

2017. 8. 14



▲ 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) **23,500 원**

현재주가 (8.11) **16,150 원**

상승여력 **45.5%**

KOSDAQ	628.34pt
시가총액	1,137억원
발행주식수	704만주
유동주식비율	66.17%
외국인비중	2.41%
52주 최고/최저가	28,150원 / 15,650원
평균거래대금	12.8억원

주요주주(%)

김영희 및 특수관계자	21.4
청담러닝 자사주	12.5
베어링자산운용	5.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.76	-14.78	-36.04
상대주가	-4.78	-17.61	-35.89

주가그래프



(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	21.5	11.7	1,668		5,471	9.7	3.0	4.1	18.8	69.6
2018E	161.7	26.6	15.7	2,057	23.3	7,676	7.9	2.1	3.9	20.9	42.1
2019E	173.3	31.6	19.5	2,558	24.3	9,913	6.3	1.6	3.3	21.6	24.1

청담러닝 096240

2Q17 Review:

Post 베트남, 중국으로 간다!

- ✓ 2분기 연결 영업이익 37억원(+13.4% YoY) 기록하며 성장
- ✓ 해외 수입 보정한 별도 영업이익은 전년도 7억원 적자에서 10억원으로 흑자전환
- ✓ 베트남 April 수강생 2만명 돌파, 여전히 북새통
- ✓ 8월 중국 온라인교육과 April 학원 서비스 본격 개시

'비용 절감' 효과 제대로 봤다

2Q17 연결 기준 매출액 374억원(+4.6% YoY) 영업이익 37억원(+13.4% YoY)을 기록했다. 자회사 씨엠에스에듀 성장과 청담러닝의 비용절감 효과가 본격적으로 나타나기 시작했다.

별도 기준 작년 2분기 영업이익은 13억원인데 여기에 해외 수입 20억원이 포함되었다. 해외 로열티 회계 인식 기준이 현금주의로 변경되어 이번 분기에 인식된 해외 수입은 없다. 이를 보정해보면 작년도 7억원 적자에서 올해는 10억원으로 턴어라운드 성공한 셈이다. 태블릿 PC 감가상각비 부담으로 국내 사업에서 만성적인 적자에 시달렸으나 2분기부터 흑자전환에 성공했다.

해외 사업 여전히 순항 중

베트남 APAX 학생 수가 2만명을 넘어서며 성장세가 가파르다. 베트남 파트너 회사에 최근 35억원을 투자했다. 로열티 수입도 수취하고 베트남 JV에서 이익이 날 경우 지분법 평가 이익도 기대할 수 있다. 연초 중국 온라인교육과 April 학원 서비스를 맺었는데 8월말부터 중국에서 시작된다. 베트남에서의 인기를 실감하듯 중국 역시 좋은 반응이 기대된다.

국내 드디어 흑자전환, 이제는 해외 사업 성장에 초점을 맞출 시점

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가는 기존 26,500원에서 23,500원으로 하향조정 하는데 이는 최근 및 향후 상장될 가능성이 높은 BW를 모두 반영하여 BPS를 낮춰잡았기 때문이다. 펀더멘털은 점차 강화되고 있어 투자의견 Buy를 유지한다.

표1 청담러닝 2Q17 Earnings Review							
(십억원)	2Q17	2Q16	YoY(%)	1Q17	QoQ(%)	메리츠	(% diff.)
매출액	37.4	35.8	4.6	40.7	-8.0	34.6	8.1
영업이익	3.7	3.2	13.4	5.6	-34.3	3.8	-3.5
지배주주순이익	1.0	0.8	26.2	1.7	-42.5	1.4	-29.7

자료: 청담러닝, 메리츠증권 리서치센터

표2 청담러닝 적정주가 산정 내역		
(원)	'17E	비고
EPS	1,541	
PER(배)	15	
BPS	9,320	- BW 완전 희석
ROE(%)	18.0	
COE(%)	8.0	
Risk Free Rate(%)	2.0	
Risk Premium(%)	6.0	
베타	1.0	
g(%)	1.0	
PBR(배)	2.4	
적정주가	22,601	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 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(APAX) 오픈 방과후 학교, 공교육 진출	<ul style="list-style-type: none"> 현 가입자 2만명 돌파
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	161.7	173.3
매출액증가율 (%)	3.9	4.1	6.7	7.4	7.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	135.5	141.1	150.6	161.7	173.3
판매비와관리비	128.6	135.7	129.1	135.0	141.6
영업이익	6.9	5.3	21.5	26.6	31.6
영업이익률 (%)	5.1	3.8	14.3	16.5	18.3
금융수익	-0.2	-0.2	0.1	0.8	1.5
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	22.1	28.0	33.7
법인세비용	2.0	2.1	4.9	6.3	7.6
당기순이익	1.0	-17.1	17.2	21.7	26.1
지배주주지분 손이익	-1.3	-20.1	11.7	15.7	19.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	16.3	15.4	27.7	26.5	29.0
당기순이익(손실)	1.0	-17.1	17.2	21.7	26.1
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	-3.6	-3.2
투자활동 현금흐름	-10.2	-53.0	-3.4	-3.7	-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	-7.0	-13.6	-20.2
차입금증감	6.1	15.6	-3.7	-14.8	-14.8
자본의증가	0.5	7.7	1.5	6.4	0.0
현금의증가	5.3	-3.8	17.2	9.3	5.1
기초현금	13.0	18.3	14.5	31.7	41.0
기말현금	18.3	14.5	31.7	41.0	46.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	49.8	54.1	74.8	87.3	95.7
현금및현금성자산	18.3	14.5	31.7	41.0	46.2
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	73.8
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	7.1	7.4
자산총계	125.4	149.2	157.9	164.5	169.5
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	48.8	32.9
자본금	3.1	3.4	3.5	3.8	3.8
자본잉여금	42.5	49.9	51.3	57.3	57.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.8	12.7	19.5	29.8	43.9
비지배주주지분	6.0	21.1	26.6	32.6	39.3
자본총계	55.7	79.3	93.1	115.8	136.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	21,807	21,466	21,406	21,231	22,754
EPS(지배주주)	-206	-3,059	1,668	2,057	2,558
CFPS	3,330	3,476	5,177	4,673	5,039
EBITDAPS	3,237	2,712	5,107	4,602	4,961
BPS	2,082	3,825	5,471	7,676	9,913
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	6.6	4.4	4.5	4.5	4.5
Valuation(Multiple)					
PER			9.7	7.9	6.3
PCR	3.6	5.2	3.1	3.5	3.2
PSR	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR	5.8	4.7	3.0	2.1	1.6
EBITDA	20.1	17.8	35.9	35.0	37.8
EV/EBITDA	4.3	9.1	4.1	3.9	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.4	-37.3	18.8	20.9	21.6
EBITDA 이익률	14.8	12.6	23.9	21.7	21.8
부채비율	125.0	88.2	69.6	42.1	24.1
금융비용부담률	0.8	0.8	0.7	0.5	0.3
이자보상배율(x)	6.2	4.9	20.0	31.6	67.1
매출채권회전율(x)	6.5	7.1	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	78.9	71.6	69.2	69.4	69.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 14일 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4 등급	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3 등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 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	
2017.04.17	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.05.04	기업브리프	Buy	26,500	김승철	
2017.05.15	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.06.15	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.07.17	산업분석	Buy	26,500	김승철	
2017.08.14	기업브리프	Buy	23,500	김승철	