

비상교육 (100220)

초등학교 교과서, 2022년부터 검정으로 전환

검정교과서 Top 3 업체

비상교육은 검정교과서 시장 Top 3 업체 중 하나로, 중고 등 검정교과서 및 교재 매출이 전체 매출의 60% 이상을 차지한다. 2016년 첫 초등학교 국정교과서 납품을 시작으로, 2019년까지 매년 약 200억원의 매출 발생에 기여했다. 교과서/교재 출판사업 외에도 비상교육은 2017년부터 온라인/해외사업을 확장해왔으며, 사업 다각화를 통한 체질 개선 및 외형 성장을 진행 중이다. 2019년 1분기 매출액은 437억원(YoY, +20.7%), 영업이익은 26억원(YoY, 흑전)을 달성했다. 중고등 교과서 및 교재 판매 호조가 실적 턴어라운드를 견인했다는 분석이다.

초등 교과서 국정 → 검정 전환, 온라인/해외사업 확장

비상교육은 검정교과서 매출 확대와 온라인/해외사업 확장이 기대된다.

- 1) 초등 검정교과서 시장 개방: 교육부는 연초 초등학교 교과서를 2022년부터 국정에서 검정으로 전환한다고 발표했다. 적용 대상은 초등학교 3~6학년의 사회, 수학, 과학 등 3 과목이다. 교재를 포함한 연간 매출액은 200~250억원에 달할 것으로 기대된다.
- 2) 온라인 및 해외사업 확장: 비상교육은 2017년 7월 초등 온라인학습업체 '비상엠러닝(舊 와이즈캠프)'를 인수하며 2조 원대 규모의 초등학습지 시장으로 사업영역 확장을 개시했다. '스마트와이즈캠프'의 가세로 비상교육의 온라인사업 포트폴리오가 보다 풍부해졌다는 분석이다. 2017년 중국 신동방교육그룹에 Wings 판매를 시작으로 베트남, 캐나다, 파라과이, 필리핀 등 5개국에 크고 작은 상품을 수출 중이며, 2019년에는 최소 개런티가 보장된 계약을 늘리며 해외 사업에도 박차를 가하고 있다.

2019년 매출액 1,847억원, 영업이익 174억원 전망

비상교육의 2019년 실적은 매출액 1,847억원(YoY, +14.1%), 영업이익 174억원(YoY, +68.9% / OPM 9.4%)으로 전망한다. 중고등 교과서 및 교재의 지속적인 매출 증가와 온라인 및 해외사업의 확장을 통한 실적 성장이 예상된다.

Initiate

Not Rated

| CP(5월 15일): 10,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,092.78
52주 최고/최저(원)	11,500/6,010
시가총액(십억원)	141.7
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	12,996.7
60일 평균 거래량(천주)	96.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.0
19년 배당금(예상, 원)	200
19년 배당수익률(예상, %)	1.83
외국인지분율(%)	8.32
주요주주 지분율(%)	
양태외 외 25 인	54.61
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	44.9 56.2 3.8
상대	55.3 55.8 22.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	184.7	198.6
영업이익(십억원)	17.4	24.6
순이익(십억원)	10.4	15.9
EPS(원)	798	1,221
BPS(원)	17,520	18,553

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	145.6	161.9	184.7	198.6	214.4
영업이익	십억원	25.8	10.3	17.4	24.6	33.4
세전이익	십억원	24.3	6.0	14.7	21.8	30.2
순이익	십억원	18.1	2.4	10.4	15.9	22.7
EPS	원	1,391	188	798	1,221	1,744
증감률	%	(29.4)	(86.5)	324.5	53.0	42.8
PER	배	8.55	33.05	13.65	8.92	6.25
PBR	배	0.70	0.37	0.62	0.59	0.54
EV/EBITDA	배	3.72	2.97	4.18	3.23	2.38
ROE	%	8.95	1.17	4.92	7.16	9.51
BPS	원	17,097	16,910	17,520	18,553	20,108
DPS	원	350	200	200	200	200



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

투자포인트

초등 교과서 국정 → 검정 전환, 온라인/해외사업 확장

2022년부터 초등 교과서
국정 → 검정 전환

1) 초등 검정교과서 시장 개방

교육부는 연초 초등학교 교과서를 2022년부터 국정에서 검정으로 전환한다고 발표했다. 적용 대상은 초등학교 3~6학년의 사회, 수학, 과학 등 3 과목이다. 비상교육은 그간 쌓아온 중고등 교과서/교재 출판 경험을 바탕으로 초등 교과서에도 성공적으로 진출 할 수 있을 것으로 예상되며, 교재를 포함한 연간 매출액은 200~250억원에 달할 것으로 기대된다.

2) 온라인 및 해외사업 확장

‘비상엠러닝’ 성장성
+ 해외사업 본격화 기대

비상교육은 2017년 7월 초등 온라인학습업체 ‘비상엠러닝(舊 와이즈캠프)’를 인수하며 2조원대 규모의 초등학습지 시장으로 사업영역 확장을 개시했다. 기존 중등 이러닝 서비스인 ‘수박씨닷컴’에서 꾸준히 매출이 발생하는 가운데, ‘스마트와이즈캠프’의 가세로 비상교육의 온라인사업 포트폴리오가 보다 풍부해졌다는 분석이다. 2017년 중국 신동방교육그룹에 Wings 판매를 시작으로 베트남, 캐나다, 파라과이, 필리핀 등 5개국에 크고 작은 상품을 수출 중이며, 2019년에는 최소 개런티가 보장된 계약을 늘리며 해외 사업에도 박차를 가하고 있다.

표 1. 비상러닝 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019F
매출액	143.9	145.6	161.9	184.7
YoY		1.2%	11.2%	14.1%
출판사업	124.3	119.9	125.1	133.0
온라인사업	13.8	20.5	32.6	36.8
오프라인 학원사업	4.3	4.3	3.1	2.6
유아교육사업	1.8	2.1	2.8	14.3
부문간 내부 매출	(0.2)	(1.2)	(1.6)	(2.0)
영업이익	35.5	25.8	10.3	17.4
YoY		-27.3%	-60.1%	68.9%
OPM	24.6%	17.7%	6.4%	9.4%
(지배)순이익	25.6	18.1	2.4	10.4
YoY		-29.3%	-86.7%	333.3%
NPM	17.8%	12.4%	1.5%	5.6%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

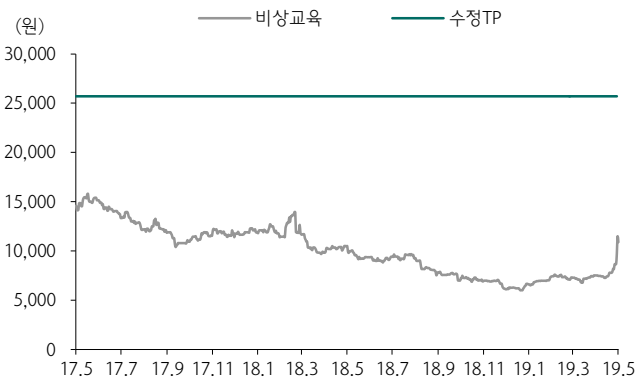
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	145.6	161.9	184.7	198.6	214.4
매출원가	70.1	85.1	99.1	103.1	107.2
매출총이익	75.5	76.8	85.6	95.5	107.2
판매비	49.7	66.5	68.2	70.9	73.8
영업이익	25.8	10.3	17.4	24.6	33.4
금융손익	0.5	0.3	0.2	(0.0)	(0.3)
중속/관계기업손익	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	(2.3)	(4.9)	(3.3)	(3.2)	(3.4)
세전이익	24.3	6.0	14.7	21.8	30.2
법인세	6.3	3.7	4.3	5.9	7.5
계속사업이익	18.1	2.3	10.4	15.9	22.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.1	2.3	10.4	15.9	22.7
비배주주지분	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
순이익	18.1	2.4	10.4	15.9	22.7
지배주주순이익	18.2	2.1	11.0	16.8	24.0
영업이익중이익	19.1	4.0	12.3	17.9	25.1
EBITDA	36.6	27.5	33.3	40.6	49.6
성장성(%)					
매출액증가율	1.2	11.2	14.1	7.5	8.0
NOPAT증가율	(30.3)	(79.1)	207.5	45.5	40.2
EBITDA증가율	(21.3)	(24.9)	21.1	21.9	22.2
영업이익증가율	(27.3)	(60.1)	68.9	41.4	35.8
(지배주주)순이익증가율	(29.3)	(86.7)	333.3	52.9	42.8
EPS증가율	(29.4)	(86.5)	324.5	53.0	42.8
수익성(%)					
매출총이익률	51.9	47.4	46.3	48.1	50.0
EBITDA이익률	25.1	17.0	18.0	20.4	23.1
영업이익률	17.7	6.4	9.4	12.4	15.6
계속사업이익률	12.4	1.4	5.6	8.0	10.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,391	188	798	1,221	1,744
BPS	17,097	16,910	17,520	18,553	20,108
CFPS	3,030	2,318	2,283	2,827	3,453
EBITDAPS	2,815	2,118	2,560	3,127	3,814
SPS	11,206	12,459	14,211	15,281	16,496
DPS	350	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	8.6	33.0	13.7	8.9	6.2
PBR	0.7	0.4	0.6	0.6	0.5
PCR	3.9	2.7	4.8	3.9	3.2
EV/EBITDA	3.7	3.0	4.2	3.2	2.4
PSR	1.1	0.5	0.8	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	8.9	1.2	4.9	7.2	9.5
ROA	7.3	1.0	4.0	5.8	7.7
ROIC	11.8	2.2	6.5	9.2	12.5
부채비율	22.6	22.9	24.4	24.2	23.6
순부채비율	(8.8)	0.6	(1.2)	(4.5)	(9.6)
이자보상배율(배)	292.2	51.0	58.8	83.2	113.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	126.3	117.4	136.7	154.0	178.4
금융자산	21.2	6.3	10.1	17.8	31.3
현금성자산	17.8	5.2	8.8	16.4	29.9
매출채권 등	79.9	73.2	83.5	89.8	96.9
재고자산	22.1	20.2	23.1	24.8	26.8
기타유동자산	3.1	17.7	20.0	21.6	23.4
비유동자산	130.0	136.9	130.3	129.5	128.7
투자자산	7.1	4.7	4.0	4.3	4.6
금융자산	5.1	1.7	1.9	2.1	2.2
유형자산	43.0	48.4	46.0	43.7	41.7
무형자산	50.2	49.2	45.8	47.0	47.9
기타비유동자산	29.7	34.6	34.5	34.5	34.5
자산총계	256.3	254.3	267.0	283.5	307.1
유동부채	44.3	43.8	48.2	50.8	53.9
금융부채	2.8	7.6	7.6	7.6	7.6
매입채무 등	21.5	20.7	23.6	25.3	27.4
기타유동부채	20.0	15.5	17.0	17.9	18.9
비유동부채	2.9	3.6	4.1	4.5	4.8
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.9	3.6	4.1	4.5	4.8
부채총계	47.2	47.4	52.3	55.3	58.7
지배주주지분	209.2	207.0	214.9	228.3	248.5
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	58.0	58.1	58.1	58.1	58.1
자본조정	(13.9)	(14.1)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
기타포괄이익누계액	0.2	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
이익잉여금	158.4	158.7	166.6	180.0	200.3
비지배주주지분	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	209.1	206.9	214.8	228.2	248.4
순금융부채	(18.4)	1.2	(2.5)	(10.2)	(23.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	14.6	17.5	15.1	25.0	31.0
당기순이익	18.1	2.3	10.4	15.9	22.7
조정	13.9	22.4	15.4	15.6	15.7
감가상각비	10.8	17.2	15.9	16.0	16.1
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타	3.5	5.6	(0.1)	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채	(17.4)	(7.2)	(10.7)	(6.5)	(7.4)
변동					
투자활동 현금흐름	(14.1)	(30.2)	(9.0)	(15.0)	(15.1)
투자자산감소(증가)	1.3	2.7	1.2	0.1	0.1
유형자산감소(증가)	(1.3)	(7.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(14.1)	(25.3)	(10.2)	(15.1)	(15.2)
재무활동 현금흐름	(4.2)	0.2	(2.5)	(2.5)	(2.5)
금융부채증가(감소)	(0.2)	4.8	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(4.0)	(4.3)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
현금의 증감	(3.8)	(12.5)	3.7	7.5	13.5
Unlevered CFO	39.4	30.1	29.7	36.7	44.9
Free Cash Flow	13.3	9.9	15.1	25.0	31.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

비상교육



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.16	Not Rated	0		-
19.5.15	담당자 변경			-
17.1.3	BUY	25,700	-57.92%	-33.85%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.5%	7.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 05월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2019년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.