

# 비상교육 (100220)

## 중장기 이익 증가 Cycle 도래

Mid-Small cap



شم의섭

02 3770 5719  
euisseob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (10/08)	8,010원
자본금	65억원
시가총액	1,041억원
주당순자산	16,895원
부채비율	22.92
총발행주식수	12,996,741주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	41,472주
52주 고	11,500원
52주 저	6,010원
외인지분율	9.66%
주요주주	양태희 외 26 인 54.61%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	(6.8)	4.2
상대	1.0	(5.9)	14.7
절대(달러환산)	3.2	(7.6)	(1.1)



자료: Myresearch

### 오랜 업력을 지닌 교과서·교재 출판 및 온·오프라인 교육 업체

- 1997년 설립, 2008년 코스피 시장에 상장한 교과서·교재 출판 및 온·오프라인 교육 업체. 비상엠러닝(구 와이즈캠프닷컴, 초등 온라인 학습 서비스) 포함 5개 자회사를 보유하고 있으며, 사업부별 매출 비중은 2018년 연결 기준 출판 77%, 온라인 교육 20%, 오프라인 학원 사업 2%, 기타 2%로 구성. 출판 사업의 경우 교과서가 약 55%, 학습 교재가 45%의 비중을 차지.
- 초등학교 고학년부터 중학교 교과서 및 교재 시장에 특화된 업체로, 학생 수 감소에도 불구하고, 영세 업체들의 이탈, 신사업 추진 등으로 매출 증가를 지속하고 있음.

### 구조적 이익 회복 Cycle + 일회성 요인과 더불어 중장기 성장 모멘텀까지

- 2015 개정 교육과정 도입으로 인한 개발비, 심사비 등 비용 증가, 자회사 적자폭 증가 등으로 지난해까지 동사 실적과 주가는 큰 폭으로 하락하였으나, 1) 교육과정 개편 공백으로 인한 개발비, 심사비 등 비용 감소, 2) 자회사 정리 및 적자폭 축소, 3) 2014년 교과서 가격조정명령 관련 소송 승소에 따른 하반기 일회성 매출인식(약 200억원), 4) 초등학교 교과용도서 구분 개정안에 따른 검정 교과서 전환으로 2019년 실적 턴어라운드 및 중장기 증익 Cycle에 접어들 전망.
- 2018년 연결기준 동사의 판관비는 665억으로 2017년 497억 대비 큰 폭으로 증가하였으나, 적자 자회사 축소 및 교육과정 개편 공백으로 인한 비용 감소 등으로 2019년을 기점으로 다시 감소할 것으로 전망. 이와 더불어 2014년에 시행되었던 교과서 가격조정명령 관련 소송에서 올해 초 승소하여 연내 약 200억원 가량 매출 인식 기대. 대부분이 영업이익으로 인식될 예정.
- 또한 교육부는 2022년부터 초등학교 교과서를 검정으로 전환한다고 연초 발표했으며, 지난 8/30 초등 3~6학년 사회·수학·과학 및 이와 관련된 사회과 부도, 수학익힘, 실험관찰 등 41책, 지도서 24책의 검정 전환을 확정. 중학교 검인정교과서 시장에서 높은 점유율을 차지하고 있는 점을 고려 시 기회요인이 될 수 있을 것으로 판단. 자회사 비상엠러닝과의 시너지 또한 기대.

### 중장기 이익 증가 Cycle 도래에 따른 Valuation Re-rating 기대

- 3Q는 국정교과서 매출인식 시점 차이로 전년대비 소폭 부진할 것으로 예상되나, 일회성 요인과 더불어 구조적 이익 회복으로 연간 실적은 전년 대비 크게 개선될 전망이며, 이에 따른 배당 확대 가능성도 존재. 또한 지난 8월 '20~'22년 초등국정교과서 발행자 선정 입찰에서 수학, 과학 두 영역에서 1순위 확보. '17~'19년에 이은 안정적인 매출 확보 및 불확실성 해소 측면에서도 긍정적.

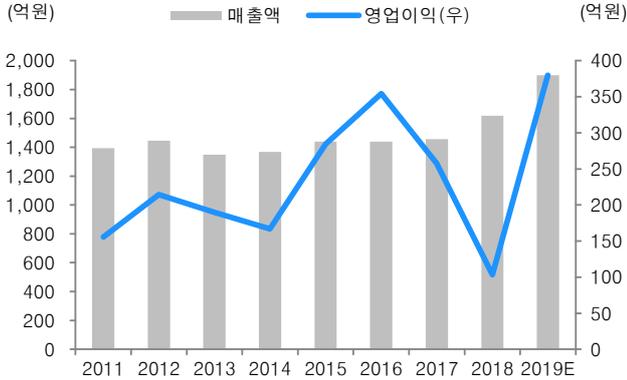
### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
매출액	1,438	1,439	1,456	1,619	1,900
영업이익	284	355	258	103	380
지배주주순이익	168	256	181	24	300
영업이익률	19.8	24.6	17.7	6.4	20.0
EPS	1,298	1,971	1,390	179	2,308
PER	7.0	6.4	9.8	49.7	3.5
PBR	0.6	1.0	0.7	0.4	0.5
ROE	10.3	14.0	8.9	1.1	13.6

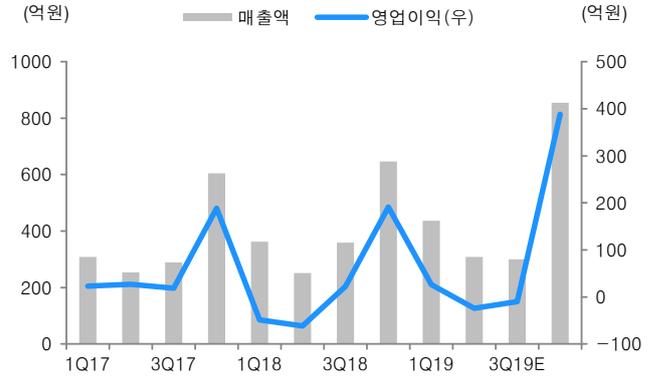
자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 매출액, 영업이익의 추이 및 전망



자료: 비상교육, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액, 영업이익의 추이 및 전망(4Q 일회성 인식 가정 시)



자료: 비상교육, 유안타증권 리서치센터

비상교육 (100220) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	1,369	1,438	1,439	1,456	1,619
매출원가	768	754	664	701	851
매출총이익	601	685	775	755	768
판매비	434	400	420	497	665
영업이익	167	284	355	258	103
EBITDA	285	404	465	366	275
영업외손익	-20	-54	-23	-14	-43
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-13	-5	1	5	3
관계기업관련손익	0	3	4	4	4
기타	-8	-52	-28	-23	-49
법인세비용차감전순손익	147	231	331	243	60
법인세비용	42	62	75	63	37
계속사업순손익	105	169	256	181	23
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	105	169	256	181	23
지배지분순이익	109	168	256	181	24
포괄순이익	91	180	251	182	20
지배지분포괄이익	96	179	251	182	21

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	26	402	512	146	175
당기순이익	109	168	256	181	24
감가상각비	27	24	23	20	27
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	-3	-4	-4	-4
자산부채의 증감	-224	36	102	-174	-72
기타현금흐름	113	176	136	123	199
투자활동 현금흐름	43	-130	-209	-141	-302
투자자산	11	-17	7	0	29
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-27	-5	-13	-76
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	39	-85	-211	-128	-255
재무활동 현금흐름	-109	-267	-224	-42	2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-62	-251	-200	-2	48
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-17	-24	-40	-43
기타현금흐름	-17	0	0	0	-3
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-40	4	79	-38	-125
기초 현금	171	131	136	215	178
기말 현금	131	136	215	178	52
NOPLAT	119	208	274	191	40
FCF	16	250	264	-19	-48

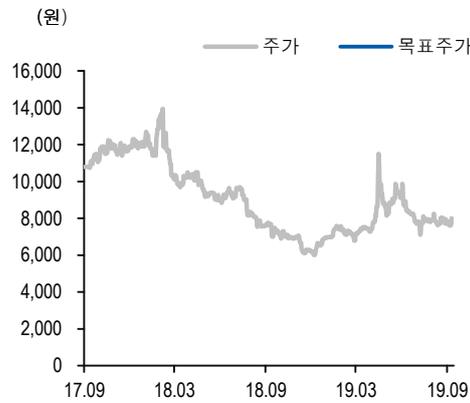
자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	1,272	1,182	1,151	1,263	1,174
현금및현금성자산	131	136	215	178	52
매출채권 및 기타채권	879	811	748	799	732
재고자산	211	195	159	221	202
비유동자산	1,185	1,170	1,247	1,300	1,369
유형자산	436	444	431	430	484
관계기업등 지분관련자산	10	12	16	20	18
기타투자자산	99	78	65	51	29
자산총계	2,457	2,352	2,397	2,563	2,543
유동부채	629	484	422	443	438
매입채무 및 기타채무	206	192	200	215	207
단기차입금	148	30	30	28	76
유동성장기부채	97	75	0	0	0
비유동부채	270	145	27	29	36
장기차입금	245	125	0	0	0
부채총계	899	630	449	472	474
지배지분	1,561	1,725	1,951	2,092	2,070
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	581	581	580	580	581
이익잉여금	1,062	1,216	1,444	1,584	1,587
비지배지분	-3	-3	-3	-2	-1
자본총계	1,558	1,722	1,948	2,091	2,069

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	807	1,298	1,971	1,390	179
BPS	12,728	14,067	15,915	17,083	16,885
DPS	130	200	330	350	200
PER	11.3	7.0	6.4	9.8	49.7
PBR	0.6	0.6	1.0	0.7	0.4
EV/EBITDA	5.1	3.2	4.3	4.0	2.9
PSR	0.9	0.8	1.1	1.2	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (% YoY)	1.5	5.1	0.0	1.2	11.2
영업이익 증가율 (% YoY)	-12.0	70.3	24.7	-27.4	-59.9
지배순이익 증가율 (% YoY)	-20.3	53.7	52.2	-29.4	-86.5
매출총이익률 (%)	43.9	47.6	53.9	51.8	47.5
영업이익률 (%)	12.2	19.8	24.7	17.7	6.4
지배순이익률 (%)	8.0	11.7	17.8	12.4	1.5
ROIC	6.9	13.3	17.4	11.2	2.3
ROA	4.5	7.2	10.7	7.1	1.0
ROE	6.8	10.3	14.0	8.9	1.1
부채비율 (%)	57.7	36.6	23.1	22.6	22.9
영업이익/이자비용 (배)	9.6	35.2	99.9	292.7	50.9

비상교육 (100220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-10	Not Rated	-	1년		- - -

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성사: 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.