를 활용한 매출 증대 기대. 초등학교 교사들을 대상으로 교육콘텐츠사업을 영위하는 아이스크림미디어와 연계해 초등학교 교과서 및 학교 수업에 충실한 학습 콘텐츠를 제공 가능

현재 밸류에이션은 경쟁사 대비 저평가 국면은 아님

아이스크림에듀의 영업이익은 2년 연속 적자. 높은 판관비율(판관비/매출액)에 기인. 최근 3년간 평균 판관비율은 43.2%. 1) 타사 대비 임직원 수가 많아 고정비용이 크고, 2) 광고선전비와 성장연구개발비로 지급되는 비용이 많이 때문. 2022년에 동사의 비용절감노력으로 판관비율은 낮아질 것이나, 영업적자(39억원)는 이어질 전망. 현재 아이스크림에듀의 2022년 예상 PBR은 1.1배. 동사의 과거 PBR 추이에선 밸류에이션 하단에 위치해 있지만, 경쟁사와 ROE, PBR비교 시 저평가 국면이라 판단하긴 힘들

리스크 요인은 학령인구의 감소

아이스크림에듀의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소, 초저출산 영향으로 2021년 270만명인 초등학교 학령인구는 2035년 200만명으로 26% 감소할 예상. 이에 따라 예상되는 동사의 회원 수 및 매출액 감소 우려가 동사 주가에 리스크 요인

Forecast earnings & Valuation

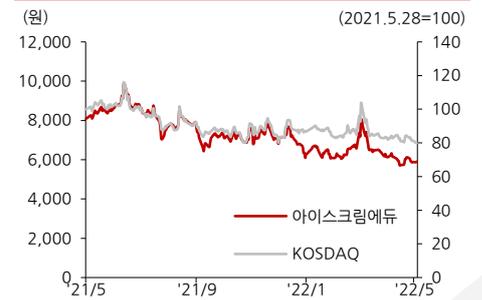
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	1,001	1,064	1,155	1,286	1,358
YoY(%)	15.6	6.3	8.5	11.3	5.7
영업이익(억원)	126	54	-16	-69	-39
OP 마진(%)	12.5	5.1	-1.3	-5.4	-2.9
지배주주순이익(억원)	106	50	8	-73	-31
EPS(원)	950	415	58	-568	-238
YoY(%)	32.9	-56.3	-86.0	적진	적지
PER(배)	0.0	19.3	143.5	N/A	N/A
PSR(배)	0.0	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBIDA(배)	N/A	7.5	22.7	136.2	19.3
PBR(배)	0.0	1.4	1.5	1.4	1.1
ROE(%)	26.3	8.1	1.0	-10.4	-4.6
배당수익률(%)	N/A	1.2	0.6	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/31)	5,900원
52주 최고가	9,870원
52주 최저가	5,710원
KOSDAQ (5/31)	893.36p
자본금	64억원
시가총액	759억원
액면가	500원
발행주식수	13백만주
일평균 거래량 (60일)	73만주
일평균 거래액 (60일)	58억원
외국인지분율	0.32%
주요주주	시공테크 외 5인 41.02%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-13.2	-27.9
상대주가	-2.5	-6.2	-20.7

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임'.
 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

아이스크림에듀는 디지털북 기반의 멀티미디어 콘텐츠를 제공하는 에듀테크 기업

1) 연혁

아이스크림에듀는 초·중등학생을 대상으로 전용 디지털북 기반의 멀티미디어 콘텐츠를 제공하는 에듀테크 기업이다. 대표 제품은 초등학생을 대상으로 하는 '아이스크림 홈런'으로 인지도가 있는 브랜드이다. 동사는 국내 최초로 전용 학습기 기반의 디지털 교육 비즈니스 모델을 구축한 기업으로 최신 트렌드에 맞춰 학습자의 빅데이터 분석 및 AI기반의 학습 프로그램을 지속적으로 개발 중이다.

아이스크림에듀는 2013년 4월 사공미디어((현)아이스크림미디어)에서 인적분할하여 (주)공교육으로 설립되었다. 동사는 초등학교 교사 93% 이상이 활용하는 관계사 (주)아이스크림미디어의 'i-Scream S'와 연계된 콘텐츠를 제공하는 강점을 보유하고 있다. 아이스크림에듀는 2016년 초등 정식 교과로 채택된 '코딩교육' 콘텐츠를, 2017년에는 5개 출판사의 전 학년 교과영어를 오픈하였다. 2016년 홈런학습센터(공부방) 사업 조직을 발족한 동사는 현재 29개의 공부방을 운영 중이다. 2017년 동사는 자능정보기술연구소를 설립해 빅데이터 기반 학습분석 시스템을 고도화하고, 중등 홈런 서비스 '친절한 스쿨링'을 런칭했다. 같은 해에 (주)공교육에서 (주)아이스크림에듀로 사명을 변경한 동사는 2019년 7월 코스닥 시장에 상장했다. 2020년 아이스크림 홈런 예비초 브랜드 '리틀홈런'을 론칭했다.

아이스크림에듀 매출 구성



주: 2021년 기준, 자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 매출액과 주요 연혁



자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

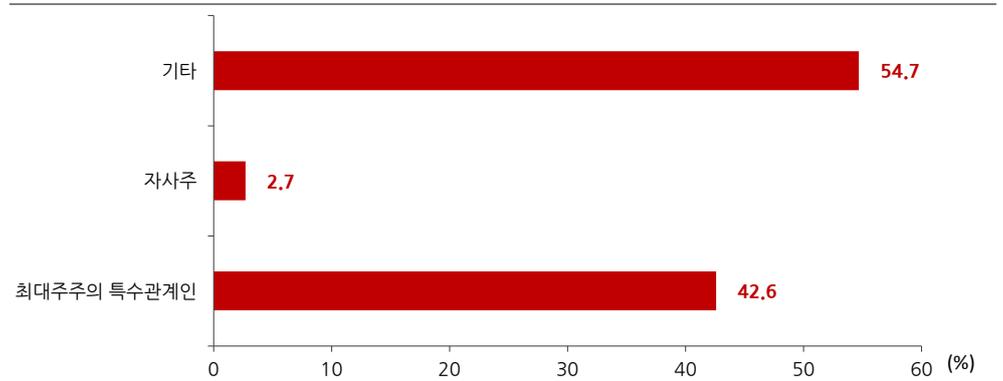
**최대주주는
지분을 28.4%의 (주)시공테크**

2) 주주구성과 지배구조

동사의 최대주주는 (주)시공테크로, 2022년 3월말 기준 지분율은 28.4%이다. (주)시공테크의 대주주이자 대표이사 박기석의 지분율은 6.9%로 최근 장내 매도로 2021년말 대비 지분율이 0.8%p 감소했다. 이외 박기석 대표의 자녀인 박대민과 박효민의 지분율이 각각 4.8%, 1.6% 있다. 최대주주를 포함한 특수관계자 지분은 42.6%이다. 자사주는 2.7%이다.

(주)시공테크는 1988년에 설립된 종합 전시 콘텐츠 기업이다. 동사가 영위하는 사업은 전시물의 기획, 설계 및 제작 설치, 영상제작 및 인테리어 설계, 공사 등이다. 2022년 3월말 (주)시공테크의 종속회사로는 2001년 설립한 (주)시공문화와 미얀마 시공테크가 있다. 계열사로는 (주)아이스크림에듀와 (주)아이스크림미디어가 있다. (주)아이스크림미디어는 2008년 초등학교 전자교과자료 'i-Scream' 서비스를 시작했으며 전문적인 교육자료를 제공하는 i-Scream 연수원 사업과 교육전문 쇼핑몰 아이스크림몰 사업을 하고 있다. (주)시공테크가 지분율 16.3%를 보유해 투자하고 있는 (주)아이스크림키즈는 유아교육과 코팅, 창의놀이센터를 운영하는 곳으로 박기석회장의 자녀인 박대민이 회장으로 있다. (주)아이스크림에듀는 계열사와 유기적으로 연결해 시너지를 통해 교육서비스 플랫폼으로 확장하려는 노력 중이다.

아이스크림에듀 주주구성



주: 2022년 3월말 기준, 자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

시공테크 지배구조 현황



주: 2022년 3월말 기준, 자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

**교육산업에 속한 기업
국내학령인구 감소는 부정적이나,
1인당 사교육비는 증가 중.
에듀테크 산업은
전세계적으로 2025년까지
연평균 12%성장 전망**

아이스크림에듀는 초중등학생을 대상으로 하여 전용 디지털북 기반하여 멀티미디어 콘텐츠를 제공하는 에듀테크 기업으로 교육산업에 속해 있다.

교육 산업을 견인하는 주요인은 국내 학령인구이다.

학령인구란 교육인구 규모를 가늠할 수 있는 일차적 요인으로 국내 학령인구는 만 6세 이상부터 만 21세까지의 인구이다. 초등학교 만 6~11세, 중등학교 만 12~17세, 고등교육인구는 만 18~21세이다.

장기적으로 볼 때 국내 학령인구 변화는 교육 산업에 긍정적이지 않다. 출산율 감소로 인해 학령인구가 줄어드는 추세이기 때문이다. 1970년에 4.5명이었던 합계출산율(여성 1명이 평생동안 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수를 나타낸 지표)은 1988년 1.55명까지 급격히 감소했다. 이 후 주춤거리던 합계출산율은 1998년 이후 다시 추세적으로 감소하며, 2020년 0.84명을 기록했다. 이 추세를 이어갈 경우 2017년 718만명인 학령인구(유치원~고등학교 기준(만 3~17세))는 2035년에는 488만명까지 32% 감소할 전망이다. 이 중 아이스크림에듀의 주요 대상 학생층인 초등학생과 중학생은 2035년 각각 199백만명과 86만명으로 2020년 대비 74%, 64% 수준으로 감소될 것으로 예상된다.

다만, 단기적으로 향후 3년간 초등학생은 평균 260만명, 중학생은 140만명수준에 머물 전망이다.

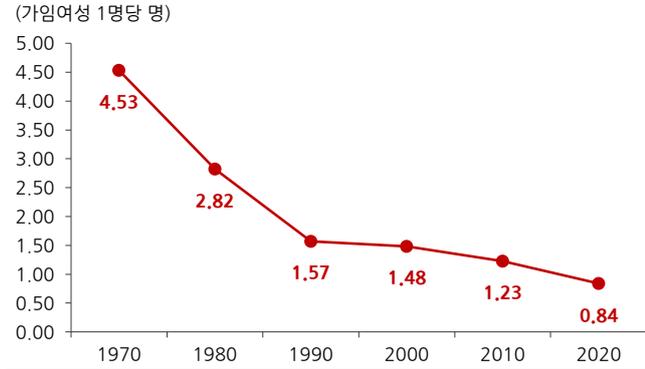
학령인구는 감소하고 있지만, 1인당 사교육비는 꾸준히 증가하고 있다.

사교육 참여학생의 1인당 월평균 사교육비는 2017년 38.2만원에서 2021년 48.5만원으로 증가했다. 2020년에는 코로나로 인해 사교육 참여율이 감소했지만, 이 시기에도 사교육 참여학생(초등학교~고등학교 합산)의 월평균 사교육비는 5% 증가했다.

에듀테크(Edu-Tech)란 교육(Education)과 기술(Technology)의 합성어로 교육에 ICT기술을 접목해 기존 교육 서비스를 개선하거나 새로운 가치를 제공하는 기술을 의미한다. 주요 기술로는 인공지능(AI), 증강현실(AR), 가상현실(VR), 사물인터넷(IoT), 클라우드와 온라인 공개수업(MOOC: Massive Open Online Course)등이 있다. 에듀테크의 구체적인 발전방향은 1) 실감화, 2) 연결화, 3) 지능화와 4) 융합화가 제시되고 있다. 시장조사업체 Holon IQ는 2020년 세계 교육시장은 5조 4천억달러이며, 이 중 에듀테크는 2,270억 달러로 3.6% 차지할 것으로 추정했다. 에듀테크 시장은 2025년 4,045억 달러로 2020년부터 연평균12.2% 성장할 것으로 전망했다.

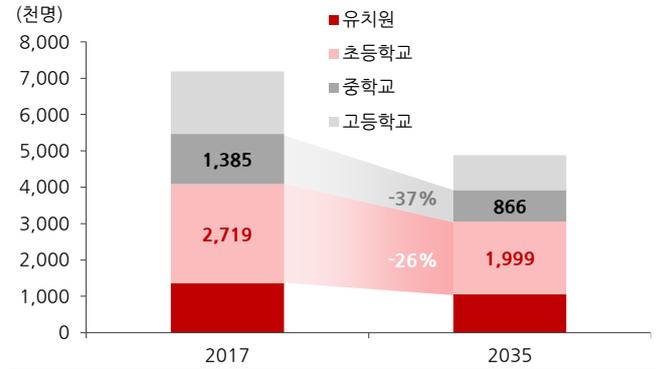
에듀테크 시장 성장과 함께 최근 방문 학습지 시장은 스마트기기를 활용하는 '스마트학습지'로 변모하고 있다. 이는 코로나로 인한 영향이 컸다. 코로나를 거치면서 사교육에 참여하는 학생의 유료 인터넷 및 통신강좌 등의 사교육비가 방문학습지 사교육비를 추월하기 시작했다. 코로나 전에는 학생 관리가 안된다는 측면에서 비대면 수업에 대한 학부모의 우려가 컸으나 코로나를 거치면서 인식이 변화되었고, AI를 활용한 개인별 맞춤형학습이라는 모토가 4차 산업혁명을 겪고 있는 현재 교육 기조와 조화를 이루었다. 스마트학습지 시장의 선구 기업은 아이스크림에듀이다. 동사의 경쟁사로는 '엘리아이'의 메가스터디교육과 '밀크티'의 천재교육, '스마트올'의 웅진씽크빅 등이 있다.

합계 출산율 추이



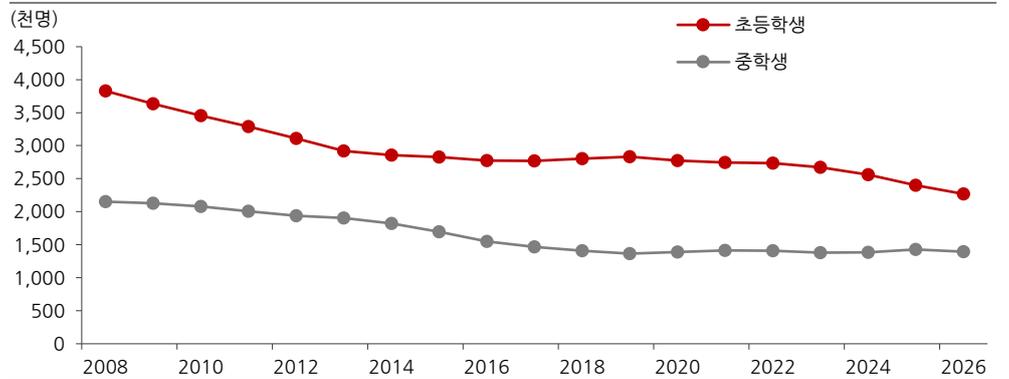
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

2017년과 2035년 학령아동 변화



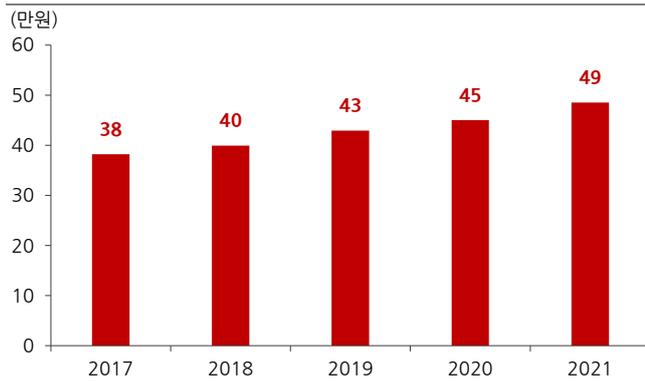
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

초등학생과 중학생 수 추이



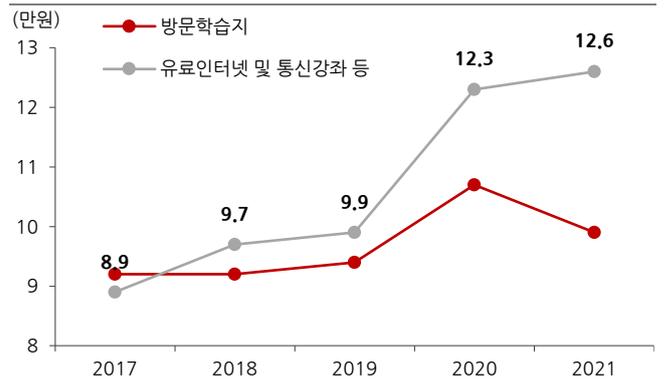
주: 출생아 수에 기반해 추정된 수치, 자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

사교육 참여학생 1인당 월평균 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

사교육 참여학생 1인당 방문학습지 및 인터넷(통신강좌) 사교육비 추이



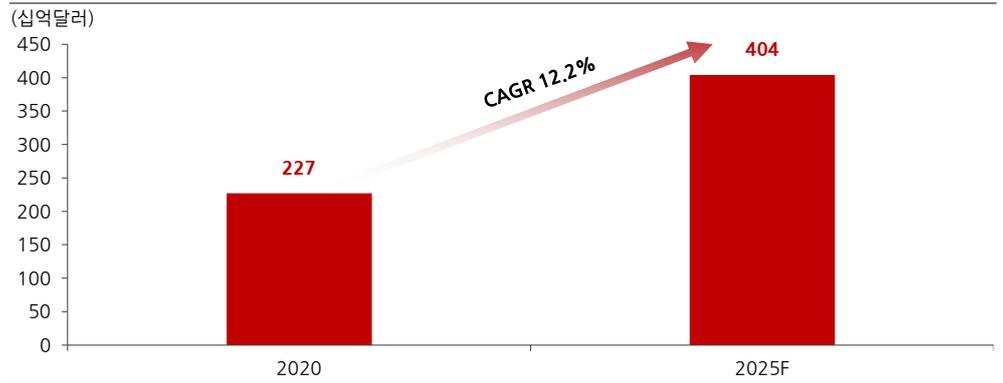
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

에듀테크의 메가트렌드

4대 메가 트렌드	주요 내용
실감화	<ul style="list-style-type: none"> 교육콘텐츠의 물리적 제약 해소 VR, AR을 활용한 실감/체험형 교육 제공
연결화	<ul style="list-style-type: none"> 학생, 부모, 멘토, 관리자 등 교육 네트워크 형성
지능화	<ul style="list-style-type: none"> 개인 맞춤형 교육 부상 SI 기반한 로봇교사(인공지능 튜터)의 등장
융합화	<ul style="list-style-type: none"> 교육과 학습에서 즉각적인 피드백 제공

자료: 삼정KPMG, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 에듀테크 시장 성장 전망



자료: Holon IQ, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **투자포인트**

**2020년
초등스마트학습지 시장은
3,700억원 규모,
향후 2조원 규모의
학습지 시장 전환되며
동사 매출 증대 가능**

1) 스마트학습지 시장 성장에 따른 수혜

스마트학습지 시장은 에듀테크의 하위 시장이며, 아이스크림에듀가 사업을 영위하는 시장이다. 이 시장은 에듀테크 시장과 함께 빠르게 성장할 것으로 기대된다.

아이스크림에듀는 2011년 국내 최초로 초등학생 스마트 학습기기 ‘아이스크림홈런’을 론칭하며, 국내 스마트학습지 시장을 개척한 기업이다. 동사가 ‘아이스크림홈런’을 출시한 이후 2015년~2018년 국내 주요 방문학습지 및 인터넷강의 업체들이 스마트 학습기기를 활용한 브랜드를 론칭하며 본격적으로 시장 변화에 동참하고 있다.

업계 추산으로 2020년 초등 스마트학습지 시장은 약 3,700억원 규모를 형성한 것으로 집계되며, 직전 5년간 34%의 높은 성장률을 보였다. 향후, 약 2조원 규모의 학습지 시장이 스마트학습지 시장으로 전환되면 시장은 더욱 커질 예정이다.

이와 같은 시장 성장은 아이스크림에듀 매출액 증대로 이어질 전망이다. 실제 동사의 회원 수와 매출액은 2013년 이후 꾸준히 증가해 오고 있다.

2) 브랜드 가치와 계열사와의 시너지를 매출 증대에 활용 가능

동사는 브랜드 가치와 계열사와의 시너지를 매출 증대에 활용할 수 있다.

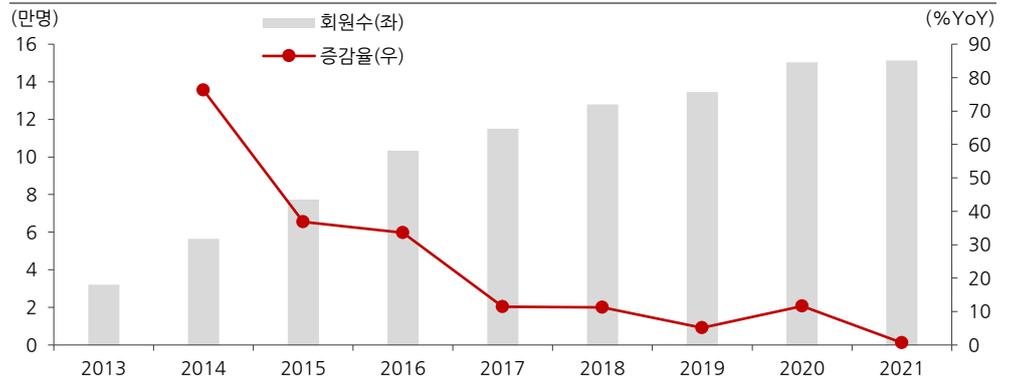
오랜 업력에 따른 동사의 브랜드 가치는 회원들의 자발적 가입으로 이어지고 있다. 2016년 유료회원 가입 경로에서 40%를 차지했던 자발적 가입은 2021년 59%까지 증가했다. 또한 일반 이리닝 수강 완강률은 30%에 불과한 반면, 동사 회원의 평균 학습 수행률은 82.7%(2021년 기준)에 이른다. 이를 기반으로 2021년 기준 회원들의 재가입률도 75%에 달한다.

동사는 계열사인 아이스크림미디어와 시너지를 통해 학교 수업 연계 기반 콘텐츠 제공한다는 강점을 보유하고 있다. 2002년 설립된 아이스크림미디어는 초등학교를 대상으로 교육콘텐츠사업을 영위하고 있다. 아이스크림미디어의 ‘i-Scream S’는 국내 초등학교 교사의 90% 이상이 활용하는 교육 플랫폼이다. 아이스크림에듀는 이와 연계해 초등학교 교과서 및 학교 수업에 충실한 학습 콘텐츠를 제공할 수 있다.

회사 측에 따르면, 아이스크림에듀는 지속적인 에듀테크 개발투자로 경쟁사와 차별화된 경쟁력을 보유하고 있다고 한다. 실제 동사는 기업부설연구소를 설립해 운영하고 있으며 R&D인력이 전체 인력의 40%를 차지하고 있다. 2020년과 2021년 동사가 경성연구개발비로 사용한 금액은 각각 142억원과 157억원으로 매출액 대비 12.2~12.3% 수준으로 경쟁사 대비 많다. 다만, 이와 같은 동사의 노력이 시장에서의 동사 제품에 대한 매출과 직결되기 위해서는 개발하는 기술이 시장에서의 니즈와 부합해야 할 필요가 있다.

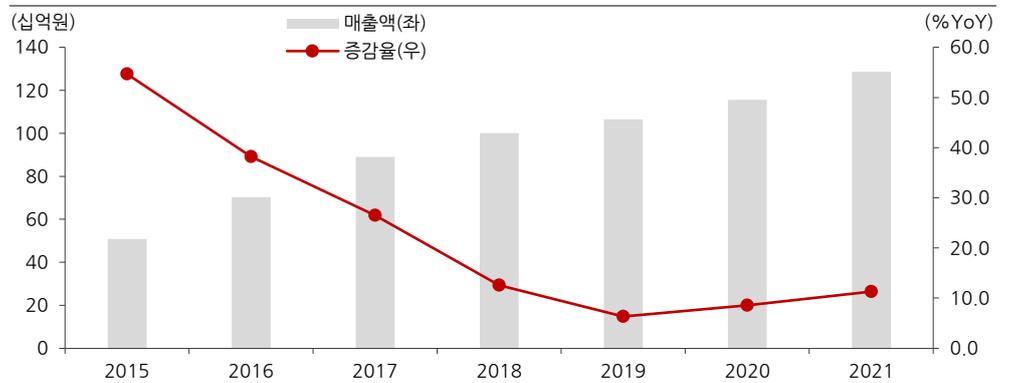
**브랜드 가치와
아이스크림미디어와의
시너지 활용 가능**

아이스크림에듀 회원수와 증감율 추이



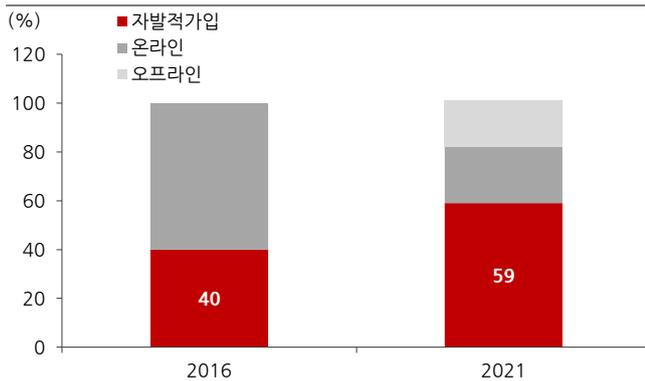
자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 매출액과 증감율 추이



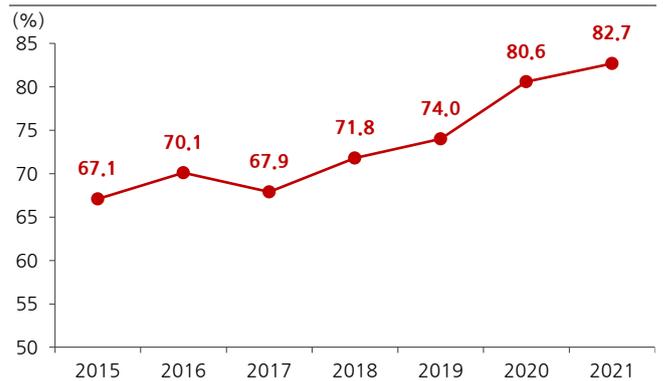
자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 유료회원 가입 경로 비교



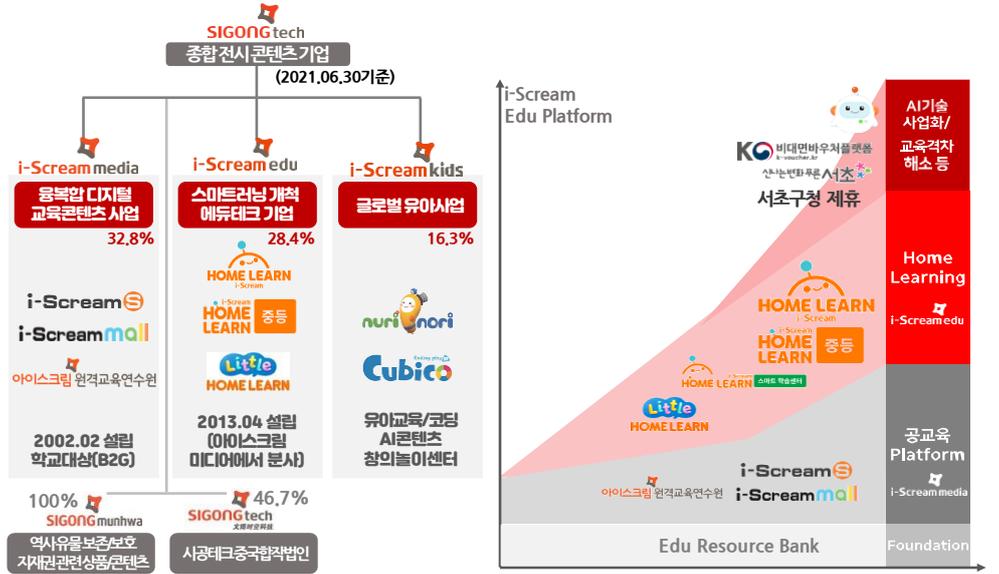
자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 회원 평균 학습 수행률 추이



자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 계열사와의 시너지 효과



자료: 아이스크림에듀, 한국IR협회의 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

**2021년 매출액 증
아이스크림홈런 82.5% 비중**

아이스크림에듀의 제품은 초등학생 대상의 '아이스크림홈런'과 중학생 대상의 '홈런중등', 예비초등생 대상의 '리틀홈런', 공부방용 '홈런 스마트 학습센터'가 있다. 교육 저변 확대를 위해 구청 등과 협업을 하여 공공부문에 기기를 임대해 주는 사업도 진행하고 있다. 2021년 매출액 기준으로 '아이스크림홈런'이 82.5% 비중을 차지하고 있다. 이 외 '홈런중등'와 '스마트학습센터'가 각각 매출액의 7.7%와 7.5% 비중이다.

**2021년 말
회원 수 15.1만명**

2021년말 기준으로 동사의 회원은 15.1만명이다(공공과 학교 회원은 제외). 이 중 신규회원은 4.2만명, 관리회원은 10.9만명이다. 올해 3월말 관리 회원 숫자는 11.3만명으로 작년말 대비 3.9% 증가했다. 2016년 이전 급증하던 아이스크림에듀의 신규회원 수는 주춤거리다가 2020년 코로나와 함께 증가 폭이 커졌다. 관리회원 수는 꾸준히 증가 중이다.

**동사 매출액은
약정에 따른 월이용료**

아이스크림에듀는 회원과 제품에 대해 12개월, 24개월 약정을 하여 월 이용료를 받는다. 2020년 신규 디바이스 출시 후 월 이용료는 12개월 기준 월 13.9만원, 24개월 기준 10.9만원이다. 약정 기간 연장 시 월 8.4만원의 월 이용료를 적용 받는다. 회원들에게 디바이스가격(약 50만원 수준)은 월납으로 분할하여 받지만 아이스크림에듀는 디바이스가격을 첫 달에 전액 매출로 인식한다.

**높은 판관비율이
낮은 수익성 원인**

동사의 매출원가 중 비중이 큰 비용은 상품매입과 외주용역비이다. 이는 디바이스기기 매입과 외주관리교사에게 지급하는 비용이다. 아이스크림에듀는 기기를 국내와 홍콩에서 만들어 조달한다. 홍콩에서 조달하는 비중이 높으며, 달러로 거래한다. 2021년 기준으로 상품매입과 외주 용역비가 매출원가에서 차지하는 비중은 26%, 46%이다. 아이스크림에듀는 판관비율이 높다. 최근 3년간(2019년~2021년) 평균 판관비율은 43.2%이며, 2021년에는 46.3%를 기록하기도 했다. 이는 1) 타사 대비 임직원 수가 많아 고정비용이 크고, 2) 광고선전비와 경성연구개발비로 지급되는 비용이 많이 때문이다. 아이스크림에듀는 지난 3년간 평균적으로 광고선전비를 172억원, 경성연구개발비(매출원가에 포함된 비용 포함, 2년 평균 기준)를 149억원 사용했다. 이는 매출액 대비 14.6%, 12.2%에 해당한다.

**2021년 매출액 11.3% 성장,
69억원 영업적자**

2021년 아이스크림에듀의 매출액은 1,286억원으로 전년 대비 11.3% 성장했다. 신규회원수는 4.2만명으로 2020년 대비 9% 감소했으나, 1) 5% 성장한 관리회원수(10.9만명)와 2) 2020년 단가 인상이 매출 성장에 주요하게 작용했다. 동사의 영업이익률은 -5.4%로 69억원의 영업적자를 기록했다. 2021년 동사의 매출원가율은 59.1%로 2020년 대비 1.6%p 상승했다. 1) 업계 경쟁 격화에 따른 외주용역비 상승과 2) 경성연구개발비 증가 때문이다. 동사는 작년 TV광고비로 80억원이 지출되면서 광고선전비가 45%YoY 증가했다. 이에 판관비율은 46.3%로 2.4%p 상승했다. 동사의 지배주주기준 당기순이익은 73억원 적자를 기록했다.

**2022년 1분기
25억원 영업적자.
2022년 매출액 5.7%증가,
39억원 영업적자 전망**

2022년 1분기 동사는 370억원의 매출액으로 전년동기 대비 8.6% 성장했다. 영업이익은 25억원 적자로 2021년 1분기(69억원 적자) 대비 적자 폭이 축소됐다. 주 요인은 광고선전비와 경성연구개발비 감소로 2021년 1분기 대비 각각 22.2%, 10.6% 감소했다.

당사는 2022년 아이스크림에듀 매출액을 1,358억원으로 5.7% 증가할 것으로 추정한다. 동사의 비용절감노력으로 판관비율은 낮아질 것이나, 영업이익과 당기순이익 각각 39억원, 31억원 적자를 예상한다.

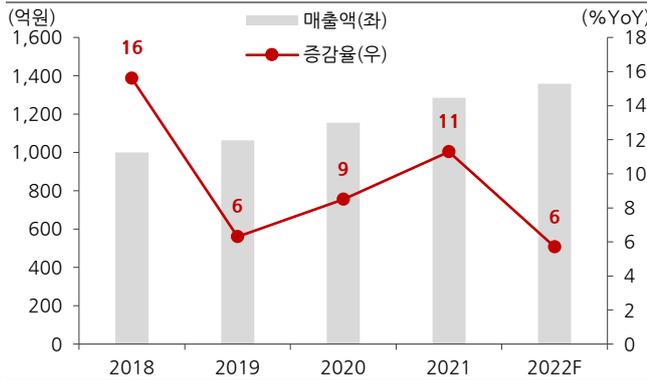
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %, 명)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	1,001	1,064	1,155	1,286	1,358
영업이익	126	54	-16	-69	-39
당기순이익	106	50	8	-73	-31
%YoY					
매출액	15.6	6.3	8.5	11.3	5.7
영업이익	41	-57.1	적전	적지	적지
당기순이익	35.6	-52.8	-84.9	적전	적지
영업이익률	12.5	5.1	-1.3	-5.4	-2.9
당기순이익이익률	10.6	4.7	0.6	-5.7	-2.3
회원수	127,993	134,632	150,355	151,396	158,124
%YoY	11.2	5.2	11.7	0.7	4.4

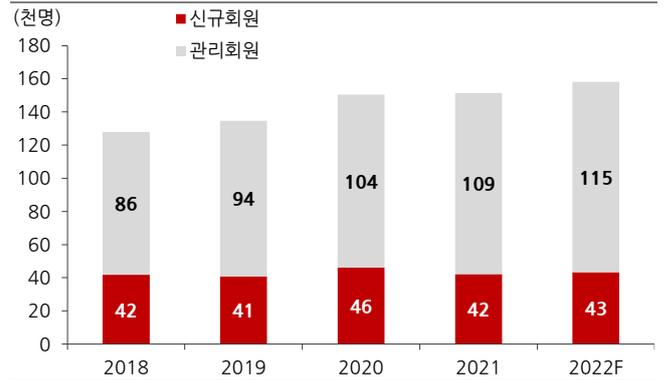
자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 매출액과 증감율 추이 및 전망



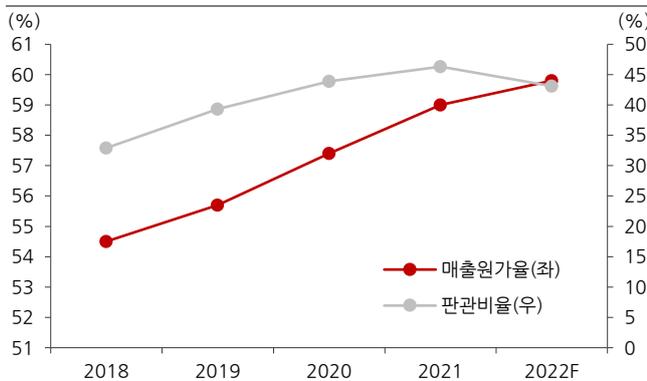
자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 회원수 추이 및 전망



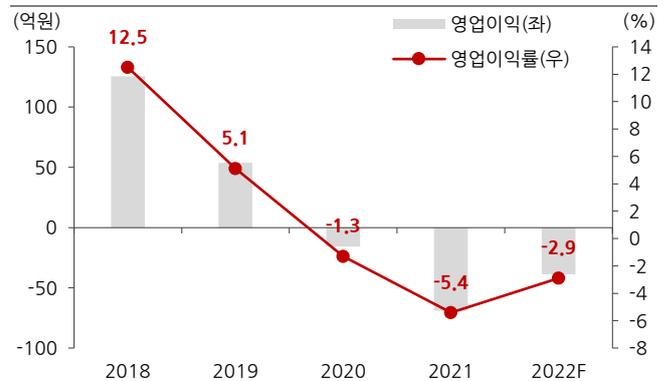
주: 공공/학교 회원수는 제외, 자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 매출원가율과 판관비율 추이 및 전망



자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 영업이익과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 아이스크림에듀, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

**현재 2022년 예상 PBR은 1.1배,
과거 PBR추이에션 하단에 위치**

현재 아이스크림에듀의 2022년 예상 PBR은 1.1배이다. 2019년 상장 후 현재까지 동사의 PBR 추이에션 벨류에이션 하단에 위치해 있지만, 경쟁사와 비교 시 지평가 국면이라 판단하긴 힘들다.

아이스크림에듀는 에듀테크 시장에서 선구자적 위치와 높은 수익성 지속 기대로 2019년 상장 직후 PBR 2.0배를 기록했다. 그러나 2019년 영업이익률이 2018년의 절반에도 미치지 못하면서 이에 대한 실망으로 동사 주가는 PBR 1.2배까지 하락했다. 2019년 영업이익률은 5.1%로 2018년 12.5% 대비 7.5%p 하락했다.

2020년초 아이스크림에듀의 PBR은 상장 후 최고 수준인 2.3배를 기록했는데, 이는 코로나로 인해 대면 교육이 힘들어지면서 대체 수요로의 기대와 빨라진 4차 산업혁명 속에서 스마트러닝 시장의 고성장 기대 때문이었다. 이와 같은 스마트러닝 시장 성장 수혜 기대는 지속적인 수익성 악화에도 불구하고 아이스크림에듀의 PBR이 평균 1.5배 수준에서 유지하게끔 하는 원동력이 되어 주었다.

최근 동사의 PBR은 부진한 주식시장 상황과 동사의 수익성 우려로 1.1배 수준까지 하락하며 역사적 하단에 위치해 있다.

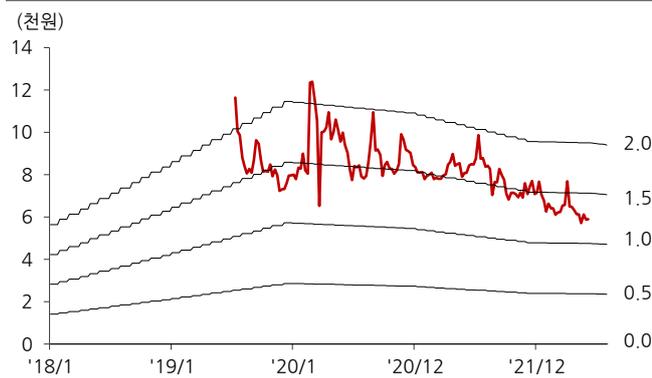
아이스크림에듀 연도별 BPS와 PBR Level

(단위: 원, 배)

	2019	2020	2021	2022
BPS	5,793	5,699	5,174	5,169
High	2.0	2.3	1.9	1.6
Average	1.5	1.6	1.5	1.3
Low	1.2	1.1	1.2	1.1

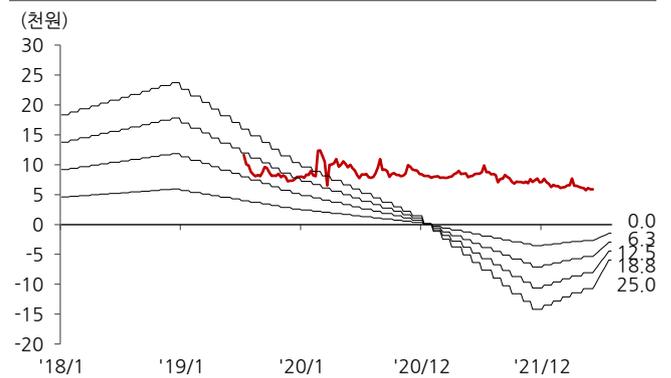
자료: Fnguide, 한국IR협의회 리서치센터

아이스크림에듀 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이스크림에듀 PER Band

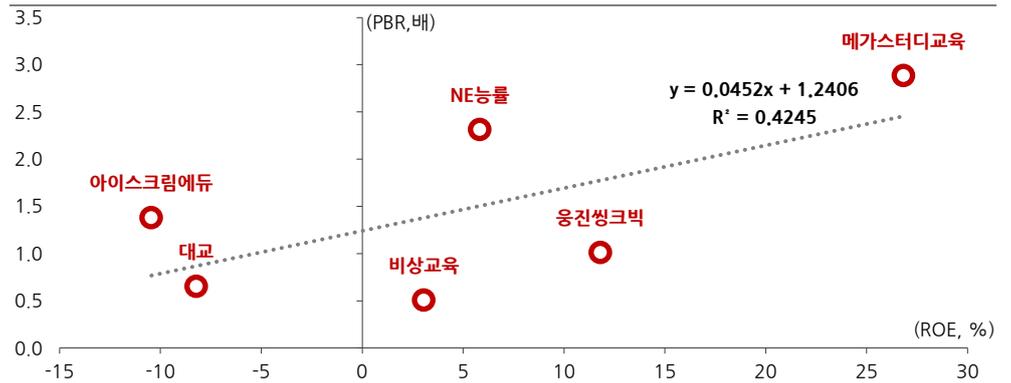


자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

**경쟁사와 ROE, PBR 비교 시
저평가 국면은 아님**

2022년 아이스크림에듀의 ROE는 전년 -10.4%에서 -4.6%로 개선될 것으로 예상된다. 2021년 Peer 업체들의 ROE, PBR의 관계를 적용할 경우, 2022년에 예상되는 아이스크림에듀의 PBR은 1.03배 수준이 될 것으로 보인다. 이를 현재 PBR(1.1배)과 비교 시 현재 밸류에이션이 저평가 국면이라 평가하기 힘들다. 아이스크림에듀의 매출액이 회사 측의 예상대로 개선되어 ROE가 6% 수준을 회복할 경우, 위와 같은 기준을 적용한 적정한 PBR은 1.51배 수준으로 판단된다.

아이스크림에듀와 주요 경쟁사 ROE와 PBR 관계



주: 2021년 기준, 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

아이스크림에듀와 주요 경쟁업체 밸류에이션 비교

(단위: 억원, %, 배)

	아이스크림에듀	메가스터디교육	웅진씽크빅	대교	NE 능력	비상교육	
시가총액 (억원)	2018	N/A	3,052	933	5,675	381	807
	2019	1,032	4,906	4,072	5,167	465	1,010
	2020	1,077	4,618	3,234	3,121	470	864
	2021	919	9,774	3,667	3,299	1,884	1,014
	2022	754	10,806	3,459	3,024	1,137	992
자산총계 (억원)	2018	690	3,672	6,533	8,303	950	2,543
	2019	957	4,328	24,536	9,199	923	2,862
	2020	998	5,540	6,661	8,452	891	2,632
	2021	897	7,243	7,716	8,136	1,139	2,715
자본총계 (억원)	2018	490	2,132	3,162	6,127	570	2,070
	2019	745	2,468	4,687	6,090	575	2,144
	2020	733	2,661	3,711	5,554	632	1,959
	2021	666	3,389	3,628	5,062	814	1,999
매출액 (억원)	2018	1001	3,569	6,429	7,631	860	1,619
	2019	1,064	4,374	6,522	7,619	846	1,994
	2020	1,155	4,747	6,461	6,270	754	1,723
	2021	1,286	7,039	8,139	6,384	778	2,156
영업이익 (억원)	2018	126	482	340	256	-22	103
	2019	54	596	217	294	29	219
	2020	-16	328	140	-280	25	-149
	2021	-69	990	268	-283	51	77
영업이익률 (%)	2018	12.5	13.5	5.3	3.4	-2.6	6.4
	2019	5.1	13.6	3.3	3.9	3.5	11.0
	2020	-1.4	6.9	2.2	-4.5	3.4	-8.6
	2021	-5.4	14.1	3.3	-4.4	6.6	3.6
당기순이익 (억원)	2018	106	409	222	189	-44	24
	2019	50	470	-1,509	169	7	113
	2020	8	215	10	-176	10	-148
	2021	-73	812	433	-436	42	61
ROE (%)	2018	25.6	20.9	7.2	2.9	-7.8	1.2
	2019	8.1	20.5	-38.5	2.8	1.3	5.4
	2020	1.0	8.4	0.2	-3.0	1.6	-7.2
	2021	-10.4	26.8	11.8	-8.2	5.8	3.1
	2022						
PER (배)	2018	N/A	7.5	4.2	30.1	N/A	33.1
	2019	20.7	10.4	N/A	30.6	64.6	9.0
	2020	143.6	21.5	340.5	N/A	48.5	N/A
	2021	N/A	12.0	8.5	N/A	44.6	16.8
	2022	N/A	13.3	8.0	N/A	23.5	18.8
PBR (배)	2018	N/A	1.4	0.3	0.9	0.7	0.4
	2019	1.4	2.0	0.9	0.8	0.8	0.5
	2020	1.5	1.7	0.9	0.6	0.7	0.4
	2021	1.4	2.9	1.0	0.7	2.3	0.5
	2022	1.1	3.2	1.0	0.6	1.2	0.6
PSR (배)	2018	N/A	0.9	0.1	0.7	0.4	0.5
	2019	1.0	1.1	0.6	0.7	0.5	0.5
	2020	0.9	1.0	0.5	0.5	0.6	0.5
	2021	0.7	1.4	0.5	0.5	2.4	0.5
	2022	0.6	1.5	0.4	0.5	1.3	0.5
배당수익률 (%)	2018	0.0	3.3	0.0	3.1	0.0	3.2
	2019	1.3	2.7	10.4	2.8	0.0	3.2
	2020	0.6	1.9	4.0	2.7	1.4	2.3
	2021	0.0	2.4	4.1	2.1	0.5	2.8

주: 2022년 PER, PSR, PBR의 매출액, 당기순이익, 자본총계는 2021년 기준, 주가는 5/30일 기준, 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

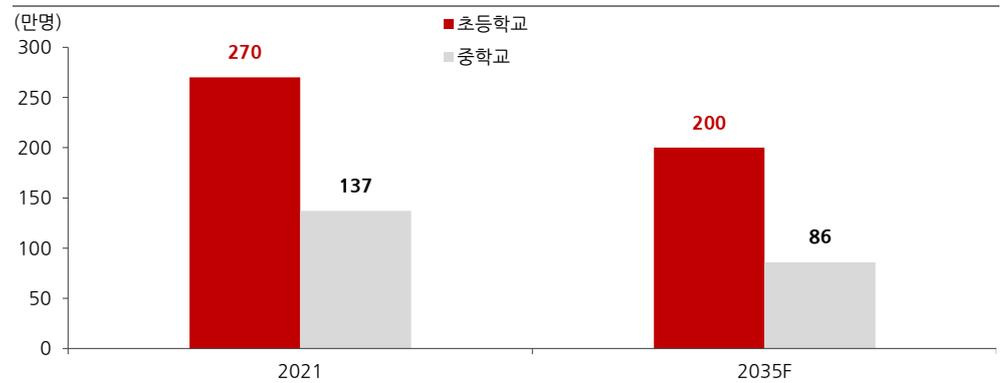
⚠ 리스크 요인

리스크 요인은 학령 인구 감소

아이스크림에듀의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소이다.

초저출산 영향으로 2021년 270만명인 초등학교 학령인구는 2035년 199만명으로 26% 감소할 예정이다. 또한 중학교 학령인구도 137만명에서 86만명으로 37% 감소가 전망된다. 이에 따라 예상되는 동사의 회원 수 및 매출액 감소 우려가 동사 주가에 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

학령인구 전망



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	1,001	1,064	1,155	1,286	1,358
증가율(%)	15.6	6.3	8.5	11.3	5.7
매출원가	546	593	663	759	812
매출원가율(%)	54.5	55.7	57.4	59.0	59.8
매출총이익	455	472	492	526	546
매출이익률(%)	45.4	44.3	42.6	40.9	40.2
판매관리비	329	418	507	595	585
판매비율(%)	32.9	39.3	43.9	46.3	43.1
EBITDA	159	100	39	6	32
EBITDA 이익률(%)	15.9	9.4	3.4	0.5	2.3
증가율(%)	37.3	-37.1	-60.7	-85.1	439.2
영업이익	126	54	-16	-69	-39
영업이익률(%)	12.5	5.1	-1.3	-5.4	-2.9
증가율(%)	41.0	-57.1	적전	적지	적지
영업외손익	1	-4	1	-16	-2
금융수익	3	8	15	9	8
금융비용	2	2	1	3	2
기타영업외손익	0	-10	-12	-22	-8
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	127	50	-14	-85	-41
증가율(%)	38.0	-60.9	적전	적지	적지
법인세비용	21	-0	-22	-12	-10
계속사업이익	106	50	8	-73	-31
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	106	50	8	-73	-31
당기순이익률(%)	10.6	4.7	0.6	-5.7	-2.3
증가율(%)	35.6	-52.8	-84.9	적전	적지
지배주주지분 순이익	106	50	8	-73	-31

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	76	85	-20	6	48
당기순이익	106	50	8	-73	-31
유형자산 상각비	27	40	48	63	59
무형자산 상각비	6	7	7	11	12
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-91	11	-141	-37	8
기타	28	-23	58	42	0
투자활동으로인한현금흐름	-115	-300	73	52	-18
투자자산의 감소(증가)	2	2	9	2	42
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-41	-7	-38	-40
기타	-115	-261	71	88	-20
재무활동으로인한현금흐름	10	165	-48	-35	-12
차입금의 증가(감소)	0	-30	0	0	-12
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	10	226	0	0	0
배당금	0	0	-13	-6	0
기타	0	-31	-35	-29	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-2
현금의증가(감소)	-29	-50	5	23	16
기초현금	144	115	65	69	92
기말현금	115	65	69	92	108

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	557	642	636	518	547
현금성자산	115	65	69	92	108
단기투자자산	127	249	138	44	45
매출채권	28	31	72	164	206
재고자산	74	69	56	44	51
기타유동자산	213	228	300	173	138
비유동자산	133	315	362	379	357
유형자산	47	99	105	95	105
무형자산	25	18	40	58	66
투자자산	49	178	188	191	149
기타비유동자산	12	20	29	35	37
자산총계	690	957	998	897	904
유동부채	186	173	210	201	207
단기차입금	30	0	0	0	0
매입채무	6	5	24	6	5
기타유동부채	150	168	186	195	202
비유동부채	15	38	55	31	33
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15	38	55	31	33
부채총계	200	211	265	232	239
지배주주지분	287	329	320	255	225
자본금	56	64	64	64	64
자본잉여금	144	368	368	368	368
자본조정 등	3	-11	-19	-22	-22
기타포괄이익누계액	-1	-5	0	0	30
이익잉여금	287	329	320	255	225
자본총계	489	745	733	666	665

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	0.0	19.3	143.5	N/A	N/A
P/B(배)	0.0	1.4	1.5	1.4	1.1
P/S(배)	0.0	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	N/A	7.5	22.7	136.2	19.3
배당수익률(%)	N/A	1.2	0.6	0.0	0.0
EPS(원)	950	415	58	-568	-238
BPS(원)	4,349	5,793	5,699	5,174	5,169
SPS(원)	9,005	8,869	8,980	9,994	10,559
DPS(원)	0	100	50	0	0
수익성(%)					
ROE	26.3	8.1	1.0	-10.4	-4.6
ROA	16.9	6.1	0.8	-7.7	-3.4
ROIC	42.9	18.3	-0.8	-18.2	-8.4
안정성(%)					
유동비율	300.0	371.0	302.3	257.3	264.8
부채비율	40.9	28.4	36.1	34.8	36.0
순차입금비율	-42.6	-37.4	-24.7	-17.7	-22.0
이자보상배율	58.1	36.8	-20.3	-80.3	-82.1
활동성(%)					
총자산회전율	1.6	1.3	1.2	1.4	1.5
매출채권회전율	34.7	35.9	22.3	10.9	7.3
재고자산회전율	18.9	14.8	18.4	25.6	28.5

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.