학습지 업종 전망



교육/제지/유통 담당 김미연
Tel. 368-6177
huhu@eugenefn.com

Junior Analyst 담당 설유진
Tel. 368-6174
yoojin.sul@eugenefn.com

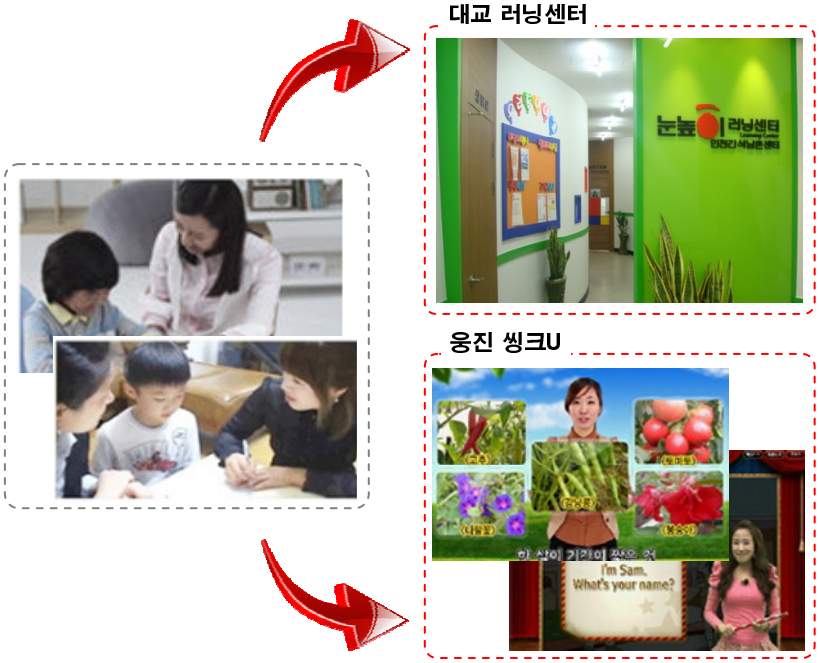
Rating & Target

종목명	투자의견	목표가(12M)
대교	BUY	9,000
웅진씽크빅	BUY	23,000

진화하는 학습지 시장, 어둠 속에 빛을 보다

- **교육주 내 학습지업체 재조명 필요**
  - 정부의 강도높은 사교육 경감대책으로 인한 사교육비 감소, 출산율 저하로 인한 학령인구 감소 등 사교육업체를 둘러싼 환경 자체는 당분간 개선키 힘듦
  - 이에, 교육업종에 대한 투자는 +α 의 신성장 동력에 기반해 이익 실현이 가시화되는 기업으로 압축적 투자 전략 필요
  - 이러한 가운데, 학습지업체들이 기존 가정 방문학습을 탈피, 대교의 '러닝센터',웅진씽크빅의 '씽크U' 등 새로운 학습지 모델을 도입, 진화하고 있음에 주목
  - 또한, 학습지의 안정적인 캐쉬카우를 바탕으로, 각 사가 전집, 방과후학교 등 기타사업으로도 안정적 성장세를 보이고 있는 점 역시 긍정적
  - 양 사 모두 배당수익률 4%에 달하는 배당매력 또한 보유하고 있는 점은 불안한 증시흐름에서 안정적 투자대안으로 적합하다고 판단
- **대교(019680.KS), 러닝센터로 날개를 달다**
  - 목표주가 9,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지
  - 3Q09부터 시작한 러닝센터로 수익개선 턴어라운드
- **웅진씽크빅(095720.KS), 성장통 탈피시작**
  - 목표주가 23,000원, 투자의견 BUY 유지
  - '씽크U' 등을 통해 성숙기에 접어든 학습지시장에서 다양한 신규사업들이 성장한계를 극복하기 위한 대안으로 작용 가능할 것으로 판단

기존 가정방문학습지에서 진화하고 있는 대교와 웅진씽크빅



자료: 각 사, 유진투자증권

Contents

I. 여전히 녹녹치 않은 사교육 시장 3
굶어 죽어도 자식교육 시키기 보단 굶어 죽기 전에 명품백 사고 있어
사교육비 감소 요인: 사교육 경감대책 + 학령인구의 감소

II. 학습지 시장, 변화만이 살길이다. 6
학습지 시장, 이미 성장 정체기에 진입, 변화하는 업체만 산다
학습지 시장, 교원구몬(비상장)의 약진, 바닥을 친 대교
새로운 공부방 신개념 '러닝센터' 로 학습지 침체 돌파중인 대교
온+오프라인 Blended 학습지인 '씽크 U' 로 학습지 침체 돌파중인 웅진씽크빅

기업분석
대교(036000.KQ) 러닝센터로 날개를 달다 11
웅진씽크빅(095720.KS) 성장통 탈피 시작

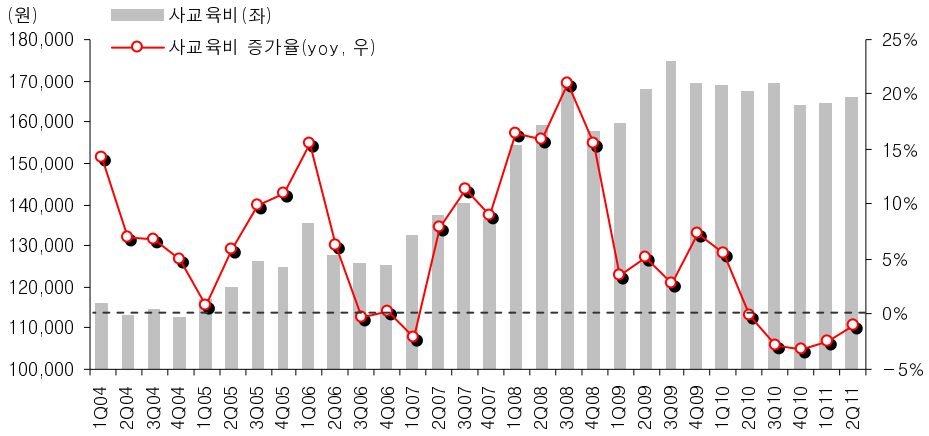
I. 여전히 녹녹치 않은 사교육 시장

굶어 죽어도 자식교육 시키기 보단 굶어 죽기 전에 명품백 사고 있어

지속적으로 성장하던 가계월평균사교육비는 2009년 3분기를 고점으로 하락하다 최근 주춤하고 있으나, 여전히 큰 반등세는 미진한 상태이다.

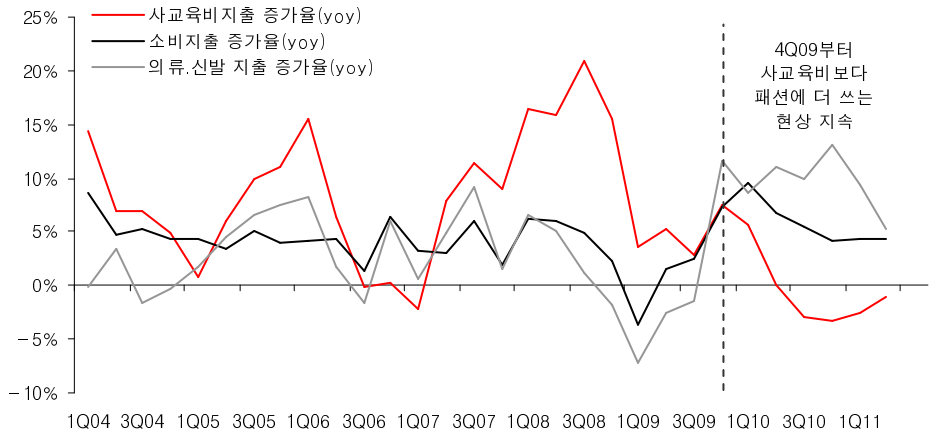
특히, 〈도표 2〉에서 보는 바와 같이 2009년 4분기 이후 의류, 패션 지출 증가율은 소비지출증가율을 상회하고 있으나, 사교육비 지출증가율은 소비지출 증가율을 하회하고 있다. 즉, 사교육비보다는 '자아'를 중시하는 영향과, 출산율 저하, 치열해진 사교육 시장 등으로 사교육비가 소비지출 증가율을 하회하는 현상이 지속되고 있다.

도표 1 월평균 사교육비 추이: 감소하던 추세는 주춤하고 있으나, 큰 반등세는 여전히 미진



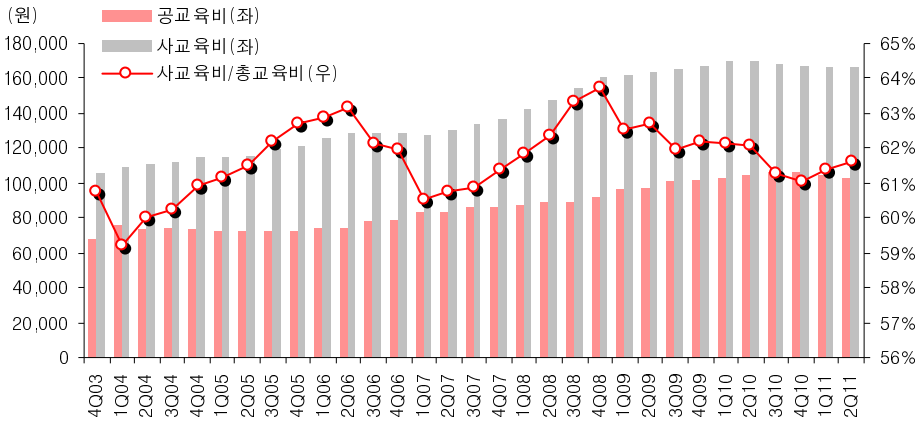
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 2 4Q09 이후 사교육비 지출 증가율 소비지출 증가율 하회
→ 반면 의류/신발 지출 증가율은 소비지출 증가율 상회하고 있어



자료: 통계청, 유진투자증권

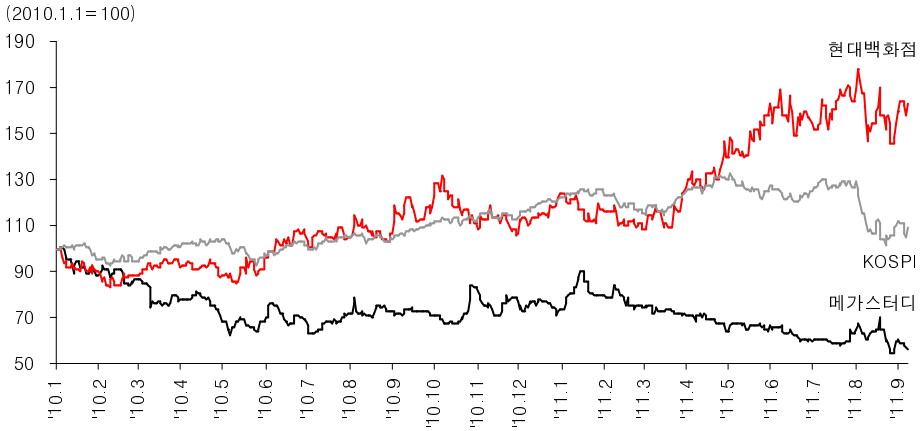
도표 3 사교육비 비중 최근 소폭 증가했으나 과거 peak 수준에 비해 상당히 미약



자료: 통계청, 유진투자증권

실질적으로 이러한 모습은 주가에도 여실히 나타나고 있다. 백화점 대표주인 현대백화점은 2011년 KOSPI 지수를 꾸준히 Outperform하고 있으나, 교육 대표주인 메가스터디는 Underperform을 면치 못하고 있는 상황이다.

도표 4 시장을 이기고 있는 백화점 대표주 현대백화점 Vs. 시장을 지고 있는 교육 대표주 메가스터디



자료: 유진투자증권

사교육비 감소 요인: 사교육 경감대책 + 학령인구의 감소

소득확대에도 불구하고, 국내 사교육 시장이 감소한 것은 정부의 사교육 억제 정책이 예상외로 효용성을 거두었기 때문으로 판단한다.

현재 정부가 추진하고 있는 대표적인 사교육비 경감대책의 내용은 아래와 같다.

대입: 입시 전형 다양화 → 수능영향력 축소 → 수능 전문 입시교육업체에 타격

1) 수시비중 확대 + 입학사정관제 도입 → 수능영향력 축소 + 내신과 논술 비중 확대

2) EBS-수능 연계율 70% 확대

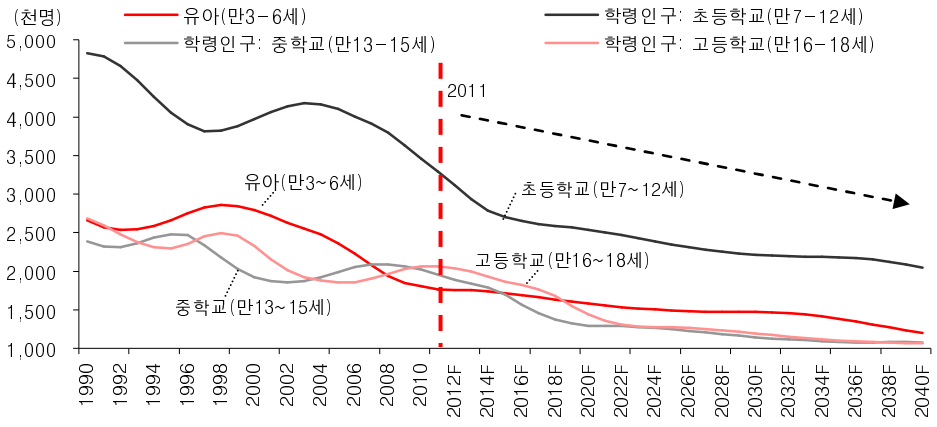
고입: 외고/국제고/국제중 입시안 철폐, 자기주도학습 전형 도입 → 영어,특목고 사교육업체에 타격

1) 1단계 영어내신성적 기반 선발 후, 2단계 학업계획서, 추천서에 기반한 자기주도학습전형 선발

2) 일체의 교과구술면접 및 영어듣기 시험 금지, 각종 경시대회수상 및 인증시험 점수 기대 불가

학령인구 역시 꾸준히 감소중이다. 학습지 업체들이 주 타겟으로 하는 유아(만 3~6세)와, 초등학교(만 7~12세)학생수는 이미 지속적인 하락세를 보이고 있으며, 그나마, 고등학생의 peak는 2011년으로 가장 감소추세가 늦은 편이다

도표 5 국내 학령인구는 꾸준히 감소 추세 기록 전망



자료: 통계청, 유진투자증권

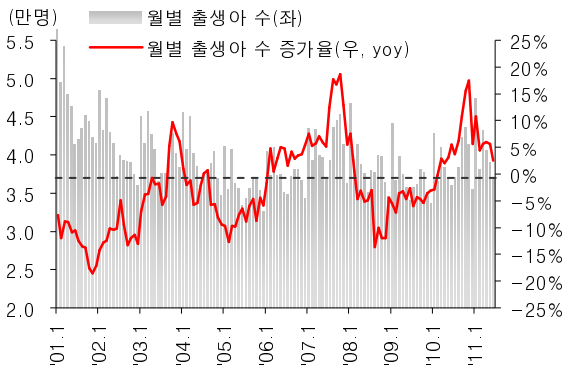
II. 학습지 시장, 변화만이 살길이다.

사교육을 경감하기 위한 정부 정책은 향후 지속될 것으로 전망하며, 그렇기 때문에 더 이상 교육산업이 기존의 오프라인 고등/중등 입시 학원에 기반한 성장전략이 아닌 +α를 찾아 한 단계 성장이 필요한 시기라고 판단한다. 이에 교육업종에 대한 투자는 이러한 +α의 신성장 동력에 기반해 이익 실현이 가시화되는 기업으로의 압축적 투자 전략이 필요하다.

한편 사교육 업체내에서 '학습지'업체들은 상대적으로 사교육 경감대책에 벗어나 있다. 정부가 규제하고자 하는 것은 '고액강습', '입시대비 고액 학원' '불법 고액 과외'등 입시와 고액 그리고 불법을 규제하고자 하는 것이지 '월 33,000원'이라는 여타 사교육 매체 대비 저렴한 학습지 모델과 방과후 학교 수업, 전집판매 등을 규제하고자 하는 생각은 없기 때문이다.

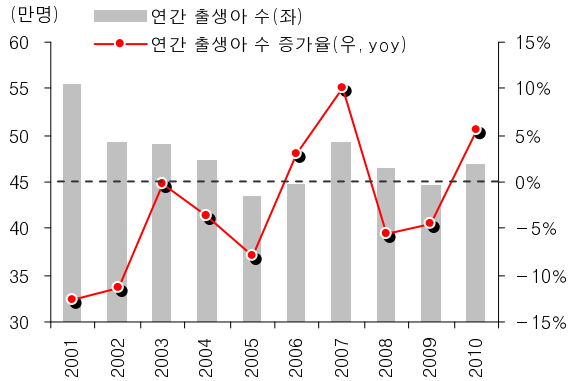
오히려, 학습지 업체들이 직면했던 어려움은 '사교육 경감 대책' 보다는 ' 경쟁심화' 와 ' 유아, 초등인구 감소'에 기인한다. 학령인구도 감소하지만, 여성 전문인력 진출확대, 열악한 육아시스템, 골드미스 증가 등은 출산률 감소 원인으로 작용중이다. 최근 출생아수가 소폭 (+)로 반전하였으나 여전히 낮은 수준을 탈피하지 못하고 있다.

도표 6 월별 출생아수: 2010년 3월이후 12개월 연속 감소 기록중



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 7 연간 출생아수: 2010년 이후 (+) 기록, 그러나 여전히 증가율은 5%로 낮은 수준



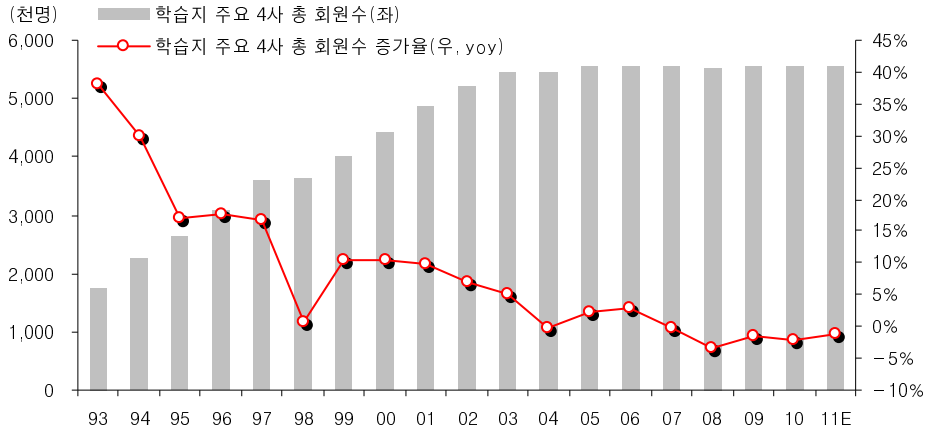
자료: 통계청, 유진투자증권

학습지 시장, 이미 성장 정체기에 진입, 변화하는 업체만 산다

학습지 시장은 주력 타겟층인 유아/초등학령인구 감소와, 학습지 시장 성숙기에 따른 경쟁심화에 직면하고 있다. 2011년 학습지 주요 4사의 총 회원수는 -1.1%yoy 감소한 527만 명을 기록할 것으로 추정된다(도표 8 참고). 또한, 학습지가 여타 사교육 매체 대비 월 33,000원의 저가형 교육수단임에도 불구, 2003년 이후 성숙기에 접어들면서 학습지 회원수 증가율 추이는 소비지출 증가율을 하회하고 있다 (도표 9 참조).

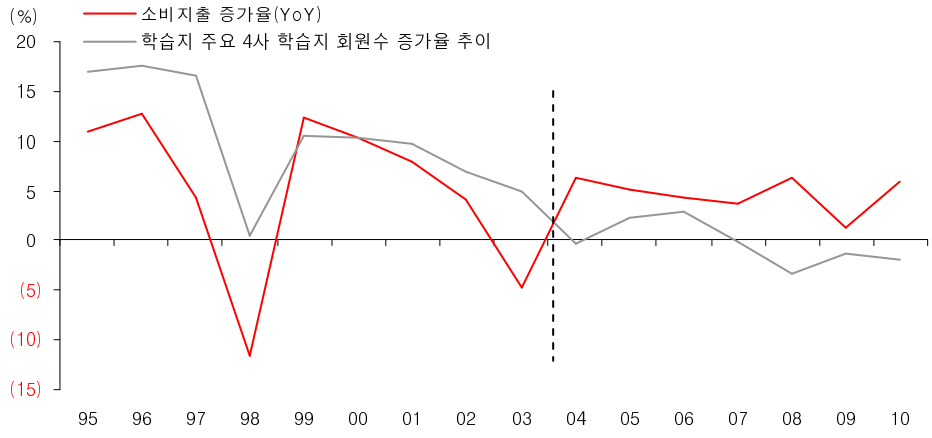
특히, 최근 유, 초등학교 학부모들도 보다 레벨업 된 사교육 수요가 지속되고 있는 상황임에 따라, 학습지 모델도 더 이상 하루 10분, 가가호호 방문 모델을 벗어난 새로운 학습지 모델 및 틈새시장으로 변신을 추구하는 업체로의 압축적 투자전략이 요구된다.

도표 8 학습지 주요 4사 총 회원수 추이



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 학습지 주요 4사 - 대교, 웅진씽크빅, 교원구몬, 재능교육

도표 9 2004년 이후 소비지출 증가율을 하회하고 있는 학습지 주요 4사 총 회원수 증가율



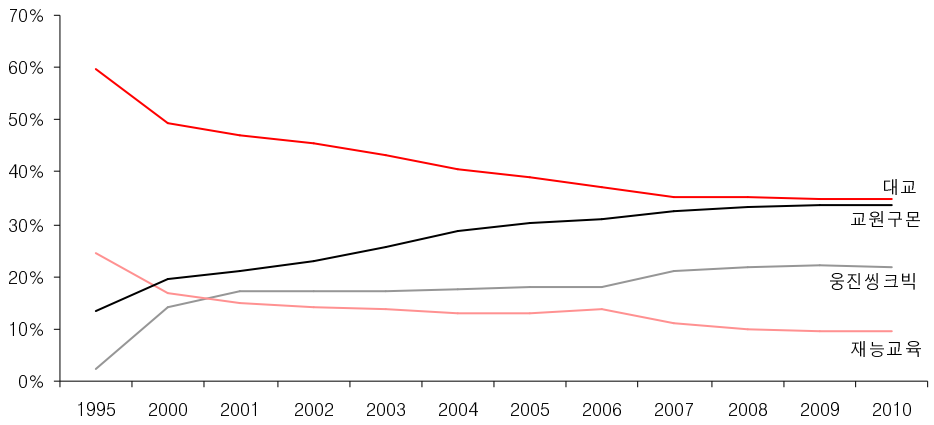
자료: 통계청, 각 사, 유진투자증권
주: 학습지 주요 4사 - 대교, 웅진씽크빅, 교원구몬, 재능교육

학습지 시장, 교원구몬(비상장)의 약진, 바닥을 친 대교

학습지 시장 4사의 최근 현황을 보면 학습지 M/S 1위 업체였던 대교가 지속적인 M/S 하락을 보일 때 구몬수학으로 유명한 교원구몬교육이 빠르게 올라온 것을 볼 수 있다.

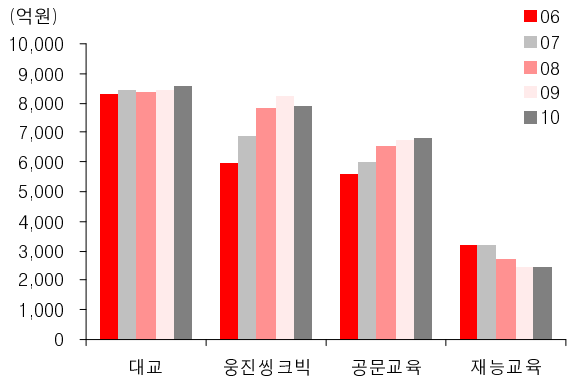
이는 학습지 시장의 공식처럼 여겨지는 유아 → 웅진씽크빅 / 초등학교 저학년 → 대교 눈높이 / 초등학교 고학년 → 교원 구몬수학에 기인한 바가 크다고 판단한다. 초등학교 4학년 이상의 학생을 둔 부모입장에서는 수학을 놓치지 말아야 한다는 절대 절명의 과제(?) 속에 창의력 위주의 웅진씽크빅, 대교를 시키던 부모들이 자녀가 초등학교 고학년으로 진학하면서, 연산중심의 구몬수학으로 이동했고 이는 학령인구 감소와 함께 대교와 웅진씽크빅 회원수 이탈에 결정적인 영향을 준 것으로 판단한다.

도표 10 교원구몬의 약진, 대교도 M/S 1위 자리 굳히기 위한 각고의 노력중



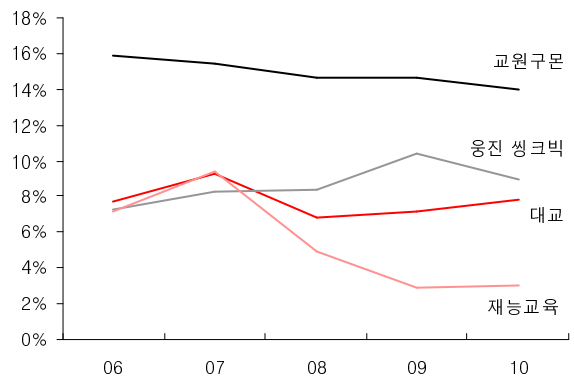
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 11 학습지 주요 4사 연간 매출액 추이



자료: 각 사 , 유진투자증권

도표 12 학습지 주요 4사 연간 영업이익률 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

새로운 공부방 신개념 '러닝센터'로 학습지 침체 돌파중인 대교

학습지(눈높이)는 대교 전체 매출액의 86%(2010년 기준)를 차지하는 주력 사업이다. 대교는 학습지 1위 업체임에도 불구, 학습지 회원수가 지속적으로 이탈하며 M/S 역시 하락했었다. 2009년 대교 창업자인 강영중 회장 복귀 이후 방문학습지를 변형한 ' 러닝센터'를 도입한 후 드디어 학습지 시장의 침체를 돌파중이다. 기본 방문학습지는 주 1회에 선생님이 집으로 방문해서 15분 내외의 설명을 듣고, 학습 진도를 체크해주는 시스템이다. 방문학습지에 대한 학부모들의 가장 큰 불만은 엄마가 일일이 예습 복습을 해줘야 하는 번거로움이였다. 또한 주 1회 방문을 위해 일일이 집안을 청소하고 기다려야 하는데 맞벌이가 많아지고 있는 최근 추세에는 적합하지 않은 면이 있었다.

이에 대교는 2009년 3분기 러닝센터를 도입하였다. 러닝센터는 가격은 기존 방문학습지 3만 3천원과 동일하지만, 직접 학생이 러닝센터로 방문할 경우 학습지 선생님이 상주하고 있고 수업시간은 40분 내외로 길어지면서 현장에서 예습/복습 수업이 이루어지는 모델이다. 3Q09부터 시작한 러닝센터는 2Q11 센터 개수는 502개에 달하고 있으며, 기존 학습지에서 러닝센터로 전환한 비율은 2011년 7월말 현재 27.3%로 빠르게 전환되고 있다.

이를 통해 대교는 1) 선생님이 러닝센터에 상주함에 따라 1명당 관리과목 상승을 통한 비용구조 개선 2) 러닝센터용 전용교재 출시, 러닝센터 2회 방문 유도 등으로 기존 방문학습지 ASP를 끌어올릴 수 있는 P 상승 기대 3) 학생 1명당 수강과목 수 증가를 통한 Q 증가로 성장이 정체된 학습지 시장에서 러닝센터를 성장 드라이버로 정착시키고 있다.

도표 13 대교 눈높이의 러닝센터



자료: 대교, 유진투자증권

온+오프라인 Blended 학습지인 '씽크 U'로 학습지 침체 돌파중인 웅진씽크빅

웅진씽크빅 매출액중 50%를 차지하는 학습지(씽크빅)는 동사의 주력 학령 대상층이 유아인 점을 감안시 출산율 저하와 경쟁심화로 최근 뚜렷한 성장세를 보이지 못했었다.

이에, 동사는 동사가 주로 유아와 초등학교 저학년에 포커싱 되어있는 취약점을 극복하고자 온+오프라인 Blended 학습지인 '씽크U'를 도입하였다. 기존의 씽크빅이 3만 3천원으로 15분 내외의 방문 학습 모델이였다면 '씽크U' ASP는 3만 5천원~4만 9천원으로 상승하고, 온라인으로 수업을 들은 후 학습지 선생님이 주 1회 찾아오는 서비스다.

작년 '씽크U'수학을 기반으로 2011년 상반기 사회,과학을 추가로 오픈한 후 '씽크U'학습지 회원수는 1Q11말 5.1만명에서 8.8만명까지 급증하며 기존 학습지 이탈인원을 상당수 대체하고 있다.

실제로 웅진 씽크빅 학습지 회원수는 1Q11: 122.6만명 → 2Q11 120.7만명으로 이탈 회원수는 거의 미미한 상황이다. 씽크U수학은 2Q11 사회, 과학을 필두로 하반기 국어, 영어까지 과목 확대가 예상되고 있어 하반기 학습지 부문 실적 개선이 전망된다.

도표 14 웅진 '씽크U' 향후 계획 및 상세 설명

	10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11		대상	회비
중등 2					수학			
중등 1						씽크U수학	초등 3~6학년/ 중등 1학년	49,000원
초등 6						씽크U사회/ 과학	초등 3~6학년	42,000원
초등 5	수학		사회			씽크U영어	초등 전학년	주1회 35,000원
초등 4				국어				주 2회 60,000원
초등 3			과학		영어			주 3회 85,000원
초등 2					수학/사회/ 과학			
초등 1								
미취학								

자료: 웅진씽크빅, 유진투자증권



기업분석

대교(019680.KS)
BUY(유지) / TP 9,000원(상향)
러닝센터로 날개를 달다

웅진씽크빅(095720.KS)
BUY(유지) / TP 23,000원(유지)
성장통 탈피 시작

대교(019680.KS)

교육/제지/유통 담당 김미연
Tel. 368-6177 / huhu@eugenefn.com
Junior Analyst 설유진
Tel. 368-6174 / yoojin.sul@eugenefn.com

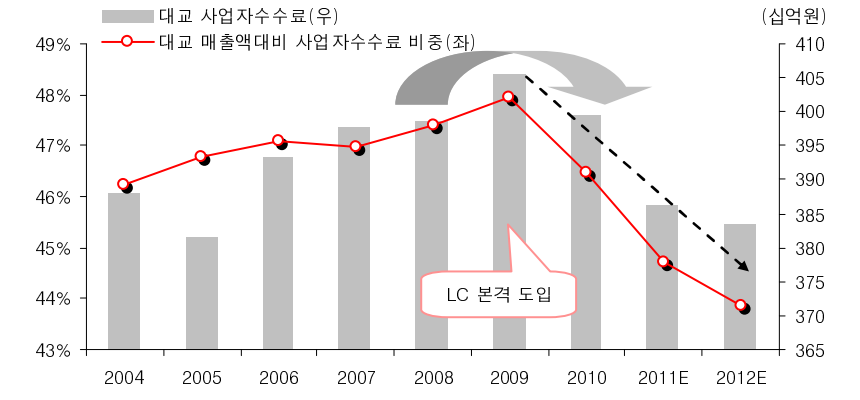
러닝센터로 날개를 달다

■ **러닝센터의 성공적 안착 + 성장산업의 외형 확대 → 이익 수확기 진입**
- 3Q11 매출액 2,187억원(+0.2%yoy), 조정영업이익 184억원(+6.2%yoy) 전망
- 3Q09 시작한 러닝센터는 2Q11말 기준 502개까지 확대하였으며, 기존 눈높이 회원중 27%가 러닝센터로 전환완료, 침체된 학습지시장에서 안정적 성장 드라이버로 작용 중
  1) 비용 구조 개선: 선생님 1명당 관리과목 상승(방문: 150과목/선생1명 vs. LC: 250과목)과 사업자수수료율 하락(방문: 48% vs. LC:42%)에 따른 비용구조 효율화
  2) P 상승: 기존 방문채널 단가는 33,000원으로 고정, 러닝센터는 기본 33,000원에 일주일에 1번 더 방문시 22,000원 추가, LC전용 수학교재 이용시 교재비 36,000원 추가
  3) Q상승: 회원 1명당 수강과목 수는 방문채널이 1.6과목인 반면, 러닝센터는 2.6과목, 센터당 과목수는 현재 1,000과목을 돌파
- 2Q11 러닝센터 개수는 502개, 영업이익률 8.7%로 방문채널의 영업이익률 상회, 향후 800~900개까지 확대, 기존 눈높이 학습지 회원이 50%까지 러닝센터로 전환 전망, 이럴 경우 러닝센터의 영업이익률 11~12%까지 기대, 동사의 괄목할 만한 수익개선 전망

■ **비눈높이사업 역시 본격적인 흑자전환**
- 비눈높이사업(방과후 학교, 차이홍, 솔루니 등)부문은 2Q11 매출액 349억원(+10.1%yoy), 영업이익 9억원(+580.9%yoy, 흑자전환 qoq)을 기록, 본격적인 턴어라운드 진행 중. 차이홍의 성인 대상 고가제품의 증가에 따라 APPU 성장과 솔루니의 회원수 확대 등 성장사업의 매출액 증대에 따른 고정비 부담 완화로 수익성 개선 전망

■ **목표주가 9,000원으로 상향 조정, 투자의견 BUY 유지**
- 목표주가를 기존 7,500원에서 9,000원으로 상향 조정, 목표주가 상향은 1) 교육주내 가장 의미 있는 수익성 개선 가시화로 EV/EBITDA 배수를 기존 3.0X에서 4.5X로 상향 2) 2012년 실적성장 가시화에 따라 12개월 Forward 영업가치를 적용했기 때문

러닝센터 도입후 대교 사업자 수수료 감소-> 마진개선으로 이어지고 있어



자료: 대교, 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	9,000원
현재주가(9/8)	6,580원

Key Data	(기준일: 2011. 9. 8)
KOSPI(pt)	1,846.6
KOSDAQ(pt)	475.3
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	557.3
52주 최고/최저(원)	6,740 / 5,130
52주 일간 Beta	0.54
발행주식수(천주)	84,703
평균거래량(3M,천주)	300
평균거래대금(3M,백만원)	1,764
배당수익률(11F, %)	3.8
외국인 지분율(%)	16.1
주요주주 지분율(%)	
㈜대교홀딩스외 38인	61.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.3	21.9	13.6	15.4
KOSPI대비상대수익률	17.5	33.2	21.1	11.6

Financial Data

결산기(12월)	2010A	2011F	2012F
매출액(십억원)	860.0	878.2	903.6
조정영업이익(십억원)	62.8	65.2	75.9
세전계속사업손익(십억원)	69.2	80.9	88.9
조정당기순이익(십억원)	49.4	56.8	62.3
조정 EPS(원)	584	671	735
증감률(%)	-12.5	14.9	9.6
PER(배)	10.3	9.8	8.9
ROE(%)	7.7	8.4	8.6
PBR(배)	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.7	3.0	2.4

자료: 유진투자증권
주1: K-IFRS 기준
주2: 조정영업이익 = (영업이익 -기타영업수익+기타영업비용), 조정순이익 = (당기순이익+지분법손익)

Valuation

대교는 2009년까지 학습지 1위 업체라는 장점이 무색할 정도로 지속적인 MS 하락을 기록한 바 있다. 그러나, 2009년 3분기부터 시작한 러닝센터로 인해 회원 수 회복과 수익개선의 모습을 기록중이다. 2004년부터 하락하였던 학습지 회원수도 7년 만에 소폭 +로 증가 모습을 기록중이며, 학습지 이외의 사업부도 구조조정의 효과로 상당 폭 마진 개선의 모습을 시현중이다.

이에 기존 영업가치 산정시 최대한 보수적으로 적용한 EV/EBITDA Multiple을 기존 3.0배에서 5개년 평균 EV/EBITDA Multiple 4.5배로 상향조정하며, 목표주가를 기존 7,500원에서 9,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 9,000원은 12개월 Forward EPS 730원 기준 PER 12배로 동사의 3,890억원에 달하는 풍부한 자산가치와 학습지 시장에서의 MS 1위, 7년만의 턴어라운드 한 실적을 감안 시 무리 없는 벨류에이션이라고 판단한다.

도표 15 대교 Valuation (단위: 억원, 원, X, %)

	2011F	2012F	비고
EBITDA	1,123	1,190	
EV/EBITDA 배수	4.5	4.5	과거 5개년 평균 EV/EBITDA배수 적용
영업가치(A)	**5,053**	**5,357**	
순현금 및 현금성 자산	1,817	1,817	2Q11말 순현금 및 현금성 자산
신한지주 보유지분 가치	2,073	2,073	보유 주식 수* 9/8일 종가 43,000원
자산가치(B)	**3,890**	**3,890**	
주주가치(C) = (A) + (B)	**8,943**	**9,247**	
발행주식수(주)	104,128,000		
주당가치	**8,589**	**8,880**	
주당가치(12M Forward)(원)	**8,759**		
목표주가(원)	**9,000**		
현재주가(9/8)(원)	6,580		
Upside Potential	36.8%		

자료: 대교, 유진투자증권

대교, 러닝센터를 통해 성장 정체 탈피 진행 중

대교는 학습지 1위 업체라는 대표성에도 불구하고 지속적인 M/S 하락세를 기록했다. 이는 매출 비중 86%에 이르는 눈높이 사업부문이 '학습지 시장의 경쟁심화' 와 ' 유아, 초등인구 감소'로 인해 회원 수 이탈에 기인한다. 그러나 대교는 눈높이 사업부문 내에 기존의 방문 학습지와는 다른 '러닝센터'라는 학습지 신모델을 성공적으로 안착시킴으로써 방문학습지의 회원 수 이탈을 방어하고 있으며, 수익성 개선을 이루고 있다.

타 교육업체가 성장 정체 상황에서 아직 신 성장 동력을 가시화하고 있지 못하는 반면, 대교는 러닝센터의 성공적 안착을 통해 2008년을 저점으로 빠르게 수익성을 개선하고 있다는 점에서 교육업체 Top-Pick으로 제시한다.

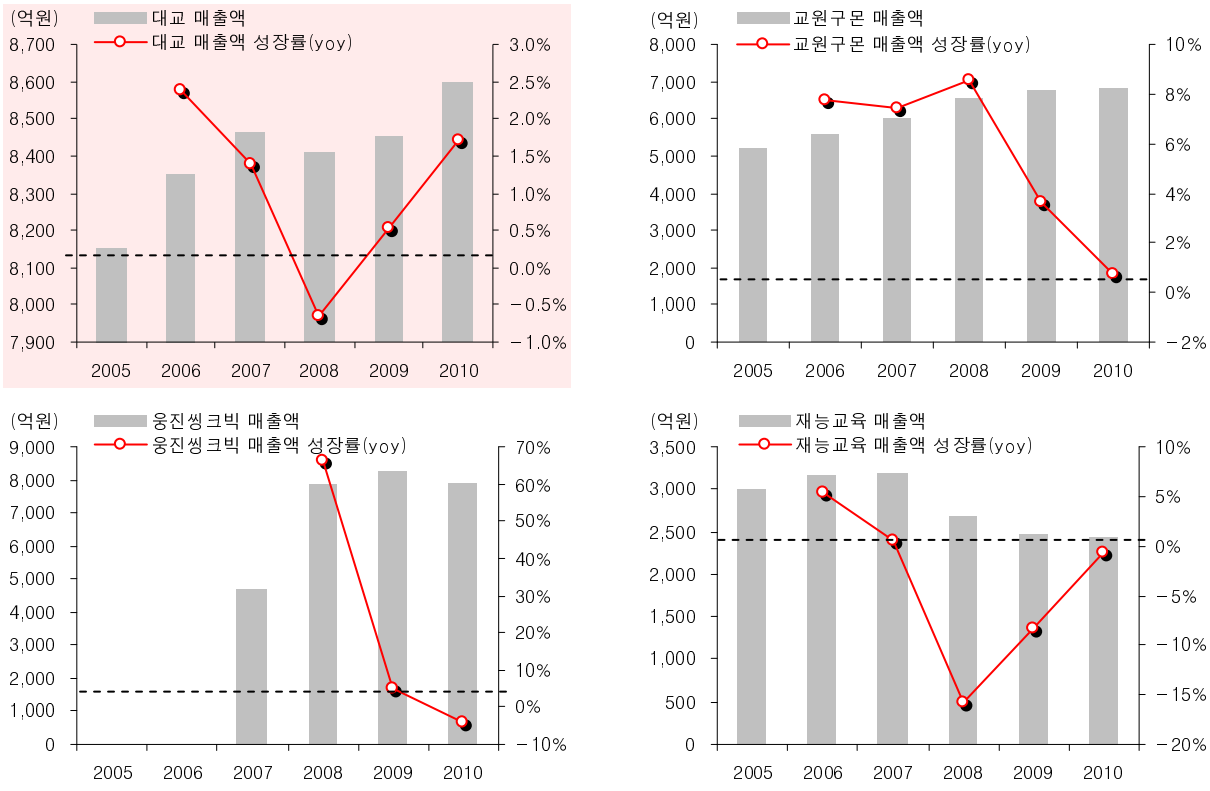
대교에 대한 투자 Point는 아래와 같다.

1) 주력 사업(눈높이)의 러닝센터로의 성공적 전환 → P, Q 상승 + 비용구조 개선(사업자수수료 감소)

2) 신성장 사업(차이홍, 솔루니, 소빅스 등)의 안정화

3) 시가총액과 유사한 규모의 풍부한 현금성 자산, 안정적 금융 수익 창출과 고배당 매력
→ 성장 정체 탈피 + 수익성 개선

도표 16 대교, 2008년을 저점으로 학습지 4사중 가장 선방



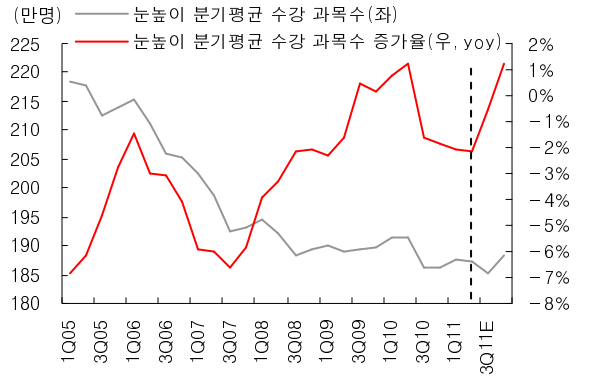
자료: 유진투자증권

눈높이 사업 부문 – 사회적 니즈를 반영한 러닝센터의 성공적 안착

눈높이사업부문은 대교 전체 매출액의 86%(2010년 기준)를 차지하는 주력 사업이다. 기본 모델은 방문학습지 형태로 영어, 수학, 사회/과학, 등을 학습지를 통해 학습하고 주 1회에 선생님이 집으로 방문해서 15~20분 설명을 듣고, 학습 진도를 체크해주는 시스템이다. 학습 대상은 제품 별로 만 3세~성인까지 가능하나, 주로 초등학교 저학년이 대상이다.

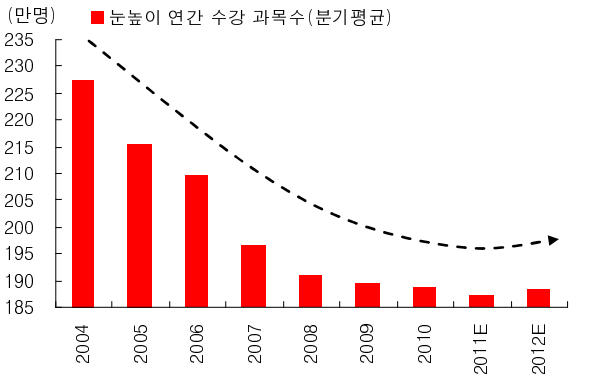
2005년에는 분기평균 수강 과목수가 215만 과목을 상회할 정도로 많은 회원수를 보유했었으나, 방문학습지 시장의 경쟁 심화와 초등 학령인구 감소로 인해서 지속적인 회원수 이탈을 겪어왔다(도표 17 참조).

도표 17 눈높이 수강 과목수, 바닥 탈피중



자료: 대교, 유진투자증권

도표 18 2012년 눈높이 수강 과목수, 러닝센터 성공적 안착으로 2011년 저점에서 성장할 전망



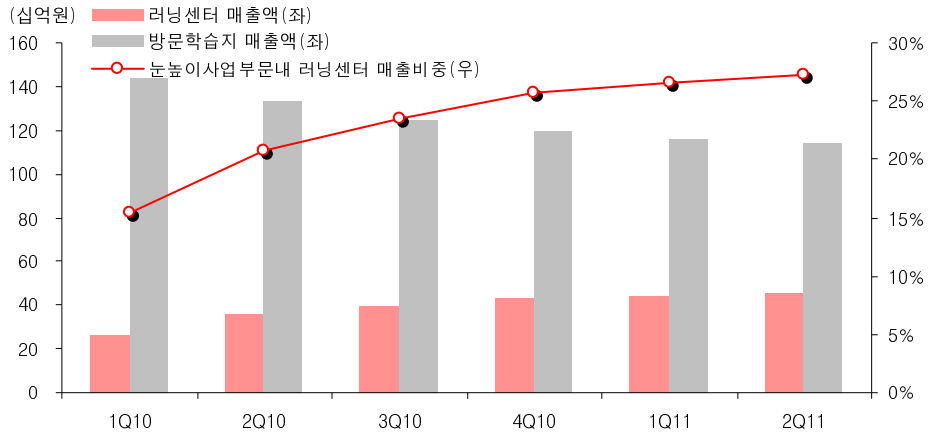
자료: 대교, 유진투자증권

이러한 방문학습지 시장의 성장 정체를 탈피하기 위해 대교가 선택한 모델이 '러닝센터'이다. 러닝센터는 기존 학습지와 학원의 결합 모델로, 학습지 선생님이 상주하는 러닝센터에 가서 학습지를 하는 시스템이다. 러닝센터는 다수의 강의실이 필요없고, 독서실과 같은 학생들이 자습할 수 있는 공간과 선생님 공간만이 필요하므로 기존의 학원과 달리 큰 규모가 필요하지 않다. 학습 Process는 러닝센터에 학생이 가서 출결 확인 → 선생님과 1:1 학습을 통한 교재 점검 및 오답 확인, 공부내용을 안내 → 학생 스스로 센터에서 교재와 사이버강의 등을 통해 학습을 진행 → 학습이 끝나면 다시 선생님이 현장에서 채점과 피드백, 복습을 진행 →종료로 구성된다. 시간은 학생 스스로 공부하는 시간까지 포함해 총 40분 내외로 기존 방문학습지 대비 수업시간이 4배이다. 가격은 기존 방문학습지 가격인 33,000원과 같다.

러닝센터는 1) 센터에서 스스로 학습을 통해 문제풀이를 진행하기 때문에 기존 학부모들이 선생님 방문 시간에 맞춰 학습지가 밀렸는지 체크하며 숙제하라는 잔소리를 할 필요가 없고, 2) 선생님의 방문을 준비하기 위해 집에 있어야 할 필요가 없다는 점에서 최근 맞벌이 부부가 많은 사회적 요구에 부합했다. 더불어 3) 상주하는 선생님을 통해서 언제든지 Q&A가 진행하다는 점에서 기존 방문 학습지대비 학부모들에게 더 어필하고 있다.

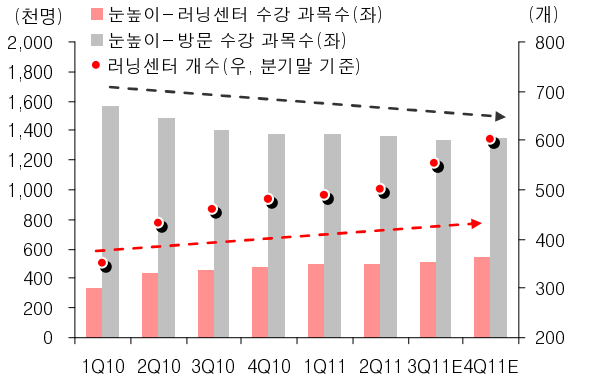
러닝센터는 전 센터가 직영점으로 운영되며, 3Q09부터 본격적으로 시작한 이후 2010년말 478개 → 2011년 7월 504개까지 확대했다. 외형의 확장과 함께 성공적으로 안착함에 따라 현재 눈높이 사업부문 매출액의 27.3%까지 확대되었으며, 영업이익률 또한 2Q11 8.7%로 방문학습지 영업이익률인 8.6%대비 소폭 높은 수준까지 개선되었다. 이러한 러닝센터의 성공적 안착을 통한 회원수 확대로 주력사업인 눈높이의 방문학습지 채널의 회원수 감소를 방어하며, 눈높이 사업의 수익성 개선에 지속적으로 기여할 것으로 전망한다.

도표 19 눈높이사업부문-러닝센터와 방문학습지 매출 추이 + 러닝센터 매출비중



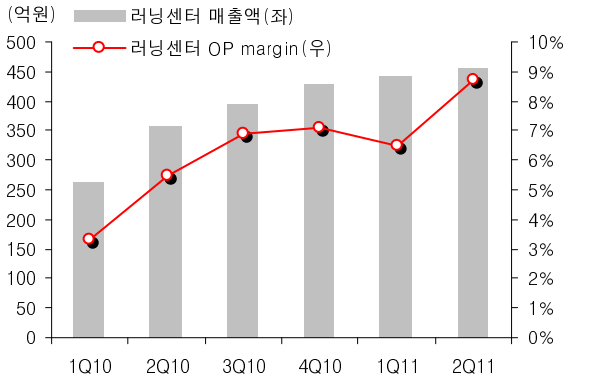
자료: 대교, 유진투자증권

도표 20 방문학습지의 수강과목수 하락을 러닝센터가 방어해줄 것으로 전망



자료: 대교, 유진투자증권

도표 21 러닝센터, 성공적 안착 → 러닝센터 영업이익률 8.7%까지 상승



자료: 대교, 유진투자증권

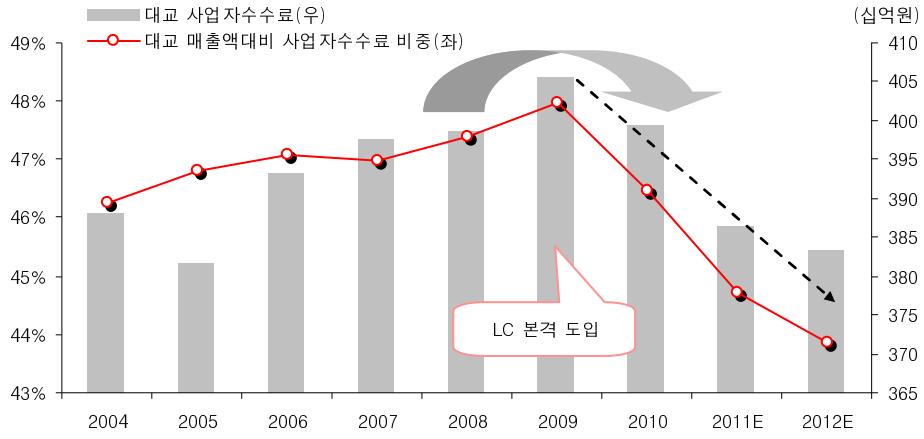
1) 러닝센터의 성공적 안착 → 사업자 수수료 인하로 비용 구조 개선

러닝센터의 가장 큰 장점은 학습지 선생님과 회사 그리고 학부모 모두 Win- Win 모델이라는 점이다. 대교 입장에서의 가장 큰 장점은 사업자(선생님)수수료율 인하이다. 방문학습지 채널의 선생님 평균 수수료가 48%인 반면, 러닝센터의 평균수수료는 38~42%로 방문학습지대비 낮기 때문에, 러닝센터로 전환될수록 선생님 수수료율 감소 → 비용구조 개선 → 영업이익 개선으로 이어진다.

실제로 기존 방문 학습지에서 2011년 7월말 현재 27.3% 러닝센터로 전환 완료 후 전체 매출액대비 사업자 수수료 비중은 2009년을 Peak으로 1Q10 48.1% → 2Q11 44.3%까지 감소했으며, 이러한 추세는 러닝센터의 전환비율이 올라갈수록 지속할 것으로 전망한다(도표 22~24 참조).

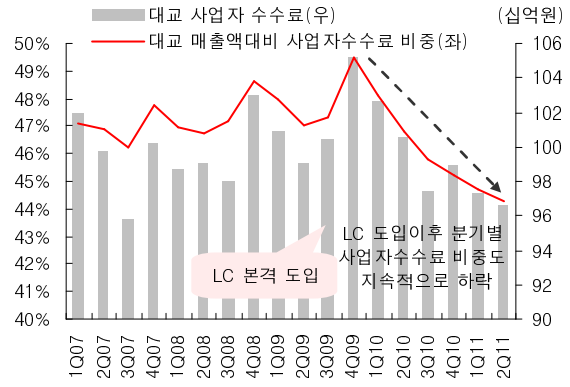
학습지 선생님 입장에서는 사업자수수료가 인하되면 불리한 듯 하나, 선생님 1명당 관리과목수는 가가호호 방문학습지 선생님의 경우 평균 150과목인 반면 러닝센터에서는 이동에 소요되는 시간을 단축함으로써 선생님 1명당 250과목을 관리한다. 이를 통해서 선생님 입장에서는 수수료율이 인하되는 대신 관리 과목수 증가(Q 상승)를 통해 더 높은 수익을 올릴 수 있으며, 선생님 1명당 관리과목수를 증가시킴으로써 인건비를 낮추는 효율화를 이룰 수 있다.

도표 22 러닝센터 전환을 통한 비용 효율화 진행 중: 2009년을 Peak으로 사업자수수료 감소



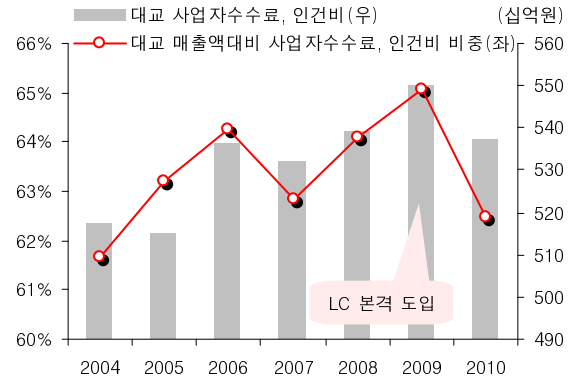
자료: 대교, 유진투자증권

도표 23 러닝센터로의 전환을 통한 비용 효율화 진행



자료: 대교, 유진투자증권

도표 24 러닝센터로의 전환을 통한 비용 효율화 진행

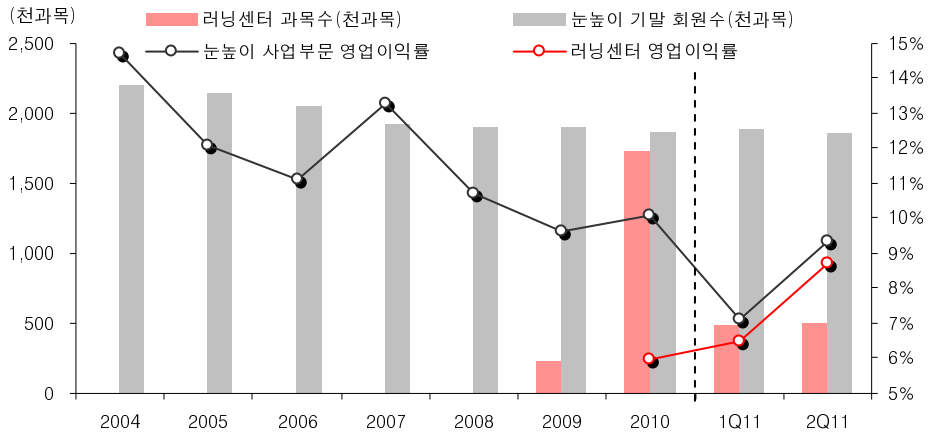


자료: 대교, 진투자증권

또한, 직영으로 운영되는 러닝센터는 신규 센터 오픈 시 대교가 시설투자와 감가상각을 부담한다. 이에 따라 센터 개설 초기에는 영업이 정상화되기까지 일정 부분의 수익성 둔화가 불가피하다. 그러나, 2009~2010년에 집중 오픈한 센터(오픈 센터수는 2009년 235개, 2010년 243개, 1H11 24개)들이 정상화 단계까지 올라왔고, 당시 정률법으로 상각해 비용 부담이 낮은 것을 고려할 때, 2011~2012년은 고정비에 대한 부담이 낮아지면서 영업 레버리지가 일어나는 시기가 될 것으로 전망한다(도표 25 참조).

러닝센터 영업이익률은 1Q11: 6.5%, 2Q11: 8.7%로 방문 채널의 영업이익률인 1Q11: 5.9%, 2Q11: 8.6%를 상회하기 시작했다. 1Q11 방문 채널에서 대규모의 마케팅을 감안하더라도, 2Q11부터 러닝센터의 수익성이 방문 채널을 상회하기 시작한 것으로 판단한다. 향후 러닝센터의 비용 처리가 종료되면 러닝센터는 10% 이상의 영업이익률을 기록하며 눈높이 사업 부문의 수익성 개선에 기여할 것으로 전망한다.

도표 25 러닝센터의 성공적 안착이 눈높이 사업부문의 수익성 개선에 기여



자료: 대교, 유진투자증권

2) 러닝센터의 성공적 안착 → 학습지의 P, Q 확대 효과

러닝센터에서는 다양한 방식의 과목수 확대(Q 증가)와 기존 방문학습지의 ASP Cap 해소를 통한 ARPU상승(P 증가)으로 역성장하는 방문 학습지 채널을 방어할 것으로 판단한다(도표 26 참조).

일반적으로 방문학습지는 과목당 33,000원/월로 ASP에 Cap이 있다. 이는 과목별 정형화된 교재와 정해진 선생님의 방문 횟수에 기인한다. 그러나, 러닝센터는 33,000원을 내고 주 1회 방문하는 학생이 수업시간이 적다고 느낄 경우 추가적으로 22,000원을 지불하면 1주일에 55,000원으로 2번 수업이 가능하다.

또한, 러닝센터 전용 프로그램인 내신대비용 스쿨수학, 온라인 영어 말하기 프로그램인 해피톡을 추가 수강할 경우 기존 눈높이 학습비 33,000원에 30,000~35,000원이 추가된다. 이런 러닝센터 전용 프로그램은 해당과목의 눈높이 기본 학습지를 수강한 상태에서만 가능하기 때문에, 방문학습지 ASP의 Cap을 해소하며, ARPU를 진작시키는 역할을 한다(도표 27~28 참조).

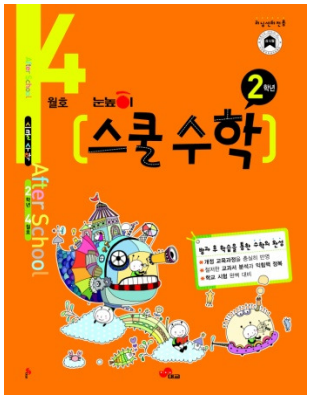
앞으로 스쿨수학, 해피톡 같은 추가 교재 및 학습 방법이 개발되어 ARPU 상승 여지를 높일 것으로 전망한다. 일례로 대교는 정상제이엘에스와 공동사업 협약을 했으며, 2011년 12월부터 정상제이엘에스의 영어 교육 프로그램이 러닝센터에서 진행될 예정이다. 정상제이엘에스가 초등학교 고학년~중학생을 대상으로 하는 것을 감안할 때, 이런 다양한 추가 프로그램은 ARPU 상승뿐 아니라 현재 대교의 주 대상인 초등학교 저학년에서 수강대상을 초등학교 고학년까지 확장할 수 있을 것이라고 판단한다.

도표 26 눈높이 러닝센터, 기존 방문채널 대비 P & Q 상승 + 비용효율화 진행중

	눈높이-방문	눈높이-러닝센터
과목수/선생님 1명 (4Q10)	150과목/명	250과목/명
과목수/회원 1명	1.6과목	2.6과목
ARPU	**33,000원(고정)**	**33,000원+@**
	- 방문의 경우 과목당 교육비는 33,000원(주 1회 방문)으로 고정, 반면, 러닝센터는 주당 방문횟수 및 추가교재 사용등에 따라 과목당 수익창출 능력 상승 가능 → 러닝센터 일주일에 1번 더 방문시 +22,000원 → 러닝센터 전용교재인 스쿨수학 추가시 교재비 +36,000원 → 러닝센터 전용 프로그램인 해피톡(영어) 추가시 +30,000원	
사업자(선생님) 수수료	평균 48%	평균 42%
OP M(1Q11)	5.9%	6.5%
OP M(2Q11)	8.6%	8.7%

자료: 대교, 유진투자증권

도표 27 대교 러닝센터 전용 수학 내신대비용 교재: 스쿨 수학 → 러닝센터에서 눈높이 수학 수강시 가능



제품 컨셉	눈높이수학'으로 기초학력(연산력)증진 후 '눈높이 스쿨수학'으로 학교 내신 향상
학습 방법	월별 1권, 총 8회 과정으로 자기주도학습
대 상	초등학교 1~6학년
회 비	35,000원

자료: 대교, 유진투자증권

도표 28 대교 러닝센터 전용 영어 프로그램: 해피톡 → 러닝센터에서 눈높이 영어 수강시 등록 가능

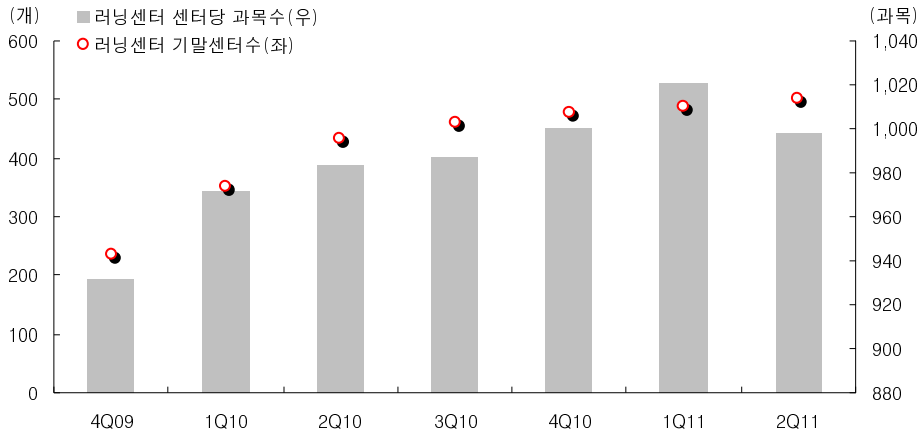


제품 컨셉	온라인 영어 말하기 프로그램
학습 방법	온라인 학습 후 오프라인 교재로 복습/확인
대 상	초등학교~중학생
회 비	30,000원

자료: 대교, 유진투자증권

더불어 방문 학습지의 경우 학생 1명당 평균 1.6과목을 수강하는 반면, 러닝센터는 평균적으로 2.6과목을 수강하기 때문에 학생 1인당 과목 수 또한 더 높은 수준이다. 러닝센터가 정착됨에 따라 센터당 평균 과목 수는 2009년 말 932과목에서 1Q11: 1,021과목, 2Q11: 998과목까지 상승했으며, 향후 장기적으로 센터당 1,200과목까지 성장이 가능할 것으로 전망한다(도표 29참조).

도표 29 센터당 과목수: 러닝센터 런칭 이후, 지속적으로 상승해 센터 1개당 과목수 1,000과목 기록. 장기적으로 1,200과목까지 확대 기대



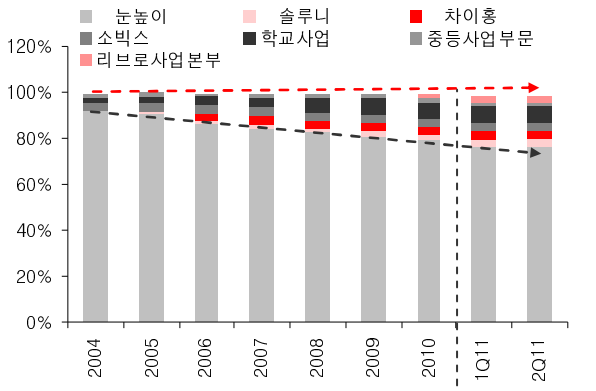
자료: 대교, 유진투자증권

3) 비눈높이사업부문(차이홍, 솔루니, 소빅스 등)의 안정화 → 외형확대 + 수익성 개선

대교는 성장 정체기에 진입한 학습지 시장에 진출해있는 눈높이에 대한 사업의존도를 낮추고자 다양한 신사업을 진행해왔다. 이에 따라 대교의 눈높이 매출의존도는 2004년 91.8% → 2010년 78.9% → 2Q11 76.6%로 지속적으로 하락했다. 다양한 신사업으로 포트폴리오 다각화함으로써 학습지사업부문의 역성장을 비눈높이사업부문으로 방어하며, 소폭의 성장을 이루어 냈다(도표 30~31 참조).

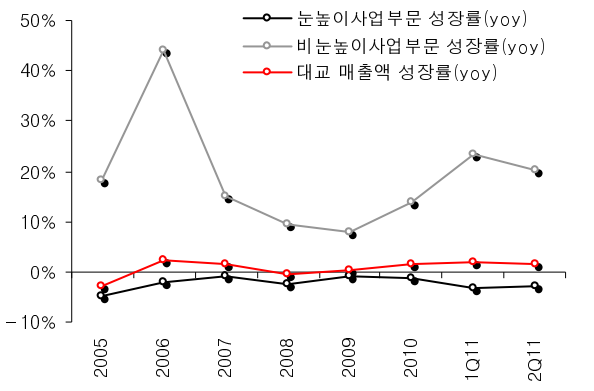
그러나 이러한 비눈높이 사업부문은 성장 사업으로써 외형 확대에는 도움을 주었으나, 2010년까지 영업적자를 기록하며 수익성을 악화시켰다. 그러나 신성장 동력으로 목표한 차이홍, 솔루니, 소빅스의 사업이 안정화되고, 계열사인 어린이TV 등을 미디어사업부문으로 편입함에 따라 1Q11부터 비눈높이 사업부문의 영업이익 기여도가 (+)로 턴어라운드하며, BEP를 넘어섰다. 향후 지속적인 외형 확대로 고정비 부담이 완화되면서 비눈높이사업은 대교에서 외형 성장뿐만 아니라 수익성 개선에도 기여할 것으로 전망한다.

도표 30 눈높이 사업부문별 매출액: 눈높이사업부문 매출액은 지속적으로 하락, 기타 사업이 성장 견인



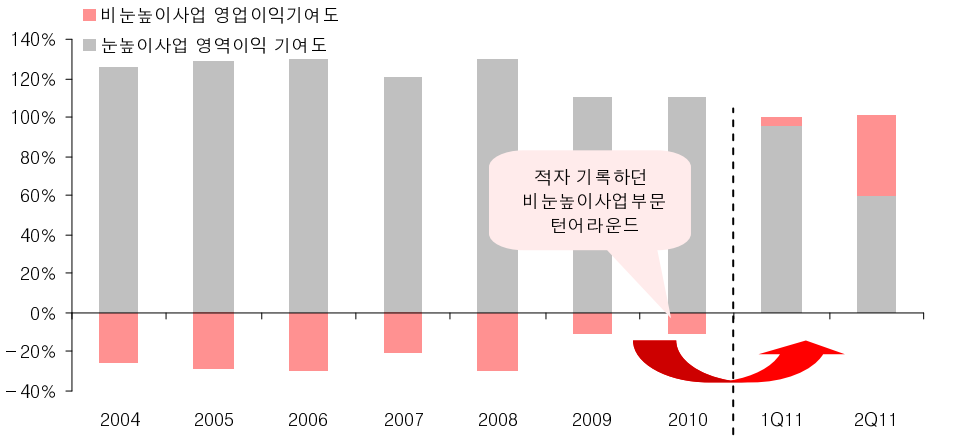
자료: 대교, 유진투자증권
주: 기타는 성장사업 기타, 미디어사업부문내 뉴미디어, 전사기타 합산

도표 31 비눈높이사업부문의 성장이 눈높이사업부문의 성장률 방어



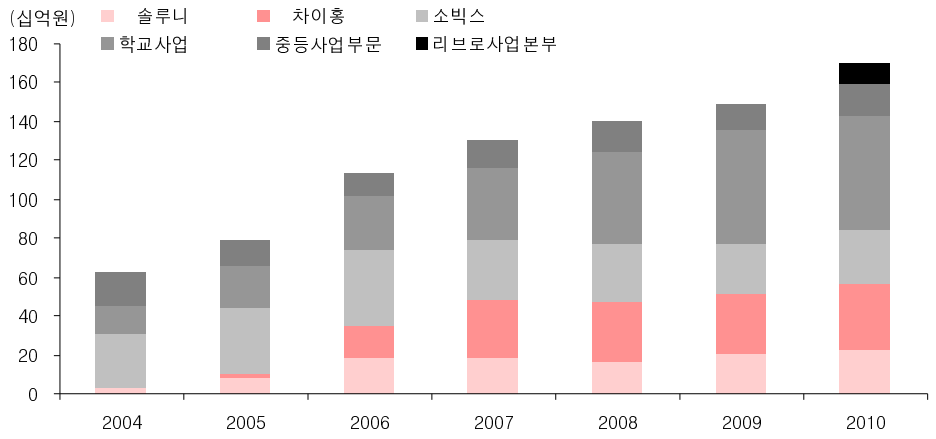
자료: 대교, 유진투자증권
주: 기타는 성장사업 기타, 미디어사업부문내 뉴미디어, 전사기타 합산

도표 32 적자만 내던 비눈높이사업부문 영업이익 (+)로 턴어라운드: 대교 전체 영업이익에 기여



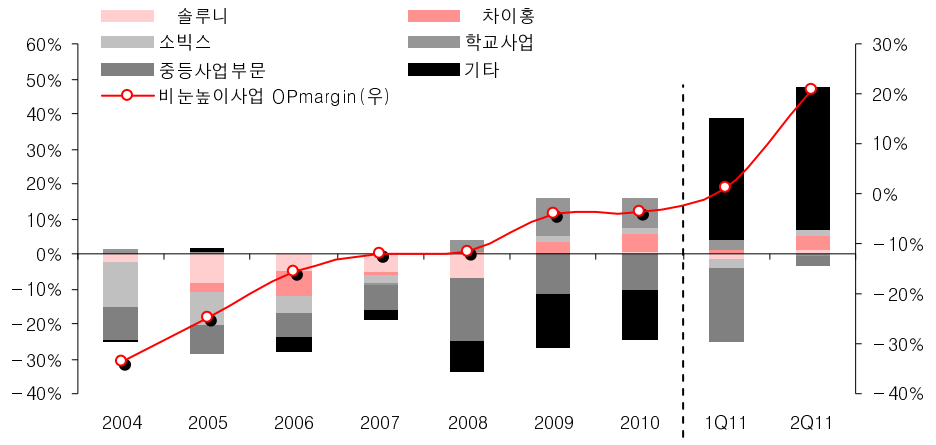
자료: 대교, 유진투자증권
주: 기타는 성장사업 기타, 미디어사업부문내 뉴미디어, 전사기타 합산

도표 33 비눈높이사업부문 안정적 성장 : 신사업인 솔루니, 차이홍의 안정적 성장



자료: 대교, 유진투자증권

도표 34 비눈높이사업부문별 영업이익 기여도: 적자사업부 축소에 따라 비눈높이사업부문 OP margin 상승

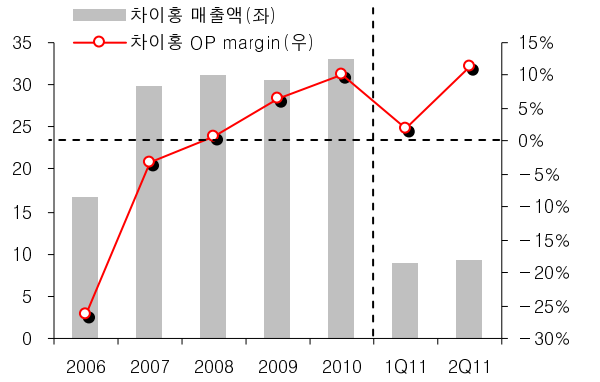


자료: 대교, 유진투자증권

차이홍의 경우 개인 고객에게 기존 75,000원의 동일한 ARPU를 적용했었으나, 성인대상 99,000원 회비를 받고, 고가의 HSK 제품(140,000원)등을 도입했고, 할인율이 큰 기업고객에서 ARPU가 높은 성인을 대상으로 타겟팅 함에 따라 수익성을 개선하며 지속적인 성장을 이뤄내고 있다(도표 36~37 참조).

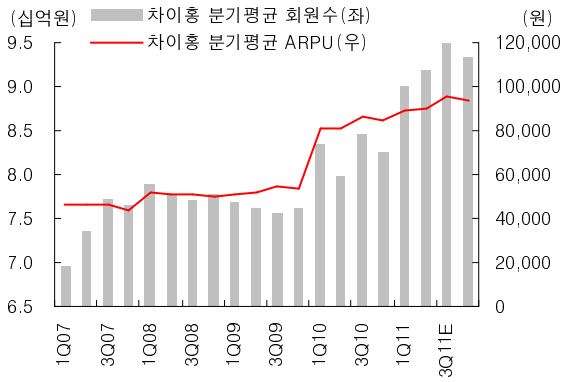
솔루니는 그룹 스터디 방식의 독서토론 프로그램으로 주 1회 4~6명이 독서를 하고 토론, 논술 등을 진행하며, 주 타겟은 초등학교 저학년~중학생까지이다. 현재 독서포럼, 역사포럼, 중등논술, 경제포럼이 출시되었고, 2011년 초등학교 저학년용 역사포럼을 출시할 계획이다. 솔루니는 현재 BEP를 넘어서 수준이며 안정적인 회원수 유입을 통해 수익성 개선이 이루어질 것으로 전망한다(도표 38 참조)

도표 35 차이홍 매출액, 영업이익률 추이: 안정적인 영업이익률 수준 진입



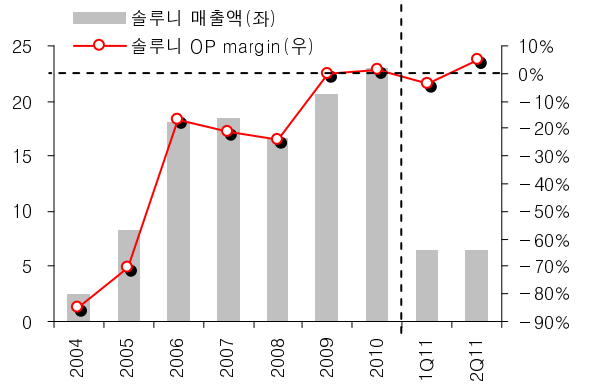
자료: 대교, 유진투자증권

도표 36 차이홍, 성인대상 개인회원 증가에 따른 ARPU 확대로 외형성장 전망



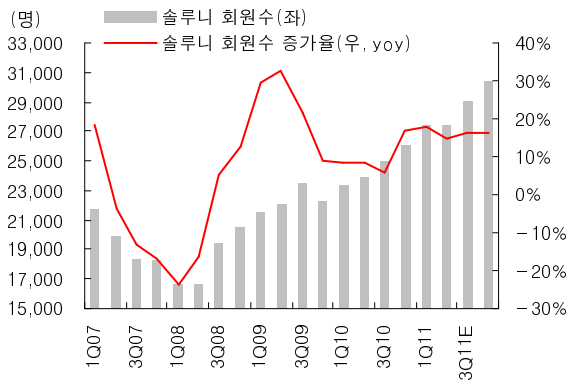
자료: 대교, 유진투자증권

도표 37 솔루니 매출액, 영업이익률 추이: BEP를 넘기는 모습 보여주고 있어



자료: 대교, 유진투자증권

도표 38 솔루니, 회원수의 지속적 상승으로 성장에 대한 우려 탈피



자료: 대교, 유진투자증권

대교(019680.KS) 재무제표(K-IFRS 개별 기준)

대차대조표

(단위:십억원)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	**216.4**	**252.5**	**379.0**	**423.3**	**475.5**
현금및 현금성자산	54.4	72.2	178.4	215.5	260.3
단기금융상품	97.9	113.0	128.1	133.3	138.7
매출채권	40.8	40.0	43.1	44.3	45.6
재고자산	19.7	21.3	23.3	24.0	24.7
기타	3.8	6.1	6.1	6.2	6.2
비유동자산	**592.3**	**627.5**	**569.9**	**571.6**	**577.4**
투자자산	309.0	343.8	367.2	372.2	377.5
유형자산	206.0	207.8	130.6	138.0	145.2
무형자산	77.3	76.0	72.1	61.4	54.7
자산총계	**808.7**	**880.0**	**948.9**	**994.9**	**1,052.9**
유동부채	**142.5**	**135.8**	**167.5**	**170.2**	**172.9**
매입채무	25.1	24.9	55.7	57.3	58.9
단기차입금	0.0	4.6	4.4	4.4	4.4
기타유동부채	117.3	106.3	107.4	108.5	109.6
비유동성부채	**63.1**	**70.9**	**64.9**	**67.6**	**70.3**
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	63.1	70.9	64.9	67.6	70.3
부채총계	**205.6**	**206.6**	**232.4**	**237.7**	**243.2**
자본금	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1
자본잉여금	70.2	70.4	70.6	70.6	70.6
자본조정	-50.3	-46.8	-47.6	-47.6	-47.6
기타포괄손익누계액	121.7	156.7	156.7	156.7	156.7
이익잉여금	409.4	441.0	484.7	525.4	577.9
자본총계	**603.2**	**673.4**	**716.5**	**757.1**	**809.7**
순차입금	**-152.2**	**-180.7**	**-302.1**	**-344.4**	**-394.6**

손익계산서

(단위:십억원)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	**845.5**	**860.0**	**878.2**	**903.6**	**927.6**
매출원가	697.9	711.5	719.8	730.8	733.8
매출총이익	**147.6**	**148.5**	**158.4**	**172.8**	**193.8**
판매비및관리비	87.5	85.6	93.3	96.9	99.8
발표영업이익	**60.1**	**62.8**	**65.2**	**75.9**	**94.0**
***조정영업이익**	**60.1**	**62.8**	**65.2**	**75.9**	**94.0**
영업외손익	**23.4**	**6.3**	**15.8**	**13.1**	**13.3**
이자수익	4.6	4.7	8.1	5.3	5.4
이자비용	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
외환손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-16.5	-6.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	14.5	4.9	0.0	0.0	0.0
기타	20.8	3.4	7.3	7.4	7.5
세전계속사업손익	**83.5**	**69.2**	**80.9**	**88.9**	**107.3**
계속사업법인세비용	27.0	19.7	22.6	25.4	30.6
계속사업이익	56.5	49.4	58.3	63.6	76.7
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**56.5**	**49.4**	**58.3**	**63.6**	**76.7**
***조정순이익**	**56.5**	**49.4**	**56.8**	**62.3**	**75.6**
EBITDA	105.0	112.7	112.3	119.0	133.8
매출총이익률	17.5	17.3	18.0	19.1	20.9
EBITDA마진율(%)	12.4	13.1	12.8	13.2	14.4
영업이익률(%)	7.1	7.3	7.4	8.4	10.1
세전계속사업이익률(%)	9.9	8.0	9.2	9.8	11.6
ROA(%)	7.3	5.9	6.4	6.5	7.5
ROE(%)	10.0	7.7	8.4	8.6	9.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동 현금	**64.9**	**78.8**	**189.8**	**110.1**	**119.9**
당기순이익	56.5	49.4	58.3	63.6	76.7
비현금수익비용가감	39.4	61.4	77.0	45.8	42.5
유형자산감가상각비	10.4	16.4	18.9	10.9	11.5
무형자산상각비	34.6	33.5	28.2	32.3	28.3
기타현금수익비용	1.8	0.4	29.9	2.6	2.7
영업활동 자산부채변동	-31.0	-32.0	57.1	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	-5.4	-0.7	0.8	-1.2	-1.3
재고자산 감소(증가)	-0.8	-5.8	-2.0	-0.7	-0.7
매입채무 증가(감소)	-5.2	-0.9	-17.1	1.6	1.6
기타자산, 부채변동	-19.6	-24.7	75.4	1.0	1.0
투자활동 현금	**-38.6**	**-47.7**	**-60.3**	**-50.1**	**-51.0**
유형자산처분(취득)	-11.8	-17.4	-20.8	-18.3	-18.8
무형자산감소(증가)	-45.1	-22.4	-21.5	-21.5	-21.5
투자자산감소(증가)	14.0	3.0	-16.1	-5.2	-5.4
기타투자활동	4.3	-10.8	-1.8	-5.0	-5.2
재무활동 현금	**-32.4**	**-13.3**	**-23.3**	**-22.9**	**-24.1**
차입금의 증가(감소)	0.0	4.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-12.2	-15.9	-22.4	-22.9	-24.1
배당금의 지급	14.5	17.9	22.4	22.9	24.1
기타재무활동	-20.3	-2.0	-1.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-6.2**	**17.8**	**106.2**	**37.1**	**44.8**
기초현금	60.5	54.4	72.2	178.4	215.5
기말현금	54.4	72.2	178.4	215.5	260.3

주요투자지표

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
투자지표					
PER(배)	8.9	10.3	9.8	8.9	7.4
PBR(배)	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9
배당수익율(%)	4.2	3.7	3.8	4.0	4.0
EV/ EBITDA(배)	3.9	3.7	3.0	2.4	1.8
성장성(%, yoy)					
매출액	0.5	1.7	2.1	2.9	2.6
영업이익	5.0	4.6	3.7	16.4	23.9
세전계속사업손익	113.1	-17.2	17.0	9.9	20.6
포괄손익	-40.2	-12.5	14.9	9.6	21.4
EPS	2,568	-12	18	9	21
안정성(%)					
유동비율	65.8	53.8	44.2	40.2	36.4
부채비율	34.1	30.7	32.4	31.4	30.0
이자보상배율	na	na	na	na	na
순차입금/자기자본	na	na	na	na	na
주당지표					
EPS	667	584	689	751	905
***조정EPS**	667	584	671	735	893
BPS	5,050	5,738	6,188	6,682	7,251
EBITDA/Share	1,009	1,083	1,078	1,143	1,285
CFPS	920	1,065	1,300	1,050	1,145
DPS	250	220	250	250	260

자료: 유진투자증권

주: 조정영업이익 = (영업이익 -기타영업수익+기타영업비용), 조정순이익 = (당기순이익+지분법손익)

웅진씽크빅(095720.KS)

교육/제지/유통 담당 김미연
Tel. 368-6177 / huhu@eugenefn.com
Junior Analyst 설유진
Tel. 368-6174 / yoojin.sul@eugenefn.com

성장통 탈피 시작

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	23,000원
현재주가(9/8)	17,600원

Key Data	(기준일: 2011. 9. 8)
KOSPI(pt)	1,846.6
KOSDAQ(pt)	475.3
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	454.5
52주 최고/최저(원)	25,600 / 15,100
52주 일간 Beta	0.29
발행주식수(천주)	25,826
평균거래량(3M, 천주)	146
평균거래대금(3M, 백만원)	2,561
배당수익률(11F, %)	4.4
외국인 지분율(%)	29.9
주요주주 지분율(%)	
(주)웅진홀딩스외 11인	33.7
Hunter Hall Investment Management	11.0
Matthews International Capital Management	7.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	11.0	10.0	-28.0
KOSPI대비상대수익률	1.8	22.4	17.5	-31.8

Financial Data

결산기(12월)	2010A	2011F	2012F
매출액(십억원)	791.4	800.2	843.6
조정영업이익(십억원)	71.0	56.6	74.1
세전계속사업손익(십억원)	61.9	52.0	71.6
조정당기순이익(십억원)	45.2	42.2	57.8
조정 EPS(원)	1,786	1,668	2,284
증감률(%)	-22.0	-6.6	36.9
PER(배)	12.3	10.5	7.7
ROE(%)	18.4	14.9	18.8
PBR(배)	2.8	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	6.4	5.1	4.3

주1: K-IFRS 기준
주2: 조정영업이익 = (영업이익 -기타영업수익+기타영업비용), 조정순이익 = (당기순이익+지분법손익)

■ **3Q11 전망: 1Q11을 저점으로 실적 개선, 전집성수기인 4Q11이 실적 개선 폭 가장 극대 전망**

- 3Q11 매출액 2,015억원(+7.6%yoy), 조정영업이익 165억원(+13.9%yoy) 전망

1) 학습지: '씽크U'를 통해 기존 학습지 정체를 탈피중

2Q10말 124.1만명에 달했던 학습지 회원수는, 2Q11말 120.7만명으로 축소되며 학습지 매출은 전년대비 -4.6% 역성장 함.

긍정적인 점은 온+오프라인 Blended 학습지인 '씽크U' 학습지 회원수가 1Q11말 5.1만명에서 8.8만명까지 급증, 이에 기존 학습지 이탈인원을 상당수 대체중임

실제로 학습지 회원수는 1Q11: 122.6만명 → 2Q11 120.7만명으로 분기 말 기준으로는 전분기 대비 이탈 회원수는 거의 미미, 학습지 매출액도 전분기대비 +1.4% 신장. 씽크U 수학은 2Q11 사회, 과학을 필두로 하반기 국어, 영어까지 과목 확대가 예상되고 있어 학습지 부문 하반기 실적 개선 기대 전망

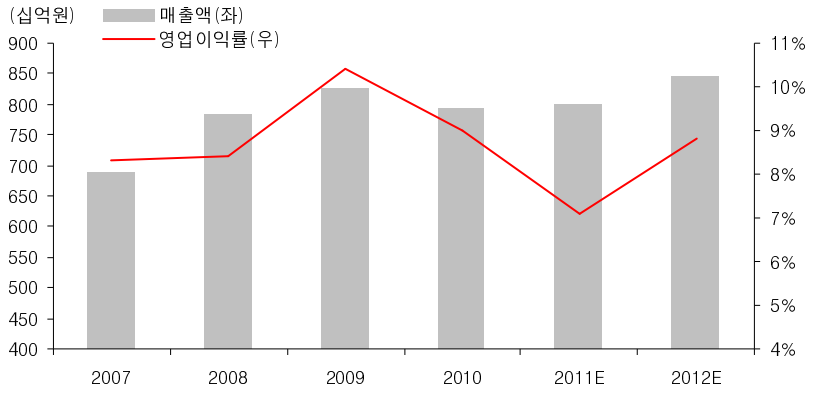
2) 전집: 올해 총 12개의 신간이 발간될 예정인데, 상반기에 그 중 4종만 출시된 점을 감안 시, 하반기, 특히 전집 성수기인 4Q11에 전집 사업부 호실적 예상

3) 마진 개선 기대: 3Q11부터 더 이상 방과후 학교 중단 손실 미반영, 전집 성수기인 하반기 진입, 단행본 판매채널에서 중간벤더 제거로 인한 마진율 향상 등 마진 역시 1Q11: 5.3% → 2Q11: 6.9% → 3Q11E: 7.7% → 4Q11E: 8.2%로 개선될 것으로 기대

■ **목표주가 23,000원으로 유지, 투자의견 BUY 유지**

- 2012년 본업의 성장 회복과 신규사업의 실적 가시화 전망
- 성숙기에 접어든 학습지시장에서 다양한 신규사업들이 성장한계를 극복하기 위한 대안으로 작용 가능할 것으로 판단됨에 따라 투자의견 BUY 유지

2010년 성장통을 통한 2011년 실적 회복 전망



자료: 웅진씽크빅, 유진투자증권

도표 39 웅진씽크빅 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이 (단위: 십억원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
매출액	**690.2**	**784.6**	**825.2**	**791.4**	**800.2**	**843.6**
교육문화(씽크빅)	377.5	433.7	428.4	413.8	400.1	408.3
미래교육(전집)	220.9	236.6	273.2	265.3	267.7	276.6
단행본	40.7	48.7	59.2	63.1	71.7	81.5
스쿨사업본부	46.3	48.7	43.9	20.2	2.7	0.0
영어사업본부		10.2	19.4	26.4	32.7	35.0
아이룰					1.6	10.1
에듀왕 외 수학관련					14.9	21.9
E-컨텐츠 관련					4.8	6.0
기타	4.8	6.8	1.0	2.6	4.0	4.2
매출액 증가율(yoy)	**16.6%**	**13.7%**	**5.2%**	**-4.1%**	**1.1%**	**5.4%**
교육문화(씽크빅)	9.0%	14.9%	-1.2%	-3.4%	-3.3%	2.0%
미래교육(전집)	19.7%	7.1%	15.5%	-2.9%	0.9%	3.3%
단행본	44.6%	19.5%	21.6%	6.6%	13.6%	13.7%
스쿨사업본부	56.8%	5.2%	-9.7%	-54.0%	-86.8%	
영어사업본부			89.5%	36.5%	23.7%	333.9%
아이룰						525.0%
에듀왕 외 수학관련						46.8%
E-컨텐츠 관련						24.6%
기타	50.4%	40.9%	-84.6%	144.1%	57.7%	5.0%
매출비중	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
교육문화(씽크빅)	54.7%	55.3%	51.9%	52.3%	50.0%	48.4%
미래교육(전집)	32.0%	30.1%	33.1%	33.5%	33.5%	32.8%
단행본	5.9%	6.2%	7.2%	8.0%	9.0%	9.7%
스쿨사업본부	6.7%	6.2%	5.3%	2.6%	0.3%	0.0%
영어사업본부		1.3%	2.3%	3.3%	4.1%	4.1%
아이룰					0.2%	1.2%
에듀왕 외 수학관련					1.9%	2.6%
E-컨텐츠 관련					0.6%	0.7%
기타	0.7%	0.9%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%
조정 영업이익	**57.3**	**66.0**	**86.2**	**71.0**	**56.5**	**74.1**
교육문화(씽크빅)	44.6	46.4	48.7	46.6	38.8	42.0
미래교육(전집)	26.5	27.7	33.2	28.2	22.8	24.9
단행본	2.0	3.5	5.5	6.5	7.0	8.2
스쿨사업본부	2.0	1.9	2.4	-1.4	-2.7	0.0
영어사업본부			0.5	0.7	1.8	1.7
아이룰					0.1	0.5
에듀왕 외 수학관련					0.7	1.1
E-컨텐츠 관련					0.5	0.6
기타	-17.9	-13.6	-4.1	-9.6	-12.5	-4.9
영업이익률	**8.3%**	**8.4%**	**10.4%**	**9.0%**	**7.1%**	**8.8%**
교육문화(씽크빅)	11.8%	10.7%	11.4%	11.3%	9.7%	10.3%
미래교육(전집)	12.0%	11.7%	12.1%	10.6%	8.5%	9.0%
단행본	4.9%	7.2%	9.3%	10.3%	9.8%	10.0%
스쿨사업본부	4.3%	3.9%	5.4%	-6.7%	-100.0%	
영어사업본부		0.0%	2.4%	2.7%	5.4%	5.0%
아이룰					5.0%	5.0%
에듀왕 외 수학관련					5.0%	5.0%
E-컨텐츠 관련					10.0%	10.0%

자료: 웅진씽크빅, 유진투자증권
주: 조정영업이익 = (영업이익 -기타영업수익+기타영업비용),

웅진씽크빅(095720.KS) 재무제표(K-IFRS 개별 기준)

대차대조표

(단위:십억원)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	**220.4**	**222.6**	**292.6**	**296.5**	**314.6**
현금및 현금성자산	42.8	22.6	72.4	64.7	74.7
단기금융상품	0.7	7.8	0.0	0.0	0.1
매출채권	102.3	97.8	116.6	124.1	129.2
재고자산	44.5	49.1	57.7	61.3	63.9
기타	30.1	45.4	45.8	46.3	46.8
비유동자산	**252.1**	**288.8**	**251.8**	**268.5**	**290.1**
투자자산	93.6	119.7	69.4	72.2	75.1
유형자산	106.4	116.9	132.5	160.5	188.4
무형자산	52.1	52.2	50.0	35.9	26.5
자산총계	**472.5**	**511.5**	**544.4**	**565.0**	**604.7**
유동부채	**194.4**	**184.9**	**216.7**	**201.9**	**205.8**
매입채무	25.8	26.8	62.6	66.6	69.4
단기차입금	45.2	46.3	41.2	21.2	21.2
기타유동부채	123.4	111.8	112.9	114.1	115.2
비유동성부채	**41.4**	**75.6**	**56.8**	**57.7**	**58.7**
장기금융부채	20.0	55.0	35.0	35.0	35.0
기타	21.4	20.6	21.8	22.7	23.7
부채총계	**235.8**	**260.5**	**273.6**	**259.6**	**264.4**
자본금	12.6	12.7	12.7	12.7	12.7
자본잉여금	143.5	143.5	143.5	143.5	143.5
자본조정	-2.8	-4.4	1.2	1.2	1.2
기타포괄손익누계액	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	82.9	98.8	113.0	147.6	182.4
자본총계	**236.7**	**251.0**	**270.8**	**305.4**	**340.2**
순차입금	**21.7**	**70.9**	**3.8**	**-8.6**	**-18.5**

손익계산서

(단위:십억원)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	**825.2**	**791.4**	**800.2**	**843.6**	**875.6**
매출원가	324.2	310.3	320.7	337.5	351.1
매출총이익	**501.0**	**481.1**	**479.5**	**506.2**	**524.5**
판매비및관리비	414.8	410.1	419.5	430.3	438.8
발표영업이익	**86.2**	**71.0**	**60.0**	**75.9**	**85.7**
***조정영업이익**	**86.2**	**71.0**	**56.6**	**74.1**	**83.7**
영업외손익	-9.7	-9.1	-7.9	-4.3	-3.8
이자수익	1.4	3.1	1.6	2.7	2.8
이자비용	4.5	4.9	5.4	5.3	4.7
외환손익	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	1.7	2.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	-0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타	-17.9	-19.0	-14.9	-12.3	-11.3
세전계속사업손익	**76.5**	**61.9**	**52.0**	**71.6**	**81.9**
계속사업법인세비용	18.6	17.1	13.2	17.5	20.1
계속사업이익	57.9	44.8	38.8	54.0	61.8
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**57.9**	**44.8**	**38.8**	**54.0**	**61.8**
***조정순이익**	**58.3**	**45.2**	**42.2**	**57.8**	**65.6**
EBITDA	118.1	96.8	88.2	100.9	107.3
매출총이익률	60.7	60.8	59.9	60.0	59.9
EBITDA마진율(%)	14.3	12.2	11.0	12.0	12.3
영업이익률(%)	10.4	9.0	7.1	8.8	9.6
세전계속사업이익률(%)	9.3	7.8	6.5	8.5	9.4
ROA(%)	12.8	9.1	7.4	9.7	10.6
ROE(%)	26.7	18.4	14.9	18.8	19.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동 현금	**85.2**	**45.7**	**129.8**	**73.4**	**80.1**
당기순이익	57.9	44.8	38.8	54.0	61.8
비현금수익비용가감	51.4	40.2	98.4	25.8	22.5
유형자산감가상각비	5.6	5.5	6.1	7.4	8.8
무형자산상각비	26.3	20.3	22.1	17.5	12.8
기타현금수익비용	-2.3	-1.9	70.1	0.9	0.9
영업활동 자산부채변동	-24.2	-39.3	-4.6	-6.5	-4.2
매출채권 감소(증가)	-12.1	4.0	-4.5	-7.4	-5.1
재고자산 감소(증가)	-9.3	-6.4	-9.3	-3.7	-2.5
매입채무 증가(감소)	2.4	0.3	-17.8	4.0	2.8
기타자산, 부채변동	-5.2	-37.3	27.0	0.7	0.7
투자활동 현금	**-46.2**	**-74.3**	**-54.1**	**-41.7**	**-43.1**
유형자산처분(취득)	-31.2	-33.1	-34.6	-35.4	-36.8
무형자산감소(증가)	-2.4	-5.2	-3.0	-3.4	-3.4
투자자산감소(증가)	0.0	-8.7	-0.1	-0.1	-0.1
기타투자활동	-12.6	-27.4	-16.4	-2.7	-2.8
재무활동 현금	**-24.1**	**8.4**	**-25.9**	**-39.4**	**-27.0**
차입금의 증가(감소)	-13.5	36.1	-25.1	-20.0	0.0
자본의 증가(감소)	-14.4	-29.0	0.0	-19.4	-27.0
배당금의 지급	14.4	29.0	0.0	19.4	27.0
기타재무활동	3.7	1.3	-0.8	0.0	0.0
현금의 증가	**14.9**	**-20.2**	**49.8**	**-7.7**	**10.0**
기초현금	27.9	42.8	22.6	72.4	64.7
기말현금	42.8	22.6	72.4	64.7	74.7

주요투자지표

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
투자지표					
PER(배)	9.6	12.3	10.5	7.7	6.8
PBR(배)	3.0	2.8	2.0	1.7	1.4
배당수익율(%)	5.2	4.1	4.4	6.1	6.9
EV/ EBITDA(배)	4.9	6.4	5.1	4.3	4.0
성장성(%, yoy)					
매출액	5.2	-4.1	1.1	5.4	3.8
영업이익	30.8	-17.6	-15.5	26.6	13.0
세전계속사업손익	75.6	-19.1	-15.9	37.5	14.4
포괄손익	101.3	-22.5	-6.6	36.9	13.5
EPS	1,884.6	-22.7	-13.3	39.2	14.4
안정성(%)					
유동비율	88.2	83.0	74.1	68.1	65.4
부채비율	99.6	103.8	101.0	85.0	77.7
이자보상배율	27.3	39.6	16.0	29.3	46.2
순차입금/자기자본	9.2	28.2	1.4	na	na
주당지표					
EPS	**2,291**	**1,770**	**1,534**	**2,135**	**2,443**
***조정EPS**	**2,291**	**1,786**	**1,668**	**2,284**	**2,592**
BPS	7,298	7,854	8,726	10,651	12,397
EBITDA/Share	4,674	3,826	3,485	3,985	4,242
CFPS	4,326	3,361	5,421	3,156	3,333
DPS	1,145	885	770	1,070	1,220

자료: 유진투자증권/ 주: 조정영업이익 = (영업이익 -기타영업수익+기타영업비용), 조정순이익 = (당기순이익+지분법손익)

Compliance Notice

당 사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당 사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)
상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경후

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
- HOLD: 추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 0%미만

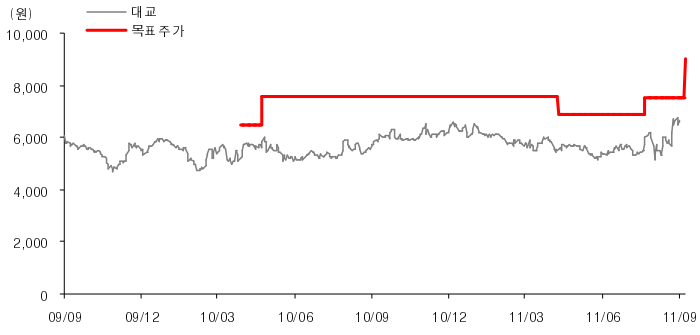
변경전

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2010-04-05	BUY	6,500
2010-04-30	BUY	7,600
2011-04-18	BUY	6,900
2011-07-29	BUY	7,500
2011-09-14	BUY	9,000

대교(019680.KS) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2010-04-05	BUY	33,000
2010-04-28	BUY	33,000
2010-06-22	BUY	33,000
2010-07-29	BUY	33,000
2010-10-07	BUY	33,000
2011-11-26	BUY	33,000
2011-01-26	BUY	26,000
2011-04-18	BUY	21,000
2011-07-28	BUY	23,000
2011-09-14	BUY	23,000

웅진씽크빅(095720.KS) 주가 및 목표주가 추이

