Initial Coverage

청담러닝 (096235)

2009년 4월 17일

교육 서비스업

누가 뭐래도 사교육이 최고

BUY

Valuation

Target Price: 29,400

Price: 36,550

Margin of Safety: 24%

MktCap.(100mn): 1,548

ROE: 24.64%

ROA: 17.5%

Op.Margin: 17.6%

PER: 14.9

PBR: 2.88

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

김영화 외 7인, 54.18%

주가추이

기업분석 2팀

정성우, 이준성

임수진, 이상은

● 영어 사교육 시장, 지속적인 성장 예상

2008년 사교육 시장 규모는 가구당으로는 112만 2,000원에 달하는 금액으로 2000년에 비해 8년 만에 3배가 늘었다. 특히 영어 사교육 시장은 2008년 사교육비 조사결과, 전년대비 11.8% 증가하여 전 과목대비 가장 높은 사교육비 증가율을 기록하였다.

● 영어교육 강화의 최대 수혜주

공교육에서 영어말하기 강화 및 실제로 영어가 내신에 반영되는 움직임 등은 영어 사교육 시장을 견인할 것으로 보인다. 이에 초·중학생을 대상으로 한 영어 사교육 시장에서 1위를 점유하고 있는 동사의 수혜가 예상된다.

● 초·중학생 대상 영어학원에서 1위

동사는 2005년 매출액 258억 원에서 2008년 매출액 830억 원을 달성하며 우수한 청담의 브랜드 파워, 인지도와 고품질의 프로그램으로 초·중학생 영어 학원에서 1위를 차지하고 있으며, 이러한 위치는 앞으로도 유지될 것이다.

I. 기업소개 - 청담러닝

청담러닝은 1998년 설립된 ESL 전문 영어교육 서비스 업체이다.

청담러닝은 1998년 서울 청담동에 청담어학원 설립을 시작으로, 입시 위주의 교육에서 탈피한 ESL(English as a Second Language) 교육으로 학부모와 학생들의 관심을 받아왔다. 2008년 6월에 코스닥시장에 등록하였고, 영위하는 사업은 ESL학원과 ESL컨텐츠, 뉴미디어컨텐츠, 그리고 글로벌러닝이다. 주요 대상 연령층인 초등과 중등 영어교육 시장에서 프리미엄 브랜드 이미지를 확고히 구축하였고, 가맹점과 수강생 증가에 따른 고성장세를 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

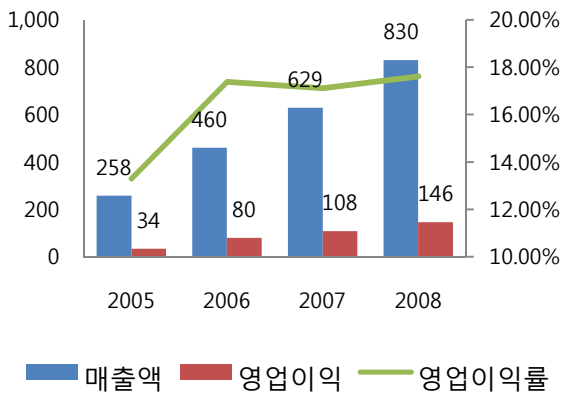
청담러닝의 투자 지표

동사의 시가총액은 1,662억 원, PER은 16배, PBR은 2.88이며 대표이사 김영화씨가 지분의 35.6%를 소유하고 있다. 2008년의 매출액은 830억 원으로, 전년도 대비 32.1%의 성장을 기록하였다. 영업이익률 역시 사업 초기인 2005년을 제외하고는 16~18% 대의 영업이익률을 보여주고 있다.

매출 구성은 수강료수입 35%, 온라인 수입 31% 등으로 이루어져 있다.

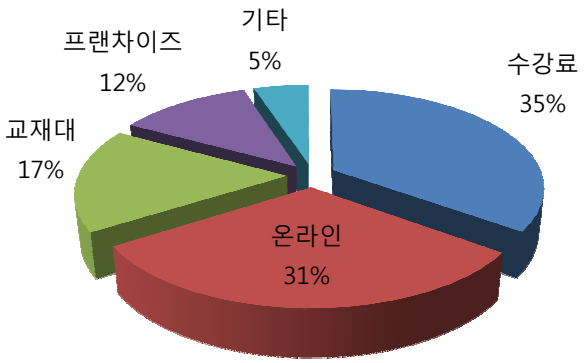
동사의 매출은 직영학원에서 발생하는 수강료(2008년 기준 매출비중 34.4%)와 프랜차이즈 로열티(11.7%), 교재대(17.4%), 온라인 강의(31.5%), 그리고 기타부문(5%)으로 구성된다. 가맹학원과 수강생 증가로 프랜차이즈 로열티와 수강료가 증가하는 구조인데, 최근에는 온라인 강의와 연계되면서 매출성장이 확대되고 있다. 온라인 강의가 전체 매출에서 차지하는 비중은 2005년에 0.8%에서 2006년 15.2%, 2007년 26.6%, 2008년 31.5%까지 확대되었다. 2008년 12월부터는 비재원생들을 대상으로 글쓰기와 말하기가 결합된 WSM(Writing Master + Speaking Master)을 출시해 추가적인 매출이 기대된다.

그림 1. 매출액과 영업이익률 추이 (단위: 억 원)



자료: 2008년 사업보고서

그림 2. 매출 구성



자료: 2008년 사업보고서

Ⅱ. 물길이 나있기에 배는 중심만 잘 잡으면 된다.

1. 사교육 시장

사교육 시장은 여전히 줄어들지 않고 있다.

한국은 높은 교육열로 인하여 교육 산업이 빠르게 성장해왔다. 국공립 학교 교육의 보완 및 발전을 통해 사교육비를 줄여보려는 정부의 노력이 꾸준히 있었지만, 비록 증가율이 둔화될지언정 사교육비는 여전히 줄어들지 않고 있다. 그래서 사교육 시장의 파이는 여전히 커지고 있으며 산업 내의 경쟁은 다양한 방식으로 이루어지고 있다.

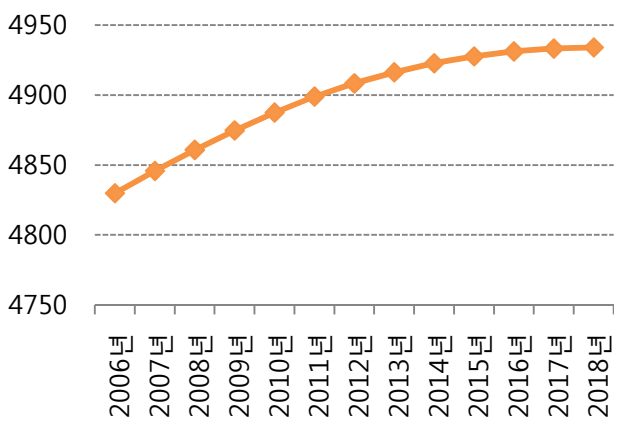
사교육 시장은 교육 대상의 연령과 목적 등에 따라 교육 방법 및 내용이 달라지므로 시장이 여러 개로 나뉘어진다.

사교육 시장은 대상과 교육방법 및 과목 등 여러 가지 요소로 인하여 구분되어지기 때문에, 목적에 맞게 분류하여 분석해야 한다. 과거에는 초·중·고등학생을 대상으로 한 사교육 방식이 유사하였으나 교육 방법의 발전 및 체계화로 교육 대상에 따라 교육 방법이 세분화 되어가고 있다. 대상의 차이뿐만 아니라 각 대상의 목적에 따라서도 교육 방법 및 내용이 달라진다. 예를 들면 같은 고등학생을 가르치더라도 교육 과목이 영어인지 수학인지, 만약 영어라면 또 교육목적이 대입 준비인지 회화 실력 향상인지에 따라서 교육 방법 및 수단이 달라지는 것이다.

청담러닝의 주요 시장은 초·중학생의 영어 교육을 담당하는 시장이다.

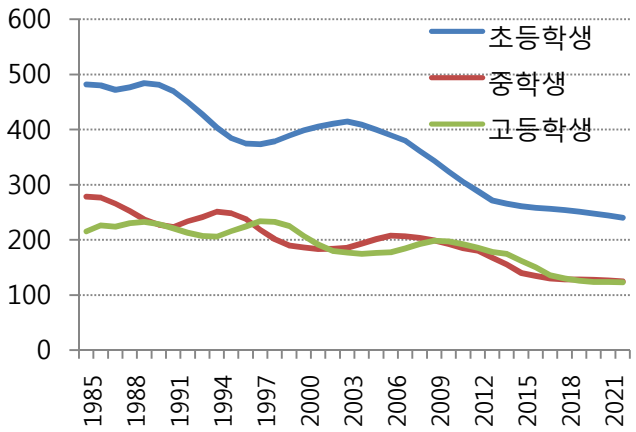
청담러닝의 청담어학원과 April 어학원의 주 타겟층인 초·중학생으로 주된 분석 대상 시장을 제한하고, 과목으로는 영어 교육 시장으로 한정시킨다.

그림 3. 전국 인구 추계 (단위 : 만 명)



자료: 통계청, Research 2 Team

그림 4. 초·중·고등학생 수 변화 및 추계(단위 : 만 명)



자료: 교육통계서비스, Research 2 Team

2. 인구

전국의 인구는 2018년까지 계속 증가하다 감소하게 되지만, 학생 수는 1990년대부터 감소하고 있었다.

사교육 시장 전체에 영향을 끼치는 것으로는 인구와 정책을 들 수 있다. 통계청이 2006 년 11 월에 작성한 장래 인구 추계 자료에 의하면 추계인구는 2018 년까지는 꾸준히 증가하다가 2018 년 4934 만 명을 고점으로 하고 그 후부터 감소하기 시작한다. 그러나 실제로 사교육 시장의 가장 큰 부분을 차지하는 초등학생, 중학생, 고등학생의 수는 1990 년대에서부터 이미 감소하고 있었다.

그럼에도 불구하고 사교육 시장 규모는 꾸준히 증가하고 있다.

그러나 사교육 시장의 규모는 학생 수가 줄어듦에도 불구하고 커졌다. 2008 년 사교육 시장 규모는 가구당으로는 112 만 2000 원에 달하는 금액으로 2000 년의 6 조 1620 억 원과 비교하면 8 년 만에 3 배가 늘었다. 이는 학생 수의 감소에 따른 전체 사교육비의 감소보다 가구당 사교육비 지출의 증가에 따른 전체 사교육비의 증가가 더 크다는 것을 보여준다.

전체 사교육비 중에서 영어과목이 차지하는 비중이 가장 크다.

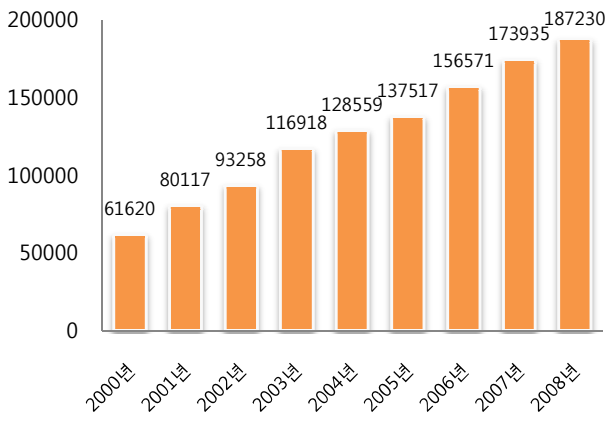
전체 사교육비 중에서 영어가 차지하는 비중은 7.6%로 단일교과목으로는 가장 높다. 2007 년 대비 영어는 11.8%, 수학은 8.8% 증가한 반면 국·영·수를 제외한 기타 과목(논술 등)은 10.0% 감소하였다. 과목별 사교육 참여율(사교육을 받는 학생 수 / 전체 학생 수)은 수학, 국어 과목은 각각 2.1%, 3.2% 감소한 반면, 영어 과목 참여율은 전년 수준이다.

3. 정책

정부의 영어 공교육 강화 정책은 경쟁 촉진 및 어린 연령층의 사교육 시장을 여는 효과를 유발한다.

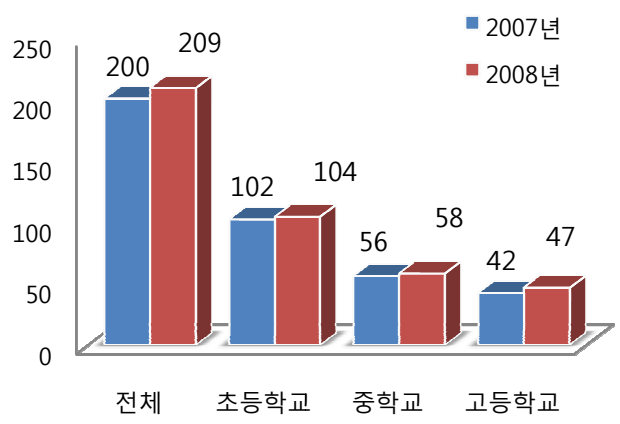
정부는 교육청과 함께 영어 공교육 강화라는 과제에 역점을 두고 학교 영어교육개선 및 실용 영어교육 강화를 추진하고 있다. 아이러니하게도 영어 공교육 강화 정책의 실시는 사교육 시장의 정책적 환경에 유리한 것으로 판단되고 있다. 고교 다양화 정책, 서울시의 국제중학교 설립 등과 함께 영어 공교육 강화는 경쟁

그림 5. 사교육 시장 규모(단위 : 만 원)



자료: 통계청, Research 2 Team

그림 6. 사교육비 구성액(2007~2008년)(단위 : 천억 원)



자료: 통계청, Research 2 Team

그림 7. 과목별 월평균 사교육비(1인당 월평균, 만 원)

	2007년	2008년	증감률
전체(total)	**22.2**	**23.3**	**5%**
일반교과	17.8	18.8	5.6%
국 어	2.2	2.3	4.5%
영 어	**6.8**	**7.6**	**11.8%**
수 학	5.7	6.2	8.8%
기 타	3	2.7	-10%
예체능, 취미교양	4.3	4.4	2.3%

자료: 통계청

그림 8. 일반교과 참여유형별 월평균 사교육비 (〃)

	2007년	2008년	증감률
일반교과(total)	**17.8**	**18.8**	**5.6**
개인과외	2.7	2.9	7.4%
그룹과외	1.9	1.8	-5.3%
학원수강	10.9	12.1	11%
방문학습지	2	1.8	-10%
유료인터넷, 통신	0.2	0.2	0%

자료: 통계청

촉진이라는 측면에서 사교육 시장에 오히려 활기를 불어넣어준다는 것이다. 특히 중·고등학교에서는 듣기와 말하기 수업을 최소 주 1 회 이상 실시하고, 듣기, 말하기, 쓰기 평가 비율을 50% 이상으로 확대하는 동시에 말하기 평가 비율을 10%이상 반영 할 것이라고 한다. 이러한 것들은 영어가 조기교육의 효과가 크다는 특성에 따라 초등학생 등 어린 연령층에게까지 경쟁적인 영어 사교육 시장을 열게 되는 결과로 이어질 수 있다.

4. 산업 환경의 변화가 청담러닝에 미칠 영향

인구수 및 인구증가율 변화가 있음에도 동사의 성장은 꾸준히 이어질 것이다.

출산율이 갈수록 저하됨에 따라 앞으로의 교육 산업 또는 사교육 시장은 단순히 줄어들 것이라고 생각하기 쉽다. 그렇지만 앞서 사교육 시장 규모와 초·중·고등학생 수 변화 및 추계 에서 보았듯이 비록 90 년대부터 학생 수가 줄어들고 있음에도 가구당 사교육비 지출액이 증가하여 전체 시장 규모는 커졌다. 이러한 시장 환경과 프랜차이즈 전략으로 이미 빠르게 확장했던 동사의 상황을 생각해 보았을 때, 높은 성장률이 둔화되기는 하겠지만 성장은 꾸준히 이어나갈 것이다.

정책적으로도 동사에게 유리한 환경이 조성되었다고 할 수 있다.

정책적으로도 동사에게 유리한 환경이 조성되었다고 할 수 있다. 동사의 주 타겟층인 초등학생 및 중학생들도 영어에 있어서 경쟁이 심화되고 있으며, ESL 중심적인 동사의 교육 시스템은 경쟁자에 비해서 회화에 대한 평가 비중을 높이는 교육 정책에 적합하기 때문이다.

Ⅲ. 어학원에서 한국을 대표하는 기업으로

1. 업계 1위의 청담러닝

업계 1위인 동사는 영어 듣기•말하기•쓰기의 강화 정책에 따라 원생 수가 계속 증가될 것으로 전망되며 이에 따른 매출액 증대가 기대된다.

자체 개발한 ESL컨텐츠와 원어민 강사 자체 공급 시스템을 바탕으로 청담러닝은 전국 120여 개의 오프라인 네트워크와 61,000여 명의 오프라인 원생을 가진 프리미엄 영어 교육 시장의 1위 업체가 되었다. 동사는 2006년 460억 원의 매출 실적 이후 2007년 628억, 2008년 830억으로 매년 30%가 넘는 외형적인 성장을 이루어 왔다. 매출액뿐만 아니라 꾸준히 17%의 영업이익률을 보이면서 매년 35% 정도의 영업이익 증가율을 보이고 있다. 청담어학원과 April어학원이 대상으로 하고 있는 초등학교 1학년부터 중학교 3학년까지의 인구가 약 6,000,000명이고 주요 타겟층인 대략 상위 10%의 학생이 600,000명으로 감안할 경우, 동사의 시장 침투율은 약 10% 정도 된다고 할 수 있다. 앞으로의 영어 공교육에서의 듣기·말하기·쓰기의 강화 정책에 따라 학원 당 원생 수는 계속 증가될 것으로 전망되며, 더불어 아직 사업 초기 단계인 April어학원의 공격적인 확장 정책으로 M/S가 늘어날 것으로 예상된다. 원생 수 증가에 따른 매출액 증대와 함께 청담어학원의 경우 프랜차이즈의 직영점 전환(buyback)으로 수익성도 증가될 것으로 전망된다.

매년 오프라인 수강료 수입은 16%, 온라인 컨텐츠 매출은 40%대로 증가했다.

동사의 영어교육 사업부는 크게 두 가지로 오프라인 중심의 ESL Learning Center Biz와 온라인 및 교재 컨텐츠 프로그램인 ESL Contents Biz로 구성되어 있다. 오프라인 사업부의 매출은 주로 수강료 수입, 프랜차이즈 수입으로 구성되고, 컨텐츠 사업부의 매출은 온라인 교육비와 교재판매로 구성된다. 청담어학원 학원생은 매월 오프라인 수강료 250,000원, 온라인 학습비 44,000원 그리고 3개월 치 교재비 약 100,000원을 납부하게 된다. 2006년의 학생 수는 프랜차이즈 포함 약 23000명이었으나 2008년에는 약 61000명으로 증가하였고, 이러한 학생 수의 증가는 매출액을 2년 만에 약 460억에서 약 830억으로 급증시켰다. 학생 수의 증가가 매출액과 완전히 비례적이지 않는 것은 프랜차이즈 효과에 의한 것이다. 매출액을 세부적으로 살펴보면, 수강료 수입은 매년 16% 정도 증가해왔으며, 온라인 교육 부분에서 2007년에는 34%, 2008년에는 43%로 매출액이 급격히 증가하였다. 이는 오프라인 학원 사업과 온라인 컨텐츠 연계 프로그램의 본격적인 시작 및 강화 때문으로 지난 08년 4분기의 경우 32%의 매출비중을 차지함으로써 수강료 매출비중(30%)을 넘어서기 시작했다.

2. 탁월한 컨텐츠와 교육 프로그램

자체 개발한 ESL컨텐츠는 한국영어교육학회로부터 공식인증 및 특허를 획득하였다.

최근 동아시아 국가들에서 국제 교류의 급증, 인터넷의 발달, 영어 채널의 확대로 영어와의 접촉이 급증하면서 영어가 EFL(English as a Foreign Language)에서 ESL(English as a Second Language)로 바뀌어 가고 있다. 이에 주목한 동사는 R&D를 통하여 '동아시아적 ESL 방법론'을 개발하여 비즈니스·교육과 같은 전문 분야에서의 비판적 사고 위주의 의사소통을 목표로 프로그램을 진행하고 있다. 동사의 '동아시아적 ESL 방법론'은 국내최고 권위의 영어교육 학술단체인 한국영어교육학회로부터 공식인증을 받아, 최초로 영어 관련 단일상품이 아닌 영어학습 방법론과 프로그램 전반에 관한 인증을 부여 받았다. 뿐만 아니라 '작문지도 방법 및 그 장치'와 '어학학습 시스템 및 그 방법'이라는 이름으로 특허를 획득하였다.

오프라인 학원 수업과 온라인 컨텐츠의 유기적인 연계 프로그램으로 수업을 진행하고 있다.

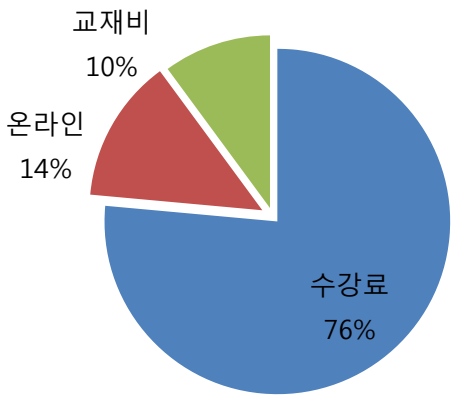
'동아시아적 ESL방법론'에 기반하여 청담어학원은 논리분석력 c-Learning, 비판적 글쓰기 e-Learning, 비판적 말하기 m-Learning platinum으로 이루어진 '블렌디드 러닝 2.0' 학습시스템을 진행 중이다. April어학원의 경우 블렌디드 러닝에서 진화한 '컨버전스 러닝'이라고 하여 온라인을 통한 사전학습, 체험활동 중심의 교실학습, 그리고 다시 온라인을 통한 복습으로 이루어진 언어습득 프로그램을 진행하고 있다. 이러한 온라인 컨텐츠의 적극적인 도입과 활용으로 청담어학원 학생의 경우에는 97%가, April어학원은 학원생의 100%가 온라인 수업을 듣고 있다.

3. 전국 동질의 우수한 강사진

자회사를 통한 원어민 강사 리크루팅을 통해 모든 지점에 공급하고 있다.

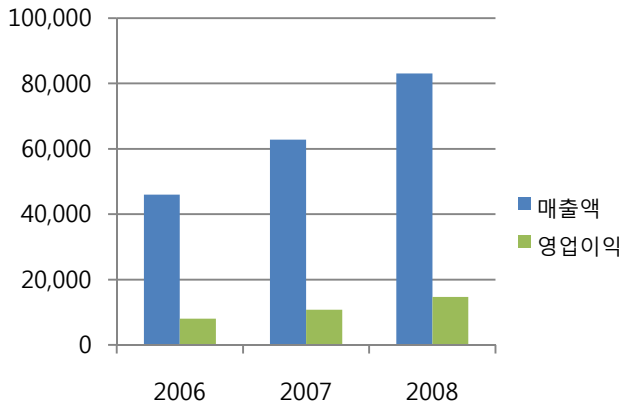
동사는 자회사인 CDIA를 통해 업계 최대 규모의 원어민 강사 리크루팅 시스템을 구축하여 연간 1,500명의 원어민 강사를 직영점은 물론 프랜차이즈에까지 공급하고 있다. 또한 전국 청담어학원 전체 원어민 강사 중 약 32%가 하버드를 비롯한 세계 100대 대학 출신으로 면접과 테스트를 통해 선발하고 트레이닝을 실시하여 교육방식의 표준화를 도모하고 있다. 이는 프랜차이즈 확장에 따른 강의 질 저하라는 단점을 제거하고 직영과 프랜차이즈 간의 수업의 질 격차를 최소화하였다.

그림 9. 학생 1명 당 매출구성



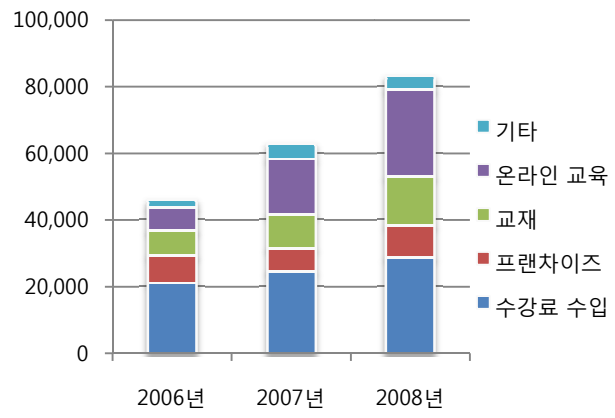
자료: Research 2 Team

그림 10. 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 백만 원)



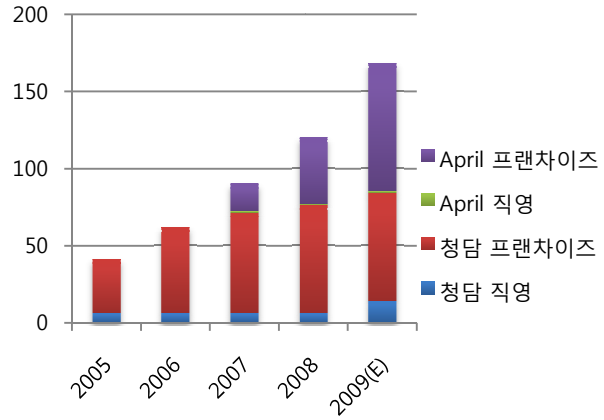
자료: 2008년 사업보고서

그림 11. 매출액 추이 및 구성 (단위: 백만원)



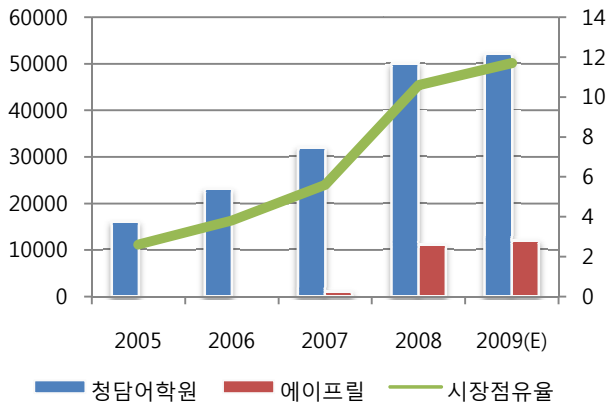
자료: 2008년 사업보고서

그림 12. 프랜차이즈 확장 추이 (단위: 개)



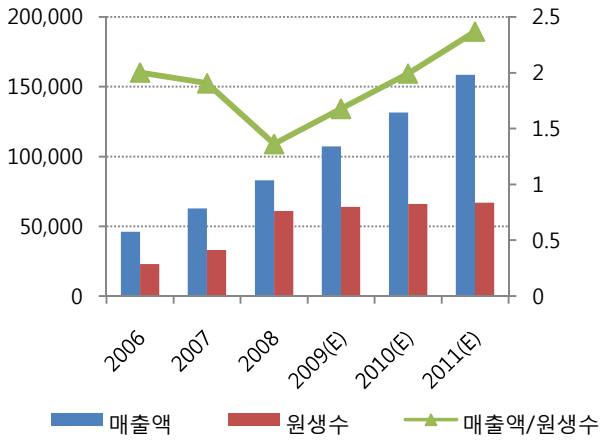
자료: 2008년 사업보고서, 토러스 투자증권

그림 13. 학원생 추이에 따른 시장점유율



자료: 2008 사업보고서, 삼성경제연구소, 토러스 투자증권

그림 14. 매출액과 원생 수 추이 (단위: 백만 원, 명)



자료: Research 2 Team

원어민 강사 자체 공급 시스템으로 가맹비가 인상되어 수입성 및 시장선점 효과를 보고 있다.

이러한 원어민 강사 자체 공급 시스템은 프랜차이즈 확대에도 인센티브로 작용하여 가맹비가 대폭 인상되어 강사 공급을 전제하지 않는 업계 평균이 1.7억 원 정도인데 반해 청담어학원의 경우 4억 원 정도이다. 가맹주의 경우 자본금만 있으면 명문학원을 차릴 수 있고, 동사의 경우 높은 가맹비를 통한 수익과 빠른 전국 시장 선점이라는 win-win효과를 볼 수 있다.

4. 프랜차이즈의 직영화를 통한 수익성 개선 기대

프랜차이즈 전략을 통해 동사는 지속적인 매출액 증대와 더불어 온라인 사업부 및 자회사의 성장 기반을 확보하였다.

학원 사업 모델 중 직영의 경우 사업 확대 시 수익성 증대 정도가 크고 전사적 차원의 학원 관리가 용이하다는 장점을 가지지만, 높은 초기 비용이 들고 사업 확대의 속도 및 범위의 한계가 있다. 반면, 업계 2위인 정상JLS보다 후발주자였던 동사는 프랜차이즈 전략을 통해 전국 80여개 지역으로 빠르게 진출하여 현재 청담어학원이 직영 6개, 가맹점 70개(자회사 1개 포함)를 가지고 있고, April어학원이 직영 1개, 가맹점 43개로 전국 120개의 학원을 운영하고 있으며, 매년 30%이상의 외형적인 성장을 이루어 왔다. 프랜차이즈를 통한 확장 전략은 오프라인 학원 사업뿐만 아니라 외국인 강사진을 전국의 직영·프랜차이즈 지점에 공급하는 자회사인 CDIA와 온라인 및 교재 컨텐츠 사업부가 성장할 수 있는 기반을 마련해 주었다. 이러한 프랜차이즈 전략을 통한 선점효과는 브랜드 파워 강화를 이끌었고, 이러한 브랜드 파워 강화는 다시 동사의 확장성을 증진시켜주는 원동력이 되는 선순환 구조를 구축할 수 있게 해주었다.

청담어학원은 프랜차이즈의 직영화로 전략을 전환하여 주요 거점지역에 위치한 4개 지점의 양수계약을 맺었다.

그러나 2007년 개원하여 앞으로 계속적으로 공격적인 확장 정책을 펼칠 April어학원과는 달리 청담어학원의 경우 추가적인 증원에 따른 매출액 증대는 어렵다는 판단 하에 주요 거점지역을 선정하여 프랜차이즈의 직영화를 꾀하는 전략으로 전환하였다. 이에 따라 동사는 4월 말에 서초·일산·동작·해운대 청담어학원 지점의 학원 프랜차이즈 영업권을 되사들이는 계약을 맺었다. 양수도 가액은 서초 지점이 34억 3천만 원, 일산 지점이 23억 4천만 원, 동작 지점이 17억 6천만 원, 그리고 해운대 지점이 19억 7천만 원으로 총 양수가액은 95억 원이다.

직영화된 지점은 매출액 증대효과와 더불어 근처 지점과의 융통적인 운영 및 경영효율화를 통한 비용감소 효과가 클 것으로 기대된다.

프랜차이즈의 경우, 직영학원이 수강료와 교재비 등을 모두 매출로 인식하는 것에 반해 매출의 약 4.5%~5.5%에 해당하는 Royalty와 가맹비만 본사의 매출로 인식되며 본사의 프랜차이즈 관련비용은 많이 발생한다. 이것은 프랜차이즈에 모든 강사진과 컨텐츠를 제공함으로써 강의 질의 격차를 최소화하려는 직영점 수준의 직접 관리를 하기 때문인데, 이로 인해 어느 정도 성장궤도에 오른 동사가 시장 확대 대비 낮은 수익성을 보이는 것이다. 더불어 양수가 결정된 4개 지점의 영업이익률은 11%대로 청담러닝의 2008년 영업이익률 17%대에 못 미치고, 매출증가율도 12%에 불과해 청담러닝의 작년 매출액증가율 32%에 훨씬 밑돌아 경영효율화 작업을 통한 영업이익 개선 여지가 크다. 서초·일산·동작 지점은 근처의 직영지점과 융합해서 운영을 해나갈 것으로, 차량 운행비 등 비용 감소 효과가 클 것으로 기대된다.

지속적인 주요 지점의 직영화 및 공동투자 전략을 통해 수익증대를 이루어 갈 계획이다.

향후 동사는 주요 거점 지역의 지점들을 추가적으로 직영화하고자 하나, 운영이 잘 되고 있는 곳은 가맹주가 양도하려고 하지 않는다는 문제점이 있어, 이런 경우 공동투자를 통해 이익공유를 꾀할 것으로 전망된다. 앞으로 직영화 전략을 통해 수강생 수 400~800명 정도 규모의 10개 학원들이 양수가 되면, 매년 매출액 100억 원과 당기순이익 20억여 원의 추가적인 증가와 더불어 수강생도 20%정도 증가할 것으로 예상된다.

IV. 청담러닝의 경쟁사는?

청담러닝의 경쟁사는 정상, 아발론, 토피아 세곳으로 압축된다.

청담 러닝의 매출이 영어 사교육 관련 사업에 치중해 있고 또한 청담 어학원의 타겟 고객층이 초중고 상위 10% 학생층임을 감안해, 청담러닝의 경쟁사를 정상제이엘에스, 아발론 교육, 토피아 에듀케이션으로 압축하여 분석하였다. 이 중에서도 매출규모와 BM이 가장 흡사한 정상제이엘에스 분석에 중점을 두었다.

1. 정상 제이엘에스

정상제이엘에스는 청담러닝의 뒤를 이어 국내 2위 업체로 성장하였다. 사업부는 오프라인 학원, 온라인 컨텐츠, 교육유관 사업으로 나뉜다.

정상 제이엘에스는 1986년에 설립된 영어교육 전문 서비스업체로 우리별텔레콤을 흡수합병(2007.12)하면서 코스닥시장에 우회상장 하였다. 사교육의 메카인 강남구 대치동에서 영어 학원사업을 성공적으로 수행하면서 초·중등 영어학원 국내 2위 업체로 성장하였다. 정상 제이엘에스의 사업부는 크게 세 부분으로 나뉜다. Offline 학원사업에서는 영어학원인 정상어학원, 보습학원인 정상학원(대치, 대치고등관, 분당)을 운영하고 있으며, Online 교육사업에서는 오프라인 학원과 연계하여 온라인을 통한 어학 교육 컨텐츠를 제공하고 있다. 이밖에 교육 유관 사업부분은 해외사업(Vancouver 조기유학/연수 프로그램), 교재 개발 및 판매로 구성되어 있다. 정상어학원은 청담어학원과 달리 영어의 fundamental 실력 보다는 입시대비를 주 타겟으로 운영되고 있다.

오프라인 학원 사업이 매출의 72%를 차지하고 있으며 매출과 영업이익이 지속적으로 성장하고 있다.

2008년 기준 사업부별 매출은 오프라인 사업부가 72%, 온라인 사업부가 10.9%, 교육유관 사업이 9%, 프랜차이즈 0.3%, 기타 7.7%로 구성되어 있다. 청담에 비해 매출이 오프라인에 치중해 있는 것을 확인할 수 있다. 매출액은 2006년 270억 원에서 2008년 787억 원으로 3배 가량 성장했으며 영업이익은 2006년 21억에서 2008년 84억으로 4배 성장하였고 영업이익률은 2006년 7.9% 에서 2008년 10.7%로 증가하였다. 이와 같은 외형적 성장과 영업이익의 지속적인 증가는 내수경기침체에도 불구, 사교육시장의 성장에 힘입어 계속적으로 오프라인 사업(분원 수 7개 증가)을 확장한 것에 기인한다. 이를 바탕으로 2009년에는 매출액 약 1,137억 원, 영업이익 180억 원, 영업이익률 15.8%를 달성할 것으로 전망된다. 그러나 청담의 영업이익률 17%대 보다는 아직 낮은 수치이다.

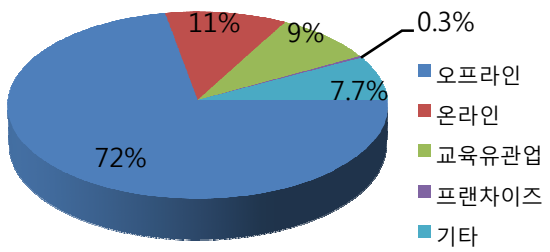
정상어학원의 가장 큰 특징은 직영점 중심의 운영에 있다. 신규 직영점들의 영업안정화로 직영점 매출이 전년대비 30% 성장할 것으로 전망된다.

정상어학원의 가장 큰 특징은 직영점 중심의 운영에 있다는 점이다. 초등 전문 어학원 Chess, 중등 전문 어학원 Ace, V-group으로 나뉘어져 있으며 현재 직영 학원생 수의 증가효과가 실적개선으로 이어지고 있다. 정상어학원 재원생 수는 전년 동기 대비 24% 증가한 25,000명을 기록했는데 이는 2008년 12월 대비 23,000명 대비 2천명 이상 증가한 수치이다. 보습학원과 프랜차이즈 재원생 수 약 4천명을 합산하면 총 재원생 수는 약 3만 명 정도이다. 그리고 서울 내 핵심 사교육 지역에도 여전히 진출 여력이 충분히 남아있어 올해 6개(3개 지역) 직영학원 추가 설립을 계획하고 있다. 2007년, 2008년에 신규 개업한 직영점들의 영업이 안정화 되면서 2009년 직영점 매출은 전년 대비 30% 정도의 성장을 지속할 것으로 전망된다.

지방 대도시와 서울 근교를 대상으로 프랜차이즈 사업을 확장하여 2009년 예상 매출 비중 약 9%로 높은 성장을 보일것으로 예상된다.

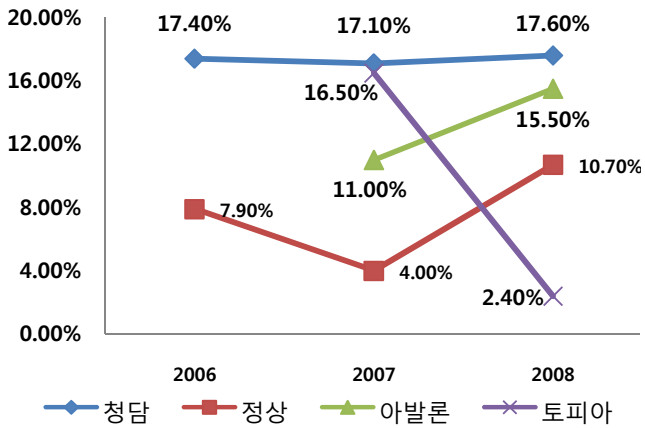
또한 올해부터 지방 대도시와 서울 근교 지역을 대상으로 프랜차이즈 사업을 확장한다. 기존의 직영점 위주의 사업에서 한 단계 도약하여 지역별 중대형 기존 학원들을 주 가맹점으로 18개 업체와 프랜차이즈 계약을 체결하여 3월에 2개 업체가 이미 오픈했고 나머지 업체는 상반기 오픈 예정에 있다. 2009년 프랜차이즈 업체를 30개까지 확장할 계획이다. 2009년 프랜차이즈 업의 매출은 92억으로 예상되어 전체 매출의 약 9%를 차지할 것으로 전망된다. 이는 프랜차이즈 사업이 2008년 매출의 0.3%를 차지했던 것에 비해 높은 성장이다. 초기 가맹비(1~2.5억원) 외에도 로열티(매출액의 4%)와 온라인 강의매출 등에 의한 본사 실적이 증가할 전망이다.

그림 15. 정상제이엘에스 매출 구성 비율



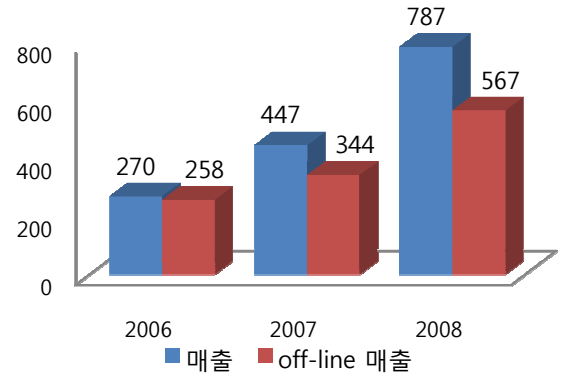
자료: 정상제이엘에스 사업보고서

그림 16. 청담러닝 & 경쟁사 별 영업이익률



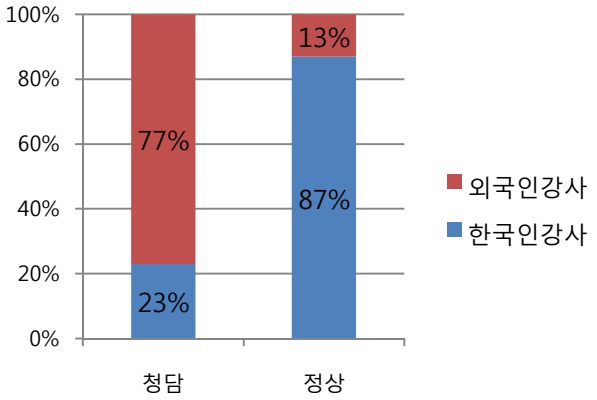
자료: Research 2 team

그림 17. 정상제이엘에스 오프라인 매출 (단위: 억 원)



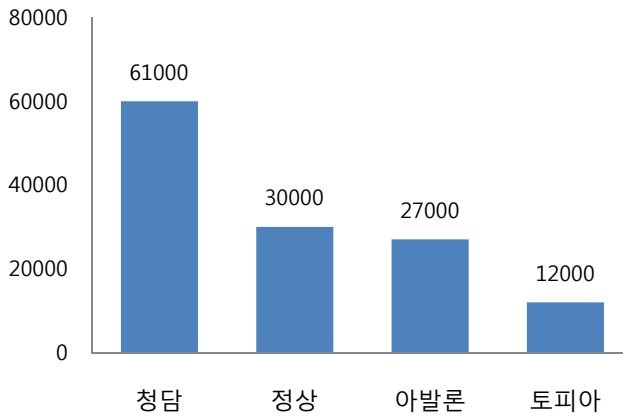
자료: 정상제이엘에스 사업보고서

그림 18. 청담과 정상의 강사 구성 비율



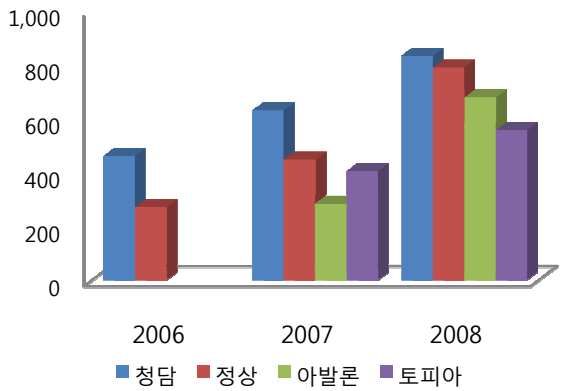
자료: 정상어학원, 청담어학원

그림 19. 청담& 경쟁사별 원생수 (단위: 명)



자료: Research 2 team, 전자공시시스템

그림 20. 청담& 경쟁사별 매출액 (단위: 억 원)



자료: Research 2 team, 전자공시시스템

2. 아발론 교육 & 토피아 에듀케이션

아발론 교육과 토피아 에듀케이션은 비상장사로 업계 3,4 위를 차지하고 있다.

2-1. 아발론 교육

아발론 교육은 분당을 중심으로 성장한 어학원으로 2008년 기준 수강생은 약 2만 7천 명 정도이다.

아발론 교육은 1997 년 말 분당에서 어학원 사업을 시작하여 수강생 수는 2008 년 기준 약 2 만 7000 명 정도이다. 아발론 교육의 사업부는 오프라인 어학원과 온라인 컨텐츠 제공 부분으로 구성되어 있으며, 아발론 어학원은 업계의 경쟁사들과 마찬가지로 초등부, 중등부, 그리고 ivy 유학부로 연령별로 나뉘어져 있다.

매출과 영업이익 모두 증가하며 외형적 성장을 보였다. 이를 바탕으로 하반기 상장을 추진중에 있다.

아발론 교육의 매출은 2007 년 283 억에서 2008 년 677 억으로 2 배 이상 성장하였고, 영업이익은 31 억에서 약 104 억으로 3 배 이상 증가 하였는데 이는 정상제이엘에스와 마찬가지로 지속적인 분원 수 증가에 의한 것이다. 2008 년 기준으로 전국에 44 개 어학원을 운영하고 있으며 그 중 26 곳이 직영이다. 2009 년 1 분기에도 목동, 중계, 송파, 수내 캠퍼스를 개원하며 외형적 성장을 계속할 것으로 전망된다. 아발론은 이러한 성장세를 바탕으로 올해 하반기 상장을 목표로 IPO 를 준비중이다.

AIG와 단일학원 최대 규모의 투자 계약을 맺었고 주 5일 근무 등의 학원 업계에서 차별화된 인사관리 체계를 갖추고 있다.

아발론 교육은 2008 년 7 월에 AIG 와 단일학원으로는 최대규모인 6000 만 달러의 투자유치 조인식을 가졌으며 올해 필리핀에 어학원을 세우고 해외산업을 추진할 계획이다. 또한 직원 800 명이 모두 정규직으로 주 5 일 근무, 상여금 지급, 주 20 시간 강의, 4 대 보험, 근속휴가 등의 인사체계를 갖추어 유능한 직원을 유치하고 직원교육에 힘써 교육의 질을 높이려 하는 점은 학원 업계에서 흔치 않은 아발론만의 경쟁력으로 꼽을 수 있다. 그러나 연공서열 위주의 급여지급과 불황이 닥쳤을 때 노동의 유연성이 떨어지는 점은 청담에 비해 리스크로 작용할 수 있다.

2-2. 토피아 에듀케이션

토피아 에듀케이션은 특목고 입시전문 학원 토피아 아카데미에 강점을 가지고 있다.

토피아 에듀케이션은 1995 년 중계동에 토피아 보습학원 개원을 시작으로 1999 년 특목고 전문 입시학원으로 성공적으로 사업을 전환했다. 토피아 에듀케이션은 자산규모 288 억 원, 강사 및 연구개발인력 653 명, 수강인원 1 만 2000 여명의 종합교육기업으로 강북 집값 상승에 기여했다는 말까지 나오고 있다.

토피아 에듀케이션의 사업부는 오프라인 학원 사업, 온라인 교육사업, 유학사업, 영재교육센터사업으로 구성되어 있다.

토피아 에듀케이션의 매출은 오프라인 학원 사업, 온라인 교육사업, 캐나다 유학사업, 토피아 영재교육센터로 구성되어 있다. 오프라인 학원은 초·중등 학원과 특목고 전문 토피아 아카데미로 나뉘어져 있다. 토피아 아카데미는 총 600 명의 임직원 중 강사가 440 명 정도 이고, 서울 중계동 대치동을 중점으로 14 곳의 캠퍼스를 보유하고 있으며 재원생 수는 약 1 만 명 정도이다. 온라인 교육사업인 토피아 스터디는 2008 년 10 월 사이트를 개설했다.

사교육 시장 팽창으로 매출은 증가했지만 전산시스템 재구축으로 인해 영업이익과 영업이익률이 하락했다.

토피아 에듀케이션의 매출은 2007 년 403 억 원에서 2008 년 554 억 원으로 37.5% 증가했는데 이는 정부의 수월성 위주 교육의 수혜로 특목고, 자사고 입시시장이 팽창했기 때문으로 분석된다. 이에 반해 영업이익은 2007 년 66 억에서 2008 년 13 억으로 하락하여 영업이익률도 16.5%에서 2.4%로 급격히 하락했다. 이는 광고비, 교육훈련비, 감가상각비등으로 판관비가 급증했기 때문으로 분석된다. 토피아 관계자에 따르면 전산시스템 재구축 등 온라인 분야에 대규모로 투자했기

때문이라고 밝혀졌다. 대규모 투자를 감행한 온라인 시스템 분야에 실적이 부진하다면 리스크 요소로 볼 수 있다.

특목고 입시 전문에 기반을 둔 점과 통역 대학원 출신의 수준높은 강사 구성이 토피아 에듀케이션의 경쟁력이다.

토피아 에듀케이션은 아발론 교육보다 앞서 2007년 4월 칼라일 펀드와 총 2년에 걸친 2000달러(186억원)의 투자 유치 계약을 맺었으며 2009년 상반기 상장을 추진 중에 있다. 토피아 에듀케이션의 경쟁력은 특목고 입시 전문에 기반을 두고 있다는 점과, 강사들이 통역 전문 출신으로 구성되어 수준이 높다는 점을 들 수 있다. 그러나 현재 영어 사교육의 방향이 말하기, 듣기, 쓰기 등 영어 구사능력 fundamental을 키우는 쪽으로 점점 바뀌는 상황에서 특목고 입시 위주의 사업 운영은 청담에 비해 사교육 트렌드에서 밀리는 실정이다.

Ⅴ. Issue – 다각화 계획

1. New Media Content 사업

동사는 성인 영어 사업에 진출 중이다.

2007년 기준으로 성인 어학시장 가운데 영어교육시장은 8,000억 원으로 예상되며 동사는 'ESLifestyle' 브랜드로 성인 영어 사업에 진출 중이다. ESLifestyle 은 동사의 사업 설명에 의하면, 영어 표현력뿐만 아니라 논리적, 비판적 사고력을 향상시켜주는 글로벌 커뮤니케이션 프로그램이다.

매출규모가 전체의 3%에 지나지 않지만, 시너지 효과 및 새로운 성장 동력을 기대할 수 있다.

해당 사업부의 경우 본격적으로 매출이 이뤄진 것이 일 년에 지나지 않고, 매출액의 규모 또한 전체의 3%에 지나지 않지만, 브랜드 이미지 재고 및 기존 사업부와의 연계를 통한 시너지 효과를 기대할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 또한, 본격적인 매출로 이어질 경우 새로운 성장 동력을 마련하는 계기가 될 전망이다.

2. Global Learning 사업 (유학 관련 사업)

유학 관련 사업을 자회사를 통해 영위 중이다.

2007년 기준으로 유학시장의 규모는 약 5.6조원으로 예상되며 동사는 자회사인 CDIN, CDIA, CDP 등을 통해서 유학관련 사업에 진출 중이다. CDIN에서 운영중인 프로그램에는 영어 몰입교육, 커리어 컨설팅, 글로벌 문화체험 학습, 조기 유학 등이 포함되어 있다.

3. 온라인 컨텐츠 사업

시장 다각화 및 신규 사업 모델 개발 등을 통해 온라인 컨텐츠 사업의 다각화를 준비하고 있다.

현재로서는 학원 재원생들을 대상으로 하는 Digital Contents에 대한 온라인 수강료가 온라인 매출액의 대부분을 차지하고 있으며, 향후 비재원생들이나 유아 및 성인을 대상으로 하는 신규 시장으로의 진출을 준비하고 있는 단계이다. 2008년 말에 신규로 '영어 체험 센터'를 개발하는 등 아직 온라인 분야에서의 신규 사업의 비중은 적지만 준비와 노력을 하고 있다고 한다.

VI. Risk – 자회사 부진과 오버행 이슈

1. 자회사 실적 부진

신규사업 런칭에 따른 투자비용의 증가로 자회사 손실이 발생하였다.

동사는 유학 관련 사업을 영위하는 Global Learning 사업을 자회사를 통해 운영중인데, 자회사들의 실적부진으로 지분법손실이 발생하였다. 2008년 4분기 지분법 손실 규모는 21억 원으로 연간으로는 약 54억 원이 발생하였고, 대부분 신규사업 런칭에 따른 투자비용 증가(자회사 CDIN, CDP)와 매출지연(CDIA), 환율의 증가 등으로 손실이 발생했다. 2008년의 영업이익이 약 146억 원임을 감안할 때 그 규모가 적지 않음을 알 수 있다.

자회사인 CDIN과 CDIA의 영업손실은 동사의 당기순이익에 적지 않은 영향을 미친다.

동사의 지분법 손실에 가장 큰 영향을 끼친 자회사는 당기순손실액 39억 원과 36억 원을 기록한 CDIN과 CDIA이다. 지분율을 반영하여 계산해보면 자회사의 손실액이 동사의 지분법 손실액에 끼친 영향은 각각 약 15억 원과 약 24억 원이 된다. 즉, 두 자회사의 사업이 어떻게 되느냐가 동사의 당기순이익에 적지 않은 영향을 미치게 되는 것이다.

CDIN은 유학관련 사업을 영위하는 회사로 2009년 실적 개선이 기대된다.

CDIN은 유학관련 사업을 영위하는 회사인데 2008년의 영업손실은 CDIN의 자회사인 CISV(지분율 100%)의 유학모객사업의 부진과 환율 상승, 약 17억 원의 신규투자 때문이라고 한다. 그러나 동사의 경영진은 모객범위를 대학생 등으로 확대하는 방안과 신규투자했던 사업인 국내 영어몰입교육 프로그램을 통한 매출 증대를 통해 영업손실을 3억 원까지 줄일 것으로 예상하고 있으므로 실적 개선이 기대된다.

CDIA는 국내로의 영어 강사 공급 및 미국의 공교육 프로그램을 제공하는 회사로 2009년 실적 개선이 기대된다.

CDIA는 북미지역으로부터의 영어 강사 공급을 총괄하고, 당사가 개발하여 특허를 받은 바있는 WM(Writing Master)을 미국 공교육에 제공하는 회사이다. 2008년 영업손실은 미국 공립 초등학교에 제공하기로 했던 WM 프로그램이 지연되어 12월부터 현금화가 되었던 것과, 미국 대학생들이 등록되어있는 커뮤니케이션 사이트인 Dailyjolt를 인수하면서 13억 원의 신규 투자를 한 것 때문이라고 한다. 그러

나 CDIA 역시 올해에는 WM프로그램 공급사업의 본격화 및 Dailyjolt를 통한 수익을 통해 영업손실을 5억 원까지 감소시킬 것으로 기대하고 있다.

자회사들의 손실은 동사와 연계하여 동사의 비용으로 고려될 수 있으며, 자회사들을 통한 시너지 효과가 있다.

그러나 자회사들의 영업손실은 개별적인 차원에서만 살펴볼 것은 아니다. CDIA는 청담러닝의 영어 강사 공급을 총괄하고 있는데 이것은 동사의 수익 창출을 위한 비용과 같은 개념으로도 인식할 수 있다. 자체 사업부에서 수익이 나지 않더라도 운영을 위해서는 꼭 필요한 역할을 맡고 있으므로 동사의 하나의 사업부처럼 인식될 수 있기 때문이다. 또한 각 자회사들은 동사의 교육사업과 관련하여 시너지를 창출할 수 있는 사업을 영위하고 있으므로, 개별 회사들의 영업 실적 개선뿐만 아니라 영업 활동 자체만으로도 동사에 긍정적인 역할을 하고 있다고 볼 수 있다.

2. 오버행 이슈

오버행 이슈가 염려되나, 보유한 주주를 감안하면 시장에 충격을 주면서 매물을 내놓지는 않을 것이다.

동사는 2009년 중에 오버행 이슈가 부각될 것으로 예상된다. 현재 전환사채 40만 1703주와 우선주 84만 9229주의 보통주 전환 가능성으로 총 125만 932주가 시장에 출회될 수 있는 상황이지만, 이들 물량을 보유한 최대주주인 대표이사와 주요 기관 2곳(스카이레이크, 국민연금기업구조조정조합)은 장기보유 가능성이 높고, 매각을 하더라도 시장에 영향을 주면서 출회하기는 어려울 것으로 예상된다.

그림 21. 청담러닝의 자회사 현황

자회사	사업 소개	지분율
CDIN	글로벌 러닝, CIS 모객, 사립형 국제 대안학교 운영	39.3%
CDIA	강사 Recruiting, 미국내 Writing Master 판매	66.2%
CDP	학습평가센터 운영	91%
에듀웨이브	대치브랜치 운영	50.1%

자료: 청담러닝, HMC투자증권

그림 22. 자회사 실적 및 2009년 전망

자회사	실적(억 원)			실적부진원인 및 전망
		08년	09년(E)	
CDIN	매출	38	98	환율 상승, 모객범위 확보,
	영업이익	-39	-3	매출 안정화 기대
CDIA	매출	10	59	매출 가시화 지연
	영업이익	-36	-5	WM 성장세 긍정적
CDP	매출	1	23	8월 셋업 완료
	영업이익	-4.2	0	11월부터 매출 발생

자료: 청담러닝, 하이투자증권

Ⅶ. Valuation & Conclusion

동사가 영위하는 교육서비스 사업은 이미 안정적인 사업모델을 구축한 상태이며, 영업이익률 역시 16~18%대를 꾸준히 유지하고 있다. 매출채권 규모도 미미하고 전반적인 운전자본 부담은 낮다. 이러한 근거로 DCF 법으로 valuation 을 하였다. 몇 가지 가정은 다음과 같다.

1. 영업이익률

영업이익률 17%를 가정하였다. 이는 최근 5 년의 영업이익률을 가중평균한 수치보다 낮은 것으로, 보수적으로 접근하였다. 컨텐츠 부문의 매출 비중의 증가와 직영화를 통한 영업 체질 개선을 감안한다면, 동사의 영업이익률은 더욱 높은 수준을 유지할 것이다.

2. 매출액 성장률

동사의 매출액 성장률은 각 사업부 별로 예측하기 보다는, 원생 수의 증가와 관련이 있다. 2009 년의 프랜차이즈의 직영화로 인한 매출의 증가와, 원생 수를 감안하여 매출액 성장률을 구하였다.

3. 영업용 운전자본, 유/무형자산 상각비를 비롯한 기타 추정치의 증감과 관련된 요소는 동사가 영위하는 사업의 특성상 큰 변동이 없다. 그렇기에 가중평균치를 반영하였다.

4. 동사의 경우 전환사채와 우선주가 발행되어 있는데, 1,250,932 주를 희석주식수에 적용하여 Valuation 을 하였다.

5. 영구성장률은 0%를 가정하였다. 이는 2013년 이후 초/중등 상위 10% 영어 시장이 포화 상태에 이를 것이라 판단한 것이다.

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	17.62%	17.00%
유,무형자산 상각비	4.53%	4.32%
영업용운전자본	2.09%	0.07%
순유형고정자산	4.61%	6.44%
순무형고정자산	6.27%	5.34%
기타영업용순자산	10.44%	12.06%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	83,042,689	107,955,496	134,944,370	161,933,244	170,029,906	173,430,504
매출액성장률		30.0%	25.0%	20.0%	5.0%	2.0%
매출액	83,042,689	107,955,496	134,944,370	161,933,244	170,029,906	173,430,504
예상EBIT	14,631,790	18,352,434	22,940,543	27,528,651	30,605,383	31,217,491
NOPLAT	11,090,897	13,911,145	17,388,931	21,472,348	23,872,199	24,349,643
(+)유,무형자산 상각비	3,761,525	4,663,998	5,829,998	6,995,997	7,345,797	7,492,713
총현금유입	14,852,422	18,575,143	23,218,929	28,468,345	31,217,996	31,842,356

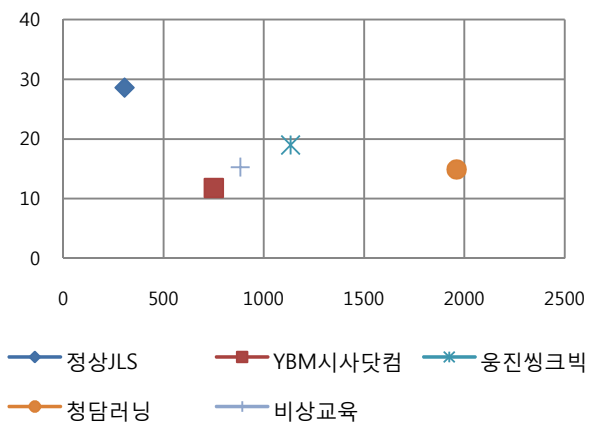
현재가치의 합	58,359,557
PV of TV	133,196,443
현금 + 시장성유가증권	35,724,575
비영업용자산	5,359,664
Value of the Firm	232,640,239
(-)Value of the Debt	6,245,370
Value of the Equity	226,394,869
발행주식수	4,945,397
희석주식수	1,250,932
목표주가	**₩ 36,550**
현재주가	**₩ 29,400**
기대수익률	**24%**

자기자본비용	11.14%
1년치일별베타	0.74032
한국시장프리미엄	8.00%
3년만기국채수익률(연평균)	5.22%

WACC	10.90%
차입금가치(이자발생부채)	6,245,370
주주지분가치(시가총액)	145,394,672
한계조달금리	6.69%

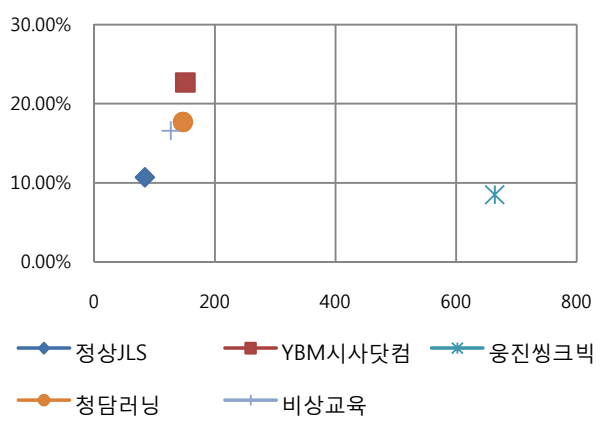
속한 시장의 성장, 그리고 시장 내에서의 위치, 동사가 영위하는 사업의 외형적 성장 등을 감안하여, 이에 본 리서치 2 팀에서는 청담러닝에 대하여 기대수익률 24%로 BUY 를 추천 한다.

그림 23. 경쟁사 PER, ESP (2008년 기준)



자료: Research 2 Team

그림 24. 영업이익률, 영업이익 (2008년 기준, 억 원)



자료: Research 2 Team

Ⅷ. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	258	460	629	830
매출원가	162	249	373	521
매출총이익	95	211	255	309
판매비및 일반관리비	61	131	148	163
인건비	22	41	45	49
감가상각비	7	8	9	11
무형자산상각비	2	2	5	10
기타판매비및 일반관리비	7	13	13	12
영업이익	34	80	108	146
영업외손익	-5	-11	-5	6
이자수익	0	3	10	17
이자비용	4	6	6	5
외환차손익	0	0	0	0
외화환산손익	-0	-0	0	0
지분법이익	0	2	0	0
기타영업외손익	-1	-0	-0	8
세전계속사업이익	29	69	103	152
법인세비용	5	22	38	43
계속사업이익	24	47	65	109
중단사업이익				
당기순이익	24	47	65	109
EPS (원)	9,913	1,795	1,536	2,263
수정EPS				1,901

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	52	278	308	503
현금등가물 및 단기금융상	24	200	212	357
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	**17**	**64**	**64**	**98**
재고자산	5	8	18	26
비유동자산	82	144	196	236
투자자산	11	42	40	54
유형자산	21	26	39	38
무형자산	11	16	44	52
자산총계	134	422	505	739
유동부채	78	111	100	128
매입채무	1	2	3	5
단기차입금	44	36		
유동성장기차입금				
비유동부채	2	55	62	68
사채	0	52	57	62
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	79	166	162	197
자본금	13	17	26	29
자본잉여금	9	167	176	330
이익잉여금	32	74	138	239
자본조정			0	-60
자본총계	55	256	343	543

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	36	66	112	139
당기순이익	24	47	65	109
비현금수익비용가감	20	38	53	68
유형자산감가상각비	13	15	19	24
무형자산상각비	2	3	7	13
퇴직급여	3	7	10	10
외화환산손익	0	0	0	-0
지분법평가손익	0	66	112	139
기타	2	-53	-96	-120
영업활동으로인한자산부채	-8	-19	-5	-38
투자활동으로인한현금흐름	-44	-102	-89	-324
유형자산 투자	-15	-21	-33	-24
유형자산 처분	0	1	0	0
무형자산 증감	-8	-9	-31	-22
투자자산 증감	-3	-48	-21	-53
기타	-18	-25	-5	-225
재무활동으로인한현금흐름	21	202	-17	97
장단기차입금증가	11	-8	-36	0
사채증감	10	49	0	0
자본증감	0	161	0	156
배당금의지급	0	0	-0	-0
기타	0	0	19	-59
영업투자재무활동기타현금	0	0	0	0
순현금흐름	13	166	6	-88
기초현금	11	24	190	196
기말현금	24	190	196	108

주요투자지표

(₩,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	105.2%	78.7%	35.5%	32.1%
EBITDA성장률 %	183.9%	101.3%	31.7%	37.4%
EBIT성장률 %	241.7%	133.7%	28.6%	36.0%
총자산성장률 %	89.7%	214.9%	19.6%	46.6%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	36.9%	45.9%	40.6%	37.2%
EBITDA마진률 %	18.9%	21.3%	21.3%	22.1%
EBIT마진률 %	13.3%	17.4%	17.1%	17.6%
세전계속사업이익률 %	11.4%	15.0%	16.4%	18.3%
당기순이익률 %	9.4%	10.3%	10.3%	13.1%
Stability Ratios				
부채비율 %	144.3%	64.9%	47.2%	36.2%
순부채비율 %	36.7%	-43.8%	-45.0%	-54.2%
유동비율 %	67.1%	250.8%	309.5%	391.8%
당좌비율 %	60.7%	243.5%	291.9%	371.8%
이자보상배율	9.1	13.3	18.6	27.8
Performance Ratios				
ROE %	64.5%	30.5%	21.3%	24.6%
ROA %	23.7%	17.1%	14.0%	17.5%
ROIC %	158.1%	158.4%	100.4%	110.6%
Per Share Ratios				
수정EPS	661	1,106	1,241	1,961
주당순자산	1,384	5,010	6,469	9,368
주당현금흐름	1,056	1,526	1,744	2,637
주당배당금		5	0	400