

점진적 실적 개선에 주목

Analyst 박종렬

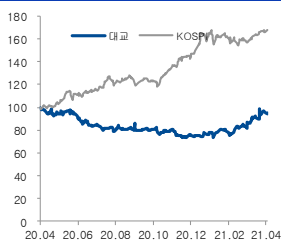
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (4/28)	4,380원
상승여력	23.3%
시가총액	371십억원
발행주식수	84,703천주
자본금/액면가	52십억원/500원
52주 최고가/최저가	4,835원/3,595원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
	4.23%
외국인지분율	대교홀딩스 외 12 인
주요주주	66.62%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	10.0 23.0 16.3
상대주가(%p)	4.0 19.4 -15.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	26	41	5,000
After	85	86	5,400
Consensus	36	56	4,500
Cons. 차이	136.1%	53.6%	20.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 대면 접촉이 많은 사업 특성상 코로나19 장기화로 올해 1분기에도 당초 전망치를 크게 하회한 부진한 실적을 기록함. 온라인 화상수업과 주력제품 디지털화 등으로 실적 회복에 노력을 경주하고 있음.
- 지난해의 기저효과, 효율적 비용 통제, 외형 성장 드라이브 등으로 올해는 점진적인 실적 개선 가능할 전망
- 수익예상 기간 조정(2021~2022년)으로 목표주가를 5,400원으로 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했으며, EV/EBITDA multiple 4.8배(최근 3년간 low 평균치 6.9배 대비 30%할인)를 적용한 것임. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 1,533억원 (YoY -10.2%), 영업이익 -44억원 (YoY 적지)으로 당초 전망치를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록함. 매출액은 코로나19 영향으로 주력사업인 눈높이를 비롯해, 차이홍과 미디어 부문 등 전 부문의 부진으로 큰 폭 감소함. 영업이익도 매출액 감소에 따른 고정비 부담 확대에다 신수수로 제도(정률제로 전환) 도입 등 비용 발생 등으로 큰 폭의 적자를 시현함. 자회사와 해외법인의 부진도 영업손실 확대를 가져옴.
- 코로나19 장기화로 그동안 부진한 실적 흐름이 불가피했지만, 올해는 점진적 실적 개선이 가능할 것으로 판단함. 올해 연간 연결기준 매출액 6,343억원 (YoY 1.2%), 영업이익 53억원 (YoY 흑전)으로 전망함. 대면 접촉이 많은 동사의 사업구조 속성으로 인해 오프라인 회원수 확대는 쉽지 않은 환경이 지속되고 있음. 이에 대한 대응으로 온라인 화상 수업 비중을 늘려가고 있는 상황임.
- 지속적인 실적 악화를 타개하기 위해 동사는 1) AL(Adaptive Learning, 적응형 학습) 체계 구축: 차별화된 디지털 학습모델(모든 학습정보를 데이터화해 초미세 단위로 분석, 실시간 복합분석 및 예측), 2) 써밋(디지털 제품) 브랜드 강화; 국영수 주력 과목에 대한 라인업 구축을 핵심 사업 전략으로 제시함.

주가전망 및 Valuation

- 여전히 부진한 실적 모멘텀으로 인해 시장대비 초과수익률을 기대하기는 어려운 상황이 지속되고 있음.
- 향후 코로나 종식 시점이 실적 개선의 본격적인 시작이자 주가 재평가 계기가 될 것임.

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 (%)
2019	762	29	17	92	168	-8.9	36.4	1.0	5.7	2.8	2.8
2020	627	-28	-18	35	-226	적전	NA	0.7	8.1	NA	2.7
2021F	634	5	9	66	85	흑전	51.5	0.8	5.4	1.6	2.3
2022F	658	8	9	68	86	0.5	51.2	0.8	5.4	1.6	2.3
2023F	682	8	9	69	90	5.4	48.6	0.8	5.4	1.6	2.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 대교 2021년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q20	4Q20	1Q21P	(YoY)	(QoQ)	1Q21P	Diff.	1Q21P	Diff.
매출액	171	157	153	-10.4%	-2.4%	180	-14.8%	173	-11.5%
영업이익	-2	-6	-4	적지	적지	0	N/A	0	N/A
세전이익	-11	-13	0	적지	적지	1	-120.0%	0	N/A
순이익	3		-1	적전	N/A	1	-210.0%	-1	10.0%

자료: 대교, 현대차증권

〈표2〉 대교 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	627	664	637	638	-1.6%	4.1%
영업이익	-29	10	-24	17	19.9%	-39.3%
세전이익	-35	10	-24	19	47.8%	-48.3%
지배주주순이익	-16	4	-18	14	-9.2%	-69.4%

자료: 대교, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2021F	2022F	12M Forward	비고
1. 사업가치	320	331	324	
EBITDA	66	68		
EV/EBITDA	4.8	4.8		최근 3년간 low 평균치(6.9배) 대비 30% 할인율 적용
2. 투자자산가치	68	68	68	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분	9	9		
2) 장기매도가능 금융자산	60	60		
3. 기업가치 (=1+2)	388	399	392	
4. 순현금	72	58		
5. 비지배주주지분	2	1		
6. 적정주주가치 (=3+4-5)	458	455	457	
발행주식수	84,703	84,703	84,703	
적정주가 (원)	5,402	5,375	5,393	
현재주가 (원)	4,380	4,380	4,380	
상승여력 (%)	23.3%	22.7%	23.1%	

자료: 현대차증권

〈표4〉 대교 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	171	148	152	157	153	155	159	167	627	634	658
눈높이 사업부문	139	132	135	136	133	139	142	146	542	559	580
눈높이	125	118	120	120	117	124	126	129	482	497	516
차이홍	9	9	9	9	9	9	10	9	37	37	39
솔루니	5	5	6	6	6	6	6	7	23	25	25
미디어 사업부문	6	3	4	3	3	3	3	3	16	11	12
소빅스	3	0	2	0	0	0	0	0	5	0	0
영상	3	3	3	3	3	3	3	3	11	11	12
기타	8	5	5	5	8	5	5	5	23	24	24
종속	17	7	6	11	7	7	7	11	40	32	33
매출총이익	30	17	19	30	28	18	30	34	84	110	117
영업이익	-2	-12	-8	-7	-4	2	3	5	-28	5	8
눈높이 사업부문	1	5	-3	1	-2	3	4	7	5	12	14
눈높이	2	6	-2	2	-1	2	3	7	8	11	12
차이홍	0	0	0	0	-1	0	1	0	-1	1	1
솔루니	-1	0	-1	0	0	0	0	0	-2	0	1
미디어 사업부문	-2	-5	-2	-5	0	0	0	0	-13	-1	-1
소빅스	-1	0	-1	0	0	0	0	0	-3	0	0
영상	0	-5	0	-5	0	0	0	0	-10	-1	-1
기타	1	-3	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-5	-5	-6
종속	-2	-10	-4	-1	0	0	0	0	-17	0	0
세전이익	-11	-8	-6	-11	0	2	4	6	-38	11	10
지배주주순이익	-8	-5	-4	2	-1	2	3	5	-18	9	9
수익성 (%)											
GPM	17.5	11.3	12.2	19.3	18.4	11.7	19.1	20.1	13.4	17.4	17.7
OPM	-1.1	-8.1	-5.4	-4.3	-2.9	1.0	2.0	3.0	-4.5	0.8	1.2
RPM	-6.3	-5.4	-3.8	-6.9	-0.1	1.3	2.3	3.3	-6.0	1.8	1.5
NPM	-4.6	-3.7	-3.0	1.2	-0.8	1.2	2.0	2.9	-2.8	1.4	1.3
성장성 (% YoY)											
매출액	-12.6	-22.1	-19.1	-17.1	-10.2	5.2	4.3	6.7	-17.7	1.2	3.7
영업이익	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	흑전
세전이익	적전	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	흑전
순이익	적전	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	1,773.7	적전	흑전	흑전
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	0.7	4.7	3.8	3.2	-1.1	3.1	2.3
민간소비 (YoY)	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	5.0	3.0	3.0	4.0	-4.0	3.8	2.2
소비자물가상승률	1.2	-0.1	0.3	0.2	0.3	1.2	1.2	1.4	0.4	1.0	1.5

자료 : 대교, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	762	627	634	658	682
증가율 (%)	-0.1	-17.7	1.1	3.8	3.6
매출원가	622	543	524	541	558
매출원가율 (%)	81.6	86.6	82.6	82.2	81.8
매출총이익	140	84	110	117	124
매출이익률 (%)	18.4	13.4	17.4	17.8	18.2
증가율 (%)	2.9	-40.0	31.0	6.4	6.0
판매관리비	111	112	105	109	115
판매비율 (%)	14.6	17.9	16.6	16.6	16.9
EBITDA	92	35	66	68	69
EBITDA 이익률 (%)	12.1	5.6	10.4	10.3	10.1
증가율 (%)	58.6	-62.0	88.6	3.0	1.5
영업이익	29	-28	5	8	8
영업이익률 (%)	3.8	-4.5	0.8	1.2	1.2
증가율 (%)	11.5	적전	흑전	60.0	0.0
영업외손익	-4	-9	2	2	2
금융수익	3	4	1	1	1
금융비용	3	1	1	1	1
기타영업외손익	-4	-12	2	2	2
종속/관계기업관련손익	-1	-0	4	0	0
세전계속사업이익	25	-38	11	10	10
세전계속사업이익률	3.3	-6.1	1.7	1.5	1.5
증가율 (%)	-10.7	적전	흑전	-9.1	0.0
법인세비용	8	-20	4	2	3
계속사업이익	17	-18	8	8	8
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	-18	8	8	8
당기순이익률 (%)	2.2	-2.9	1.3	1.2	1.2
증가율 (%)	-10.5	적전	흑전	0.0	0.0
지배주주지분 순이익	17	-18	9	9	9
비지배주주지분 순이익	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	2	-17	0	0	0
총포괄이익	19	-35	8	8	8

(단위:십억원)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	75	31	61	55	70
당기순이익	17	-18	8	8	8
유형자산 상각비	62	63	61	61	60
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-14	-20	-8	-14	2
기타	10	6	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-15	-1	-60	-60	-60
투자자산의 감소(증가)	31	13	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-11	-15	-60	-60	-60
기타	-35	1	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-55	-48	-18	-13	-8
차입금의 증가(감소)	72	-29	0	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	1	1	0	0	0
배당금	-19	-11	-8	-8	-8
기타	-109	-9	-10	-5	0
기타현금흐름	0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	6	-19	-17	-19	2
기초현금	59	64	45	28	10
기말현금	64	45	28	10	11

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	273	220	210	196	197
현금성자산	64	45	28	10	11
단기투자자산	28	25	25	25	25
매출채권	17	14	22	25	25
채고자산	13	16	14	16	16
기타유동자산	38	14	14	14	14
비유동자산	647	625	624	623	623
유형자산	185	143	142	142	141
무형자산	78	92	92	92	92
투자자산	118	91	91	91	91
기타비유동자산	266	299	299	298	299
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	920	845	834	820	820
유동부채	179	178	166	151	151
단기차입금	21	22	22	22	22
매입채무	4	4	5	6	6
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	154	152	139	123	123
비유동부채	128	108	110	111	112
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	0	0	0	0
장기금융부채	72	51	51	51	51
기타비유동부채	48	57	59	60	61
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	307	286	276	262	264
지배주주지분	609	555	556	556	557
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	74	75	75	75	75
자본조정 등	-126	-136	-136	-136	-136
기타포괄이익누계액	37	20	20	20	20
이익잉여금	572	544	545	545	546
비지배주주지분	4	4	2	1	0
자본총계	613	559	558	557	557

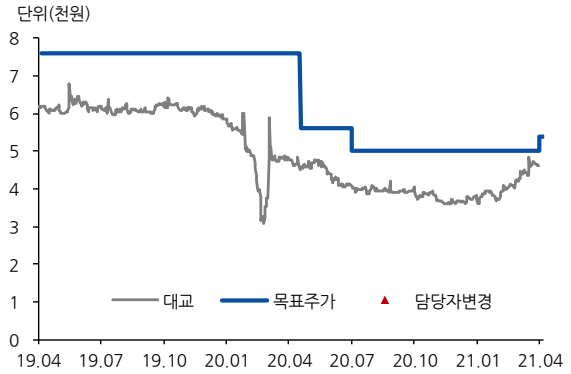
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	171	-233	72	72	76
EPS(지배순이익 기준)	168	-226	85	86	90
BPS(자본총계 기준)	5,889	5,367	5,359	5,351	5,347
BPS(지배지분 기준)	5,848	5,333	5,336	5,339	5,346
DPS	210	170	100	100	100
P/E(당기순이익 기준)	35.7	N/A	61.1	60.8	57.6
P/E(지배순이익 기준)	36.4	N/A	51.5	51.2	48.6
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	5.7	8.1	5.4	5.4	5.4
배당수익률	2.8	2.7	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-9.3	적전	흑전	0.5	5.5
EPS(지배순이익 기준)	-8.9	적전	흑전	0.5	5.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.8	-3.1	1.4	1.4	1.4
ROE(지배순이익 기준)	2.8	-3.0	1.6	1.6	1.6
ROA	2.0	-2.1	0.9	0.9	1.0
안정성 (%)					
부채비율	50.0	51.2	49.4	47.1	47.3
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	14.0	NA	6.1	9.9	11.0

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
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	-29.22	-15.79
2020.05.15	BUY	5,600	-20.95	-14.82
2020.07.29	BUY	5,000	-23.05	-16.00
2021.01.29	AFTER 6M	5,000	-16.99	-3.30
2021.04.29	BUY	5,400		

▶ 최근 2년간 대교 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 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 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 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 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	144건	88.3%
보유	19건	11.7%
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.