대교(019680/KS)

실적의 본질을 보자

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,918 억원, 96 억원을 기록했다. 초등학령인구 감소에도 불구하고 눈높이 사업부가 23 분기 만에 턴어라운드를 기록하였으며, 중국어 교육사업인 차이홍의 견조한 성장세는 지속되었다. 2015 년 내실경영을 통해 수익성이 개선된 가운데 2016 년에는 개선된 수익성을 바탕으로 외형성장이 기대된다. 이에 더해 높은 배당성향과 안정적인 재무구조는 여전히 동사의 매력적인 투자포인트로 작용할 것으로 예상된다

매수(유지)

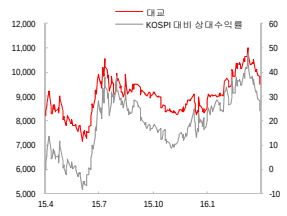
T.P 12,500 원(유지)

Analyst
이승욱
sulee@sk.com
02-3773-9015

Company Data	
자본금	521 억원
발행주식수	10,413 만주
자사주	1,391 만주
액면가	500 원
시가총액	8,064 억원
주요주주	
대교홀딩스(외19)	63.20%
대교 자사주	7.47%
외국인지분률	11.20%
배당수익률	1.50%

Stock Data	
주가(16/04/26)	9,520 원
KOSPI	2019.63 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	11,000 원
52주 최저가	7,170 원
60일 평균 거래대금	13 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-7.9%
6개월	4.9%	6.3%
12개월	22.8%	31.4%

2016 1Q Review

별도기준 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,918 억원(+0.2%, YoY), 96 억원(-19.2%, YoY)을 기록했다. 저출산으로 인한 초등학령인구 감소로 매출 감소세를 나타내던 눈높이 사업부가 23 분기만에 매출 성장을 기록하였으며, 중국어 교육사업인 차이홍의 견조한 성장세는 지속되었다. 영업이익과 순이익의 감소는 성장을 위한 일회성요인으로 판단된다. 눈높이의 경우 총원 성장에 따른 인센티브가 일정부분 지급되었으며, 차이홍은 브랜드 인지도 제고를 위한 라디오, 지하철 등 광고 비용이 집행되었다. 일회성 요인이 제거되는 2 분기부터 영업이익과 순이익 모두 정상화 될 것으로 예상된다.

매출성장, 배당확대, 안정적 재무구조 등 매력적인 투자포인트

지난 해 내실경영을 통해 수익성이 개선된 가운데 2016 년에는 개선된 수익성을 바탕으로 외형성장이 지속될 것으로 기대된다. 눈높이는 수익성이 높은 러닝센터 확대와 더불어 국/영수 및 유아 대상 제품이 확대될 예정이다. 차이홍은 고가의 성인 회원 중심의 성장이 지속될 것으로 예상되며, 부진한 모습을 나타냈었던 소빅스와 솔루니 역시 제품 라인업 강화를 통해 외형성장이 기대된다. 높은 배당성향과 안정적인 재무구조 역시 매력적인 투자포인트 이다. 지난 해 두 차례의 배당을 통해 47.1%의 높은 배당성향을 나타냈으며, 2016 년 1 분기말 기준 현금성자산 3,395 억원의 현금성 자산(시총 대비 43%)은 배당주와 자산주로서의 매력으로 꼽을 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 12,500 원 유지

2016 년 예상 매출액과 영업이익은 각각 7,593 억원(+1.2%, YoY), 494 억원(+7.3%, YoY)로 추정한다. 지난 해 개선된 수익성을 바탕으로 외형성장과 높은 배당성향, 안정적인 재무구조 등 매력적인 투자포인트를 바탕으로 투자의견 매수, 목표주가 12,500 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,568	7,448	7,503	7,593	7,707	7,800
yoy	%	-1.9	-1.6	0.7	1.2	1.5	1.2
영업이익	억원	431	382	460	494	540	546
yoy	%	7.1	-11.4	20.4	7.3	9.3	1.2
EBITDA	억원	769	722	786	875	829	719
세전이익	억원	640	616	604	1,044	1,092	1,099
순이익(지배주주)	억원	421	460	466	805	842	847
영업이익률%	%	5.7	5.1	6.1	6.5	7.0	7.0
EBITDA%	%	10.2	9.7	10.5	11.5	10.8	9.2
순이익률	%	5.6	6.2	6.2	10.6	10.9	10.9
EPS	원	404	442	447	773	809	813
PER	배	18.1	15.9	19.9	12.3	11.8	11.7
PBR	배	1.2	1.1	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	7.0	6.7	8.2	7.7	8.0	8.9
ROE	%	6.5	7.1	7.3	12.3	12.2	11.5
순차입금	억원	-1,520	-1,979	-2,183	-2,433	-2,509	-2,759
부채비율	%	24.4	25.1	21.9	21.0	20.1	19.0

행복파트너 SK증권

Analyst 이승욱 sulee@sk.com / 02-3773-9015

1. 실적의 본질을 보자

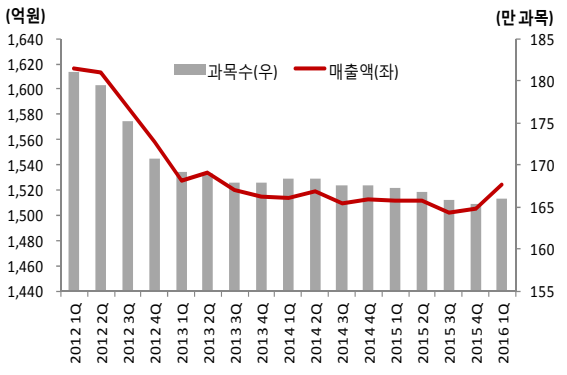
별도기준 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,918 억원(+0.2%, YoY), 96 억원(-19.2%, YoY)을 기록했다. 1 분기 실적 관련 가장 돋보였던 부분은 논높이 사업부의 매출 성장일 것이다. 저출산으로 인한 초등학령인구 감소에도 불구하고 눈높이 사업부가 23 분기만에 총원 성장에 힘입어 턴어라운드를 나타냈다. 주력 제품위주의 매출이 증가하며 ASP 상승하였으며, 수익성 높은 730 개의 러닝센터 평균과목 역시 2015 년 말 1,132 과목에서 1,165 과목으로 32 과목 증가하였다. 특히 개인별 맞춤종합학습제도를 도입하여 개인별 맞춤 서비스 포트폴리오를 강화했던 점이 총원 성장을 견인한 것으로 판단된다.

1 분기 실적 Review (단위:%, 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,914	1,862	1,859	1,869	1,918	0.2	2.6	1,938	1,937	-1.0
영업이익	119	111	114	116	96	-19.2	-17.3	121	127	-24.6
세전이익	208	178	84	134	158	-24.0	17.9	159	264	-40.2
순이익	170	122	60	114	124	-27.2	9.1	118	204	-39.1
영업이익률	6.2	6.0	6.1	6.2	5.0	-1.2	-1.2	6.3	6.6	-1.6
세전이익률	10.9	9.6	4.5	7.2	8.2	-2.6	1.1	8.2	13.6	-5.4
순이익률	8.9	6.5	3.2	6.1	6.5	-2.4	0.4	6.1	10.5	-4.1

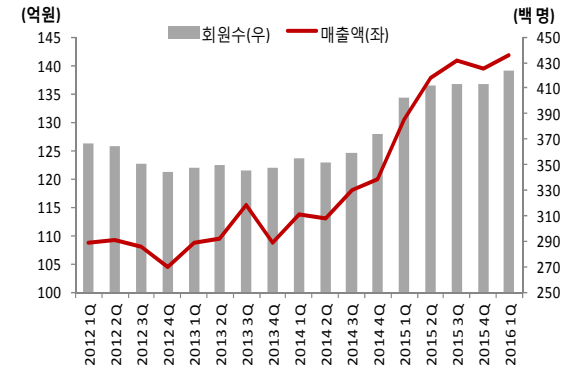
자료: SK 증권

눈높이 매출액 vs 과목수 추이 (단위: 억원, 만 과목)



자료: 대교, SK 증권

차이홍 매출액 vs 회원수 추이 (단위: 억원, 백명)



자료: 대교, SK 증권

중국어 교육사업인 차이홍 역시 견조한 성장세가 지속되었다. 고가의 성인회원이 증가하며 ASP 가 꾸준히 상승하였다. 성인회원 증가에 따라 종로 2 호점, 부산, 창원 차이홍 스퀘어 오픈 예정이다. 최근 차이홍 공자학당을 통해 중국어 능력검정시험인 HSK 와 중국어 말하기 능력 검정 시험인 HSKK 를 공식 주관사로 선정됨에 따라 하반기 차이홍의 매출 성장이 강화될 것으로 예상된다.

영업이익과 순이익의 감소는 성장을 위한 일회성요인으로 판단된다. 눈높이의 경우 총원 성장에 따른 인센티브가 일정부분 지급되었으며, 차이홍은 브랜드 인지도 제고를 위한 라디오, 지하철 등 광고 비용이 집행되었다. 일회성 요인이 제거되는 2 분기부터 영업이익과 순이익 모두 정상화 될 것으로 예상된다.

부문별 매출액 추이

(단위:억원)

	2012		2013		2014		2015		1Q 2016	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
눈높이사업부문	6,804	534	6,538	424	6,519	380	6,578	444	1,667	69
눈높이	6,373	487	6,096	367	6,055	347	6,030	395	1,525	65
차이홍	430	47	442	57	465	33	548	49	142	5
미디어사업부문	794	-107	859	19	752	34	706	9	179	7
소빅스	359	-30	408	28	312	19	308	14	81	4
솔루니	271	3	272	13	265	7	262	12	63	1
출판	87	-79	93	-27	80	5	34	-22	7	0
영상(어린이TV)	77	-1	87	4	95	3	101	4	28	3
해외사업	49	-2	58	-4	55	-5	61	-4	12	-3
전사기타	69	-22	112	-8	122	-26	159	12	61	23
합계	7,715	403	7,568	431	7,448	382	7,503	460	1,918	96

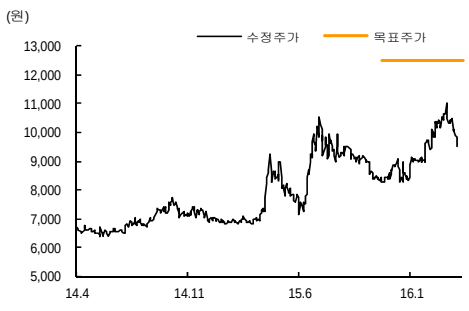
자료: 대교, SK 증권

2. 매출성장, 배당확대, 안정적인 재무구조 등 매력적인 투자포인트

지난 해 내실경영을 통해 수익성이 개선된 가운데 2016 년에는 개선된 수익성을 바탕으로 외형성장이 지속될 것으로 기대된다. 눈높이는 수익성이 높은 러닝센터 확대와 더불어 국/영수 및 유아 대상 제품이 확대될 예정이다. 차이홍은 고가의 성인 회원 중심의 성장이 지속될 것으로 예상되며, 부진한 모습을 나타냈었던 소빅스와 솔루니 역시 제품 라인업 강화를 통해 외형성장이 기대된다. 높은 배당성향과 안정적인 재무구조 역시 매력적인 투자포인트 이다. 지난 해 두 차례의 배당을 통해 47.1%의 높은 배당성향을 나타냈으며, 2016 년 1 분기말 기준 현금성자산 3,395 억원의 현금성 자산(시총 대비 43%)은 배당주와 자산주로서의 매력으로 꼽을 수 있다. 이에 따라 투자의견 매수, 목표주가 12,500 원을 유지한다.

Analyst 이승욱 sulee@sk.com / 02-3773-9015

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.04.27	매수	12,500원
	2016.02.24	매수	12,500원
	2015.12.04	매수	12,500원
	2015.10.22	Not Rated	
	2015.07.23	Not Rated	
	2015.05.21	Not Rated	
	2015.04.24	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 4 월 27 일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,148	3,031	3,297	3,390	3,651
현금및현금성자산	852	801	1,015	1,055	1,306
매출채권및기타채권	583	338	343	348	352
재고자산	183	152	154	157	158
비유동자산	4,864	4,776	4,816	5,155	5,429
장기금융자산	1,229	1,227	1,227	1,227	1,227
유형자산	1,305	1,355	1,123	984	811
무형자산	505	414	514	614	714
자산총계	8,012	7,807	8,113	8,545	9,081
유동부채	1,419	1,308	1,312	1,336	1,352
단기금융부채	28	3	7	11	11
매입채무 및 기타채무	248	204	235	239	242
단기충당부채	6	7	7	7	7
비유동부채	189	95	96	97	98
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,607	1,403	1,408	1,433	1,450
지배주주지분	6,405	6,404	6,706	7,112	7,631
자본금	521	521	521	521	521
자본잉여금	689	711	711	711	711
기타자본구성요소	-664	-733	-733	-733	-733
자기주식	-669	-742	-742	-742	-742
이익잉여금	5,224	5,386	5,758	6,234	6,823
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,405	6,404	6,706	7,112	7,631
부채와자본총계	8,012	7,807	8,113	8,545	9,081

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,448	7,503	7,593	7,707	7,800
매출원가	6,178	6,170	6,226	6,281	6,357
매출총이익	1,269	1,333	1,367	1,426	1,443
매출총이익률 (%)	17.1	17.8	18.0	18.5	18.5
판매비와관리비	887	873	873	886	897
영업이익	382	460	494	540	546
영업이익률 (%)	5.1	6.1	6.5	7.0	7.0
비영업손익	234	144	550	553	553
순금융비용	-47	-29	-34	-37	-37
외환관련손익	4	10	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	-42	87	87	87	87
세전계속사업이익	616	604	1,044	1,092	1,099
세전계속사업이익률 (%)	8.3	8.1	13.7	14.2	14.1
계속사업법인세	156	138	239	250	252
계속사업이익	460	466	805	842	847
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	460	466	805	842	847
순이익률 (%)	6.2	6.2	10.6	10.9	10.9
지배주주	460	466	805	842	847
지배주주귀속 순이익률(%)	6.17	6.21	10.6	10.93	10.86
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	201	347	735	772	777
지배주주	201	347	735	772	777
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	722	786	875	829	719

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	625	654	624	584	473
당기순이익(손실)	460	466	805	842	847
비현금성항목등	335	439	71	-14	-128
유형자산감가상각비	340	326	382	289	173
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-129	123	-423	-423	-423
운전자본감소(증가)	6	-56	-12	6	5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	28	38	-5	-5	-4
재고자산감소(증가)	-16	1	-2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-9	31	4	3
기타	-8	-85	-36	10	8
법인세납부	-176	-195	-239	-250	-252
투자활동현금흐름	-361	-392	20	-181	41
금융자산감소(증가)	-41	-265	-40	-40	0
유형자산감소(증가)	-114	-145	-150	-150	0
무형자산감소(증가)	-218	-118	-100	-100	-100
기타	11	135	310	109	141
재무활동현금흐름	-250	-316	-430	-364	-262
단기금융부채증가(감소)	0	0	4	4	0
장기금융부채증가(감소)	0	-27	0	0	0
자본의증가(감소)	-66	-78	0	0	0
배당금의 지급	-184	-211	-326	-365	-259
기타	0	0	-1	-2	-4
현금의 증가(감소)	16	-51	214	40	251
기초현금	836	852	801	1,015	1,055
기말현금	852	801	1,015	1,055	1,306
FCF	444	553	500	461	499

자료 : 대교, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-1.6	0.7	1.2	1.5	1.2
영업이익	-11.4	20.4	7.3	9.3	1.2
세전계속사업이익	-3.8	-1.8	72.7	4.7	0.6
EBITDA	-6.1	8.8	11.4	-5.3	-13.2
EPS(계속사업)	9.3	1.3	72.7	4.7	0.6
수익성 (%)					
ROE	7.1	7.3	12.3	12.2	11.5
ROA	5.7	5.9	10.1	10.1	9.6
EBITDA마진	9.7	10.5	11.5	10.8	9.2
안정성 (%)					
유동비율	221.9	231.7	251.3	253.8	270.1
부채비율	25.1	21.9	21.0	20.1	19.0
순차입금/자기자본	-30.9	-34.1	-36.3	-35.3	-36.2
EBITDA/이자비용(배)	144.5	150.7	847.1	346.9	192.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	442	447	773	809	813
BPS	6,151	6,150	6,440	6,830	7,328
CFPS	768	760	1,139	1,086	980
주당 현금배당금	230	240	280	290	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.5	23.6	14.2	13.6	13.5
PER(최저)	14.5	15.2	10.7	10.2	10.2
PBR(최고)	1.3	1.7	1.7	1.6	1.5
PBR(최저)	1.0	1.1	1.3	1.2	1.1
PCR	9.2	11.7	8.4	8.8	9.7
EV/EBITDA(최고)	7.6	10.1	9.1	9.5	10.6
EV/EBITDA(최저)	5.9	5.6	6.4	6.7	7.3