



KOSPI
교육서비스

기업분석 2022.08.09

비상교육 (100220)

학습교재 출판업체에서 스마트학습지로 영역 확대

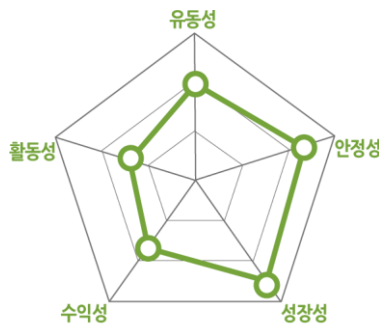
체크 포인트

- 비상교육은 학습교재 출판 및 교육 서비스 사업을 영위하는 회사. 주요 사업부분은 1) 교과서와 학습교재를 출판하는 출판 교육사업과 2) 온라인 교육사업으로 구분
- 투자포인트는 1) 스마트학습지에 초점을 맞춘 온라인 교육사업 전략으로 기대되는 매출 성장과 2) 개발비 회계처리 변경으로 2024년 이후 예상되는 출판 교육사업부의 수익성 개선
- 비상교육의 2022년 매출액 2,380억원(+10.4%YoY), 영업이익률 0.9%(-2.7%pYoY) 예상. 현재 2022년 예상 PBR 0.4배로 2011년 이후 역사적 하단인 0.3배에 근접. 다만, 향후 1~3년간 개발비 집행으로 주가 단기 모멘텀은 제한적일 전망
- 동사의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 1Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

투자포인트는 1) 스마트학습지 중심의 온라인 사업 전략과 2) 2024년 이후 기대되는 출판사업부 수익성 개선 기대

비상교육은 학습교재 출판 및 교육 서비스 사업을 영위하는 회사. 동사의 주요 사업부분은 교과서와 학습교재를 출판하는 출판 교육사업, 온라인 교육사업으로 구분. 투자포인트는 1) 스마트학습지 시장 성장에 초점을 맞춘 온라인 교육 사업 전략과 2) 개발비 회계처리 변경으로 2024년 이후 기대되는 출판사업부의 수익성 개선 기대. 비상교육은 중등이러닝 사업부인 '수박씨닷컴'의 사업구조를 '와이즈캠프'와 같이 스마트학습지로 변경할 예정. 스마트학습지 시장 성장에 따른 매출액 증가 수혜 가능하나 수익성 개선까지는 중기적 시간 필요할 전망

밸류에이션은 낮으나, 개발비 집행으로 단기 모멘텀 제한적

비상교육의 2022년 매출액은 2,380억원(+10.4%YoY), 영업이익률은 0.9%(-2.7%pYoY) 예상. 2022년 예상 PBR 0.4배로 2011년 이후 역사적 하단인 0.3배에 근접. 다만, 향후 1~3년간 개발비 집행으로 주가 단기 모멘텀은 제한적일 전망

리스크 요인은 학령인구의 감소

동사의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소, 이에 따라 예상되는 동사의 매출액 감소 우려가 주가에 리스크 요인으로 작용 가능

Forecast earnings & Valuation

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	1,619	1,994	1,723	2,156	2,380
YoY(%)	11.2	23.1	-13.6	25.1	10.4
영업이익(억원)	103	219	-149	77	21
OP 마진(%)	6.4	11.0	-8.6	3.6	0.9
지배주주순이익(억원)	24	113	-148	61	21
EPS(원)	188	868	-1,142	466	160
YoY(%)	-86.5	361.9	적전	흑전	-65.7
PER(배)	33.0	9.0	N/A	16.8	41.7
PSR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBIDA(배)	2.4	2.1	73.6	3.7	5.1
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
ROE(%)	1.2	5.4	-7.2	3.1	1.0
배당수익률(%)	3.2	3.2	2.3	2.8	3.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/5)	6,650원
52주 최고가	11,850원
52주 최저가	5,530원
KOSPI (8/5)	2,490.80p
자본금	65억원
시가총액	864억원
액면가	500원
발행주식수	13백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	5.31%
주요주주	양태희 외 16인 54.12%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	-7.9	-43.9
상대주가	4.9	1.7	-26.2

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

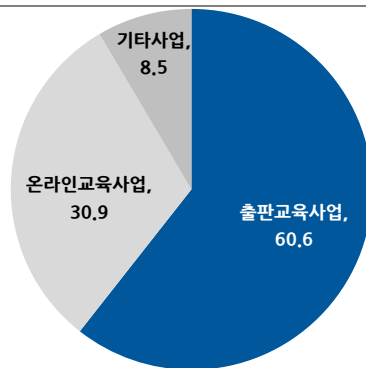
1) 주요 연혁

비상교육은 교과서와
학습교재 출판사업과
온라인교육사업을 영위하는
회사

비상교육은 학습교재 출판 및 교육 서비스 사업을 영위하는 회사이다. 동사의 주요 사업부분은 교과서와 학습교재를 출판하는 출판 교육사업, 온라인 교육사업과 기타 사업이 있다. 출판 교육사업부분은 비상교육의 캐시카우 역할을 하는 사업부이다. 동사는 초등 국정교과서, 중고등 검정교과서를 출판한다. 학습교재로 대표적인 브랜드는 국어 '한끝', 과학 '오투', 수학 '개념+유형'과 영어 '리더스뱅크' 등이 있다. 온라인 교육사업부분은 초등학교 대상의 스마트 학습지 '와이즈캠프'와 중학생 대상의 이라닝 서비스 '수박씨닷컴' 등이 있다. 2021년 매출액 기준으로 출판 교육사업, 온라인 교육사업과 기타 사업부 비중은 각각 61%, 31%와 8%이다.

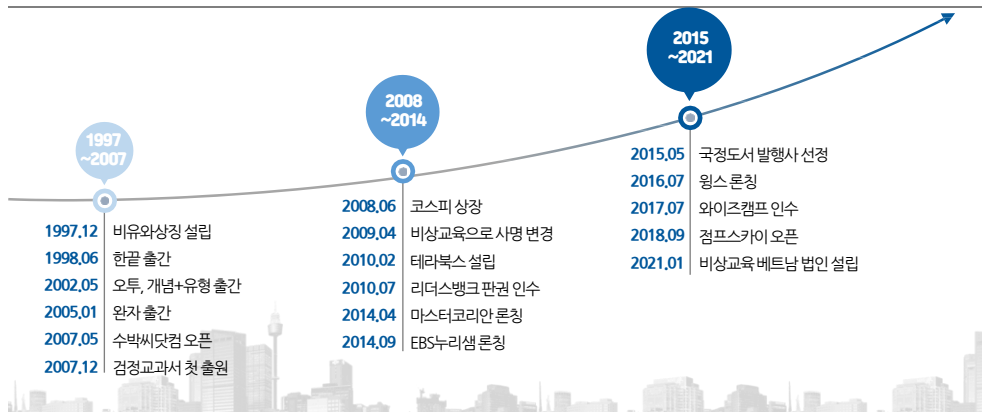
비상교육은 1997년 '비유와상징'으로 설립되었으며, 1998년에는 '한끝', 2002년에는 '오투'와 '개념+유형' 2005년에는 '완자'를 출간했다. 2007년에는 교육과정 개정으로 중등학교 검정교과서가 본격 도입되면서 검정교과서를 첫 출원했고 '수박씨닷컴'을 오픈했다. 2008년에 코스피에 상장된 동사는 2009년 비상교육으로 사명을 변경하였다. 동사는 2015년 국정도서 발행사로 선정되었으며, 2017년 와이즈캠프를 인수했다. 2021년에는 베트남 법인을 설립, 해외로 진출했다.

비상교육 매출액 구성



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

비상교육 주요 연혁



자료: 비상교육, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 주주구성과 종속회사

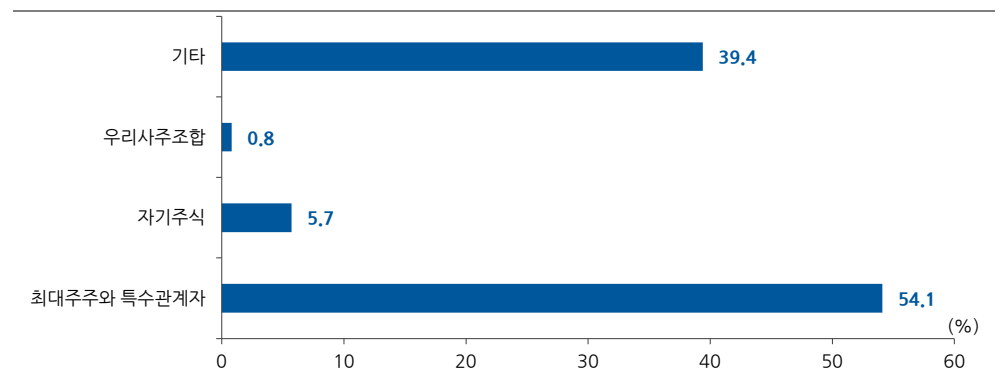
**비상교육의 최대주주는
양태희대표이사로
지분율 42.8% 보유**

비상교육의 최대주주는 양태희 대표이사로 2022년 3월말 기준으로 지분율 42.8%를 보유 중이다. 최대주주를 포함한 특수관계자 지분은 54.1%이다. 자기주식으로 5.7%와 우리사주조합 지분 0.8%가 있다.

비상교육의 자회사로는 비상교과서(지분율 100%), 비상엠러닝(지분율 99.8%), 비상캠퍼스(지분율 100%)와 베트남 현지법인인 Visang Vietnam Edu.(지분율 100%)가 있다. 비상교과서는 교과서 개발 및 발행을 하는 회사로 2022년 3월말 기준 자산 49억원, 자본 45억원의 회사이다. 동사는 2020년과 2021년 각각 22억원, 12억원 적자를 기록했다. 비상엠러닝은 비상교육이 2017년 인수한 와이즈캠프로 2019년 이후 매출액이 급증했다. 그러나 순이익 면에선 2018년 이후 지속적인 적자를 기록하고 있다. 2022년 3월말 기준 비상엠러닝의 자산은 278억원, 자본은 82억원이다. 비상교육은 8월 30일을 합병 기일로 비상엠러닝을 흡수 합병할 예정이다. 비상캠퍼스는 대입종합학 원이나 2021년 매출액 7억원, 당기순이익 1억원으로 비중이 크지 않다.

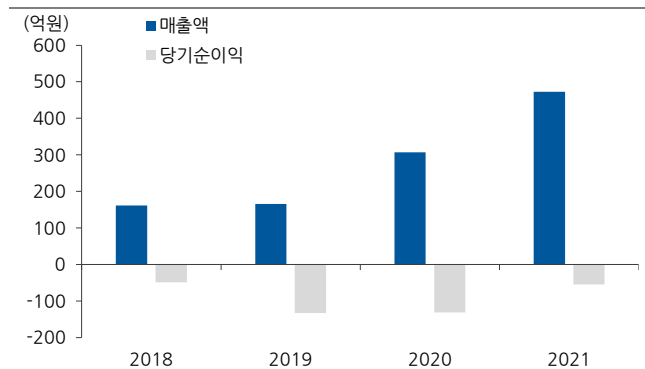
비상교육의 관계사로는 테라박스(지분율 25%), 팅스카이(지분율 8.6%)가 있다. 테라박스는 교과서 및 교재를 생산하는 회사이며 팅스카이는 게임사이다.

비상교육 주주 구성



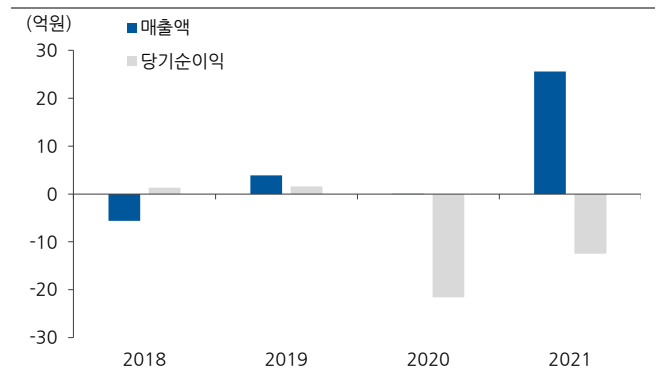
주: 2022년 3월말 기준, 자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

비상엠러닝 매출액과 당기순이익 추이



자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

비상교과서 매출액과 당기순이익 추이



자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

교육사업을 견인하는

주요인은 국내학령인구.

학령인구는 감소 중

비상교육은 1) 교과서와 학습지 출판 및 2) 온라인 교육사업을 주력으로 하며 교육 산업에 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 2018년 701만명인 학령인구(유치원~고등학교 기준(만 3~17세))는 2030년에는 525만명까지 25% 감소할 전망이다. 이 중 비상교육의 주요 대상 학생층인 초등학생과 중학생, 고등학생은 2030년 각각 180만명, 114만명과 132만명으로 2018년 대비 35%, 15%, 16% 감소할 것으로 예상된다.

교과서는

국정, 검정, 인정 교과서로 구분

교과서 출판사에겐

개발비 소요되나,

검정 및 인정교과서로 채택되면

안정적 이익 창출 가능

현재 비상교육의 주요 사업부분은 교과서 및 학습지 출판 사업이다.

교과서는 국가의 관여 방식에 따라 크게 국정 교과서, 검정 교과서와 인정교과서가 있다. 국정 교과서는 국가가 교과서 저작에 직접 관여한다. 검정 교과서는 민간이 교과서를 집필하되, 국가가 정한 검정 기준(평가원 심사)을 통과해야 교과서로 지위를 부여받기 때문에 국가가 교과서 저작에 간접적으로 관여하는 방식이다. 인정 교과서는 국검정 교과서가 없거나 보충적으로 사용하는 것으로, 국가가 교과서 사용에 관여하는 방식이다. 인정 교과서는 일정한 심사 기준을 충족해야 인정 교과서로 지위를 부여받는 경우와 자유발행 적용 인정 교과서가 있다.

한국은 1949년 교육법이 제정되면서 초·중등학교의 교과서는 국정과 검정 교과서를 기본으로 하고, 인정 교과서로 대용할 수 있도록 했고, 현재도 이러한 기본 골격은 유지되고 있다. 그러나 제7차 교육과정(1997년 고시, 2000년부터 시행) 이후 국정교과서 중심에서 점차 검정 및 인정 교과서 중심으로 변화하고 있다.

교과서 출판사에겐 교과서 출판 사업은 개발 비용이 소요되나, 검정 및 인정 교과서 심사에 통과에 채택된다면 다년간 안정적으로 매출과 이익을 창출할 수 있는 사업이다. 또한 교과서에 채택된다면, 관련한 학습지 매출 창출도 일정부분 보장될 수 있다.

에듀테크와 함께

스마트학습지 시장 부각

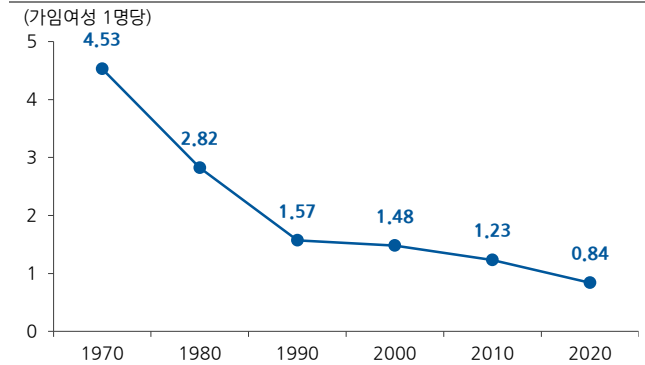
최근 에듀테크와 함께 ‘스마트학습지’ 시장이 부각되고 있다.

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) 지능화, 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 연평균 12.2% 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 사교

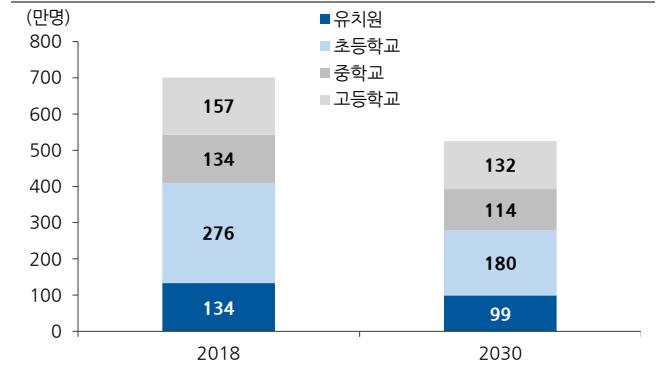
육비가 방문학습지 사교육비를 추월하기 시작했다. 코로나 전에는 학생 관리가 안된다는 측면에서 비대면 수업에 대한 학부모의 우려가 컸으나 코로나를 거치면서 인식이 변화되었고, AI를 활용한 개인별 맞춤학습이라는 모토가 4차 산업혁명을 겪고 있는 현재 교육 기조와 조화를 이루었다.

합계 출산율 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

2018년과 2030년 학령아동 변화



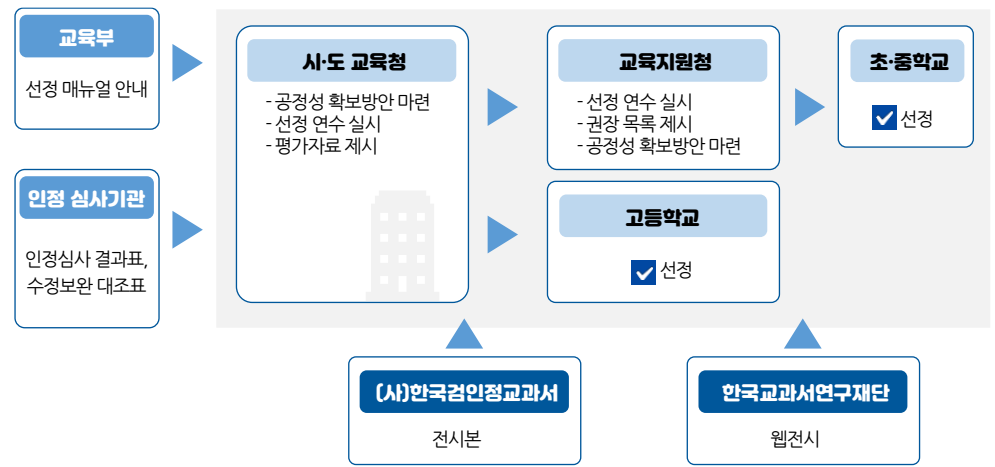
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

검정도서 개발 과정



자료: 한국검정교과서협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

인정도서 선정 절차



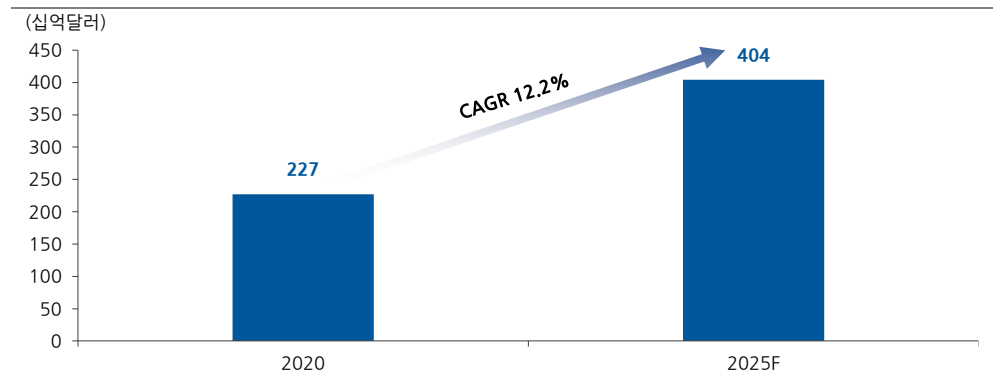
자료: 한국검인정교과서협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

에듀테크의 메가트렌드

4대 메가 트렌드	주요 내용
실감화	- 교육콘텐츠의 물리적 제약 해소 - VR, AR을 활용한 실감/체험형 교육 제공
연결화	학생, 부모, 멘토, 관리자 등 교육 네트워크 형성
지능화	- 개인 맞춤형 교육 부상 - AI기반한 로봇교사(인공지능 튜터)의 등장
융합화	교육과 학습에서 즉각적인 피드백 제공

자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 에듀테크 시장 성장 전망



자료: Holon IQ, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

스마트학습지 시장은
성장 잠재력이 높은 시장.
비상교육은 이에 초점 맞춘
온라인 교육 사업 전략으로
매출액 성장 기대.
단기적으로 개발비 집행으로
수익성 개선은
제한적일 수 있음

1) 스마트학습지 시장 성장에 초점을 맞춘 온라인 교육 사업 전략

스마트학습지 시장은 에듀테크의 하위 시장이며 빠르게 성장할 것으로 기대된다.

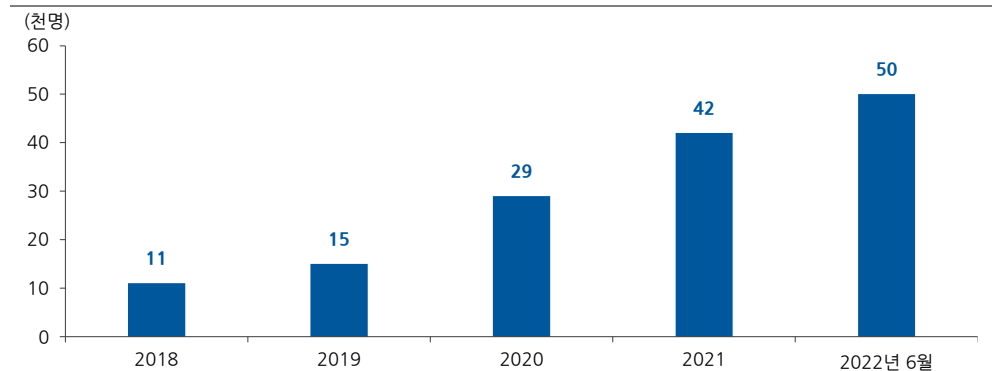
업계 추산으로 2020년 초등 스마트학습지 시장은 약 3,700억원 규모를 형성한 것으로 집계되며, 직전 5년간 34%의 높은 성장률을 보였다. 향후, 약 2조원 규모의 학습지 시장이 스마트학습지 시장으로 전환되면 시장은 더욱 커질 예정이다.

동사는 2007년 중고등학생 대상의 인터넷 강의 서비스인 '수박씨닷컴'을 런칭하며 온라인 교육 사업을 시작했지만, 본격적으로 온라인 사업 부문에 주력하기 시작한 것은 2017년 '와이즈캠프' 인수 이후이다.

'와이즈캠프'는 현재 (주)비상엠러닝으로 사명을 변경하였고 올해 8월 비상교육에 흡수합병될 예정이다. (주)비상엠러닝은 초등학생 위주의 스마트 학습지(브랜드명 '와이즈캠프') 사업을 영위하고 있다. (주)비상엠러닝의 회원수는 인수 직후 2018년 1.1만명에서 올해 6월 5만명으로 빠르게 증가했고, 매출액 역시 2018년 160억원에서 2021년 473억원으로 연평균 31.1% 성장했다. 동사는 매출원가 단에서 디바이스기기 매입 비용을 처리하고 있고, 판매관리비 단에서 외주 관리교사 지급 비용을 처리하고 있다. (주)비상엠러닝은 매출액 증가에 따른 영업레버리지 효과로 영업이익 적자 폭은 점차 축소되고 있으나, 올해 8월 합병 이후 비상교육의 '수박씨닷컴'과 연결로 처리되면서 영업이익 흑자 전환 효과를 확인하긴 힘들 것으로 예상된다. 왜냐하면 비상교육은 현재 인터넷 강의 서비스 중심의 중등사업부('수박씨닷컴')를 '와이즈캠프'와 같은 스마트 학습지로 전환할 예정이기 때문이다. 동사는 올해 말 통합브랜드를 런칭할 계획이며, 이와 관련해 향후 2~3년간 중등 스마트학습지 서비스 개발을 위한 투자비가 집행될 수 있다.

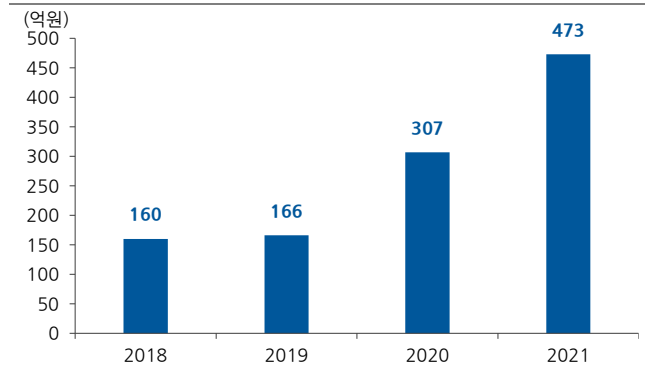
비상교육은 스마트학습지 시장에 집중하며 시장 성장에 따른 매출액 증가 수혜를 누릴 수 있으나, 단기적으로는 개발비 집행으로 인해 수익성 개선이 이뤄지기까지 중기적인 시간이 필요할 전망이다.

와이즈 캠프 회원수 추이



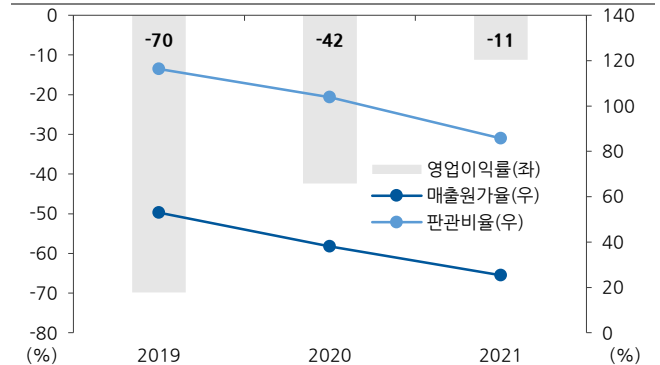
자료: 비상교육, 한국IR협의회 기업리서치센터

비상엠러닝 매출액 추이



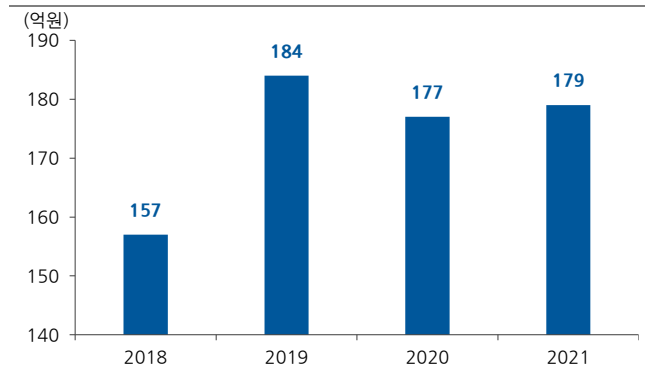
자료: 비상교육, 한국IR협의회 기업리서치센터

비상엠러닝 매출원가율, 판관비율과 영업이익률 추이



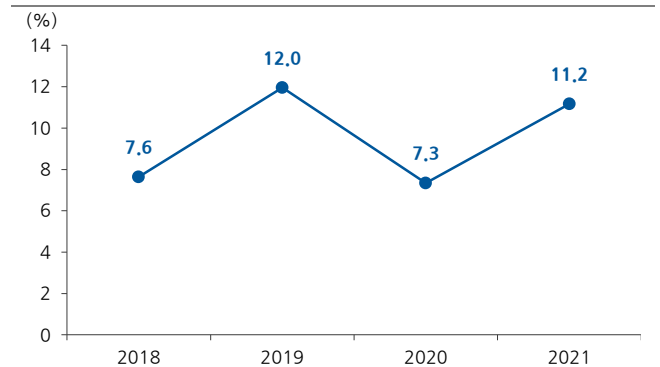
자료: 비상교육, 한국IR협의회 기업리서치센터

중등 이러닝(수박씨닷컴) 매출액 추이



자료: 비상교육, 한국IR협의회 기업리서치센터

중등 이러닝(수박씨닷컴) 영업이익률 추이



자료: 비상교육, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 개발비 처리 변경으로 2024년 이후가 기대되는 출판사업 부문

출판사업부문의

비상교육의 캐시카우.

개발비를 집행 즉시

비용처리하는 방식으로

변경하며

2022년 교육개정에 따른

수익성 개선 효과는

2024년 이후 본격화 예상

교과서 및 학습교재 출판 사업부는 비상 교육 사업부문의 근간이다.

동사는 설립 직후 학습지 시장에 진입했다. 비상교육은 2007년 개정교육과정부터 교과서 사업에 진출해서 교과서 출판실적이 개정교육과정이 순차적으로 적용된 2009년부터 동사의 실적에 반영되기 시작했다. 본격적으로 동사 교과서가 학교에서 사용되기 시작한 때는 2012년도부터이다.

비상교육은 2015년에 초등학교 사회, 과학 과목 국정교과서 발행사로 선정이 되었고, 2020년~2022년에는 수학교과서 발행사로 선정되었다. 올해부터는 초등학교 수학, 과학, 사회 과목이 국정에서 검정체제로 전환함(2022년부터: 3~4학년, 2023년부터: 5~6학년)에 따라 검정으로 개발해 공급하고 있다.

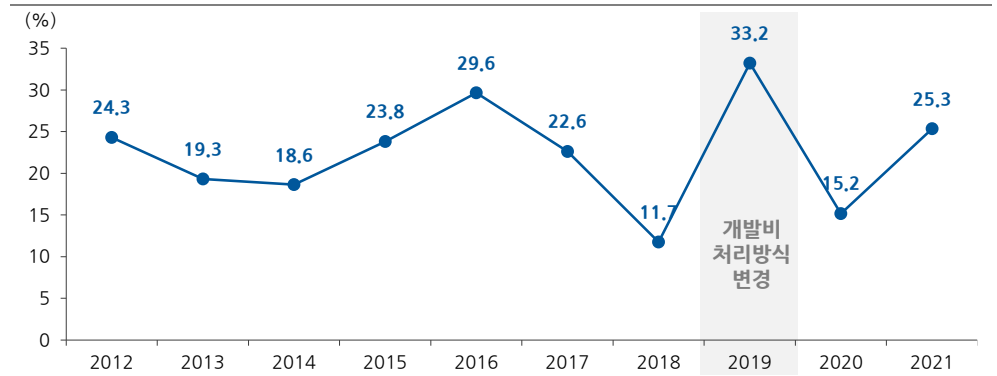
동사는 현재 교과서 시장에서 20%대의 시장점유율을 유지하고 있다. 현재 교과서 시장은 과점체제로 초기 개발비 집행으로 인해 경쟁사 유입이 쉽지 않다. 교과서 시장에는 동사 외에 천재교육, 미래엔 등이 각각 시장점유율 25%대, 20%대를 유지하고 있다.

통상 교육과정이 개정되면 동사를 포함한 교과서 출판사는 개발비를 집행해 교과서를 개발하고, 개정교육과정 적용 전에 교과서가 심의에 통과되거나 채택 여부가 결정된다. 그리고 교과서가 채택이 된다면, 적용 연도 직전 4분

기부터 교과서 매출이 발생한다. 비상교육은 2019년 전까지 이와 같은 개발비를 무형자산 처리화한 후 매출 발생 시기에 맞추어 3~5년간 감가상각처리를 해왔다. 그러나 2019년 동사는 업계 추세와 발맞추어 개발비를 집행 즉시 비용 처리하기 시작했다.

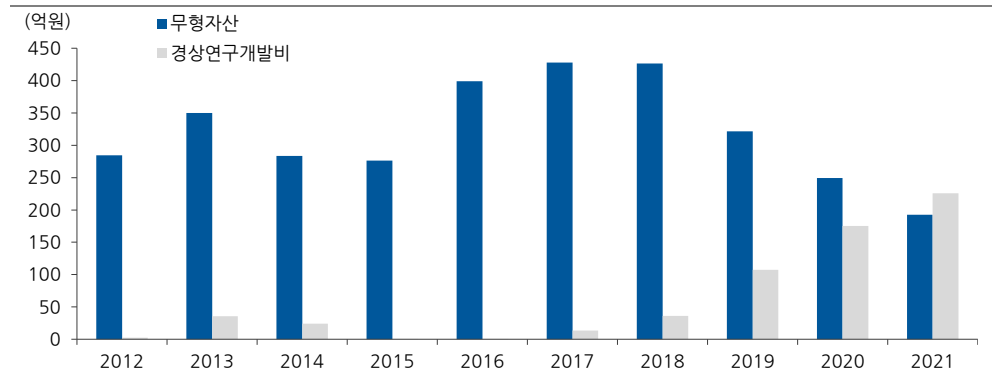
올해 10월경 교육부는 2022년 개정교육과정을 고시할 예정이다. 이에 따라 교과서도 개정될 예정이다. 고등학교는 고교학점제가 추진됨에 따라 교과체계가 기존 공통, 일반선택, 진로선택에서 공통과목과 선택과목 2체계로 변경된다. 선택과목은 일반선택, 융합선택, 진로선택으로 나뉜다. 출판사들은 교과서 개정에 대비해 올해 말부터 교과서 개발에 착수할 예정이다. 교과서 채택여부는 2024년에 결정될 것으로 예상된다. 비상교육도 올해 말부터 약 2년여간 교과서 개발비가 집행될 예정이다. 개발비가 집행 즉시 비용처리 된다는 점을 감안하면 향후 2년간은 출판사업부분의 수익성은 다소 낮아질 개연성이 있다. 다만, 2024년 동사의 교과서가 다시 채택된다면 2024년 4분기부터는 수익성 개선 폭이 커질 수 있다.

출판 교육 사업 부분 영업이익률 추이



자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

무형자산과 경성연구개발비 추이



자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

**비상교육의 출판사업과
온라인사업 부분 비중은
61%와 31%
2015년 이후
출판 사업부분 평균 매출액
1,250억원,
영업이익률은 23% 수준**

현재 비상교육의 사업부분은 크게 출판 사업부분, 온라인 사업부분과 기타 사업부분으로 나뉘어져 있다. 기타 사업부분에는 영어교육, 유아 교육, 재수종합학원, 놀이시설 및 임대사업이 포함되어 있다. 2021년 매출액 기준으로 출판교육사업, 온라인 교육사업과 기타 사업부 비중은 각각 61%, 31%와 8%이다.

비상교육의 출판 사업부분은 2015년 이후 평균적으로 1,250억원의 매출액을 기록하고 있다. 학생 수 정체 및 점진적 감소로 교과서 및 학습교재 매출 성장은 제한적이다. 다만, 꾸준히 연평균 23%(2015년~2021년 평균 기준)의 영업이익률을 기록하며 비상교육의 안정적 수익의 토대가 되고 있다. 2021년 기준 출판사업 부분 내의 교과서와 학습교재의 매출 비중은 44.5%와 51.4%를 기록했으며, 학교별 매출 비중에서는 초등학교, 중학교, 고등학교가 각각 24.6%, 44.2%와 31.2%를 기록했다.

**온라인 사업부분은
비상엠러닝 인수한
2017년 이후 빠르게 성장**

온라인 사업부분은 크게 초등사업부 중심의 비상엠러닝과 중등사업부인 '수박씨닷컴'이 있다. 연결 기준으로 비상교육의 온라인 사업부분은 비상엠러닝을 인수한 2017년부터 매출이 빠르게 성장했다. 2017년 205억원에 불과했던 온라인 사업부분 매출액은 2021년 667억원으로 3배 증가했고, 당분간 20% 이상의 성장률을 보일 것으로 추정된다.

**비상엠러닝은
1) 월회비 회계처리 방식과
2) 개발비, 광고비 집행으로
지속적으로 영업적자 유지**

다만, 온라인 사업부 중 '스마트학습지' 형태의 비상엠러닝은 지속적으로 영업적자를 유지하고 있다. 이는 1) 월회비 회계처리 방식과 2) 개발비 및 광고비 집행 때문이다.

비상교육은 회원과 제품에 대해 12개월, 24개월 약정을 하여 월회비를 받는다. 월회비는 12개월 기준 월 13.9만원, 24개월 기준 10.9만원이다. 회원들에게 디바이스가격(약 40만원 수준)은 월납으로 분할하여 받지만 비상교육은 디바이스가격을 첫 달에 전액 매출과 매출원가로 인식하며, 모집교사 수수료도 지급한다. 이에 초기 몇 달 동안 적자를 기록할 수밖에 없다.

**2021년 매출액
25.1%YoY 성장.
영업이익 흑자 전환**

비상교육은 2021년 매출액 2,156억원으로 2020년 대비 25.1% 증가했다. 출판 사업부분 매출액이 2020년 코로나로 인한 기저효과로 21.1% 증가한 가운데, 비상엠러닝의 회원수 증가로 온라인 사업부가 36.4% 성장한데 따른 것이다. 영업이익은 77억원으로 흑자 전환했다. 2015년 개정교육과정을 대비해 집행한 교과서개발비 상각 규모가 시간이 지남에 따라 축소되었고, 온라인 사업부도 매출 증가로 인한 영업레버리지 효과로 적자 규모가 축소되었다. 영업이익률은 3.6%로 2021년 -8.6% 대비 12.2%pYoY 개선됐다. 지배주주기준 당기순이익은 61억원으로 흑자 전환했다.

**2022년 1분기 매출액
8.6%YoY 성장.
영업이익률은 5.6%pYoY 하락**

동사의 2022년 1분기 매출액은 708억원으로 전년동기 대비 8.6% 성장했다. 출판 사업부와 온라인 사업부 매출액은 각각 6.2%, 17.3% 증가했다. 매출원가율은 38.3%로 전년동기 대비 1.9%p 상승했다. 이는 신규회원 모집을 위한 체험학습용 스마트학습지 디바이스 재고 확보를 위해 상품매입액이 증가했기 때문이다. 판매비율도 51.0%로 인건비와 외주 관리 교사에게 지급하는 비용이 증가하며 전년동기 대비 3.7%p 상승했다. 이에 영업이익률은 10.7%로 5.6%pYoY 하락했으며, 영업이익은 76억원으로 28.7%YoY 감소했다. 지배주주기준 당기순이익은 36억원으로 53.2% YoY 감소했다.

2022년 매출액

10.4%YoY증가,

영업이익률 2.7%pYoY 하락

전망

당사는 2022년 비상교육의 매출액을 2,380억원으로 10.4% 증가할 것으로 추정한다. 온라인 사업부는 중등이러닝 사업부분을 인터넷 강의 중심에서 스마트학습지로 전환하며, 매출액 성장률이 2020년~2021년 성장보다 둔화된 25%가 될 것으로 추정하며, 출판사업부 매출액도 기저효과가 소멸되며 3% 성장할 것으로 예상한다. 영업이익은 21억원으로 2021년 대비 72.5% 감소가 예상되며, 영업이익률도 0.9%로 2.7%pYoY 하락할 것으로 추정한다. 이는 1) 2022년 개정교육과정 대비 교과서 개발비와 중등용 스마트학습지 개발비집행과 2) 원가 단에서의 원재료 및 상품매입액 증가에 기인한다. 다만, 2015개정교육과정을 위해 집행된 교과서개발비 상각 규모가 줄어드는 점은 영업이익률 하락 폭을 다소 둔화시킬 것으로 추정한다.

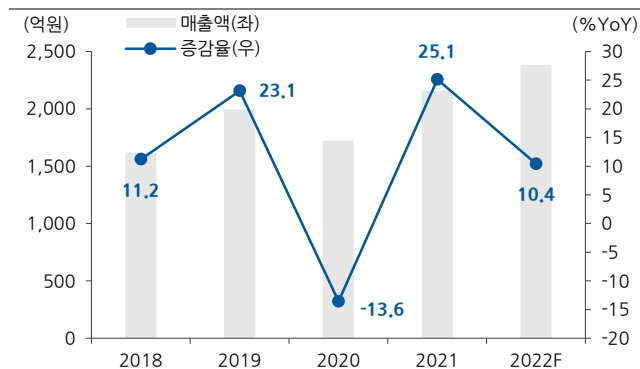
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	1,619	1,994	1,723	2,156	2,380
출판 사업	1,251	1,458	1,079	1,306	1,346
온라인 사업	326	358	489	667	834
기타 사업	42	178	155	182	201
영업이익	103	219	-149	77	21
당기순이익	23	112	-149	60	21
%YoY					
매출액	11.2	23.1	-13.6	25.1	10.4
출판 사업	4.3	16.6	-26.0	21.1	3.0
온라인 사업	58.8	9.7	36.7	36.4	25.0
기타 사업	-18.2	319.8	-12.9	17.5	10.3
영업이익	-59.9	112.6	-168.0	-151.7	-72.7
당기순이익	-87.1	387.0	-233.0	-140.3	-65.0
영업이익률	6.4	11.0	-8.6	3.6	0.9
당기순이익률	1.4	5.6	-8.6	2.8	0.9

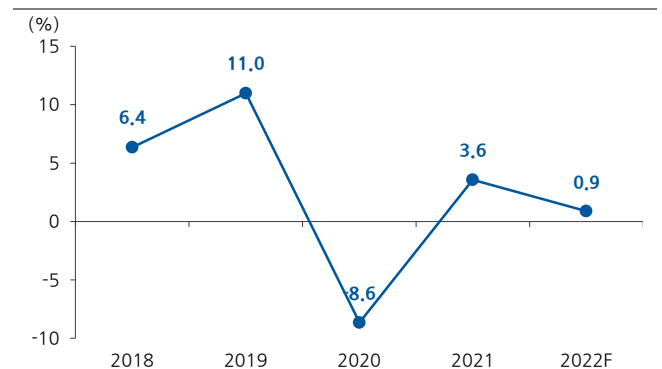
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

비상교육의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

비상교육의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 비상교육, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

현재 비상교육의

22년 예상 PBR은 0.4배.

역사적 하단인 0.3배 근접

현재 비상교육의 22년 예상 PER과 PBR은 41.7배와 0.4배이다. 2011년 IFRS가 도입된 이후 PBR 추이와 비교 시 동사의 현재 밸류에이션은 역사적 하단인 0.3배에 근접해 있다.

또한 상장되어 있는 경쟁사와 밸류에이션을 비교 시에도 상대적으로 저평가 국면에 있다. 그러나 현재 비상교육이 중등부분 온라인 사업부분 전략 변경과 2022 개정교육과정 변경을 대비해 집행할 예정인 개발비를 감안 시, 단기적인 모멘텀은 제한될 수 있다.

비상교육은 2007년 개정교육과정부터 교과서 사업에 진출했다. 실제 교과서 출판사업 사업이 동사의 실적에 반영되기 시작한 시점은 2009년부터이다. 2009 개정교육과정에서 동사는 14개 과목에 교과서를 출원, 13개 과목에서 합격 판정을 받았다. 2009 개정교육과정 관련된 실적은 일부 수정 후 바로 적용되었지만, 대부분은 2012년 4분기 이후 적용되었다. 이에 동사의 PBR은 2013년 1.6배까지 상승했다. 그러나 이후 추가성장을 위해 다각화했던 사업부분의 실적이 아직 부진하고, 출판 교육부분의 제한적인 성장성으로 인해 주가는 부진한 모습을 보이고 있다.

비상교육 연도별 BPS와 PBR Level

(단위: 원, 배)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BPS	9,568	10,688	11,723	12,014	13,271	15,008	16,098	15,926	16,496	15,074	15,381	15,352
High PBR	1.1	1.4	1.6	1.1	0.8	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6	1.0	0.8
Average PBR	0.8	1.0	1.2	0.8	0.7	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
Low PBR	0.5	0.6	0.9	0.6	0.6	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

비상교육의 PBR 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

비상교육의 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

비상교육의 PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

경쟁사와 상대적으로 비교해도**밸류에이션은 낮음.****향후 1~3년 집행될****개발비를 감안하면****단기 모멘텀은 제한적**

비상교육은 경쟁사와 비교시에도 상대적으로 밸류에이션이 낮다.

현재 비상교육의 사업 중 비중이 높은 부분은 교과서 및 학습교재 출판 교육 사업부분이다. 그러나 현재 교과서 출판사업을 영위하는 회사 중 주식 시장에 상장되어 있는 곳은 비상교육에 불과해서 비교하기가 어렵다.

이에 비상교육이 현재 향후 성장 사업으로 주력하고 있는 온라인 교육 사업 부분을 영위하는 경쟁사들과 동사의 PBR을 비교해 보면 동사는 상대적으로 낮은 편이다. 시장에서 스마트학습지 시장의 선구자로 인식되어 있는 곳은 '아이스크림홈런'으로 유명한 아이스크림에듀이다. 이 외 '엘리하이'의 메가스터디교육과 '밀크티'의 천재교육, '스마트올'의 웅진씽크빅, '써밋'의 대교 등이 있다. 메가스터디교육은 높은 수익성과 성장성으로 PBR 2.6배를 기록하고 있으며, 아이스크림에듀는 수익성이 부진함에도 불구하고 스마트학습지 시장에서의 브랜드 가치로 PBR 1.1배를 받고 있다. 비상교육은 현재 대교 대비해서도 낮은 밸류에이션을 받고 있지만, 단기적으로 주가 모멘텀은 제한적이라고 판단한다. 중등부분 온라인 사업부분 전략 변경과 2022 개정교육과정 변경을 대비해 집행할 예정인 개발비로 향후 1~2년간은 수익성이 다소 부진할 수 있기 때문이다.

비상교육과 주요 교육 업체 밸류에이션 비교

(단위: 억원, %, 배)

		비상교육	메가스터디교육	웅진씽크빅	대교	아이스크림에듀
시가총액	2022	855	10,949	2,911	2,583	704
	2018	2,543	3,672	6,533	8,303	690
	2019	2,862	4,328	24,536	9,199	957
자산총계(억원)	2020	2,632	5,540	6,661	8,452	998
	2021	2,715	7,243	7,716	8,136	897
	2022E	2,794	7,893	7,690	7,701	904
	2018	2,070	2,132	3,162	6,127	490
	2019	2,144	2,468	4,687	6,090	745
자본총계(억원)	2020	1,959	2,661	3,711	5,554	733
	2021	1,999	3,389	3,628	5,062	666
	2022E	1,996	4,292	3,780	4,719	665
	2018	1,619	3,569	6,429	7,631	1,001
	2019	1,994	4,374	6,522	7,619	1,064
매출액(억원)	2020	1,723	4,747	6,461	6,270	1,155
	2021	2,156	7,039	8,139	6,384	1,286
	2022E	2,380	8,517	9,500	6,645	1,358
	2018	103	482	340	256	126
	2019	219	596	217	294	54
영업이익(억원)	2020	-149	328	140	-280	-16
	2021	77	990	268	-283	-69
	2022E	21	1,421	390	-328	-39
	2018	6.4	13.5	5.3	3.4	12.5
	2019	11.0	13.6	3.3	3.9	5.1
영업이익률(%)	2020	-8.6	6.9	2.2	-4.5	-1.4
	2021	3.6	14.1	3.3	-4.4	-5.4
	2022E	0.9	16.7	4.1	-4.9	-2.9
	2018	24	409	222	189	106
	2019	113	470	-1,509	169	50
당기순이익(억원)	2020	-148	215	10	-176	8
	2021	61	812	433	-436	-73
	2022E	21	1,136	270	-305	-31
	2018	1.2	20.9	7.2	2.9	25.6
	2019	5.4	20.5	-38.5	2.8	8.1
ROE(%)	2020	-7.2	8.4	0.2	-3.0	1.0
	2021	3.1	26.8	11.8	-8.2	-10.4
	2022E	1.0	29.6	7.4	-6.2	-4.6
	2018	33.1	7.5	4.2	30.1	0.0
	2019	9.0	10.4	N/A	30.6	20.7
PER(배)	2020	N/A	21.5	340.5	N/A	143.6
	2021	16.8	12.0	8.5	N/A	N/A
	2022E	40.7	9.6	10.8	N/A	N/A
	2018	0.4	1.4	0.3	0.9	0.0
	2019	0.5	2.0	0.9	0.8	1.4
PBR(배)	2020	0.4	1.7	0.9	0.6	1.5
	2021	0.5	2.9	1.0	0.7	1.4
	2022E	0.4	2.6	0.8	0.5	1.1
	2018	0.5	0.9	0.1	0.7	0.0
	2019	0.5	1.1	0.6	0.7	1.0
PSR(배)	2020	0.5	1.0	0.5	0.5	0.9
	2021	0.5	1.4	0.5	0.5	0.7
	2022E	0.4	1.3	0.3	0.4	0.5
	2018	3.2	3.3	0.0	3.1	0.0
	2019	3.2	2.7	10.4	2.8	1.3
배당수익률(%)	2020	2.3	1.9	4.0	2.7	0.6
	2021	2.8	2.4	4.1	2.1	0.0

주: 주가는 8/3일 기준, 메가스터디, 웅진씽크빅, 대교의 2022년 추정치는 시장 컨센서스 기준, 비상교육과 아이스크림에듀는 당사추정치 기준

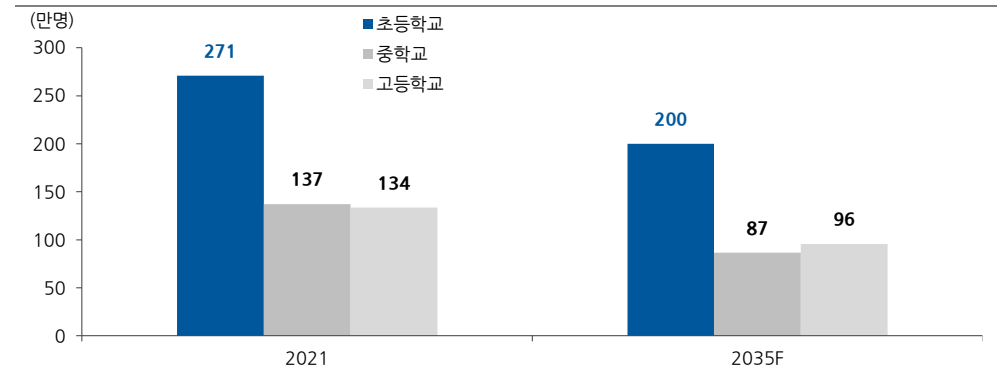
! 리스크 요인

비상교육의 중장기 리스크는 학령인구의 감소

비상교육의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소이다.

초저출산 영향으로 2021년 271만명인 초등학교 학령인구는 2035년 199만명으로 26% 감소할 예정이다. 또한 중학교 학령인구도 137만명에서 86만명으로 37% 감소가 전망된다. 고등학교 학령인구 역시 134만명에서 96만명으로 28% 감소가 전망된다. 이에 따라 예상되는 동사의 매출액 감소 우려가 동사 주가에 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

학령인구 전망



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	1,619	1,994	1,723	2,156	2,380
증가율(%)	11.2	23.1	-13.6	25.1	10.4
매출원가	851	960	925	927	1,041
매출원가율(%)	52.6	48.1	53.7	43.0	43.7
매출총이익	768	1,034	798	1,229	1,340
매출이익률(%)	47.4	51.9	46.3	57.0	56.3
판매관리비	665	815	946	1,151	1,319
판매비율(%)	41.1	40.9	54.9	53.4	55.4
EBITDA	275	381	10	241	174
EBITDA 이익률(%)	17.0	19.1	0.6	11.2	7.3
증가율(%)	-24.8	38.5	-97.4	2,351.0	-27.9
영업이익	103	219	-149	77	21
영업이익률(%)	6.4	11.0	-8.6	3.6	0.9
증가율(%)	-59.9	112.3	적전	흑전	-72.5
영업외손익	-47	-11	-17	7	6
금융수익	5	25	3	4	3
금융비용	2	3	2	1	2
기타영업외손익	-49	-33	-18	4	4
종속/관계기업관련손익	4	3	-3	3	3
세전계속사업이익	60	212	-169	88	30
증가율(%)	-75.2	250.4	적전	흑전	-65.3
법인세비용	37	100	-20	27	10
계속사업이익	23	112	-149	60	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	112	-149	60	21
당기순이익률(%)	1.4	5.6	-8.6	2.8	0.9
증가율(%)	-87.1	379.3	적전	흑전	-65.7
지배주주지분 순이익	24	113	-148	61	21

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	175	269	189	196	81
당기순이익	23	112	-149	60	21
유형자산 상각비	27	40	47	51	55
무형자산 상각비	145	122	111	112	98
외환손익	-0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-72	-105	230	-79	-89
기타	52	100	-50	52	-4
투자활동으로인한현금흐름	-302	-169	-234	15	-196
투자자산의 감소(증가)	-119	-41	-50	179	5
유형자산의 감소	0	18	1	2	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-76	-122	-208	-90	-120
기타	-107	-24	23	-76	-81
재무활동으로인한현금흐름	2	-45	-4	-18	94
차입금의 증가(감소)	48	-12	36	12	121
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-43	-25	-31	-18	-27
기타	-3	-8	-9	-12	0
기타현금흐름	0	-0	-1	1	0
현금의증가(감소)	-125	55	-50	195	-20
기초현금	178	52	107	57	252
기말현금	52	107	57	252	232

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	1,174	1,493	1,157	1,196	1,228
현금성자산	52	107	57	252	232
단기투자자산	165	191	212	4	4
매출채권	726	960	699	685	672
재고자산	202	169	148	200	260
기타유동자산	28	66	41	54	60
비유동자산	1,369	1,369	1,475	1,519	1,565
유형자산	484	574	774	841	906
무형자산	492	373	300	256	238
투자자산	47	54	68	97	95
기타비유동자산	346	368	333	325	326
자산총계	2,543	2,862	2,632	2,715	2,794
유동부채	438	646	553	675	634
단기차입금	76	64	54	50	50
매입채무	74	94	71	106	85
기타유동부채	288	488	428	519	499
비유동부채	36	72	120	41	164
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	46	0	120
기타비유동부채	36	72	74	41	44
부채총계	474	718	673	716	798
지배주주지분	2,070	2,144	1,959	1,999	1,995
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	581	581	581	581	581
자본조정 등	-141	-146	-148	-149	-149
기타포괄이익누계액	-21	-21	-22	-27	-27
이익잉여금	1,587	1,665	1,484	1,529	1,525
자본총계	2,069	2,144	1,959	1,999	1,996

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	33.0	9.0	N/A	16.8	41.7
P/B(배)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
P/S(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	2.4	2.1	73.6	3.7	5.1
배당수익률(%)	3.2	3.2	2.3	2.8	3.0
EPS(원)	188	868	-1,142	466	160
BPS(원)	15,926	16,496	15,074	15,381	15,352
SPS(원)	12,459	15,341	13,258	16,587	18,316
DPS(원)	200	250	150	220	200
수익성(%)					
ROE	1.2	5.4	-7.2	3.1	1.0
ROA	0.9	4.1	-5.4	2.3	0.8
ROIC	2.4	6.2	-9.7	4.3	0.9
안정성(%)					
유동비율	268.2	231.1	209.2	177.2	193.6
부채비율	22.9	33.5	34.3	35.8	40.0
순차입금비율	-6.9	-9.9	-7.2	-5.9	1.2
이자보상배율	51.0	77.1	-62.3	60.3	11.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.6	0.8	0.9
매출채권회전율	2.2	2.4	2.1	3.1	3.5
재고자산회전율	7.6	10.7	10.9	12.4	10.3

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.