

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 교육에듀케이션으로부터 수취할 로열티 수입 등 기존 투자포인트로 삼았던 해외 시장에서의 먹거리 창출에 투자 초점을 맞출 시기다.

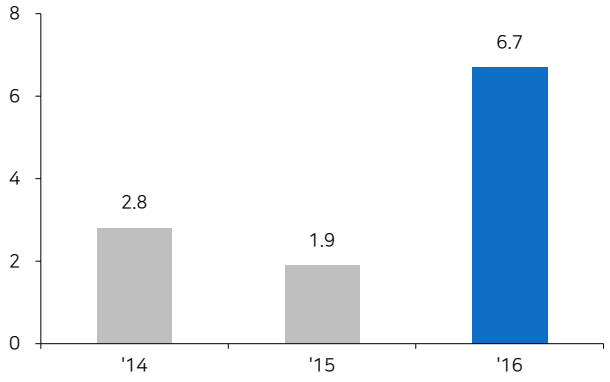
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015 | 135.5 | 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"> 2010년 11월 April과 LMF 파일럿 시행 시안교육그룹에 수출 계약 체결 2012.9~10월 북경, 청도, 상해(2개점), 닝보 등 총 5개 April 가맹점 오픈 |
| | '15 | Smart Class 공급 위한 JV 설립 | |
| | '16 | 현지 교육기업 온리에듀케이션과 스마트러닝 솔루션 공급계약 체결 | <ul style="list-style-type: none"> 자사 스마트러닝 솔루션 라우드클래스(Loudclass) 제공 (하반기 테스트를 거쳐 '17년 상용화 예정) 온리에듀케이션은 중국 내 2,000여개원, 원생 240만명을 보유 솔루션을 사용하는 학생 1인당 매달 5달러의 로열티 수령 재원생 가운데 솔루션 사용 가능 원생 수는 12만명 수준으로 추산 최대 연간 로열티 수입 약 80억원 수준으로 추산 |
| 미국 | '12 | Irvine, CA 지역 CDI 가맹점 오픈 | <ul style="list-style-type: none"> 2007.6월 CDA 설립 원어민 강사 채용 및 공급 시행 20여개 美 공교육기관 WMW 채택 CDI 1호점 오픈('12) 및 2, 3호점 오픈, 프랜차이즈 사업 개시 |
| 일본 | '10 | 유아영어프로그램 공급 | <ul style="list-style-type: none"> 일본 최대 출판유통기업 준쿠도 서점과 LMF(Let Me Fly: 3~6세 대상 프로그램) 납품계약 체결 준쿠도 서점 최초 한국 유아 교육 콘텐츠입점 |
| | '17 | 오프라인 학원 사업 개시 | <ul style="list-style-type: none"> 일본 IT기업 NO.1 Solutions와 'Chungdahm Jr.' 마스터프랜차이즈 계약 체결, 일본 내 초등학교 대상 영어학원 프랜차이즈 사업 개시 '17년 6월 도쿄에 3개 지점 개점, 이후 연내 추가 3개 개점 예정 |
| 베트남 | '14 | 마스터프랜차이즈 계약 | |
| | '15 | April 가맹점 오픈 방과후 학교, 공교육 진출 | <ul style="list-style-type: none"> 2015.5~11월 2개점 오픈('16년 상반기까지 10개 오픈 예정) |
| 인도네시아 | '11 | 기업, 성인 대상 유무선연동 영어교육시장 진출 | <ul style="list-style-type: none"> SKT와 함께 인도네시아 텔콤에 CELS서비스(콘텐츠 및 플랫폼) 계약 체결 |
| 필리핀 | '14 | 청담어학원 오픈 | |
| 캐나다 | '16 | 캐나다 원주민 자치정부와 스마트러닝 솔루션 제공 위한 MOU 체결 | <ul style="list-style-type: none"> 캐나다 원주민(First Nations) 언어 보존 프로젝트에 자사 교육 플랫폼 및 스마트러닝 솔루션 공급 위해 캐나다 원주민 정부인 Ucluelet 정부와 양해각서 체결 다른 원주민 자치정부와도 같은 내용의 사업 추진 중 |

자료: 청담러닝, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

청담러닝(096240)

Income Statement

| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 135.5 | 141.1 | 150.6 | 161.5 | 172.9 |
| 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 |
| 영업이익 | 6.9 | 5.3 | 21.0 | 26.1 | 31.0 |
| 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 |
| 당기순이익 | 1.0 | -17.1 | 16.6 | 21.1 | 25.4 |
| 지배주주지분 손이익 | -1.3 | -20.1 | 10.6 | 14.5 | 18.1 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 49.8 | 54.1 | 72.7 | 78.8 | 87.1 |
| 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 |
| 비유동자산 | 75.6 | 95.0 | 83.1 | 77.3 | 73.7 |
| 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 |
| 자산총계 | 125.4 | 149.2 | 155.9 | 156.1 | 160.8 |
| 유동부채 | 63.9 | 57.3 | 52.1 | 36.0 | 20.1 |
| 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 |
| 비유동부채 | 5.8 | 12.7 | 12.7 | 12.7 | 12.8 |
| 사채 | 0.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 장기차입금 | 1.8 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |
| 부채총계 | 69.7 | 69.9 | 64.8 | 48.7 | 32.9 |
| 자본금 | 3.1 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 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 |
| 자본총계 | 55.7 | 79.3 | 91.1 | 107.3 | 127.9 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 영업활동 현금흐름 | 16.3 | 15.4 | 27.1 | 26.2 | 28.3 |
| 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 |
| 투자활동 현금흐름 | -10.2 | -53.0 | -3.5 | -3.6 | -3.7 |
| 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 |
| 재무활동 현금흐름 | -0.8 | 33.3 | -8.5 | -19.6 | -19.6 |
| 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 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| 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 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 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 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 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 하시기 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 | |