

## 교육시장, 눈높이는 낮추고 생각은 멀리 할 때...

### Marketperform

#### Valuation

Target Price: ₩16,450

Price: ₩12,350

Margin of Safety: 33%

MktCap.(100mn): 3,050

ROE: 12.68%

Op.Magin: 8.47 %

PER: 9.51

PBR: 2.63

Dividend Yield: 3.56%

Major Sh.Holder:

웅진홀딩스 38.27%

Foreign Shr.: 39.70%

#### ✓ 학습지 매출의 이유 있는 상승

웅진씽크빅은 점유율 3위(21.1%)이지만, 기존 단순 연산과 암기 위주의 학습지가 아닌 창의력을 키울 수 있는 학습지를 내세워 지난 10년간 꾸준한 매출 상승과 안정적인 영업이익률을 기록하고 있다. 다만, 장기적인 교육시장의 감소는 무거운 Risk로 작용할 것이다.

#### ✓ 미래교육사업부문

웅진씽크빅의 미래교육사업부문은 전집 판매와 이와 관련된 방문 교육 사업을 포함 하는 사업이다. 당사는 이 사업 부문에서 강점을 가지고 있던 교원(敎員)를 제치고 업계 1위로 올라섰다. 해당 사업부문에서 당사의 경쟁력은 유지될 것으로 보이지만 내수부진 등의 Risk로 인해 전과 같은 성장세는 꺾일 것으로 판단된다.

#### ✓ 현 교육 정책의 수혜자 웅진스쿨사업

학교자율화 방침으로 향후 방과 후 사업 규모는 점점 커질 것이며, 시장의 성장으로 2010년에는 700억 원 대의 매출을 기록할 수 있을 것으로 보인다. 그러나 정부 정책의 예측 불확실성과 향후 경쟁상황 악화는 Risk 요인이다.

#### ✓ Imprint로 일궈낸 단행본 시장 1위

임프린트의 적극적인 도입과 과감한 인센티브를 통해 폭발적인 성장을 하며 웅진씽크빅은 단행본 시장 1위에 올라섰으며, 현재 보유하고 있는 24개의 임프린트를 2010년 까지 30개로 확장할 계획을 가지고 있다. 그러나 출판산업의 점차적인 감소 추세는 성장에 한계로 작용할 수 있다.

웅진씽크빅 주가 추이



자료: Research 2 team

### 기업분석 2팀

김진호, 류제민, 정성우,  
송민철, 유슬아

## I. Introduction – 웅진씽크빅

웅진씽크빅은 대외적으로 경영활동을 인정받는 교육서비스 업체이다.

웅진씽크빅은 1980년 웅진출판주식회사라는 이름으로 설립된 교육 서비스 업체이다. 웅진씽크빅은 1994년 증권거래소에 상장하였다. 당사는 2002년 대한민국 최고기업 출판 부문 대상, 2006년 한국능률협회 한국에서 가장 존경 받는 기업 교육 서비스 부문 1위를 수상하는 등 경영 활동이 대외적으로도 인정받고 있다. 2007년 5월 지주사인 웅진홀딩스를 존속회사로 하여 교육 서비스 사업부를 분할하여 웅진씽크빅이 신설되었다.

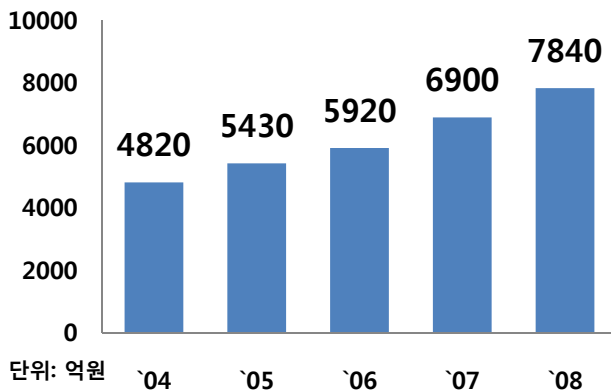
4개의 사업부를 운영하고 있으며, 사업의 다각화가 잘 이루어져 있다.

웅진 씽크빅은 현재 네 개 영역의 사업을 진행 중이다. 회원제 과목 학습지 판매와 함께 교사가 가정을 방문하여 학습지도하는 교육문화사업, 전집을 판매하는 미래교육사업, 학교와 계약을 맺어 방과후 학교에서 학생들을 대상으로 수업을 진행하는 웅진스쿨사업, 책을 출판하는 단행본사업이 있다. 단행본사업 외 세 사업은 비즈니스모델이 거의 동일하며, 세 사업 모두 3-12세를 타겟으로 하여 진행되는 사업이다. 단행본 사업은 교육 서비스 산업과 거리가 있는 사업이기는 하지만 웅진 씽크빅의 매출구조 다각화를 위해 도입한 사업이다. 각 매출 구성 비율은 교육문화사업 57.6%, 미래교육사업 27.7%, 웅진스쿨사업 7.8% 단행본사업 5.5%, 기타 1.4%이다.

매출액이 매년 증가하고 있으며, 각 사업부의 시장점유율이 높다.

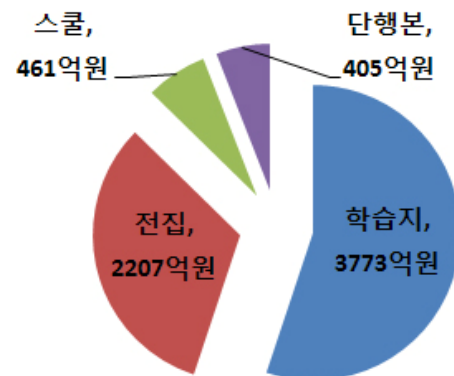
2007년의 각 부문의 매출규모는 아래 표와 같으며, 당사는 2008년 3분기 누적 매출액 5,748억 원을 기록함으로써 작년 동기 대비 16%의 성장률을 기록하였다. 영업이익은 459억 원으로 18.1%의 성장을 기록하였다. 이는 4개 사업부문의 고른 성장에 기인한 것으로, 각 사업 영역이 모두 영업이익을 내고 있다는 점은 웅진씽크빅의 강점이다. (학습지 점유율: 3위, 전집: 1위, 방과후: 1위, 단행본: 1위)

그림 1. 매출 증가 추이



자료: Research 2 team

그림 2. 4개 사업부의 매출규모



자료: Research 2 team

## II. 산업분석

**국내 교육서비스 산업은 꾸준히 증가해왔다.**

교육서비스 산업은 수요자의 정신적 욕구에 호소하는 문화산업으로서 연령, 계층, 학력에 따라 다양한 Needs가 존재하고 있고, 제품 종류도 다양한 형태를 띠고 있다. 국내 교육서비스 시장은 국민소득의 향상에 따른 문화 욕구 증가와 조기교육에 대한 높은 교육열 등으로 연평균 9.4%의 성장세를 보이고 있다. 특히 한국의 사교육 시장은 GDP대비 7%를 차지하면서 OECD 가입 국가 중 1위를 기록하고 있다. 이러한 한국 시장의 특성을 바탕으로 하여 국내 교육서비스 산업은 크게 증가해왔고, 기타 산업에 비해 높은 수준의 성장성을 인정받아왔다.

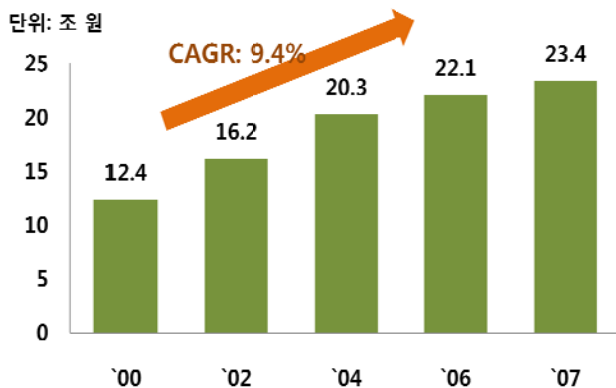
**정부의 교육정책에 민감한 산업으로, 현행 정책은 우호적이다.**

교육 산업은 가장 큰 변수는 대내외 경제 변수가 아닌 정부의 교육정책이다. 앞으로 시장이 크게 성장하리라 보여지는 방과후학교 사업은 정부의 우호적인 정책이 있기에 가능한 것이다. 자율과 경쟁 및 우월성 교육을 통한 우수 인재 육성이라는 현정부의 교육정책은 영어공교육 강화, 국제중학교 및 기숙형공립고 설립, 고교선택제의 순차적 시행이 예상되고 있어, 사교육 시장은 긍정적인 정책환경을 맞이하고 있다. 공교육 강화에 대한 정책도 예상되나 기존 한국 시장의 교육 정책의 흐름으로 보아 이는 시장확대의 위험요인이라고 말하기 어렵다.

**대표적 내수주이며, 경기 변화에 비탄력적인 산업이다.**

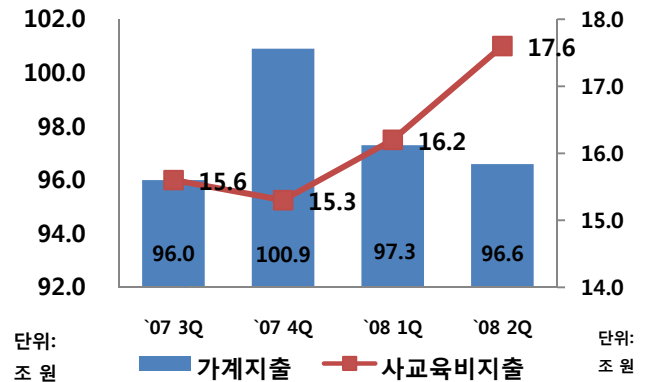
교육서비스 산업은 대표적인 내수주로서, 여타의 산업에 비해 경기 변동에 비탄력적인 경향을 보이고 있다. 금융위기로 국가 전반이 어려움을 겪고 있는 최근 경제 상황에서도 사교육비 지출액은 오히려 증가하고 있다. 한국은행이 내놓은 올 상반기 국민소득 통계를 보면 가정 소비지출은 줄어드는 추세지만 사교육비 지출액은 17조 6,035억 원으로 지난해 동기 대비 9.1% 늘었다. 그에 따라 가계지출 가운데 사교육비가 차지하는 비중도 6.2%로 사상최대치를 기록 하였다. 과거, 사교육 소비는 실업률 상승을 동반한 외환위기 동안에는 소비위축과 함께 큰 폭의 감소를 경험했으나, 실업률 상승이 제한적이었던 2003년 카드사태 때는 외고 설립 확대라는 정책변수에 민감하게 반응하면서 오히려 급증하였다.

그림 3. 한국 사교육 시장의 성장 추이



자료: 통계청, Research 2 team

그림 4. 가정 소비지출액 대비 교육비 지출액



자료: 통계청, Research 2 team

**15세 미만 인구의 지속적인 감소로 산업의 성장성이 우려된다.**

이러한 우호적 정책과 경기 사이클에 비탄력적인 점을 바탕으로 교육 산업은 그간 많은 성장을 이루어 왔다. 하지만 2007년 현재 23조 원으로 추정되는 시장크기가 15세 미만 인구의 감소로 인해 지금과 같이 지속적으로 성장하기는 어려울 것으로 보인다. 5년 마다 시행하는 총인구 조사에서 0~15세 인구는 계속 감소하고 있다. 출산율 감소로 인해 유아, 청소년 인구의 감소가 심화되어 가고 있기 때문에, 국내 교육열이 항상 꾸준해왔다는 점을 감안해도 앞으로의 교육 산업의 성장성을 긍정적으로 바라볼 수는 없다.

**시장은 이미 포화상태로, 점유율 경쟁이 벌어질 것이다.**

또한, 이미 교육서비스 관련한 비즈니스 모델이 많이 개발된 상태이기에 시장에 진입한 업체는 포화 상태에 다다랐다. 업체들간의 사업영역이 붕괴되었고, 비상장 교육업체의 기업화에 따른 수요 분산으로 기업 간의 경쟁은 더욱 심화될 것이다. 그러므로 앞으로는 높은 수준의 품질 서비스로 기업간의 점유율을 높이는 경쟁이 벌어질 것으로 보인다.

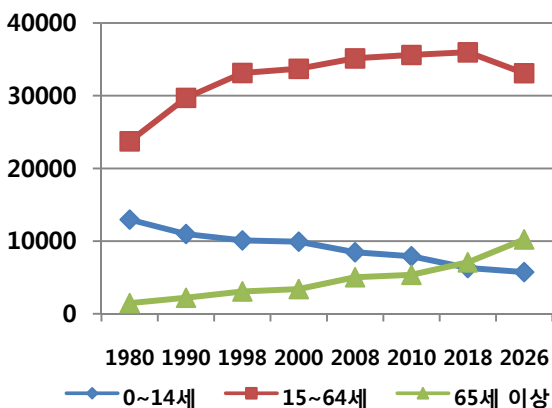
**신규 성장동력을 제시하지 못하고 있다.**

E-learning 이라는 새로운 패러다임을 내밀며 고성장을 기록하였던 메가스터디 이후로, 교육 산업에서는 기존의 관념을 뒤엎을 신규 성장동력을 제시하는 기업이 나오지 못하고 있다. 인터넷을 통하여 교육서비스 시장의 성장 가능성을 확인하였으나, E-learning 시장의 성장률은 점차 둔화되고 있다(2007년 시장 규모 1.7조원, 3년 간 연평균 성장률 10%). 학습지 시장도 대교, 웅진, 구몬, 재능 상위 4사가 시장을 80%를 차지한 가운데 이미 산업이 성숙기에 진입했다.

**사업영역의 다각화가 기업의 경쟁력을 결정할 것이다.**

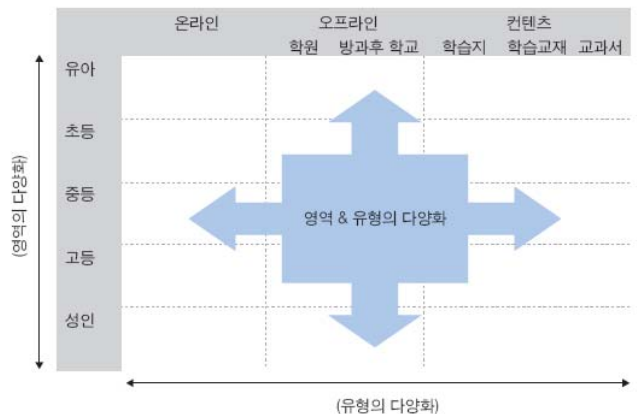
그러므로 교육 서비스 업체가 앞으로도 성장하기 위해서는 산업 내에서 매체별, 연령별에 따른 사업영역의 다각화가 요구된다. 다각화에 따른 시너지 효과는 수익 창출 모델을 상호 보완할 수 있을 것이다. 줄어드는 사업 대상 인구, 늘어나는 업체 간의 경쟁에서 살아남을 수 있는 기업은 이러한 다각화를 효과적으로 이루어 낸 기업일 것이다.

그림 5. 연도별 인구 추이



자료: 통계청, Research 2 team

그림 6. 교육업체 사업영역 다각화



자료: Research 2 team

### Ⅲ. 기업분석 - 교육문화사업본부 (학습지사업)

인구감소에 따라 시장 규모가 향후 3-4년간 커지고, 그 후로는 감소할 것이다.

학습지 시장은 10년 동안 꾸준히 규모가 커져 현재 2조원에 이르렀지만, 앞으로의 학습지 시장 전망은 밝지 않다. 저출산으로 인해 2008년부터 2018년까지 0세-14세 인구증가율은 -25%로 예상되며(통계청 자료), 인구 감소의 영향으로 학습지 시장의 성장이 둔화될 것이다. 인구감소와 단가상승을 고려하여 리서치 2팀이 향후 10년간의 시장 규모 변화를 예상하는 바는 다음과 같다. 앞으로 3-4년간은 인구감소비율보다 단가상승비율(과거 10년 동안 33% 증가)이 더 크므로 시장이 소폭 성장할 것으로 보이지만, 5년 후부터는 인구의 급격한 감소로 단가상승보다 인구감소의 영향을 많이 받아 규모가 축소되며 결국 2018년에는 현재 2008년과 같은 규모가 될 것이다. 그 이후에는 더딘 속도로 규모가 축소될 것으로 전망된다.

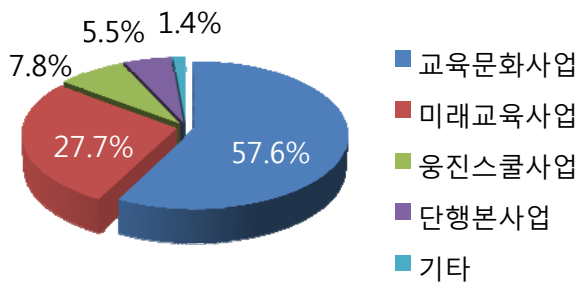
학습지 시장은 경기변동에 비탄력적이다.

교육산업은 경기 탄력성이 분야별로 다르다. 오프라인 학원이나, N-Biz의 경우에는 경기가 나빠지면 매출이 감소하는 탄력성이 큰 교육분야이다. 이에 반해 학습지는 저가이고, 학습지를 필수적인 교육서비스로 여기는 인식이 넓어 사교육비를 줄인다 하더라도 학습지 비용의 지불을 줄이는 일은 적으므로 학습지 사업은 경기의 영향을 거의 받지 않는다고 할 수 있다.

학습지 시장의 새로운 이슈 바우처.

성장 둔화의 학습지 시장에서 최근 새롭게 등장한 이슈가 바로 '바우처'이다. 보건 복지부는 2007년부터 개별 복지 서비스 기관에 지원금을 나누어 주는 대신에 서비스를 받는 소비자(저소득층)에게 '바우처(특정 복지서비스를 받을 수 있는 일종의 상품권)'를 제공하는 형태로 지원 방식을 바꾸고 있다. 바우처를 통해 소비자를 만족 시키는 정도에 따라 얼마든지 수익을 늘릴 수 있게 된 것이다. '바우처'를 통한 중앙과 지방정부의 지원금은 2008년 약 610억원이며 여기에 본인 부담금 70억원을 합쳐 680억원 규모의 시장이 형성 되었다. 이것은 학습지 시장 중 큰 부분

그림 7. 매출 구성 비율



자료 : Research 2 team

그림 8. 과거, 미래10년 학습지 시장 추이



자료 : 통계청, Research 2 team

이라고 할 수 없지만 정체된 학습지 시장에서 새로운 회원수 확보는 의미가 있다.

**학습지 시장의 침투율은 50%이다.**

학습지 시장은 여타 교육 시장과 마찬가지로 충분히 성숙한 시장이고 인구 감소로 더 이상의 학습지 시장의 성장은 어려울 것으로 보이는데, 이것은 시장 침투율에서도 예측 가능하다. 현재 시장 침투율은 50%로, 시장 침투율이 50%가 넘는다는 것은 아동 2명당 1명은 학습지를 하고 있다는 뜻이다. 즉, 이미 서비스를 받고자 하는 이들 대부분이 서비스를 받고 있다는 의미로 성장하기 어려움을 의미한다.

**웅진씽크빅의 강점**

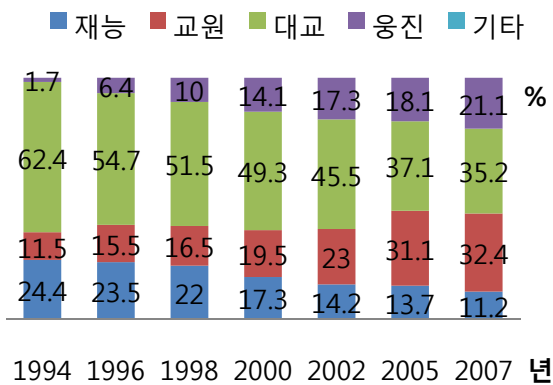
**학습지 시장이 재편되고 있다.**

교육산업은 성숙기에 접어들었기 때문에 앞으로는 정체된 시장에서 높은 점유율을 차지하는 기업이 성장하는 점유율 싸움이 될 것으로 보인다. 현재 점유율은 대교 35.2%, 교원 32.4%, 웅진 21.1%, 재능 11.2%로, 대교가 점유율 1이지만, 현재 1위 기업을 주목하기보다는 지난 10년간의 점유율 추이에 주목해야 한다. 대교는 94년 점유율 62.4%로 학습지 시장을 장악했었지만, 해마다 점유율을 웅진과 교원에게 뺏겼다. 이와 같은 추세라면 몇 년 후 대교는 점유율 1위 자리를 내주어야 할 때가 올 것이다. 당사는 사업 시작 년도인 94년 점유율 1.7% 였지만, 2008년 21.1%의 점유율을 기록하는 괄목할만한 성장을 하였다. 뿐만 아니라 기존 초등학생에서 미취학 아동과 유아까지 타겟층을 넓히며, 현재 미취학 아동 학습지 점유율 1위이다(점유율 35%). 그렇다면 당사의 성장 원동력은 무엇일까?

**창의력을 내세운 새로운 학습지는 웅진씽크빅만의 강점이다.**

웅진씽크빅은 기존 학습지와는 차별화된 제품을 출시하며 학습지 시장에 뛰어 들었다. 기존 학습지는 단순 암기와 단순 연산 위주였지만, 당사는 어린이들의 창의력을 키워준다는 새로운 개념의 학습지를 출시하였고, 단기간 내에 제품 라인업을 높이며, 시장의 needs에 민첩하게 대응했다. 대교는 점유율 1위에 안주하면서 시장 trend와 needs에 대응하지 못하였고, 이는 학습지 판매 부진으로 이어졌다. 대교는 제품 수를 14개에서 12개로 줄였으며, 몇 개 학습지는 마이너스의 영업이익

그림 9. 시장 점유율 추이



자료 : 웅진씽크빅, Research 2 team

그림 10. 4개 업체의 시장 침투율 추이



자료 : 한국투자증권

를 기록하는 등 최근 대교의 매출 실적은 좋지 않다. 대교의 부진과 웅진의 성장은 최근에 실시한 품질만족도 조사에서도 나타났다. 당사는 질 높은 서비스, 제품으로 품질만족도 1위를 차지하였다. 당사의 점유율이 현재 3위이지만, 품질만족도는 교재 채택을 추정 할 수 있는 중요한 요소 이기 때문에 앞으로 당사의 1위 도약 잠재력이 크다고 볼 수 있다.

**회원수는 늘고, 해지율은 줄고있다.**

현재 웅진씽크빅의 2분기 순 가입자수는 48,000명(대교: -51,000명), 과목수는 123만 명(대교: 198만명), 해지율은 5.9%로, 가입자가 늘었고, 해지율은 매년 줄어 들고 있다. 당사는 서비스품질을 높이기 위해 끊임없이 노력하고 있다. 2008년 5월에는 책 읽기 사업을 시작했고, 학습지의 품질 개선에도 힘을 쏟고 있다. 반면 대교가 시장점유율을 뺏기고 있는 이유를 대교 측에서 서비스 만족도가 떨어졌고, 웅진과 교원의 공격에 민첩하게 대응하지 못하고 있기 때문이라고 밝혔다. 대교가 특별한 대응책을 제시하지 못하고, 점유율 추이가 지금과 같다면 당사가 대교의 시장점유율을 뺏어 현재의 점유율을 5~10%p 정도 더 확대할 가능성이 높다. 하지만 경쟁사의 대응이 가시화되며 더 이상의 점유율 확대는 어려울 전망이다.

**앞으로 13%이상의 영업이익률을 낼 수 있다,**

과거 대교가 시장의 대부분을 점유하고, 시장 경쟁이 약했을 때, 대교의 영업이익률은 최대 15%였다 당사의 학습지 영업이익률은 현재 10%이고, 경쟁이 심한 상황임에도 불구하고 바우처와 책읽기 사업 실적에 따른 회원수 증가와 매출 상승으로 영업이익률이 상승하고 있다. 이러한 점에서 당사는 앞으로 최소 13%의 영업이익률을 기록할 수 있을 것으로 보인다.

**바우처로 작은 수익을 창출하였다.**

당사는 작년 8월 보건 복지부의 '바우처' 부문 시장이 시작 했을때 부터 이 시장에 진출 하였다. 당시에 당사와 '아이북랜드' 단 두 업체가 참가해 전국 100여개 지방자치단체에서 3만명의 아이들을 대상으로 시작했다. 당초 예상과는 달리 서비스에 대한 수요가 폭증하였고 서비스 요청자가 두 달 만에 20만명으로 늘었다. 그 덕분에 초기에 이 시장에 진출한 당사는 바우처 시장의 빠른 선점이 가능하였다.

그림 11. 학습지 세부 만족도

| [ 세부 만족도 ]                                |      | 《능력협회》 |        |      |  |
|---|------|--------|--------|------|--|
| 항목  | 교원   | 대교     | 웅진 씽크빅 | 재능교육 |  |
| 학습지 내용이 체계적이다                             | 75.6 | 77.2   | 77.1   | 75.0 |  |
| 학습지가 쉽고 재미있게 구성되어있다                       | 57.9 | 65.4   | 75.9   | 66.7 |  |
| 학습지가 기초실력 및 창의력, 문제해결력 등 자녀의 능력배양에 도움이 된다 | 63.2 | 71.4   | 74.7   | 69.9 |  |
| 지도교사가 자녀를 잘 지도해 준다                        | 68.4 | 77.5   | 75.9   | 76.3 |  |
| 지도교사가 학습진도관리를 잘해준다                        | 66.5 | 74.2   | 75.3   | 69.9 |  |
| 상담을 잘해준다                                  | 70.8 | 69.8   | 72.4   | 72.4 |  |
| 학습지품질/교재구성, 방문지도, 서비스 등에 비해 가격이 적절하다      | 51.7 | 53.3   | 53.5   | 52.6 |  |
| 회사의 신뢰도가 높다                               | 72.2 | 79.4   | 83.5   | 69.2 |  |
| 요소 종합 만족도                                 | 66.4 | 72.0   | 74.4   | 70.2 |  |

자료 : 능력협회

**Risk**

**바우처의 효과는 일시적일 뿐이다.**

바우처 사업의 ASP(평균판매단가)는 38,000원으로 당사의 2007년 6월 평균 단가인 28,300에 34%나 높은 수준이었다. 이 결과 당사는 바우처 사업을 통해 회원 수 증가뿐만 아니라 2007년 말에는 당사의 학습지 전체 ASP가 29,900까지 상승했다. ASP 상승, 정부 사업의 성격, 당사의 빠른 선점으로 인하여 당사가 지불해야 하는 추가적인 마케팅 비는 제한적이었기 때문에 바우처 사업자로 선정된 이후 당사의 학습지 부문 영업이익률은 07년 2분기 11.5%에서 3분기 12.2% 4분기 12.3%로 증가하였다. 하지만 더 이상의 시장 확장이 예측되기 힘들기에 일시적인 호재였을 가능성이 크다는 것이 리스크이다.

**책 읽기사업이 ASP를 낮추고, 전집판매에 장애물이 될 수 있다.**

또한 당사는 '웅진 씽크빅 책읽기' 사업으로 회원수를 추가확보 하였다. 책 읽기는 한달 29,000원으로 당사의 출간물 중 총 5권의 책을 소장할 수 있는 프로그램으로 당사의 전집을 한꺼번에 구입하기가 부담스러웠던 학부모들의 수요가 집중되면서 두 달 만에 5만 명의 회원수 증가 요인으로 작용 하였다. 책 읽기 사업은 당사의 BM을 최대한 활용한 마케팅 전략으로 성공을 했다고 할 수 있으나 단가가 낮아 기존 당사의 ASP수치를 낮추게 되고 이것은 영업이익률을 하향하게 만든다. 또한 책 읽기가 당사의 전집 사업 부문을 잠식할 우려가 있기에 리스크로 보인다.

**학습지 부문은 미미한 성장을 보이다가 2012년을 기점으로 점차 축소될 것이다..**

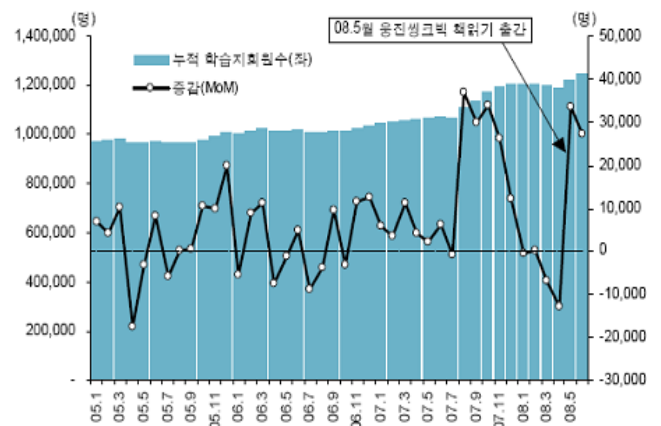
결론적으로 당사는 빠른 시장 대처와 다각화를 통해 학습지 시장에서 타사의 MS를 뺏아오면서 일정기간 매출액이 증가할 것으로 보인다. 하지만 이러한 다각화에도 불구하고 절대적으로 학습지 시장이 성숙기이고 5년 내에 마이너스성장이 예상된다는 점, 학습지의 특성상 소득 타겟층이 고위층 보다는 중, 저층에 맞추어진 점, 정부의 '바우처'는 일시적인 호재일 것으로 예상 되고 당사의 '책읽기' 프로그램도 미래의 회원을 일시적으로 끌어 올 것이라는 점에서 당사의 학습지 부문은 미미한 성장을 보이다가 2012년을 기점으로 점차 축소될 것이다.

그림 12. 헤지율 추이



자료 : Research 2 team

그림 13. 회원수 증감 추이



자료 : 한국투자증권



## IV. 기업분석 - 미래교육사업본부 (전집사업)

### 웅진씽크빅의 전집 사업 현황

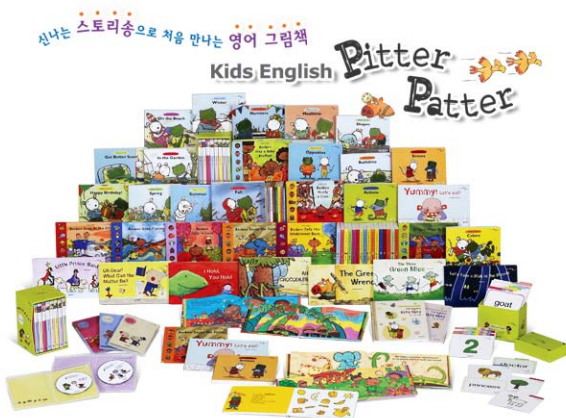
전집 판매 사업을 중심으로 한 웅진씽크빅의 미래교육 사업 부문은 아동교육 사업 노하우와 잘 짜인 영업망을 바탕으로 꾸준히 성장해왔다. 당사는 갓 태어난 0세의 아기부터 초등 고학년 학생들을 target으로 삼고 58여 종의 전집을 개발하여 판매하고 있다. 당사의 교육을 받은 교육 consultant들이 가정에 방문하여 test를 거쳐 해당 아동에게 가장 적절한 교육 전집과 프로그램을 추천하여 판매하는 형식으로 이 밖에 방문 교육을 부가적으로 제공하는 서비스도 영위하고 있는 형식이다.

지인을 중심으로 한 판매력 강화를 중심으로 영업을 펼치던 당사는 2004년 이후, 고객에게 유형(전집, 도서류) 및 무형(제품 활용서비스)의 교육서비스를 제공할 수 있도록 교육을 받은 사원을 중심으로 영업 방침을 변경하였다. 이에 따라 종래의 판매 방법보다 방문 교사의 지도를 통한 제품 선택과 활용서비스에 대한 수요를 늘리면서 수요자가 더욱 만족할 수 있는 서비스를 제공할 수 있게 되었고 전집 등의 판매량을 꾸준히 늘릴 수 있었다. 현재 전집 한 질의 가격은 19만원에서 90만원 가량이며 책을 활용한 방문 교사의 지도 서비스는 4만5천원에서 7만 5천 원 정도이다.

### 전집 및 학습용 도서 판매 및 교육 시장의 특징

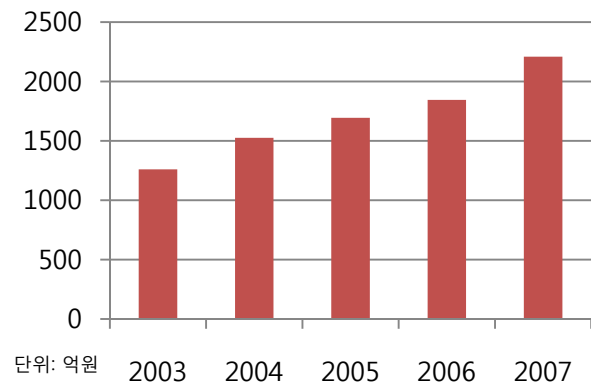
전집을 비롯한 학습용 도서 시장은 취학 전 아동에게는 다양한 지식과 간접경험을 전해주고, 초등학생들에게는 교과서 진도에 맞춰 학습효과를 극대화할 수 있는 방법을 제공한다는 장점이 있어 꾸준히 성장해왔다. 전집은 아동 수가 감소하더라도 아동이 있는 가구 수는 큰 감소가 없기 때문에 아동 인구의 감소에 직접적인 영향을 받지 않는다는 장점이 있다. 또한, 4,50종 이상의 전집을 개발하여 시장 내에서 안정적 지위를 확보하고 이를 활용하여 교육 서비스를 진행하려면 회사 차원에서의 다양한 노하우와 교육 받은 영업 직원들의 영업 노하우가 축적되어야 하기 때문에 규모가 작은 업체는 안정적인 수입을 내기가 어렵다. 2007년, 전집 및

그림 14. 웅진씽크빅의 전집



자료 : 웅진씽크빅 홈페이지

그림 15. 미래교육사업부문의 매출액 추이



자료 : Research 2 Team

학습용 도서의 방문 판매, 교육 서비스를 제공하는 주요 업체로는 웅진씽크빅, 교원, 한솔교육, 기탄교육, 프리벨 등이 있다.

**당사는 규모의 경제를 이룩하면서 우월한 지위를 확보하였다.**

당사의 2007년 교육문화사업부문의 매출액은 2,209억 정도로서 전집 및 학습용 도서 판매 및 교육과 관련된 분야에서 업계 1위로 올라섰다. 매출액의 지속적인 상승으로 규모의 경제가 실현되어 영업이익률 또한 전 사업 부문 중 가장 높은 11%대를 상회하고 있다. 전통적인 강자인 교원의 시장점유율을 뛰어넘어 2007년 35.3%의 점유율을 기록한 당사의 강점은 양적으로 질적으로 다음과 같이 판단된다.

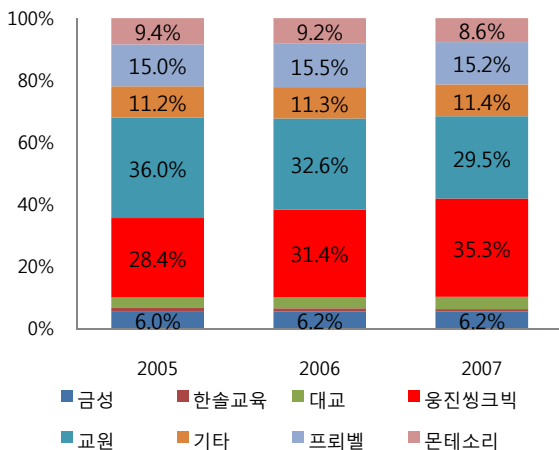
**경쟁사의 영업 적자**

양적으로 보면 당사는 전집 및 아동 학습용 도서 개발 및 방문 판매, 교육 상담 시장에서 업계 1위로 올라섰다. 그런데 당 사업부문의 최대 경쟁자인 교원의 매출액과 영업이익을 보면 안정적이지 못한 모습을 보이고 있다. 이에 따라 당사의 전집 사업은 경쟁사 보다 안정적인 실적을 발판삼아 발빠르게 고객에게 맞춰진 상품의 개발을 더욱 쉽게 할 수 있다.

**제품의 질은 대내외적으로 인정받고 있다.**

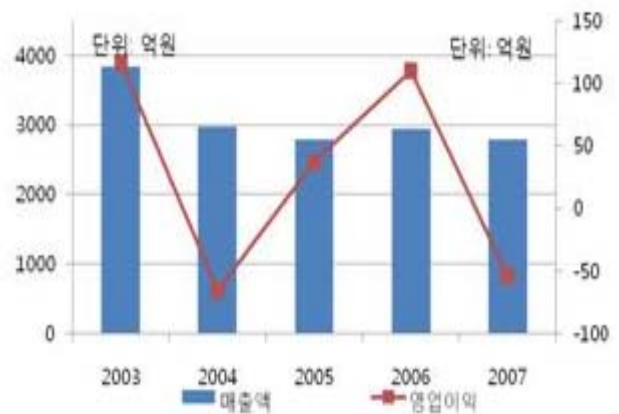
질적으로는 우선, 전집과 학습도서의 뛰어난 질이 시장에서 이미 입증되었다. 구체적으로 2004년 <호롱불 옛이야기>의 '팔죽 할멈과 호랑이'가 이태리 볼로냐 국제 어린이 도서전 라가치상 본상을 수상했다. 또한 <토토리 세계명작> 중 '바보 이반'과 '피오리몬드 공주의 목걸이'는 2004년 볼로냐 국제 아동 도서전 올해의 일러스트레이터상을 수상했다. 게다가 국내에서도 <타임캡슐 우리역사>가 2006년 제3회 한국출판문화대상을 수상했다. 물론 이와 같은 수상경력을 가지고 당사의 경쟁력을 속단하기에는 주관적인 측면이 들어있는 것이 사실이다. 하지만, 이와 같은 당사의 성과는 브랜드 파워를 한 단계 한 단계 높여 나가는 효과를 내면서 경쟁사와 당사를 차별화 시킬 수 있는 요인으로 작용하고 있다.

그림 16. 웅진씽크빅의 점유율



자료 : 웅진씽크빅 IR

그림 17. 경쟁사 교원의 실적



자료 : 2007년 교원 감사보고서

**타사 대비 잘 확충된  
영업망을 통한 매출  
증대 효과**

또한, 전통적인 강력한 영업망이 강점이다. 당사의 판매 및 고객에게 교육서비스를 제공하는 영업 조직은 전국에 걸쳐 9개 지역본부, 540여개의 지역국에서 5,100여명의 인력이 활동하고 있다. 이에 반해 전집 부문의 가장 큰 경쟁사인 교원의 전국 사업소는 250여개 이며 2,500명의 직원이 있다. 또한 직원 급여면에서도 당사는 2007년 5월부터 12월까지의 보고서에서 (회사 분할로 8달 동안의 실적만 공시됨) 8달 동안 532억원을 지급한 반면 교원의 경우는 1년 동안 232억원을 지급한 것으로 보아 당사의 전집사업 부문의 경쟁력을 알 수 있다.

**향후 우월한 지위는  
지속될 것으로 전망된  
다.**

이와 같은 당사의 우위는 향후 유지될 것으로 판단된다. 왜냐하면 전집은 가격이 비싸고 한 번 구매하면 아이들의 교육에 지속적으로 영향을 끼치기 때문에 실질적 수요자인 학부모들이 한 번 선택할 때 검증된 회사의 질 좋은 서비스를 갖춘 제품을 구매하려는 경향이 강하기 때문이다. 그런데 당사의 제품과 서비스 경쟁력이 위에서 언급한 당사의 강점을 바탕으로 최근의 매출액과 점유율 상승, 판매 및 교육활동 등을 통해 입증되었다고 보이므로 본 리서치 2팀은 향후 당사의 우월한 지위는 유지될 것으로 판단한다.

**피할 수 없는 Risk 요인**

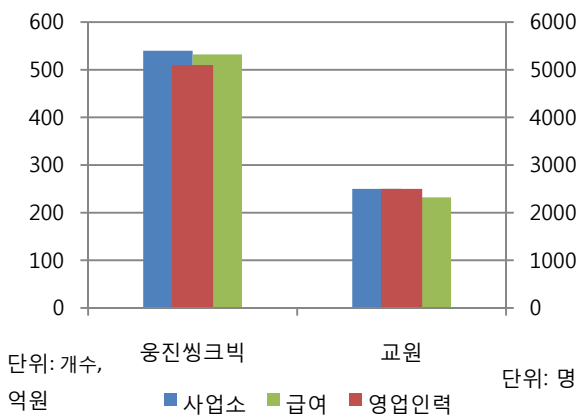
**내수 부진으로 인한  
수요 감소는 리스크**

하지만 최근 경기 침체가 현실화 되면서 내수 시장이 부진에 빠지고 있다. 이에 따라 전집 판매 및 방문 교육 서비스 중심인 미래교육사업 부문의 매출의 증가 추세의 감소는 불가피할 것으로 보인다. 특히, 전집의 단가는 다른 교육 제품들보다 고가이기 때문에 내수 부진의 영향을 많이 받을 것으로 판단된다.

**3,4가구수 감소 추세  
또한 당 사업부문의  
리스크**

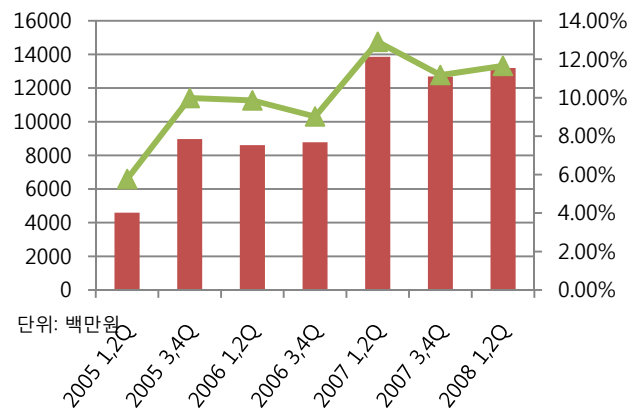
1995년부터 2005년 까지의 3번의 주택총조사에서 3인 가구, 4인 가구 수의 감소 추세가 앞으로 지속될 것으로 전망되고 1인 가구 수는 증가하는 것으로 보아 전집이 판매될 수 있는 수요자의 수는 점차 감소할 것으로 보인다.

그림 18. 경쟁사와 비교한 영업망



자료 : Libres Hebdo, Research 2 team

그림 19. 반기 별 전집 판매 영업이익 및 영업이익률



자료 : 웅진씽크빅 IR

책읽기 프로그램은 전집 판매량을 감소시킬 수 있다.

또한, 당사는 학습지 사업을 이용하는 회원에게 '책읽기 프로그램'을 통해 전집 1질 중 몇 권을 싼 값에 판매하고 있는데 이는 향후 전집 중심의 미래교육사업 부분의 매출액 성장을 소폭 감소시킬 것으로 판단된다. 왜냐하면 비싼 값에 전집 한 질을 전부 사는 것보다 몇 권만 사서 교육 효과를 보기 원하는 고객층을 무시할 수 없을 것으로 보이고 전집이 이렇게 팔리게 되면 1질을 팔 때 보다 수익성은 떨어지고 매출은 크게 늘지 않는 부작용이 있기 때문이다.

경쟁력은 존재하나 리스크를 고려해 보면 향후 매출액 성장률은 높지 않을 것이다.

당사의 전집 및 아동 학습용 도서 개발 및 방문 판매, 교육 상담시장에서의 경쟁력은 충분하다. 하지만 위와 같은 리스크를 고려해 볼 때 전과 같은 매출액 성장률은 보이기 힘들 것이다. 따라서 valuation 부분에서는 이를 반영하여 매출액 성장률을 보수적으로 가정하였다.

## V. 기업분석 - 정책수혜, 방과후학교 사업본부

방과후학교는 정규교과 외 교육으로 교육양극화 해소 등을 목적으로 하고 있다.

1997년 정부의 '민간참여에 의한 컴퓨터 보급 및 교육 운영' 시책 발표 후 에듀박스, 대교 등이 진출해 있는 방과후학교 사업은 지난 2006년 교육인적자원부의 '방과후학교' 시행령으로 통합되어 운영되고 있다. 방과후학교의 도입은 획일화된 정규교과 위주의 교육과정에서 벗어나 학생들 개개인의 소질과 적성개발 및 사교육비 경감, 교육복지증진은 물론 교육양극화 해소 등을 목적으로 하고 있다.

정부의 교육정책에 민감하며, 2010년 5,000억원의 시장규모가 예상된다.

그러므로 방과후학교 사업은 정부의 교육정책의 변화에 크게 영향을 받는 구조이며, 현행 교육정책 방향은 대형 사교육기업에게 유리하게 작용될 전망이다. 당정은 '학교자율화' 방안 이후 학교장이 해당 학교에 적합한 교육 프로그램을 설치 및 운영하고 교육비를 부담할 수 있도록 할 방침이다. 또 방과후 교육 프로그램을 영리법인, 단체에 위탁해 운영할 수 있도록 했다. 2007년 방과후학교 시장 규모는 2,000억 원으로 전체 사교육 시장의 1% 수준이다. 그리고 컴퓨터교실에 한해 허용되었던 민간영리업체 참여가 국영수 과목 등으로 확대됨에 따라 2010년에는 시장 규모가 5,000억 원에 이를 것이다.

3년 단위로 가맹 학교와의 독점계약으로 수업을 제공하며, 일반 학원보다 수강료가 싸다.

방과후학교 사업은 가맹 학교와의 3년 단위의 독점 계약을 통해 수업을 제공하여 학생들로부터 매출을 내는 구조이다. 컴퓨터교실의 수강료는 학생당 월 3만원, 영어교실은 월 10만원으로 평균 25.6만원의 일반 학원에 비하여 저렴한 수준이다 (통계청 자료). 또한, 가맹학교의 학생 수강률은 90%에 달한다. 교실은 학교에서 무상 제공하는 대가로 방과후교실 운영권자가 교육기자재를 무상 설치하게 된다. 학교당 컴퓨터교실은 6,500만원, 영어교실은 2,500만원 수준의 설치비 소요된다. 설치비는 3년 계약기간 중 정액법 상각으로 이루어진다.



**상위 3사의 점유율은 62%이며, 점차 증대될 것으로 보인다.**

2007년 전체 시장 중 에듀박스, 대교, 웅진 상위 3사의 시장 점유율은 62%이며, 나머지는 군소업체가 점유하고 있다. 3사의 영업력과 서비스의 품질을 감안하면 앞으로 소규모 업체의 시장 점유율은 낮아질 것으로 예상된다. 또한 공교육의 시스템이 사교육업체가 보유한 콘텐츠와 커리큘럼을 앞서지 못한다면 방과후학교는 상위 3사, 대형 사교육기업끼리의 경쟁 구도로 이어질 가능성이 높다.

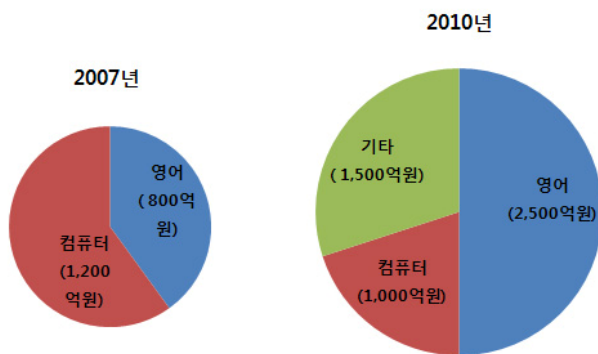
**시장진입은 늦었지만 5년 동안 시장 점유율 1위에 올랐다.**

당사는 2004년 10월 초등학생 컴퓨터 교실을 통한 방과후 사업에 진출한 이후, 2007년 현재 연간 460여 억 원의 매출을 내고 있으며 이는 전체 매출의 8%에 해당한다. 당사는 2004년 말 47개, 2005년 말 245개, 2006년 말 393개, 2007년 말 460개의 가맹학교를 확보하는 등 빠른 성장을 이루고 있다. 1997년 방과후학교 관련 법안이 제정된 이후 1위 자리를 유지해왔던 에듀박스는 선점효과를 누리지 못한 채 시장을 지속적으로 빼앗기고 있으며, 대교는 매출규모는 증가하고 있으나 2007년 영업이익률이 마이너스 0.4%를 기록하였다. (에듀박스 영업이익률 3%)

**향후 새로운 성장동력으로써 2010년 700억 원대의 매출이 기대된다.**

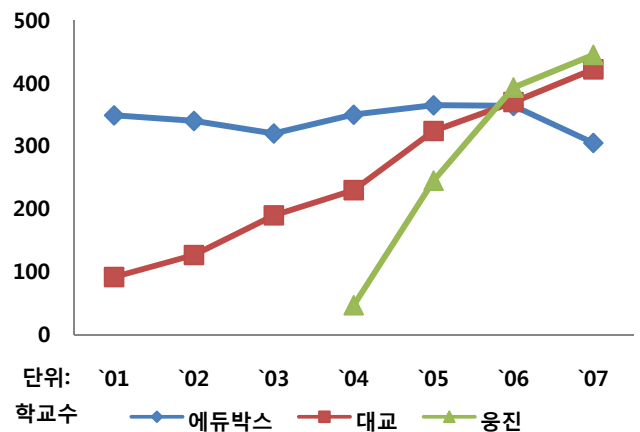
당사는 자체개발 교육 콘텐츠와 높은 브랜드 인지도를 바탕으로 사업에서 높은 성장률을 보이고 있다. 특히, 기존 도서판매와 연계된 학교 네트워크를 통하여 가맹 학교 수를 늘리는데 장점을 가지고 있다. 이러한 점을 바탕으로 당사의 2008년 2분기 매출은 130억 원으로 전년도 대비 11.8%의 성장을 보이고 있다. 차후에 관련 법규가 완화될 것이며, 방과후학교 시장의 성장성을 감안한다면, 2010년에는 700억 원 대의 매출을 기록할 수 있을 것이다(성장률 10%). 이는 성숙기에 접어든 학습지와 전집 사업 부분을 어느 정도 보완할 것이다.

그림 20. 방과후 학교 시장추이



자료 : Research 2 team

그림 21. 상위 3사의 경쟁추이



자료 : 웅진씽크빅 IR

**Risk**

정부정책과 업체간의 경쟁 등이 Risk로써 존재한다.

방과후학교의 사업은 정부 정책에 민감한 만큼 정책이 리스크로써 상존한다. 비록 지금은 업체에 유리한 기조를 펼치고 있으나, 추후에 어떤 식으로 변화할 지 예측할 수 없다는 위험성을 가지고 있다. 그리고 경쟁업체간의 경쟁 심화도 리스크이다. 상위 3사의 점유율이 늘어난다 해도, 웅진씽크빅이 그랬던 것처럼 후발주자가 시장을 잠식할 가능성이 존재한다. 시장이 크는 2010년까지 안정적으로 시장 점유율을 늘린다고 해도 이후에 경쟁심화 등으로 성장이 둔화될 것으로 보인다.

그림 22. 2007년 3사의 매출액, 영업이익률

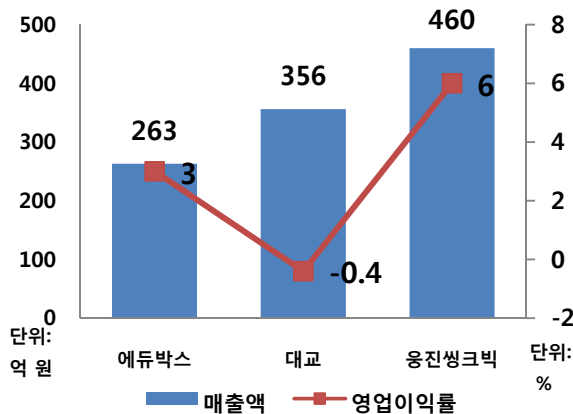
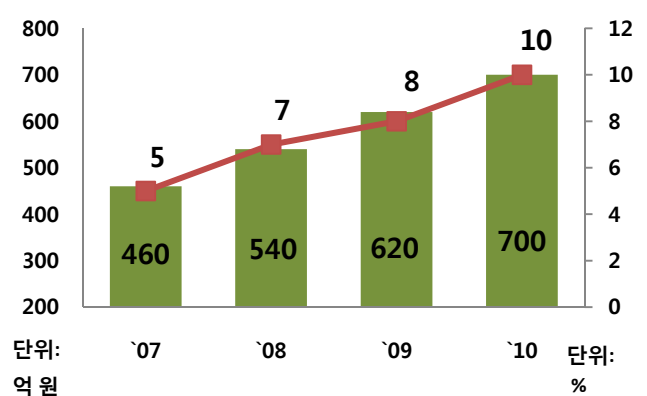


그림 23. 웅진씽크빅 방과후 사업 미래 매출 추이



자료: Research 2 Team

자료: 웅진씽크빅 IR, Research 2 Team

**VI. 기업분석 - 급성장하는 단행본사업본부**

단행본사업본부는 2007년 시장점유율 1위를 달성했다.

웅진씽크빅 단행본사업본부(이하 단행본그룹)의 2008년 3분기까지의 누적 매출액은 340 억원으로 전체 매출액의 6%를 차지하고 있다. 단행본그룹은 당사에서 스쿨사업본부와 함께 대표적으로 급성장이 기대되는 사업부문이라 할 수 있다. 3분기 누적 기준으로 이미 지난 해에 대비 21.9% 성장하였으며 최근 3년 사이에 3배나 성장한 사업부문이기도 하다. 이러한 결과를 바탕으로 당사는 지난 2007년에 매출액 407 억원으로 순수단행본시장(교과서, 문제집을 제외, 이하 단행본시장)에서 1위를 달성했다.

**국내 출판시장의 현황**

국내 출판시장은 2조2천억원 규모이며 아직 산업화되지 않은 구조이다.

국내의 출판시장(전자출판, 잡지류 제외)은 2007년을 기준으로 2조2천500억 원 정도의 규모를 이루고 있다. 한국의 단행본시장은 완전경쟁시장으로 진입장벽이 낮고 뚜렷한 거대 회사가 존재하지 않는 등 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다. 해외의 경우 상위 10개의 기업이 시장의 90%를 점유하는 경우도 많이 관측

되고 있다. 미국과 프랑스 등이 그러하며 일본의 경우에도 60% 정도의 점유율을 보여주고 있다. 그러나 한국은 아직 상위 10 개사가 전체 시장의 20% 밖에는 차지하지 못하고 있다.

**임프린트제도의 도입과 함께 대형 출판사의 탄생이 예고된다.**

점차 국내에도 대형 출판사가 출현할 조짐이 보이고 있다. 기획과 유통, 광고에서 대형 출판사가 앞서가는 것은 당연하기 때문에 저자나 유통회사들의 대형 출판사 선호는 자연스런 수순이다. 지난 10 년간 매출 규모가 크게 변화하지 않은 출판업계에 연 매출 400 억원 이상의 기업이 2005 년을 기점으로 3 개사 정도 생겨났다는 것이 이를 증명한다. 이러한 변화는 선진 시스템의 도입과 함께 이루어진 것이라는 데에 의미가 있다. 지난 2004 년 랜덤하우스중앙이라는 한미 합작 법인이 탄생하면서 도입된 '임프린트(Print)' 제도가 바로 그것이다. 임프린트는 회사 안팎의 에디터, 즉 편집자를 발탁하거나 고용해 그에게 기획, 제작, 마케팅 등 독립적인 브랜드를 갖고 일체의 출판사 운영을 책임지게 하는 것이다. 임프린트를 통해 출판사는 출판 장르의 다변화를 할 수 있게 되었으며 유능한 에디터는 기존 가족 경영체제 출판사에서의 성장 한계를 벗어나 원하는 일을 하면서 성과로 공정하게 평가 받는 환경이 가능해진 것이다.

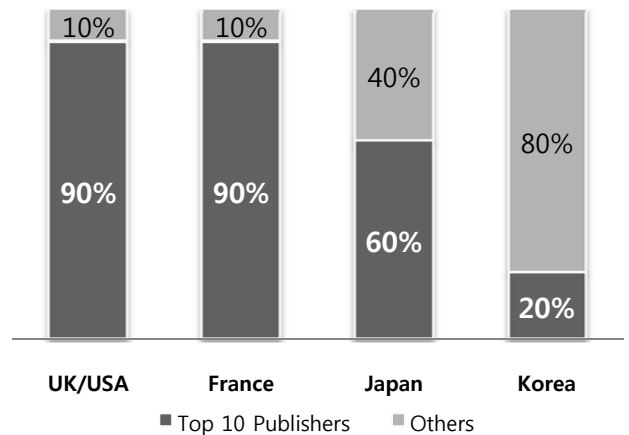
**웅진씽크빅 단행본그룹의 강점과 성장성**

**당사의 단행본그룹은 출판업계 대형화, 산업화의 정상에 서있다.**

이러한 출판업계의 대형화, 산업화의 정상에 서있는 것이 바로 당사의 단행본그룹이다. 당사는 2005 년 11 월, 랜덤하우스중앙의 사업운영실장을 역임한 최봉수씨를 스카우트해 단행본그룹의 대표이사로 선임했다. 최 대표이사는 랜덤하우스중앙에서 임프린트 도입의 전문가로 활동한 바 있기 때문에 당사는 그의 영입과 함께 이 사업부에서 급성장을 계속하고 있다. 이는 임프린트의 적극적인 도입과 과감한 인센티브에 있다. 당사는 2005 년 8 개에 불과하던 임프린트를 현재 24 개 보유

그림 24. 단행본그룹 베스트셀러 일부

그림 25. 각국의 출판산업 구조



자료: 웅진씽크빅 홈페이지

자료: 웅진씽크빅 IR





출판시장은 점차 감소하는 상황에 있으며 중국진출의 성과는 가늠하기 어렵다.

#### 출판시장의 Risk 와 새로운 기회

그런데 문제는 출판시장의 점차적인 감소상황에 있다. 국내의 출판업은 아동시장 축소, 영상서비스 선호경향, 전자책 시장 급성장 등의 여러 문제로 인해 앞으로의 성장은 기대하기가 어려운 상황이다. 다만, 국내 총인구가 감소하기 시작하는 것이 2018 년 이후이고 수요 증대에 따른 문화산업 소비 경향 증가를 감안할 때, 출판시장은 향후에도 2 조원을 조금 넘는 수준에서 유지는 가능할 것으로 보인다. 이처럼 국내 시장의 성장을 기대하기 어렵기 때문에 향후의 성장동력을 확보하기 위해 당사는 중국시장에 진출했다. 지난 9 월 2 일 '중국출판집단공사'와 합작계약을 맺고 내년 출간을 시작으로 중국시장에 본격적으로 뛰어들고자 한다. 중국출판집단공사는 22 개 출판사를 거느린 중국최대의 출판집단이다. 국내 출판사의 중국진출은 당사가 최초이다. 하지만 아직 중국의 출판시장이 완전 개방된 상태가 아니고 향후 확대 개방될 것으로 예상되는 상태이기 때문에 의미 있는 실적으로 이어질 지는 지켜봐야 하는 단계이다.



## Ⅶ. 기타

**학습지 교사의 처우가 기업의 직접적인 경쟁력에 영향을 미치지 않는다.**

학습지 시장에서 방문교사 관리는 바로 품질 서비스 만족도에 직결될 수 있는 부분이기 때문에 굉장히 중요하다고 할 수 있다. 하지만 시장규모가 고정되어 있고 과점체제를 이루고 있기 때문에 4개의 모든 기업이 학습지 교사에 대한 처우에서 큰 차이를 보이지 않는다. 따라서 학습지 부문에서의 경쟁력 및 품질 개선에 관한 것들은 기업 안에서의 분위기와 업무 능력에 따라 많이 좌우 된다고 할 수 있다.

**당사의 연구개발비는 일정한 수준을 앞으로 유지할 것이다.**

당사는 연구 개발비가 높게 책정되어서 DCF의 valuation과정을 쓰기에 어렵다는 의견이 있으나 당사의 2007년의 연구 개발비는 70억 정도로 이것은 매출액 비율로 따지면 1.51%정도 된다. 또한 2008년도 반기에는 61억으로 매출액 대비 1.62% 정도가 된다. 하지만 이것은 당사의 경쟁사인 대교의 연구개발비를 보면서 일정한 것을 예상 할 수 있다. 대교의 2008년 반기는 매출액 대비 2%, 2007년 1.8%, 2006년 1.9%로 꾸준한 것을 알 수 있었다. 이것으로 당사의 연구 개발비 또한 일정할 것이라 예상 할 수 있다.

**기존의 콘텐츠를 활용한 신규사업의 성장이 기대된다.**

당사는 2009년부터 유치원에 학습지를 응용한 콘텐츠 및 기존 학습지 교사를 선별, 파견해 수업을 제공하는 신규사업을 런칭한다. 이는 당사의 '책읽기' 과목처럼 기존의 학습지를 변형, 확대시킨 상품으로 당사는 2009년 이 사업으로부터 200억 원이 넘는 매출을 예상하고 있다. 이미 유치원이나 어린이집은 자체적으로 모든 콘텐츠를 개발할 수 없어 예체능, 영어 등에 대해 외부로부터 다양한 콘텐츠 및 교사를 공급 받고 있는 추세이다. 당사의 경우 기존 학습지 시장에서 가진 브랜드력과, 이미 개발되어 있는 콘텐츠와 기존의 학습지 교사를 활용할 수 있다는 점에서 신규사업에 대한 기대감은 높다. 신규 사업의 추가로 당사의 2009년 학습지 부문 매출은 전년 대비 8% 증가한 4,762억 원으로 전망된다.

**투자활동으로 인한 현금의 유출은 타 기업 대비 평균적인 수준이다.**

투자활동으로 인한 현금흐름은 비슷한 매출구조와 매출규모를 보이고 있는 대교와 비교해보았을 때 비슷한 수준이다. 대교: 투자활동으로 인한 현금흐름 -256억 원, 웅진씽크빅: -236억 원) 매출액이 웅진의 25% 정도인 메가스터디가 투자활동 현금흐름이 마이너스 174억 원이라는 것을 보더라도 웅진씽크빅의 투자활동 현금흐름이 높다고는 할 수 없다.



## VIII. Valuation & Conclusion

### 웅진씽크빅의 기업가치 DCF 를 이용해 평가

당사의 기업가치는 DCF 를 이용해 평가하였다. 현재 주식시장에 상장된 학습지 전문기업은 대교와 당사, 2 개의 기업 뿐이고 매출구성이 현저히 달라 상대적인 비교가 힘들다. 그리고 현재의 주식시장 상황을 고려할 때, 목표 PER 을 예측하는 것에는 한계가 명확하다.

#### 1. 매출액 성장률

교육문화사업본부(학습지)는 2011년까지는 점차 성장세가 둔화되고 2012년부터 마이너스성장이 예상된다. 미래교육사업본부(전집)는 4%이하의 성장이 예상된다. 스쿨사업본부는 2010년까지 10%이상의 성장이 예상되나 이후에는 경쟁심화와 시장포화로 점차 성장세가 둔화될 것이다. 단행본사업본부는 10%이상의 꾸준한 성장이 예상된다.

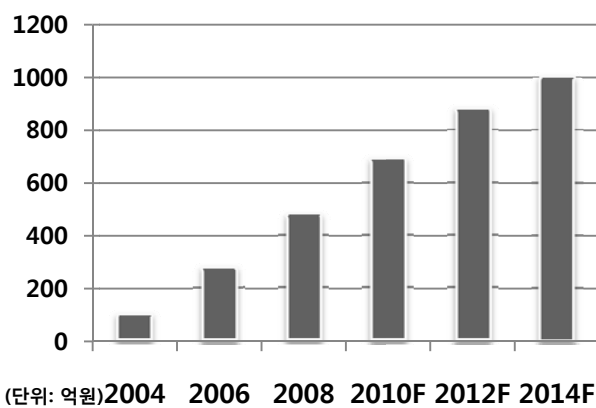
#### 2. 영업이익률

당사의 4 개 사업부문은 현재 수익성이 안정적인 상태로 최근의 영업이익률 8%를 적용하는데 무리가 없다.

#### 3. WACC

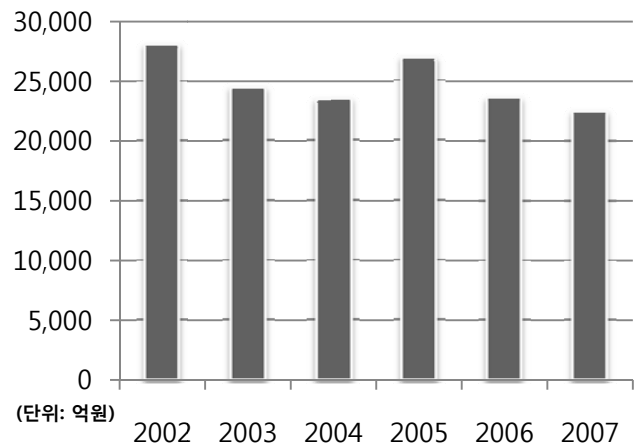
최근의 시장상황을 반영하기 위해 1년치 일별베타 1.1871 을 적용했다. 한국시장프리미엄은 8%를 적용했다.

그림 28. 단행본그룹의 매출액 추이 및 전망



자료: 웅진씽크빅

그림 29. 국내 출판산업의 현황



자료: KISLINE

4. 영구성장률

영구성장률로 -2.15%를 제시한다. 이는 통계청의 2008 년 8 월 '장래인구추계' 자료에 근거한 것이다. 2026 년까지 0~14 세 인구가 274 만 여명, 2008 년 대비 약 25% 감소하는 상황을 연평균감소율로 계산했다.

|                  | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 예상매출액            | 690,217,000 | 772,470,160 | 830,902,689 | 874,178,667 | 902,290,647 | 914,024,782 |
| 매출액성장률(교육문화사업본부) |             | 15.0%       | 8.0%        | 5.0%        | 2.0%        | -1.0%       |
| 매출액(교육문화사업본부)    | 382,380,218 | 439,737,251 | 474,916,231 | 498,662,042 | 508,635,283 | 503,548,930 |
| 매출액성장률(미래교육사업본부) |             | 4.0%        | 3.0%        | 2.0%        | 2.0%        | 2.0%        |
| 매출액(미래교육사업본부)    | 220,869,440 | 229,704,218 | 236,595,344 | 241,327,251 | 246,153,796 | 251,076,872 |
| 매출액성장률(스쿨사업본부)   |             | 18.0%       | 14.0%       | 10.0%       | 6.0%        | 4.0%        |
| 매출액(스쿨사업본부)      | 46,244,539  | 54,568,556  | 62,208,154  | 68,428,969  | 72,534,707  | 75,436,096  |
| 매출액성장률(단행본사업본부)  |             | 19.0%       | 18.0%       | 15.0%       | 14.0%       | 12.0%       |
| 매출액(단행본사업본부)     | 40,722,803  | 48,460,136  | 57,182,960  | 65,760,404  | 74,966,861  | 83,962,884  |
| 가중평균성장률          |             | 11.2%       | 6.3%        | 4.0%        | 2.0%        | 0.0%        |
| 예상EBIT           | 57,185,000  | 61,797,613  | 66,472,215  | 69,934,293  | 72,183,252  | 73,121,983  |
| NOPLAT           | 41,459,125  | 44,803,269  | 49,654,745  | 54,548,749  | 56,302,936  | 57,035,146  |
| (+)유,무형자산 상각비    | 24,847,000  | 26,650,221  | 28,666,143  | 30,159,164  | 31,129,027  | 31,533,855  |
| 총현금유입            | 66,306,125  | 71,453,490  | 78,320,887  | 84,707,913  | 87,431,964  | 88,569,001  |
| 영업용 운전자본         | 7,070,000   | 9,264,633   | 9,965,444   | 10,484,475  | 10,821,637  | 10,962,370  |
| 순유형고정자산          | 100,860,000 | 112,008,173 | 120,480,890 | 126,755,907 | 130,832,144 | 132,533,593 |
| 기타 영업용 순자산       | 18,245,000  | 15,449,403  | 16,618,054  | 17,483,573  | 18,045,813  | 18,280,496  |
| IC               | 126,175,000 | 136,722,209 | 147,064,388 | 154,723,955 | 159,699,593 | 161,776,459 |
| 예상ROIC(평균)       | 40.6%       | 34.1%       | 35.0%       | 36.2%       | 35.8%       | 35.5%       |
| 예상ROIC(기초)       | 53.1%       | 35.5%       | 36.3%       | 37.1%       | 36.4%       | 35.7%       |
| IC증가액            |             | 10,547,209  | 10,342,179  | 7,659,567   | 4,975,638   | 2,076,866   |
| (+)유,무형자산 상각비    |             | 26,650,221  | 28,666,143  | 30,159,164  | 31,129,027  | 31,533,855  |
| 총투자액             |             | 37,197,430  | 39,008,321  | 37,818,731  | 36,104,666  | 33,610,721  |
| 예상 FCFF          |             | 34,256,060  | 39,312,566  | 46,889,181  | 51,327,298  | 54,958,281  |
| 할인기간             |             | 0.17        | 1.17        | 2.17        | 3.17        | 4.17        |
| 현재가치             |             | 33,582,296  | 34,209,140  | 36,217,729  | 35,191,256  | 33,447,010  |

그림 30. 주요 Valuation 가정 및 변수

|                |         |
|----------------|---------|
| 자기자본비용         | 13.97%  |
| 1년치일별베타        | 1.18761 |
| 한국시장프리미엄       | 8.00%   |
| 3년만기국채수익률(연평균) | 4.47%   |
| WACC           | 12.66%  |
| 영구성장률          | -2.15%  |

| 매출액대비비율    | 2007   | 적용     |
|------------|--------|--------|
| 영업이익률      | 8.29%  | 8.00%  |
| 유,무형자산 상각비 | 3.60%  | 3.45%  |
| 영업용운전자본    | 1.02%  | 1.20%  |
| 순유형고정자산    | 14.61% | 14.50% |
| 순무형고정자산    | 8.48%  | 8.39%  |
| 기타영업용순자산   | 2.64%  | 2.00%  |

자료: Research 2 Team

그림 31. Valuation 결과

|                      |             |
|----------------------|-------------|
| 현재가치의 합              | 172,647,432 |
| PV of TV             | 248,609,310 |
| 현금 + 시장성유가증권         | 7,227,000   |
| 비영업용자산               | 28,792,000  |
| Value of the Firm    | 457,275,742 |
| (-)Value of the Debt | 50,083,000  |
| Value of the Equity  | 407,192,742 |
| 발행주식수                | 24,740,230  |
| 목표주가                 | ₩ 16,450    |
| 현재주가                 | ₩ 12,350    |
| 기대수익률                | 33%         |

자료: Research 2 Team

## Conclusion

교육산업은 이미 레드오션으로 특히 당사의 매출 50%이상을 담당하는 학습지시장은 이제 더 이상의 성장을 기대하기 어려운 상황이다. 또한 출산률 저하에 따른 유소년층 인구감소는 당사의 여러 사업부문에 걸쳐 악영향을 미칠 것이 자명하다. 그렇기 때문에 현재 교육산업의 기업들은 새로운 성장동력을 찾는 것이 가장 큰 목표이다. 당사 역시 신 사업에 적극적으로 뛰어 들었다. 그러나 이러한 사업들 역시 단기간의 성장에 그칠 위험을 안고 있다.

교육산업 자체의 장기적인 전망은 그들이 드리워져 있다. 따라서 장기적인 성장동력이 확실하지 않은 기업은 투자처로 매력적일 수 없다. 당사 역시 이러한 문제점에 고스란히 노출되어 있는 상황이다. 물론, 최근의 주식시장 상황으로 인해 당사의 주가가 급락하여 Valuation 결과 33%의 기대수익률을 보일 정도로 기업의 내재가치보다 저평가되어 있는 것은 사실이다. 그러나 저평가만으로 매수를 추천하기에는 무리가 있다. 따라서 Research 2 Team 은 웅진씽크빅에 대해 Buy 보다 한 단계 낮은 Marketperform 을 제시한다.



### IX. Appendix

| 손익계산서           |         |         |        |
|-----------------|---------|---------|--------|
| (억원)            | 2006.12 | 2007.12 | 2008.9 |
| <b>매출액</b>      | 5,919   | 6,902   | 5,748  |
| 매출원가            | 605     | 745     | 2,347  |
| <b>매출총이익</b>    | 5,314   | 6,157   | 3,401  |
| 판매비및 일반관리비      | 4,884   | 5,585   | 2,940  |
| 인건비             | 800     | 902     |        |
| 감가상각비           | 2,600   | 2,951   |        |
| 기타판매비및 일반관리비    | 1,485   | 1,731   |        |
| <b>영업이익</b>     | 430     | 573     | 459    |
| 영업외 수익          | 118     | 46      | 62     |
| 이자수익            | 15      | 8       |        |
| 외환관련이익          | 1       | 0       |        |
| 기타              | 102     | 38      |        |
| 영업외비용           | 110     | 173     | 141    |
| 이자비용            | 7       | 36      |        |
| 외환관련손실          | -       | 1       |        |
| 기타              | 103     | 136     |        |
| <b>세전계속사업이익</b> | 438     | 446     | 379    |
| 법인세비용           | 125     | 126     |        |
| 계속사업이익          | 313     | 320     |        |
| 중단사업이익          | -       | -       |        |
| <b>당기순이익</b>    | 313     | 320     | 271    |
| EPS (원)         | 871     | 1,319   |        |

| 대차대조표          |         |         |
|----------------|---------|---------|
| (억원)           | 2006.12 | 2007.12 |
| <b>유동자산</b>    | 1,110   | 1,406   |
| 현금등가물 및 단기금융상품 | 38      | 61      |
| 시장성유가증권        |         | 4       |
| 매출채권           | 521     | 802     |
| 재고자산           | 218     | 293     |
| <b>비유동자산</b>   | 2,541   | 2,275   |
| 투자자산           | 724     | 288     |
| 유형자산           | 863     | 1,009   |
| 무형자산           | 603     | 585     |
| <b>자산총계</b>    | 3,651   | 3,681   |
| <b>유동부채</b>    | 1,168   | 1,364   |
| 매입채무           | 56      | 85      |
| 단기차입금          | 38      | 101     |
| 유동성장기차입금       |         |         |
| <b>비유동부채</b>   | 538     | 611     |
| 사채             | 100     | 300     |
| 장기차입금          | 99      | 100     |
| <b>부채총계</b>    | 1,706   | 1,975   |
| 자본금            | 188     | 123     |
| 자본잉여금          | 519     | 1,379   |
| 이익잉여금          | 1,299   | 216     |
| 자본조정           | 46      | 3       |
| <b>자본총계</b>    | 1,959   | 1,706   |

| 현금흐름표               |         |         |
|---------------------|---------|---------|
| (억원)                | 2006.12 | 2007.12 |
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | 498     | 488     |
| 당기순이익               | 313     | 320     |
| 유무형자산상각비            | 263     | 358     |
| 퇴직급여                | 64      | 65      |
| 순외환관련손실(이익)         | -1      | 1       |
| 지분법손실(이익)           | 0       | 2       |
| 순운전자본감소(증가)         | -182    | -328    |
| 기타                  | 42      | 70      |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | -300    | -566    |
| 설비투자                | -398    | -400    |
| 투자자산의 (증가)감소        | 302     | 7       |
| 기타                  | -205    | -172    |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | -316    | 138     |
| 단기차입금의 증가(감소)       | 38      | 63      |
| 장기차입금증가(감소)         | 100     | 1       |
| 사채증가(감소)            | 100     | 200     |
| 배당금                 | -86     | -125    |
| 자본금 증가(감소)          | 3       | -       |
| 기타                  | -471    | -       |
| 조정항목                | -       | -       |
| <b>순현금흐름</b>        | -118    | 61      |
| 기초현금                | 156     | 38      |
| 기말현금                | 38      | 99      |