

불황에도 성장하는 1등 기업이 있다? YES!

BUY

- Valuation -

Target Price: 8,510

Price: 5,940

Margin of Safety: 43%

MktCap.(100mn): 1,022

ROE: 5.30%

ROA: 2.88%

Op.Magin: 3.91%

PER: 13.21

PBR: 2.40

Dividend Yield: 2.5%

Major Sh.Holder:

(주)한세실업 49.54%

● 온라인 도서 시장의 안정적인 성장

최근의 경기침체가 도서시장의 성장 둔화를 가져왔음에도 불구하고 온라인 도서 시장은 성장을 지속하고 있다. 이는 온라인 도서 시장이 가격 및 서비스 우위를 바탕으로 오프라인 도서 시장의 파이를 가져오고 있기 때문이다.

● 온라인 도서 업계 부동의 1위

현재 온라인 서점 시장은 상위 6개사가 전체의 95%를 차지하는 과점시장이며 그 중 동사는 36.4%의 점유율 기록하고 있다. 또한 2위와 10% 이상의 차이를 보이는 것은 1위로서의 굳건한 위치를 보여주는 점일 뿐만 아니라, 동사의 차별화된 서비스는 시장 지배력을 점점 더 강화시키고 있다. 이는 2위 기업과의 트래픽 격차가 확대되고 있다는 점과 동사의 사이트 이용자 중 포털 사이트를 통하지 않는 직접 접속자가 75%라는 점에서 확인할 수 있다.

● 광고수익의 증가

광고 수익의 증가는 온라인 기업의 매력이기도 하다. 동사의 광고주 수, 광고 공간, 배너 개수, 배너 당 롤링 수는 매년 증가하는 추세이며 이는 동사의 안정적인 수입원이 되고 있다.



Research 4 Team
강세룡, 김승현,
박다희, 이태경, 임이랑

I. 경기침체에도 온라인 도서시장은 성장중!

온라인도서 시장은 꾸준히 성장하고 있다.

1. 온라인도서 시장의 성장

동사는 온라인도서 업체이다. 온라인도서 시장은 1998년 최초로 동사가 온라인 서점 서비스를 개시하면서 시작되었는데, 2008년 기준 온라인도서 시장 규모는 8,227억 원이며 이는 전체도서 시장의 32.9%를 차지하는 수준이다. 최근 들어 전체도서 시장의 성장이 정체되었음에도 불구하고 온라인도서 시장은 2003년 이후 온라인 도서시장은 연 평균 20.7%씩 그 비중이 확대되는 모습을 보여주면서(그림 1) 꾸준한 성장세를 이어가고 있다. 이는 도서를 구입하려는 고객들이 오프라인에서 온라인으로 이동하고 있다는 것을 의미하며 실제로 온라인 서점의 등장 이후 오프라인 서점 수는 급격히 줄어들고 있다. 이러한 추세는 전자상거래의 보편화에 따라 계속될 것으로 예상된다.

2. 온라인도서 시장의 경쟁력

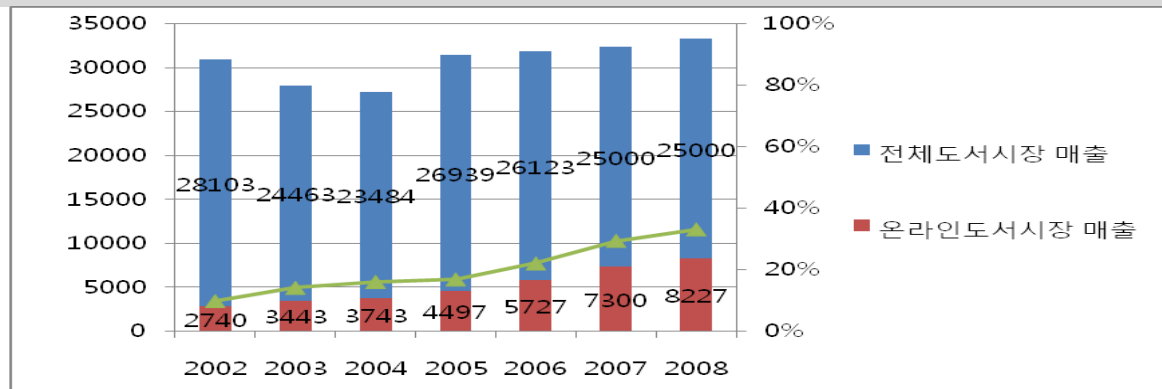
전체 도서시장에서의 온라인도서 시장 비율이 확대되고 있는 것은 크게 1) 전자상거래의 편리성, 2) 저렴한 가격, 3) 다양한 서비스와 콘텐츠에서 기인한다고 볼 수 있다.

1) 온라인 도서구매의 편리성

다양한 도서의 대량보유와 빠른 배송 서비스가 온라인 도서시장의 주요 경쟁력이다.

전자상거래의 경쟁력은 언제 어디서나 거래가 용이하고 오프라인과 비교했을 때 구매에 드는 시간과 비용이 단축된다는 편리성에 있다. 빠른 배송은 전자상거래의 중요한 경쟁력으로 등장한지 오래이며 온라인 도서 업체들은 현재 각각의 배송업체와의 계약을 통해 배송 서비스를 제공하고 있다. 월 평균 약 5만권가량 쏟아져 나오는 신간도서를 손쉽게 구입할 수 있다는 점도 온라인 도서업체의 강점이다. 공간의 제약이 있는 오프라인에서는 다양한 책을 구비하기 힘들기 때문이다. 이는

그림 1. 전체도서시장 대비 온라인 도서시장의 규모



자료: 한국 출판연감, 예스이십사

대부분의 해외 도서 구매가 인터넷에서 이루어진다는 점에서도 잘 나타난다. 이러한 온라인상거래의 편의성에 따라 오프라인 구매에서 한번 온라인 구매로 구매 방식을 바꾼 사람들은 계속해서 온라인 상에서 구매하려는 경향을 보인다.

2) 오프라인 대비 저렴한 가격

도서 정가제의 실시는 도서시장의 판도를 바꾸는 계기가 되었다.

초기 온라인도서시장은 저렴한 가격이라는 강점을 앞세워 빠르게 성장했지만 2003년 도서 정가제 시행 이후로 가격 경쟁에 한계가 생겼다. 정부가 도서업체들 간의 가격 출혈 경쟁을 막기 위해 신간도서 판매의 할인율을 19% 이내로 제한했기 때문이다. 도서 정가제란 온라인 서점에 한해 신간도서의 할인 판매를 허용하고 최대 19%까지로 그 할인율을 제한하는 제도이며, 신간 이외의 도서에 한해서는 그 할인에 제한을 두지 않는다. 또한 2007년도 10월부터는 도서정가제가 확대 실시되었는데, 신간도서의 적용이 출판일로부터 12개월에서 18개월로 늘어나 할인 적용 도서가 제한되었고, 온라인 서점에만 국한되었던 도서 할인판매가 오프라인 서점에서도 가능하게 되었다.

온라인 도서업체가 오프라인에 비해 가격경쟁력에서 우위에 있다.

도서 정가제의 확대 실시로 인해 저렴한 가격을 바탕으로 성장해왔던 온라인 업체의 경쟁력이 사실상 상실되는 듯 했지만, 제휴사를 통한 다양한 특별할인, 마일리지 적립 등의 부가할인 등을 합치면 온라인 도서구매가 가격경쟁력에서 여전히 우위에 있다. 또한 오프라인 도서업체의 경우 매장 운영비 등의 비용으로 인해 도서 정가제가 정하는 최대 할인율인 19%만큼 실제로 할인하기도 어려운 실정이다. 동사의 2008년 매출액 성장률은 약 19.9%로, 최근의 경기 침체에도 불구하고 2003년 이후 온라인도서 시장 평균 성장률인 20.7%와 비교해서 견조한 성장세를 유지하고 있다.

판관비 면에서 온라인 서점이 우위에 있다.

오프라인 서점은 온라인 업체와 달리 오프라인 매장을 유지하는 비용이 들기 때문에 판매 및 관리비(이하 판관비)에서 차이가 날 수 밖에 없다. 오프라인 서점들도 약 19%(소비자 가격10%, 제휴사 할인9%)까지 신간할인을 적용할 수 있긴 하지만 비용 상의 이유로 그만큼이나 할인율을 적용하기는 어려운 실정이다. 이를 비교하기 위해 오프라인도서 업체 1위인 교보문고와 온라인도서 업체 1위인 동사의 매출액 대비 판관비율을 구해보았다.

$$\text{교보문고 } 123,845,615,884(\text{판관비}) / 447,041,586,678(\text{매출액}) = \text{약 } 28\%$$

$$\text{예스이십사 } 59,051,587,000(\text{판관비}) / 255,989,088,000(\text{매출액}) = \text{약 } 23\%$$

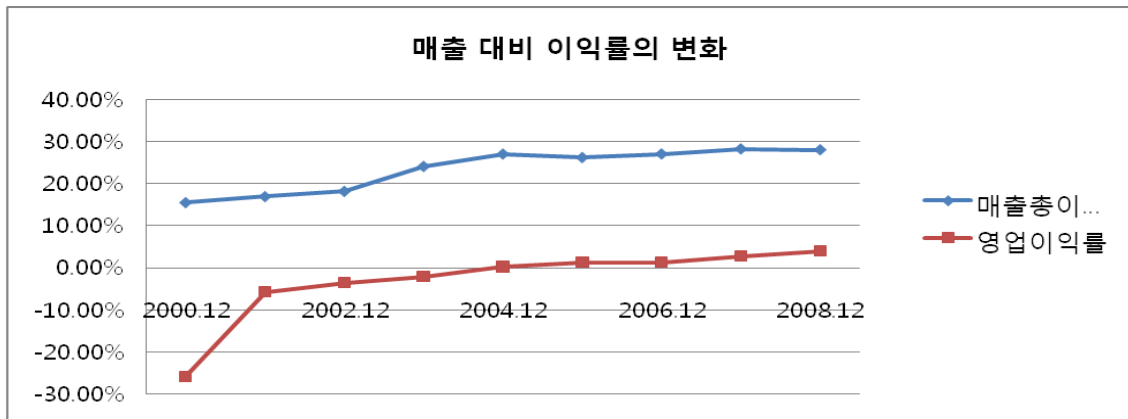
판관비를 산출하는 과정에서 행사비와 광고선전비는 온라인과 오프라인에 따라 차이를 보인다고 보다 각 업체의 전략에 따라 크게 달라지는 부분이기 때문에 제외하였다.



도서 정가제 실시는 온라인도서 업체 중에서도 중소 업체들의 약화를 가져왔다.

뿐만 아니라 도서 정가제 실시는 온라인 도서 업체 중에서도 대형 업체들에게 더욱 유리한 환경을 만들어 주었다. 동일한 할인율이 모든 업체에 적용되면서 상대적으로 가격경쟁력이 사라진 중소 온라인 서점들이 메이저 업체들에 비해 어려움에 처하게 되었기 때문이다. 도서정가제가 실시된 2000년 기준으로 150여 개에 달하던 온라인 업체들이 현재는 약 43여 개로 정리되었으며, 이는 온라인 도서시장 부문 1위인 동사의 성장에 크게 기여한 부분이다. 실제로 동사의 영업이익률 추이를 보면 2003년에 매출총이익률이 크게 상승했으며 영업이익률 또한 이를 따라 2004년도부터 플러스로 전환되었다(그림2).

그림 2. 매출대비 이익률의 변화



자료: 재무재표

온라인도서시장은 상위 업체 5개 사를 중심으로 하는 과점시장으로 재편되었다.

3) 온라인 서점이 제공하는 다양한 서비스와 콘텐츠

도서 정가제의 실시로 인해 업체 간 가격 차별성이 사라지면서 다양한 서비스와 콘텐츠를 제공하며 기존의 고객을 잃지 않고 끊임없는 구매를 유도하는 것이 온라인 도서업계에서의 성패를 가르는 주요 경쟁력으로 등장했다. 최저가 중심의 경쟁 구도에서 이제는 빠른 배송 서비스, 다양한 DB 보유, 서평 및 e-book 검색과 같은 풍부한 콘텐츠로 대표되는 고객 만족이 중요한 경쟁력이 된 것이다. 이에 따라 다양한 서비스와 콘텐츠를 제공하기 어려운 영세 업체들 120여 개가 모습을 감추었으며, 이러한 서비스가 단기간에 구축될 수 없다는 특성은 하나의 진입장벽으로 작용하게 되었다. 이는 선두 업체들의 선점 효과가 커졌음을 의미하며, 실제로 2008년 온라인 도서 시장에서 상위 5개 온라인도서 업체가 차지하는 시장점유율은 95%가 넘고 그 비중은 계속해서 높아지고 있다.

최근에는 문화 포털로 다각화하는 추세에 있다.

콘텐츠와 서비스가 고객에 대한 lock-in 효과를 결정짓는 요소가 되면서 대형 업체들은 블로그와 같은 커뮤니티를 기반으로 리뷰, 문화 이벤트 등과 같은 다양한 문화 콘텐츠를 제공하고 있다. 각 업체들은 도서 리뷰를 통해서 다른 사람이 책을

구입하는 경우 책 값의 일정 부분을 보상해주는 등 차별화된 서비스를 제공하기 위해 노력하고 있다. 이러한 문화 콘텐츠를 기반으로 온라인도서 업체들은 도서상품을 넘어 음반상품, 영화 및 공연 예매 등 다양한 문화상품으로 그 판매 폭을 확대하면서 문화 포털로의 다각화를 시도 중이다. 이러한 전환은 판매수수료 수익의 증대를 통해 영업이익률 개선과 광고 효과의 증대를 불러오는 등 수익률 개선에 힘을 보태고 있다.

II. 온라인 도서시장 1위, 예스이십사

동사는 온라인 도서시장 1위 기업이다.

동사는 2008년 매출액 기준으로 온라인 도서시장의 38%를 차지하는 1위 기업이다. 동사는 최초의 온라인도서 업체로 1998년 주식회사 '웹팩스'로 설립되어 1999년 '예스이십사'로 사명을 변경했다. 온라인 도서시장이 형성된 초기에는 그 양적 성장에도 불구하고 업체 간의 과도한 가격 경쟁으로 인해 손실을 면치 못했으나, 2003년 '한세실업'에 인수되면서 그 이후 효율적 경영을 통해 2004년 흑자전환을 했으며 현재까지 수익성은 꾸준히 개선되고 있다. 2008년 5월 코스닥에 상장되었으며 현재 주요 주주로서 한세실업이 49.5%, 대표이사 김동녕 씨가 3.7% 보유하고 있다.

1. 매출구성

동사의 매출은 주요 매출인 도서·비도서의 상품판매와 광고수익으로 나눌 수 있다.

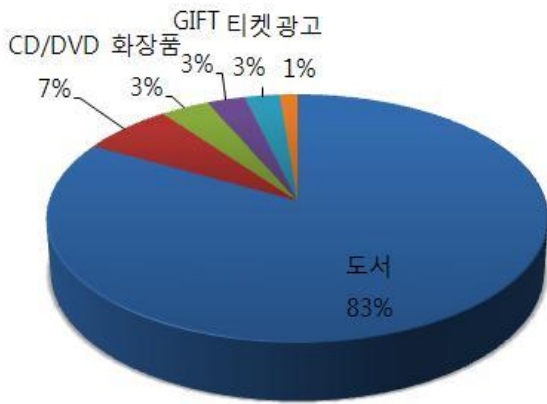
동사의 매출은 도서(83%), CD/DVD(6.7%), 화장품(3.6%), GIFT(2.8%), 영화·연극티켓(2.6%) 등의 상품 매출과 광고매출(1.3%)로 이루어져 있다(그림3). 최근에 시작한 디지털 콘텐츠 카테고리인 e-learning 과 e-Book 은 각 0.1%로 아직 미미한 수준이다. 현재 동사는 도서 판매에 주력하되, 도서와 연계된 각종 문화상품으로 상품 및 콘텐츠의 범위를 확대하고 있고 그 매출액 역시 꾸준히 상승하고 있다. 광고매출 또한 늘어나고 있으며 매출액에서 차지하는 비중은 매년 증가하는 추세에 있다.

수수료 매출과 광고 매출은 수익성이 매우 높은 부문이다.

동사의 매출을 크게 도서·비도서 상품 판매, 티켓 판매, 광고수익으로 보았을 때, 도서·비도서의 경우에는 상품 판매 또는 판매 대행을 통한 수수료를 받음으로써 수익을 얻고 있다. 이 중 수수료 매출과 광고 매출을 통한 수익은 비용이 발생하지 않아 매출총이익률이 100%에 가까워 수익성이 매우 높다는 특징을 지니는데, 이는 수수료 수익과 광고 수익을 통한 영업이익 확대에 대한 여지가 남아 있음을 시사한다.

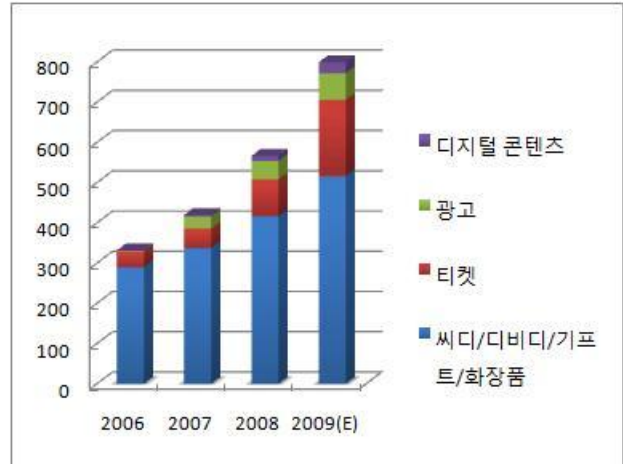


그림 3. 매출구성



자료: 예스이십사

그림 4. 비도서 매출 증가 추이 (단위:억원)



자료: 예스이십사

2. 수익구조

1) 상품매출

상품매출의 최종마진율은 2% 수준이고, 10,000원 미만의 구매액에 대해서는 배송비를 부과하고 있다.

상품 매출은 직접 상품을 판매해서 얻는 매출과, 소비자나 다른 업체를 연결해주는 판매 대행을 통해 얻는 수수료 수익으로 나누어진다. 직접 상품을 판매하는 경우 만 원짜리 신간도서 한 권을 판매한다고 할 때, 도서 정가제에 의한 최대 할인율 19%(할인, 마일리지 포함)를 적용한 후 동사에 남는 마진은 그림5와 같다. 기타 고정 관리비를 차감한 최종마진은 0원~500원으로 최종마진율은 0~2% 수준이다. 여기서 물류비 2,000원은 책 수량이나 책 값에 따라 변화하는 비용이 아니라 배송 건 단위로 일정하게 드는 비용이다. 동사는 10,000원 이상 주문할 시에 무료로 배송해주는 정책을 펴고 있으며, 그 미만의 액수 구입 건에 대해서는 고객에게 배송비를 부담하게 함으로써 비용을 효과적으로 고객에게 전가하고 있다. 저마다 다른 배송비 정책을 견지하고 있는 경쟁사들 중에서도 무료배송을 실시하는 업체들은 기업 이미지 제고를 위해 건당 배송비 2,000원을 감수하고 있는 실정이지만, 구매자들이 배송비에 민감하게 반응하지 않기 때문에 가시적인 소득이 없는 상황이다. 한편, 상품 판매 중개로 얻는 수수료의 경우는 주로 비도서 상품에 해당한다.

2) 티켓 매출

티켓매출로 건당 500~1,000원의 수수료 수익을 얻는다.

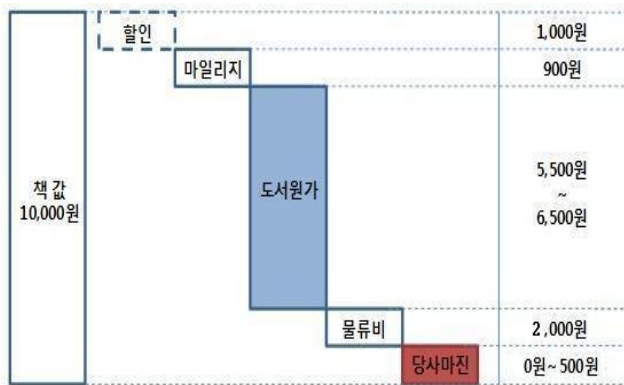
티켓 매출의 경우 티켓 장당 가격이 7,000원이라고 할 때 수수료 500~1,000원을 붙여 7,500~8,000원으로 판매함으로써 수수료 수익을 얻는 구조이다. 하지만 극장 자체 홈페이지를 통해 예매할 때에는 별도의 수수료가 들지 않아 동사와 같은 대행 업체들이 가격 경쟁력에서 뒤쳐질 수 밖에 없기 때문에, 판매가격보다는 고객 충성도와 밀접한 관련 있는 부문이라 할 수 있다.

3) 광고 매출

광고매출이 영업이익의 약 30%를 차지한다.

광고 매출의 경우에도 보유 회원 수, 사이트 내 체류 시간, 트래픽 수 등에 따라 광고비 책정이 달라지기 때문에 사이트를 방문하는 고객의 충성도와 밀접한 관련 있으며 이는 업체의 네임 밸류와 직결되는 부분이다. 특히 광고수익의 경우 매출액의 대부분이 영업이익으로 연결되기 때문에 그 수익성이 매우 높는데, 실제로 광고수익의 경우 매출액에서 차지하는 비중이 1%가량 임에도 불구하고 영업이익에서 차지하는 비중은 30%를 넘는다. 광고 매출에 대해서는 뒤에서 자세히 살펴볼 것이다.

그림 5. 도서 사업부 수익구조



자료: 리서치 4팀

그림 6. 상위 6개사 배송비 정책

1만원 이상 무료배송	예스24, 모닝365
2만원 이상 무료배송	교보문고인터넷
무료배송	인터파크, 알라딘, 반디앤루이스

자료: 예스이십사

Ⅲ. 매력포인트

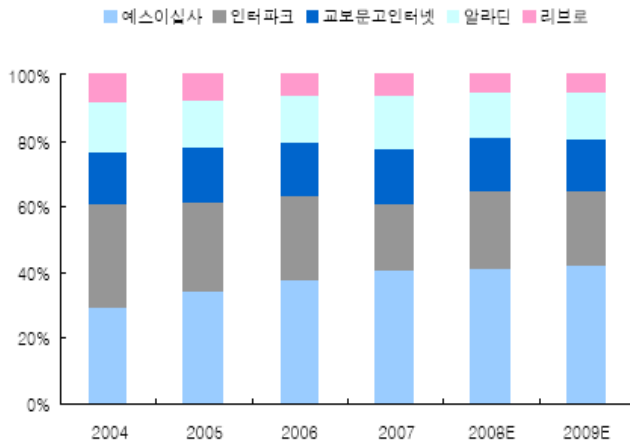
동사는 과점시장에서의 1위 기업이며, 그 지배력 또한 꾸준히 확대하고 있다.

1. 흔들리지 않는 시장 1위!

온라인 도서 시장은 상위 5개사 (예스24, 인터파크 도서, 교보문고 인터넷, 알라딘,리브로)가 전체 매출의 95%를 차지하고 있는 과점시장이다. 2006년 매출액 기준 예스 24의 온라인 서점시장 점유율은 35.6%였고, 이는 인터파크 도서 24.0%, 인터넷교보문고 15.6%, 알라딘 13.6%, 리브로 5.8%보다 월등히 앞선 수치였다. 그 후로도 지속적으로 점유율을 높이면서 2위 인터파크와 3위 교보문고인터넷이 점유율 성장에서 주춤하고 있는 것과는 대비되는 모습을 보여주었다. 2008년 현재 동사의 온라인 서점시장 점유율은 38%를 상회하며 2, 3위 그룹과 10%이상의 차이를 보이면서 1위 업체로서의 입지를 굳히고 있다. 더욱이 도서 정가제 시행으로 인해 신규진입이 더욱 어려워진 시장에서 1위를 점하고 있으며

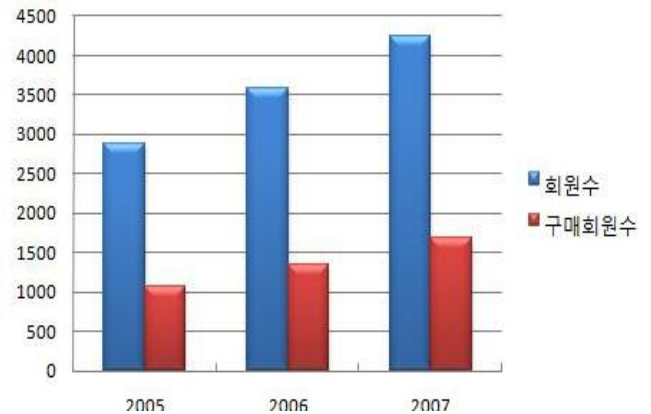
뿐만 아니라 점유율을 점진적으로 확대하고 있는 모습은 매우 고무적인 현상이라 할 수 있다.

그림 7. 온라인 서점 점유율 변화 추이



자료: 인터넷서점 협의회, 유화증권 추정

그림 8. 예스24 회원수 증가 추이 (단위: 천명)



자료: 리서치4팀

동사의 시장지배력은 각종 통계에서도 잘 드러난다.

동사의 이러한 시장지배력은 이미 500만 명을 넘는 회원 수와 100만 명을 넘는 구매회원 수에서도 다시 확인할 수 있다. 2005년 이후 동사의 회원 수 증가는 연평균 20%를 상회하는 놀라운 증가세를 보여주고 있으며, 회원 1인당 구매액을 의미하는 객단가 부문에서도 온라인 서점 중 1위(2006년 기준 34,553원)를 기록하며 높은 회원 충성도를 보유하고 있다. 순방문자 수와 페이지 뷰 등으로 대표되는 홈페이지 트래픽과 1인당 체류시간 통계에서도 동사는 국내의 모든 인터넷 업체들을 통틀어 해당 카테고리에서 1위의 자리를 놓치지 않고 있는 유일한 기업이다.

그림 9. 경쟁사 대비 트래픽 비교

사이트 명	일 평균 방문자수	일 평균 페이지 뷰	일인당 페이지 뷰	시간당 방문자 수	체류시간
예스24	441,149	8,640,491	19.59	763,283	0:10:33
교보문고	222,161	5,293,788	23.83	344,350	0:11:08
인터파크 도서	304,678	5,858,713	19.23	490,342	0:09:37
알라딘	201,532	5,241,422	26.01	328,481	0:09:48
리브로	50,780	590,315	11.62	69,822	0:05:42

자료: 예스이십사

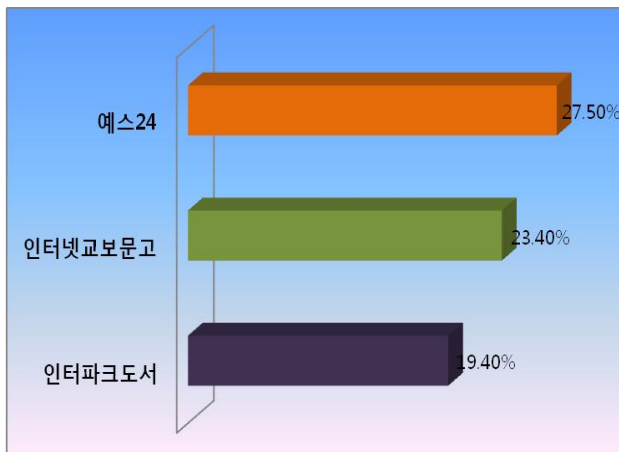
동사는 온라인 도서 업체 중 가장 큰 규모로 물류를 처리한다.

또한 동사의 물류창고는 인터넷 도서 업체 중 가장 큰 규모로 하루 2만 5천 건의 물류를 처리할 수 있는데, 이는 구매자가 원하는 다양한 도서를 제공할 수 있는 원동력이 된다. 동사는 경험에 바탕을 둔 정확한 수요예측을 통해 재고자산 회전을 극대화시키고 자체적인 재고처리 기준을 통해 적절한 수량이 발주처에 발주되도록 하여 과재고의 위험을 줄이고 있으며, 매 월 1회 과재고 상품을 선별하여 해당 거래처에 반품하거나 적절한 상품으로 교환함으로써 재고 진부화로 인한 실질적인 위험은 상쇄시키고 있다. 또한 반품이 어려운 수입도서는 할인전을 통해 소화하게 된다.

컨텐츠의 양과 질 또한 우수한 수준이다.

이러한 물류적 우위 이외에도 동사는 가이드와 인터뷰, 칼럼 등의 심도 있는 내용을 담고 있는 웹진 형태의 '채널예스' 서비스와 243만 개의 블로그를 보유하고 있으며 매일 500여 개의 신규 글이 등록되는 '예스블로그'는 이용자와 정보량 면에서 단연 최고의 수준을 보여준다. 이러한 점들은 동사가 최고의 점유율을 유지하는데 힘을 보태주고 있고, 마케팅 시장조사 전문업체인 c-news를 통해 실시된 설문조사(전국거주, 20~49세 남녀 992명 대상)에서 응답자 중 27.5%의 지지를 받은 동사는 인터넷교보문고(23.40%)와 인터파크도서(19.4%)를 제치고 가장 서평이 좋은 인터넷서점에 선정되기도 했다. 도서정가제가 시행되고 온라인 서점 간에 최저가격보상제 등이 정착되면서 온라인 서점 간 가격경쟁이 의미를 잃어가고 있는 가운데 도서에 대한 컨텐츠가 최고의 양과 질을 보유하고 있다는 사실은 동사가 앞으로 경쟁사를 앞서 점유율을 확대하는 데 청신호라고 할 수 있다. 온라인 서점 선택에 영향을 주는 요인을 다룬 논문(이미경 외, 온라인 서점 선택의 영향 요인 연구, 2001)에는 방문선호 사이트는 구매선호 사이트로 이어진다는 내용이 담겨 있다. 이는 압도적인 트래픽 수를 자랑하는 동사가 더 많은 매출을 보여주는 이유를 설명해준다.

그림 10. 가장 뛰어난 서평 온라인 서점



자료: 매경 리포트, 리서치 4팀

그림 11. 재고자산 연령분석 (단위: 백만원)

구분	3월 미만	3~6월 미만	6~12월 미만	1년 이상	최근 사업연도말 현재 재고자산 잔액
국내도서	7,409	297	38	39	7,783
외국도서	346	141	25	88	600
CD/DVD	741	92	57	72	962
Gift	60	1	0	1	62
화장품	315	110	81	24	530
계	8,871	641	201	224	9,937

자료: 예스이십사 사업설명서

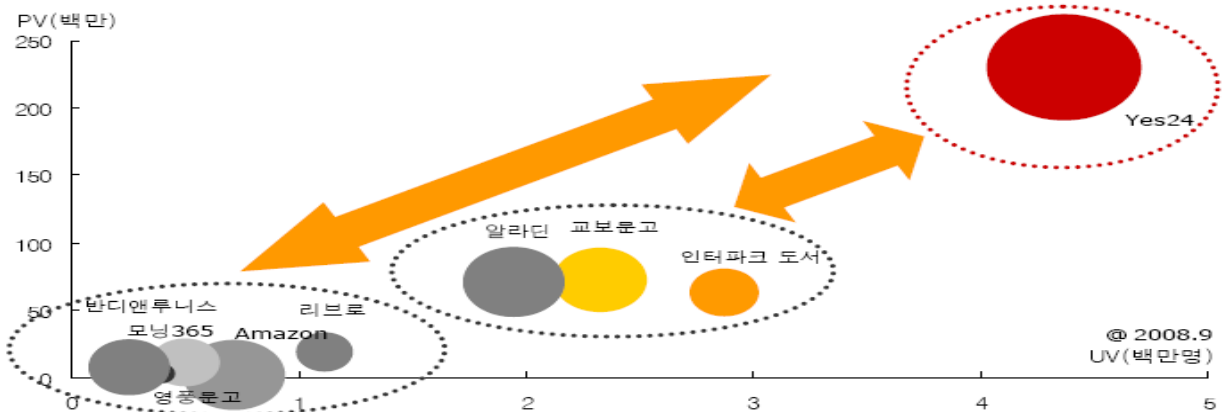
차별화된 마일리지 서비스는 고객의 충성도를 높이는데 기여한다

온라인 서점들의 마일리지 존속기간을 비교해 보면, 인터파크는 6개월, 알라딘은 1년, 교보문고 3년 인데 반해 동사에서의 마일리지는 영구적이며 존속기간이 타사에 비해 긴 편이다. 또한 동사의 마일리지는 도서 구매 뿐만 아니라 영화예매와 화장품 구매, e-러닝 교육비 결제에 사용할 수 있는 등 다른 온라인 서점보다 폭넓은 사용처를 가지고 있기 때문에 여타 서점의 마일리지에 비해 뛰어난 경쟁력을 보이며 이는 고객의 충성도를 높이는데 기여하는 점이다.

동사는 인터넷 서점 중 최다 카드 제휴사를 보유하고 있다.

또한 동사는 국내 인터넷 서점 중 최다 수준인 120여 개의 제휴카드를 가지고 있는데 이들 제휴카드는 동사를 통해 도서를 구매할 경우 혜택을 주고 있다. 또한 기존의 구매 회원을 충성도 높은 회원으로 탈바꿈시켜 주는 역할을 한다. 전체 매출의 14%를 제휴 매출이 차지하고 있으며, 신규회원 가입의 50% 이상이 제휴카드를 통해 가입하고 있다.

그림 12. 상위 3개 업체 월간 순방문자수 추이 (PV: Page View, UV: 순방문자, 점의 크기: 평균체류시간)



자료: 코리아 클릭, 대우증권 리서치 센터

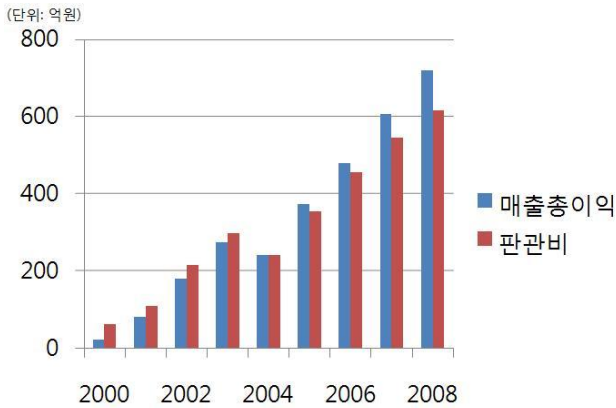
2. 비용구조 개선에 따른 영업이익 개선

판매촉진비와 운반비의 감소로 인해 비용구조가 개선되고 있다.

2004년에 처음으로 손익분기점을 넘길 때까지 동사는 지속적으로 적자를 기록해오다 2004년을 기점으로 매출총이익이 판관비를 넘어서게 했다. 그 후로도 매출총이익의 증가분이 판관비의 증가분보다 커져서 격차가 점점 벌어지고 있는데, 이는 판관비에서 가장 큰 비중을 차지하는 비용인 판매촉진비(23%), 지급수수료(21%), 운반비(19%), 급여(14%)의 변동에 의한 것이다. 판매촉진비의 경우 도서 정가제 실시로 인한 할인포인트 적립률 하향 추세, 즉 OK Cashbag 적립 및 마일리지의 감소 추세 때문에 그 비중이 점차 감소하고 있고, 운반비의 경우는 동사가 지난해 'SC 로지스'로 배송업체를 바꾸면서 배송단가가 낮아졌기 때문이다. 동사는 대표이사가 친인척 관계인 '알라딘'과 함께 배송업체 계약을 맺음으로써

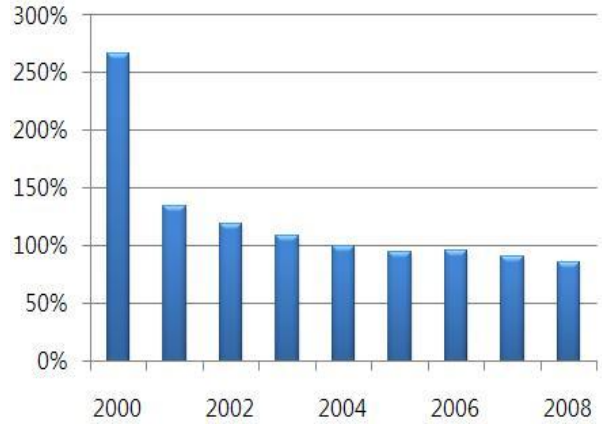
얻은 협상력을 바탕으로 배송단가를 인하했다. 한편 지급수수료의 비중이 점차 증가하고 있는 것은 제휴 결제사 수의 증가와 관련이 있으며 수수료율 역시 소폭 상승하는 추세에 있으나 이는 미미한 수준인 것으로 판단된다.

그림 13. 매출총이익, 판관비 변화 추이



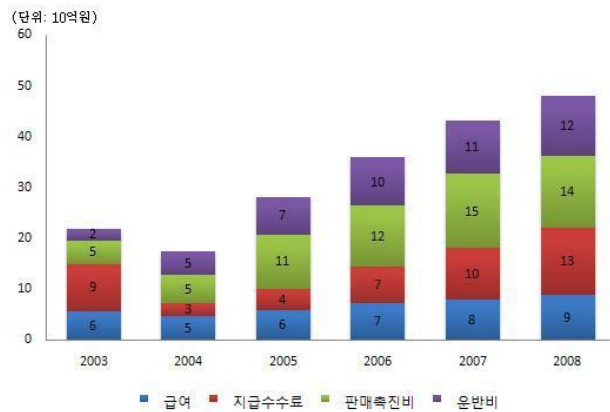
자료: 재무제표

그림 14. 매출총이익 대비 판관비 비중



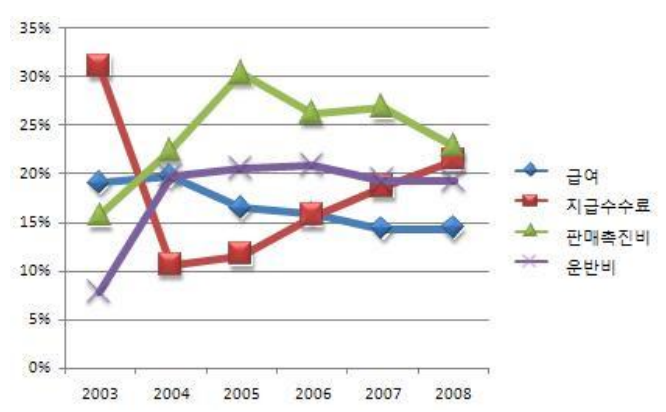
자료: 재무제표

그림 15. 판관비 항목별 비중



자료: 재무제표

그림 16. 판관비 항목별 비중 추이



자료: 재무제표

3. 광고매출

주요 광고주는 출판사들이다.

포털 사이트들이 온라인 광고를 주 수입원으로 하여 성장했듯이 동사 역시 충성도 높은 회원 수를 바탕으로 광고 수입을 늘려나가고 있다. 동사가 다루는 광고의 대부분은 서적 관련 광고인데, 일반적인 인터넷 쇼핑물과는 달리 도서를 구매하고자 하는 구체적인 니즈가 있는 고객에게 노출되는 형태이기 때문에 소비자에게 주는 거부감이 적고, 따라서 광고주들에게는 더욱 효과적인 형태의 광고가 될 수 있다. 주요 광고주는 매월 4,500 종의 신간 서적을 출간하는 출판사들이다.

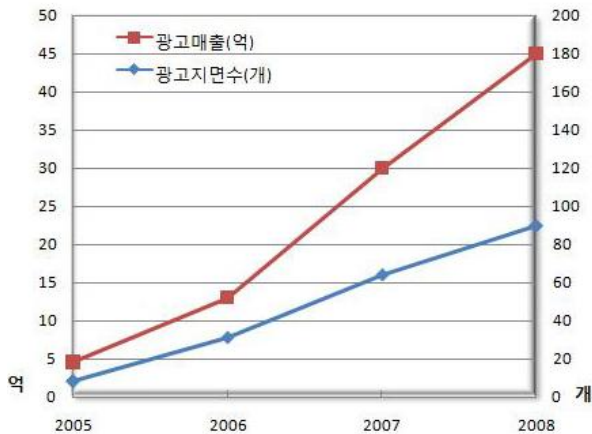
비용이 거의 들지 않아 영업이익 개선에 큰 도움이 된다.

전체 매출에서 광고매출이 차지하는 비중은 1.2%로 미미한 수준이지만 매출총이익과 비교했을 때의 비중은 4.2%로 그 상대적인 크기가 커지는 것을 알 수 있는데, 이는 광고대행사를 거치지 않고 광고를 직접 수수하는 방식을 취함으로써 비용이 들지 않기 때문이다. 이로 인해 동사의 수익성 개선에 큰 도움이 되고 있다. 또한 이미 언급한 바 있듯이 회원수가 지속적으로 증가하고 있으며 이에 따라 트래픽도 증가하고 있기 때문에 이런 사실들은 앞으로도 동사가 지속적인 광고매출 증가를 통해 이익이 개선할 수 있는 여지가 남아있다는 것을 알려준다.

시장 점유율과 광고 공간의 증대와 함께 동사의 광고매출은 꾸준히 성장하고 있다.

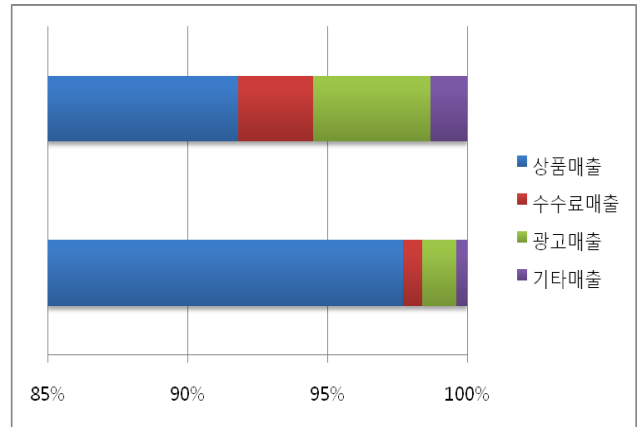
온라인 도서 광고는 '도서매출 증가 → 광고수요 증가 → 광고지면 수 증가 → 광고매출 증가 → 도서매출 증가'로 이어지는 선순환 구조를 갖고 있다. 이를 바탕으로 거두어 들이는 동사의 광고 수입은 2005년 기준 4억5천만 원, 2006년 13억 원, 2007년 33억 원, 2008년 45억 원으로 동사의 점유율 증대에 발맞춰 꾸준히 성장해 왔다. 광고주 수는 2005년 105개에서 2008년 300여 개로 증가되었으며 광고 공간 역시 2005년 8개에서 2008년 상반기에는 78개까지 증대되고 2009년에는 90개까지 늘릴 계획을 갖고 있다. 이러한 온라인 광고 매출액은 동사가 인터넷 서점 분야 1위의 지위를 유지하는 한 계속해서 안정적인 수익을 가져다 줄 것으로 예상된다.

그림 17. 광고매출 증가 추이



자료: IR자료, 리서치 4팀

그림 18. 매출액 광고비중(위:매출총이익, 아래:매출액)



자료: 리서치 4팀

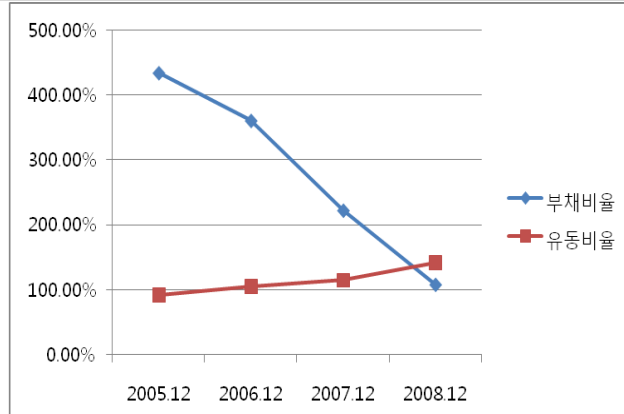
4. 안정성을 더하고 있는 재무상황

부채비율은 감소, 유동비율은 꾸준히 증가하고 있다.

안정성 면에서 본 동사의 재무상황은 양호하다. 2000년부터 2004년까지 부채비율과 유동비율이 불안정한 모습을 보이고 있지만 2005년부터는 상당한 속도로 개선되어 400%가 넘었던 부채비율이 현재는 100% 수준으로 감소했다.

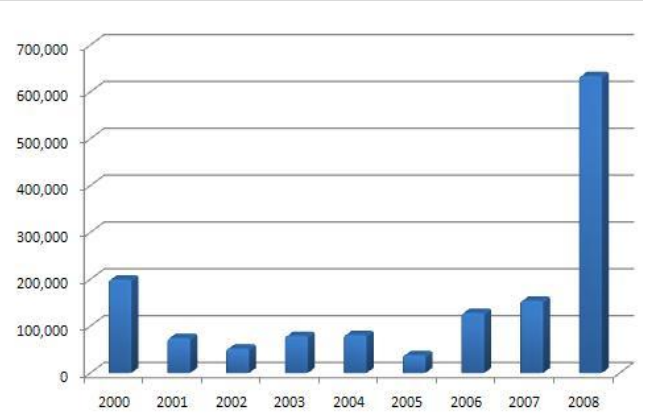
안정성을 나타내는 유동비율 역시 이 때부터 증가하기 시작했는데, 유동비율의 증가는 곧 기업의 단기부채 지급 능력과 현금창출 능력이 좋아지고 있다는 것을 의미하고 있기 때문에 동사의 재무상황은 비교적 안정적이라고 판단할 수 있다.

그림 19. 부채비율과 유동비율의 변화



자료: 재무제표

그림 20. 이자수익의 변화



자료: 재무제표

현금성 자산의 활용으로 이자수익이 증가하고 있다

또한 현금성 자산을 효율적으로 활용한 결과 이자수익 역시 증가하는 추세에 있다. 이는 현금 및 현금성 자산의 증가를 뜻하며 또한 영업이익 이외에도 또 다른 안정적인 수입원이 있다는 것을 의미하기 때문에 긍정적인 흐름으로 볼 수 있다. 특히 2008년에는 코스닥 시장에 상장함으로써 높은 수익을 거두어 전년 대비 4배 이상의 이자수익을 기록하였다.

IV. Risk

1. 인터넷 종합 쇼핑몰 및 대기업의 진출 가능성

그러나 1위 업체로서의 동사의 지위는 흔들리지 않을 것이다.

교보문고 등 오프라인 서점이 온라인 사업을 강화하거나 종합쇼핑몰이 기존의 도서 분야를 강화할 경우 도서 전문기업인 동사에게 위협이 되는 것이 사실이다. 그러나 소비자들이 가격에 크게 민감하게 반응하는 일반 온라인 쇼핑몰과는 달리, 가격폭이 제한돼 있어 이용자 이동이 많지 않은 인터넷 서점의 특성상 선점 효과가 매우 중요하며, 후발 업체가 물류 창고 등의 대규모 투자비, 마일리지에 의해 고정되어 있는 회원 수를 뺏어오기 위한 광고 비용 등을 감수하면서까지 진출하기에는 매우 까다로운 상황이다. 뿐만 아니라 재고를 보관하는 대형

물류센터와 이에 대한 효율적 관리 시스템의 확보, 배송 기간을 최소화할 수 있는 운영 노하우, 출판 업계와의 긴밀한 연동을 통한 효율적 재고 관리가 필수적인 시장의 특색을 고려할 때 선두업체로서의 동사의 지위는 흔들리지 않을 것이다. 실제로 2 위 업체인 인터파크 도서가 전체 무료 배송 정책 등 공격적으로 점유율 확보에 나섰지만 지난 몇 년간 점유율의 차이는 오히려 벌어져 왔으며, 대기업 계열사들이 온라인 도서 시장으로의 진출을 시도하여 삼성몰을 오픈했고 SKT 가 모닝 365 를 인수했지만, 삼성몰의 경우 높은 수익을 올리지 못한 채 사업을 정리했으며 모닝 365 는 아직까지 후발 주자의 위치에서 벗어나지 못 하고 있는 상황이다.

2. 자회사 이엔티이십사에 따른 지분법 손실

지분법 손실은 미미한
상황이다

자회사인 이엔티24는 발권시스템 사업을 통한 시너지 창출을 위한 목적으로 출자한 회사이며, 지분율 72.9%로 장부가액은 851,000,000원이다. 그러나 이엔티이십사 관련 지분법 손실은 미미한 수준으로 동사의 수익성에 큰 영향을 미치지 못 하며, 올해에는 적자 상태를 모면할 것으로 예상된다.

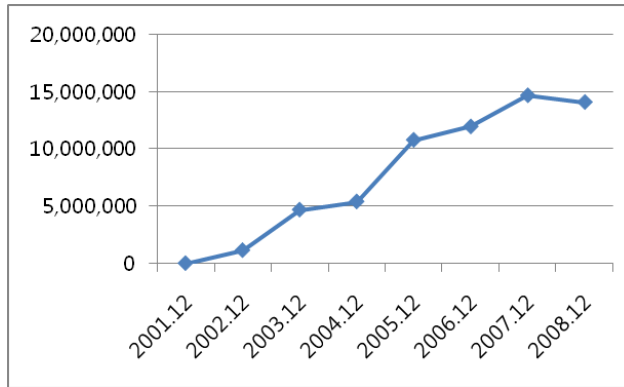
3. 판매촉진비의 정체

마일리지 축소함에
따른 우려가있지만 누
적마일리지 미래 매
출액에 더 큰 영향을
끼칠것으로 예상된다

동사의 손익계산서에는 마일리지에 해당하는 판매촉진비가 2007 년까지 증가 추세를 보이다 2008 년부터 정체 현상을 보이고 있다. 이에 따라 판매촉진비의 정체가 매출액에 부정적인 영향을 주지 않을까 하는 의구심이 들 수 있는데, 실제로 그만큼 누적 마일리지 총당부채가 증가하고 있다는 사실에 주목할 필요가 있다. 누적마일리지 총당부채는 비록 부채에 속하는 부분이지만 마일리지는 기존의 고객 및 신규 고객들을 동사에 고정시키는 강력한 매개체가 되고 있기 때문에 누적된 양이 많을수록 고객들을 불러모으는 잠재적인 효과를 가지고 있다고 볼 수 있다. 즉 판매촉진비 자체보다는 누적된 마일리지의 총당부채가 미래의 매출액에 보다 큰 영향을 끼친다고 볼 수 있는 것이다. 이러한 근거로 볼 때 판매촉진비의 정체는 큰 영향을 미치지 못할 것이며 현재 누적된 동사의 마일리지 양은 대략 90 억 원 수준에 이른다.

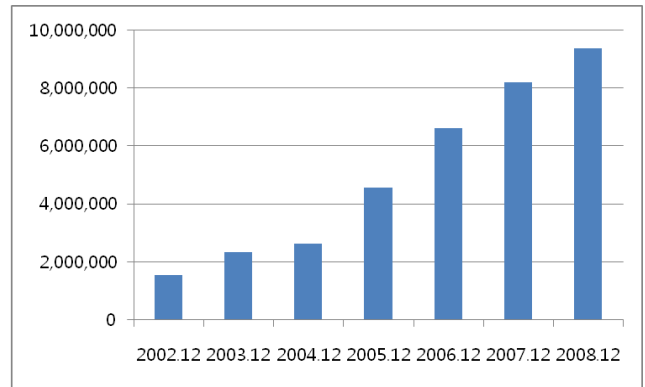


그림 21. 판매촉진비의 변화



자료: 리서치 4팀

그림 22. 누적마일리지 총당부채의 변화



자료: 리서치 4팀

V. Valuation

리서치 4팀은 동사와 주가의 적정성을 비교할 만한 적합한 대상이 없는 것으로 판단하여 절대가치평가법인 DCF 를 이용했다. 밸류에이션의 기본 방향은 지금까지 리서치한 내용을 바탕으로 향후 3년간 성장을 지속하다 성숙기에 접어들 것으로 설정했다.

1. 투입요소에 대한 가정

1) 영업이익률

동사는 2004년에 흑자전환을 이룬 후로 비용절감과 광고수익 증대를 통해 영업이익률을 꾸준히 개선시켜 왔고 2008년 말 기준 영업이익률은 4%를 기록했다. 이는 향후에도 광고수익에 의해 개선될 여지가 있는 것으로 판단되지만, 전체 파이의 큰 변화를 보이지 않는 도서 시장의 특성 상 지속적인 성장에는 한계가 있다고 보아 현재 수준을 유지하는 4%로 가정했다. 그 외의 매출액 대비 비율 수치들은 큰 변동이 생기지 않아 최근 8년 평균치를 적용했다.

2) 매출액 성장률과 영구성장률

동사의 사업부는 매출의 83%를 차지하는 도서 부문과 그 외 CD/DVD, 티켓, 화장품, GIFT 등을 포함하는 기타 부문으로 나누어 볼 수 있다.

도서 부문의 경우, 온라인서점 분야에서 부동의 1위를 지키고 있는 동사는 2위와의 격차를 더욱 벌리고 있는 상황인데, 리서치 4팀은 향후 3년간 15%수준의 매출액 성장률을 보인 후 성숙기에 진입할 것으로 가정했다. 향후의 온, 오프라인

시장을 전망해 보면 오프라인 서점 나름대로 고유의 특성과 강점이 있기 때문에 온라인이 오프라인을 완전히 대체할 수는 없는 것이 사실이다. 따라서 리서치 4팀은 전체 도서 시장의 성장이 정체된 가운데 온라인 도서 시장이 전체 도서 시장의 50%를 차지하게 될 것이라 가정했으며, 이 때 온라인 도서 시장의 연 성장률은 15%이다. 실제로 최근의 경기침체에도 불구하고 동사의 매출액 증가율은 18%를 기록한 것을 볼 때, 이는 적절한 수치라고 여겨진다. 따라서 리서치 4팀은 영구성장률에 대해서도 보수적인 접근을 하여 더 이상의 파이를 늘릴 수 없는 시점이 왔을 때부터의 성장률을 0으로 가정하였다.

비도서 부문 상품 매출은 2004년 이후 연평균 58%씩 증가하면서 높은 성장세를 보여주고 있는데, 동사의 높은 고객 충성도를 바탕으로 CD/DVD, GIFT, 화장품 등 비도서 분야의 매출과 광고 수익 증대에 의해 여전히 높은 성장률을 유지할 것이라 볼 수 있지만, 당분간 지속될 것으로 예상되는 경기침체의 영향으로 2011년까지 연 30%의 성장세를 보일 것이라 가정했다.

3) WACC

FnGuide 에서 제공하는 1년치 일별베타, 한국시장 프리미엄과 2008년 평균치인 3년 만기 국채수익률 5.27%를 적용하였으며, 차입금 가치가 0 이고 따라서 한계조달금리가 0 인 동사의 경우 WACC 는 자기자본비용과 일치한다. WACC 변화에 따른 민감도 분석은 Appendix 에 첨부하였다.

4) 기타

동사의 경우 전환사채와 신주인수권부사채가 발행되지 않았고 우선주도 발행된 적이 없으며 주식선택권 역시 부여되지 않았으므로 희석가치를 반영하지 않았다.

그림 23. Valuation

	2008	2009	2010	2011
예상매출액	255,989,088	300,915,173	354,538,487	418,751,110
매출액성장률(도서)		15,0%	15,0%	15,0%
매출액(사업부A)	212,470,943	244,341,584	280,992,822	323,141,745
매출액성장률(기타)		30,0%	30,0%	30,0%
매출액(사업부B)	43,518,145	56,573,588	73,545,665	95,609,364
매출액성장률(사업부C)		0,0%	0,0%	0,0%
매출액(사업부C)	0	0	0	0
가중평균성장률		17,8%	18,1%	18,4%
예상EBIT	10,248,434	12,036,607	14,181,539	16,750,044
NOPLAT	7,430,115	8,726,540	10,593,610	13,065,035
(+)유,무형자산 상각비	1,286,702	2,675,453	3,152,221	3,723,139
총현금유입	8,716,817	11,401,993	13,745,831	16,788,173

자료: Valuation Tool, 리서치 4팀



그림 24. Valuation

현재가치의 합	21,209,995
PV of TV	86,035,752
현금 + 시장성유가증권	22,084,829
비영업용자산	17,043,254
Value of the Firm	146,373,830
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	146,373,830
발행주식수	17,200,000
회석주식수	
목표주가	₩ 8,510
현재주가	₩ 5,940
기대 수익률	43%

자료: Valuation Tool, 리서치 4팀

그림 25. Valuation

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	4.00%	4.00%
유,무형자산 상각비	0.50%	0.89%
영업용운전자본	-3.43%	-2.75%
순유형고정자산	5.97%	6.25%
순무형고정자산	0.28%	0.48%
기타영업용순자산	-2.51%	-2.03%

자료: Valuation Tool, 리서치 4팀

이리하여 안전마진 43%가 도출되었다.

경기 침체와 전체 도서 시장의 정체에도 불구하고 동사는 시장에 대한 독점력을 바탕으로 향후 약 3년간은 꾸준히 성장할 것으로 판단되며, 현재 1위의 지위가 흔들리지 않을 것이라는 점과 이를 바탕으로 안정적인 매출을 계속해서 올릴 수 있는 기업이라는 점을 바탕으로 리서치 4팀은 Yes24에 BUY 의견을 제시하는 바이다.

VI. Appendix 1

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	1,430	1,768	2,143	2,560
매출원가	1,056	1,290	1,537	1,842
매출총이익	375	479	606	718
판매비 및 일반관리비	356	455	546	616
인건비	58	73	78	88
광고상각비	8	8	10	10
특정자산상각비	2	1	2	3
기타판매비 및 일반관리비	89	114	130	153
영업이익	20	23	59	102
영업외손익	-8	-3	-1	7
이자수익	0	1	2	6
이자비용	2	3	0	0
외환차손익	0	0	0	0
외국환상손익	0	0	0	0
지분법이익	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-3	-0	-0
세전계속사업이익	12	21	58	110
법인세비용			-12	38
계속사업이익	12	21	70	72
종단사업이익				
당기순이익	12	21	70	72
EPS (원)	89	152	511	448
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	142	216	288	450
현금등가물 및 단기금융	62	77	98	145
시장성유가증권	0	0	0	47
매출채권	32	55	77	76
재고자산	46	73	99	140
비유동자산	193	186	219	378
투자자산	32	26	24	170
유형자산	154	152	155	153
무형자산	3	3	8	7
자산총계	336	403	507	828
유동부채	156	205	251	317
매입채무	100	141	162	213
단기차입금	30			
유동성장기차입금				
비유동부채	117	110	99	112
사채	0	0	0	0
장기차입금	60	30	0	0
부채총계	273	315	350	428
자본금	68	69	69	86
자본잉여금	183	186	186	285
이익잉여금	-188	-167	-97	72
자본조정				-1
자본총계	63	87	158	399

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한 현금흐름	62	84	72	117
당기순이익	12	21	70	72
비원가수익비용가감	21	17	23	22
유형자산취득가상락비	8	8	10	10
무형자산상락비	2	1	2	3
회회유여	3	7	8	10
외환상손익	0	0	0	0
지분법이익손익	3	84	72	117
기타	5	-84	-69	-118
영업활동으로인한 자산부	29	47	-21	23
투자활동으로인한 현금흐름	-130	-11	-20	-283
유형자산 투자	-138	-6	-13	-15
유형자산 처분	0	0	0	14
무형자산 종관	-0	-1	-7	-2
투자자산 종관	-21	6	0	-207
기타	29	-9	-1	-72
재무활동으로인한 현금흐름	93	-58	-30	212
장단기차입금증가	90	-60	-30	0
사채종관	0	0	0	0
자본종관	0	4	0	213
배당금외지급	0	0	0	0
기타	3	-2	0	-1
영업투자재무활동기타분	0	0	0	0
순현금흐름	25	16	22	47
기초현금	35	60	76	97
기말현금	60	76	97	144

주요투자지표

(%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	59.3%	23.6%	21.2%	19.4%
EBITDA성장률 %	100.8%	8.8%	118.0%	62.1%
EBIT성장률 %	752.3%	15.6%	154.1%	72.7%
순자산성장률 %	90.2%	20.0%	26.0%	63.2%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	26.2%	27.1%	28.3%	28.1%
EBITDA마진률 %	2.1%	1.8%	3.3%	4.5%
EBIT마진률 %	1.4%	1.3%	2.8%	4.0%
세전계속사업이익률 %	0.8%	1.2%	2.7%	4.3%
당기순이익률 %	0.8%	1.2%	3.3%	2.8%
Stability Ratios				
부채비율 %	434.2%	360.6%	221.8%	107.2%
순부채비율 %	44.9%	-53.3%	-62.3%	-48.2%
유동비율 %	91.5%	105.4%	114.7%	142.0%
당좌비율 %	62.3%	69.9%	75.3%	97.7%
이자보상비율	13.1	7.7	205.4	77055.9
Performance Ratios				
ROE %	21.2%	27.5%	57.3%	25.8%
ROA %	4.7%	5.6%	15.4%	10.8%
ROI %	38.7%	24.2%	37.3%	69.6%
Per Share Ratios				
수정EPS	89	152	511	447
주당순자산	463	636	1,146	2,322
주당현금흐름	161	221	596	527
주당배당금				100

VI. Appendix 2

〈WACC 변화에 따른 민감도 분석〉	
WACC	Safety.Mrg
8,0%	90,0%
8,5%	80,0%
9,0%	72,0%
9,5%	65,0%
10,0%	58,0%
10,5%	52,0%
11,0%	46,0%
11,5%	41,0%
12,0%	37,0%
12,5%	33,0%
13,0%	29,0%