

상반기 부진, 하반기 개선

Analyst 박종렬

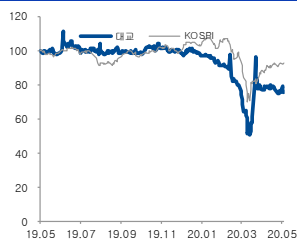
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (5/14)	4,505원
상승여력	24.3%
시가총액	382십억원
발행주식수	84,703천주
자본금/액면가	52십억원/500원
52주 최고가/최저가	6,800원/3,075원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인지분율	8.07%
주요주주	대교홀딩스 외 12 인 66.35%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-2.4 -17.5 -25.7
상대주가(%p)	-8.2 -5.1 -18.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	203	247	7,600
After	-54	283	5,600
Consensus	37	76	4,800
Cons. 차이	-245.9%	272.4%	16.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 대면 접촉이 많은 사업 특성상 코로나19 영향으로 1분기 실적 크게 부진했음. 온라인 화상수업으로 전환해 피해를 최소화하려는 노력이 진행되고 있음.
- 상반기까지는 부진한 실적 불가피할 전망. 코로나 종식 시점에 따라 다를 수 있지만 하반기에는 점진적 회복 예상
- 기존 BUY 의견을 유지하나, 수익예상을 하향하며 목표주가도 5,600원으로 하향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출함. 부진한 실적 흐름을 반영해 EV/EBITD 멀티플도 하향함.

<표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 1,707억원 (YoY -12.5%), 영업이익 -19억원 (YoY 적전)으로 당초 전망치를 하회하는 부진한 실적을 기록함. 한편, 세전이익도 -86억원을 기록했는데, 주가 하락에 따른 금융상품 평가손실 70억원이 발생했기 때문. 매출액은 코로나19 영향으로 주력사업인 눈높이를 비롯해, 차이홍과 미디어 부문 등 전 부문의 부진으로 큰 폭 감소함. 영업이익도 매출액 감소에 따른 고정비 부담 확대에다 코로나 비상 대응 비용, 사업수수료 보정 등 비용 확대 등으로 적자로 전환함.
- 2분기에도 연결기준 매출액 1,758억원 (YoY -7.1%), 영업이익 -5억원 (YoY 적전)으로 전분기에 이어 부진한 실적 흐름이 불가피할 전망. 코로나19 장기화에 따른 영향으로 대면 접촉이 많은 동사 사업부문의 실적 부진이 지속될 전망. 다만, 이에 대한 대응으로 온라인 화상 수업 비중을 늘려가고 있는 상황임.
- 상반기까지는 부진한 실적이 이어질 것이나, 하반기에는 코로나19 영향에서 벗어나면서 점진적 실적 개선이 가능할 것으로 판단함. 이는 1) 디지털 전용 수확에 이어 국어를 비롯한 타 과목으로 확대, 2) 성장판 서비스(학습+공부 태블릿, 3개월마다 데이터 제공) 사업 본격화, 3) 미디어사업 부문의 실적 개선(전집 방판사업 구조조정 완료로 고정비 절감, 디지털 전환) 등이 가능할 것이기 때문. 향후에도 외형의 큰 폭 증가는 쉽지 않지만, 제품평가 인상과 조직 슬림화에 따른 비용절감 등을 통해 수익성 향상은 충분히 가능할 것
- 상반기 부진한 실적으로 연간 수익예상 하향 조정함. 올해 연간 매출액 7,193억원 (YoY -5.5%), 영업이익 73억원 (YoY -75.0%)으로 수정 전망함.

주가전망 및 Valuation

- 부진한 실적 모멘텀으로 인해 시장대비 초과수익률을 기대하기는 어려운 상황. 향후 코로나 종식 시점이 실적 개선의 본격적인 시발점으로 판단함.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	763	26	19	58	184	-59.1	36.4	1.1	8.3	2.9	3.1
2019	762	29	17	92	168	-8.9	36.4	1.0	5.7	2.8	2.8
2020F	719	7	-2	66	-54	N/A	N/A	0.8	5.7	NA	3.8
2021F	736	41	27	99	283	N/A	15.9	0.8	3.8	4.4	3.8
2022F	753	43	28	100	305	7.7	14.8	0.8	3.7	4.6	3.8

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 대교 2020년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q19	4Q19	1Q20P	(YoY)	(QoQ)	1Q20P	Diff.	1Q20P	Diff.
매출액	195	189	171	-12.5%	-9.7%	198	-13.8%	198	-13.8%
영업이익	7	9	-2	적전	적전	7	-127.1%	7	-127.1%
세전이익	15	3	-9	적전	적전	4	-315.0%	5	-272.0%
순이익	12		-7	적전	N/A	3	-323.3%	6	-211.7%

자료: 대교, 현대차증권

〈표2〉 대교 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	719	736	762	779	-5.6%	-5.5%
영업이익	7	41	31	35	-76.3%	15.8%
세전이익	-3	37	26	27	적전	35.4%
지배주주순이익	-2	28	18	21	적전	32.3%

자료: 대교, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	275	408	331	
EBITDA	66	99		
EV/EBITDA	4.1	4.1		최근 3년간 low 평균치(6.9배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	89	89	89	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분	16	16		
2) 장기매도가능 금융자산	73	73		
3. 기업가치 (=1+2)	364	497	419	
4. 순현금	55	62		
5. 비지배주주지분	4	5		
6. 적정주주가치 (=3+4+5)	415	553	472	
발행주식수	84,703	84,703	84,703	
적정주가 (원)	4,896	6,530	5,577	
현재주가 (원)	4,505	4,505	4,505	
상승여력 (%)	8.7%	44.9%	23.8%	

자료: 현대차증권

〈표4〉 대교 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			
매출액	195	189	188	189	171	176	180	193	762	719	736
눈높이 사업부문	160	160	159	159	139	147	149	162	637	597	609
눈높이	141	142	140	141	125	131	132	144	564	531	542
차이홍	13	13	12	11	9	11	11	12	50	43	44
솔루니	6	6	6	6	5	5	6	6	24	23	23
미디어 사업부문	7	7	6	6	6	6	6	6	27	25	26
소빅스	5	4	4	3	3	4	4	3	16	14	15
영상	2	3	3	3	3	3	3	3	10	11	11
기타	8	5	5	5	8	5	5	5	23	23	24
종속	16	15	16	14	17	15	17	15	61	64	66
매출총이익	37	31	36	37	29	27	33	37	140	126	132
영업이익	7	4	9	9	-2	-1	3	7	29	7	41
눈높이 사업부문	7	13	11	7	1	3	5	8	38	16	37
눈높이	7	12	10	7	2	3	5	8	36	17	35
차이홍	1	1	1	0	0	0	0	0	3	0	2
솔루니	0	0	0	0	-1	0	0	0	-1	-1	-1
미디어 사업부문	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-6	-6	-2
소빅스	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-4	-4	-2
영상	-1	-1	0	0	0	0	0	0	-2	-2	-1
기타	2	-8	-1	3	1	1	1	1	-4	3	4
종속	0	0	1	2	-2	-2	-2	-1	2	-7	2
세전이익	15	-1	8	3	-9	-2	2	6	25	-3	37
지배주주순이익	11	-1	6	1	-6	-1	1	4	17	-2	27
수익성 (%)											
GPM	18.8	16.2	18.9	19.6	17.2	15.5	18.3	19.0	18.4	17.6	18.0
OPM	3.8	1.9	4.8	4.9	-1.1	-0.3	1.6	3.6	3.9	1.0	5.5
RPM	7.8	-0.4	4.2	1.5	-5.0	-0.9	0.9	3.1	3.3	-0.4	5.0
NPM	5.8	-0.5	3.1	0.3	-3.7	-0.7	0.7	2.2	2.2	-0.3	3.6
성장성 (% YoY)											
매출액	-3.8	-2.0	1.2	4.0	-12.6	-7.1	-4.5	2.3	-0.2	-5.5	2.3
영업이익	-34.0	-66.8	23.6	흑전	적전	적전	-69.4	-24.9	15.3	-75.0	451.8
세전이익	3.5	적전	27.0	흑전	적전	적지	-78.4	103.2	-10.4	적전	흑전
순이익	12.2	적전	41.7	흑전	적전	적지	-79.1	577.4	-10.5	적전	흑전
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	2.3
민간소비 (YoY)	2.0	2.0	1.7	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1	2.5	2.0	2.2
소비자물가상승률	0.6	0.7	0.1	0.3	0.9	1.0	1.1	1.0	0.7	1.0	1.2

자료 : 대교, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	763	762	719	736	753
증가율 (%)	-6.0	-0.1	-5.6	2.4	2.3
매출원가	627	622	593	604	615
매출원가율 (%)	82.2	81.6	82.5	82.1	81.7
매출총이익	136	140	126	132	138
매출이익률 (%)	17.8	18.4	17.5	17.9	18.3
증가율 (%)	-15.5	2.9	-10.0	4.8	4.5
판매관리비	111	111	119	92	96
판매비율 (%)	14.5	14.6	16.6	12.5	12.7
EBITDA	58	92	66	99	100
EBITDA 이익률 (%)	7.6	12.1	9.2	13.5	13.3
증가율 (%)	-26.6	58.6	-28.3	50.0	1.0
영업이익	26	29	7	41	43
영업이익률 (%)	3.4	3.8	1.0	5.6	5.7
증가율 (%)	-42.2	11.5	-75.9	485.7	4.9
영업외손익	-1	-4	-10	-4	-4
금융수익	4	3	2	2	1
금융비용	1	3	11	4	3
기타영업외손익	-4	-4	-1	-2	-2
종속/관계기업관련손익	4	-1	0	0	0
세전계속사업이익	28	25	-3	37	39
세전계속사업이익률	3.7	3.3	-0.4	5.0	5.2
증가율 (%)	-48.1	-10.7	-112.0	-1,333.3	5.4
법인세비용	9	8	-0	9	9
계속사업이익	19	17	-2	28	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	17	-2	28	30
당기순이익률 (%)	2.5	2.2	-0.3	3.8	4.0
증가율 (%)	-54.8	-10.5	-111.8	-1,500.0	7.1
지배주주지분 순이익	19	17	-2	27	28
비지배주주지분 순이익	0	0	-0	1	1
기타포괄이익	-14	2	0	0	0
총포괄이익	5	19	-2	28	30

(단위:십억원)					
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	64	75	54	77	76
당기순이익	19	17	-2	28	30
유형자산 상각비	32	62	59	58	57
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-3	-14	-10	-9	-11
기타	16	10	7	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-25	-15	-63	-56	-56
투자자산의 감소(증가)	26	31	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-22	-11	-56	-56	-56
기타	-29	-35	-7	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-41	-55	-29	-30	-19
차입금의 증가(감소)	0	72	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1	0	0	0
배당금	-27	-19	-15	-14	-14
기타	-14	-109	-14	-16	-5
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-2	6	-38	-9	0
기초현금	60	59	64	26	17
기말현금	59	64	26	17	17

* K-IFRS 연결 기준

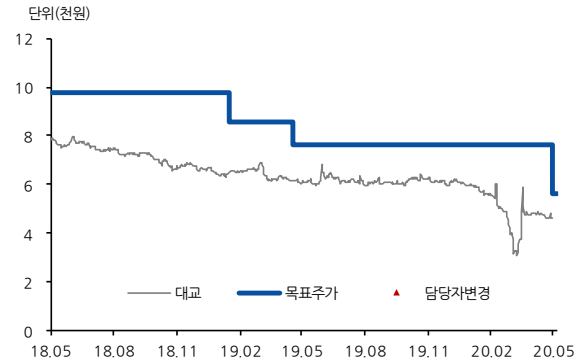
(단위:십억원)					
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	285	273	244	233	236
현금성자산	59	64	26	17	17
단기투자자산	23	28	28	28	28
매출채권	16	17	25	23	25
채고자산	15	13	15	15	15
기타유동자산	42	38	38	38	38
비유동자산	545	647	644	642	641
유형자산	191	185	182	180	179
무형자산	66	78	78	78	78
투자자산	145	118	118	118	118
기타비유동자산	143	266	266	266	266
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	830	920	888	875	876
유동부채	152	179	163	137	123
단기차입금	22	21	11	-0	-0
매입채무	7	4	6	6	6
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	123	154	146	131	117
비유동부채	61	128	128	128	129
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	8	8	8	8
장기금융부채	0	72	72	72	72
기타비유동부채	53	48	48	48	49
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	214	307	292	266	251
지배주주지분	613	609	593	605	618
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	73	74	74	74	74
자본조정 등	-122	-126	-126	-126	-126
기타포괄이익누계액	34	37	37	37	37
이익잉여금	576	572	556	568	582
비지배주주지분	4	4	4	5	7
자본총계	617	613	597	610	625

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	188	171	-55	298	320
EPS(지배순이익 기준)	184	168	-54	283	305
BPS(자본총계 기준)	5,924	5,889	5,729	5,857	6,004
BPS(지배지분 기준)	5,884	5,848	5,689	5,805	5,939
DPS	210	170	170	170	170
P/E(당기순이익 기준)	35.6	35.7	N/A	15.1	14.1
P/E(지배순이익 기준)	36.4	36.4	N/A	15.9	14.8
P/B(자본총계 기준)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	8.3	5.7	5.7	3.8	3.7
배당수익률	3.1	2.8	3.8	3.8	3.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-57.9	-9.3	N/A	N/A	7.6
EPS(지배순이익 기준)	-59.1	-8.9	N/A	N/A	7.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.0	2.8	-0.3	4.6	4.8
ROE(지배순이익 기준)	2.9	2.8	-0.3	4.4	4.6
ROA	2.3	2.0	-0.2	3.1	3.4
안정성 (%)					
부채비율	34.6	50.0	48.9	43.5	40.2
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	18.3	14.0	1.9	11.6	14.0

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.04.25	BUY	9,800	-23.75	-18.88
2018.10.25	AFTER 6M	9,800	-32.10	-28.47
2019.01.30	BUY	8,600	-25.25	-20.00
2019.05.02	BUY	7,600	-19.12	-10.53
2019.11.02	AFTER 6M	7,600	-29.13	-15.79
2020.05.15	BUY	5,600		

▶ 최근 2년간 대교 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.