

Company Visit Note

# 비유와상징 (100220)

Not Rated

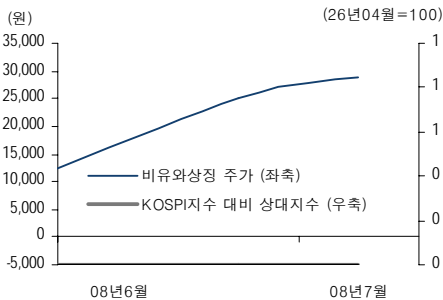
공모가 이하 가격은 과잉반응의 결과

주가 (7월 1일) 29,000원  
적정주가 (% variance) N.A

이선경  
(02) 3772-1568  
sunny.lee@goodi.com

시가총액	283.9십억원
일평균 거래액	12,558백만원
52주 최고가/최저가	29,000원/25,250원

주가 추이



- ▶ 중·고등 학습지 및 참고서 시장 내 확고한 입지
- ▶ 온라인 사업에 대해 부정적 시각보다는 좀 더 지켜봐야...
- ▶ PER 18~20배 수준 적용에는 큰 무리가 없을 듯

**중·고등 학습지 및 참고서 시장 내 확고한 입지** 비유와 상징은 ‘완자’, ‘한끝’, ‘개념+유형’ 등으로 유명한 중·고등 참고서 및 학습교재 출판업체이다. 98년 ‘한끝 국어’를 시작으로 ‘오투’, ‘개념+유형’ 등으로 학원용 교재시장을 적극적으로 공략하며 꾸준한 매출 성장을 이루어왔다. 학원시장에서의 성공을 바탕으로 2005년 출시한 자율학습 교재인 ‘완자’ 시리즈가 히트하며 매출이 급성장해 2004년 149억원에 이르던 매출은 2007년 658억원으로 4배 이상 크게 증가했다.

일반적인 단행본 출판 사업의 성공은 지속적인 신간 출시 및 베스트 셀러 발굴에 의해 좌우되어 저자에 대한 의존도가 높고 마케팅비 및 개발비 등의 부담이 크다. 따라서 사업의 불확실성은 크고 수익성 확보는 힘든 반면 교과 과정 관련 참고서 및 학습교재 시장은 이와는 특성을 달리한다. 이들 시장의 경우 시장규모가 비교적 안정적으로 유지되는 가운데 콘텐츠에 따른 브랜드 파워가 중요한 역할을 한다. 일단 히트 브랜드를 확보하게 되면 콘텐츠 리뉴얼을 위한 투자 부담은 낮으나 히트 브랜드 내에서 다양한 과목군 및 학년 층에 대한 제품 출시는 물론 유사 브랜드의 문칭을 통한 매출 확대의 경향이 있어 수익성이 크게 개선된다.

동사는 후발주자임에도 불구하고 짧은 시간에 학원용 교재 시장에서 강사들로부터 높은 호응을 얻어내며 콘텐츠의 우수성을 검증 받았으며 이를 바탕으로 자율학습 교재 시장에서 ‘완자’ 시리즈를 출시함으로써 탄탄한 브랜드 입지를 보유하고 있다. 매학기 대대적인 개선본 발행으로 고객 만족도를 제고하고 있는데 이러한 리뉴얼에도 불구하고 다수의 히트 제품군 보유로 영업이익률은 30%대에 이른다.

한편, 동사는 과거 내신대비 중심의 출판에 치우쳐 있었으나 2008년부터 수능용 학습서를 개발해 출시하기 시작했다. 또한, 지난 3월 중학교 1학년 영어 교과서 채택을 바탕으로 2009년 이후 영어 과목에도 진출(여타 과목과 달리 영어의 경우 교과서 채택 업체가 아닌 경우 교과서 내 지문 사용 금지되어 완자 등 히트 브랜드 내 영어 과목이 제외되어 왔음)할 계획이며 현재 수학에만 진출해 있는 초등부 시장도 국어, 사회, 과학 등 전과목으로 영역을 확대할 계획이다. 이러한 커버 학년 및 과목 확대와 함께 기존 제품군의 매출 증대를 감안할 때 올해를 마지막으로 계약이 만료되는 메가스터디 브랜드 제품 매출의 감소(연간 약 55~60억원)에도 불구하고 견조한 성장과 양호한 수익성 유지에 문제가 없을 것으로 예상된다.

온라인 사업에 대해 부정적 시각보다는 좀 더 지켜봐야...동사는 2006년 중·고등 온라인 교육 사이트인 수박씨닷컴을 오픈했는데 지난 해 말 이후 대대적인 리뉴얼을 실시하고 2008년 들어 본격적인 확장 전략을 추구하고 있다. 이와 관련된 경쟁력 확보를 위해 공모자금 중 130억원을 강사유입에 사용할 계획을 가지고 있다. 이에따라비용부담 증가에 대한 우려가 제기되고 있다. 그러나 강사 유입과 관련한 투자비용 130억원 중 절반 이상이 온라인 강의 매출에 대한 선급금이며 나머지 계약금도 3년에 걸쳐 상각처리됨을 감안하면 투자에 따른 비용 부담은 분산되어 있어 전체적인 수익성 훼손은 제한적이다.

BEP수준 달성을 위한 매출액은 약 80억원인데 2008년 반기 기준 온라인 교육부문 매출액은 20억원에 이를 전망으로 현 추세대로라면 2009년에 BEP를 달성하는 데는 무리가 없을 것으로 보여진다. 중·고등온라인 강의 시장의 경우 고성장이 지속되고 있음에도 불구하고 여전히 낮은 침투율로 성장여력이 높다. 특히 중등부 시장의 경우 엠베스트를 제외하고는 확고한 2,3위 업체를 논하기 힘든 상황이다. 중등부의 경우 고등부에 비해 강사에 대한 의존도가 낮고 콘텐츠 및 학습관리 시스템, 브랜드가 좀 더 중시되는 바 비유와 상징이 여타업체 대비 일부 유리한 입지도 인정된다. 따라서 중등부 시장을 중심으로 온라인 교육에 진출하는 것 자체를 부정적으로 보는 것은 바람직하지 않다는 판단이다. 하반기 이후 크레듀M, 페르마에듀 등 업체 간 2위권 다툼은 더욱 치열해질 것으로 보여 향후 2위권 온라인 사업자가 누가 될지에 대해서는 좀 더 지켜볼 필요가 있어 중립적인 입장이다.

PER 18~20배 수준 적용에는 큰 무리가 없을 듯 동사의 온라인 강의 사업 확대 계획, 특히 적극적인 강사유입에 대해 부정적인 시각이 팽배한 가운데 여타 성장전략에 대한 회의로 공모 미달을 기록했다. 온라인 사업부문에 대한 일부 비용 부담 증가에도 불구하고 주력 사업인 참고서 및 학습교재 부문의 연간 15~20% 내외의 성장에는 큰 무리가 없어 보인다. 메가스터디와 같은 높은 밸류에이션 적용에는 한계가 있다 하더라도 중·고등 학습서 시장의 안정성 및 주력 사업내 동사의 양호한 입지와 높은 영업이익률을 감안할 때 PER 18~20배 수준에 적용에는 무리가 없는 것으로 보여진다.(공모가는 17.6배 수준/참고로 당사의 메가스터디 적정주가 산정시 적용 PER 38.2배, 웅진씽크빅 적정주가 산정시 적용 PER 15.5배) 전환 가능우선주에 의한 희석효과까지 감안해 회사측 예상 실적에 따른 2008년 예상 EPS는 1,880원이다.

**투자등급**      매수 6개월 수익률 +15% 이상,    **중립** 6개월 수익률 -15% ~ +15%,    **축소** 6개월 수익률 -15% 이하      (2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경) 자료제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 6개월간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대어, 재배포될 수 없습니다.