

YBM시사닷컴(057030)

YBM시사닷컴 리포트

2006.05.27



SNU Midas Investment Club

Research Team #2

일로, 세운, 지훈, 동수

I. 산업분석

1. 온라인 외국어 교육 시장

1.1. 온라인 교육 서비스 개괄

온라인 교육서비스산업이란 인터넷을 통한 원격교육서비스를 제공하는 산업을 말한다. 1998년 이후 인터넷 사용의 급속한 확산과 더불어 웹 기반의 온라인 교육서비스가 본격화 되었으나, 콘텐츠가 다양하지 못했고, 인터넷 인프라의 용량 문제와 통신비용에 대한 문제를 안고 있었다. 그 후 관련 기술의 발전에 따라 통신인프라 등이 확충되었으며, 진입업체 간의 콘텐츠와 서비스의 품질경쟁으로 시장이 확대되어, 온라인 교육서비스 산업은 독립적인 산업기반을 갖출 정도로 급속히 성장하고 있다.

최근 들어 온라인교육서비스 산업은 인터넷을 통한 서비스와 오프라인을 통한 관리서비스가 통합되는 형태를 갖는 것이 일반화되고 있는 추세이다. 또한 시간과 비용이 절감되고, 반복수강이 가능하다는 면에서 대면 강의를 중심으로 하는 오프라인 교육보다 유연성을 갖추고 있으며, 향후 모바일 서비스 등으로의 응용범위 확대가 예상되는 등 성장 잠재력이 큰 산업이다.

대규모 자본이나 생산시설을 필요로 하지 않고, 높은 기술수준을 요구하지 않아 **진입장벽은 비교적 낮은 편**이다. 실제로 온라인 교육서비스업을 영위하고 있는 업체 중 연간 매출액 10억 원 이하의 소규모 업체들이 전체 등록업체수의 63.8%를 점하고 있어 적은 자본으로 시장 진입이 용이함을 알 수 있다. 그러나 시장에서의 소비자들은 상품 선택 시 **가격보다는 품질 및 신뢰도를 우선**으로 하며, **브랜드 파워와 체계화된 영업조직을 지닌 소수의 업체가 시장을 주도**하고 있어 선두권으로의 진입장벽은 비교적 높은 편이다.

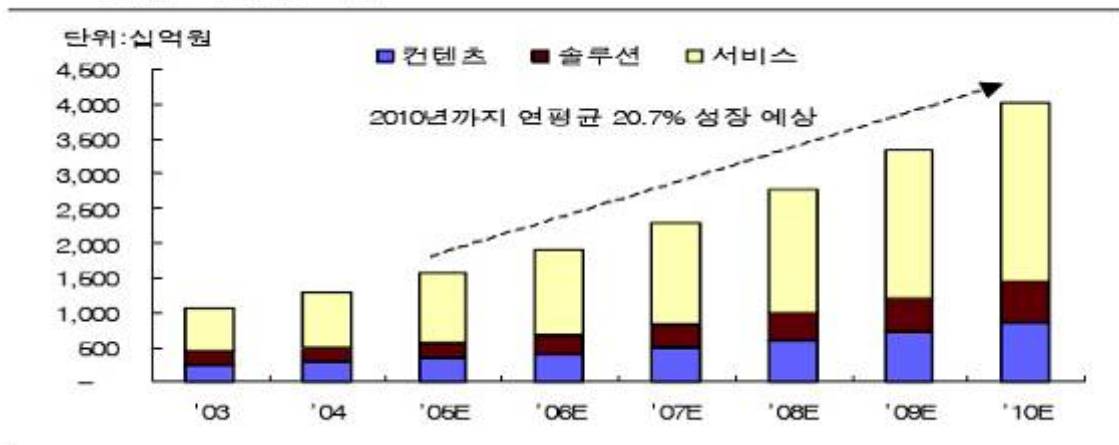
온라인 교육서비스산업은 **경기변동에 비탄력적인 특징**을 가지고 있다. 우리나라의 최근 10년 간 연평균 가계소비지출 성장률은 5.9%였으나 사교육비에 해당하는 보충교육비의 성

장률은 연평균 11.4%에 달한다. 공식적으로 가계의 소비지출중 10% 내외가 총 교육비이며, 교육비 지출의 50%가 사교육비라고 하나, 업계에서는 공식 집계액의 2배가 현실적인 사교육비 수준이라고 한다. 사교육 시장에서 가장 높은 성장세를 보이고 있는 온라인 교육서비스 산업은 오프라인 교육에 비해 가격이 1/3에 불과해 **경기가 하강곡선에 있을 때에도 하방 경직성**을 나타내며, 어느 정도 규모의 시장은 유지될 것으로 보인다. 또한 경기가 상승곡선을 타게 되면 시장포화상태에 도달한 기존 학습지나 교육출판분야 등의 오프라인 교육시장보다 급속히 성장할 것으로 예상된다.

1.2. 온라인교육시장 전망

¹국내 온라인 교육시장은 성장 잠재력이 매우 풍부하다고 할 수 있다. 그 주요 이유는 1) **국내 초고속 인터넷 보급률**이 세계적으로 가장 높아 온라인 성장의 기본적인 환경이 매우 유리하고, 2) 온라인 교육비는 오프라인 학원 수강료에 비해 **가격이 비교적 저렴**하여 지속적으로 증가하는 가구당 교육비 부담을 줄일 수 있으며, 3) 국내 청년 인구 층 감소에도 불구하고 온라인교육의 핵심 타겟이자 향후 중요한 연령층인 **청소년 인구가 사실상 2006년부터 2011년까지 매해 증가**할 것으로 예상되고, 4) **정부의 적극적인 정책 지원**을 받고 있는 것 등을 들 수 있다. 한국교육개발원의 자료에 의하면 국내 온라인시장규모는 전체 사교육 시장에서 2004년 말 현재 7% 정도에 불과하여 시장자체가 아직 성장초기 단계이므로 양호한 환경을 바탕으로 국내 온라인 교육 시장은 **향후 5년간 연평균 20%이상의 성장**세를 이어갈 것으로 전망된다.

온라인 교육시장 규모 추이

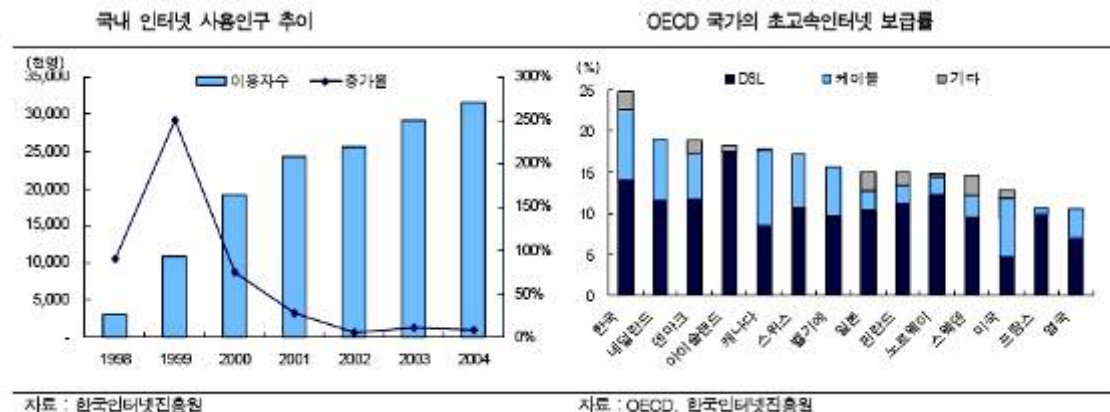


1.2.1. 세계 최고 수준의 초고속 인터넷 보급률

2004년까지 OECD국가 중 4년 연속 1위 차지 국내 초고속인터넷 보급률은 2004년 24.9%로 OECD 국가 평균인 10.2%나 미국의 12.8% 대비 매우 높은 수준에 도달해 있으며 2004년까지 OECD 국가 중 4년 연속 1위를 차지하고 있다. 또한 인터넷 사용 인구는

¹ 이 장의 내용은 하나금융연구소의 <온라인 교육서비스 산업, 2005>을 다수 참조.

2004년 말 기준 전년대비 8.1% 증가한 3,158만 명으로 사회 전반적으로 인터넷 이용이 정착되고 있음을 나타낸다. 이는 정보화 교육사업을 비롯한 정보 격차 해소 노력과 인터넷 बैं킹 및 인터넷을 이용한 서비스 확대가 주 요인으로 분석된다.

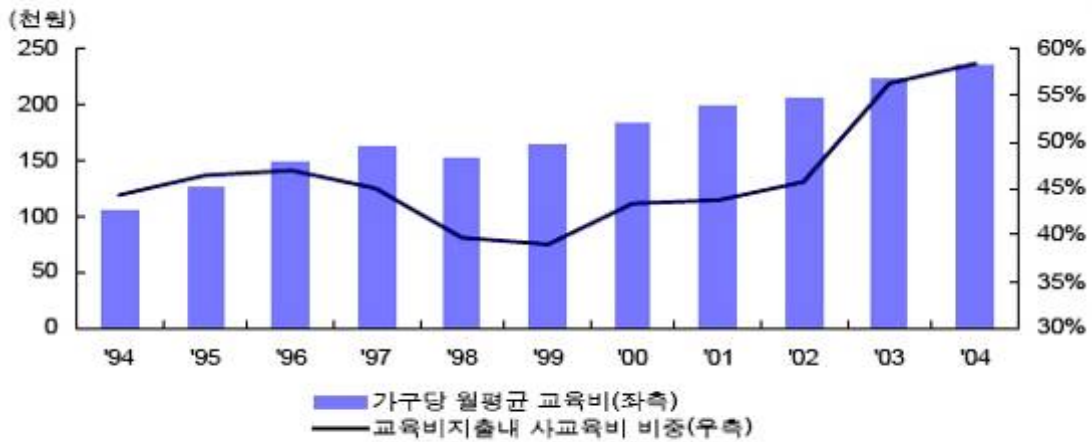


초고속 인터넷 보급률이 세계 최고 수준에 도달함에 따라 인터넷 매체에 대한 적응력이 높아지며 온라인 교육시장은 본격적으로 성장할 수 있는 기반을 마련했다고 판단된다. 현재 온라인 교육은 지역적 불균형 해소의 과정에서 성장하고 있는데 인터넷을 통해 시간과 공간의 큰 구애를 받지 않기 때문에, 서울 일부 지역 학원에 집중되어 있는 유명 강사의 강의 내용을 전국의 수요자들이 직접 청취할 수 있어 그 수요가 점차 증가할 것으로 예상된다.

1.2.2. 저렴한 비용으로 오프라인 시장의 수요 유인

초·중·고 학생들을 대상으로 한 온라인 학습시장은 과목당 평균 3~5만원의 가격을 형성하고 있다. 이는 오프라인 강의와 비교할 때 1/3 수준으로 상대적으로 저렴한 비용에 이용할 수 있는 강점을 가지고 있다. 온라인 교육은 이러한 가격경쟁력을 바탕으로 학원 및 과외를 보완하는 교육 형태로 확산되고 있으며 향후에는 온라인 교육서비스의 콘텐츠가 향상되고 진입업체들간의 품질경쟁이 치열해지면서 오프라인에 견줄만큼 큰 시장으로 부상할 가능성이 높다.

가구당 교육비 지출 및 사교육비 비중 추이



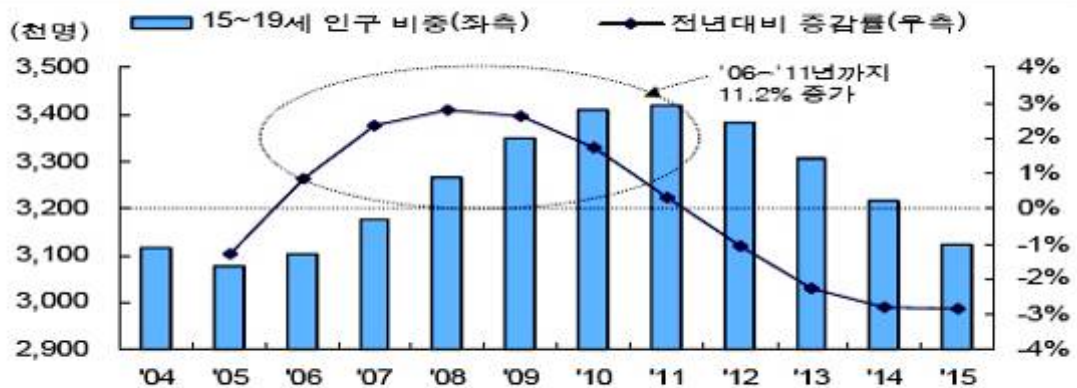
자료 : 통계청

또한 한국의 사교육 비용이 GDP에서 차지하는 비중은 약 2.7%로 세계에서 매우 높은 수준에 해당하고, 가구당 교육비 중 사교육비 지출 비중도 1994년 44.5%에서 2004년 58.7%로 대폭 증가하여 가계소비에 부담이 되고 있는 실정이다. 따라서 현재와 같은 높은 수준의 사교육비 부담을 감안할 때 온라인 학습은 점차적으로 오프라인 시장의 대안으로 부상할 것으로 예상된다.

1.2.3. 국내 유소년 및 청소년 인구변동의 영향

통계청에 따르면 국내 1~9세에 해당하는 유소년 인구는 2004년 550만명에서 2030년에는 330만 명으로 감소할 전망이다. 이는 특히 초등학교 저학년 생들과 미취학 아동들을 주요 타겟으로 하는 오프라인 교육업체들에게 우려되는 현상이다. 유소년 인구의 감소로 온라인 교육서비스 산업도 장기적인 영향을 받을 수 있으나 중단기적으로는 직접적인 영향에서 벗어나 있다. 이는 인터넷교육의 특성상 유소년보다는 고등학생과 20~30대 연령층을 주요 고객으로 하고 있기 때문이다.

국내 청소년 인구 증감 전망



자료 : 통계청, 하나금융경영연구소

국내 온라인 교육업체들의 핵심고객층인 15~19세 청소년 인구는 오히려 2006년부터 2011년까지 매해 증가할 것으로 보여 온라인교육업체들의 중단기 성장전망을 밝게 해주고 있다. 통계청에 따르면 국내의 15~19세 청소년 인구 층은 국내 청년 인구 층 감소에도 불구하고 2005년부터 2011년 말까지 11.2% 증가할 것으로 예상된다.

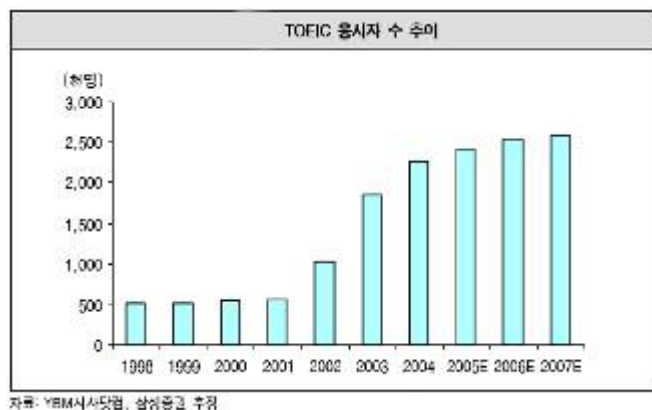
1.2.4. 정부의 온라인교육 육성 정책

정부의 강력한 지원정책은 온라인 교육산업의 성장에 직·간접적인 영향을 주고 있다. 정부의 지원정책들은 직접적인 영향을 발휘하기보다는 온라인교육 학습효과를 정부가 인정한다는 측면과 온라인 교육환경에 대한 접근을 증가시켜 적응력을 높여주며, 학부모들의 온라인 교육에 대한 인식을 변화시켜 산업전망을 밝게 해주는 것으로 분석된다. 반면 정부의 입시정책변화는 수능관련 온라인교육서비스 업체에 직접적인 영향을 미쳐 중요한 변수로 인식되고 있다.

현재 교육부가 직접 온라인 교육 환경(사이버교육, 학교종합관리시스템, 각급 학교 PC및 인터넷 보급 등)을 조성하는 것은 사교육비 경감 차원에서뿐만 아니라, 온라인교육의 학습효과를 정부가 인정한 것으로 판단된다. 또한 이를 통해 초등학교부터 학교에서 인터넷 매체에 대한 적응력을 높여주므로 온라인 교육에 대한 인식이 긍정적으로 변화할 수 있다. 또한 교육부는 2004년 11월 e-learning 활성화를 통한 국가인적자원 개발전략을 확정하고 온라인 교육분야 육성에 적극적인 의지를 보이고 있다. 산업자원부는 2004년 1월 e-learning 산업 발전법 제정에 이어 e-learning 정책연구, 표준화, 기술개발, 인력양성 등의 정책과제를 수행하고 있으며, 2005년에는 e-learning 품질인증제도 도입 및 업종별시범사업을 추진 중에 있다. 또한 온라인 학습을 단순한 교육차원이 아닌 산업적 차원에서 접근하고 활성화시키고 있으며 공공기관 20% 이상 e-learning 도입 의무화를 추진 중에 있다.

1.3. 온라인 테스트 시장.

국내 영어 시장 규모는 영어학원과 학습교재, 해외 연수 등을 합쳐서 4조~5조원 수준으로 추산된다. 이 중 TOEIC 관련 시장 규모는 학원 등을 포함해서 4,000억~5,000억원 수준인 것으로 파악되며, **TOEIC이 70% 이상**, TOEFL이 15% 수준으로 평가 시장을 장악하고 있는 것으로 파악된다. TOEIC은 세계 각국 5천 여 개 기업 및 기관에서 활용되는 비즈니스 및 실용영어 능력 시험으로, TOEFL 출제 기관인 Education Testing Service (ETS)가 개발하여, 일본 및 유럽 등에서 공인을 받고, 2002년 중국 정부로부터도 공인 받았다. 한국에서도 최근 연간 2백만 명 이상이 응시하고, 사법고시 및 군 장교 영어 기준 시험으로 사용되고 있는 등 영어 구사 능력을 측정하는 적절한 평가 방법으로 자리매김하고 있다. 최근 이화여대 교육대학원이 대학 4년생 2,348명을 대상으로 취업 과외비를 조사한 결과 4년간 사교육비로 1인당 평균 1,261만원을 지출했고, 이 가운데 TOEIC 등 영어 학습에 지출한 비용이 1,194만원인 것으로 발표한 점을 감안하면 TOEIC의 중요성을 알 수 있다.



향후 MOUS 시장 역시 지속적인 성장을 보일 것으로 전망된다. MOUS 시험은 마이크로소프트사가 개발하고 인증하는 Microsoft Office 활용능력시험으로 미국에서는 초, 중등 학생 및 교사의 컴퓨터 자격 시험으로 인정 받고 있으며, 일본에서는 600여 개 시험 센터에서 2005년 35만 명(2004년 30만 명)이 응시한 것으로 추산된다. 컴퓨터 사용이 필수 요건이 되어가고 있는 취업 시장에서 Microsoft사가 인증하는 증서를 받으려는 수요가 증가하고 있는 상황에서 현재 10만 명 수준인 국내 응시 인구가 증가할 수 있는 폭은 대단히 크다. 즉, 향후 MOUS 응시자 수가 지속적으로 증가할 전망이다. 이는 1) 2002년 국내에 도입된 이후 점진적인 수요 증가 추세, 2) 일본 대비 현저히 낮은 응시자 수준, 3) 이화여대 등 일부 대학에서 졸업 필수 과목으로 채택하고 있는 점, 4) TOEIC의 경우에서 보듯이 응시자 수가 일정 수준을 넘어서면, 폭발적으로 많은 수의 응시자가 생기는 특성 등에 기인한다.

2. 디지털콘텐츠 시장

2.1. 디지털콘텐츠의 정의

디지털콘텐츠란 사용자가 필요한 정보를 얻기 위한 목적으로 사용하거나 시각이나 청각을 이용하여 창작물을 감상하면서 감성적 만족을 얻기 위한 목적으로 사용되는 텍스트, 소리, 정지 화상, 동영상 혹은 이러한 표현 수단들의 조합으로 이루어지는 표현물 등을 말한다.

이 때 사용되는 콘텐츠는 그 자체로 이용하고자 하는 목적의 최종 사용물이 되며 디지털의 형태로 제작 및 유통되거나 아날로그 형태로 제작된 표현물을 디지털로 다시 인코딩하여 존재하게 되는 표현물이어야 한다. 이러한 형태의 표현물은 물론 CD나 DVD 등의 디지털 미디어, 혹은 유무선 인터넷 등의 데이터 네트워크를 통해 유통된다.

2.2. 국내 디지털콘텐츠 시장 규모 및 전망

2.2.1. 시장 전체 규모 및 동향

국내 디지털콘텐츠 산업의 전체 매출 규모는 2005년 8조 5백억원을 기록했는데 2001년의 매출이 2조 9천억 원 규모였던 것을 감안하면 2001년 이후 5년 간 연평균 29.3%의 높은 성장을 지속해 오고 있는 것이다. 이는 2004년의 6조 8,886억 원과 비교하면 16.8% 성장한 수치이며 불과 5년 사이에 2001년 시장 규모의 약 2.8배에 가까운 성장을 보인 것으로 디지털콘텐츠 시장의 성장성을 잘 보여주는 수치라 할 수 있다.

디지털콘텐츠 전체 시장 규모(전체)

단위: 억원

구분	DC 매출액					성장률	
	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년(E)	2004~2005	2001~2005
합계	28,772	41,279	57,721	68,886	80,465	16.8%	29.3%

디지털콘텐츠 산업이 이렇게 지속적으로 성장하고 있는 것은 디지털 관련 상품을 소비할 수 있는 채널이 급격히 늘어나고 있다는 사실과 콘텐츠 소비의 중심이 아날로그에서 디지털로 옮겨 가고 있다는 사실의 영향이 가장 클 것으로 추정된다. 2005년 한 해만 하더라도 음악이나 영상, 정지 화상 등의 멀티미디어 파일을 지원하는 PMP 및 휴대용 게임기 등이 새롭게 시장에 등장하여 좋은 반응을 얻고 있고 휴대폰의 컨버전스는 계속해서 더 다양한 형식의 디지털 미디어 파일들을 소비할 수 있는 방향으로 진화되고 있다. 또한 DMB라는 새로운 방송 채널이 생겼으며 방송 다시 보기라는 온라인 영상 콘텐츠의 소비도 정착되어 가고 있는 실정이다.

다양한 디지털콘텐츠의 유통 채널이 생겨나면서 소비자들의 디지털콘텐츠 소비의 습관도 이제 자연스럽게 아날로그에서 디지털로 변화되어 가고 있다. 젊은 연령대의 콘텐츠 소비자들은 이제 인터넷 VOD에서 좋아하는 드라마를 돈을 지불하고 소비하는 것이 자연스러운 것이라 인식하고 있으며 자신의 블로그나 미니 홈페이지를 남들보다 더 멋지고 화려하게 꾸미기 위해 가상 화폐를 구입하여 유료 배경음악을 삽입하고 유료 배경들로 홈페이지를 치장하고 있다. 이렇게 디지털 미디어와 디지털 상품들의 소비에 익숙해진 젊은 사용자들이 점점 늘어나고 이들이 앞으로 구매력을 가진 주요 소비층으로 성장해 갈 것이라는 사실은 디지털콘텐츠의 미래에 대해 더욱 더 낙관적인 기대를 갖게 하는 주요한 요소 중 하나이다.

2.2.2. 디지털콘텐츠 시장 전망

2006년 2월 디지털콘텐츠사업단에서 발표한 자료에서 디지털콘텐츠 시장의 2010년까지

향후 5년 간의 예상 시장 규모를 자세히 살펴 보면, 2006년의 디지털콘텐츠 산업은 2005년 보다 시장 규모가 16.4% 증가해 약 9조 4천억 원의 규모를 기록할 것으로 예상된다. 또한 2005년부터 2010년까지는 연평균 13.0% 정도의 성장을 지속할 것으로 전망되고 시장 규모가 15조에 가깝게 될 2010년에도 9.6%의 성장세를 유지할 것으로 추정되어 당분간 높은 성장세를 지속하게 될 것으로 예상된다. 이렇게 됐을 때 2001년부터 2010년까지의 평균 성장률은 20%에 달할 것으로 추정된다.

디지털콘텐츠 시장 전망(2001~2010)

연도	계입/포함	규모제작/서비스 규모	계입/포함비중
실사 규모	2001년	28,772	-
	2002년	41,279	43.5%
	2003년	57,721	39.8%
	2004년	68,886	9.3%
	2005년	80,465	16.8%
예상 규모	2006년	93,685	16.4%
	2007년	107,671	14.9%
	2008년	121,521	12.9%
	2009년	135,020	11.1%
	2010년	147,970	9.6%
2005~2010 연평균 성장률		13.0%	
2001~2010 연평균 성장률		20.0%	

2010년의 시장 규모는 약 14조 8천억 원 수준으로 2005년의 시장 규모의 약 1.8배에 달하는 수치이다. 8조 원이 넘는 현재의 시장 규모를 감안했을 때 5년 후 현재와 유사한 규모의 시장이 하나 더 생기게 되는 셈이다.

2.3. 유통 채널별 시장

2.3.1. 유통 채널별 시장 규모

2005년 국내 디지털콘텐츠 산업의 유통채널별 시장 규모를 살펴보면, 브로드밴드를 통해 콘텐츠를 서비스하는 유선 시장이 2004년 52%에서 2005년 53.7%로 상승하며 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다. 그 다음으로 오프라인이 37.0%에서 34.3%로 시장 비중이 하락한 것으로 나타났고, 무선 시장은 가장 작은 12.0%의 규모를 기록했지만 시장 비중은 2004년 11.0%에서 1%상승한 것으로 나타났다.

국내 디지털콘텐츠 산업의 유통 채널별 시장 규모 및 비중

단위: 억원

구분	오프라인	온라인			합계
		유선	무선	소계	
2004년	25,486	35,790	7,610	43,400	68,886
비중(%)	37.0%	52.0%	11.0%	63.0%	100%
2005년	27,758	43,260	9,627	52,887	80,465
비중(%)	34.3%	53.7%	12.0%	65.7%	100%
성장률(04-05)	8.2%	20.9%	26.5%	21.9%	16.8%

위와 같은 결과를 뒷받침하듯 성장률 또한 온라인 시장의 경우 21.9%를 기록한 반면 오프라인 시장은 8.2%의 성장률에 그치는 다소 저조한 성적을 보여주었다. 온라인 시장 내에서는 무선 부문의 시장 성장이 26.5%로 유선부문의 성장률 20.9%보다 다소 높은 것으로 나타났다. 이러한 성장률의 차이는 무선 시장의 경우 다양한 휴대용 콘텐츠 채널들이 개발되며 콘텐츠의 유통이 크게 늘어났기 때문으로 분석된다.

2005년 유통 채널별 중분류 시장 규모

단위: 억원

2005년		오프라인	온라인		합계	
			유선	무선		
제작/서비스	게임	금액	7,393	14,644	2,101	24,138
		비중	30.6%	60.7%	8.7%	100%
	애니메이션/캐릭터	금액	2,148	1,044	734	3,926
		비중	54.7%	26.6%	18.7%	100%
	디지털영상	금액	0	1,413	4,178	5,591
		비중	0.0%	25.3%	74.7%	100%
	정보콘텐츠	금액	0	6,410	437	6,847
		비중	0.0%	93.6%	6.4%	100%
	e-Learning	금액	726	5,857	141	6,724
		비중	10.8%	87.1%	2.1%	100%
	디지털음악	금액	0	460	2,026	2,486
		비중	0.0%	18.5%	81.5%	100%

e-Learning산업은 2004년과 비교했을 때 오프라인의 비중이 2%에서 10.8%로 크게 상승했다. 온라인의 비중이 작아졌다고 해서 그 규모까지 작아진 것은 아니다. 2004년에 비해 4.8%의 성장을 기록했으며 오프라인이 온라인에 비해 크게 성장할 수 있었던 이유는 2008학년도 대입전형에서 논술과 구술의 강화로 인하여 학생들이 오프라인 강의를 택했기 때문으로 보인다.

2.3.2. 유통채널의 변화

새롭게 등장한 뉴미디어 중 위성 · 지상파 DMB, 휴대멀티미디어재생기(PMP), 디지털 TV(DTV), IPTV, 휴대인터넷(WiBro), 고속데이터전송(HSDPA) 등은 방송, 통신시장과 콘텐츠 유통시장의 변화를 이끌 것이다.

위성파와 지상파가 지난해 모두 본방송을 시작한 DMB의 경우, 올해 본격적인 위성·지상파간 서비스 경쟁을 시작한다. '손안의 TV 시대'를 개막한 DMB의 가입자 수만 해도 올해 위성DMB가 130만명, 지상파DMB가 100만명 이상을 웃돌 것으로 추측되고 있다.

뉴미디어의 등장과 본격적인 서비스의 시작으로 인한 미디어전쟁은 2010년 전체 방송, 통신시장을 DTV, WiBro, IPTV, DMB, PMP 순으로 새롭게 재편시킬 것으로 보여진다. 2010년까지 DTV가 약 1조 5,325억원 규모로 성장할 것으로 보이며, IPTV가 약 1조 8,033억원, DMB가 약 1조 3,557억원의 시장을 형성할 전망이다.

<뉴미디어의 연도별 시장 전망>

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DMB	521	1,368	2,794	6,320	9,125	13,557
IPTV	-	1,224	4,284	9,220.8	14,688	18,033.6
PMP	350	1,080	1,260	1,360	-	-
WiBro	-	1,209	5,097	12,717	22,374	29,062
WCDMA/HSDPA	-	230.8	601.2	1,592.9	3,854.5	5,225.9
DTV	12,686	21,446	40,283	63,555	92,096	115,325
HomeNetwork	-	3,110	4,320	4,450	5,748	7,229

※ 출처 : ROA Group(2005) 자료

여기에 덧붙여서 미디어 내 환경이 다원화되고 미디어간 빠른 융합이 이뤄지면서, 콘텐츠에 대한 수요도 빠르게 증가하고 있다. 특히 휴대폰, PMP, MP3, DMB, WiBro 등 '1인 1미디어 시대'가 열리면서 모바일 콘텐츠에 대한 수요는 폭증할 것으로 예상되며, PC, TV, 인터넷, 모바일폰, DMB, PMP(PDA) 등 유무선과 관계없이 디지털 콘텐츠에 대한 소비 플랫폼도 다양하게 발전할 전망이다.

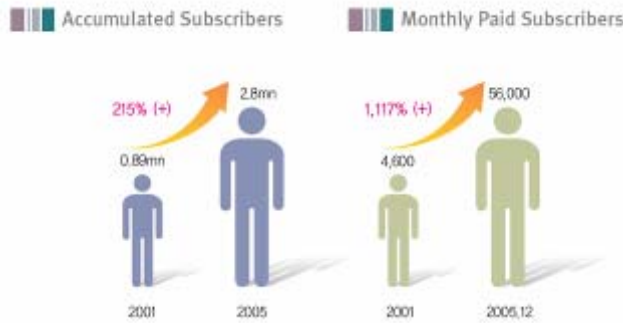
생산, 유통, 소비의 전통적 콘텐츠 산업 구성요소에 대한 개념들이 변화해, 기존 틀에서 벗어나 콘텐츠를 다양한 미디어에서 이용할 수 있는 OSMU(One Source-Multi Use)방식으로 생산하고, 이를 유통, 소비시키고 있다. 향후 디지털 컨버전스 환경의 콘텐츠들은 장르보다는 콘텐츠를 유통하는 미디어 플랫폼 간 호환성에 더 관심을 기울여야 하는 것으로 전망되며 더불어 소비자 개개인을 매혹시킬 수 있는 소구력이 있는 콘텐츠 제작에도 힘을 쏟아야 할 것으로 전망된다.

II. 기업분석

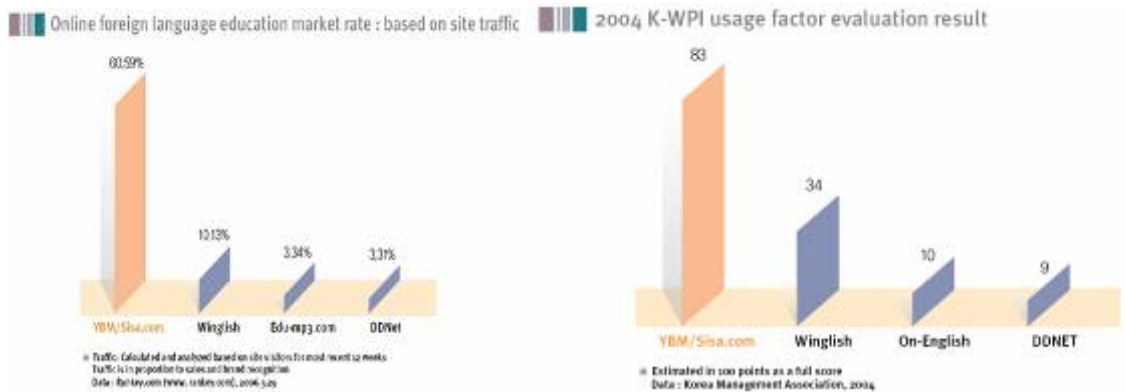
1. 온라인 외국어 교육 시장

1.1. YBM 시사닷컴. 왜 강한거야?

YBM 시사닷컴은 2006년 3월말 기준으로 296만명의 B2C 회원과 400여개의 B2B 회원사를 확보하고 있다. 사업 초기 2000년의 89만명 회원 수와 비교할 때 215%라는 경이로운 성장을 해왔으며 2000년에는 매출 9억원에 2억4,000만원의 적자를 냈지만 2005년 127억원 매출에 25억원의 순이익을 기록했다. 6명에 불과했던 직원도 이제는 150명 이상이 되어, 내실과 외형을 모두 탄탄히 키우고 있는 중이다.



YBM시사닷컴은 한국능률협회컨설팅에서 시행하고 있는 2004 '한국 산업의 인터넷 파워의 온라인 외국어교육 부문' 에서 전문가, 네티즌들로부터 당당히 1위 웹사이트로 인증을 받았다. 또, 순위 사이트 랭키닷컴의 웹사이트 트래픽 조사 결과, 2006년 3월말 현재 온라인 외국어교육 부문에서 약 60%의 점유율을 보여 2위인 윈글리쉬의 점유율인 10%와 큰 격차를 보여주고 있다. 더욱이 윈글리쉬의 경우, YBM시사닷컴이 시장에 진입하기 전에 먼저 진입한 기업으로 이와 비교했을 때 YBM 시사닷컴의 트래픽이나 회원수가 압도적으로 많다는 사실은 후발주자임에도 YBM시사닷컴이 확고한 1위자리를 지키며 온라인 교육시장에서 그 뿌리를 박고 있다는 것을 알 수 있다.

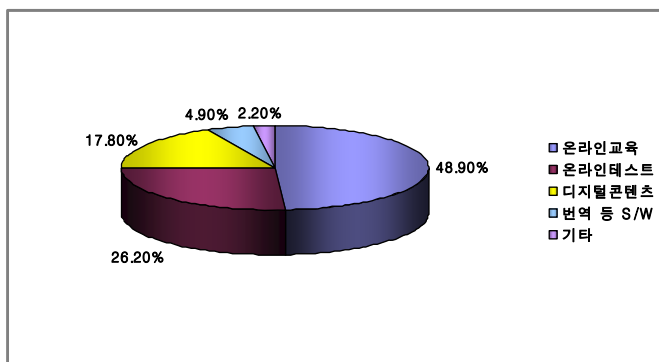


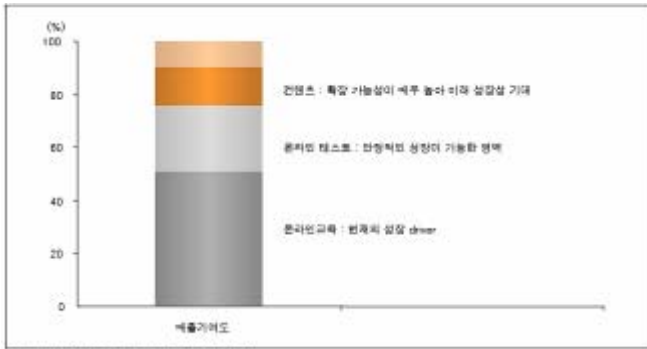
<트래픽 기준 시장점유율>

<한국능률협회 패널들의 평가결과>

YBM의 매출 구조를 보면, 온라인 교육 부문에서 48.9%의 매출이 발생하여 가장 큰 비중을 차지하고, 온라인 테스트 부문에서 26.2% , 디지털 콘텐츠 17.8% 의 매출이 발생하여 성장성과 안정성을 겸비한 매출 포트폴리오를 구성하고 있다.

우선 YBM시사닷컴은 토익과 JPT 등의 시험 접수로 안정적인 매출기반을 갖고 있으며, 컨



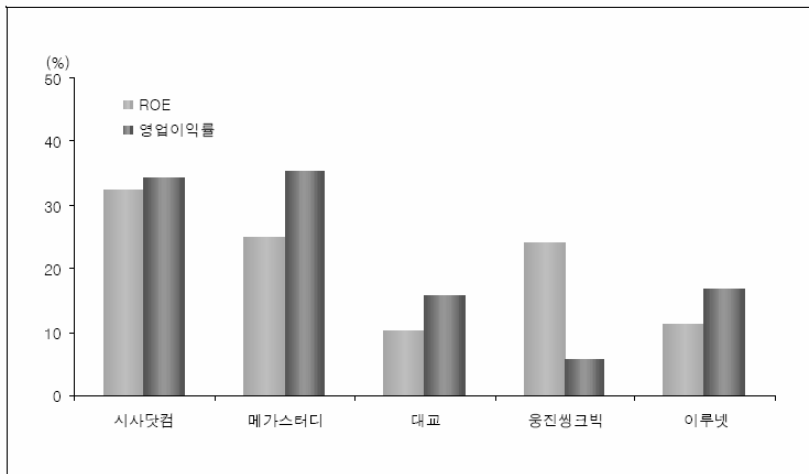


자료: YBM시사닷컴 미래에셋증권 리서치센터 추정

텐츠와 온라인 교육 등 향후 그 성장성이 기대되는 매출기반을 동시에 가짐으로써 미래에 대한 긍정적인 기대를 하게 하는 기업이다.

온라인 교육이란 강사들이 동영상 형태로 강의를 공급하는 것을 의미하며 내가 원하는시간과 장소에서 볼 수 있다는 점이 장점으로 꼽힌다. YBM 온라인 교육은 대부분 토익과 일본어 등 핵심역량이 보유한 어학부문에서 이루어진다. 온라인 테스트는 한마디로 TOEIC, JPT 시험을 시사닷컴 웹사이트를 통해 접수할 때 매출이 발생하며, 디지털 콘텐츠 부문은 YBM 시사닷컴이 보유한 콘텐츠를 다양한 디지털 매체와 채널에 공급하는 대가로 받는 수익을 의미한다.

<그림 14> 교육 업종 중 최고 수준의 ROE와 영업이익률을 보이고 있는 시사닷컴



자료: 미래에셋증권 MPustat, 시사닷컴은 미래에셋증권 리서치센터 추정

YBM은 ROE 32%, 영업이익률 약 35% 로 온, 오프라인 교육 업계 중에서 거의 최고 수준의 수익성을 자랑한다. YBM시사닷컴의 주가를 매력적으로 보는 견해 중 하나가 높은 영업이익률을 유지하는 비즈모델 때문이라는 점을 비추어 봤을 때 이만한 이익률을 내는 기업이 그다지 많지 않다는 사실을 알 수 있고 실제로 이런 기업이 국내 상장기업중에서 50여개가 채 안된다고 한다.

매출은 지속적으로 증가하면서 높은 수익성을 자랑할 뿐더러, 콘텐츠 확보 등으로 타겟 시장에서 압도적인 1위 자리를 차지하고 있으며 안전성과 성장성을 모두 겸비한 팔방미인형

의 YBM시사닷컴. 먼저 매출의 절반정도를 차지하는 온라인 교육산업에서 YBM이 가지는 강점을 살펴보도록 하자.

1.2. YBM 시사영어사 은덕(恩德)

1.2.1. 브랜드 파워

사실 YBM시사닷컴의 가파른 성장 뒤에는 부모 격이라 할 수 있는 YBM 시사영어사의 공이 크다. 이미 40년간 구축되어 있는 ‘YBM 시사’의 브랜드는 신생 온라인 교육업체인 YBM 시사닷컴을 소비자에게 익숙하고 믿음직한 이미지로 다가가게 해주었고, 40년간 축적된 영어 교육 노하우를 밑거름 하여 유료 콘텐츠 이용에 대한 저항을 줄여주었다.

1.2.2. 다양한 콘텐츠

YBM시사영어사는 출판과 어학원을 주요 사업으로 하고 있는데 지난 44년간 축적된 콘텐츠와 데이터베이스는 방대한 규모다. 일례로 시사영어사에서 출판된 사전 수만 해도 17종이 되며 전국에 퍼져 있는 시사 어학원 수만 해도 130개로 평균 8만명이 수강하고 있으며 강사진만해도 1150명이다. 어학원에서 축적된 데이터베이스는 무엇을 소비자가 선호하는지를 쉽게 파악할 수 있게 해주며 YBM시사의 출판본과 강사진은 YBM시사닷컴이 활용할 수 있는 콘텐츠 pool이 엄청나게 넓혀준다고 볼 수 있다.

1.2.3. 스타강사 확보

YBM시사닷컴의 대표 서비스인 e4u사이버 어학원 코너는 김대균, 이준봉 등 토익 전문 유명 강사들의 동영상 강좌로 큰 호응을 얻고 있다. 이들은 당사의 모기업이라 할 수 있는 시사 영어사의 스타 강사들로 이들의 강좌는 많은 인원이 몰려, 오프라인 학원에서는 금방 수업이 마감된다. 현재 김대균 등 스타강사의 오프라인 강의는 월 11만원인데 온라인에서 이들의 강의를 52000원 즉, 50% 저렴하게 시공간의 제약없이 들을 수 있다는 것은 소비자들에게 큰 매력으로 다가온다.

모기업의 도움이 없었다면, YBM이 사업초기 성장하기가 어려웠겠지만, 모기업의 도움만으로 현재의 YBM시사닷컴이 존재하는 것은 아니다. 오프라인사업과 온라인사업은 엄연히 다른 사업인 만큼 온라인에 적합한 상품개발과 마케팅은 전적으로 YBM 시사닷컴의 몫이기 때문이다. 그럼 지금부터는 YBM 시사닷컴만의 강점을 보도록 하자.

1.2.4. 지속적인 업데이트와 풍부하고 양질의 콘텐츠

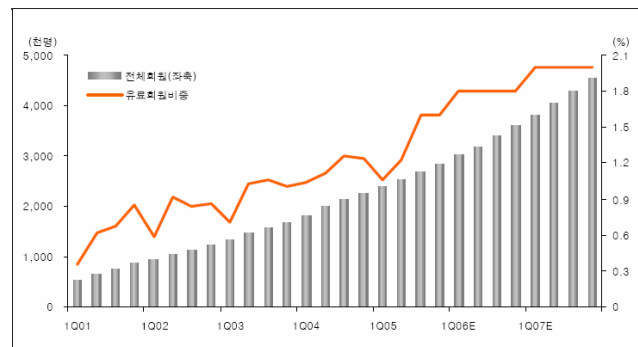
YBM만의 강점은 멀티미디어를 이용한 다양한 학습콘텐츠에 있다. 동영상 강의를 비롯, 클레이 애니메이션 강의, 무료 e메일 서비스, 발음교정이 가능한 쌍방향 영어회화 강좌, 학생 개개인의 약점을 보강해주는 일대일 맞춤 토익 등은 인터넷의 쌍방향성을 최대한 활용하여 YBM시사닷컴이 만들어낸 콘텐츠다. 기존의 YBM시사의 콘텐츠를 활용하더라도 온라인 이용자가 보다 재미있고, 피드백이 어려운 온라인의 특성을 보완하는 방식으로 업그레이드하였다. 강의 방식 뿐 아니라 콘텐츠 내용의 폭도 넓혔다. YBM시사닷컴은 어학과 관련된 콘텐츠 외에 TESOL, MOS, CFA 강좌를 개설하여 그 장르를 넓히고 있다. 특히, MOS와 같

은 직무과정 강좌의 증가는 판매단가를 높이면서 매출과 수익성 증대에 도움을 준다. 실제로 YBM시사닷컴의 평균단가는 3만원 수준이지만 MOS강좌의 단가는 6만 5천원으로 이를 크게 뛰어넘는다.

현재 개설된 강좌는 90여개로 그나마 경쟁사로 꼽을 수 있는 원글리쉬의 70 개의 강좌와 비교했을 때 상당히 많은 수의 강좌가 개설되어 있다. 이렇게 다양한 콘텐츠를 만들 수 있는 것은 20여명의 엔지니어 덕분이다. 20여명의 엔지니어들이 교육용 프로그램을 개발, 운영하여 한달에 제작하는 강의만 해도 7~8개 정도로 이는 보통 교육 사이트들이 2달에 1개꼴로 신규 프로그램을 내놓는 것과 비교해보면 엄청난 숫자다. 또한, YBM시사닷컴은 2년 이상 지난 강좌는 폐기하고 매월 신규 콘텐츠를 꾸준히 신설하여 콘텐츠의 업그레이드에 주력함으로써 콘텐츠의 진부화를 막고 있다.

1.2.5. 270만명의 온라인 회원 수와 토익신청

현재 YBM시사닷컴의 온라인 회원 수는 270만명이며 이 중 돈을 내고 YBM의 콘텐츠를 구입하는 유료 회원수는 약 3만여으로 전체 회원수의 약 1.8%에 못 미친다. 유료 회원수가 상대적으로 작음에도 흔히 YBM시사닷컴의 매력을 270만명의 회원수로 꼽는다. 유료 회원수가 아닌 회원수가 회사의 수익성에 직결된다고 볼 수는 없지만, 상점에 드나드는 고객이 많을수록 매출이 높은 것처럼 회원 수가 많다는 것은 매출이 높아질 수 있는 가능성을 높이고 향후 성장에 대한 기대 때문이다.



자료: YBM시사닷컴 리테일마켓부문 리서치센터 추정

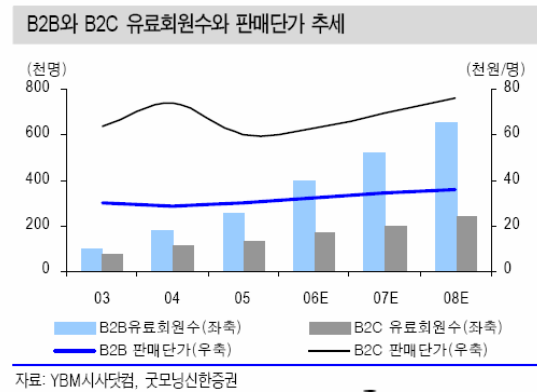
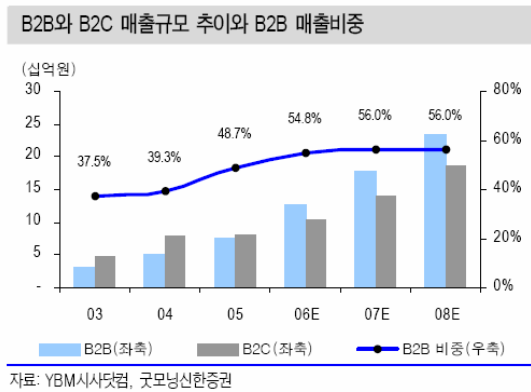
YBM 시사닷컴을 다른 온라인 교육사이트와 차별화시키는 요소는 바로 토익신청 접수다. 매달 20만명 이상이 토익 신청을 위해 YBM시사닷컴 사이트에 들어오는 사실은 엄청난 마케팅 효과를 가져온다. 토익 신청자들은 신청을 위해 YBM시사닷컴에 들어왔다가, 토익 점수를 올릴 수 있도록 도와주는 여러 프로그램에 쉽게 노출되고, 그 필요성을 느끼게 되기 때문에 콘텐츠 구입을 하는데 저항이 적다. 실제로 매월 초 TOEIC 인터넷 접수 기간에 웹 사이트의 트래픽이 크게 늘면서 매출도 동반 상승하는 현상을 보인다고 한다.

1.2.6. 비즈니스 파트너와의 제휴

온라인 교육부문 매출이 전체 매출의 40%를 차지하는 YBM시사닷컴은 온라인 교육 부문에서 두 축의 고객을 대상으로 사업을 하고 있다. 일반 대학생과 학생, 회사를 대상으로 하는 B2C와 기업 또는 정부의 공공기관, 대학 등을 대상으로 하는 B2B가 바로

그 것이다. YBM에서 B2B 매출 비중은 2001년 20%대에서 현재는 약 50%대로 급신장하였고 이에 맞춰 B2B를 위한 마케팅 조직이 따로 있어 따로 고객관리를 하고 있다.

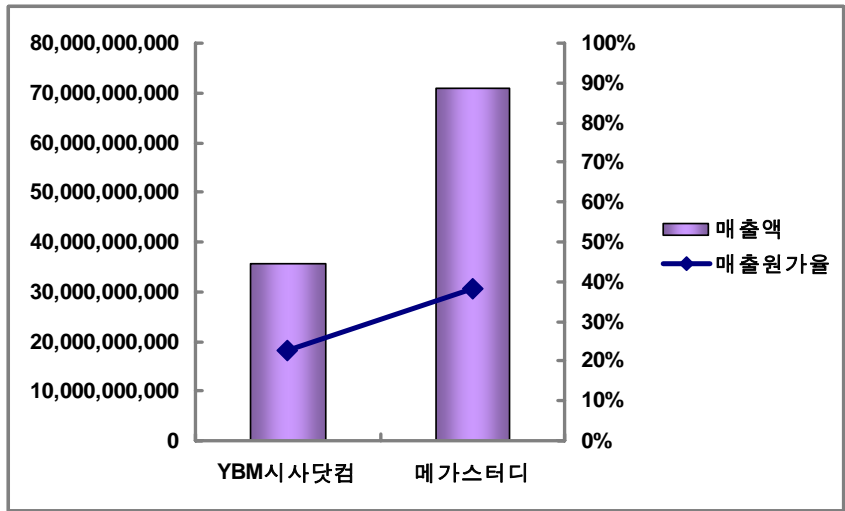
B2B 사업 부문은 정부가 이러닝발전법을 제정하면서 지원을 받고 있고, 기업 입장에서 오프라인 교육보다 온라인 교육비용이 더 저렴하며 컨트롤이 용이하기 때문에 연평균 61%의 성장을 거듭해오고 있으며 2001년 계약 기업체가 15개에서 400여개로 늘어났다. B2B부문의 회원 수 증가는 현재 유료 회원 수 증가를 견인하고 있으며 고용보험환급이 실시될 경우 앞으로 더욱 확대될 것으로 예상된다. YBM의 B2B 주 고객으로는 삼성과 같은 일반 기업과 정부기관, 성신여대 등의 대학교 등으로 다양한 기관과 비즈니스 파트너십을 맺고 시사닷컴의 사이버어학원 프로그램을 제공하고 있다. B2B 부문의 성장 이유는 B2B 계약 단가가 비록 B2C의 단가의 6~70%에 불과함에도 재계약율이 90%에 달해 B2B부문의 성장은 YBM시사닷컴에 긍정적 측면으로 작용한다.



1.2.7. 저렴한 제작비용

YBM시사닷컴의 동영상 강좌는 사내에 스튜디오를 마련해 놓고 자체 제작하고 있다. 자체적으로 온라인 강좌를 기획, 제작, 촬영 할 수 있는 전문 인력과 스튜디오 등의 시설, 장비 등을 내부에 갖추고 시사영어사로부터 콘텐츠를 원활하게 조달할 수 있기 때문에 제작비용이 상당히 낮다. 온라인 경쟁업체인 원글리쉬나 편글리쉬, N과고다의 경우 자료의 부족으로 분석을 하지 못했고, 대표적인 교육업체로 꼽히는 메가스터디와 비교를 해 보았다.

메가스터디 역시 자사의 오프라인 학원의 강사들의 강의를 녹화하여 동영상 강의를 개설하고, 책을 출판하여 팔고 있으며 디지털 콘텐츠 제작도 하는 등 YBM시사닷컴과 상당히 유사한 비즈니스 모델을 갖고 있기 때문에 비교 대상으로 적합하다고 생각한다. YBM시사닷컴의 매출원가율은 26%, 메가스터디의 매출원가율은 38%로 온라인 테스트 접수 부문이 매출원가가 거의 들지 않는다는 점을 고려하더라도 시사닷컴의 제작비용이 상대적으로 저렴하다는 것을 볼 수 있다.



2. 온라인 테스트

YBM시사닷컴은 TOEIC, JPT, 등의 공인어학 시험의 온라인 접수를 대행하고, MOUS의 국내시험을 대행하고 있다. 2005년 기준 24.7% 매출 비중을 차지한 온라인 테스트는 꾸준한 수요 기반으로 캐시카우 역할을 하며 YBM시사닷컴의 매출구조의 안정성을 보다 더해주고 있다. 온라인 테스트는 특별한 매출원가가 들지 않기 때문에 영업이익률이 40%에 이르는 고수익 부문이며 2010년까지 TOEIC과 MOUS 대행에 대한 독점권을 가지고 있다.

구분	시행방식	매출발생구조
TOEIC	YBM계열사인 국제 교류 진흥회에 시행권 주고 YBM은 온라인 접수만 받음	온라인 수수료 3000원
MOUS	MS사의 대행업체 Ceriporot사와 계약	응시료 4만원 중 35%를 Ceriporo, 25%를 국제 교류45% 지급한 나머지



2.1. TOEIC

TOEIC 점수가 그 의미를 갖는 것은 YBM시사닷컴의 사업 초기 성장의 발판이 되었기 때문이다. TOEIC점수는 그 자체의 매출만으로서 의미를 갖는 것이 아니라 온라인 교육으로 자연스럽게 연결되는 창구이며, YBM시사닷컴의 공신력을 보여주는 하나의 지표다. 2005년 온라인 테스트의 매출 비중이 확대된 것은 2006년 5월 TOEIC 시험체제의 변화로 그 전에 시험을 봐 놓고자 하는 수요가 컸기 때문이며 올해는 다소 그 정도가 누그러질 예정이다. YBM은 TOEIC 온라인 점수에 대한 독점권을 2010년까지 가지고 있어 그 동안은 안정된 매출을 올릴 수 있으나 2010년 이후 TOEIC과 그 계약을 갱신할 수 있는지의 여부는 아직 확실치 않다. 그러나 10년간 TOEIC신청을 무리없이 해왔다는 점은 재갱신 가능성을 높이고 있다.

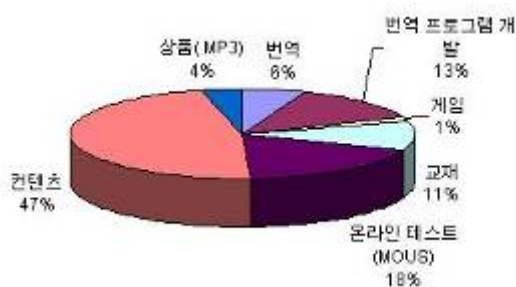
한 가지 우려하는 부분은 금년 5월부터 시험의 개편으로 회화와 작문까지 시험 내용에 포함되는데, 그 확장으로 토익 응시자 수가 줄고, 점차 국내 기업들도 TOEIC점수보다는 실제 영어 회화능력 정도를 점차 중요하게 봄으로써 수요 기반이 줄어들지 않겠느냐는 것이다. 그러나 TOEIC과 마찬가지로 TOEFL역시 IBT로 바뀌면서 공신력 있는 시험 2개 모두 보다 까다롭게 바뀌는 것이기 때문에 일방적인 TOEIC수요자의 이탈이 있을 것으로 보이지는 않으며, 장기적으로 볼 때 회화와 작문이 들어간 TOEIC점수를 기업체에서 오히려 더 신뢰할 수 있을 것이며, 회화는 문제 풀이 중심의 TOEIC보다 그 숙련되는데 필요한 기간이 길기 때문에 YBM 온라인 교육 부문에서 보다 수혜를 입을 수 있을 것이라 판단된다.

2.2. MOUS

MOUS 는 도입 초기 매출이 거의 미미한 수준이었으나 최근 20%의 성장률을 보이며 성장하고 있다. MOUS 성장에 대한 배경은 산업 분석에서 충분히 설명되었다고 본다. 최근 YBM은 중국 베이징의 MOUS 시험 시행에 대한 독점권을 5년간 보장받기로 했다. 이는 YBM이 국내에 MOUS시험을 정착시킨 공을 인정받았기 때문이며 따라서 국내에서 독점권이 끝나는 2010년 이후 그 계약을 갱신할 수 있을 것으로 보인다.

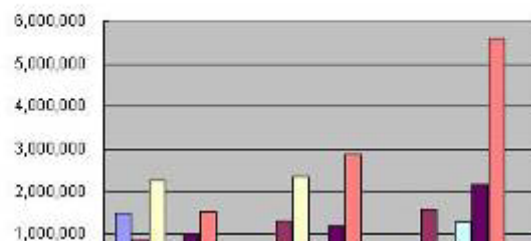
3. 디지털콘텐츠 시장 및 기타 부문

2005년 기준으로 일단 온라인을 제외한 디지털 콘텐츠 및 기타 부문의 매출을 살펴보면



옆에서 보는 바와 같이 **콘텐츠 매출비중이 가장 크다.** 2004년 기준으로 10% 비중을 차지했던 게임산업의 철수로 매출은 거의 미미하다. 대신 MOUS 부분과 교재 부분은 아직 미약하지만 지속적으로 증가하는 모습이다. 과거 3개년 매출추이를 살펴보면 다음과 같다.

계정년 매출 추이



최근 3년간 디지털 콘텐츠 사업의 성장

률(CAGR)은 54.19%에 이른다. 사업별로 살펴보면 번역부문이 -22.61%, 번역 프로그램 개발부문이 22.40%, 교재부문인 57.23%, 온라인 테스트(MOUS) 부문이 29.28%, 상품(MP3) 부문이 176.44% 성장률을 보이고 있다.

상품(MP3)부문이 가장 큰 성장률을 보이고 있으나 그 비중 자체가 너무 작고 2004년과 2005년을 살펴보면

그 성장세가 디지털 콘텐츠의 성장세에 크게 못 미치는 것으로 파악된다. 따라서 시간이 감에 따라 성장세는 정체되어 그 비중이 더욱 감소할 것으로 생각된다.

반면에 디지털 콘텐츠와 교재, 온라인 테스트(MOUS)는 2004년에 이어 2005년까지 지속적으로 강한 성장세를 보이고 있다. 이 중 매출비중이 가장 큰 디지털 콘텐츠를 중심으로 교재 및 온라인 테스트(MOUS) 중심으로 YBM의 경쟁력을 살펴 보자.

3.1. 디지털 콘텐츠

3.1.1. 경쟁력

YBM의 디지털 콘텐츠의 강점 역시, 온라인 외국어 교육에서 당사가 갖는 경쟁우위의 이유와 일치한다. YBM 시사 그룹이 영어 교육 비즈니스 분야에서 쌓아놓은 브랜드력과 콘텐츠력이 자연스럽게 당사의 콘텐츠로 이전된다는 점이 당사의 경쟁력이 된다.

3.1.2. 콘텐츠 제작의 수익성

특히 시사영어사 및 영어 교재 출판사에 지급하는 콘텐츠 사용료가 40%수준이고 고정비 부담 또한 낮아 콘텐츠 생산비용이 낮아 대략 40~45%대의 높은 이익률 수준일 것으로 추정된다.

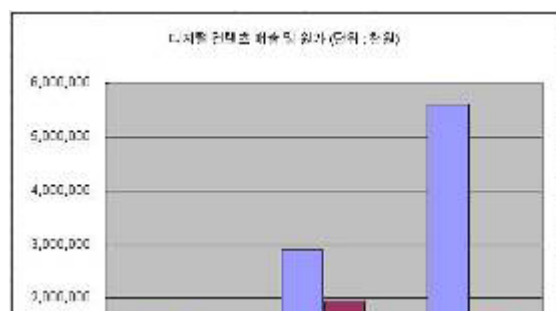
3.1.3. 사업모델

현재 당사가 레인콤 및 디지털큐브등의 PMP 제조업체와 맺은 계약의 조건은 다음과 같다.

- 1)PMP 업체로부터 계약 기간 동안 minimum guarantee조건으로 일정 금액 수령
- 2)해당 모델의 PMP 판매 대당 running guarantee를 지급 받고 있음
- 3)PMP 소비자들이 콘텐츠 소비 시 추가적인 매출이 발생 가능함

따라서 보수적으로 접근하더라도 최근 minimum guarantee 만큼의 매출이 확정적으로 발생할 것임을 예상할 수 있다.

콘텐츠 사업의 특성상 한 개의 콘텐츠를 가지고 다양한 플랫폼으로 제공이 가능하다는 점은 콘텐츠 공급을 많이 하면 할수록 단



가가 떨어져 영업이익률이 개선된다는 것을 의미한다. 즉 “one source , multi use”가 적용된다는 것을 시사한다.

DMB서비스의 도입, 고성능화된 모바일기기, PMP, 휴대폰 및 Wibro와 같은 사회적 인프라 구축에 따라 이동통신사 및 관련 기기 제조업체에 콘텐츠 제공 규모는 점차 커질 것으로 예상되며 실제로 2005년 부터는 휴대용 제품 업체와 계약이 발생하기 시작했다.

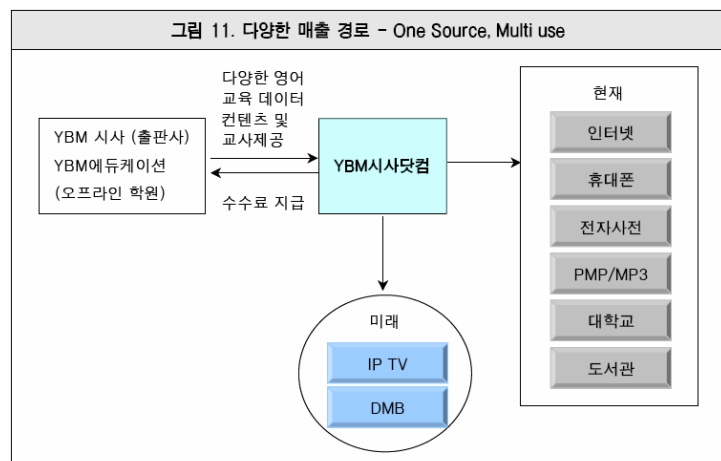
2005년 기준으로 디지털 콘텐츠 매출은 다음과 같이 발생하였다.

매출처	콘텐츠 내용	매출액
인터넷 portal site	온라인 사전	45백만원/월
대학교	외국어 강의	
레인콤 전자사전	딕플 콘텐츠	대당 도매가격의 5~6% 수수료 3년간 minimum guarantee 100억원
KT	IPTV용 콘텐츠	
SKT	DMB용 콘텐츠	진행 중

자료: YBM 시사닷컴, 미래에셋증권 리서치센터 정리

2006년에도 (주)아이큐브넷과 동영상 및 기타 콘텐츠를 (주)디지털큐브의 i-station PMP에 사용하는 조건으로 계약기간(1년) 동안 최소 21억원 수준의 콘텐츠 사용료를 minimum guarantee 조건으로 지급받는 계약을 체결하였다.

향후 추가적으로 DMB 및 IPTV 등 하드웨어 진화에 따른 수혜가 기대되며 . 현재 KT는 IP TV용 콘텐츠를 내부 시험 중이며, 이미 당사에 아직 미미한 수준이지만 수수료를 지급한 것으로 파악되고 있다고 한다.. 또한 SKT와 DMB용 콘텐츠 협상도 진행 중인 것으로 파악된다



자료: 삼성증권 정리

3.1.4. 경쟁자 현황

- 1) 원글리시닷컴 : 스튜디오나인과 제휴를 맺고 PSP용 ‘원-토익 초급LC’를 개발하였다.
- 2) 메가스터디 : 코윈과 손잡고 PMP `코윈 A2`에서 메가스터디 강사들의 강좌를 내림받아 이용할 수 있도록 하였다..
- 3) 능률교육 : 엠피오와 제휴를 맺고 이달 말 출시되는 MP3P `엠피오 솔리드(HD400)`에 `토마

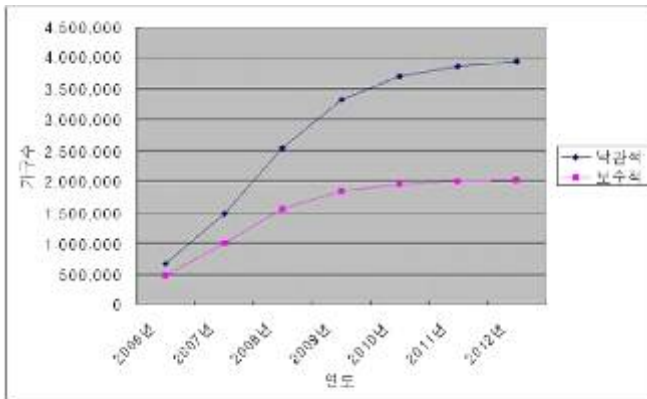
토 토익`, `아이작의 초보회화` 등 영어학습 동영상 콘텐츠를 제공받기로 했다.

4) 데일리잉글리쉬(영어), 폰차이나(중국어), YBM시사(영어) - 레인콤에 어학 학습 콘텐츠 제공

5) 아월패스 - 현원이 지분 20%를 확보했다. 자사의 PMP형 MP3플레이어 `DHH-200` 모델을 통해 아월패스 콘텐츠를 이용할 수 있도록 한다는 계획이다

4. 당사의 이슈

4.1. IPTV



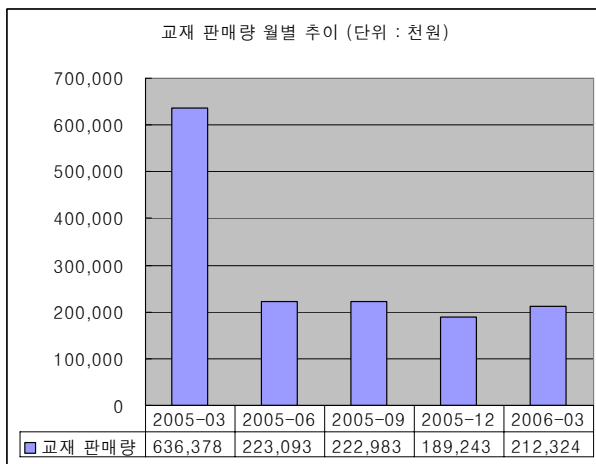
[자료 : ETRI (2005.6)]

<그림 3. 국내 IPTV 보급 전망>

IPTV는 쌍방향 서비스가 가능해 VOD(video on demand)가 가능하고 Point-to-Point 전달 방식으로 개인화된 채널을 볼 수가 있다. 따라서 **개인별 맞춤형 교육을 하기에 최적**이다. 이미 디지털 어학 콘텐츠에서 강점을 가지고 있는 당사는 IPTV의 확산에 따라 추가적인 매출이 발생할 가능성이 매우 크다.

또한 서비스 지역이 케이블TV와 달리 전국 단위이므로 콘텐츠 제공 계약을 하기 위해 지역별로 각각 접촉할 필요가 없어서 **관관비 부담도 감소**할 것이다. 실제 IPTV의 약점으로 지적되어 콘텐츠의 부족은 오히려 다양한 어학 콘텐츠를 가지고 있는 YBM으로는 우호적인 환경이 될 수도 있을 것이다.

4.2. 교재



2004년도 514백만원의 매출을 기록했던 교재부분은 2005년도에는 1,271백만원의 매출을 기록하였다. **매출의 대부분은 '김대균토익마침표'라는 교재로 인해 발생한** 것으로 보이는데 이 단일 제품이 2005년도 교재매출의 대부분을 차지한다. 이 단일 제품의 매출의 규모는 대략 1,191백만원이었다. 그러나 어학 시장에서는 이미 다수의 스타강사와 그들이 다양한 출판사에서 발간하는

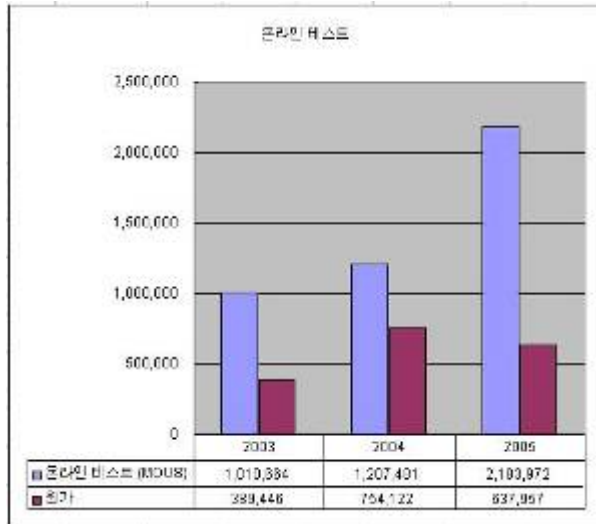
많은 저서들이 존재한다. 특히 어학교재 시장은 특정 스타강사가 저술한 여러 교재가 판매 1~2위를 휩쓰는 경향이 많은데, 그 교재들이 여러 해 스테디 셀러로 남기보다는 새로운 스

타강사와 그의 교재에 등장에 따라 부침이 심한 모습이다. 보통 어학 교재의 경우 년 초에 특수가 발생하는 경우가 많은데 당사의 실적을 보면 3월 실적이 부진한 모습을 보이고 있다. 따라서 2006년도는 전년도 수준을 하회하는 매출을 올릴 것으로 예상된다. 앞으로도 어학 교재 시장의 경쟁은 더욱 치열하게 진행될 것으로 추측되며, 어학교재 시장에서 당사가 특별히 우위를 점하지 않고 있는 점을 고려하면 큰 성장을 없을 것으로 판단된다.

4.3. 온라인 테스트 (MOUS)

MOUS 시험과 토익에 대한 수요가 증가함에 따라 모의시험을 통해 저렴한 비용으로 자신의 실력을 검증하고 실력을 향상시키려는 수요가 추가로 발생함에 따라 온라인테스트의 매출이 증가하고 있는 것으로 판단된다.

당사는 2000년 MOUS에 대한 국내 독점운영권을 획득하여 운영하고 있고 최근 2006년 3월에는 베이징에서 향후 5년간 MOUS 독점 운영하기로 합의했다.

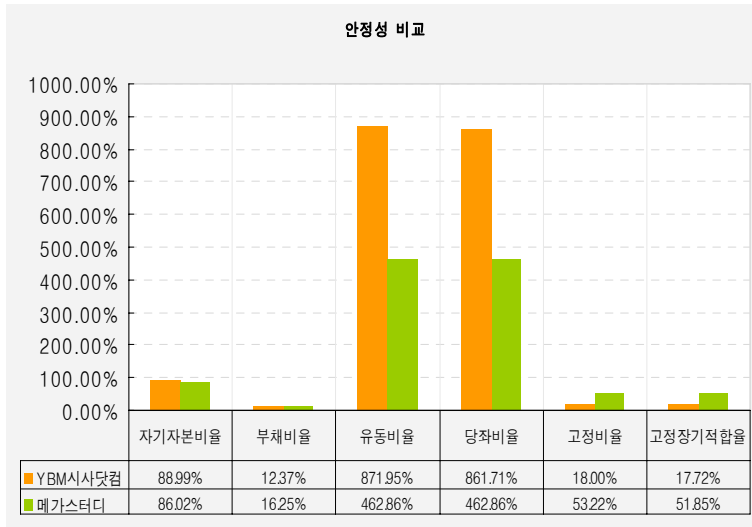


토익과 MOUS 모두 국내에서 2010년까지 독점운영하기로 되어 있기 때문에 온라인 테스트 사업과 관련해서 당사와 경쟁할만한 대상은 없다고 판단된다. 또한 컨텐츠와 마찬가지로 개발력이 쌓이고 매출이 증가함에 따라 원가는 점차 낮아지게 되어 영업이익률 개선에 기여하게 된다.

III. 재무분석

온라인 영어 교육 시장에서 YBM시사닷컴과 경쟁할 만한 기업은 없다. Winglish나 DDnet와 같은 사이트가 있으나 트래픽이나 고객만족도 측면에서 YBM시사닷컴과 큰 차이를 보이고 있다. 따라서 이러한 경쟁사들과의 비교는 무의미하다고 판단되기에 타켓층은 다르지만 성장기 산업에서 선두주자로서의 포지셔닝을 유지하고 있다는 점과 높은 수익성 대비 낮은 재무 리스크의 비즈니스모델이라는 측면에서 매우 유사하다고 판단되는 메가스터디와 비교를 하고자 한다.

1. 안정성 비교

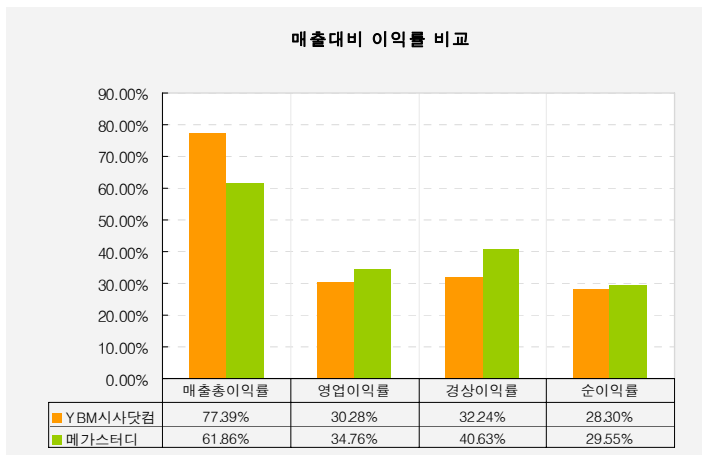


<2005년 수치를 기준으로 작성>

위 그래프를 보면 유동비율과 당좌비율의 막대가 가장 눈에 띈다. YBM시사닷컴의 유동비율과 당좌비율이 메가스터디의 그것과 비교해서 약 2배 가까이 되지만 두 기업 모두 높은 유동비율, 당좌비율을 보이고 있기 때문에 큰 의미는 없어 보인다.

고정비율과 고정장기적합율의 경우도 YBM시사닷컴이 메가스터디에 비해서 3분의 1가량 낮은 수치이나 두 기업 모두 낮은 비율을 보이고 있기 때문에 이 부문에서의 비교 역시 큰 의미는 없어 보인다.

2. 수익성 비교



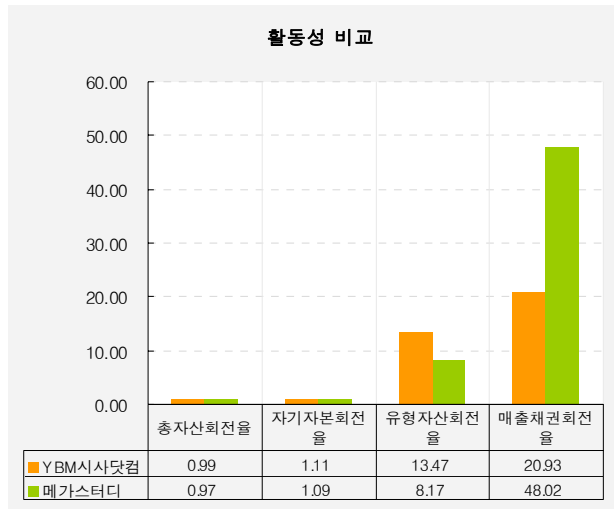
YBM시사닷컴이 매출총이익률은 15%가량 더 높으나 영업이익률, 경상이익률, 순이익률에서 메가스터디에 비해 낮은 수치를 보여주고 있다. 그만큼 판매비와 관리비의 비중이 메가스터디에 비해서 크다고 할 수 있다. 2005년 YBM시사닷컴의 매출총이익은 276억 원이고 메가스터디의 매출총이익은 439억 원이

다. 판매비와 관리비 부문을 살펴보면 YBM시사닷컴의 그것은 168억 원이고 메가스터디의 그것은 193억 원이다. 매출총이익에서는 150억 원의 차이를 보임에도 불구하고 판매비와 관리비 부문에서는 25억 원의 차이를 보이고 있다. 이러한 상황을 초래하게 된 이유는 판매비와 관리비 대부분의 항목에서 YBM시사닷컴이 메가스터디에 비해 낮은 수치를 보이고 있으나 지급수수료 부문에서는 메가스터디의 2배가 넘는 50억원을 지출하였고 급여부문에 있어서도 두 기업의 매출액 규모는 2배가량 차이가 나지만 급여에서는 겨우 11.8%만 차이가

날 뿐이다. 여기서 지급수수료는 강사수수료를 말하는 것으로 매출의 5~10%수준으로 변동비 성격을 지닌다. 인원도 2002년 118명에서 2005년 259명으로 2배 이상 확대되었다. 현재 각 사업부문은 초기사업단계를 지나 어느 정도 자리를 잡은 상황으로 향후 인원 증가는 제한될 전망이기 때문에 향후 비용부담은 크게 감소, 비용 측면에서 개선요인도 발생하고 있다.

3. 활동성비교

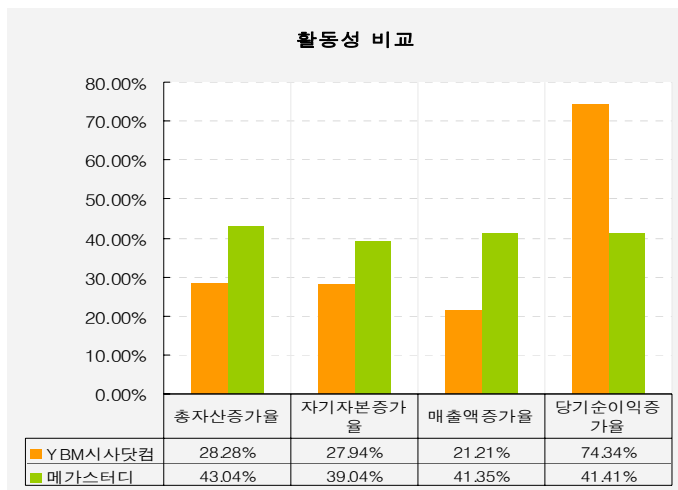
활동성에 대하여 알아보자. 총자산회전율과 자기자본회전율은 비교가 무의미할 만큼 거의 같은 수치를 보여주고 있다. 유형자산회전율도 차이를 보이고 있으나 이것은 YBM시사닷컴이 토지, 건물이 없기 때문이다. YBM시사닷컴의 매출액 중에서 92.9%에 해당하는 부분이 인터넷을 통한 사업이기에 토지와 건물이 필요없는 반면, 오프라인 학원 매출이 전체 매출액에서 26.1%를 차지하는 메가스터디의 경우 유형자산의 금액이 YBM시사닷컴에 비해서 90배이상(YBM시사닷컴26억 vs 메가스터디 230억)차이 날 만큼 많다. 수익구조가 다른 만큼 큰 의미는 없다고 본다.



관심있게 살펴보아야 할 부분은 매출채권회전율인데, 매출채권회전율의 경우 YBM시사닷컴이 메가스터디에 비해 낮은 이유는 메가스터디는 중학생, 고등학생 등 개별소비자들을 대상으로 영업을 하기 때문에 대금결제가 즉각즉각 이루어지는 반면에 YBM시사닷컴은 대학교, 기업체와의 거래 등 B2B의 비중이 55%를 차지할 만큼 높기 때문에 거래대금을 회수하는 기간이 늦어질 수 밖에 없다.

*재고자산회전율의 경우 두 기업 모두 0인 경우가 있을 만큼 재고자산의 절대액이 작기 때문에 이번 분석에서는 제외시켰다.

4. 성장성비교



당기순이익증가율을 제외하고는 메가스터디가 YBM시사닷컴보다 높은 수치를 보여주고 있다. YBM시사닷컴의 2005년 당기순이익 증가율이 저렇게 높은 이유는 전체적으로 매출액과 영업이익이

전년도에 비해 증가한 것도 있지만 2004년 특별손실계정에 사업중단손실이 계상되어 2004년도 당기순이익이 감소하였기 때문이다. 사업중단손실이 발생하게 된 이유는 YBM시사닷컴이 영위하던 게임유통업을 포기하였기 때문이다. 게임유통업은 2003년 YBM시사닷컴 매출의 10%를 차지했던 분야이다. 게임 분야를 제외하면 2004년 상반기 YBM시사닷컴의 매출은 6.84%가 줄지만 영업이익은 오히려 5.09%가 늘게 된다고 보도가 될 정도로 수익성이 안 좋은 사업 부문이었다.

나머지 세 부분에서 YBM시사닷컴이 메가스터디에 비해 수치가 좋지 않은 이유는 아직까지 온라인 외국어 교육 시장이 온라인 수능 교육 시장에 비해 크게 성장하지 못했기 때문으로 풀이된다. 하지만 앞으로의 성장 전망은 YBM시사닷컴이 메가스터디에 비해 좋다고 판단되는데 그 이유는 메가스터디의 경우 입시 콘텐츠의 특성상 서비스 제공 채널의 다양화가 어렵고 오프라인 기반 투자 지속으로 영업 이익률이 지속적으로 하락할 것으로 보이기 때문이다.

IV. 시나리오

1. 온라인 교육 부문과 온라인 테스트 시나리오

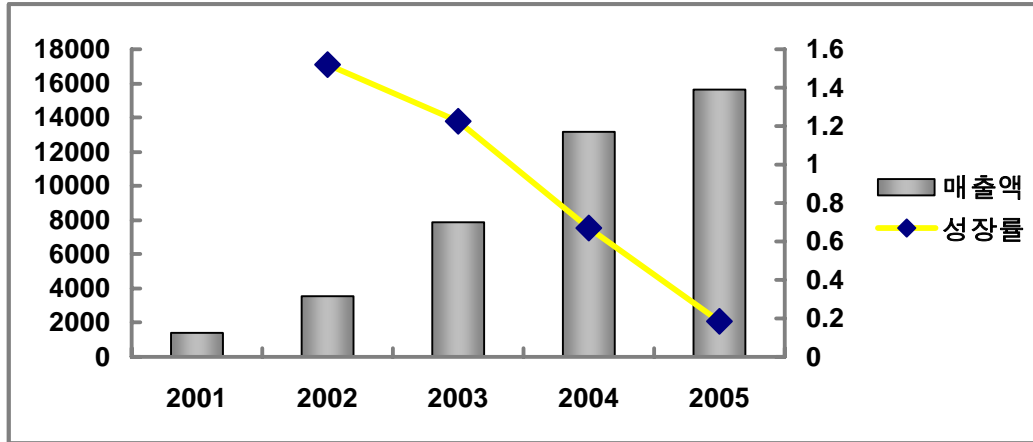
YBM 시사닷컴의 온라인 교육 부문의 미래 전망은 향후 온라인 교육 산업의 전망에 좌우된다. 이미 앞서 살펴 보았듯이 온라인 교육시장은 핵심 타겟이자 향후 중요한 연령층인 청소년 인구가 사실상 2006년부터 2011년까지 매해 증가할 것으로 예상되고, 정부의 적극적인 정책 지원을 받고 있는 것 등을 들 수 있다. 한국교육개발원의 자료에 의하면 국내 온라인 장규모는 전체 사교육 시장에서 2004년 말 현재 7% 정도에 불과하여 시장자체가 아직 성장초기 단계이므로 양호한 환경을 바탕으로 국내 온라인 교육 시장은 향후 5년간 연평균 20%이상의 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. YBM시사닷컴의 주 타겟층이 2~30대 학생과 직장인이라는 점에서 청소년 인구가 2011년까지 증가할 것이라는 예상은 YBM의 주 타겟층이 적어도 2020년까지는 꾸준히 증가할 것임을 의미하기에 당사에 보다 긍정적으로 해석될 수 있겠다. **따라서 YBM시사닷컴의 2010년까지 시나리오에 인구 감소 문제는 반영하지 않는 것으로 한다.**

지난 5년간 YBM시사닷컴의 온라인 교육 부문의 매출과 그 성장률을 보면 사업초기 2년동안은 급격한 성장 추세를 보여오다 최근 2년간 그 성장률이 둔화되고 있다. 온라인 교육 시장 자체는 아직 성장기지만 YBM시사닷컴의 기업만을 두고 봤을 때 현재 시점은 폭발적인 성장의 단계는 이미 지났다는 판단을 하게 되었다. 그러나 작년의 성장률 추세를 그대로 반영할 수 없는 이유는 B2C 매출비중이 좀 더 높은 상황에서 유료회원수가 23% 성장했음에도 올해 5월 TOEIC시험 개편으로 3달코스의 팩키지 상품이 없어지고 대신 1달 코스로 재편되면서 판매단가가 18.5% 하락했기 때문이다. 향후 B2C보다 B2B 매출비중이 높아질 것이며, B2B 부문의 성장을 반영하고 B2C 판매단가가 다시 예전 혹은 그 이상 수준으로 회복 될 것으로 예상하였으며 B2C와 B2B부문을 나누어서 성장률을 구하였다.

이번 보고서에 경쟁자에 대한 분석이 거의 없는 것은 타 온라인 교육업체 중 상장이 되어

있는 곳이 없고, 공시자료조차 미비하기 때문이다. 따라서 경쟁자에 대한 분석은 개략적인 수준으로 반영되었다.

	2001	2002	2003	2004	2005	CAGR(4)	CAGR(3)	CAGR(2)
매출액	1406	3545	7880	13162	15629	82.59%	63.97%	40.83%
성장률		152.20%	122.30%	67%	18.70%			



1.1. 가정

- 현 경쟁자라고 할 수 있는 원글리쉬나 N파고다의 경우 경쟁강도가 앞으로도 미미할 것으로 보이는데, 당사보다 먼저 시장에 진출한 원글리쉬가 5년간 계속 그 실적이 부진한 것으로 보아 앞으로도 시사닷컴을 이길 요소를 찾지 못했고, N파고다의 경우 그 모체라 할 수 있는 파고다 어학원의 교육 퀄리티에 대한 평가가 계속 낮아지고 있어 시사닷컴에 비해 우월한 콘텐츠를 확보할 여지가 부족하다고 생각하기 때문이다. 따라서 향후 2년간 시사닷컴의 입지를 줄이고 성장할 경쟁자는 없을 것으로 본다.
- 성장률 추세를 보면 2001년 이후 2005년 까지 급격히 그 성장률이 감소하고 있다. 점차 폭발적인 성장보다는 안전한 성숙단계로 가까워지고 있다고 판단된다. 그러나 이전까지 B2C 위주의 매출이 이루어졌다면 앞으로는 B2B 비중이 확대되며 그 성장이 기대되기 때문에 2005년의 성장률을 B2B부문에 적용하는 것은 왜곡된 것일 것이다. B2C부문의 향후 2년간 성장률은 05년 매출 성장률과 유사한 20%로 잡는다.
- B2B부문은 연 40% 로 성장 중인데, 이러닝발전법으로 공공기관의 온라인교육이 늘어나고 있고, 고용보험환급법이 적용될 경우를 기대하여 현 성장률을 향후 2년간 성장률로 잡는다.
- 2008년 이후, 시장 상황에 대한 불확실성이 존재한다. 현 경쟁자 외에 시사닷컴을 끌어내릴 만한 경쟁자의 등장에 대한 불확실성은 그 성장률을 디스카운트할 만한 충분한 이유가 된다고 생각하여 2008년 이후 그 성장률이 둔화될 것이라는 판단을 포함하여 B2C부문은 연 15%, B2B부문은 연 25%로 3년간 성장률을 잡는다.

- B2B와 B2C매출 비중은 05년 약 50%에서 2010년에는 B2B비율이 60%까지 확대될 것으로 본다.
- 현재의 사업구조가 변하지 않을 것이라 보고, 영업이익률 수준은 현재와 동일한 35%로 예상한다.
- TOEIC시험이 재편된다 하더라도 TOEIC만큼 공신력을 인정받는 시험이 부재하기 때문에 기본적으로 그 실수요자는 꾸준히 증가할 것이며 점차 TOEIC 응시자 수의 증가율이 둔화되는 추세로 그 성숙기에 도달하고 있다는 판단하에 향후 5년간 성장률을 10%로 잡는다.
- MOUS시험은 일본 대비 현저히 낮은 응시자 수준과 대학에서 점차 졸업필수과목으로 택하고 있는점 등을 고려하여 향후 2년간 19%의 성장율을 유지하되 그 이후의 3년간은 15%의 성장을 할 것으로 보았다.

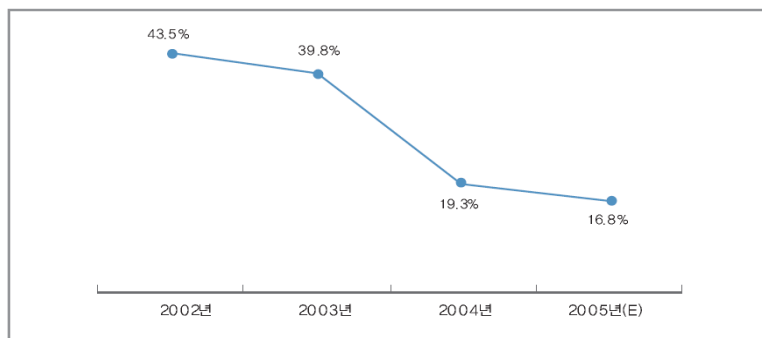
1.2. 결과

	1단계	2단계	2005	2006	2007	2008	2009	2010
B2C성장률	20%	15%						
B2B성장률	40%	25%						
B2B 매출비중			48.70%	50.78%	52.94%	55.20%	57.55%	60%
가중 평균 성장률				30.16%	30.59%	20.52%	20.75%	21.00%
매출액			15,629,008	18,754,810	22,505,772	25,881,637	29,763,883	34,228,465
매출이익			6,861,135	8,233,361	9,880,034	11,362,039	13,066,345	15,026,296
총이익률		44%						
영업이익률		35%						
영업이익			5,470,153	6,564,183	7,877,020	9,058,573	10,417,359	11,979,963
TOEIC 매출액	10%	10%	7,462,000	8,208,200	9,029,020	9,931,922	10,925,114	12,017,626
MOUS 매출액	19%	15%	1,442,000	1,715,980	2,042,016	2,348,319	2,700,566	3,105,651
총 매출액			24,533,008	28,678,990	33,576,808	38,161,878	43,389,563	49,951,742
총 영업이익			8,586,553	6,564,183	7,877,020	9,058,573	10,417,359	11,979,963

2. 온라인 외 기타

2.1. 최근 디지털 콘텐츠 산업현황

- 2005년의 성장률은 전년도에 비해 다소 감소한 16.8% 기록



(디지털 콘텐츠 산업 연도별 성장률 추이(전체))

최근 5개년도의 디지털 콘텐츠의 성장률은 29.3%였지만, 점차 성장률이 둔화되고 있는 추세이다. 그럼에도 불구하고 Wibro, DMB 등의 신기술 구축에 따라 일정 수준의 성장을 지속할 것으로 추정된다.

2.2. 최근 3개년도 YBM의 현황

	(단위: 천원)				
	2003	2004	2005	CAOR(3)	CAGR(2)
번역	1,486,039	737,320	588,761	-22.61%	-3%
번역 프로그램 개발	860,227	1,301,327	1,577,366	22.40%	10%
거인	2,274,218	2,353,552	149,568	-59.64%	-75%
교재		514,418	1,271,697	57.23%	57%
온라인 테스트(MOUS)	1,010,664	1,207,481	2,183,972	29.28%	34%
컨텐츠	1,525,301	2,882,318	5,591,733	54.19%	39%
상품(MP3)	21,708	338,729	458,633	176.44%	18%

당사 역시 콘텐츠 영역에 있어서 3년간 CAGR이 54%에 이르는 고속 성장을 하다가 최근에는 약간 성장세가 감소하여 39%를 보인다.

2.3. 가정

- 번역의 경우, 글로벌 환경의 대기업위주의 재편과 함께 다국어언어벤더들 위주의 수요 증가에 따라 싱글 언어 벤더인 당사의 경쟁력이 약해지고 있다. 그러나 당사가 IT 및 게임 로컬라이제이션에만 치우치지 않고 영국계 대형 로펌 DLA Piper의 특허 소송 관련 번역도 수주하여 법률 관련 전문 번역 분야로도 진출을 꾀하고 있으며, 일본어, 중국어 등 동아시아권 언어를 포함하는 다국어 글로벌라이제이션으로 사업을 확대하려는 노력을 하고 있는 점을 고려해야 할 듯하다. 그 노력의 결과로 매출 감소폭이 크게 줄었다는 점은 긍정적이므로, 2010년까지 물가상승률 4%수준의 성장을 가정한다.
- 번역프로그램의 경우에는 군소업체의 난립으로 경쟁이 심화되고 있고, 시간이 지남에 따라 기술이 평이해질 것으로 예상되므로 2010년까지 그 성장률은 현재 10%에서 물가상승률 수준인 4%까지 떨어질 것이라고 가정한다.
- 게임의 경우는 당사가 이미 사업을 철수하였으므로 고려하지 않는다.
- 교재는 앞에서 언급한 바와 같이 큰 성장을 이루기는 힘들 것이라고 판단되어 물가상승률 4%를 가정한다.
- 온라인 테스트의 경우 토익과 MOUS 응시자의 수요가 증가함에 따라 모의고사에 대한 수요가 증가할 것으로 생각되므로, 실제 토익 수요의 둔화와 MOUS 수요가 크게 증가하고 있는 추세를 고려하여, 2010년까지 현재의 1/3 수준인 13%까지 증가세가 둔화될 것이라고 가정한다.



- 콘텐츠 부문에서 30% 이상의 성장률이 5년 이상 지속된다고 가정하는 것은 지나치게 이상적이라고 판단되므로 당사의 디지털콘텐츠의 성장세는 디지털콘텐츠 산업의 추이를 따른다고 가정한다.
- MP3의 경우 제반 인프라의 발달에 따라 동영상이나 쌍방향 교육에 대한 수요 증가로 인해 큰 성장은 없을 것이라고 판단되므로 물가상승률 4%를 가정한다.
- 2006년 초기 성장률은 과거 최근 2년간 성장률이 적용된다고 가정하고 2010년 최종 성장률까지는 단순 차감된다고 가정한다.
- 영업이익률은 수익성이 높은 콘텐츠와 온라인테스트(MOUS)의 비중이 시간이 지날수록 커지는 상황을 고려해 2006년도 예상 수치인 35%가 2010년도 까지 지속될 것이라고 가정한다.

3. 시나리오 적용

	초기 성장률	최종성장률	년간 성장률 변동폭	2005	2006	2007	2008	2009	2010
반도체	-3.35%	4.00%	1.84%	688,781	665,894	855,831	857,765	871,890	688,870
반도체 프로그램 개발	10.10%	4.00%	-1.52%	1,577,388	1,738,823	1,885,491	2,018,384	2,128,881	2,215,077
고재	4.00%	4.00%	0.00%	1,271,897	1,322,585	1,375,467	1,430,488	1,487,708	1,547,214
온라인 테스트 (MOUS)	34.48%	13.00%	-5.37%	2,183,872	2,897,179	3,792,367	4,892,828	5,554,891	6,277,140
컨텐츠	39.04%	17.00%	-5.51%	5,581,733	7,774,935	10,382,068	13,291,300	16,283,284	19,051,442
상품(MP3)	16.18%	4.00%	-3.05%	458,833	532,883	802,914	863,777	710,555	738,977
매출액				11,772,162	14,969,879	18,693,939	22,754,537	26,838,408	30,528,720
영업이익 (이익률 35%)				4,120,257	5,239,458	6,542,879	7,964,088	9,393,443	10,685,052

V. 주가분석 & Valuation

1. 주가분석



지난 1년간 YBM 시사 닷컴의 주가차트는 위와 같다. 1년간 300% 이상의 수익률을 보이며 상승을 거듭한 예쁜 모양이다. 그러나 예쁜 모양은 오히려 지금 기업을 보고 있는 우리에게 안타까움을 줄 뿐인데 지금 주가가 너무 많이 오른 것이 아닌가 하는 부담감을 주기 때문이다. 이러한 시점에서 YBM 시사 닷컴의 주가를 분석하는 데 있어서 가장 중요한 것은 현 주가가 저평가 상태인지 고평가 상태인지를 가늠하는 것이라 생각한다. 우리가 가장 쉽게 보는 PER은 최근 폭락장 덕분에(?) 그나마 24 정도를 유지하고 있다. PER가 24면 모두 알다시피 쉽게 들어가기 어렵다는 것이 일반론이다. 하지만 YBM 시사 닷컴은 고성장 인터넷 기업으로 PER만을 두고 주가가 고평가 되어 있다고 말하기 어렵다. 일단 동종 업계에서 메가스터디의 PER이 26으로 비슷한 수준을 유지하고 있고 이루넷 9.25, NHN 489의 PER을 보이고 있다. 상대적인 위치에서 YBM의 주가가 과장되어 보이지는 않는다.

이번에는 PSR을 보자. 인터넷 교육업은 그 역사가 짧은 새로운 산업으로 한창 성장기의 모습을 보이고 있다. 따라서 내실을 차곡차곡 다지며 성장하기 보다는 일단 몸집 불리기에 집중을 하더라도 크게 비난 받을 이유가 없다. 즉, 이들은 우선 매출액 증가에 더 비중을 두고 비즈니스를 하는 것이고 따라서 PSR을 기준으로 주가를 평가해 보는 것이 매우 의미 있다. 메가스터디 7.7 이고 YBM이 6.9, NHN 12, CJ인터넷7, 이루넷이 1 의 PSR을 보이고 있다. 이를 기준으로 볼 때 업종 내에서는 무난하게 평가 받고 있는 듯하다. PEG의 경우 메가스터디 0.63 YBM 0.33이다. 코스피 PEG가 0.87인 점을 감안할 때 저평가 상태라고 판

단할 수 있다.

	PSR	PER	EPS 증가	PEG	외인지분율
메가스터디	7.724366197	26.11571429	41.40	0.630814	36.30%
YBM	6.942251031	24.53158156	74.30	0.330169	19.10%
이투스	1.065673741	9.258040625	마이너스	마이너스	0.70%
NHN	12.44849538	489.048033	마이너스	마이너스	50%
NC	4.816280069	16.81004498	마이너스	마이너스	47%
CJ 인터넷	7.538182249	7.796528764	흑자전환	흑자전환	6.10%

다만, 주가의 리스크는 높은 외국인 지분율이다. 현재 폭락장은 외국인 투자자가 신홍시장에서 자금을 빼서 비교적 안전한 선진시장으로 돌리고 있기 때문인데 외국인 지분율이 높은 YBM으로서는 단기적으로 외국인이 지분을 팔고 장을 나갈 상황에 대한 가능성이 상당히 높기 때문에 일시적인 하락도 있을 수 있다..

2. Valuation

2.1. DCF

먼저 온라인 교육부문과 기타 부문의 시나리오를 취합하여 미래 예상 FCF를 구하였다. 이후, 2010년 이후의 CV를 구하여 적정 주가와 안전마진을 구하였다. 할인율은 7.6%로 YBM 시사닷컴이 부채를 사용하지 않으므로 사용한 7.6%의 할인율은 자기자본비용이라 할 수 있다. 영구 성장률은 가장 보수적이라 할 수 있는 3%로 잡았으며 1단계와 2단계로 나누어 적정 주가를 구했을 경우 62%의 안전마진을 확보할 수 있다.

미래 예상 FCF	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12
NOPLAT	9,567,608	9,354,620	11,226,771	13,290,939	15,866,579	19,110,764
감가상각	637,436	547,015	656,489	777,192	927,804	1,117,509
총 현금흐름	10,205,044	9,901,635	11,883,260	14,068,131	16,794,383	20,228,273
차감: 운전자본 증가액	133,651	(3,033,968)	(3,641,160)	(4,310,628)	(5,145,981)	(6,198,162)
차감: 설비투자	206,174	(2,091,307)	(2,509,843)	(2,971,306)	(3,547,112)	(4,272,378)
차감: 기타 자산 증가액	(913,288)	(473,825)	(568,653)	(673,206)	(803,666)	(967,989)
총 투자액	(573,463)	(5,599,101)	(6,719,655)	(7,955,139)	(9,496,759)	(11,438,529)
FCF	9,631,581	4,302,534	5,163,605	6,112,992	7,297,624	8,789,744

	미래 FCF	할인율	FCF의 현재가치	주당 FCF
2005/12	9,631,581	0.076		
2006/12	4,302,534	1.08	3,998,638	392.02
2007/12	5,163,605	1.16	4,459,935	437.25
2008/12	6,112,992	1.25	4,907,011	481.08
2009/12	7,297,624	1.34	5,444,179	533.74
2010/12	8,789,744	1.44	6,094,174	597.47
현재 시점으로 할인된 영업가치	41,298,081		24,903,936	2,442

CV	4,049	영구 성장률	3%
2단계 기초가치	88,018	2단계 PV	61,025
1단계 FCF PV	2,442	2단계 CVPV	61,025
총 PV	63,467	현재 주가	22,050
안전마진	65%		

그러나 2조는 FCF를 토대로 한 DCF법의 적정주가 성장형 기업으로 꼽히는 YBM시사닷컴에는 그다지 적합하지 않다는 결론을 내렸다. 그 이유로는 5년 후에 평균 3% 성장을 한다는 것은 YBM시사닷컴의 성장성 기대를 다소 무시한 측면이 없지 않기 때문이다. 따라서 2조는 적정 PSR 바탕으로 한 벨류에이션으로 적정 주가를 다시 한번 산정하였다.

2.2. PSR

- 일단 당사가 온라인 교육시장에 속하는 사업을 영위하고 있으므로, 당사와 BM이 유사한 메가스터디를 포함하고 영업이익률이 30% 이상인 기업중에서 대표적인 인터넷 기업인 NHN 과 온라인 게임업체인 NC소프트, CJ인터넷 의 평균 PSR을 사용하였다.
- 인터넷 기업과 온라인 게임업체는 개별 산업 특성이 존재하기는 하지만 기본적으로는 온라인 상으로 콘텐츠를 제공하고 그에 대한 대가를 수익로 인식하는 구조이기 때문에 평균 PSR을 구하는 데 포함하였다.

	매출	순이익	주식수	주가	시가총액	외인지분율
메가스터디	71,000,000,000	21,000,000,000	6,060,000	90,500	548,430,000,000	36.30%
YBM	35,637,000,000	10,085,000,000	11,220,000	22,050	247,401,000,000	19.10%
NHN	357,500,000,000	9,100,000,000	15,501,000	287,100	4,450,337,100,000	50%
NC	232,800,000,000	66,700,000,000	20,386,000	55,000	1,121,230,000,000	47%
CJ 인터넷	84,500,000,000	81,700,000,000	22,508,000	28,300	636,976,400,000	6.10%

	PSR	PER	EPS증가	PEG	SPS
메가스터디	7.724366197	26.11571429	41.40	0.630814	11716.17162
YBM	6.942251031	24.53158156	74.30	0.330169	3176.203209
NHN	12.44849538	489.048033	마이너스	마이너스	23063.02819
NC	4.816280069	16.81004498	마이너스	마이너스	11419.60169
CJ 인터넷	7.538182249	7.796528764	흑자전환	흑자전환	3754.220722

평균 PSR 8.131830975

YBM을 제외한 평균 PSR은 8.13 이었다. YBM은 타 기업과 달리 EPS증가율이 74.30%에 달하고, PEG가 0.33수준이므로 평균 수준의 PSR을 그대로 적용하는 것도 상당히 보수적인 접근이라고 판단된다. 따라서 PSR에 따라 적정주가는 25,820원이다.

3. 종합의견

온라인 어학 시장에서의 독점적 지위와 콘텐츠 제공 능력은 같은 업종의 타사에 비해 탁월하며, Wibro, DMB, IPTV 같은 하드웨어적인 인프라의 발달은 당사의 영업환경에 대해 매우 우호적으로 작용할 것으로 생각된다. 따라서 “매수”의견을 제시한다.