

비상교육 (100220)

기업분석 | 교육/제지

2013년 03월 20일

Analyst 손주리 ☎ 02 6915 5717 [sodomysh@ibks.com]

매수(유지)

목표주가 19,000원
현재가 (3/19) 14,400원

KOSPI (3/19)	1,978.56pt
시가총액	1,868억원
발행주식수	12,970천주
액면가	500원
52주 최고가	15,400원
최저가	6,250원
60일 일평균거래대금	19억원
외국인 지분율	1.8%
배당수익률 (11.12월)	1.6%
주요제품 매출비중	
출판(교과서+교재)	74.8%
이러닝	15.6%
주주구성	
양태회 외 27 인	54.98%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	25%	27%
절대기준	-3%	27%	31%

비상(飛上)의 날개 짓이 시작되다

오랜 검증의 시간을 마쳤다

비상교육은 2009 교과과정 개정에 따라 교과서 개정발표 이후 1) 심사과정의 우려, 2) 채택률 확보, 3) 가격결정 리스크의 불확실성에서 해소되고 자금조달 이슈 또한 마무리 되어 오랜 검증의 시간을 마쳤다고 판단된다. 올해는 고등학교 교과서 심사 및 초등학교 3,4학년 검정교과서 심사가 예정되어 있다. 동사의 브랜드 인지도 및 콘텐츠 질(質)을 고려했을 때 양호한 채택률 확보가 가능할 것으로 판단되며, 디지털 교과서 투자비용을 상쇄할 만한 수준의 긍정적인 가격결정이 기대된다.

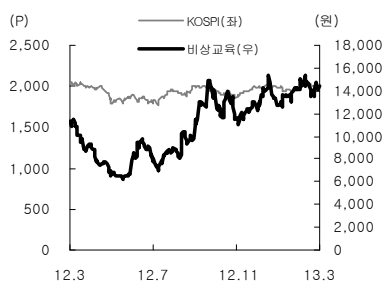
교과서 사업부 양호한 실적 기대 가능

2009 교과과정에 근거하여 개정 교과서는 동시에 채택되나, 교과진도의 안정성을 고려해 사용시점은 순차적으로 진행된다. 따라서 동사의 매출은 사용시점 전분기에 순차적으로 인식되며, 새로운 개정교과 과정 전까지는 확정매출이 반영된다. 특히 2014년 3월부터 디지털 교과서(영어, 사회, 과학) 시행이 확정되었기 때문에 추가매출 또한 기대 가능하다. 고마진율의 교과서 사업부 매출 비중이 확대됨에 따라 동사의 전반적인 실적개선이 이루어질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 19,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 19,000원을 유지한다. 자회사 비상ESN의 흡수합병, BW 80억원 발행에도 불구하고 주식 희석률은 4~5% 정도로 우려할 만한 수준이 아니다. 오히려 1) 비용절감과 시너지 효과가 기대되며 2) 디지털 교과서 투자재원의 용도로 사용될 예정이기 때문에 긍정적으로 판단된다. 동사의 목표주가는 희석률을 반영한 2013년 예상 EPS 1,597원에 기존 멀티플 PER 11.5배를 적용하여 산출하였다. 향후 동사의 실적개선 및 이익성장을 고려했을 때 추가적인 상승여력은 충분하다고 판단된다.

비상교육 주가추이



(단위: 억원/백)	2010	2011	2012	2013F	2014F
매출액	970	1,118	1,194	1,278	1,361
영업이익	172	164	220	251	306
세전이익	142	175	150	267	327
당기순이익	110	149	126	207	254
EPS(원)	851	1,152	970	1,597	1,959
증가율(%)	-6.0	35.5	-15.8	64.7	22.6
영업이익률(%)	17.7	14.7	18.5	19.6	22.5
순이익률(%)	11.4	13.4	10.5	16.2	18.7
ROE(%)	9.8	11.9	9.1	13.6	14.7
PER	11.4	5.9	14.4	9.0	7.4
PBR	1.3	0.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.4	3.7	6.6	5.9	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

오랜 검증의 시간을 마쳤다

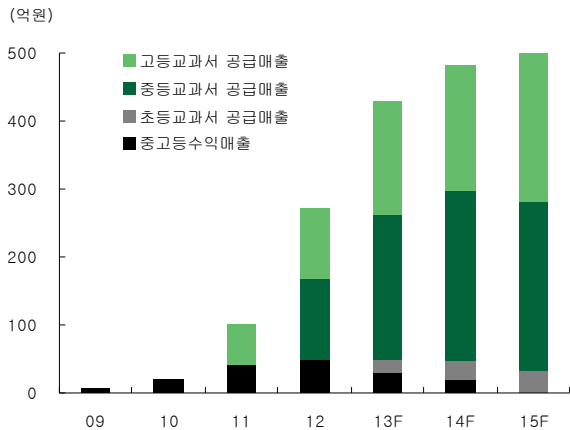
긍정적 환경 변화와 내실강화의 콜라보레이션!!

2009 개정 교과과정의
본격적인 시작

2012년은 2009 개정 교과과정에 따라 심사와 채택, 가격자율화가 이루어진 첫 해였다. 우호적인 환경 변화에도 불구하고 1) 매출인식 변경에 따른 채택률 상향 가능성 여부, 2) 일회성 투자비용, 3) 가격 불확실성 리스크 등의 우려가 반영되어 주가의 급락이 심했다. 그러나 최근 BW발행으로 운영자금 확보하고, 사옥이전에 따른 자회사 시너지 효과 및 비용절감으로 긍정적인 환경 개선과 함께 내실강화에 힘쓰고 있다.

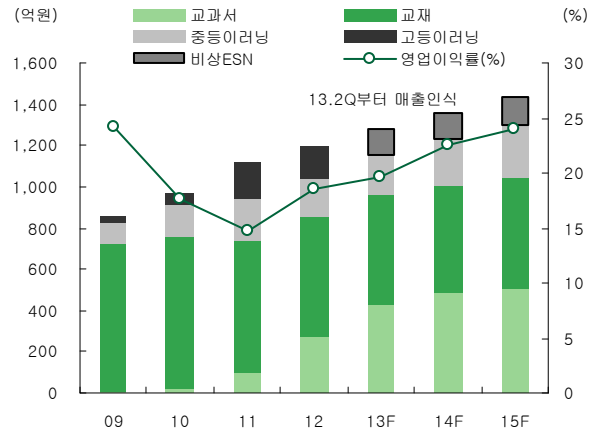
올해는 고등학교 교과서와 초등학교 3,4학년 검정 교과서 심사가 진행될 예정이다. 고등학교 일부 과목은 2011년부터 공급매출 인식과 가격자율화가 적용되어, 전년대비 30% 인상된 가격에서 거래되었다. 또한 초·중학교 교과서의 매입 주체가 정부였다는 점을 고려할 때, 고등학교 무상교육 여부에 관계 없이 금년에도 유리한 교과서 가격 결정이 이루어질 것으로 예상된다(박근혜 정부는 고등학교 무상교육을 정책적 공약으로 발표하였음). 현재까지 28종(초등 3개 + 고등 25개)의 교과서를 출원하였으며, 전년대비 높은 심사 통과와 채택률 확보가 기대된다.

그림 1. 비상교육 교과서 사업부 매출 세분화



자료: 비상교육, IBK투자증권

그림 2. 비상교육 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 비상교육, IBK투자증권

영업 실적 전망

정책적 수혜의 순풍이 불다

2013년 K-IFRS 별도기준
매출액 1,278억원
영업이익 251억원
(OPM 19.6%)전망

동사의 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액은 1,278억원(+7.0%, YoY), 영업이익 251억원(+13.8%, YoY), 영업이익률 19.6%을 시현할 것으로 전망한다. 사업부별 매출액은 교과서사업부 429억원, 교재사업부 530억원, 이러닝 사업부 199억원으로 추정된다. 기준 추정치 대비 변경된 내용은 다음과 같다.

표 1. 비상교육 별도기준 실적 추정치 변경

(단위: 억원)

구분	기준추정치		변경추정치		변경률(%)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	1,135	1,170	1,278	1,361	12.6%	16.3%
출판	926	957	959	1,012	3.5%	5.7%
A. 교과서	388	429	429	482	10.5%	12.3%
B. 교재(문제집)	530	520	530	530	0.0%	1.9%
이러닝	209	213	199	219	-4.7%	2.9%
비상ESN	-	-	120	130		
영업이익	240	270	251	306	4.5%	13.2%
영업이익률(%)	21.1%	23.1%	19.6%	22.5%	-1.5%p	-0.6%p
당기순이익	210	239	207	254	-1.4%	6.5%
순이익률(%)	18.5%	20.4%	16.2%	18.7%	-2.3%p	-1.7%p

주: 비상ESN은 흡수합병 되어, 2013년 2분기부터 실적에 반영됨

자료: 비상교육, IBK투자증권

추정치 변경의 근본적인 이유는 1) 흡수합병된 비상ESN이 2분기부터 실적에 기여할 것으로 예상되며, 2) 교과서 사업부 모수 변경에 기인한다. 비상ESN은 내신중심의 오프라인 학원 사업부로 2012년 기준 매출액 129억원, 영업이익률 6%를 시현하였다. 비상ESN이 매출 반영 됨에 따라 고등 이러닝(비상에듀) 매각에 따른 매출 감액 분은 보완될 것이나, 본 사업부 대비 상대적으로 이익률이 낮기 때문에 전체 이익률은 지난 추정 대비 소폭 감소할 것으로 판단된다.

오는 4월, 디지털 교과서 표준안이 발표될 예정이다. 2014년 3월, 디지털 교과서가 사용 계획임에 따라 표준안 발표에는 1) 심사 조건, 2) 스마트 디바이스의 보급 방안, 3) 매출인식 및 가격 결정 등의 주요 사안이 포함될 것으로 예상된다. 디지털 교과서 매출은 추정치에 미반영 하였기 때문에 추가적인 실적 개선의 가능성이 있다. 본 사업은 서책형 교과서 대비 낮은 가격이 책정될 것으로 예상되나 높은 수익성을 시현할 것으로 판단된다. 또한 동사가 자회사로 비상ESL을 소유하고 있기 때문에 IT관련 비용 리스크 또한 제한적일 것으로 보인다.

표 2. 비상교육 별도기준 연간 실적

(단위 : 억원)

구분	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,118	1,194	1,278	1,361	1,433
출판	739	852	959	1,012	1,050
A. 교과서	100	271	429	482	500
B. 교재(문제집)	639	580	530	530	550
이러닝	380	342	199	219	253
비상ESN	-	-	120	130	130
영업이익	164	220	251	306	344
출판	166	213	242	288	315
이러닝	-3	7	0.4	6.8	16.1
비상ESN	-	-	9	11	13
영업이익률(%)	14.7%	18.5%	19.6%	22.5%	24.0%
당기순이익	150	126	207	254	295
순이익률(%)	13.4%	10.5%	16.2%	18.7%	20.6%

주: 비상ESN은 흡수합병 되어, 2013년 2분기부터 실적에 반영됨

자료: 비상교육, IBK투자증권

투자의견 매수, 목표주가 19,000원 유지

투자의견 매수,
목표주가 19,000원 유지

비상교육에 대한 투자의견 매수와 목표주가 19,000원을 유지한다. 비상ESN 흡수합병, BW 80억원 발행에도 불구하고 주식 희석률은 4~5%정도로 우려할 만한 수준이 아니다. 오히려 1) 비용절감과 시너지 효과가 기대되며(비상ESN 흡수합병), 2) 디지털 교과서의 투자재원으로 사용될 예정이기 때문에(BW 발행) 긍정적으로 판단된다.

동사의 목표주가는 희석률을 반영한 2013년 예상 EPS 1,597원에 기존 멀티플 PER 11.5배(해외 유사업종 평균 PER 20% 할인)를 적용하여 산출하였다. 동사는 연간 두자리수 이상의 이익성장이 유지되는 바, 현 주가에서 추가적인 상승여력이 여전히 유효하다고 판단된다.

손익계산서 (억원)	2010	2011	2012	2013F	2014F
매출액	970	1,118	1,194	1,278	1,361
매출원가	500	554	538	527	554
매출총이익	470	564	657	751	806
매출총이익률(%)	48.4	50.5	55.0	58.7	59.3
판매비	298	401	436	500	500
판매비율(%)	30.7	35.8	36.5	39.1	36.8
조정영업이익	172	164	220	251	306
조정영업이익률(%)	17.7	14.7	18.5	19.6	22.5
기타영업이익	0	0	0	0	0
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	172	164	220	251	306
영업이익률(%)	17.7	14.7	18.5	19.6	22.5
EBITDA	207	227	305	341	406
EBITDA마진율(%)	21.3	20.3	25.5	26.7	29.9
순금융손익	9	12	14	20	25
이자손익	8	9	12	20	25
기타	1	4	2	0	0
기타영업외손익	0	-2	-91	-4	-4
외환차익손익	0	0	0	0	0
기타	0	-2	-91	-4	-4
종속공동자배당관계기업관련손익	-38	0	7	0	0
세전이익	142	175	150	267	327
법인세	32	25	24	60	73
계속사업이익	110	149	126	207	254
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	110	149	126	207	254
당기순이익률(%)	11.4	13.4	10.5	16.2	18.7
자배주주당순이익	110	149	126	207	254
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	149	126	207	254
총포괄이익률(%)	0.0	13.3	10.5	16.2	18.7

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	851	1,152	970	1,597	1,959
EPS ² (원)	851	1,152	970	1,597	1,959
BPS ¹ (원)	7,698	8,444	8,560	9,481	10,998
CPS(원)	1,518	1,861	2,518	2,165	2,566
DPS(원)	200	220	220	220	220
PER ¹ (배)	11.4	5.9	14.4	9.0	7.4
PBR ¹ (배)	1.3	0.8	1.6	1.5	1.3
PCR(배)	6.4	3.7	5.6	6.7	5.6
EV/EBITDA(배)	4.4	3.7	6.6	5.9	4.8
배당수익률(%)	2.3	3.5	1.6	1.5	1.5
성장성					
매출액증가율(%)	13.2	15.3	6.8	7.0	6.5
영업이익증가율(%)	-17.3	-4.7	34.4	13.9	22.0
EBITDA증가율(%)	-11.8	9.8	34.4	11.8	19.3
순이익증가율(%)	-6.6	35.5	-15.8	64.7	22.6
EPS ¹ 증가율(%)	-6.0	35.5	-15.8	64.7	22.6
수익성					
ROE ¹ (%)	9.8	11.9	9.1	13.6	14.7
ROA(%)	7.6	9.3	6.5	9.3	10.4
ROIC(%)	14.1	18.4	14.0	20.0	22.8
안정성					
유동비율(%)	251.8	241.7	271.3	366.4	400.9
부채비율(%)	27.4	28.3	50.0	43.8	39.8
차입금/EBITDA(배)	0.0	0.2	1.2	0.9	0.8
이자보상배율(배)	43.9	165.8	38.6	32.0	47.5
활동성					
매출채권회전율(배)	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
재고자산회전율(배)	9.9	9.5	9.1	9.1	9.1
매입채무회전율(배)	37.6	63.8	58.2	38.1	38.0
총자산회전율(배)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

주: ¹자배주주기준, ²지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (억원)	2010	2011	2012	2013F	2014F
비유동자산	752	861	970	1,065	1,110
유형자산	331	193	256	256	256
무형자산	173	236	322	382	411
투자자산	83	145	231	265	279
투자부동산	0	124	0	0	0
기타 비유동자산	165	162	162	162	163
유동자산	741	847	1,177	1,252	1,459
재고자산	107	127	136	146	155
유가증권	24	66	91	125	127
매출채권	446	539	576	614	654
기타 유동자산	123	91	207	190	268
현금및현금성자산	41	24	168	177	255
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,493	1,708	2,147	2,317	2,568
비유동부채	27	27	281	364	367
사채	0	0	0	80	80
장기차입금	0	0	242	242	242
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	27	27	39	42	45
유동부채	294	350	434	342	364
단기차입금	0	56	109	0	0
매입채무및기타채무	26	9	32	35	37
유동상장기부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	268	285	293	307	327
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	321	377	716	706	731
자배주주지분	1,172	1,331	1,432	1,611	1,838
자본금	50	59	65	65	65
자본잉여금	647	577	571	571	571
자본조정등	-100	-100	-100	-100	-100
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	575	795	896	1,075	1,302
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,172	1,331	1,432	1,611	1,838

현금흐름표 (억원)	2010	2011	2012	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	232	88	233	256	313
당기순이익	110	149	126	207	254
현금유출이없는비용 및 수익	87	92	201	74	79
유형자산및기타장비	11	13	54	50	50
무형자산장비	23	50	30	40	50
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손실(이익)	0	0	11	0	0
이자비용(수익)	4	-9	-12	-20	-25
기타	48	38	117	4	4
영업활동으로인한투자부채변동	35	-131	-87	-44	-46
매출채권및기타채무의감소	49	-90	-38	-38	-40
재고자산의감소	-18	-20	-8	-10	-9
매입채무및기타채무의증가	1	-18	24	2	2
기타	3	-3	-65	2	1
영업활동외자배당법인세 및 중년현금흐름	0	-22	-7	20	25
투자활동으로인한현금흐름	-152	-144	-337	-205	-213
투자자산의 감소(증가)	-60	-38	-30	-34	-14
유형자산의 감소	0	11	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-14	-30	-50	-50
무형자산의 감소(증가)	-125	-103	-124	-100	-80
기타	-50	-28	-70	0	-1
투자활동외자배당법인세 및 중년현금흐름	60	0	-143	-121	-169
재무활동으로인한현금흐름	-71	38	199	-42	-21
장기차입금의증가(감소)	0	0	200	0	0
사채의증가(감소)	-56	0	0	80	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	1	1	49	15	6
재무활동외자배당법인세 및 중년현금흐름	-16	38	-50	-137	-28
현금의 증가	9	-17	144	9	78
기초현금	32	41	24	168	177
기말현금	41	24	168	177	255

Compliance Notice

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

등 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

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

조사분석 담당자 및 배무자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

등 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	증권한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자의견 안내

종목 투자의견 (절대수익률 기준)				업종 투자의견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	매수	15% ~	비중확대	+10% ~	12개월
중립	-15% ~ 15%	중립	-10% ~ +10%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%					

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

비상교육 [매수 / TP: 19,000 원]

