

### 펀더 대비 과도한 저평가, 사지 않을 이유가 없다

Peer PER Method를 활용하여 26E EPS 6,342원에 Target Multiple 4.07을 적용한 목표주가 25,700원, 상승여력 62.86%로 투자 의견 Buy를 제시한다. 동사는 단단한 펀더멘탈을 가진 기업으로, 가파른 탑라인 성장 국면에 있음에도 불구하고 시장의 오해로 저평가되고 있다. 본서를 통해 동사의 진정한 가치를 확인해보자.

### 투자포인트 1. 안정적인 스텝업을 눈앞에 둔 동사

동사는 절대적인 플랫폼 경쟁력을 바탕으로, 검정 교과서 시장에 진출함과 동시에 점유율 1위라는 영예를 거머쥐었다. 다양한 1위 플랫폼 간의 시너지는 교과서 선택의 주체인 교사들을 강력하게 락인시키며, 이러한 선순환의 구조는 점점 견고해져 간다. 와중에 동사 앞에는 22개정 교육과정의 도입이라는, 교과서 시장에서 P와 Q를 동시에 확대할 거대한 기회가 주어졌고, 동시에 정부에서는 AI 디지털 교과서 도입이라는 또 다른 드라이브를 걸고 있다. 이러한 기회를 통해 매출의 외형을 확장하고, 향후 몇 년간 안정적인 현금흐름을 창출하게 될 동사의 미래를 짚어보자.

추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	104,146	123,055	152,180	13,348	201,149	263,158	279,821
YoY(%)	-7.79%	18.16%	23.67%	6.40%	32.18%	30.83%	6.33%
매출원가	36,084	41,528	47,663	5,229	60,063	75,467	80,472
매출총이익	68,061	81,528	104,517	8,118	141,085	187,691	199,349
GPM(%)	65.35%	66.25%	68.68%	60.82%	70.14%	71.32%	71.24%
판매비와관리비	37,488	47,483	58,417	17,642	77,598	91,398	96,123
영업이익(손실)	30,574	34,045	46,101	(9,524)	63,487	96,293	103,226
OPM(%)	29.36%	27.67%	30.29%	-71.35%	31.56%	36.59%	36.89%
금융손익	(858)	2,801	3,065	1,388	3,710	4,046	4,377
기타손익	(497)	(95)	(9,700)	8	-	-	-
지분법손익	-	-	(99)	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익(손실)	29,219	36,750	39,367	(8,128)	67,197	100,339	107,603
법인세비용(수익)	6,815	6,516	8,291	(713)	13,913	20,775	22,279
당기순이익(손실)	22,403	30,235	31,076	(7,415)	53,284	79,564	85,323
NPM(%)	21.51%	24.57%	20.42%	-55.55%	26.49%	30.23%	30.49%

Rating

Buy

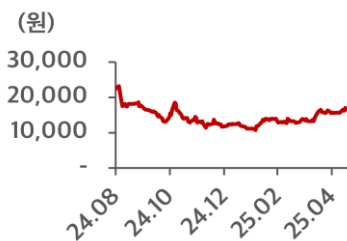
현재주가: 15,780 원

목표주가: 25,700 원

상승여력: 62.86%

### 12M 추가추이

시가총액 2,071 억 원



### Key Metrics (1Q25)

자산 총계 2,145 억 원

부채 총계 495 억 원

자본 총계 1,650 억 원

PER (TTM) 6.35x

EPS (TTM) 2,475 원

ROE (TTM) 16.96%

### 주요 주주

시공테크 26.49%

박기석 17.97%

박대민 9.47%

### SMIC 1 팀

팀장 50기 정성우

팀원 50기 김태형

51기 김연우

51기 원대한

51기 임승범

# CONTENTS

---

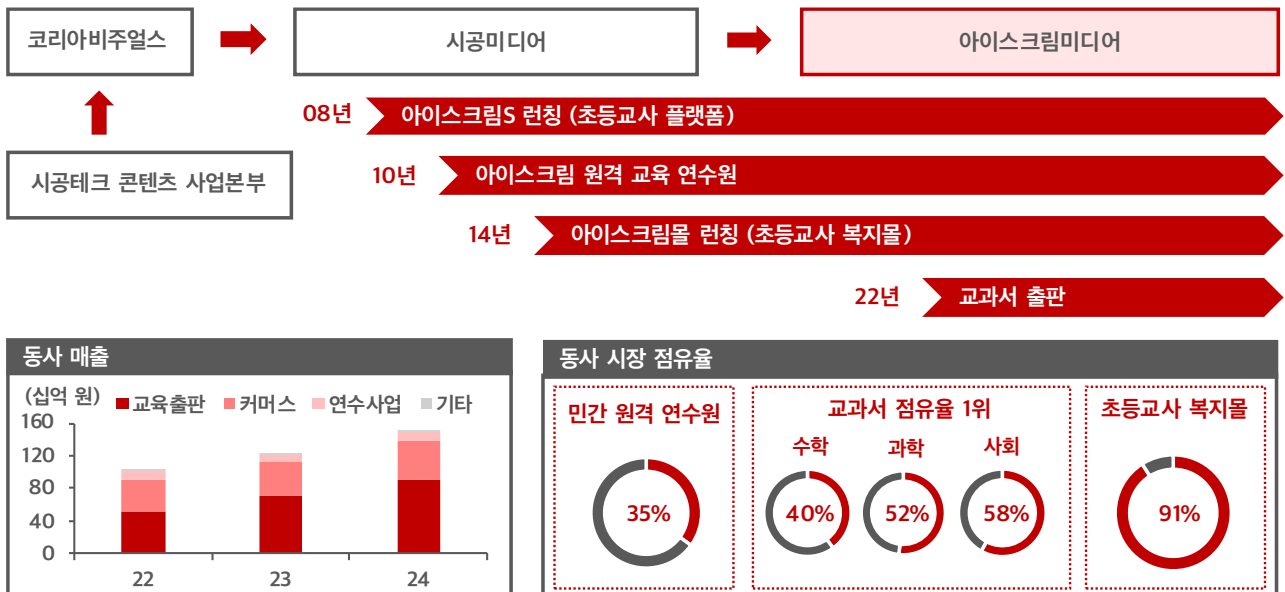
1. 초등교육의 절대 강자, 아이스크림미디어 - 산업/기업분석	03
2. 동사를 제대로 바라보아야할 때 - Intro with 주가분석	08
3. 안정적인 스텝업을 눈앞에 둔 동사 - 투자포인트 1	09
4. 매출 추정	16
5. Valuation	20
Appendix	23

## 1. 초등교육의 절대 강자, 아이스크림미디어 - 산업/기업 분석

동사는 어렸을 적 우리의 기억 속에 깊이 자리 잡고 있다. 동사는 '아이스크림S'라는 플랫폼을 통해 대한민국 초등 교육 현장에 깊숙이 파고들었으며, 교과서 출판, 교사용 이커머스, 교사 온라인 교육 연수 사업으로까지 영향력을 확대하고 있다. 매력적이면서도 단단한 BM을 기반으로 성장 모멘텀까지 보유한 동사와, 이를 둘러싼 대한민국 초등 공교육 산업에 대해 알아보자.

### 1.1. 대한민국 초등교육 속 깊숙이 뿌리내린 동사

도표 1-1. 동사의 사업 확장 과정



출처: 동사 홈페이지, 동사 IR, SMIC 1팀

**동사 사업의 근간 '아이스크림S'** 동사는 2002년 시공테크의 콘텐츠 사업본부에서 분사 후, 2008년 초등 교사의 수업 지원 플랫폼인 '아이스크림S'를 통해 사업을 본격화했다. '아이스크림S'는 초등학교에서 교사가 교과서와 연계하여 활용하는 동영상 자료를 비롯해, 플래시, 이미지 등 다양한 형태의 수업자료를 제공하는 플랫폼이다. 08년 출시와 동시에 교사의 75%가 사용하며, 현재 90% 이상의 교사가 사용하는 '아이스크림S'는 명실상부 대한민국 초등 교육의 필수 플랫폼이다.

**초등 디지털 교육 독점 플랫폼** 아이스크림S 플랫폼은 보수적인 공교육 시장을 빠르게 선점하며, 국내 최대의 멀티미디어 교육 콘텐츠 라이브러리를 구축했다. 15년 넘게 90%이상의 교사들이 사용해 온 아이스크림S는 오랜 기간 축적된 교사들의 사용 경험이라는 압도적 해자를 갖고 있다. 기존에 사용하던 플랫폼을 고수하려는 보수적인 교사들의 성향뿐 아니라, 동사가 오랜 기간 축적한 650만개라는 교육 콘텐츠 수는 동사가 독점하는 초등학교 디지털 교육 플랫폼의 또 다른 진입장벽이 되어준다. 이 같이 공고한 동사의 독점 초등 교육 플랫폼 아이스크림S를 바탕으로 동사는 사업을 확장해왔다.

**'아이스크림S'를 활용한 사업의 확장** 동사는 아이스크림S로 유입된 이용자를 대상으로 교구 및 교자재를 판매하는 초등교사용 복지물인 '아이스크림 물'을 출시하였고, 22년에는 아이스크림S와 시너지 효과를 낼 수 있는 교과서 출판업에 진출하며 사업을 확장하였다. 뿐만 아니라 교사를 대상으로 온라인 교육 연수 사업도 영위중인 동사는, 아이스크림S라는 대한민국 초등교육을 독과점하는 플랫폼을 바탕으로 교과서 출판, 이커머스, 온라인 연수로 연계되는 매력적인 사업구조를 갖게 되었다.

## 1.2. 교과서는 아이스크림: 검정 교과서 출판 사업

동사의 핵심 사업 ① : 검정 교과서 출판 24년 기준 동사 매출의 58%는 교과서 출판업에서 나오는 만큼, 현재 동사의 핵심 사업은 초등학교 교과서 출판이다. 동사의 초등학교 교과서 출판 사업을 이해하기 위해 대한민국의 교과서 출판 산업에 대해 알아본 후, 교과서 출판 산업 속 동사의 입지를 확인해보자.

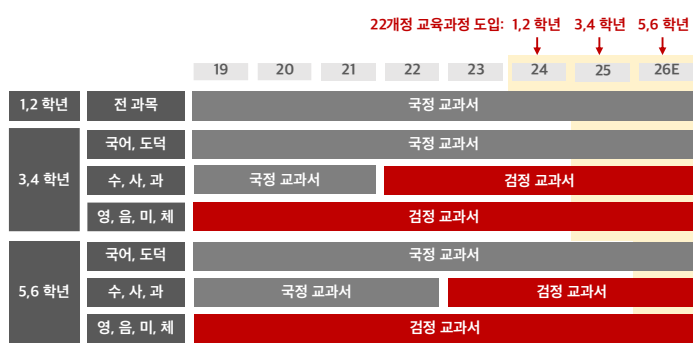
국정 교과서 vs 검정 교과서 대한민국의 교과서는 크게 국가에서 만드는 국정 교과서와, 민간 발행사들이 출판하고 교육부가 검정하여 통과시키는 검정 교과서로 구분된다. 교육의 질과 선택의 자유를 위해 10년대 초에 대부분이 검정 교과서로 전환된 중, 고등학교와 달리 초등학교에서는 아직 국정 교과서가 쓰이고 있으며, 학년별과 과목별로 검정 교과서로의 전환이 진행 중이다.

초등학교의 검정 교과서 전환 현황 초등학교 1,2학년 교과서의 경우 아직 전 과목에 국정 교과서가 사용되고 있으며, 3~6학년 교과서의 경우 학년별, 과목별로 순차적으로 검정 교과서로 전환되고 있다. 3,4학년의 경우 영어, 음악, 미술, 체육이 먼저 검정 교과서로 전환되었고 22년에 사회, 수학 과학까지 검정 교과서로 전환되며, 국어, 도덕을 제외한 전 과목이 검정 교과서를 사용하고 있다. 5,6학년의 경우도 마찬가지로 영어, 음악, 미술, 체육은 먼저 검정 교과서로 전환되었고 23년에 사회, 수학, 과학까지 검정 교과서로 전환되며, 국어, 도덕을 제외한 전 과목이 현재 검정 교과서를 사용하는 상황이다.

검정 교과서 채택 과정 검정 교과서로 전환이 확정된 교과서들의 경우 각 학교별로 교사 의견을 수렴하여 교과서를 선정한다. 선정하는 데 있어 교사들의 의견이 가장 중요한만큼 거의 모든 교사들이 활용하는 플랫폼과 연계되는 동사의 교과서는 타 교과서들 대비 해자를 가진다. 검정 교과서를 출판하는 미래엔, 비상교육, 천재교육 등 어떠한 출판사의 교과서를 채택하여도 동사의 플랫폼인 '아이스크림'을 활용하여야 하기에, 독점 플랫폼이 있다는 것은 동사의 교과서에 엄청난 경쟁력이 되어준다.

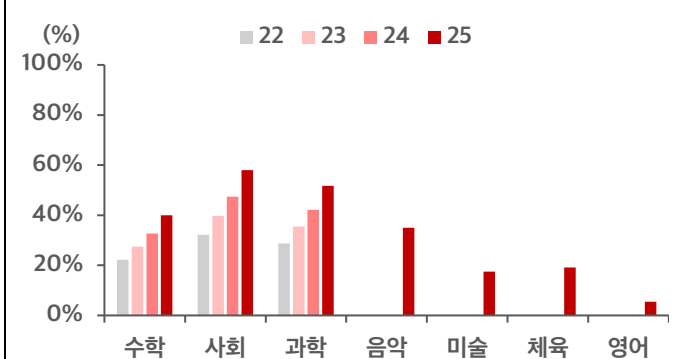
동사는 검정 교과서 점유율 1위 동사는 22년 검정 교과서 출판 진입 첫 해에 전체 13개 출판사 중 점유율 1위를 달성했다. 동사는 검정 교과서 출판과 함께 유료 서비스였던 '아이스크림S'를 전면 무료화하고 동사의 교과서와 연계할 수 있도록 함에 따라, 초등교사들의 압도적 지지를 받으며 채택될 수 있었다. 동사는 22년에 3,4학년의 수학, 과학, 사회 3과목의 교과서 출판을 시작하였는데, 진입 첫 해에 약 30%의 점유율을 달성하며 점유율 1위를 달성하였으며, 25년 기준 점유율이 50%까지 상승하였다. 한번 채택된 교과서는 교육 과정이 바뀌거나 변수가 있지 않는 한 대부분 유지됨에도, 동사의 점유율이 꾸준히 상승한 것은 동사 교과서의 압도적 해자를 반증한다.

도표 1-2. 초등학교 국정교과서, 검정교과서 채택 현황



출처: 교육부, SMIC 1팀

도표 1-3. 동사의 검정 교과서 시장 점유율



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

**동사의 판매 가능 교과목 수는 확대 중** 동사는 국정 교과서가 검정 교과서로 전환되고, 22개정 교육과정 교과서가 도입됨에 따라 판매 가능 교과목 수도 대폭 확대 중이다. 동사는 23년에 5,6학년의 수학, 과학, 사회에도 진출하며 판매가능 교과목 수를 확대하였고, 25년부터 도입되는 3,4학년의 22개정 교육과정의 7과목의 교과서 검정 심사에 합격하여 여러 학교들과 공급계약을 체결한 상황이다. 또한, 26년부터 도입되는 5,6학년의 22개정 교육과정의 7과목의 교과서 검정 심사는 올해 이루어질 예정이며, 동사는 이를 통해 26년부터는 3~6학년 전 과목의 교과서를 출판할 계획이다.

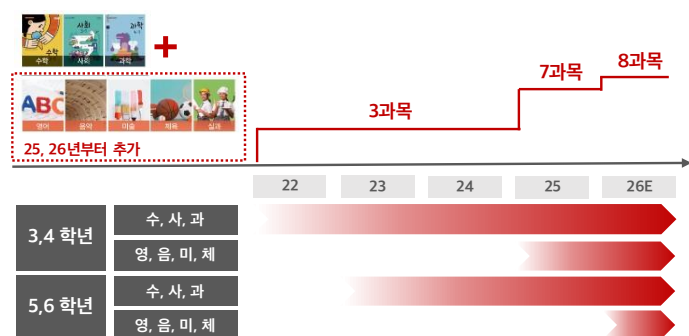
**교육과정 전환에 따라 교과서 가격은 인상** 초등 교과서는 15개정 교육과정에서 22개정 교육과정으로 전환됨에 따라 평균적으로 가격이 약 50% 이상 인상되었다. 현재 1,2학년 모든 과목은 22개정 교육과정으로 전환되었고, 3,4학년은 25년부터, 5,6 학년은 26년부터 22개정 교육과정으로 전환될 예정이다. 실제로 25년부터 3,4학년 교과서들이 22개정 교육과정으로 전환되면서 동사의 교과서들도 가격을 약 50% 인상하였다. 동사와 같은 교과서 출판사들은 교과서 도입 전년도 4분기에 공급계약을 체결하고 매출인식 하기에, 이러한 가격 인상효과는 동사의 24년 4분기 매출에 반영되었다.

**교과서 출판업에 학령인구 감소 영향은 제한적** 초등학생 인구 감소가 교과서 출판업에 미치는 영향은 제한적이다. 출생아 수에 기반해 추정된 결과, 21년도에 270만명이었던 초등학생은 35년에 200만명까지 줄어들 것으로 예상된다. 하지만, 국내 유아 및 초중등 정부 예산은 내국세에 영향을 받으며, 국내 GDP와 연계되어 상승 중이다. 실제로 국내 유아 및 초중등 정부예산은 21년 58.6조원에서 25년 81.3조원으로 4년 만에 39% 상승했다. 즉, 1인당 공교육비가 증가하고 있으며, 이는 국가가 AI 디지털 교과서를 도입하고 기존 서책형 교과서의 퀄리티를 대폭 상승하며 가격을 인상할 수 있게 만들어준다.

**서책형 교과서와 패키지로 연계되어 도입되는 AIDT** AI 디지털 교과서(AIDT)는 기존 서책형 교과서와 연계되어 패키지 형식으로 적용되며, AIDT를 통해 학생 개인 맞춤 피드백과 교육이 가능하다. 도입 첫 해인 올해, AIDT를 1종 이상 적용한 초등학교의 비율은 전체의 32.4%이다. 교육부에서 발표한 로드맵에 의하면, 25년부터 3,4학년 영어, 수학, 정보 교과서에 AIDT가 적용되며, 26년에는 5,6학년 영어, 수학, 정보에, 27년부터 3~6학년 사회, 과학으로 그 범위가 확대된다. 이에 25년 적용본에 대해 총 146종의 AIDT가 심사를 신청하였는데 그중 76종이 합격하였다.

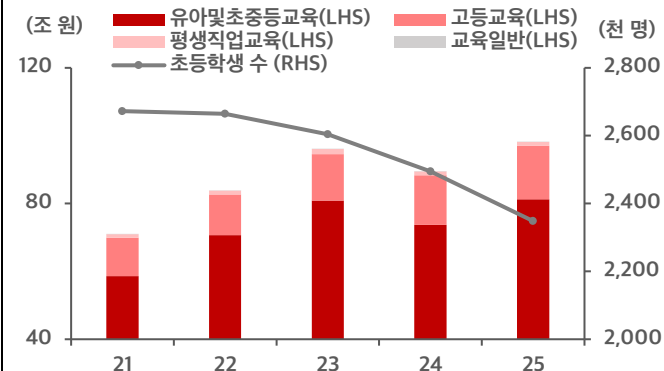
**동사의 AIDT 진출 현황** 동사는 영어 2종, 수학 2종에 대해 심사를 신청하여 영어 2종에 대해서 합격하였고, 수학 2종의 경우 25년 2차 검정에 다시 도전해 합격을 도모하고 있다. 전술하였듯이, AIDT는 기존 서책형 교과서와 연계되어 도입되는 만큼, 동사가 과점하고 있는 수학, 사회, 과학으로 동사의 AIDT가 확대된다면 동사의 AIDT 사업은 빠르게 성장할 것이라 예상된다.

도표 1-4. 동사 판매 가능 교과목 수 현황 (AIDT 포함)



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 1-5. 유아 및 초중등 정부 예산, 초등학교 인구



출처: 통계청, 지방 교육 재정 알리미, SMIC 1팀

## 1.3. 이커머스 &amp; 온라인 연수 사업

고 마진  
이커머스 사업부

동사의 이커머스 사업부는 24년 기준 매출 비중 32%로, 교과서 출판을 하기 전 동사의 핵심 매출원이었다. 동사가 운영하는 아이스크림몰은 초등학교 온라인 교구 시장의 91%를 점유한다. 교사들은 학교 예산을 통해 아이스크림몰에서 동사의 자체 PB 상품과, 협력 업체들의 입점 상품들을 구매할 수 있다. 동사의 PB 상품의 경우 제품매출 전액이 인식되고, 협력 업체들의 입점 상품에 대해서는 판매 수수료만 인식한다. 24년 들어 PB 상품 매출이 이커머스에서 53%를 차지하며 그 비중이 확대되고 있으며, 이커머스의 OPM은 39%로 수익성이 매우 높은 사업부이다.

온라인 연수 사업  
민간 부문 1위

동사는 교사들이 연간 의무적으로 이수해야 하는 직무 연수를 위한 온라인 연수 사업 또한 영위하고 있다. 전체 매출의 6% 정도로 매출 기여도는 작지만, 온라인 연수 사업은 정부 인증이 필요한만큼 동사의 초등교육산업에서의 입지를 보여준다. 동사의 온라인 연수원은 민간 부문에서 35%를 점유하며 민간 업체들 중 점유율 1위이다. 연간 약 50만명의 교사가 동사를 통해 온라인 연수를 한다는 점은 동사의 초등교육에서의 지위를 공고히 해준다.

## 1.4. 정부 예산에서 동사까지

교육부 예산을 통한  
안정적 BM

동사는 독점적인 초등교육 플랫폼을 기반으로 다양한 B2G 사업을 영위하며, 안정적인 현금흐름을 창출하고 있다. 동사의 교과서 출판, 이커머스, 온라인 연수 사업 모두 교육부 예산을 기반으로 매출이 발생하기에 급격한 예산 감축이 있지 않는 한 동사의 매출이 꺾일 일은 없다.

지방교육재정교부금  
→ 시, 도 교육청  
→ 각 학교

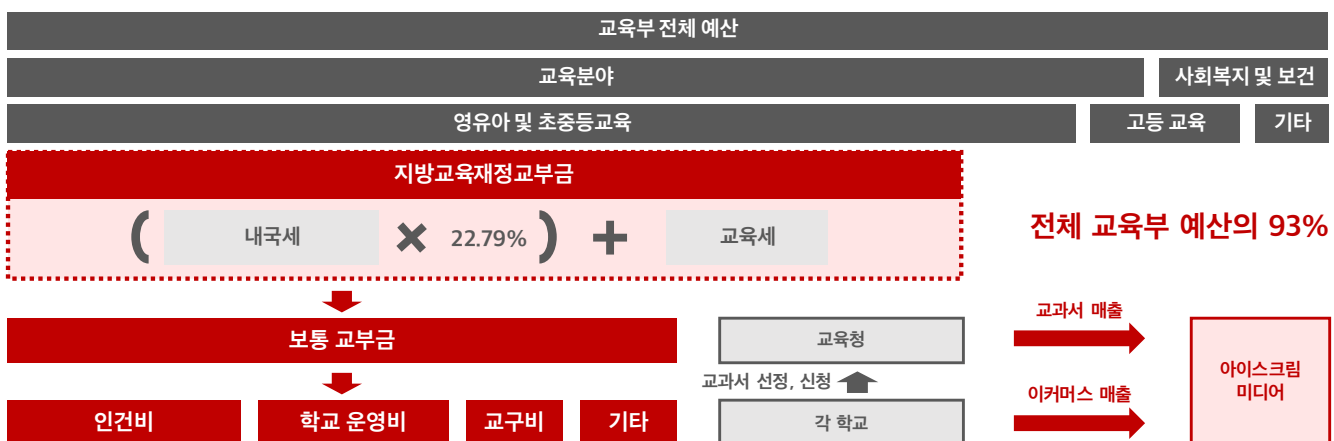
동사의 핵심 사업부인 교과서 출판과 이커머스의 재원은 지방교육재정교부금에서부터 출발한다. 지방교육재정교부금은 (내국세의 20.79% + 교육세 전액)으로 이루어지며, 교육부 예산의 93%를 차지한다. 편성된 지방교육재정교부금은 지역별 학급\*학생수, 교직원 인건비 등을 고려하여 각 시, 도 교육청으로 교부된다. 이후 각 교육청은 학교운영비, 교구비 등을 각 학교로 이체한다.

교과서 출판 매출  
: 교육청으로부터

각 기구별로 할당된 예산을 바탕으로 동사의 교과서 출판 매출은 교육청으로부터 발생하고, 이커머스 매출은 교사들의 주문으로부터 발생한다. 교과서 출판 매출 발생 구조부터 살펴보자. 각 학교는 매해 10월 다음 년도 교과서를 채택하고, 얼마나 필요한지 NEIS를 통해 교육청으로 전달한다. 이를 바탕으로 교육청은 직접 동사와 같은 출판사들과 공급계약을 체결하고 이는 곧 동사의 교과서 출판 매출로 이어진다. 이커머스의 경우 각 학교의 교사들이 필요할 때마다 필요한 교구를 동사의 아이스크림몰을 통해 주문하고 해당 금액을 각 학교운영비에 청구한다. [도표1-6]

이커머스 매출  
: 각 교사들이 주문

도표 1-6. 동사 사업부별 매출 발생 구조



출처: 교육부, SMIC 1팀

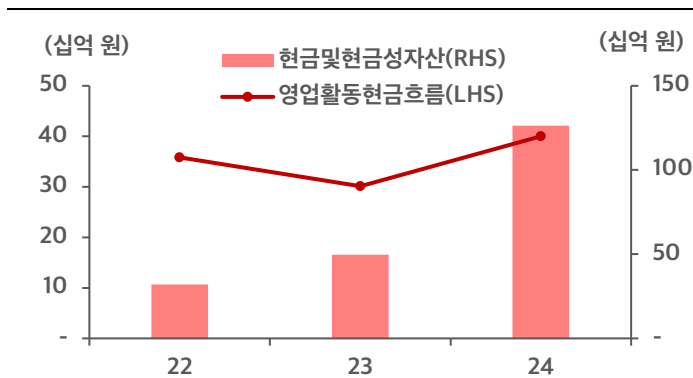
## 1.5. 실적 및 재무분석

교과서 출판업에 진출 : 외형확장 + 안정성↑	동사는 22년 교과서 출판업에 진출하며 외형을 크게 확장하였고, 기존 이커머스에 의존하던 사업을 다각화하며 안정적인 매출을 발생시키고 있다. 교과서의 경우 교사들이 직접 필요에 의해 주문하는 이커스와 달리, 매해 학교에서 교과서를 선정하고 교육청에서 집계해 주문하는 방식으로 보다 안정적인 매출을 발생시킨다. 22년 교과서 출판을 시작하면서 매출의 36%에 해당하는 380억원이 더해졌으며, 현재는 교과서 출판이 전체 매출의 58%를 차지하는 핵심 매출원이다.
플랫폼을 통해 판관비 감축	동사는 초등학교 독점 플랫폼인 아이스크림S를 통해 광고비, 인건비를 비롯한 판관비를 감축하고 있다. 동사의 판관비율은 36~38%수준으로 교과서 출판업 peer인 비상교육 (55%~60%)보다 낮으며, 사교육 이커머스 peer인 웅진싱크빅(45%), 아이스크림에듀(46%) 보다도 낮은 수준이다. 교과서 출판업의 경우 동사는 22년부터 진출한 뉴페이스임에도 별다른 광고나 영업 없이 아이스크림S를 통해 점유율 1위를 달성하였다. 이커머스 또한 아이스크림S를 통해 바로 아이스크림몰에 접속할 수 있게끔 하여 별도의 영업이나 광고 없이도 교사들의 주문을 이끌어내고 있다.
탄탄한 현금흐름	교과서 출판, 이커머스를 필두로 하는 동사의 안정적인 사업구조는 동사의 탄탄한 현금흐름을 통해 그 진가가 드러난다. 동사의 영업활동 현금흐름은 23년 300억, 24년 400억 수준으로 안정적이며, 현금 및 현금성 자산은 꾸준히 늘어 24년에는 약 1,250억 수준의 현금이 쌓여 있는 상태이다. 특히, 24년에 IPO를 통해 약 760억의 현금을 확보한 동사는 안정적인 현금흐름을 바탕으로 배당 여력이 충분히 여유로운 상황이다.

## 1.6. 시공그룹의 알짜 자회사인 동사

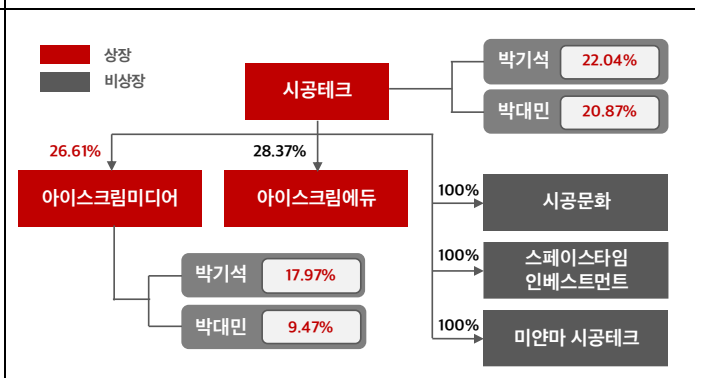
동사의 지배구조	동사의 최대주주는 모회사인 시공테크로 26%의 지분을 보유중이다. 동사는 시공테크의 콘텐츠 사업부가 분사해 탄생한만큼, 동사는 시공그룹의 지배를 받는다. 시공테크의 최대주주는 창립자인 박기석 회장으로 24년 말까지 약 40%의 지분을 갖고 있었지만, 최근 장남인 박대민에게 약 20%의 지분을 증여했다. 박기석, 박대민을 중심으로 오너일가는 그룹의 지주사격인 시공테크의 지분을 43% 확보하고 있으며, 자회사인 동사의 지분 또한 34%정도 확보하고 있다.
동사의 아픈 동생 : 아이스크림 에듀	시공테크는 동사 외에도 사교육 에듀테크 기업인 아이스크림에듀를 자회사로 갖고 있다. 아이스크림 에듀는 동사의 전신인 시공미디어의 가정용 스마트 학습지인 ‘아이스크림 홈런’ 사업부문이 분사하여 설립되었으며, 23년부터 적자가 지속되고 있는 시공 그룹의 아픈 손가락이다. 동사보다 먼저 19년에 상장하였지만, 상장 이후 줄곧 투자자들의 기회를 하회하는 실적을 보이며 현재 주가는 공모가 대비 -88% 수준에 머무르고 있다.

도표 1-7. 동사 OCF, 현금 및 현금성자산



출처: DART, SMIC 1팀

도표 1-8. 동사 지배구조



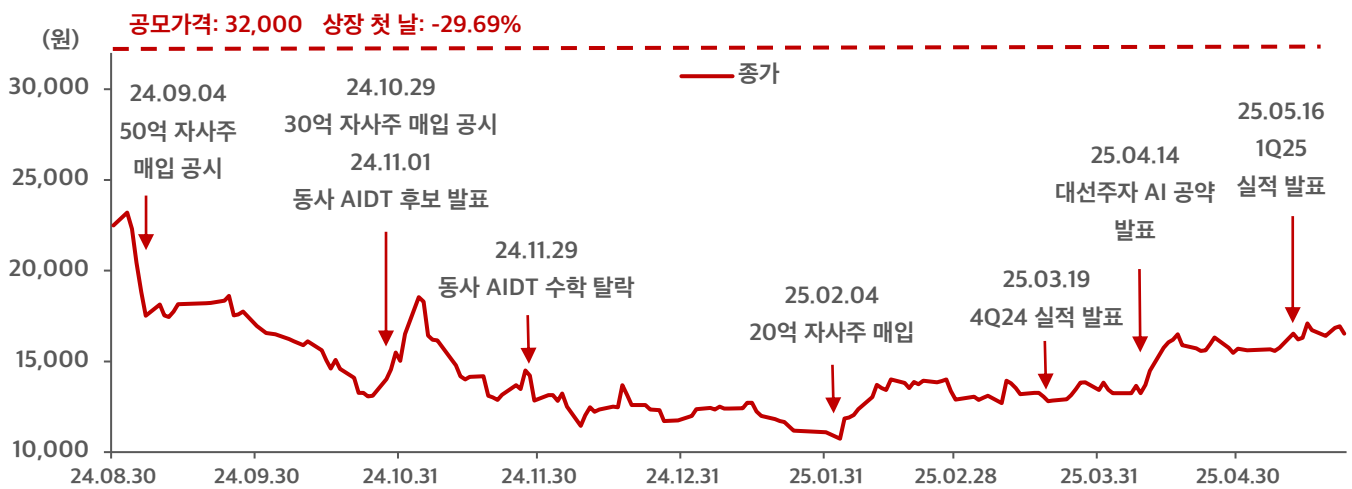
출처: DART, SMIC 1팀

## 2. 동사를 제대로 바라보아야 할 때 - Intro with 주가분석

동사는 안정적인 사업구조를 통해 단단한 펀더멘탈을 갖고 있지만, 그 가치를 시장에서 제대로 평가받지 못하고 있다. 동사는 본업을 매우 잘하는 '가치 있는 기업'이며, 동사를 향한 시장의 우려가 불식되고 '주주환원'까지 가시화된다면 동사는 그 가치를 재평가 받을 것이다.

- ① 주가분석을 통해 지금까지 동사의 주가를 둘러싼 시장의 노이즈를 분석하고,
- ② 투자포인트1을 통해 시장의 우려가 종식되고, 모든 노이즈가 해결되었을 시 제대로 평가받을 동사의 '진짜 가치'를 알아보자.
- ③ 투자포인트2에서는 구체적인 주주제언을 통해 동사를 향한 시장의 우려를 불식시키고, 주주환원을 명문화하여 오너일가와 소액주주가 win-win할 수 있음을 알아보자.

도표 2-1. 주가 분석



출처: KRX, SMIC 1팀

**말도 많고 탈도 많았던 동사의 상장** 동사는 24년 8월 30일 32,000원의 공모가로 코스닥에 상장되었다. 하지만 상장 이후 동사를 향한 투자자들의 시선은 곱지 않았다. 이는 동사의 오너일가가 19년에 동사보다 먼저 상장한 동사의 형제 회사 아이스크림에듀를 보호예수기간이 풀리자마자 매도한 전적이 있기 때문이다. 오너일가의 매도 이후 아이스크림 에듀의 주가는 약 85% 하락하였고, 동사 또한 이 같은 오너일가의 매도 리스크가 있기에 투자자들은 동사를 우려 섞인 시선으로 바라보았다.

**중장기 주주환원 계획** 동사는 상장이후 하락하는 주가를 부양하고자 3차례의 자사주 매입과 1차례의 배당을 집행했다. 하지만 이 없는 것은 아쉽지만, 동사는 구체적인 중장기 주주환원 계획을 명문화해서 발표하지 않았고, 이에 시장은 동사의 주주환원 노력에도 크게 반응하지 않았다. 그럼에도 25년초 진행된 3번째 자사주 매입과 배당, 22개정 교육과정 교과서 매출이 반영된 4분기 실적 발표와 함께 동사의 주가는 상승흐름을 이어가고 있다. 또한 동사의 주가는 AI 디지털 교과서의 현황과 함께 등락을 반복하는 모습을 보이고 있다.

**동사 저평가 이유** 동사의 주가는 최근 저점 대비 50%이상 상승하였지만, 그럼에도 공모가 대비 50% 싸며 동사의 실적대비 매우 저평가 되어있다 (PER 6.8배, TTM). 본 서는 이같이 동사의 주가가 저평가 되어 있는 이유가 1) 최대주주의 지배구조 리스크(오너 매도 리스크) 2) 압도적인 현금흐름에도 가시성이 부족한 주주환원 3) 시장에서의 소외 (정치테마주로의 오해 등)이라고 판단한다. 이어지는 투자포인트를 통해 동사의 진짜 가치를 확인해보고, 시장의 우려가 해소되며 주주환원을 명문화함에 따라 동사의 진짜 가치가 세상에 드러날 것임을 알아보자.

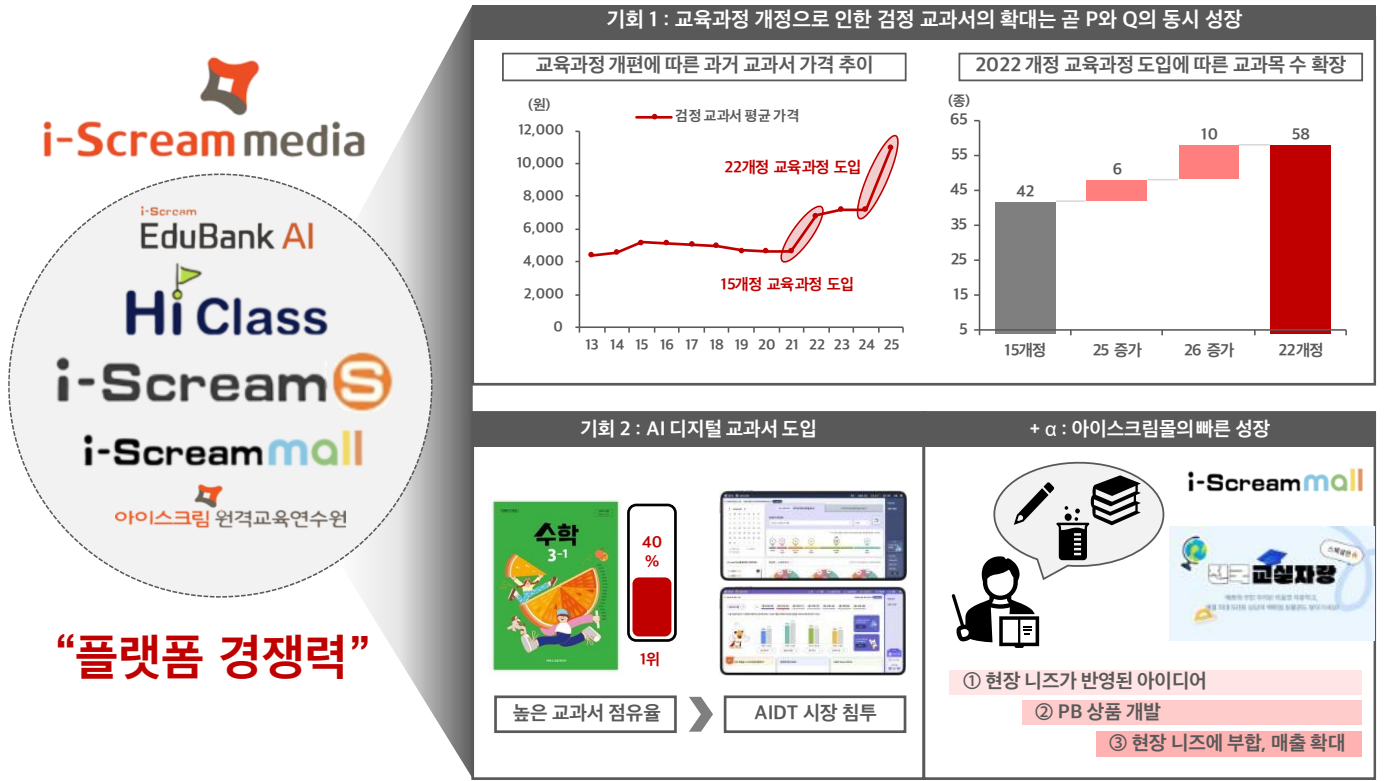
### 3. 안정적인 스텝업을 눈앞에 둔 동사 - 투자포인트 1

#### 3.0. 교육 정책의 변화는 싱싱한 동사에게 기회

22개정 교육과정부터  
AI 디지털 교과서까지

교과서계의 싱싱 강자인 동사에게 교육 시장의 변화는 외형 확장의 기회이다. ‘교육과정 개정’이라는 주기적인 변화와, ‘AI 디지털 교과서 도입’이라는 전례 없는 변화 앞에 선 동사는 ‘플랫폼’이라는 강력한 무기와 함께 이 둘을 모두 수혜로 전환할 준비가 끝났다. 압도적인 동사의 플랫폼과, 이를 통해 변화하는 교육 시장에서 동사가 보여줄 퍼포먼스를 투자포인트 1을 통해 살펴보자.

도표 3-1. 투자포인트 1 개괄



출처: 동사 IR, 교육부, SMIC 1팀

#### 3.1. 압도적인 플랫폼 네트워크로 교과서 1등 달성

싱싱 강자인 동시에  
업계 탑 티어인 동사

동사는 15 개정 교육과정이 적용되고 있던 22년 시장에 본격 진출했고, 진출과 동시에 점유율 1위를 달성했다. 정부 주도로 22년부터 사회, 수학, 과학 교과서가 기존 국정 교과서에서 검정 교과서로 전환된 시장에서, 동사는 22년 3,4학년에서 단일 기업 기준으로 점유율 1위를, 23년 5,6학년에서도 자회사 합산 기준까지 점유율 1위를 달성했다. 동사는 후발 주자로 교과서 시장에 진입하여, 3~6학년 사회, 수학, 과학 검정 교과서 시장에서 각각 도입 첫 해부터 오랜 기간 교과서를 출판해 온 경쟁사들을 제치고 1위를 달성한 것이다.

압도적 침투율의 이유  
: 온라인 교육 플랫폼

이처럼 눈부신 시장 침투 퍼포먼스는 압도적 사용률을 자랑하는 동사의 온라인 교육 플랫폼, ‘아이스크림 S’ 덕분이다. 교과서 시장에 뛰어들기 전까지 동사의 주력 사업이었던 디지털 교육 콘텐츠 플랫폼 ‘아이스크림 S’는, 90% 이상의 초등학교가 이용하며, 하루 평균 접속자 수(DAU)는 11만명을 넘어가는 독보적 디지털 교육 플랫폼이다. ‘아이스크림 S’의 방대한 학년별·과목별 교과자료와 창의적 체험활동을 위한 비교과 자료들은, 동사가 출판한 교과서와 직접적으로 연계되어 교사 입장에서 더 풍부하고 편리한 수업 진행을 가능케 한다는 평가로 이어진 것이다.

동사의 근간 아이스크림 S	아이스크림 S는 방대한 디지털 콘텐츠와 교사 편의성을 기반으로 수업과 학급 운영 전반을 지원하는 통합 플랫폼이다. 00년대 이전부터 시작해 약 650만 건에 달하는 멀티미디어 교육 콘텐츠를 축적해 온 동사는, 08년부터 아이스크림 플랫폼을 통해 국정 교과서와 연계되는 수업 자료를 제공해 왔다. 이에 더해 교사가 직접 맞춤 자료를 제작, 공유할 수 있는 기능 및 학급 운영에 지원할 수 있는 보조 기능들이 점진적으로 확대되며, 아이스크림 S는 교사들의 클릭 한 번으로 디지털 자료를 활용해 학생들을 지도하는 국내 1위 교육 플랫폼으로 도약했다.
아이스크림 S부터 확장되는 플랫폼	22년부터 동사는 아이스크림 S를 전면 무료화하여, 플랫폼 확장의 발판을 마련했다. 학생 참여형 수업지원 플랫폼인 땡커벨(ThinkerBell), 교사/학부모/학생이 모두 활용하는 웹(Web)/앱(App) 기반 서비스인 하이클래스, 교구 및 교자재 온라인 쇼핑몰인 아이스크림몰의 성장 등이 대표적이다. 이들은 모두 아이스크림 S의 UI/UX를 기반으로 확장성을 확보하도록 설계되었으며, 동사의 플랫폼들은 초등 교사들의 업무 전반에 깊숙이 침투해 네트워크 효과를 발생시키고 있다.
교사 친화적인 플랫폼 ①: 하이클래스	그리고 동사의 플랫폼들은 최종 사용자인 교사에게 친화적이다. 온라인 기반으로 소통 및 학급 운영의 중심이 되는 하이클래스가 대표적인 예시이다. 동사의 학교 운영 서비스인 하이클래스는, 교육 현장의 요구를 적극 반영하여 기존의 peer 서비스들과 달리 교사의 업무와 사생활 경계의 모호성을 해결하는 하이톡 기능 등을 제공한다. 교사 친화적인 서비스를 바탕으로 하이클래스는 지난 5년간 누적 가입자 수가 500%이상 증가한 420만명을 달성하였으며, 선두 주자인 '아이엠스쿨' 대비 앱스토어와 구글플레이스토어에서 모두 압도적으로 긍정적인 레퍼런스를 보여 준다.
교사 친화적인 플랫폼 ②: 아이스크림몰	학교 맞춤형 교육상품 전문 쇼핑몰인 아이스크림몰 또한 교사 친화적이다. 아이스크림몰은 교사의 수요에 맞춰 비품을 개발하고 판매하는 PB상품과 더불어, 견적-발주-배송 단계 일괄 등록, 무료 배송, 합배송·검수 서비스 등을 제공해 원하는 비품을 개발, 구매할 시 교사가 처리해야 하는 행정 업무를 상당 부분 대체한다. 이처럼 교사 편의에 최적화된 아이스크림몰은 23년 기준 경쟁자인 T셀파몰의 거래액 7억원 대비 압도적인 1,200억의 거래액을 달성하였다. 수업에서 아이스크림 S의 콘텐츠를 활용하고, 하이클래스로 학급 행정을 처리한 뒤, 필요 비품을 아이스크림몰에서 구매하거나 개발을 위탁하는 워크플로우가 실제로 교육 현장에 정착되어 있는 것이다.
플랫폼의 경쟁력 = 교과서의 경쟁력	동사가 구축한 교사 친화적인 플랫폼 생태계는 그 자체로 교과서 사업의 핵심 판매전략이 된다. 매년 10월 진행되는 예년 검정 교과서 채택 과정의 최종 결정 주체가 교사이므로, 이는 당연한 수순이다. 기존 교과서 발행사들은 총판 지사를 통해 교사들에게 참고서를 제공하는 방식으로 마케팅 전략을 펼쳐 왔지만, 동사는 별도의 총판 지사나 오프라인 마케팅을 전혀 진행하지 않고 있다. 이는 동사의 절대적인 플랫폼 경쟁 우위가 실제로 교과서 채택으로 이어짐을 방증한다.

도표 3-2. 동사 플랫폼 순환 구조

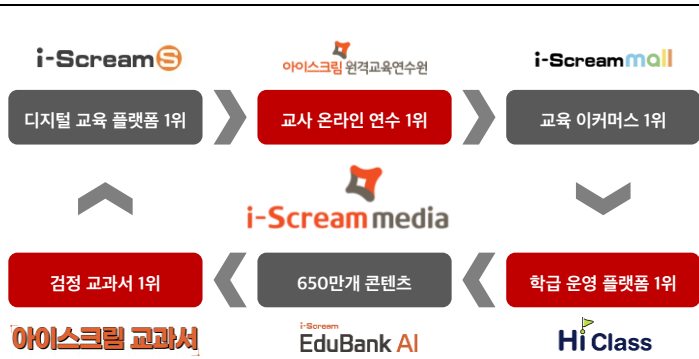


도표 3-3. 하이클래스 플랫폼 경쟁력



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

출처: 동사 IR, 구글 앱스토어, SMIC 1팀

### 3.2. 22개정 교육과정으로 퀀텀 점프

교육과정의 개정은 더욱 고도화된 검정 교과서의 개발과 확대를 요구하며, 이는 검정 교과서의 P(단가) 상승과 Q(과목) 확대로 이어진다. 또한 개정 교육과정 도입에 따라 크게 확대되는 출판사의 매출 외형은, 보통 다음 교육과정의 도입 전까지 유지된다. 결론적으로 개정 교육과정의 도입은 출판사들에게 5년 이상 정도 지속될 현금흐름 창출력의 '스텝 업'으로 직결되는 것이다.

#### 3.2.1. 개정 교육과정 도입 = P 상승 시즌

교육과정 개정은 곧 교과서 전면 재정비

교육과정이 개정되면, 모든 국·검정 교과서는 새로이 집필된다. 교육과정마다 교과서에게 요구하는 역량과 수준이 달라지기 때문이다. 이는 단순히 교과서의 내용에만 국한되는 것이 아니라, 멀티미디어 모듈의 도입과 종이 교과서의 재질과 같은 측면에서도 마찬가지다. '포용성과 창의성을 갖춘 주도적 학습자 양성'을 추구하는 22개정 교육과정 또한 디지털 기초소양 강화와 AI기반 맞춤형 학습 지원 등을 명시하면서, 출판사는 완전히 새로운 교육 콘텐츠 구축해야 했다.

개정→협상→고정  
단가 인상 사이클

새로이 집필된 교과서가 검정 심사를 통과하면, 교육부(시도교육청)와 출판사가 공급 단가를 1대 1로 재협상한다. 협상의 결과로 고정된 단가는 다음 교육과정 도입까지 사실상 고정되므로, 출판사의 향후 몇 년간 수익성은 해당 과정에서 결정된다. 협상에서는 원자재 가격 상승과 연구개발비, 전문가 인건비 등을 종합적으로 고려하여 단가를 결정하며, 더 양질의 하드웨어와 콘텐츠로 구축된 신규 검정 교과서는 필연적으로 단가가 크게 상승하게 된다. 증가한 개발 비용은 단가 인상으로 전가되며, 출판사들의 높은 수익성은 유지된 채 매출의 외형이 확장하게 되는 것이다.

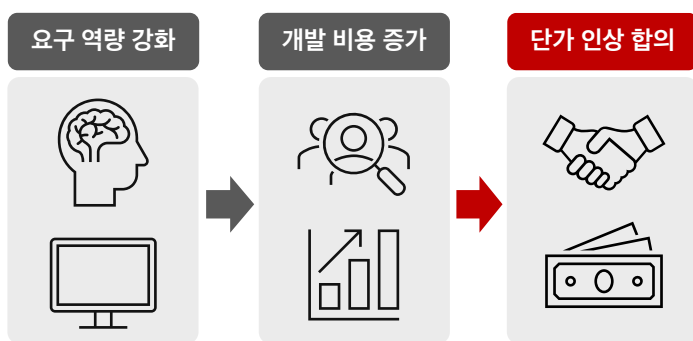
2009년 개정에도,  
2015년 개정에도

실제로 검정 교과서가 초등 교과에 체계적으로 도입되기 시작한 09개정 교육과정에서는 80%, 검정 교과서의 비중이 더욱 확대된 15개정 교육과정에서는 60% 수준의 단가 상승이 이루어졌다. 09개정 교육과정이 도입되면서 초등학교 3,4학년 영어 검정교과서의 평균 가격은 기존 2,500원에서 4,493원으로 80%가까이 상승하였다. 15개정 교육과정 또한 도입 전까지 4,300원 수준이던 평균 검정교과서 가격을 6,900원 수준까지 60%이상 상승시켰다.

정부의 가격 압박?  
인상에 비해 제한적

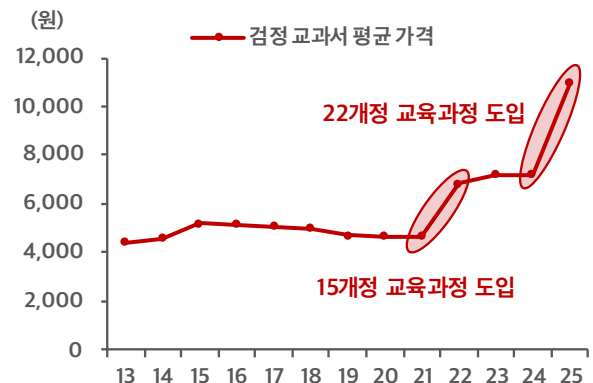
개정 교육과정 도입 시 이루어지는 단가 인상은 다음 개정안이 도입되기까지 지속력을 갖는다. 교육부가 매년 '공급가격 적정성 심사'를 실시하지만, 이미 반영된 집필·디지털 개발비 등은 가격을 고정시키는 근거로 작용한다. 실제로 09 개정과정이 도입되며 전년 대비 평균 50%이상 상승된 가격으로 검정교과서가 공급된 11년 이후, 교육부의 가격 조정이 요구되었지만 실제 인하율은 5% 이하였다. 15 개정과정 도입 직후에도 동일한 패턴이 반복되어, 과목별 검정교과서 평균 단가가 60% 수준으로 상승한 뒤 재협상을 통해 인하된 가격은 로우 싱글 수준에 불과했다.

도표 3-4. 검정 교과서 가격 인상 과정



출처: 교육부, SMIC 1팀

도표 3-5. 검정 교과서 평균 가격 상승 추이



출처: 검정교과협회물, 교육부, SMIC 1팀

22 개정에서도  
두 자릿수 단가 인상

25년부터 순차적으로 도입되는 22개정 교육과정 또한 큰 폭의 단가 인상으로 이어진다. 15개정 교육과정이 적용되던 22년에 교과서 시장에 진출한 동사 또한 이번 단가 인상으로 외형 확장을 달성할 것이다. ‘학생 맞춤형’과 ‘디지털 소양 강화’를 취지로 하는 만큼, 22개정 교육과정은 검정 교과서에 디지털 연계성 강화를 요구하며, 이는 연구개발비 증가와 큰 폭의 단가 상승으로 이어진다. 15개정 교육과정부터 도입되어 있던 동사의 검정교과서들은 22개정 교육과정의 도입에 따라 과목별로 각기 46%(수학)에서 61%(실험관찰)에 달하는 단가 상승률을 보였다.

### 3.2.2. 개정 교육과정 도입을 통한 동사의 Q 성장

교육과정의 개정은  
검정 교과서를 확대

교육과정의 개정은 신규 집필로 인한 단가 상승을 부추길 뿐 아니라, 검정교과서의 도입 대상이 되는 학년과 과목의 확대로도 이어져 왔다. 이는 교과서 출판사들에게 새로운 기회를 개척해주는 것이나 다름없다. 검정 교과서를 도입하는 이유는 시장 논리에 따라 민간 출판사들 간의 경쟁을 유도해 차별화되고 다양화된 교육의 발전을 추구하는 것이므로, 교육과정이 개정될 때마다 검정교과서 도입 대상이 되는 학년 및 과목이 확대되는 것이다. 09개정 교육과정이 도입되면서 초등학교 3~6학년의 영어·음악·미술·체육·실과 과목에 검정 교과서가 도입되었으며, 15개정 교육과정 적용 기간동안 사회·과학·수학까지 검정 교과서 도입 범위가 꾸준히 확대되었다.

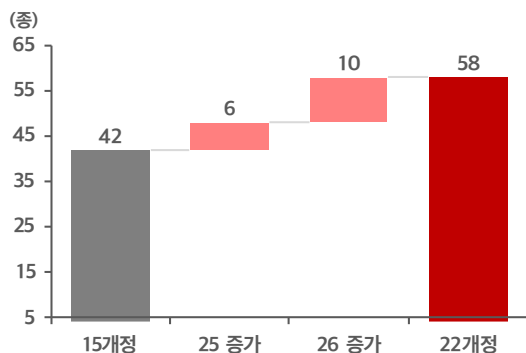
22개정 과정 도입으로  
교과목 수 확장

25년과 26년에 걸친 22개정 교육과정의 도입에 따라 동사의 판매 가능 교과목 수는 확장된다. 동사가 22개정 검정 교과서 심사에서 기존보다 더 다양한 과목들에 대해 검정 승인을 받았기 때문이다. 기존 3~6학년에 3과목(사회·과학·수학)만 도입되던 동사의 교과서에 25년부터 3,4학년에 영어, 음악, 미술, 체육이 추가되고, 26년에는 5,6학년에 영어, 미술, 음악, 체육, 실과가 추가된다. 학기별로 교과서가 바뀌는 과목 수와 부교재(수학익힘책, 실험관찰)가 있는 과목 수 등을 종합적으로 고려하면, 동사가 판매하는 검정 교과서는 24년 42종에서 25년에 48종, 26년에는 58종으로 늘어난다. 동사가 타깃할 수 있는 시장이 40% 확장되는 것이다.

25년,  
SAM의 확장만큼  
성장하고 있는 동사

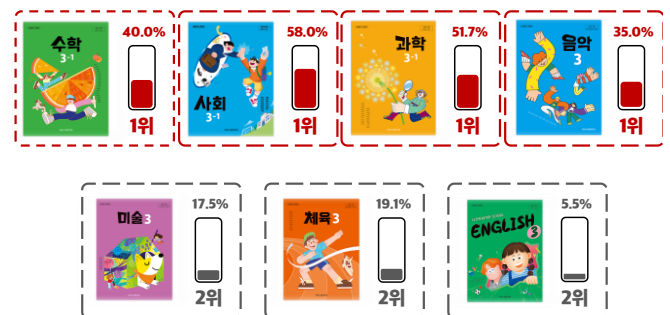
학교별로 2025년에 사용할 초등학교 3,4학년 7개 과목의 검정교과서 채택을 완료한 2024년 10월, 동사는 새롭게 진입한 과목인 음악을 포함하여 4과목에서 압도적 수준의 점유율(최대 58%)로 1위를 달성했다. 22개정 교육과정 도입이 진행중인 현재에도 동사는 여전히 검정 교과서 시장에서 종합 점유율 1위를 차지하고 있는 것이다. YBM등 절대 강자가 양분하는 영어 과목만을 제외하면, 미술과 체육 과목에서도 점유율 2위를 달성하며 종합적으로 동사의 검정 교과서는 15개정 교육과정에 이어 22개정 교육과정에서도 도입 첫 해부터 1위를 차지했다. 전술된 동사 플랫폼들 간의 시너지와 절대적 경쟁 우위가 개정 교육과정에서도 여전히 유효한 것이다.

도표 3-6. 동사 판매 가능 교과서 확대



출처: 교육부, 동사 IR, SMIC 1팀

도표 3-7. 22개정 3~4학년 교과서 점유율



출처: 동사 IR, SMIC 1팀



현재 도입률은 30% 정치의 영역이라는 오명 하지만 1H25 실제 AI 디지털 교과서 도입률은 30%로, 목표치와 괴리가 존재하며 실효성 논란과 교사 단체의 반발이 꾸준히 제기되는 현황이다. 또한, 대구 지역은 98%의 도입률을 보이는데 반해 세종시는 8%의 도입률을 보이는 등 지역별 도입 격차도 크게 나타난다. 이 때문에 AI 디지털 교과서는 보수 정부와 진보 단체간의 이념 갈등이나, 과거 이명박 정부에서 디지털 교과서 정책을 추진했던 이주호 현 교육부총리의 졸속 추진으로 비춰지기도 한다.

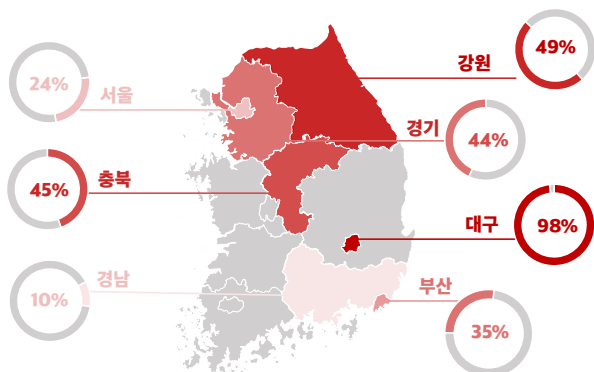
AI 디지털 교과서는 과도기에 있을 뿐 하지만 본 보고서가 실제 교사들을 대상으로 진행한 설문 조사에 따르면, AI 디지털 교과서는 정치적 판단으로 언제든지 철회될 수 있는 정책이 아닌, 과도기를 거치고 있는 필연적 흐름이라 판단된다. 설문조사 결과 현 정부의 AI 디지털 교과서 도입에 대한 부정적인 평가가 55.6%로 과반을 차지했으나, 주된 사유로 '실효성의 부재'가 아닌 '일괄적인 도입 방식'을 지적하였고, 장기적인 관점에서 AI 디지털 교과서가 도입될 것으로 전망하는지에 대한 질문에는 70%가 긍정적으로 응답했다. 또한, 대선 이후 정부가 바뀌어도 도입 기조가 유지 여부에 대해서는, 부정적인 전망이 43%로 현 정책에 대한 부정 평가 대비 10%p 이상 낮게 측정되었다. [Appx.16]

사용시 실효성 인정 문제점은 개선될 것 또한 지속적인 교사 연수와 실제 사용 데이터 축적을 통해 AI 디지털 교과서의 도입 취지에 맞는 실효성이 개선되고, 장기적으로 교사들의 반발 또한 해소될 것으로 기대된다. 실제 작년 12월 진행된 교육혁신 박람회 참관 전후 교사·학부모 대상 설문조사 결과를 보면, AI 디지털 교과서 이용 전 각각 3.9점, 3.5점이었던 평가는 이용 후 각각 4.3점, 4.2점으로 반응이 개선되었다. 또한 학생들의 사용 데이터가 축적될수록 이를 학습하여 개선되는 AI의 특성상 AI 디지털 교과서의 실효성도 더욱 개선될 예정이다.

동사의 AIDT 교과서 영어 과목이 도입 중 정부 예산이 편성·집행되고, 에듀테크 기업들의 막대한 자본 투하, 지속적인 연수를 통한 교사의 디지털 역량 강화가 이뤄지는 현황상 AIDT 도입은 지속될 것이다. 동사 또한 25년 도입을 위해 수학과 영어 과목의 AIDT 검정에 출원했으며, 영어 과목에 검정 승인을 받았다. 또한 25년부터 기존 동사의 교과서를 사용하던 학교를 중심으로 AIDT 도입이 이루어지고 있다.

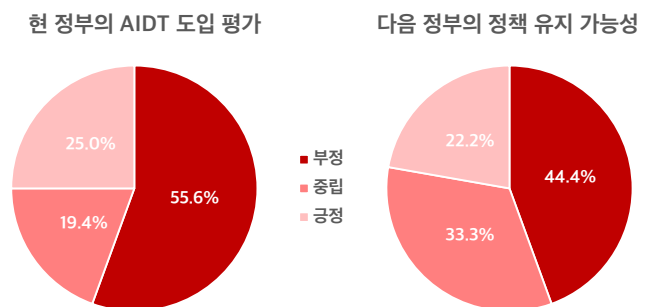
현재 채택률은 극소 성장 가능성은 충분 현재 AIDT 시장에서 동사의 초기 점유율은 영어 과목에서 5% 수준으로 매우 낮지만, 충분한 성장 가능성을 지닌다. 우선 특정 기업의 AI 디지털 교과서 채택률은 해당 기업의 종이 교과서 채택률과 동행하는 경향을 보인다. 나라장터에서 확인 가능한 AI 디지털 교과서 입찰 계약 전수조사 결과, AI 디지털 교과서가 합격된 출판사의 일반교과서를 사용하는 학교는 모두 해당 출판사의 AI 디지털 교과서를 채택했다. AIDT 도입이 재정 부담 없이 가능한 상황에서, 교사들은 도입 결정 시 기존 수업 환경에 부합하는 AIDT 도입을 선호한다는 것이다.

도표 3-10. 지역별 AIDT 도입률



출처: 교육부, SMIC 1팀

도표 3-11. AIDT 도입 정책 평가 (설문조사 결과)



출처: SMIC 1팀

전면 의무화가 아님  
동사에겐 재도전 기회

따라서 AIDT 도입이 전면 의무화가 아닌 자율화임은 동사에게 오히려 도입 기회를 연장해주는 상황이다. 애초부터 동사의 영어 검정 교과서 점유율이 5%로 매우 낮은 수준이며, 동사의 수학 교과서 점유율은 압도적인 플랫폼 경쟁력 덕에 40%로 업계 1위이기 때문이다. 따라서 2026년 동사의 수학 AIDT가 검정을 통과하면, 동사는 빠르게 AIDT 채택률을 높일 수 있을 것이다.

생성형 AI 비중 ↓  
안정성 강화  
정부도 다변화 원해

그리고 동사의 수학 AI 디지털 교과서가 2026년 검정 승인을 받을 확률은 매우 높다. 당초 검정 승인을 받지 못한 작년에도 동사는 합격점에 매우 근소했으나, 심사 기관이 요구하는 안정성 중심 기조에 부합하지 않아 탈락하였다. 생성형 AI의 기여도가 높은 것이 동사 AIDT의 특징이었으나, 이것이 오히려 안정성 저해 요소로 평가된 것이다. 동사의 AIDT 기술 역량은 부족한 것이 아니며, 따라서 개편이 이루어진 2026년에는 안정성 측면에서 합격점을 받을 수 있을 것이다. 정부 또한 수학 과목 AIDT의 추가 승인 압박이 존재하기에, 승인은 확정적으로 보인다.

수학 AIDT 도입으로  
AIDT 매출 대폭 확대

수학 AI 디지털 교과서가 도입되기 시작하면, 동사는 400억원 규모의 추가 매출 성장이 가능해진다. 이는 학생 1명당 연간 16만원 수준으로 추정되는 초등 수학 AIDT 구독료와, 초등학교 3~6학년에서 동사가 차지한 검정 교과서 점유율을 고려한 값이다. 이미 승인된 영어 AIDT 매출 또한 AIDT 도입률이 확대됨에 따라 추가적인 성장을 기대할 수 있다.

### 3.4. 아이스크림물의 가파른 성장세

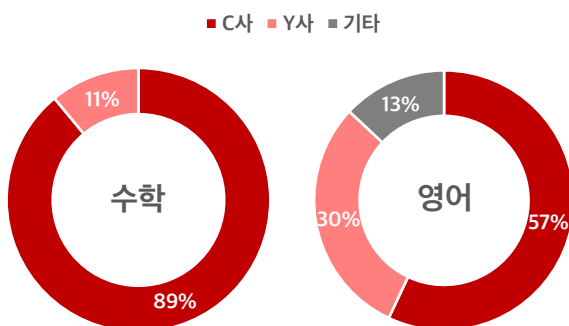
아이스크림물도  
빠르게 성장 중

개정 교육과정 도입으로 인한 교과서 산업의 외형 확장과 AIDT 교과서 도입을 통한 성장에 더불어, 24년 기준 동사 매출의 30% 이상을 차지하는 아이스크림물 또한 PB 상품을 토대로 빠르게 성장하고 있다. 학습용 교구 쇼핑물 시장에서 90%라는 압도적 점유율을 자랑하는 아이스크림물의 매출은 입점 수수료와 자체 개발 상품인 PB상품에서 나오는데, 교사가 자신의 아이디어를 반영하여 교육 현장에서 필요한 상품을 주문하면 이를 개발하고 판매하는 PB상품의 매출이 23년과 24년 각각 전년 대비 17%, 25%로 빠르게 상승하고 있는 추세이다.

전국교실자랑의 성행  
= 교사의 수요 증가

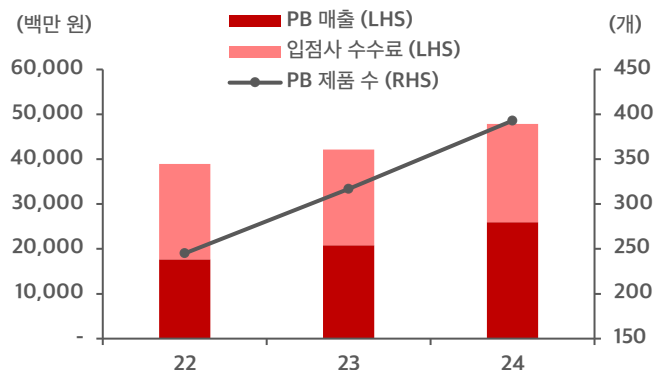
아이스크림물에서 판매하는 PB상품과 제품들에 대한 교사들의 수요는 지속해서 상승하며, 이는 아이스크림물 플랫폼 곳곳에서 확인된다. 교사들이 아이스크림물에서 구매한 상품을 활용하는 모습을 공유하고 매달 수상작을 선정하는 '전국교실자랑' 게시판에서도 이를 확인할 수 있다. 2024년도에만 500건의 게시글이 업로드되었으며 활용 사례로 공유된 제품 건수만 2을 상회했는데, 현재 아직 상반기가 다 지나지 않았음에도 2025년에만 게시글 수가 450건을 달성했다. 현재 431종의 PB 상품을 판매하는 아이스크림물에 대한 교육 현장의 수요는 지속적으로 강화되고 있으며, 동사의 플랫폼의 경쟁력은 지속해서 강화되고 있는 것이다.

도표 3-12. 초등 AIDT 시장 점유율



출처: 정을호 의원실, SMIC 1팀

도표 3-13. 아이스크림물 성장 추이



출처: DART, SMIC 1팀

## 4. 매출추정

상기 투자포인트 논의를 종합한 동사의 매출 추정 Table은 다음과 같다. 동사의 매출 내 대부분을 차지하는 교육출판, 커머스, 연수사업을 중심으로 엄밀히 추정하였다. 기타 사업부의 경우 국내 및 해외 상품 수출과 마케팅을 통해 발생하며 금액이 작아 변동성이 커 flat처리 하였다.

아이스크림미디어 매출추정							
(단위:백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	104,146	123,055	152,180	13,348	201,149	263,158	279,821
YoY(%)		18.16%	23.67%	6.40%	32.18%	30.83%	6.33%
교육출판	52,496	70,480	90,593	2,242	132,300	189,655	202,023
% of Sales	50.41%	57.27%	59.53%	16.80%	65.77%	72.07%	72.20%
커머스	39,027	42,519	48,434	8,777	54,653	58,814	62,591
% of Sales	37.47%	34.55%	31.83%	65.76%	27.17%	22.35%	22.37%
연수사업	9,229	8,456	10,467	1,654	11,509	12,002	12,520
% of Sales	8.86%	6.87%	6.88%	12.39%	5.72%	4.56%	4.47%
기타	3,394	1,600	2,686	675	2,686	2,686	2,686
% of Sales	3.26%	1.30%	1.77%	5.06%	1.34%	1.02%	0.96%

### 4.1. 교육출판 매출추정

#### 4.1.1 일반교과서 추정

일반교과서의 경우, 각 과목별로 판매단가(P) \* 판매부수(Q)을 통해 추정하였다. 이때 판매부수는 동일 교과서를 채택하는 학년 군(3-4학년, 5-6학년) 기준으로 나누어 집계하였다. 일반교과서는 1학기 주문분은 전년도 4분기에, 2학기 주문분은 당해 년도 2분기에 각각 계약하기에 매출 인식이 이뤄진다. 따라서 연간 매출은 각 반기별 추정 매출을 합산하여 도출하였다.

과목별 판가(P)는 학년 군 (3-4학년, 5-6학년), 학기, 과목별로 구분하여 추정하였다. 24년 동사의 과목 별 채택률은 공개된 바, 24년 하반기 일반 교과서 매출액에서 동사 교과서를 채택한 학생 수로 나누어 과목 별 상대 판가를 산출하였다. 15개정과 22개정 교육 과정 내 3-4학년군의 과목별 판가인 [Appx 5.]을 토대로 동일 학기 내 과목 별 평균 판가의 비율을 추정하였다.

과목별 판가가 결정되지 않은 5-6학년 22개정 교과서 판가의 경우 3-4학년군의 15개정 과목별 평균 판가 대비 22개정 판가의 상승률을 반영하여 추정하였다. 25년부터는 3~6학년 전 학년에 22 개정 교육과정이 적용됨에 따라 26, 27년의 판가 인상은 없다고 가정하였다

과목별 판매부수(Q)의 경우 (학년 군 학생 수 \* 동사 교과서 채택률)을 통해 추정하였다. 학년 군 별 학생 수를 구하기 위한 학생 수 추정 논리는 다음과 같다. 기존 학년의 경우 다음 학년으로 넘어갈 때 동일한 학생수를 가진다 가정하였으며 신규 입학생의 경우 연도별 신생아 수 비율을 proxy로 하여 추정했다. 해당 논리에 따른 학년별 학생 수의 경우 [Appx 3.] 에 첨부하였다.

동사의 5-6학년군 22개정 교과서 채택률의 경우 3-4학년 대비 1년 늦게 개정 교육과정이 도입되므로, 3-4학년의 전년도 과목 채택률을 따른다고 추정하였다. 투자포인트 논리에 따라 채택률은 상승하며 과목별 잠재 수요는 [Appx 10.]의 설문조사 내 (기존 선택 교사 수 + 교체 의향 교사 수) / 전체 교사 수로 산출하였으며, 채택률은 점차 해당 수치에 수렴할 것으로 추정하였다.

이에 따라 2028년까지 해당 잠재 수요에 도달하도록, 과목별 채택률은 수학 3.3%, 과학 1%, 음악 5%, 체육 1.5%, 영어 1.5%p씩 연차별로 안분하였다. 특히 높은 잠재 수요를 보인 사회 과목은 이미 확보한 점유율을 감안해 보수적으로 3%p씩 증가한다고 가정하였으며, 미술은 음악의 24년 채택률인 35%에 도달하도록 안분하였다. 과목별 채택률 추이는 [Appx 4.]에 첨부하였다.

일반교과서 매출추정							
(단위:백만 원, 개, 원)	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27
<b>매출액</b>	<b>55,149</b>	<b>55,013</b>	<b>72,488</b>	<b>71,616</b>	<b>72,566</b>	<b>71,622</b>	<b>71,495</b>
<i>HoH(%)</i>		<i>-0.25%</i>	<i>31.77%</i>	<i>-1.20%</i>	<i>1.33%</i>	<i>-1.30%</i>	<i>-0.18%</i>
<b>수학 매출액</b>	16,426	16,407	19,863	19,611	20,117	19,769	19,781
<i>% of Sales</i>	29.78%	29.82%	27.40%	27.38%	27.72%	27.60%	27.67%
3-4학년 판매부수	660,456	660,456	651,333	651,333	630,775	630,775	622,455
3-4학년 판가	14,262	14,333	14,262	14,033	14,262	13,882	14,262
5-6학년 판매부수	676,760	676,760	679,798	679,798	714,944	714,944	700,973
5-6학년 판가	10,353	10,255	15,555	15,403	15,555	15,403	15,555
<b>사회 매출액</b>	13,034	12,954	15,470	14,923	14,955	15,079	14,636
<i>% of Sales</i>	23.63%	23.55%	21.34%	20.84%	20.61%	21.05%	20.47%
3-4학년 판매부수	478,831	478,831	458,791	458,791	412,846	412,846	417,045
3-4학년 판가	15,218	14,813	15,218	13,657	15,218	15,099	15,218
5-6학년 판매부수	490,651	490,651	492,853	492,853	503,598	503,598	481,355
5-6학년 판가	11,713	11,946	17,222	17,564	17,222	17,564	17,222
<b>과학 매출액</b>	18,018	17,980	21,290	21,218	20,194	19,474	18,979
<i>% of Sales</i>	32.67%	32.68%	29.37%	29.63%	27.83%	27.19%	26.55%
3-4학년 판매부수	853,639	853,639	792,731	792,731	713,344	713,344	680,966
3-4학년 판가	12,415	12,216	12,415	12,085	12,415	11,142	12,415
5-6학년 판매부수	878,096	878,096	878,638	878,638	870,151	870,151	807,774
5-6학년 판가	8,451	8,601	13,029	13,246	13,029	13,246	13,029
<b>음악 매출액</b>	3,505	3,505	7,074	7,074	7,506	7,506	7,682
<i>% of Sales</i>	6.35%	6.37%	9.76%	9.88%	10.34%	10.48%	10.74%
3-4학년 판매부수	296,392	296,392	300,847	300,847	304,559	304,559	311,228
3-4학년 판가	11,824	11,824	11,824	11,824	11,824	11,824	11,824
5-6학년 판매부수	-	-	297,411	297,411	330,228	330,228	338,453
5-6학년 판가	-	-	11,824	11,824	11,824	11,824	11,824
<b>미술 매출액</b>	1,736	1,736	3,795	3,795	4,560	4,560	5,116
<i>% of Sales</i>	3.15%	3.16%	5.23%	5.30%	6.28%	6.37%	7.16%
3-4학년 판매부수	148,196	148,196	175,243	175,243	196,948	196,948	217,859
3-4학년 판가	11,713	11,713	11,713	11,713	11,713	11,713	11,713
5-6학년 판매부수	-	-	148,706	148,706	192,358	192,358	218,866
5-6학년 판가	-	-	11,713	11,713	11,713	11,713	11,713
<b>체육 매출액</b>	1,833	1,833	3,687	3,687	3,715	3,715	3,639
<i>% of Sales</i>	3.32%	3.33%	5.09%	5.15%	5.12%	5.19%	5.09%
3-4학년 판매부수	157,684	157,684	154,936	154,936	149,572	149,572	146,899
3-4학년 판가	11,622	11,622	11,622	11,622	11,622	11,622	11,622
5-6학년 판매부수	-	-	162,302	162,302	170,067	170,067	166,218
3-4학년 판가	-	-	11,622	11,622	11,622	11,622	11,622
<b>영어 매출액</b>	598	598	1,309	1,309	1,519	1,519	1,662
<i>% of Sales</i>	1.08%	1.09%	1.81%	1.83%	2.09%	2.12%	2.33%
3-4학년 판매부수	45,406	45,406	52,648	52,648	57,528	57,528	62,246
3-4학년 판가	13,175	13,175	13,175	13,175	13,175	13,175	13,175
5-6학년 판매부수	-	-	46,736	46,736	57,790	57,790	63,930
3-4학년 판가	-	-	13,175	13,175	13,175	13,175	13,175

## 4.1.2. AI디지털 교과서 추정

AI 디지털 교과서의 경우 동사 AI교과서 학습 학생 수(Q) \* 구독료(P)를 통해 추정하였다. 동사 AI교과서 학습 학생 수(Q)는 전체 학년 군 별 동사의 교과서를 사용하는 학생 수에 AI 디지털 교과서를 채택한 학교의 비율을 곱하여 추정하였다. [Appx 9.]를 통해 AI디지털교과서 승인된 출판사의 일반교과서를 사용하는 학교 중 동일한 출판사의 AI디지털교과서를 사용하는 비율은 100%임을 확인하였다. 이에 과목별 AI디지털 교과서 채택 학교 내 동사 교과서의 점유율은 동사의 일반교과서 점유율과 동일할 것이라 추정하였다. AI 학습 학생수는 [Appx 11.]에 첨부하였다.

투자포인트 논리에 따라 26년부터 수학 AI디지털 교과서 매출이 발생하며 AI 디지털 교과서를 채택하는 학교는 매년 10%p씩 증가한다 추정하였다. AI 디지털 교과서 채택률의 경우 수학은 영어에 비해 1년 늦게 도입된 바, 전년도 영어 AI디지털 교과서 채택률을 따를 것이라 추정했다.

구독료(P)의 경우 디지털서비스 이용지원시스템에 동사가 제공한 서비스 가격표 상 영어 AI디지털 교과서 연 구독료인 120,000원을 반영하였다. 동사의 수학 AI디지털 교과서 구독료의 경우 YBM의 영어 구독료 대비 수학 구독료 비율인 1.39배만큼 상승한다 추정하였다.

AI 디지털교과서 매출추정						
(단위: 명, 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	-	-	-	1,602	42,275	55,709
YoY(%)					2538.99%	31.78%
영어 AI교과서 매출액				1,602	4,138	6,143
% of Sales				100.00%	9.79%	11.03%
동사 AI 교과서 학습 학생 수				13349	34484	51188
구독료				120,000	120,000	120,000
수학 AI교과서 매출액					38,137	49,566
% of Sales					90.21%	88.97%
동사 AI 교과서 학습 학생 수					228243	296645
구독료					167,089	167,089

기타 매출의 경우 동사의 교육 플랫폼을 통한 광고매출로 직거래를 통해 인식되는 구조상 년도 별 편차가 존재하여 flat처리하였다. 상기 논의에 따른 교육출판 매출 table은 아래와 같다.

교육출판 매출추정						
(단위:백만 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	52,496	70,480	90,593	132,300	189,655	202,023
YoY(%)		34.26%	28.54%	46.04%	43.35%	6.52%
일반교과서	49,510	68,155	87,395	127,500	144,182	143,117
% of Sales	94.31%	96.70%	96.47%	96.37%	76.02%	70.84%
AI 디지털교과서				1,602	42,275	55,709
% of Sales				1.21%	22.29%	27.58%
기타	2,986	2,325	3,198	3,198	3,198	3,198
% of Sales	5.69%	3.30%	3.53%	2.42%	1.69%	1.58%

## 4.2. 커머스 매출추정

커머스 내 자체 PB제품의 경우 동사가 직접 기획·제작한 제품을 판매하며 투자포인트에서 서술했듯 교사들의 제안서에 대한 상품을 통한 맞춤형 제품 판매로 인한 매출성장이 돋보인다. PB제품 판매액은 아이스크림몰의 사이트 트래픽 수와 동일한 경향성을 보이는 바, 25년 자체PB매출액은 전년 동기 대비 25년 1월부터 5월까지의 총 트래픽 상승률인 21.6%로 성장한다 추정하였다. 아이스크림몰 사이트 트래픽 수 추이의 경우 [Appx 6.]에 첨부하였다.

이후 년도의 경우 PB제품 수(Q) \* 제품 당 매출액(P)으로 추정하였다. 25년 출시 제품수의 경우 1월부터 현재까지의 제품 제작 수인 주 당 1.7개의 개발이 지속될 것이라 가정하여 123개가 신규 출시될 것이라 추정하였다. 이후 PB제품 수의 경우 작년 동사 IR을 통해 주당 1.2개의 제품이 신규 개발 중이라 밝힌 바, 보수적 추정을 위해 년도별로 86개씩 증가한다 추정하였다. 제품 당 매출액의 경우 22~24년 제품 당 매출액의 3y avg YoY 감소율을 반영하였다.

입점사 수수료의 경우 동사 IR을 통해 입점 업체 수가 지속적으로 증가한다고 밝혔으나 보수적 추정을 위해 24년 소비자물가지수 증가분인 2.8%씩 증가한다고 추정하였다. 광고 매출의 경우 아이스크림몰 내 배너 및 타브랜드 광고협업을 통한 매출로 보수적 추정을 위해 flat처리 하였다.

커머스 매출추정						
(단위:백만 원, 개)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	39,027	42,519	48,434	54,653	58,814	62,591
YoY(%)		8.95%	13.91%	12.84%	7.61%	6.42%
자체 PB제품	17,694	20,817	25,960	31,567	35,099	38,230
% of Sales	45.34%	48.96%	53.60%	57.76%	59.68%	61.08%
제품 수(Q)	245	317	393	516	602	688
제품 당 매출액(P)	72	66	66	61	58	56
입점사 수수료	21,270	21,334	21,930	22,542	23,171	23,817
% of Sales	54.50%	50.18%	45.28%	41.25%	39.40%	38.05%
광고	63	368	544	544	544	544
% of Sales	0.16%	0.87%	1.12%	1.00%	0.92%	0.87%

## 4.3. 연수사업 매출추정

온라인연수의 경우 네이버 데이터랩 검색 추이와 같은 경향성을 보이는 바, 25년 1~4월 네이버 데이터랩 검색수의 전년도 대비 상승률인 11%만큼 성장한다 추정하였다. 이후 23년 대비 24년 동사 온라인 연수원의 검색 수 증가율인 4.8%씩 성장한다 추정하였다. 외주연수의 경우 전국 시·도 교육청 및 교육연수기관에서 아이스크림연수원으로 위탁하여 진행하는 단체연수로 동사 연수원 사이트 내 위탁기관 공고 수가 전년도 공고 수 대비 증가분이 작아 flat처리하였다.

연수사업 매출추정						
(단위:백만 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,229	8,456	10,467	11,509	12,002	12,520
YoY(%)		-8.38%	23.78%	9.95%	4.29%	4.31%
온라인연수	9,229	8,456	9,146	10,188	10,681	11,199
% of Sales	100.00%	100.00%	87.38%	88.52%	88.99%	89.45%
외주연수	-	-	1,321	1,321	1,321	1,321
% of Sales	0.00%	0.00%	12.62%	12.97%	12.37%	11.80%

## 5. Valuation - Peer PER Method

동사는 25년, 26년 P와 Q의 동시 상승으로 인해 탑라인이 빠르게 성장하는 구간에 돌입한다. 이와 동시에 26년 이후로 줄어드는 AI 교과서 개발 비용으로 인해 바텀라인 개선까지 일어난다. 이는 빠른 OPM 개선 해당 사항들은 비용 추정 과정을 통해 확인해보자.

### 5.1. 매출원가 및 판관비 추정

매출원가 및 판관비와관리비 추정							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	104,146	123,055	152,180	13,348	201,149	263,158	279,821
YoY(%)	-7.79%	18.16%	23.67%	6.40%	32.18%	30.83%	6.33%
교육출판	52,496	70,480	90,593		132,300	189,655	202,023
커머스	39,027	42,519	48,434		54,653	58,814	62,591
연수사업	9,229	8,456	10,467		11,509	12,002	12,520
기타	3,394	1,600	2,686		2,686	2,686	2,686
매출원가	36,084	41,528	47,663	5,229	60,063	75,467	80,472
매출원가율 (%)	34.65%	33.75%	31.32%	39.18%	29.86%	28.68%	28.76%
GPM(%)	65.35%	66.25%	68.68%	60.82%	70.14%	71.32%	71.24%
상품매입액 등	19,206	18,641	20,348	2,959	28,058	34,166	36,299
% of Sales(%)	18.44%	15.15%	13.37%	22.16%	13.95%	12.98%	12.97%
지급수수료	6,495	10,824	10,585	1,149	14,743	19,288	20,509
% of Sales(%)	6.24%	8.80%	6.96%	8.60%	7.33%	7.33%	7.33%
인건비	2,344	756	700	207	930	1,032	1,130
% of Sales(%)	2.25%	0.61%	0.46%	1.55%	0.46%	0.39%	0.40%
감가상각비 및 상각비	1,847	2,378	2,075	536	2,378	2,725	3,122
% of Sales(%)	1.77%	1.93%	1.36%	4.01%	1.18%	1.04%	1.12%
기타비용	6,192	8,929	13,955	380	13,955	18,257	19,413
% of Sales(%)	5.95%	7.26%	9.17%	2.85%	6.94%	6.94%	6.94%
판관비와관리비	37,488	47,483	58,417	17,642	77,598	91,398	96,123
판관비율 (%)	36.00%	38.59%	38.39%	132.17%	38.58%	34.73%	34.35%
OPM(%)	29.36%	27.67%	30.29%	-71.35%	31.56%	36.59%	36.89%
지급수수료	12,447	14,386	15,752	4,586	22,168	29,002	30,838
% of Sales(%)	11.95%	11.69%	10.35%	34.35%	11.02%	11.02%	11.02%
세금과공과	1,158	1,424	1,693	204	2,267	2,966	3,154
% of Sales(%)	1.11%	1.16%	1.11%	1.53%	1.13%	1.13%	1.13%
경상연구개발비	2,496	5,552	8,514	3,350	10,217	10,013	9,813
% of Sales(%)	2.40%	4.51%	5.59%	25.10%	5.08%	3.80%	3.51%
인건비	12,633	16,414	20,896	5,553	23,399	25,968	28,421
% of Sales(%)	12.13%	13.34%	13.73%	41.60%	11.63%	9.87%	10.16%
감가상각비 및 상각비	1,775	2,000	3,317	933	10,829	14,732	15,180
% of Sales(%)	1.70%	1.63%	2.18%	6.99%	5.38%	5.60%	5.43%
광고선전비	2,399	1,520	1,796	518	2,399	2,399	2,399
% of Sales(%)	2.30%	1.23%	1.18%	3.88%	1.19%	0.91%	0.86%
기타	4,581	6,188	6,449	2,499	6,318	6,318	6,318
% of Sales(%)	4.40%	5.03%	4.24%	18.72%	3.14%	2.40%	2.26%

금액적 중요성을 띠며 합리적 추정이 가능한 원재료비, 인건비, 감가상각비 및 무형자산 상각비는 별도로 추정하였다. 그 외 계정들은 변동비, 고정비 여부를 고려하여 추정하였다. 이때, 매출 대비 비중 및 최근 증감 추이 등을 활용해 avg와 flat을 사용하여 보수적으로 추정하였다. 원재료비, 인건비, 감가상각비 및 무형자산 상각비의 자세한 추정 과정은 다음과 같다.

#### 5.1.1. 상품매입액 등 추정

상품매입액 등은 각 매출별로 상품 매입액을 추정한 다음, 재고자산 변동을 가감하여 추정하였다. 동사는 모든 상품을 외주를 맡기기 때문에 매출원가율이 일정하게 유지된다는 점을 활용하여 추정하였다. 특히, 교육출판 매출의 경우 3,4학년의 22개정 도입과 함께 가격이 인상되면서 상품 매입액 비중이 약 1.5% 줄어들었다는 점을 반영하여, 5,6학년의 22개정 도입이 예정된 26학년도 역시 상품 매입액이 감소할 것으로 추정하였다.

상품매입액 등 추정							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
상품 매입액 등	19,206	18,641	20,348		28,058	34,166	36,299
교육출판 매출액	52,496	70,480	90,593		132,300	189,655	202,023
상품 매입액	15,783	15,716	18,917		27,626	36,758	39,155
상품 매입액 비율(%)	30.07%	22.30%	20.88%		20.88%	19.38%	19.38%
커머스	39,027	42,519	48,434		54,653	58,814	62,591
상품 매입액	12,259	13,431	14,448		16,303	17,544	18,671
상품 매입액 비율(%)	31.41%	31.59%	29.83%		29.83%	29.83%	29.83%
연수사업	9,229	8,456	10,467		11,509	12,002	12,520
상품 매입액	2,583	2,547	2,833		3,268	3,408	3,555
상품 매입액 비율(%)	27.99%	30.12%	27.07%		28.39%	28.39%	28.39%
기타	3,394	1,600	2,686		2,686	2,686	2,686
상품 매입액	410	652	939		1,094	1,094	1,094
상품 매입액 비율(%)	12.08%	40.74%	34.96%		40.74%	40.74%	40.74%
상품 매입액	31,035	32,346	37,137		48,291	58,804	62,475
재고자산 변동	(11,829)	(13,705)	(16,789)		(20,233)	(24,638)	(26,176)
상품 매입액 비율(%)	-38.12%	-42.37%	-45.21%		-41.90%	-41.90%	-41.90%

### 5.1.2. 인건비 추정

인건비는 AI 교과서 개발과 관련된 직원 수 증가 및 평균 인건비 증가를 고려하여 추정하였다. 동사의 직원 수는 지난 3년 동안 AI 교과서 개발을 위해서 매년 6% 이상씩 증가하였다. 동시에, 이로 인해 평균 인건비 역시 15% 이상씩 증가하였다. 이를 반영하기 위해 직원 수는 26년까지 직원 수 증가 추이를 반영하였으며, 평균 인건비는 미국 테크 전문가 평균 연봉 상승률을 적용하였다. 자세한 사항은 Appendix에 첨부하였다. [Appx. 12]

### 5.1.3. 감가상각비 및 무형자산 상각비 추정

유형자산 감가상각비, 사용권자산 감가상각비, 무형자산 상각비를 각각 추정한 이후 합산하여 매출원가, 일반 판관비로 배분하였다. 동사는 생산설비를 보유하고 있지 않기 때문에 유형자산과 사용권자산의 경우 유지를 위한 CapEx만 집행됨을 가정하였다. 동사는 개정 교과서 및 AI 교과서를 위해 무형자산에 대한 투자를 적극적으로 진행 중이다. 따라서, IPO 당시 자금 활용안을 활용하여 무형자산 CapEx를 추정하였다. 해당 투자는 개발비 항목으로 계상된 후, 관련 매출이 인식될 때, 비용처리 된다. 이를 반영하여 무형자산 상각비를 추정하였다. [Appx. 13]

감가상각비 및 상각비 배분							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
감가상각비 및 상각비	3,623	4,378	5,398		13,207	17,457	18,303
유형자산	98	195	437		614	818	1,022
사용권자산	1,593	1,719	2,809		3,343	5,131	3,576
무형자산	1,932	2,464	2,152		9,250	11,508	13,704
매출원가	1,847	2,378	2,075		2,378	2,725	3,122
% of 감가상각비 등	50.99%	54.32%	38.45%		18.01%	15.61%	17.06%
판매비와관리비	1,775	2,000	3,317		10,829	14,732	15,180
% of 감가상각비 등	49.01%	45.68%	61.44%		81.99%	84.39%	82.94%

### 5.2. 영업외손익 추정

금융손익의 경우 대응되는 계정들을 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 특히, 이자손익의 경우 추정 현금흐름표를 활용하여 추정하였다. 이외 합리적 추정이 불가능한 계정들은 0 flat 또는 avg flat 처리하였다. 기타손익은 영업권손상차손, 무형자산손상차손 등은 일회성 비용으로 발생하지 않을 것으로 가정하였다. 자세한 사항은 Appendix에 첨부하였다. [Appx 14]

## 5.3. 최종 추정손익계산서

추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	104,146	123,055	152,180	13,348	201,149	263,158	279,821
YoY(%)	-7.79%	18.16%	23.67%	6.40%	32.18%	30.83%	6.33%
매출원가	36,084	41,528	47,663	5,229	60,063	75,467	80,472
매출총이익	68,061	81,528	104,517	8,118	141,085	187,691	199,349
GPM(%)	65.35%	66.25%	68.68%	60.82%	70.14%	71.32%	71.24%
판매비와관리비	37,488	47,483	58,417	17,642	77,598	91,398	96,123
영업이익(손실)	30,574	34,045	46,101	(9,524)	63,487	96,293	103,226
OPM(%)	29.36%	27.67%	30.29%	-71.35%	31.56%	36.59%	36.89%
금융손익	(858)	2,801	3,065	1,388	3,710	4,046	4,377
기타손익	(497)	(95)	(9,700)	8	-	-	-
지분법손익	-	-	(99)	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익(손실)	29,219	36,750	39,367	(8,128)	67,197	100,339	107,603
법인세비용(수익)	6,815	6,516	8,291	(713)	13,913	20,775	22,279
당기순이익(손실)	22,403	30,235	31,076	(7,415)	53,284	79,564	85,323
NPM(%)	21.51%	24.57%	20.42%	-55.55%	26.49%	30.23%	30.49%

상기 사항들을 종합한 추정 손익계산서이다. 법인세 비용은 근 3개년 유효법인세율을 활용하여 추정하였으며, 지분법 손익의 경우 합리적 추정이 불가능하여 0 flat 처리하였다. [Appx 15 참고]

## 5.4. Valuation - Peer PER Method

본 보고서는 Valuation을 위해서 Peer PER Method를 사용한다. 이때 동사의 과거 Multiple의 경우, 상장한 지 1년이 채 되지 않았으며, 시장의 오해(정치테마주로 인식)로 인해 소외되었다는 점에서 적절하지 못하다. 따라서, 동사와 이익의 성장성, 영업구조, 재무구조 등이 유사한 Peer의 과거의 Multiple을 활용한다. 동사의 Peer로는 같은 교육 시장 Player인 메가스터디교육, 디지털 대성, 비상교육이 있다. 이 중에서 교육출판 매출이 60% 이상을 차지하여 영업구조가 비슷하며, 공교육 시장을 타겟하는 비상교육을 Peer로 삼는다.

Target Multiple은 비상교육의 2Q16의 평균 12MF PER Multiple 5.81에서 30%를 할인한 4.07x를 제시한다. 비상교육은 16년 처음으로 국정 교과서로 채택되었으며, 17년~19년 초등 과학 국정 교과서로 선정되어 매출이 15% 이상 성장될 것으로 예상되었다. 또한, 부채비율 역시 50% 미만으로 재무구조 역시 유사하다. 다만, 동사는 Issue&Risk에서 다른 Risk가 있기 때문에, 아이스크림에듀 상장 당시 최대주주 장내매도 이후 Multiple이 30% 할인됨을 활용하여 Target Multiple을 산정하였다.

앞선 논의를 종합하여, 26E EPS 6,342원에 Target Multiple 4.07을 적용한 목표주가 25,700원, 상승여력 62.86%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Historical PER Method (2026E) (Base Case)	
2026E 매출액 (백만 원)	263,158
2026E 당기순이익 (백만 원)	79,564
유통주식총수 (주)	12,544,963
2026E EPS (원)	6,342
Target PER Multiple	4.07x
목표주가 (원)	25,700
현재주가 (원)	15,780
상승여력	62.86%

## Appendix

## Appx 1. 동사 BS, CF (개별 재무제표)

재무상태표				
(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25
<b>자산</b>	<b>85,717</b>	<b>114,476</b>	<b>222,876</b>	<b>214,565</b>
유동자산	67,938	91,512	170,562	122,019
현금및현금성자산	32,097	49,760	126,315	74,358
단기금융상품	3,011	-	3,000	3,000
매출채권	8,598	8,027	18,443	6,703
당기손익-공정가치측정금융자산	15,953	22,114	12,273	19,428
기타유동금융자산	1,550	3,658	3,572	5,444
기타유동자산	1,915	2,749	1,352	5,760
재고자산	4,622	5,011	5,415	7,000
당기법인세자산	193	193	193	327
비유동자산	17,779	22,964	52,314	92,546
당기손익-공정가치측정금융자산	4,383	6,834	20,481	59,650
관계기업투자주식	-	-	696	1,025
기타비유동금융자산	1,040	89	562	186
유형자산	304	1,156	1,571	1,701
무형자산	5,481	7,863	17,595	18,259
사용권자산	2,526	2,239	3,111	2,680
이연법인세자산	2,543	4,784	8,059	9,045
순확정급여자산	1,501	-	241	-
<b>부채</b>	<b>32,190</b>	<b>30,926</b>	<b>39,608</b>	<b>49,534</b>
유동부채	30,973	30,241	39,211	49,147
매입채무	5,824	2,174	3,796	814
당기법인세부채	8,463	5,480	8,718	5,064
유동계약부채	2,442	4,224	3,280	7,194
유동 리스부채	1,518	2,161	2,668	2,371
기타유동금융부채	12,545	15,743	19,234	17,718
기타 유동부채	182	162	1,095	15,566
유동충당부채	-	296	420	421
비유동부채	1,217	685	397	386
비유동 리스부채	1,088	-	281	251
순확정급여부채	-	685	-	18
비유동충당부채	129	-	116	117
<b>자본</b>	<b>53,527</b>	<b>83,550</b>	<b>183,268</b>	<b>165,031</b>
자본금	5,302	5,302	6,539	6,569
자본잉여금	3,994	3,994	10,059	10,316
기타자본	1,359	2,439	(4,742)	(6,515)
이익잉여금(결손금)	42,872	71,815	171,412	154,661
자본과부채총계	85,717	114,476	222,876	214,565

현금흐름표				
(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>35,806</b>	<b>30,120</b>	<b>40,007</b>	<b>(2,045)</b>
영업에서 창출된 현금흐름	35,530	39,947	46,219	1,132
당기손익(손실)	22,403	30,235	31,076	(7,415)
당기손익조정을 위한 가감	13,522	10,612	23,257	300
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(395)	(899)	(8,114)	8,246
이자수취	337	1,292	2,159	875
이자지급	(2)	-	-	-
배당금수취(영업)	-	87	108	80
법인세납부(환급)	(60)	(11,206)	(8,478)	(4,133)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(25,272)</b>	<b>(10,777)</b>	<b>(29,546)</b>	<b>(47,781)</b>
투자활동으로부터의 현금유입	7	30,809	36,965	3,147
당기손익인식금융자산의 처분	-	22,573	33,760	3,145
단기금융상품의 처분	-	8,220	3,000	-
단기대여금의 감소	6	6	6	2
임차보증금의 감소	-	10	199	-
투자활동으로부터의 현금유출	(25,279)	(41,586)	(66,511)	(50,928)
당기손익공정가치 금융자산의 증가	21,267	30,018	36,781	49,116
단기금융상품의 취득	2,806	5,000	6,000	-
건설중인자산의 취득	-	-	338	254
기계장치의 취득	287	1,028	457	-
기타 유형자산의 취득	0	19	57	-
개발비의 증가	503	4,791	7,188	208
소프트웨어의 취득	33	107	-	-
관계기업투자주식의 취득	-	-	795	330
건설중인 무형자산의 증가	-	-	14,391	1,011
임차보증금의 증가	382	623	505	10
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(1,460)</b>	<b>(1,681)</b>	<b>66,044</b>	<b>(2,131)</b>
재무활동으로 인한 현금유입	-	-	76,457	227
유상증자	-	-	76,317	-
주식매수선택권행사	-	-	139	227
재무활동으로 인한 현금유출	(1,460)	(1,681)	(10,413)	(2,358)
리스부채의 지급	1,460	1,681	2,550	710
임차보증금의 증가(재무활동)	-	-	-	2
자기주식의 취득	-	-	7,863	1,646
<b>현금및현금성자산의순증가(감소)</b>	<b>9,074</b>	<b>17,663</b>	<b>76,505</b>	<b>(51,957)</b>
현금및현금성자산	23,022	32,097	49,760	126,315
외화표시현금의 환율변동효과	-	-	50	-
기말현금및현금성자산	32,097	49,760	126,315	74,358

## Appx 2. 추정 동사 CF

영업활동 무관 손익 추정			
(단위 : 백만 원)	2025E	2026E	2027E
매출액	201,149	263,158	279,821
매출원가	60,063	75,467	80,472
지급수수료	22,168	29,002	30,838
세금과공과	2,267	2,966	3,154
경상연구개발비	10,217	10,013	9,813
인건비	23,399	25,968	28,421
감가상각비 및 상각비	10,829	14,732	15,180
광고선전비	2,399	2,399	2,399
기타	6,318	6,318	6,318
이자수익	3,537	3,864	4,195
이자비용	119	111	111
외환차손익	-	-	-
외화환산손익	-	-	-
당기손익공정가치측정금융자산관련손익	292	292	292
기타	-	-	-
영업권손상차손	-	-	-
개발비손상차손	-	-	-
기타	-	-	-
<b>영업활동 무관 손익 합</b>	<b>17,044</b>	<b>21,966</b>	<b>22,933</b>

영업활동 관련 자산 부채 증감 추정			
(단위 : 백만 원)	2025E	2026E	2027E
매출채권	16,762	21,930	23,318
기타유동금융자산	4,401	5,422	6,681
기타유동자산	2,005	2,005	2,005
재고자산	6,674	8,385	8,941
당기법인세자산	193	193	193
기타비유동금융자산	564	564	564
매입채무	4,679	5,879	6,269
유동계약부채	5,620	7,352	7,818
기타유동금융부채	15,841	15,841	15,841
기타 유동부채	1,095	1,095	1,095
유동충당부채	420	420	420
순확정급여부채	228	457	685
비유동충당부채	82	82	82
<b>영업활동 관련 자산 부채 합</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(4,740)</b>	<b>(2,120)</b>

추정 현금흐름표 (주주환원 반영 전)						
(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>35,806</b>	<b>30,120</b>	<b>40,007</b>	<b>58,902</b>	<b>79,877</b>	<b>88,050</b>
영업에서 창출된 현금흐름	35,530	39,947	46,219	69,289	96,790	106,137
당기순이익(손실)	22,403	30,235	31,076	53,284	79,564	85,323
당기순이익조정을 위한 가감	13,522	10,612	23,257	17,044	21,966	22,933
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(395)	(899)	(8,114)	(1,039)	(4,740)	(2,120)
이자수취	337	1,292	2,159	3,418	3,754	4,085
이자지급	(2)	-	-	-	-	-
배당금수취(영업)	-	87	108	108	108	108
법인세납부(환급)	(60)	(11,206)	(8,478)	(13,913)	(20,775)	(22,279)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(25,272)</b>	<b>(10,777)</b>	<b>(29,546)</b>	<b>(24,916)</b>	<b>(13,916)</b>	<b>(13,916)</b>
당기순익인식금융자산 취득/처분	(21,267)	(7,445)	(3,021)	(3,805)	(3,805)	(3,805)
단기금융상품의 취득/처분	(2,806)	3,220	(3,000)	-	-	-
유형자산의 취득/처분	(287)	(1,047)	(852)	(613)	(613)	(613)
무형자산의 취득/처분	(536)	(4,898)	(21,578)	(20,070)	(9,070)	(9,070)
관계기업투자주식의 취득/처분	-	-	(795)	-	-	-
임차보증금의 증감	(382)	(613)	(306)	(434)	(434)	(434)
단기대여금의 감소	6	6	6	6	6	6
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(1,460)</b>	<b>(1,681)</b>	<b>66,044</b>	<b>(2,271)</b>	<b>(2,271)</b>	<b>(2,271)</b>
유상증자	-	-	76,317	-	-	-
주식매수선택권행사	-	-	139	279	279	279
리스부채의 지급	(1,460)	(1,681)	(2,550)	(2,550)	(2,550)	(2,550)
자기주식의 취득	-	-	(7,863)	-	-	-
<b>현금및현금성자산의순증가(감소)</b>	<b>9,074</b>	<b>17,663</b>	<b>76,505</b>	<b>31,715</b>	<b>63,690</b>	<b>71,864</b>
기초현금및현금성자산	23,022	32,097	49,760	126,315	158,030	221,720
외화표시현금의 환율변동효과	-	-	50	-	-	-
기말현금및현금성자산	32,097	49,760	126,315	158,030	221,720	293,584

## Appx 3. 년도별 학생 수

초등학생 년도별 학생 수 추정								
(단위: 개, 명)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
1학년	427,226	431,222	401,752	353,713	323,084	299,371	268,742	257,875
2학년	425,516	424,081	427,809	398,404	353,713	323,084	299,371	268,742
3학년	471,768	424,454	423,154	427,166	398,404	353,713	323,084	299,371
4학년	458,905	470,779	423,680	422,581	427,166	398,404	353,713	323,084
5학년	456,378	458,085	469,860	423,369	422,581	427,166	398,404	353,713
6학년	432,547	455,657	457,674	469,772	423,369	422,581	427,166	398,404
3-4학년 학생 수	930,673	895,233	846,834	849,747	825,570	752,117	676,797	622,455
5-6학년 학생 수	888,925	913,742	927,534	893,141	845,950	849,747	825,570	752,117

## Appx 4. 교과서 채택률 추이 및 이에 따른 학습 학생 수 추정

동사 교과서 채택률 추이					학년별 과목에 따른 학습 학생 수 추정						
(단위: %)	25	26E	27E	28E	(단위: 명)	2025	2026	2027	2028		
3-4학년	수학	40.0%	43.3%	46.6%	50.0%	수학	3-4학년	660,456	651,333	630,775	622,455
	사회	58.0%	61.0%	64.0%	67.0%		5-6학년	676,760	679,798	714,944	700,973
	과학	51.7%	52.7%	53.7%	54.7%	사회	3-4학년	478,831	458,791	412,846	417,045
	음악	35.0%	40.0%	45.0%	50.0%		5-6학년	490,651	492,853	503,598	481,355
	미술	17.5%	23.3%	29.1%	35.0%	과학	3-4학년	853,639	792,731	713,344	680,966
	체육	19.1%	20.6%	22.1%	23.6%		5-6학년	878,096	878,638	870,151	807,774
	영어	5.5%	7.0%	8.5%	10.0%	음악	3-4학년	296,392	300,847	304,559	311,228
				5-6학년	-		297,411	330,228	338,453		
5-6학년	수학	0.0%	40.0%	43.3%	46.6%	미술	3-4학년	148,196	175,243	196,948	217,859
	사회	0.0%	58.0%	61.0%	64.0%		5-6학년	-	148,706	192,358	218,866
	과학	0.0%	51.7%	52.7%	53.7%	체육	3-4학년	157,684	154,936	149,572	146,899
	음악	0.0%	35.0%	40.0%	45.0%		5-6학년	-	162,302	170,067	166,218
	미술	0.0%	17.5%	23.3%	29.1%	영어	3-4학년	45,406	52,648	57,528	62,246
	체육	0.0%	19.1%	20.6%	22.1%		5-6학년	-	46,736	57,790	63,930
	영어	0.0%	5.5%	7.0%	8.5%						

## Appx 5. 개정년도별 교과서 가격

개정년도별 교과서 가격 (단위: 원)		수학		수학의힘책		과학		실험관찰		사회		영어 통학기	음악 통학기	미술 통학기	체육 통학기
		1학기	2학기	1학기	2학기	1학기	2학기	1학기	2학기	1학기	2학기				
2015개정	3학년	8,230	8,500	5,850	6,210	7,120	6,910	4,900	5,300	7,470	7,560				
	4학년	8,910	8,500	6,210	5,940	7,120	7,120	5,350	5,180	7,920	7,740				
2022개정	3학년	12,540	12,250	9,290	9,440	10,620	10,440	8,470	8,410	11,660	11,350	9,890	9,090	8,900	8,980
	4학년	12,590	12,640	9,290	9,600	10,620	10,440	8,340	8,150	11,660	11,350	10,300	9,030	9,050	8,830
<b>15개정 대비 가격상승률</b>		<b>46.51%</b>		<b>55.39%</b>		<b>48.99%</b>		<b>60.97%</b>		<b>49.95%</b>					
2015개정	5학년	9,310	9,500	6,800	6,750	7,310	7,550	5,640	5,330	8,950	9,050				
	6학년	9,070	8,880	6,550	6,300	7,370	7,780	5,580	5,700	8,650	8,900				
2022개정	5학년	13,640	13,919	10,567	10,489	10,891	11,249	9,079	8,580	13,421	13,571	9,890	9,090	8,900	8,980
	6학년	13,289	13,010	10,178	9,790	10,981	11,592	8,982	9,176	12,971	13,346	10,300	9,030	9,050	8,830

: 추정 가격

## Appx 6. 아이스크림물 트래픽 추이

아이스크림물 트래픽 추이	2019	2020	2021	2022	2023	2024	24.01.~05.	25.01.~05.
트래픽 수	42,407	113,487	149,940	270,014	316,054	386,104	152,859	185,910
<b>YoY(%)</b>		<b>167.61%</b>	<b>32.12%</b>	<b>80.08%</b>	<b>17.05%</b>	<b>22.16%</b>		<b>21.62%</b>

## Appx 7. 민간연수원 별 네이버 데이터랩 검색량

네이버 데이터랩 민간연수원 검색량 (단위: 상대 검색량)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	24.01.~04.	25.01.~04.
총합	969	849	830	801	970	1,000	1,046	1,015	1,010	315	309
동사 점유율(%)	10.81%	13.91%	14.64%	18.14%	21.75%	25.41%	27.44%	27.15%	28.60%	25.08%	28.48%
아이스크림	105	118	121	145	211	254	287	276	289	79	88
사제동행	119	98	80	79	93	98	89	78	71	22	16
티처빌	746	633	628	577	666	648	670	661	650	214	205

## Appx 8. AI 디지털 교과서 공급계약 체결 목록

AI 디지털 교과서 공급계약 체결 목록	사업명	초등학교명	과목명	일반 서적 교과서	AI 디지털교과서
1	2025학년도 대전글꽃초등학교 AI 디지털교과서(수학) 구독 계약	글꽃초등학교	수학	미래엔	천재교과서
2			영어	대교	천재교과서
3	광주교육대학교광주부설초등학교 AI 디지털교과서 이용 계약서(수학1학기)	광주교대부설초등학교	수학	동아출판	천재교과서
4			영어	동아출판	동아출판
5	대전대양초등학교 AI 디지털교과서 구독	대전대양초등학교	수학	천재교과서	천재교과서
6			영어	천재교과서	천재교과서
7	2025학년도 대전성천초등학교 AI 디지털교과서 수학 3~4학년 계약	대전성천초등학교	수학	YBM	YBM
8			<b>영어</b>	<b>아이스크림미디어</b>	<b>아이스크림미디어</b>
9	2025학년도 대덕초등학교 AI 영어 디지털교과서 서비스	대덕초등학교	수학	비상교육	천재교과서
10			영어	YBM	YBM
11	대전문성초등학교 디지털교과서(영어) 구독 계약	대전문성초등학교	수학	천재교과서	천재교과서
12			영어	YBM	YBM
13	2025년 대전상원초등학교 AI 디지털교과서 사용 구독 용역	대전상원초등학교	수학	동아출판	천재교과서
14			영어	천재교과서	천재교과서
15	한국교원대학교부설월곡초등학교 AI 디지털교과서(영어) 이용 용역 계약	월곡초등학교	수학	천재교과서	천재교과서
16			영어	천재교과서	천재교과서
17	2025학년도 대전보성초 AI 디지털교과서 구독 용역 계약(3,4학년-영어)	대전보성초등학교	수학	아이스크림미디어	천재교과서
18			영어	천재교과서	천재교과서
19	2025학년도 근덕초 AI 디지털교과서 서비스 구독 용역	근덕초등학교	수학	아이스크림미디어	천재교과서
20			<b>영어</b>	<b>아이스크림미디어</b>	<b>아이스크림미디어</b>
21	2025학년도 흥전초 외 2교 AI 디지털교과서 서비스 구독 용역	흥전초등학교	수학	비상교육	천재교과서
22			영어	YBM	YBM
23	2025학년도 1학기 하장초 외 1교 AI 디지털교과서 서비스 구독 용역	하장초등학교	수학	-	-
24			영어	YBM	YBM
25	2025학년도 1학기 임원초 AI 디지털교과서 서비스 구독 용역	임원초등학교	수학	천재교과서	천재교과서
26			영어	천재교과서	천재교과서
27	대전도마초등학교 AI 디지털 교과서 용역 계약	대전도마초등학교	수학	아이스크림미디어	천재교과서
28			영어	YBM	-

동사 AI 디지털 교과서 계약 건

## Appx 9. 공급계약 체결 내 데이터

AI 디지털 교과서 공급계약 체결 목록 내 데이터			
주제	해당 case 수	전체 case 수	비율
AI 디지털 교과서 승인된 출판사의 일반교과서를 사용하는 학교 중 동일한 출판사의 AI 디지털 교과서를 사용하는 비율	17	17	100%
AI 디지털 교과서 도입 시 수학, 영어 모두 채택한 초등학교 비율	12	14	86%
동사의 AI 디지털 교과서를 택한 학교 중 동사의 일반교과서를 선택한 비율	2	2	100%

## Appx 10. 검정 교과서 설문조사 데이터

검정 교과서 설문조사 데이터							
과목명	수학	사회	과학	음악	미술	체육	영어
전체 응답자 수				38			
현재 동사 점유율	40.0%	58.0%	51.7%	35.0%	17.5%	19.1%	5.5%
동사 교과서 사용 교사 수	15	20	16	10	5	7	3
동사 외 교과서 사용 교사 수	18	8	17	16	21	29	34
동사 외 교과서 사용 중 내년도 동사 교과서 채택 의향	5	10	5	12	12	2	1
잠재수요 = (동사 교과서 사용 + 동사 외 교과서 중 동사 채택 의향) / 전체 점유율 확대 여력	52.6%	78.9%	55.3%	57.9%	44.7%	23.7%	10.5%
	12.6%p	20.9%p	3.5%p	22.8%p	27.2%p	4.6%p	5.0%p

## Appx 11. 과목별 AI 디지털 교과서 학습 학생 수

동사 과목별 AI 디지털 교과서 학습 학생 수 추정			
(단위: 명)	2025	2026	2027
영어 AI 교과서 학습 학생 수	13349	34484	51188
3-4학년 영어 과목 수강 수	45406	52648	57528
채택률	29.40%	39.40%	49.40%
4-6학년 영어 과목 학습 수		46736	57790
채택률		29.40%	39.40%
수학 AI 교과서 수강 학령인구		228243	296645
3-4학년 수학 과목 수강 수		325667	315387
채택률		39.4%	49.4%
4-6학년 수학 과목 학습 수		339899	357472
채택률		29.4%	39.4%

## Appx 12. 인건비 추정

인건비 추정							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
인건비	14,977	17,170	21,596		24,329	27,000	29,550
임직원 수(명)	316	333	348		363	373	378
평균 임금	47	52	62		67	72	78
매출원가	2,344	756	700		930	1,032	1,130
% of 인건비	15.65%	4.40%	3.24%		3.82%	3.82%	3.82%
판매비와관리비	12,633	16,414	20,896		23,399	25,968	28,421
% of 인건비	84.35%	95.60%	96.76%		96.18%	96.18%	96.18%

## Appx 13. 감가상각비 및 상각비 추정

유형자산 감가상각비 추정 (=A+B)							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
유형자산 감가상각비	98	195	437		614	818	1,022
기계장치	95	191	423		586	783	980
비품	3	4	13		26	34	41
차량운반구	-	1	2		1	1	1

사용권자산 감가상각비 추정 (=A+B)							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
사용권자산 감가상각비	1,593	1,719	2,809	-	3,343	5,131	3,576
임차부동산	1,514	1,643	2,750		3,214	4,957	3,486
차량운반구	79	76	59		129	174	90

**무형자산 상각비 추정 (=A+B)**

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비	1,932	2,464	2,152		9,250	11,508	13,704
영업권	-	-	-		-	-	-
개발비	1,007	1,511	1,483		9,134	11,384	13,634
소프트웨어	85	86	76		88	123	70
기타의무형자산	840	867	592		27	-	-

**(A) 기취득 무형자산의 상각비 추정**

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비	1,932	2,464	2,152		4,215	4,188	4,134
영업권	-	-	-		-	-	-
개발비	1,007	1,511	1,483		4,134	4,134	4,134
소프트웨어	85	86	76		53	53	-
기타의무형자산	840	867	592		27	-	-

**(B) 신규취득 무형자산의 상각비 추정**

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비					5,035	7,320	9,570
영업권					-	-	-
개발비					5,000	7,250	9,500
소프트웨어					35	70	70
기타의무형자산					-	-	-

**무형자산 CapEx 추정**

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 CapEx	536	4,969	20,655		20,070	9,070	9,070
영업권	-	-	-		-	-	-
개발비	503	4,862	20,655		20,000	9,000	9,000
소프트웨어	33	107	-		70	70	70
기타의무형자산	-	-	-		-	-	-

## Appx 14. 금융손익 추정

**금융손익**

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
금융손익	(858)	2,801	3,065	1,389	3,710	4,046	4,377
이자손익	274	1,499	2,119	936	3,418	3,754	4,085
외환차손익	(29)	(5)	(39)	8	-	-	-
외화환산손익	-	-	56	10	-	-	-
당기손익-공정가치측정금융자산관련손익	(1,104)	1,197	784	354	292	292	292
기타	-	110	145	80	-	-	-

**이자손익 추정**

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자손익	274	1,499	2,119	936	3,418	3,754	4,085
기말이자부자산	55,443	78,708	162,069	156,436	175,559	193,364	207,170
현금및현금성자산	32,097	49,760	126,315	74,358	136,000	150,000	160,000
단기금융상품	3,011	-	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
당기손익-공정가치측정금융자산	20,336	28,948	32,754	79,078	36,559	40,364	44,170
이자수익	357	1,584	2,201	966	3,537	3,864	4,195
유효이자율(%)	-	2.36%	1.83%	2.43%	2.09%	2.09%	2.09%
기말이자부부채	2,606	2,161	2,948	2,622	2,572	2,572	2,572
리스부채	2,606	2,161	2,948	2,622	2,572	2,572	2,572
이자비용	83	86	81	30	119	111	111
유효이자율(%)	-	3.59%	3.19%	4.30%	4.30%	4.30%	4.30%

## Appx 15. 기타손익 추정

기타손익							
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기타손익	(497)	(95)	(9,700)	8	-	-	-
영업권손상차손	(459)	(123)	(250)	-	-	-	-
개발비손상차손	-	-	(9,444)	-	-	-	-
기타	(38)	28	(5)	8	-	-	-

## Appx 16. 현업 교사 대상 AIDT 도입 정책 관련 설문조사 통계

AIDT설문조사 결과 통계					
(단위: 명)	매우 부정	부정	중립	긍정	매우 긍정
AIDT 도입 정책 평가	18	22	14	16	2
AIDT의 학습 성취도 향상 유효성	12	20	22	18	0
차기 정부 AIDT 도입 기조 유지 가능성 전망	16	20	24	12	4
포괄적 AIDT 도입 가능성 전망	10	10	22	16	14
전체 응답 교사 수				72	

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.