

## 못하는 것이 없다

BUY

## Valuation

Target Price: 24,950

Price: 20,400

Margin of Safety: 22.3%

MktCap.(100mn): 2,636

ROE: 22.95%

Op.Magin: 29.94%

PER: 22.17

PBR: 5.00

Dividend Yield: 1.47%

Major Sh.Holder:

(주)YBM시사 (12.12%)

Foreign Shr.: 28.90%

52weeks Beta: 0.84

52weeks High/Low:

26,000 / 15,300

기업분석 5팀

홍진채 김한슬 최아영

안혜진 엄찬식

## ◆ 여전히 견제한 토익

열린우리당의 '영어교육진흥특별법안'을 비롯하여 각지에서 토익에 대해 비판적인 목소리가 높아지고 있음에도 불구하고 토익 응시자 수는 꾸준히 증가하고 있다. 물론 장기적으로 토익을 대체할 국산 영어능력시험이 나올 수 있지만, 그것은 먼 미래가 될 것이며, 그 때까지 토익시험은 YBM시사닷컴의 캐쉬 카우로서의 역할을 잘 해낼 것이다.

## ◆ 다양한 성장 동력들

YBM시사닷컴은 다양한 신규 사업 분야에 진출하여 지속적으로 성공을 거두고 있다. MS와 제휴하여 국내에 도입한 MOS 시험은 급속도로 응시자가 늘어나고 있으며, 이 실적을 토대로 중국, 베트남 시장도 노릴 수 있게 되었다. 경쟁이 치열한 전자사전업계에서는 독점적인 전자사전 콘텐츠 제공자로서 전자사전 시장의 성장에 따른 수혜를 그대로 누리고 있다. 평생교육 트렌드에 부합하면서 디지털콘텐츠 시장을 이끌어갈 것으로 전망되는 B2B 온라인 강의 시장에서는 성인용 영어교육에 특화된 서비스 제공자로서 입지를 구축하고 있다. 또한 메가스터디, 능률교육 등에 자리를 내주고 있던 중고교생 대상의 시장으로도 중장기적인 관점으로 조심스럽게 접근을 시도하는 중이다.

## ◆ 메가스터디, 크레듀와 비견

이러한 수익성과 성장 전망은 메가스터디, 크레듀 등과 비견할 만하지만, 시장에서는 그만큼의 관심을 보내지 않고 있다. 많은 주목을 받으며 상장된 후 오랜 기간 주가가 횡보 상태에 있는 YBM시사닷컴에 대해 서울대투자연구회 리서치 5팀은 '매수' 의견을 제시한다.

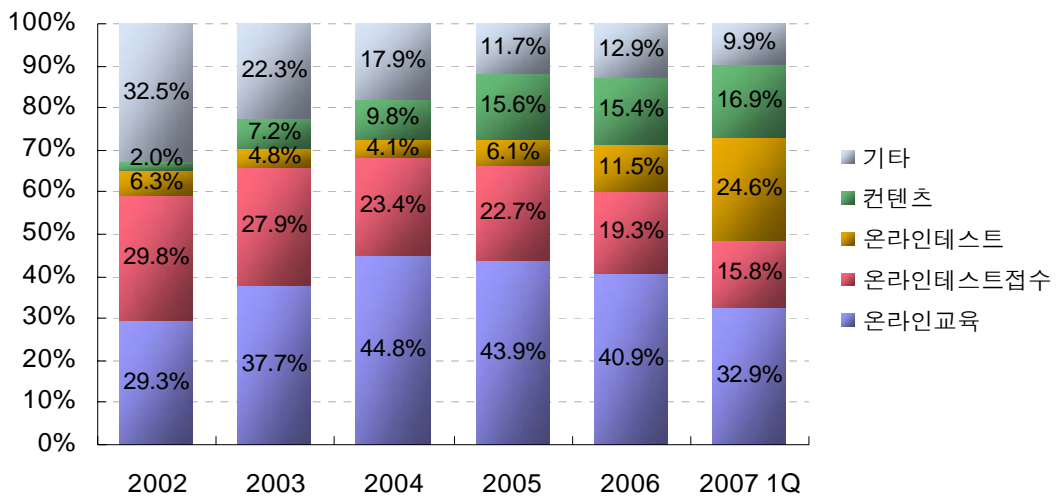
◆ 토익의 아성이 무너진다?

YBM시사닷컴은 1982년 토익 시험을 국내에 보급하면서 영어교육시장에서 선두를 달려왔다. 토익 시험 접수와 김대균의 토익 교재로 잘 알려진 YBM시사닷컴이 최근 들어 토익에 대한 비판적인 여론으로 흔들리고 있다.

외국에 로열티를 지급하는 시험, 뽁세계 학원 두세 달 다니면 고득점할 수 있는 변별력 없는 시험, 아무리 좋은 점수를 받아도 외국인 앞에서는 병어리가 되는 시험. 각종 오명과 함께 토익을 대체할 것으로 자처하는 '토종' 시험들도 속속들이 등장하고 있다. 토익의 입지가 예전같이 많음을 느낄 수 있다.

그러나 YBM시사닷컴은 이제 단순히 토익으로만 먹고 사는 기업이 아니다. YBM시사닷컴은 지속적으로 사업 영역 확장에 성공하여 현재는 온라인 교육 서비스, MOS 시험 시행, 전자사전 콘텐츠 판매 등 다양한 영역에서 높은 수익을 거두고 있다.

매출 비중 추이



<자료: YBM시사닷컴>

다양한 사업 부문에서 모두 뛰어난 실적을 거두고 있는 YBM시사닷컴, 토익부터 출발해서 각 사업 부문의 전망이 어떠한지 알아보자.

## ◆ 토익은 여전히 건재하다

## 토익에 대한 비판적 여론

2006년 연말부터 열린우리당에서는 토익, 토플을 대체할 영어능력검정시험을 만들고자 하는 움직임을 보였다. 이러한 움직임은 최근의 소위 '토플대란'을 계기로 더욱 힘을 받았다. 2007년 3월 8일, 열린우리당에서는 국가고시에서 토익을 제외하고 기업의 인사평가에서 국가공인시험을 토익보다 우선시하도록 하는 '영어교육진흥특별법안'을 발의하기에 이르렀다.

이 법안은 교육위원회에 상정되지는 않았지만, 토익, 토플을 대체하는 시험을 만들고자 하는 여론은 여전히 존재한다. 이러한 여론의 근거는 이들이 외국에 로열티를 지급해야 하는 시험이기 때문이다. 특히 토익의 경우 듣기, 읽기 능력만을 측정하기 때문에 실제 업무에 필요한 회화 능력을 측정할 수 없다는 지적이 대두되고 있다. 또한 문제 유형에 대한 분석이 심화되면서 단기간에 고득점을 올릴 수 있는 방법을 가르치는 학원이 늘어나 점수의 변별력이 없다는 점도 지적되고 있다.

## 대체시험의 부재

이러한 상황을 타개하기 위해서는 토익을 대체할 수 있는 시험이 국내에서 개발되어 전국적인 지지를 얻어야 한다. 그러나 현재까지 나와있는 시험 중 토익을 대체할만한 시험은 없다.

현재 TEPS(서울대), ESPT(강남대), MATE(숙명여대), PELT (한국외국어평가원), 한국영어검정(한국평생교육평가원) 등이 공인시험으로 지정되어 있고, TOSEL(EBS), FLEX(한국외국어대학교) 등의 시험도 존재하면서 국내산 시험을 확산할 것을 주장하고 있다. 그러나 이렇게 새로운 시험이 쏟아져나오면서 하나의 시험이 독점적 지위를 차지할 가능성은 낮아져서 수험생의 혼란만 가중하는 상황이다.

해외에 로열티를 지급하지 않으면서 점수의 변별력, 말하기 능력 측정 등의 문제를 해결하고 또한 범용성을 가져서 수험생에게 혼란을 주지 않는 시험이 나오기 위해서는 국가 주도로 토플 수준의 시험을 만들어내야 한다. 여기에는 개발과 홍보를 포함하여 적어도 5년 이상의 시간이 걸릴 것으로 전문가들은 이야기한다. 좀 더 시간을 단축시킬 수 있는 안으로 국내산 시험 중 가장 대중적인 텡스에 말하기 평가를 추가하는 것인데, 여기에도 2년 이상의 개발 기간이 소요될 것으로 전망되고 있다.

이러한 이유로 수많은 영어능력검정 시험이 있음에도 불구하고 토익 응시생 수는

증가하는 중이다.

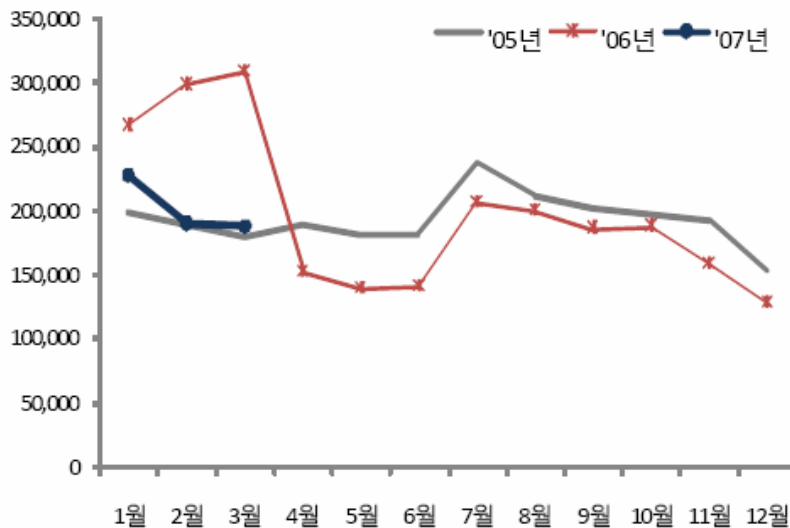
<토익 응시자 수>

연도	2003	2004	2005	2006	2007 1Q
응시자 수 (천 명)	1,688	1,835	1,856	1,917	607

<자료: YBM시사닷컴>

최근 토익 응시자 수의 증가세가 꺾인 것처럼 보이는 것은 대체시험의 증가나 국가고시 제외 전망에 따른 것이 아니라 토익 시험의 형태 변경으로 인해 응시자들이 새로운 유형에 적응하는 시간을 가졌기 때문이다.

<월별 토익 접수자 추이>



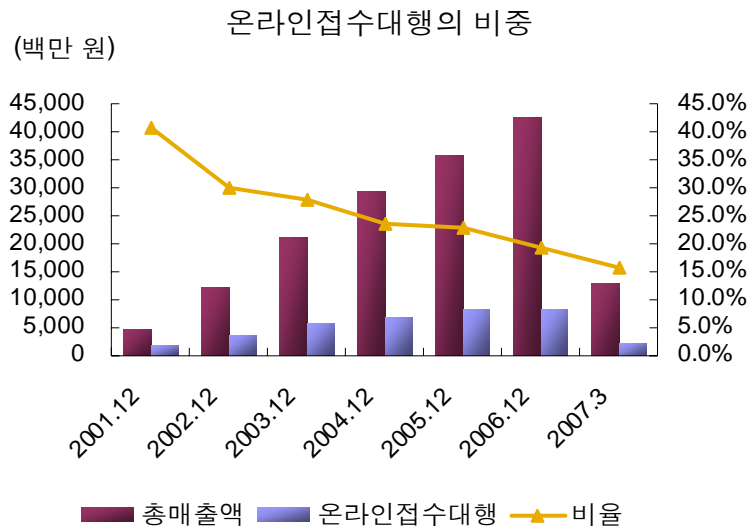
<자료: YBM시사닷컴, 신홍증권>

위 자료를 보면 2006년 4월의 'NEW TOEIC' 시행에 대비하여 1분기에 접수자가 몰렸다가 그 이후에는 전년도보다 응시자가 더욱 줄어든 모습을 보인다. 이후 2005년과 2006년의 응시자 수 갭은 점점 줄어들다가 2007년부터는 2005년의 응시자 수를 상회하기 시작했다. 즉, 새로운 토익에 적응하기 시작한 응시자가 많아지고 있다는 것이다. 또한 새로운 토익에 대비해 2006년 1분기에 시험을 치렀던 응시자들도 그 점수의 유효기간이 2008년 1분기까지이므로 2007년 중순 이후부터 새로 시험에 접수할 것으로 예상할 수 있다.

토익 의존도는 감소하는 중

물론 일본의 STEP, 중국의 CET 등의 사례에서 영어능력검정시험을 자국화한 사례가 있고, 대체 시험에 대한 여론도 끊이지 않고 있으므로 장기적으로 국가 주도로 새로운 시험이 나오는 방향으로 흘러갈 가능성이 높다.

그러나 새로운 시험이 나와서 토익을 대체한다 하더라도 그러한 상황이 YBM시사닷컴의 기업가치에 미칠 영향은 시간이 갈수록 줄어드는 중이다. YBM시사닷컴은 MOS 등 영어능력 이외의 테스트에서 새로운 성장 동력을 찾아냈으며, B2B 온라인교육, 전자사전 등 다양한 분야에서의 성장이 이루어져 토익 접수대행으로 인한 매출 비중은 지속적인 감소 추세에 있다.



<자료: YBM시사닷컴>

새로운 시험이 나와야 한다는 합의를 형성하고, 국가 주도의 개발을 기획하고, 개발하고, 홍보하고, 반영처가 늘어나 최종적으로 응시자가 토익을 외면하여 토익이 주도권을 상실하는 데까지 걸리는 기간은 적어도 5년 이상이 걸릴 것으로 보인다. 토익 접수대행 사업을 유지하는 데에는 추가적인 자본 지출이 필요하지 않으므로 토익 접수대행 사업은 주도권을 잃는 시기가 올 때까지 캐쉬 카우로서의 역할을 잘 수행할 수 있을 것으로 보인다.

◆ 새로운 성장 동력 1 - MOS

MOS(Microsoft Office Specialist) 시험은 마이크로소프트 사가 인증하는 MS 오피스 활용 능력 시험으로, 워드, 엑셀, 파워포인트, 액세스, 아웃룩 등 MS 오피스 소프트웨어의 활용 능력을 100% 실기로 평가한다. 현재 전 세계 128개국에서 연간 1백만 명이 현지어로 응시하고 있는 국제 공인 시험이다. YBM시사닷컴은 MS와 계약하여 한국에서 독점적으로 MOS 시험을 시행한다.

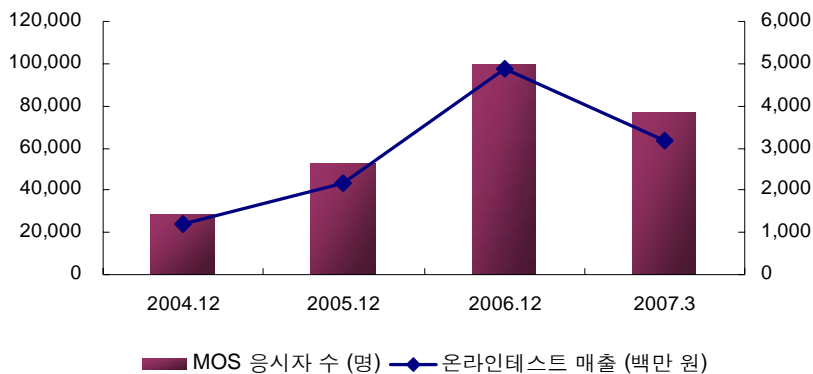
지속적인 수요 확대

MOS 자격증은 MS 오피스 활용 능력을 측정하는 것이기 때문에 기업의 내부 관리 시스템에서 오피스가 퇴출되지 않는 한 수요는 지속적으로 존재할 것이다. MOS 자격증을 현재 기업의 신입사원 선발, 승진 인사고과에 가산점 사항으로 두는 회사가 점차 늘어나고 있으며, MOS 자격증을 학점으로 인정해주는 대학도 증가 추세에 있다.

신입사원 선발 시 가산점 및 우대	두산, KCC, 대웅제약, 하이트맥주 등 30여 개 업체
직원 인사고과 및 승진 반영	두산, 오뚜기, 동원증권 등 20여 개 업체
선발 시 전산능력 입증자료 및 기타 채용시 활용	대우조선해양, BC카드, 롯데칠성 등 30여 개 업체
직원전산입력평가 및 학점이수제 반영	교보생명, 대구은행, 효성 등 40여 개 업체
졸업인증제 및 학점인정	경북대, 경희대, 이화여대 등 40여 개 학교

이에 따라 MOS 시험 응시자 수는 증가일로에 있으며 YBM시사닷컴의 성장에 크게 기여하고 있다.

MOS 응시자 수



<자료: YBM시사닷컴>

**해외 진출**

MOS 시험은 토익처럼 시험지를 받아와서 나눠주고 듣기테이프를 틀어주는 단순한 시험이 아니다. 네트워크를 이용하여 실시간으로 시험이 진행되며, 모든 문제를 자국어로 전환하여야 한다. YBM시사닷컴은 토익 시행 노하우에 더하여 B2B 온라인 강의, 소프트웨어 현지화 작업 등의 노하우를 바탕으로 MOS 시험을 성공적으로 시행하고 있다.

이러한 노하우를 인정받아 2006년 2월, YBM시사닷컴은 중국의 MOS 배급 대행사인 써티포트 차이나와 계약을 맺고 향후 5년 동안 중국 북경에서 MOS 시험을 독점 시행하기로 합의하였다. MOS 시험을 현지의 파트너가 아닌 해외 파트너가 현지에서 직접 시험을 시행하는 것은 이번이 처음이며 국내에서 MOS 시험을 성공적으로 정착시킨 공을 인정받은 것으로 평가된다.

현재 중국의 IT 교육 시장은 정보화 추세의 확산에 따라 매년 두 자리 수의 증가세를 지속하고 있고 북경에서만 2천여 개의 IT 관련 교육 기관이 있다. 하지만 실무 능력을 측정하는 대중적인 IT 시험이 없고 강사가 부족하여 성장이 정체되고 있는 상황이다. 이에 YBM시사닷컴은 북경에 현지법인인 YBM시사닷컴 차이나를 설립하고 이를 기반으로 마이크로소프트 차이나, 써티포트 차이나, ETS 중국 지사 등 현지의 네트워크를 이용하여 중국 내 MOS 평가 시행을 위한 적극적인 마케팅 활동을 벌여왔다.

그 결과 지난해 900명에 그쳤던 응시생이 올해에는 4000명에 육박할 것으로 보인다. 회사측은 이르면 내년이면 손익분기점인 2만 명을 돌파할 수도 있을 것으로 전망하고 있다.

이러한 여세를 몰아 YBM시사닷컴은 오는 6월에는 베트남에도 진출할 예정이다. 국내와 중국에서의 좋은 MOS 사업실적을 인정받아 MOS 주관사인 서티포트와 베트남 사업에 대해서도 협의를 마쳤으며 하반기부터 베트남에서도 MOS 시험을 주관할 수 있게 된 것이다.

## ◆ 새로운 성장 동력 2 - 전자사전

2006년 YBM시사닷컴의 매출에서 콘텐츠 판매 매출이 차지하는 비중은 15.8% 였고 2007년에는 그 비중이 18.9%로 늘어날 것으로 전망된다. 2006년도 콘텐츠 매출은 포털 사이트내 영어사전등의 콘텐츠 판매 12%, '대학 어학프로그램 제공' 등과 같은 제휴사와의 영어강좌 콘텐츠판매외(41%) 사전콘텐츠 판매(47%)로 구성되어 있다.

전자 사전은 YBM시사닷컴이 판매하고 있는 대표적인 콘텐츠이다. YBM시사닷컴은 전자사전 제조회사와 미니멈 개런티를 설정하고 판매대수에 비례해 수익이 늘어나는 러닝 개런티 방식으로 계약을 맺고 전자사전 콘텐츠를 공급하고 있다. 따라서 전자사전 시장의 성장은 YBM시사닷컴의 매출액 성장에 직접적인 영향을 준다.

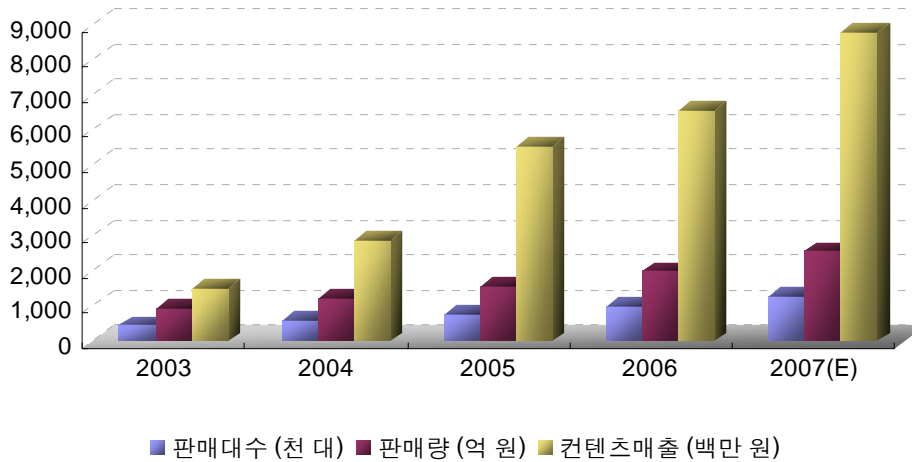
2006년 기준으로 우리나라 전자사전시장 규모는 2000억원 규모로 대수로 따지면 100만대 규모이고 2007년에는 총 129만대의 전자사전이 팔리면서 2574억원대의 시장을 형성할 것으로 예상된다. 또한 사전의 내용이 점차 확대되면서 사업 초기 1만원 가량이던 판매단가는 현재 두 배 이상으로 상승하였다. 전자사전 전체 시장의 30% 이상을 장악하고 있는 일본계 샤프전자가 전자사전 시장을 주도하고 있는 가운데 레인콤이 2위 자리를 지키고 있고, 카시오, 한누리비즈, 두산에이원프로 등이 치열하게 경쟁하고 있다.

YBM 시사닷컴은 샤프, 카시오 등 전자사전 업계의 대부격인 회사들에서부터 코원, 레인콤, Atree, 디지털큐브 등의 MP3P, PMP업체들과도 계약을 맺고 있다. 전자사전을 생산하고 있는 업체의 대부분은 YBM 시사닷컴의 사전을 실은 제품 라인을 보유하고 있으며, 최근 시장에 진출하는 PMP업체들의 대부분이 YBM의 사전만을 자사 제품에 탑재하고 있다. 이러한 사실들은 YBM 시사닷컴의 콘텐츠 경쟁력과 영업 경쟁력을 보여주며, 향후 높은 성장률이 기대되는 전자사전 시장의 최대 수혜자로서의 YBM 시사닷컴의 위치를 보여주고 있다.

전자사전 시장은 멀티미디어 기기의 컨버전스 바람과 해외 회사의 진출 이슈 등 때문에 경쟁이 견잡을 수 없을 정도로 심화되고 있지만 전자사전에 들어가는 핵심 콘텐츠를 보유하고 있는 YBM시사닷컴은 향후 커지는 파이의 대부분의 무리 없이 가져갈 수 있으리라고 생각된다.



전자사전 시장과 YBM시사닷컴의 콘텐츠매출



<자료: YBM시사닷컴>

또한 전자사전 형태의 제품 이외에도 무선인터넷을 통해 휴대폰에 전자사전 콘텐츠를 판매하고 있고 PMP에도 전자사전 콘텐츠가 탑재됨에 따라 거의 모든 포터블 디지털 기기를 목표시장으로 삼을 수 있게 되었다.

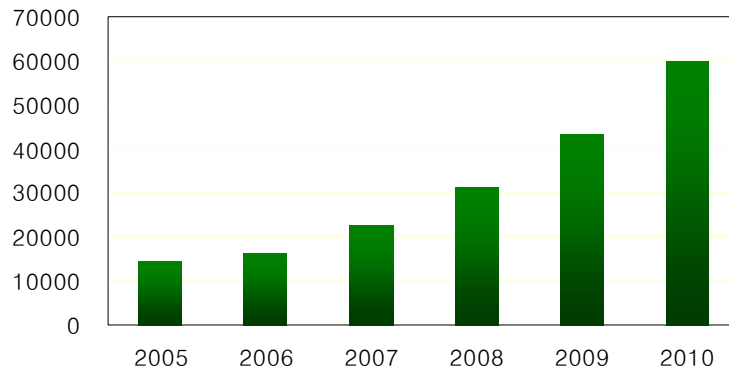
최근의 구체적인 계약 내용을 살펴보면 레인콤과 MP3겸용 전자사전 디플을 출시하면서 여기에 콘텐츠를 제공하는 조건으로 2005년부터 2007년까지 미니멈 개런티 100억원을 확정된 상태이다. 또한 전자사전 후발업체이면서 레인콤의 주요 인력이 레인콤을 나와 창립하여 시장의 주목을 받고 있는 Atree와 3년간 공급계약을 체결한 상태로, 기존 전자사전 업체 외에 추가적인 매출처가 발생함에 따라 추가 매출이 발생할 전망이다. I-station이라는 브랜드로 국내 PMP시장점유율 1위를 달리고 있는 디지털큐브의 주력모델인 T43 Dic에도 YBM-All in All사전이 탑재되었으며 T43 Dic이 판매호조를 보임에 따라 2008년까지 약 25억원의 콘텐츠 수익이 기대되고 있다. 코원, 멕시안등의 후발 PMP회사와도 사전 콘텐츠 계약을 맺었다.

YBM시사닷컴은 포터블 기기 제작사에 전자사전 콘텐츠를 공급하는 형태 이외에 웹을 통한 전자사전 서비스도 하고 있다. 2004년 12월부터 사전 데이터베이스를 기본으로 allinall.ybmsisa.com에서 무료 웹사전 서비스를 시작하였으며 2005년 11월부터 유료 웹사전 서비스를 시작하였다. 또한 다음(daum)이나 야후와 같은 인터넷 포털사이트에 사전 콘텐츠를 제공하고 로열티를 받고 있다.

◆ E-learning 사업

산업자원부의 2006년 E-learning 산업 실태조사에 따르면 2006년 이러닝 수요시장은 총 1조 6,155억 원으로, 연간 20% 정도의 고속성장을 하고 있으며 앞으로 이러닝 시장은 2010년까지 6.8조원으로 성장이 예상되어 국내 디지털컨텐츠 시장을 이끌어갈 주역이 될 것으로 보인다. 현재 우리나라 초·중·고생의 사교육비는 연간 13조 6천억원에 달하며, 이는 2001년에 비하여 약24%인 2조6천억원 정도 증가한 수치이다. 청소년층 사교육이 오프라인에서 온라인으로 전환되면서 이러닝 시장의 확대에 기여할 것으로 예상되며, 최근 심화되고 있는 성인의 평생교육 트렌드 또한 이러닝 수요를 증가시키고 있다.

E-learning 시장전망 (억원)



<자료: 산업자원부, “2006 E-learning 산업 실태 조사”>

기업별 포지셔닝

이러닝 시장은 크게 수능, 어학, 기업교육 분야로 구분된다. 수능분야의 선두업체는 메가스터디로 강남에 위치한 유명강사들이 주축이 되어 수험생들에게 큰 호응을 얻고 있으며, ‘메가어학센터’를 통해 토익과 텡스시장에도 진출하고 있다. 어학분야에는 YBM시사닷컴을 필두로 하여 능률교육, 원글리시 등이 있는데, YBM은 주로 대학생과 성인을 대상으로 하는 어학 교육에, 능률교육은 중고교생 영어교육에 특화되어 있다. 능률교육은 최근 성인 어학교육시장에 진출하여 토마토(토익), 아이비토플 등에서 좋은 성과를 보이고 있고, YBM 또한 특목고 입시생들을 대상으로 하는 프로그램을 마련하는 등 온라인 어학교육업체들은 시장에서 자신의 전문 분야 외의 영역으로 가치를 뻗고 있는 상황이다. 기업체를 대상으로 직무교육을 전문적으로 실시하는 기업교육분야에서는 크레듀가 선전하고 있으며 B2B 온라인 어학교육에서는 YBM시사닷컴을 선두로 능률교육이 최근 이 시장에 가세했다.

YBM시사닷컴의 핵심역량은 콘텐츠 제작 능력

YBM시사닷컴은 이미 구축되어 있는 브랜드 및 콘텐츠로 온라인 외국어교육 시장의 1위를 차지하고 있다. 자체적으로 온라인 강좌를 기획, 제작, 촬영 할 수 있는 전문 인력과 스튜디오 등의 시설, 장비 등을 내부에 갖추고 있고. 관계사인 (주)YBM시사로부터 콘텐츠를 원활하게 조달할 수 있기 때문에 타사와 비교해 콘텐츠 제작 비용이 매우 저렴한 편이다.

더군다나 One-source Multi-use가 가능한 디지털 콘텐츠의 특성상 매출 증가에 따른 추가 비용 발생요인이 작아, 매출확대에 따른 규모의 경제 효과로 인해 수익성이 점차 높아지는 부문이다.

B2B시장에서도 YBM시사닷컴이 보유한 역량들이 긍정적으로 작용한다. 기업/공공부문 서비스시장의 진입을 위해서는 인프라 구축, 콘텐츠 개발, 영업망 확보, 운영 조직 구축 등 다양한 변수가 작용하기 때문에 시장의 진입 장벽은 높은 편이라고 할 수 있다. 특히 노동부의 인터넷통신훈련 지원금지규정으로 인하여 해당 기준을 충족할 수 있는 하드웨어, 시스템, 양질의 콘텐츠, 운영인력에 대한 상당한 재정적 투자를 수반하여야 한다.

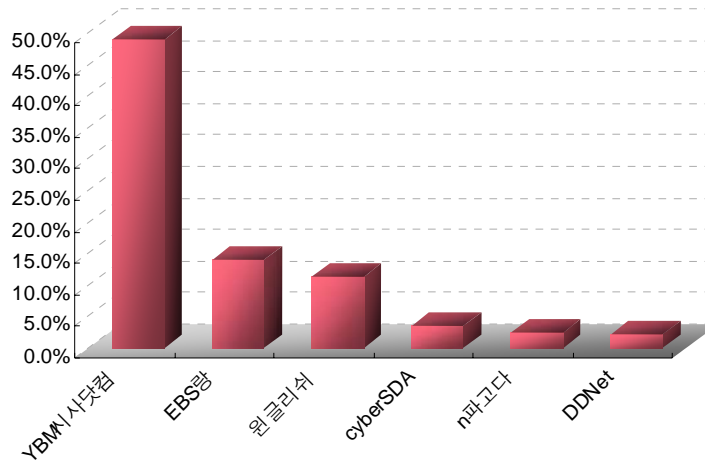
또한 YBM은 과거 다국적 기업들의 소프트웨어, 게임, 웹사이트, 기술 문서, 멀티미디어 타이틀 등을 한글화하고 국내 기업들의 해외 진출 시, 제품 매뉴얼 등을 영어, 중국어, 일본어로 현지화 하는 localization 서비스를 제공해온 경험을 바탕으로 사내적으로 IT 솔루션 구축 역량도 갖추고 있어, 이러한 온라인서비스의 제공에 강점을 지닌다.

#### 회복세로 돌아선 B2C, e4u사이버어학원

YBM시사닷컴은 성인 대상의 인터넷 어학원인 e4u사이버어학원과 특수목적고 입학 희망자들을 위한 영어 교육 사이트 e4u틴즈, 어린이 영어 교육 사이트 YBMKids를 운영하고 있으며, 영어 전문 지식 검색 사이트인 YBM이지인과 취업, 승진을 위한 시험 자격증 대비 사이트 YBM Pro를 운영하고 있다.

이 중 e4u사이버어학원은 TOEIC, TOEFL, JPT, HSK 시험 대비 강좌 및 문법·작문·청취·어휘 강좌, 일본어와 중국어 등의 동영상 강의를 제공하며 2007년 2월말 기준으로 340만 명의 B2C 회원과 650여 개의 B2B 회원사를 확보하고 있다. 순위 사이트 랭키닷컴(www.rankey.com)의 웹사이트 트래픽 조사 결과, e4u사이버어학원은 2007년 5월 현재 온라인 외국어교육 부문에서 약 49%의 점유율로 2위 업체와 큰 격차를 보여주고 있다.

온라인외국어교육 트래픽 점유율



<자료: 랭키닷컴>

2006년 4월 뉴토익 시행 당시, 신규 참여자들의 시장 진입 시도로 인해 토익 콘텐츠 관련 시장의 경쟁이 격화되었다. 2006년 초만 하더라도 월 200만 명 이상에서 유지되던 방문객 수는 뉴토익 시행 이후 150만 명 수준으로 하락한 바 있다. 그러나 2006년 하반기 동안 신규 진입자들의 활동이 주춤해지면서 예년의 200만 명 수준으로 다시 회복되고 있는 모습이다.

**새로운 성장 동력 3 - B2B 온라인 교육**

기업체 온라인 교육 시장은 2006년 7.523억 원으로 전년도에 비해 12.6% 증가하였으며, 전체 온라인 교육 시장에서 가장 큰 비중을 차지한다. 그러나 아직까지 기업체의 온라인 교육 이용비율이 22.9%에 그치고 있으며, 기업의 온라인 교육 지출액이 점차 증가하는 추세임을 감안할 때 앞으로 기업체 온라인 교육 시장의 성장성은 매우 높다고 할 수 있다. 또한 B2C 온라인 교육에 비해 영업마진이 높다.

YBM시사닷컴은 온오프라인 어학시장에서의 강력한 브랜드 로열티와 노하우를 바탕으로 비즈니스에 필요한 어학능력을 배양시키는 온라인 프로그램을 기업체에 제공하고 있다. B2B 온라인 교육 시장의 대표주자인 크레듀가 리더십, 직무, 전략, 금융, 대학교육 등 다양한 교육서비스를 제공<sup>1</sup>하고 있는 것에 비해 YBM시사닷컴은 어학에 특화된 서비스를 제공한다는 점에서 차별화되며, 현재 650여 개의 B2B회원사를 보유하고 있다.

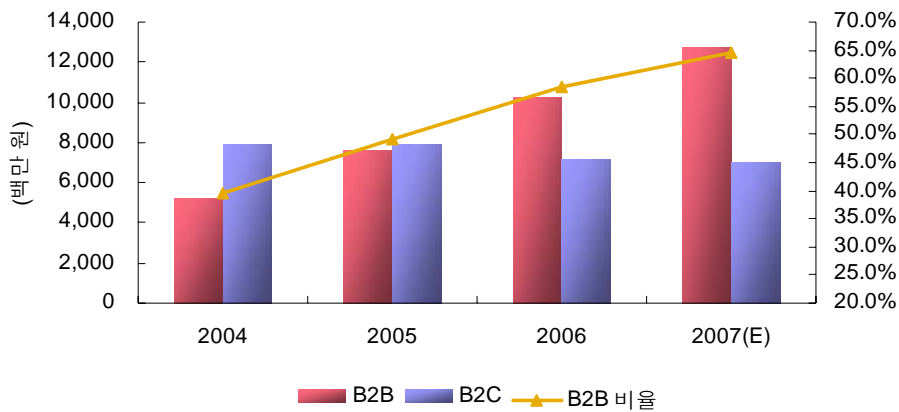
<sup>1</sup> 크레듀는 영어교육 분야의 서비스 제공에 대해 YBM시사닷컴과 제휴를 맺고 있다.

E-learning 사업 전망: 밝다!

E-learning시장은 연간 20%의 고속 성장을 하고 있으며 2010년까지 6.8조원 규모로 성장할 것으로 예상된다. 게다가 YBM시사닷컴이 속해있는 온라인 어학교육시장은 수능 온라인 교육시장에 비해 아직까지 상대적으로 오프라인 교육이 강세를 보이고 있어 앞으로의 성장가능성이 더욱 높다고 할 수 있다.

YBM시사닷컴은 자사가 보유한 콘텐츠 역량과 브랜드 인지도를 바탕으로 성인시장뿐만 아니라 청소년 시장으로의 진출을 모색하고 있으며, 보통 1년 이상의 장기계약으로 마진율이 높은 B2B 어학교육 수요도 계속적으로 증가하고 있다. 또한 뉴토익 시행 이후 새로운 경쟁사들의 시장진입으로 주춤했던 실적이 2006년 하반기부터 회복되는 양상을 보인 것은 YBM이 보유한 콘텐츠 역량의 우수성을 입증하는 것이라 할 수 있다.

B2B와 B2C 온라인 강의 매출



<자료: YBM시사닷컴>

## ◆ 새로운 교육 시장 개척

### 온/오프라인 통합

YBM시사닷컴은 최근 학교 등 단체에 제공하는 온, 오프라인 통합 교육 시스템 'eSLS(e-School Learning System)'을 개발, 50여 개 학교에 공급하고 있다. 이 시스템은 학습자의 수준에 맞는 콘텐츠를 데이터베이스로부터 자동으로 추출해 제공하는 시험 방식인데 오프라인 테스트 결과를 분석해 온라인에서 일대일 맞춤 학습 서비스 과정을 제공해 학습 효과를 높일 수 있는 장점이 있다.

현재 부산대학교, 서울여자대학교, 한국항공대학교, 단국대학교 등 50여 개 대학교들이 eSLS를 도입, 교양필수 및 선택 과정, 졸업인증제 과정, 취업 지원 과정 등에 활용하고 있다.

### 영어논술

YBM시사닷컴은 학천미디어와 손잡고 영어 논술사업에 진출한다. 학천 미디어는 1997년 박학천논술연구소로 시작하여 현재 1600여개에 이르는 가맹학원을 보유하고 있으며 학원프랜차이즈사업, 온라인학습지, 논술 관련 단행본출판, 논술특강, 논술경시대회 등의 사업을 펼치고 있다. YBM시사닷컴은 논술사업 진출을 위해 학천미디어의 주식 110만주(23.4%)를 40억 원에 취득하였으며 지분 취득을 통해 YBM시사닷컴은 학천미디어의 2대 주주로 올라섰다. YBM시사닷컴은 학천미디어의 논술 콘텐츠를 YBM시사닷컴을 통해 온라인화하고 향후 영어프랜차이즈 사업에 있어서도 서로 협력할 계획이다.

### 특목고 준비학원

YBM시사닷컴은 특목고 입시를 위한 영어전문학습사이트인 YBM TMK를 운영하고 있다. 또한 초등 고학년 및 중학생을 위한 영어 특별 프로그램 'YBM Academy'를 설립하여 16단계의 세분화된 레벨로 중학예비 학생들에게 꼭 필요한 기초 문법부터 최상위 학생들을 위한 CNN Advanced, TOEIC, TOEFL Class까지 수준별 최적의 학습 프로그램을 제공하고 있다.

◆ 생각해볼 것들

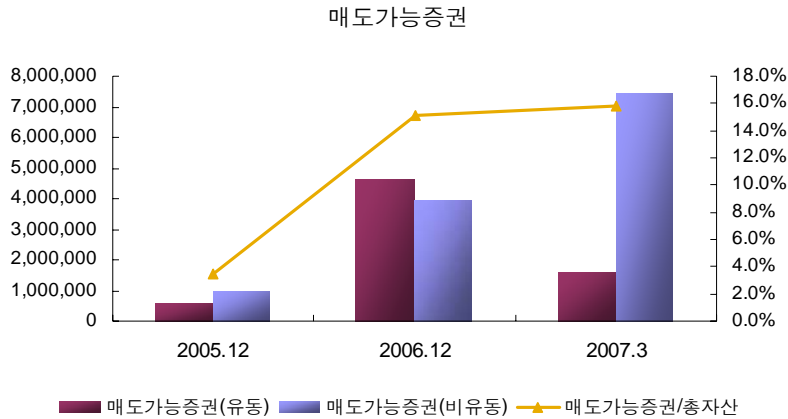
ROE의 하락

YBM시사닷컴의 자기자본순이익률은 전반적으로 하락추세를 보여주고 있다.

연도	2002	2003	2004	2005	2006
ROE	50.61	63.64	26.42	27.58	22.95

<자료: YBM시사닷컴>

늘어나는 이익잉여금에 대한 적절한 재투자안을 찾지 못했기 때문이라고 할 수 있는데, 이는 최근 매도가능증권이 늘어난 것에서 더욱 잘 드러난다.

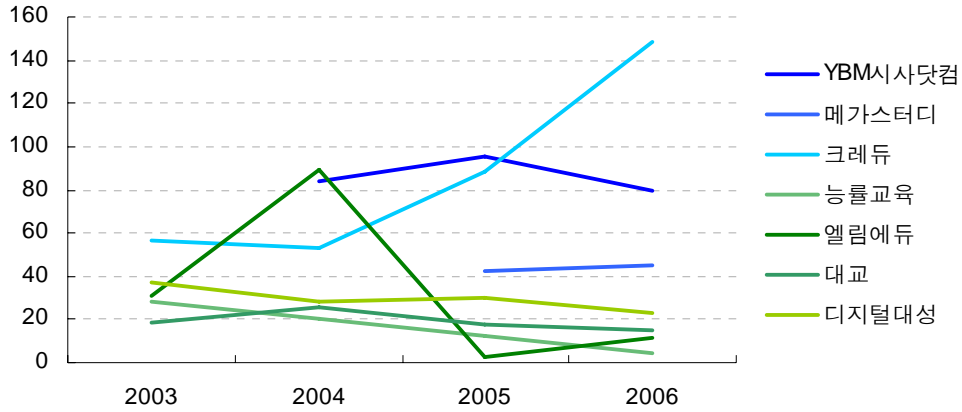


<자료: YBM시사닷컴>

그러나 이익잉여금의 투자처가 없다는 것이 성장의 정체를 의미하는 것은 아니다. 자본의 재투자자가 있어야 성장할 수 있는 제조업과 달리 YBM시사닷컴이 영위하고 있는 사업의 주요 제품은 디지털콘텐츠와 자격시험 등 무형의 제품과 서비스이다. 이는 One-source Multi-use가 쉽고 규모의 경제가 큰 사업으로서 큰 자본투자가 없이도 지속적인 성장을 이룩할 수 있다.

YBM시사닷컴의 투하자본 대비 수익률이 무려 80%라는 점은 이를 뒷받침해준다. 에서 명확하게 확인할 수 있다. 일반적인 제조업의 투하자본수익률이 10%를 넘기가 어렵고 무형제품과 서비스를 판매하는 업체라 해도 2, 30%의 투하자본수익률을 내고 있는 점을 볼 때, 이 수치는 경이적이라 할 수 있다.

교육업체 ROIC



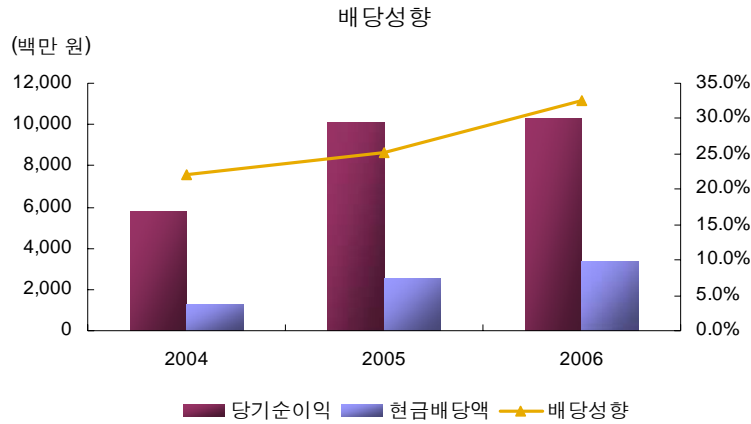
<자료: KOREA INFORMATION SERVICE>

다른 교육업체와 비교하더라도 이는 매우 뛰어난 수치인데, 오프라인 위주의 사업을 벌이는 디지털대성, 대교, 엘림에듀나 온라인에서 특별한 경쟁 우위를 보여주지 못하고 있는 능률교육의 투자자본수익률은 30%를 넘지 못하고 있다. 성장성 면에서 시장으로부터 높은 평가를 받고 있는 메가스터디는 45%라는 높은 수치를 보여주지만 YBM시사닷컴에 미치지 못하는 것이다.

한편 B2B 전문 온라인 교육업체로서 시장의 주목을 받고 있는 크레듀는 YBM시사닷컴보다 더욱 높은 투자자본수익률을 보여준다. 이는 B2B 온라인 교육의 수익성이 높은 것을 의미하며, B2B 사업의 비중을 확장해나가는 YBM시사닷컴의 미래를 전망하는 데 있어서 오히려 긍정적이다.

또한 YBM시사닷컴은 배당성향을 점점 높임으로써 투자처를 찾지 못한 이익잉여금을 주주에게 환원하는 모습을 보여주고 있다. 비록 현 주가 대비 배당수익률은 낮은 편이지만, 주주의 자본을 무의미하게 사내에 유보하지 않겠다는 정책을 꾸준히 유지해나간다면 성장이 멎을 경우 배당주로서의 가치도 기대할 수 있다.

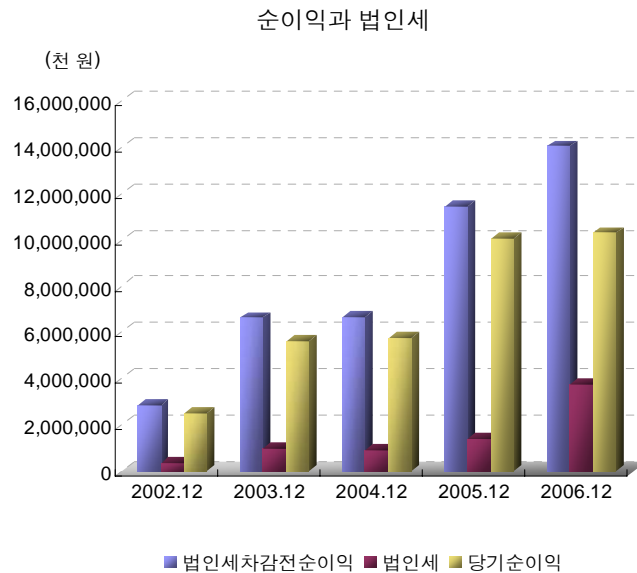




<자료: YBM시사닷컴>

### 당기순이익 정체?

YBM시사닷컴의 2006년 매출액은 356억 원에서 426억 원으로 전년대비 약 20% 성장하였으나 당기순이익은 약 100억 원으로 정체된 모습을 보여준다. 이것은 2005년까지 창업벤처중소기업 세금감면이 적용되어 법인세의 50%가 감면되다가 2006년부터 감면 대상에서 제외되면서 법인세부담액이 전기 대비 2배 이상 증가하였기 때문이다. 비록 2005년까지와 같은 세금 감면은 더 이상 누릴 수 없게 되었지만, 세전이익은 여전히 증가세를 유지하고 있음을 확인할 수 있다.



<자료: YBM시사닷컴>

## ◆ VALUATION

## 매출 추정

YBM시사닷컴의 향후 2년간의 매출액은 회귀분석 또는 전방산업으로부터의 TOP-DOWN 분석을 통해 각 사업부문별 매출액을 구한 후 더하였다. 이후 3년간의 매출액은 2002년부터 2008년까지의 매출액을 회귀분석하여 추정하였다.

	2005	2006	2007(E)	2008(E)	2009(E)	2010(E)	2011(E)
온라인교육	15,629	17,413	19,686	21,855			
온라인테스트접수	8,086	8,214	8,183	7,630			
온라인테스트	2,183	4,891	9,499	19,120			
컨텐츠	5,557	6,577	8,373	10,046			
기타	4,181	5,484	5,492	5,755			
총매출액	35,636	42,579	51,232	64,406	72,991	83,790	95,158

## DCF

DCF에서는 예측 기간을 세 단계로 나누었다. 처음 5년은 앞서의 매출 추정을 그대로 사용하였고, 다음 5년 동안은 10%의 성장률로 성장한다고 가정하고, 이후의 기간은 5%의 영구성장으로 가정하였다. 첫 번째 기간의 할인율은 WACC 9.93%를 사용하였고, 영구성장할인율은 15%를 사용하였다. 두 번째 기간의 할인율은 WACC와 영구성장할인율의 산술평균을 적용하였다.

2007 ~ 2011 (백만 원)	85,311
2012 ~ 2016 (백만 원)	69,101
2017 이후 (백만 원)	108,883
Total Value (백만 원)	263,294
유통주식수 (주)	11,220,000
Intrinsic Value (원)	23,466

DCF 결과 내재가치는 23,466원으로 2007년 5월 25일 종가 20,400원 대비 15%의 마진을 가지고 있는 것으로 나타났다.

## PM

PM에서는 주요 교육업체들의 예상성장률과 PER을 구한 다음 두 수치 사이의 관계를 도출하여 YBM시사닷컴의 성장률에 대한 적정 PER을 구하였다.

	ROE	PER	예상성장률	성장감안 PER	EPS	예상 EPS
YBM 시사닷컴	22.95	22.2	20.3%	18.4	920	1,107
메가스터디	25.71	38.3	35.8%	28.2	4,345	5,898
크레듀	21.45	25.6	28.1%	20.0	1,884	2,412
능률교육	4.37	56.5	314.0%	13.6	186	770
엘림에듀	5.29	84.2	446.1%	15.4	43	235
대교	8.83	16.3	15.2%	14.2	4,930	5,681
디지털대성	15.11	18.3	11.1%	16.5	325	361

<자료: KIS, FnGuide>

메가스터디를 비롯한 주요 교육업체들의 예상성장률 대비 PER은 평균 1.18인 것으로 나타났다. 여기서 능률교육과 엘림에듀는 2006년 순이익이 비정상적으로 낮았던 점을 감안하여 제외하였다. 앞서의 매출추정에서 구한 2007년 성장률 20.3%에 이 값을 곱하여 23.9를 TARGET PER로 정하고, 2007년 연말의 예상 EPS에 더한 결과 적정주가 26,419원을 얻었다.

이 값과 DCF의 결과값을 산술평균하여 **24,950원**을 현 시험에서의 YBM시사닷컴의 적정주가로 제시한다.

◆ 결론 - 안정성, 수익성, 성장성을 모두 가진 YBM시사닷컴: 매수!

YBM시사닷컴은 교육열이 높은 대한민국에서 영어학습시장을 선점하여 높은 성장을 지속해왔다. 영어교육에 대한 수요가 사라지는 날은 생각할 수 없으므로 YBM시사닷컴은 대한민국에서 가장 뛰어난 안정성을 가졌다고 할 수 있다.

또한 영위하고 있는 사업분야인 온라인교육, 시험접수, 시험시행, 콘텐츠 매출 등은 모두 다른 사업분야에서 찾아보기 어려운 높은 수익성을 보여준다. 뿐만 아니라 이 중 비교적 최근에 진입한 MOS 시행, 전자사전 콘텐츠, B2B 온라인 교육 등은 장기적으로 높은 성장까지 예상할 수 있다. 더구나 중장기적인 계획 하에 중고교생을 타겟으로 한 시장까지 진출을 계획하고 있다.

이렇듯 안정성, 수익성, 성장성을 모두 겸비한 YBM시사닷컴의 가치는 메가스터디, 크레듀 등의 기업에 필적함에도 불구하고 시장에서는 상대적으로 그 가치를 덜 인정받아왔다. 이러한 상황에서 서울대투자연구회 리서치 5팀은 YBM시사닷컴에 ‘매수’ 의견을 제시한다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

◆ YBM시사닷컴 재무제표

대차대조표

[단위: 억 원]

항목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
현금및현금등가물	30.2	18.2	26.0	22.0	78.7
유가증권	-	-	-	5.8	46.3
매출채권	5.5	23.4	17.0	28.9	39.4
당좌자산(계)	46.0	114.2	294.0	382.8	445.2
재고자산(계)	2.7	4.2	9.5	4.5	4.5
유동자산(계)	48.7	118.5	303.6	387.3	449.8
투자자산(계)	12.7	10.5	14.8	23.6	56.3
유형자산(계)	7.4	15.0	26.4	26.4	27.0
무형자산(계)	5.2	7.0	14.6	23.8	31.7
고정자산(계)	25.3	32.5	55.9	73.8	115.1
자산총계	74.0	151.0	359.5	461.2	565.0
매입채무	1.0	4.3	4.2	0.9	4.1
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
유동부채	12.4	30.9	33.9	44.4	69.4
사채(계)	-	-	-	-	-
장기차입금(계)	-	-	-	-	-
고정부채(계)	1.1	3.0	4.7	6.3	6.1
부채총계	13.5	33.9	38.7	50.7	75.5
자본금	34.0	34.0	42.5	51.0	56.1
자본잉여금	-	-	138.0	137.9	137.8
이익잉여금	29.3	85.5	143.4	223.0	295.6
자본조정	-2.8	-2.4	-3.1	-1.4	-0.2
자본총계	60.5	117.0	320.8	410.4	489.4

손익계산서

[단위: 억 원]

항목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
매출액	120.5	208.9	294.0	356.3	425.8
매출원가	32.9	59.6	88.8	80.5	121.4
매출총이익	87.6	149.3	205.2	275.7	304.3
판매비와관리비	58.1	84.8	129.8	167.8	176.8
영업이익	29.4	64.4	75.3	107.9	127.4
영업외수익	0.9	2.5	7.2	9.6	16.6
영업외비용	1.6	0.6	0.0	2.6	3.3
경상이익	28.7	66.3	82.5	114.9	140.7
특별이익	-	-	-	-	-
특별손실	-	-	15.6	-	-
법인세차감전순이익	28.7	66.3	66.8	114.9	140.7
법인세등	3.7	9.8	9.0	14.0	37.5
당기순이익	25.0	56.5	57.8	100.8	103.2

현금흐름표

[단위: 억 원]

항목	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31
영업활동으로 인한 현금흐름	33.1	55.4	51.7	130.1	135.4
현금의 유출이 없는 비용 등의 가산	6.1	7.5	30.6	28.3	25.0
유형자산 감가상각비	1.8	2.9	6.2	8.4	9.3
무형자산 감가상각비	1.5	1.8	2.9	6.7	8.3
현금의 유입이 없는 수익 등의 차감	-	-	-	-	1.2
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	1.9	-8.5	-36.8	0.9	8.4
투자활동으로 인한 현금흐름	-10.5	-67.4	-190.7	-121.3	-53.2
투자활동으로 인한 현금유입액	4.8	107.0	291.6	350.1	518.7
투자활동으로 인한 현금유출액	15.3	174.4	482.3	471.4	572.0
재무활동으로 인한 현금흐름	-0.8	-	146.8	-12.8	-25.5
재무활동으로 인한 현금유입액	-	-	146.8	-	0.0
재무활동으로 인한 현금유출액	0.8	-	-	12.8	25.5
현금의 증가(감소)	21.8	-11.9	7.8	-4.0	56.7