

2017. 3. 23



▲ 유틸리티/운송/스몰캡  
 Analyst 김승철  
 02. 6098-6666  
 seungchurl.kim@meritz.co.kr  
 RA 김정섭  
 02. 6098-6663  
 jeongseop.kim@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **26,500 원**

현재주가 (3.22) **15,700 원**

상승여력 **68.8%**

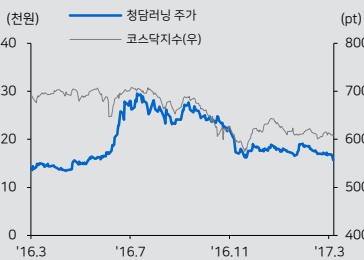
KOSDAQ	607.57pt
시가총액	1,084억원
발행주식수	690만주
유동주식비율	64.92%
외국인비중	2.85%
52주 최고/최저가	29,550원 / 13,450원
평균거래대금	10.4억원

**주요주주(%)**

김영희 외 특수관계자	23.0
청담러닝 자사주 및 자사주 펀드	13.7
베어링자산운용	5.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.78	-39.73	12.95
상대주가	-13.20	-29.42	13.93

**주가그래프**



# 청담러닝 096240

## 환골탈태! 이제 꽃길만 걷자!

- ✓ 회계정책 변경과 투자자산 전액 손상차손 인식으로 적자전환
- ✓ 해외 매출 수익 인식 기준이 발생주의에서 현금주의로 변경
- ✓ 취소된 매출액 67억원은 향후 5년간 나누어 인식되므로 염려할 사안이 아님
- ✓ 베트남 April 수강생 16,000명 돌파, 중국 온라인에듀케이션 로열티 수입도 하반기부터 발생 가능
- ✓ 주가 하락으로 배당수익률 5.0%, 매수 시점

### 회계정책 변경과 부실 자회사 지분 전액 손상차손

정정공시를 통해 '16년 실적이 크게 줄었다. 영업이익 139억원에서 53억원으로, 당기순이익은 27억원에서 171억원 적자로 전환되었다. 실적 변동 사유는 두 가지다. 첫째, 외부감사인의 보수적 수익 인식 권고에 따라 해외 수입에 대한 인식 기준이 발생주의에서 현금주의로 변경되었다. 작년 해외 매출액으로 67억원을 인식했는데 이를 계약기간에 나누어 입금 시점에 계상하기로 한 것이다. 작년에 인식한 67억원은 올해부터 5년에 걸쳐 인식된다.

둘째, 자회사 관련 지분 및 부실 채권 등 장부에 잡혀있던 주요 투자자산 금액 152억원을 모두 상각했다. 그간 손상차손 매년 발생해왔는데 이번 기회에 전액 장부에서 제거하여 앞으로는 관련 손실이 발생하지 않는다.

### 갈끔해졌다. 부실 털고 해외 성장 스토리에 집중

주가 상승 동력이었던 해외 수입이 '16년 이익에서 빠져 실망스러울 수 있지만 해외 수입이 없어진 것이 아니라 나누어 반영된다는 점에 주목하자, 계약이 취소되었거나 비용이 더 들어가 손실이 나는 상황이 아니다. 부실 자회사 지분을 전액 상각한 점은 긍정적이다. 그간 영업이익이 나도 손상차손이 매년 발생하여 늘 찜찜했는데 이번 기회를 통해 우려를 불식시킬 수 있다. .

작년 취소된 매출액 중 25억원은 올해 반영되고 1분기에 이미 17억원이 입금되어 수입으로 인식된다. 기업가치는 미래 이익을 반영한다. 베트남 April어학원 수강생은 16,000명을 넘었고 중국 온라인에듀케이션 로열티 매출액도 하반기부터 발생된다. 최근 주가 조정으로 배당수익률은 5.0% 달한다. 매수 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	130.5	11.3	4.0	642	-51.8	8,892	17.4	1.3	3.7	6.6	105.9
2015	135.5	6.9	-1.3	-206		7,981		1.5	4.3	-2.4	125.0
2016P	141.0	5.3	-17.1	-2,748		3,912		4.6	7.2	-46.2	253.3
2017E	150.6	21.0	10.6	1,704		4,939	9.2	3.2	3.7	38.5	172.7
2018E	162.0	26.1	14.6	2,342	37.4	6,602	6.7	2.4	3.4	40.6	99.3

(십억원)	'14	'15	'16P	'17E	'18E
<b>매출액 (연결)</b>	<b>130.5</b>	<b>135.5</b>	<b>141.1</b>	<b>150.6</b>	<b>162.0</b>
<b>청담러닝</b>	<b>80.4</b>	<b>75.0</b>	<b>77.7</b>	<b>82.0</b>	<b>86.6</b>
오프라인	52.8	50.0	51.0	51.5	52.0
온라인	27.7	25.1	26.7	27.0	27.3
해외				3.5	7.3
'16년 해외 수입 인식분				2.5	1.4
베트남					2.9
중국					2.0
기타 (일본, 말레이시아, 캐나다 등)				1.0	1.0
청담러닝 영업이익	5.4	-1.3	-5.4	9.1	13.0
<b>씨엠에스에듀</b>	<b>40.1</b>	<b>48.2</b>	<b>58.5</b>	<b>61.9</b>	<b>68.0</b>
씨엠에스에듀 영업이익	8.0	8.8	10.9	11.9	13.2
<b>기타</b>	<b>9.9</b>	<b>12.3</b>	<b>4.8</b>	<b>6.8</b>	<b>7.4</b>
판매비 및 관리비	119.1	125.7	136.4	129.6	135.8
<b>영업이익</b>	<b>11.3</b>	<b>6.9</b>	<b>5.5</b>	<b>21.0</b>	<b>26.1</b>
영업이익률%	8.7	5.1	3.9	13.9	16.1
법인세차감전순이익	10.9	3.0	-15.4	21.4	27.3
법인세비용	2.4	2.0	1.7	4.8	6.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>4.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-17.1</b>	<b>10.6</b>	<b>14.6</b>

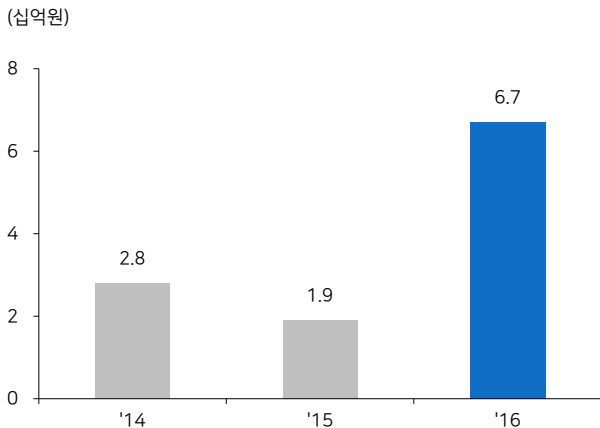
자료: 청담러닝, 메리츠증권리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율(%)	
	'16P	'17E	'16P	'17E	'16P	'17E
매출액	148.7	152.7	141.1	150.6	-5.2	-1.4
영업이익	13.9	24.7	5.3	21.0	-61.7	-15.0
지배주주순이익	2.8	14.4	-17.1	10.6	적전	-26.3

주: 베트남 April 로열티 수입 인식 시점이 이듬해 1분기에 반영되는 시기조정에 따른 실적 변경

자료: 메리츠증권리서치센터

그림1 청담러닝 과거 3년 해외매출액 추이



자료: 청담러닝, 메리츠증권리서치센터

그림2 회계정책 변경에 따른 예상 해외매출액

(십억원)	발생주의	현금주의
'16	6.68	
'17E	0.35	2.40
'18E		1.37+α
'19E		0.79+α
'20E		0.91+α
'21E		1.45+α

자료: 청담러닝, 메리츠증권리서치센터

**표3 청담러닝 적정주가 산정 내역**

(십억원)	'17E	비고
<b>EBITDA</b>	<b>18.6</b>	
EV/EBITDA(배)	8.2	
WACC(%)	9.7	
g(%)	0.0	
<b>영업가치</b>	<b>153.1</b>	
CMS에듀	36.5	전일 증가 기준 시가총액에 30% 할인
순차입금	11.9	
<b>NAV</b>	<b>177.7</b>	
주식수(백만주)	6,648	BW회석 가정
<b>주당 NAV(원)</b>	<b>26,734</b>	
EPS(원)	1,704	
<b>적정 PER(배)</b>	<b>15.7</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표4 청담러닝 해외 사업 진출 현황**

국가	년도	진출 내역	주요 내용
중국	2012	April 중국 가맹점 오픈	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010년 11월 April과 LMF 파일럿 시행</li> <li>시안교육그룹에 수출 계약 체결</li> <li>2012.9~10월 북경, 청도, 상해(2개점), 닝보 등 총 5개 April 가맹점 오픈"</li> </ul>
	2015	Smart Class 공급 위한 JV 설립	
	2016	현지 교육기업 온리에듀케이션스마트러닝 솔루션 공급계약 체결	<ul style="list-style-type: none"> <li>자사 스마트러닝 솔루션 라우드클래스(Loudclass) 제공 (하반기 테스트를 거쳐 '17년 상용화 예정)</li> <li>온리에듀케이션은 중국 내 2,000여개원, 원생 240만명을 보유</li> <li>솔루션을 사용하는 학생 1인당 매달 5달러의 로열티 수령</li> <li>재원생 가운데 솔루션 사용 가능 원생 수는 12만명 수준으로 추산</li> <li>최대 연간 로열티 수입 약 80억원 수준으로 추산</li> </ul>
미국	2012	Irvine, CA 지역 CDI 가맹점 오픈	<ul style="list-style-type: none"> <li>2007.6월 CDA 설립</li> <li>원어민 강사 채용 및 공급 시행</li> <li>20여개 美 공교육기관 WMW 채택</li> <li>CDI 1호점 오픈('12) 및 2, 3호점 오픈, 프랜차이즈 사업 개시"</li> </ul>
일본	2010	유아영어프로그램 공급	<ul style="list-style-type: none"> <li>일본 최대 출판유통기업 준쿠도 서점과 LMF(Let Me Fly: 3~6세 대상 프로그램) 납품계약 체결</li> <li>준쿠도 서점 최초 한국 유아 교육 콘텐츠입점"</li> </ul>
	2017	오프라인 학원 사업 개시	<ul style="list-style-type: none"> <li>일본 IT기업 NO.1 Solutions와 'Chungdahm Jr.' 마스터프랜차이즈 계약 체결, 일본 내 초등학생 대상 영어학원 프랜차이즈 사업 개시</li> <li>'17년 6월 도쿄에 3개 지점 개점, 이후 연내 추가 3개 개점 예정</li> </ul>
베트남	2014	마스터프랜차이즈 계약	
	2015	April 가맹점 오픈 방과후 학교, 공교육 진출	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015.5~11월 2개점 오픈('16년 상반기까지 10개 오픈 예정)"</li> </ul>
인도네시아	2011	기업, 성인 대상 유무선연동 영어교육시장 진출	<ul style="list-style-type: none"> <li>SKT와 함께 인도네시아 텔콤에 CELS서비스(콘텐츠 및 플랫폼) 계약 체결</li> </ul>
필리핀	2014	청담어학원 오픈	
말레이시아	2016	현지 기업 PT MIT Asia와 스마트러닝 솔루션, April 콘텐츠 등 공급 계약 체결	<ul style="list-style-type: none"> <li>100만달러 규모 자사 스마트러닝 솔루션 라우드클래스(Loudclass), April 어학원 콘텐츠 및 SELP 프로그램 공급 예정</li> <li>PT MIT Asia는 현지 대기업 Tahira 그룹 자회사로 멤버십 서비스 플랫폼을 운영, 500만명의 고객 바탕으로 영어 교육사업 추진 계획</li> </ul>

자료: 청담러닝, 메리츠증권증권 리서치센터

## 청담러닝 (096240)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>130.5</b>	<b>135.5</b>	<b>141.0</b>	<b>150.6</b>	<b>162.0</b>
매출액증가율 (%)	4.2	3.9	4.1	6.8	7.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	130.5	135.5	141.4	150.6	162.0
판매비와관리비	119.1	128.6	136.4	129.6	135.8
<b>영업이익</b>	<b>11.3</b>	<b>6.9</b>	<b>5.3</b>	<b>21.0</b>	<b>26.1</b>
영업이익률 (%)	8.7	5.1	3.8	13.9	16.1
금융수익	0.0	-0.2	-0.5	-0.6	0.1
중속/관계기업관련손익	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-3.5	-19.9	1.0	1.1
세전계속사업이익	10.9	3.0	-15.4	21.4	27.3
법인세비용	2.4	2.0	-3.5	4.8	6.1
<b>당기순이익</b>	<b>8.5</b>	<b>1.0</b>	<b>-17.1</b>	<b>16.6</b>	<b>21.2</b>
지배주주지분 손이익	4.0	-1.3	-17.1	10.6	14.6

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	<b>40.2</b>	<b>49.8</b>	<b>55.0</b>	<b>70.8</b>	<b>75.2</b>
현금및현금성자산	13.0	18.3	13.4	23.8	24.7
매출채권	21.4	20.5	19.4	23.3	25.1
재고자산	1.6	1.8	1.9	2.0	2.2
<b>비유동자산</b>	<b>80.6</b>	<b>75.6</b>	<b>66.5</b>	<b>56.7</b>	<b>51.8</b>
유형자산	15.0	12.4	21.7	15.6	13.5
무형자산	39.1	36.7	32.2	28.5	25.6
투자자산	10.4	6.8	2.9	2.9	3.0
<b>자산총계</b>	<b>120.8</b>	<b>125.4</b>	<b>121.5</b>	<b>127.6</b>	<b>127.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>59.6</b>	<b>63.9</b>	<b>74.6</b>	<b>67.7</b>	<b>49.5</b>
매입채무	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
단기차입금	9.0	26.2	33.2	29.9	14.9
유동성장기부채	13.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>2.5</b>	<b>5.8</b>	<b>12.6</b>	<b>13.1</b>	<b>13.7</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>부채총계</b>	<b>62.1</b>	<b>69.7</b>	<b>87.1</b>	<b>80.8</b>	<b>63.3</b>
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	42.0	42.5	42.5	42.5	42.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	43.9	37.8	12.4	18.8	29.2
비지배주주지분	3.4	6.0	10.0	16.0	22.6
<b>자본총계</b>	<b>58.7</b>	<b>55.7</b>	<b>34.4</b>	<b>46.8</b>	<b>63.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>15.3</b>	<b>16.3</b>	<b>11.8</b>	<b>21.0</b>	<b>23.0</b>
당기순이익(손실)	8.5	1.0	-17.1	16.6	21.2
유형자산감가상각비	7.1	8.8	10.7	11.1	7.0
무형자산상각비	3.5	4.4	2.4	1.5	0.8
운전자본의 증감	-6.8	-3.0	-5.0	-8.3	-6.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-11.2</b>	<b>-10.2</b>	<b>-19.5</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.9</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.3	-6.1	-20.0	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	0.9	3.4	-16.9	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-10.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>2.8</b>	<b>-7.7</b>	<b>-19.3</b>
차입금증감	-1.4	6.1	7.0	-3.4	-15.0
자본의증가	1.5	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-5.8	5.3	-4.9	10.4	0.9
기초현금	18.7	13.0	18.3	13.4	23.8
기말현금	13.0	18.3	13.4	23.8	24.7

### Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	20,996	21,807	22,659	24,205	26,030
EPS(지배주주)	642	-206	-2,748	1,704	2,342
CFPS	3,719	3,330	3,057	5,564	5,632
EBITDAPS	3,530	3,237	2,960	5,405	5,457
BPS	8,892	7,981	3,912	4,939	6,602
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	7.1	6.6	5.0	5.0	5.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.4			9.2	6.7
PCR	3.0	3.6	5.9	2.8	2.8
PSR	0.5	0.6	0.8	0.6	0.6
PBR	1.3	1.5	4.6	3.2	2.4
EBITDA	21.9	20.1	18.4	33.6	34.0
EV/EBITDA	3.7	4.3	7.2	3.7	3.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.6	-2.4	-46.2	38.5	40.6
EBITDA 이익률	16.8	14.8	13.1	22.3	21.0
부채비율	105.9	125.0	253.3	172.7	99.3
금융비용부담률	1.0	0.8	1.0	1.0	0.7
이자보상배율(x)	9.0	6.2	3.8	14.3	24.4
매출채권회전율(x)	6.1	6.5	7.1	7.1	6.7
재고자산회전율(x)	88.8	78.9	75.2	76.2	76.5

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 3월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 3월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 3월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김승철, 김정섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**청담러닝(096240) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.01.29	기업브리프	Buy	18,500	김승철	
2016.02.15	기업브리프	Buy	18,500	김승철	
2016.02.29	기업브리프	Buy	18,500	김승철	
2016.03.21	기업브리프	Buy	18,500	김승철	
2016.05.12	기업브리프	Buy	18,500	김승철	
2016.06.28	기업분석	Buy	23,500	김승철	
2016.08.12	기업브리프	Buy	37,000	김승철	
2016.09.01	기업브리프	Buy	37,000	김승철	
2016.11.14	기업브리프	Buy	37,000	김승철	
2017.01.16	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.02.15	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.03.15	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.03.23	기업브리프	Buy	26,500	김승철	