

2017. 5. 4



▲ 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 (5.2) **17,800 원**

상승여력 **48.9%**

KOSDAQ	626.43pt
시가총액	1,228억원
발행주식수	690만주
유동주식비율	64.92%
외국인비중	2.97%
52주 최고/최저가	29,550원 / 13,450원
평균거래대금	8.5억원

### 주요주주(%)

김영희 외 특수관계자	21.3
청담러닝 자사주 및 자사주 펀드	13.7
베어링자산운용	5.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.90	-28.23	31.85
상대주가	8.31	-26.15	27.59

### 주가그래프



# 청담러닝 096240

## 1Q17 Review:

### 회계 정책 변경 잡음을 잠재운 실적

- ✓ 1분기 연결 영업이익 56억원(+14.5% YoY)을 기록하며 성장
- ✓ 해외 수입 인식 기준 변경에 따른 신규 회계 기준 상 별도 영업이익은 전년도 3억 원 적자에서 10억원으로 흑자전환
- ✓ 자회사 추가 손상차손도 없어 별도 당기순이익은 전년도 12억원에서 23억원으로 대 폭 개선
- ✓ 회계 정책 변경 이후 제대로 박힌 실적, 해외 사업 순항에 투자 초점을 맞출 시점

### 1분기 실적에서 읽어내야 할 두 가지 포인트

1Q17 매출액 406억원(+4.3% YoY) 영업이익은 56억원(+14.5% YoY)을 기록하며 이익이 늘었다. 이번 실적에서 점검해야 할 부분은 작년에 취소되었던 해외 매출액이 제대로 인식되는지 부실 자회사 관련 추가 상각이 더 이상 발생하지 않는지 여부다.

별도 기준 작년 1분기 영업이익은 9억원인데 이 중 해외 수입이 약 12억원 포함되었다. 회계정책 변경으로 이번 1분기에 이연 되어 인식된 해외 수입은 약 17억원이다. 새로운 회계 기준에 따른 별도 1분기 영업이익은 전년도 3억 적자에서 올해는 10억원 흑자로 돌아선 셈이다. 국내 사업에서는 여전히 적자를 보고 있는데 이는 태블릿PC 감가상각비 부담이 지속된 탓이다. 올 2분기부터는 내용연수 종료로 감가상각비도 줄어든다. 국내 사업도 이제는 흑자로 돌아선다.

자회사 손상차손도 없었다. 작년도 별도 순이익 중 자회사 씨엠에스에듀 상장에 따른 일회성 이익 7억원을 제외하면 별도 기준 순이익도 12억원에서 올해 23억원으로 크게 늘어났음이 확인되었다.

### 해외 시장 먹거리 창출에 투자 초점

1분기 실적을 통해 회계적 이슈는 더 이상 잡음을 만들 사안이 아니다. 여전히 북 새통을 이루고 있는 베트남 April어학원 사업과 하반기부터 본격화 될 중국 온라인 교육에서부터 수취할 로열티 수입 등 기존 투자포인트로 삼았던 해외 시장에서의 먹거리 창출에 투자 초점을 맞출 시기다.

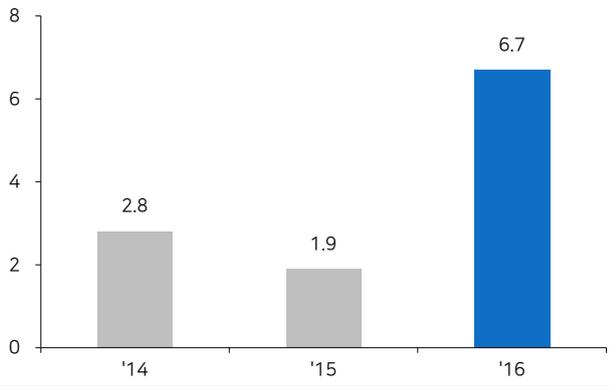
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	135.5	6.9	-1.3	-206		2,082		5.8	4.3	-2.4	125.0
2016	141.1	5.3	-20.1	-3,059		3,825		4.7	9.1	-37.3	88.2
2017E	150.6	21.0	10.6	1,535		5,213	11.6	3.4	4.1	17.3	71.2
2018E	161.5	26.1	14.5	2,098	36.7	7,098	8.5	2.5	3.9	21.0	45.4
2019E	172.9	31.0	18.1	2,629	25.3	9,456	6.8	1.9	3.2	22.6	25.7

(십억원)	1Q17	1Q16	YoY(%)	4Q16	QoQ(%)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	40.7	38.9	4.5	32.0	27.1	38.9	4.6	39.1	4.0
영업이익	5.6	4.8	16.1	-4.8	흑전	5.1	9.3	4.8	16.4
지배주주순이익	1.7	2.2	-23.2	-23.5	흑전	1.7	0.6	2.4	N/A

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 청담러닝 과거 3년 해외매출액 추이

(십억원)



자료: 청담러닝, 메리츠증권증권 리서치센터

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, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 청담러닝 해외 사업 진출 현황			
국가	년도	진출 내역	주요 내용
중국	'12	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>
	'15	Smart Class 공급 위한 JV 설립	
	'16	현지 교육기업 온리에듀케이션과 스마트러닝 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	'12	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	'10	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>
	'17	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	'14	마스터프랜차이즈 계약	
	'15	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	'11	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	'14	청담어학원 오픈	
캐나다	'16	캐나다 원주민 자치정부와 스마트러닝 솔루션 제공 위한 MOU 체결	<ul style="list-style-type: none"> <li>캐나다 원주민(First Nations) 언어 보존 프로젝트에 자사 교육 플랫폼 및 스마트러닝 솔루션 공급 위해 캐나다 원주민 정부인 Ucluelet 정부와 양해각서 체결</li> <li>다른 원주민 자치정부와도 같은 내용의 사업 추진 중</li> </ul>

자료: 청담러닝, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

## 청담러닝(096240)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>135.5</b>	<b>141.1</b>	<b>150.6</b>	<b>161.5</b>	<b>172.9</b>
매출액증가율 (%)	3.9	4.1	6.8	7.2	7.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	135.5	141.1	150.6	161.5	172.9
판매비와관리비	128.6	135.7	129.6	135.4	141.8
<b>영업이익</b>	<b>6.9</b>	<b>5.3</b>	<b>21.0</b>	<b>26.1</b>	<b>31.0</b>
영업이익률 (%)	5.1	3.8	13.9	16.2	18.0
금융수익	-0.2	-0.2	-0.1	0.5	1.1
중속/관계기업관련손익	-0.2	-0.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.5	-19.3	0.5	0.5	0.6
세전계속사업이익	3.0	-15.0	21.4	27.2	32.8
법인세비용	2.0	2.1	4.8	6.1	7.4
<b>당기순이익</b>	<b>1.0</b>	<b>-17.1</b>	<b>16.6</b>	<b>21.1</b>	<b>25.4</b>
지배주주지분 손이익	-1.3	-20.1	10.6	14.5	18.1

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>49.8</b>	<b>54.1</b>	<b>72.7</b>	<b>78.8</b>	<b>87.1</b>
현금및현금성자산	18.3	14.5	29.7	32.6	37.7
매출채권	20.5	19.1	21.2	22.7	24.3
재고자산	1.8	2.1	2.2	2.4	2.6
<b>비유동자산</b>	<b>75.6</b>	<b>95.0</b>	<b>83.1</b>	<b>77.3</b>	<b>73.7</b>
유형자산	12.4	36.9	28.5	25.7	24.7
무형자산	36.7	31.8	28.0	24.7	21.8
투자자산	6.8	6.5	6.7	7.0	7.4
<b>자산총계</b>	<b>125.4</b>	<b>149.2</b>	<b>155.9</b>	<b>156.1</b>	<b>160.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>63.9</b>	<b>57.3</b>	<b>52.1</b>	<b>36.0</b>	<b>20.1</b>
매입채무	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
단기차입금	26.2	32.9	29.6	14.8	0.0
유동성장기부채	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>5.8</b>	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>	<b>12.8</b>
사채	0.0	1.9	1.9	1.9	1.9
장기차입금	1.8	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>부채총계</b>	<b>69.7</b>	<b>69.9</b>	<b>64.8</b>	<b>48.7</b>	<b>32.9</b>
<b>자본금</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
자본잉여금	42.5	49.9	49.9	49.9	49.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.8	12.7	18.5	28.2	41.5
비지배주주지분	6.0	21.1	27.1	33.7	41.0
<b>자본총계</b>	<b>55.7</b>	<b>79.3</b>	<b>91.1</b>	<b>107.3</b>	<b>127.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>16.3</b>	<b>15.4</b>	<b>27.1</b>	<b>26.2</b>	<b>28.3</b>
당기순이익(손실)	1.0	-17.1	16.6	21.1	25.4
유형자산감가상각비	8.8	8.1	13.4	7.8	5.9
무형자산상각비	4.4	4.4	1.1	0.6	0.2
운전자본의 증감	-3.0	-6.9	-4.0	-3.3	-3.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-10.2</b>	<b>-53.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.7</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-6.1	-32.6	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	3.4	0.0	-0.2	-0.3	-0.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-0.8</b>	<b>33.3</b>	<b>-8.5</b>	<b>-19.6</b>	<b>-19.6</b>
차입금증감	6.1	15.6	-3.7	-14.8	-14.8
자본의증가	0.5	7.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가	5.3	-3.8	15.2	2.9	5.0
기초현금	13.0	18.3	14.5	29.7	32.6
기말현금	18.3	14.5	29.7	32.6	37.7

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	21,807	21,466	21,839	23,418	25,066
EPS(지배주주)	-206	-3,059	1,535	2,098	2,629
CFPS	3,330	3,476	5,214	5,086	5,479
EBITDAPS	3,237	2,712	5,143	5,008	5,392
BPS	2,082	3,825	5,213	7,098	9,456
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	6.6	4.4	4.5	4.5	4.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER			11.6	8.5	6.8
PCR	3.6	5.2	3.4	3.5	3.2
PSR	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR	5.8	4.7	3.4	2.5	1.9
EBITDA	20.1	17.8	35.5	34.5	37.2
EV/EBITDA	4.3	9.1	4.1	3.9	3.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-2.4	-37.3	17.3	21.0	22.6
EBITDA 이익률	14.8	12.6	23.5	21.4	21.5
부채비율	125.0	88.2	71.2	45.4	25.7
금융비용부담률	0.8	0.8	0.8	0.6	0.3
이자보상배율(x)	6.2	4.9	16.5	26.2	55.5
매출채권회전율(x)	6.5	7.1	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	78.9	71.6	69.2	69.3	69.3

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 4일 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 하시기를 바랍니다.

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

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**청담러닝(096240) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	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	
2017.04.17	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.05.04	기업브리프	Buy	26,500	김승철	