



### Not Rated

주가(8/6): 42,000원

시가총액: 2,463억원

#### 스몰캡

Analyst 서혜원

02) 3787-3767

hwseo@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSDAQ (8/6)		551.50pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	55,700원	35,500원
등락률	-27.4%	13.9%
수익률	절대	상대
1M	-16.6%	5.0%
6M	-22.5%	0.7%
1Y	13.9%	61.4%

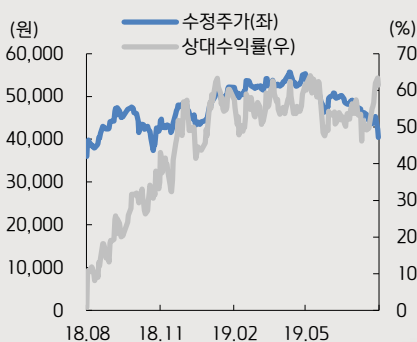
#### Company Data

발행주식수	5,927천주
일평균 거래량(3M)	6천주
외국인 지분율	5.6%
배당수익률(2019E)	1.2%
BPS(2019E)	18,690원
주요주주	삼성 SDS 외 4인 62.4%

#### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,012	2,400	2,944	3,319
영업이익	151	218	285	358
EBITDA	197	256	336	393
세전이익	158	222	282	363
순이익	124	176	222	287
지배주주지분순이익	122	174	217	283
EPS(원)	2,066	2,928	3,686	4,771
증감률(%YoY)	-4.4	41.7	25.9	29.4
PER(배)	15.9	15.1	11.0	8.5
PBR(배)	2.32	2.75	2.16	1.81
EV/EBITDA(배)	7.6	8.6	5.3	3.8
영업이익률 (%)	7.5	9.1	9.7	10.8
ROE(%)	15.3	19.4	21.2	23.2
순차입금비율(%)	-53.7	-44.9	-56.1	-68.7

#### Price Trend



## 멀티캠퍼스 (067280)

### 견조한 성장세 지속



2Q19 연결기준 매출액 711억원(+19% YoY), 영업이익 74억원(+4% YoY)을 기록했다. 영업이익 부진의 원인은 인건비, 상각비 증가에 기인한다. 하반기 SSAFY 프로그램 2기 모집, 계절적 성수기 효과로 분기 최대 실적을 이어나갈 것으로 예상된다. 담보된 실적 성장성과 Captive 물량을 통한 실적 안정성에도 불구하고 현 주가는 12M Fwd PER 9X로 Valuation 매력도 보유한 것으로 판단된다.

#### >>> 2Q19 매출액 711억원(+19% YoY) 기록

2Q19 연결기준 매출액 711억원(+19% YoY, +9% QoQ), 영업이익 74억원(+4% YoY, +52% QoQ, OPM 10%)을 기록했다. 기업교육서비스 527억원(+29% YoY) 기록, 전년 동기대비 SSAFY 운영 실적(73억원 추정) 본격 반영, 인력 개발원 플랫폼 개발 실적이 반영되며 전사 실적 성장을 견인했다. 외국어 서비스는 123억원(-2% YoY) 기록하며 소폭 감소한 것으로 보이지만, TEPS 사업 중단에 따른 역기저효과를 고려한다면 OPIC은 견조한 성장세를 이어나가고 있는 것으로 판단된다. 다만 영업이익이 매출 성장세 대비 저조한 이유는 1) 대형 수주 확대에 따른 인력 채용으로 인건비 14% 증가한 것으로 추정, 2) 신규 플랫폼 개발과 교육센터 확대에 따른 상각비가 증가한 것으로 판단된다.

#### >>> 3Q19 매출액 784억원(+28% YoY) 예상

동사의 실적 모멘텀이 되어준 SSAFY 사업은 하반기에도 꾸준히 실적에 반영될 전망이다. 2기 학생(500명) 모집을 완료 후 7월부터 프로그램 운영에 들어가 3분기 118억원이 반영될 것으로 예상된다. 또한 외국어 서비스는 계절적 성수기 효과가 기대된다. 이를 고려할 때, 3Q19 매출액 784억원(+28% YoY, +10% QoQ), 영업이익 84억원(+34% YoY, +13% QoQ, OPM 11%)으로 사상 최대 분기 실적을 이어나갈 것으로 예상된다.

#### >>> 담보된 실적 성장에도 현 주가 수준 Valuation 매력 보유

동사의 주요 성장 모멘텀으로 작용했던 SSAFY관련 실적은 2018년 70억원→2019년 362억원 예상→2020년 549억원(+52% YoY) 예상, 점차 성장폭이 확대될 전망이다. SSAFY 실적은 학생수에 연동되는 구조로 올해 사업시작 첫 해로 1,000명의 학생이 교육 대상이었지만, 2020년에는 최소 1,500명 학생을 대상으로 진행할 것으로 예상된다. 이러한 담보된 성장성과 그룹사 Captive 물량을 통한 실적 안정성에도 불구하고, 현 주가는 12M Fwd P/E 9X 수준으로 역사상 PER밴드 최하단에 위치해 Valuation 매력도 보유하고 있다. SSAFY 이외 동사의 추가 성장 모멘텀은 1) 대내외 기업 BPO(Business Process Outsourcing) 수주 확대, 2) 사업 제후를 통한 B2C 시장 진출로 사업영역 확대, 3) 해외 진출 확대로, 중장기적 주가 상승이 예상된다.

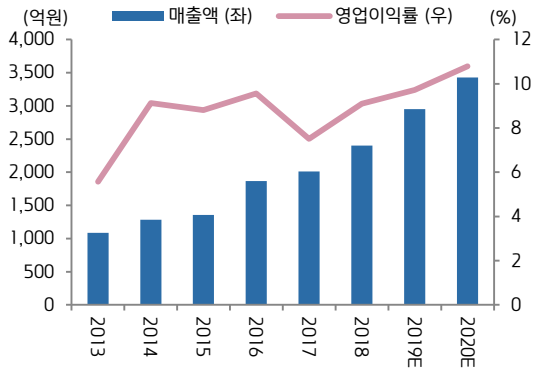
멀티캠퍼스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>515</b>	<b>598</b>	<b>613</b>	<b>675</b>	<b>652</b>	<b>711</b>	<b>784</b>	<b>797</b>	<b>2,012</b>	<b>2,400</b>	<b>2,944</b>	<b>3,319</b>
% YoY	18%	11%	16%	32%	27%	19%	28%	18%	8%	19%	23%	13%
% QoQ	1%	16%	2%	10%	-3%	9%	10%	2%				
기업교육	293	410	401	492	415	527	537	592	1,277	1,597	2,071	2,393
외국어 서비스	173	128	156	124	189	125	182	132	526	580	627	669
지식 서비스	49	60	56	59	48	59	65	73	210	223	246	258
<b>영업이익</b>	<b>31</b>	<b>71</b>	<b>63</b>	<b>53</b>	<b>49</b>	<b>74</b>	<b>84</b>	<b>78</b>	<b>151</b>	<b>218</b>	<b>285</b>	<b>358</b>
% YoY	30%	29%	66%	56%	54%	4%	34%	48%	-15%	44%	30%	26%
% QoQ	-7%	126%	-12%	-16%	-8%	52%	13%	-7%				
(지배)순이익	27	56	50	40	37	56	64	60	122	174	217	282
영업이익률	6%	12%	10%	8%	7%	10%	11%	10%	8%	9%	10%	11%
(지배)순이익률	5%	9%	8%	6%	6%	8%	8%	8%	6%	7%	7%	9%

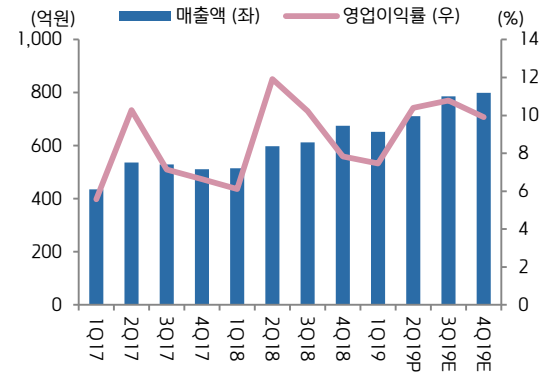
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



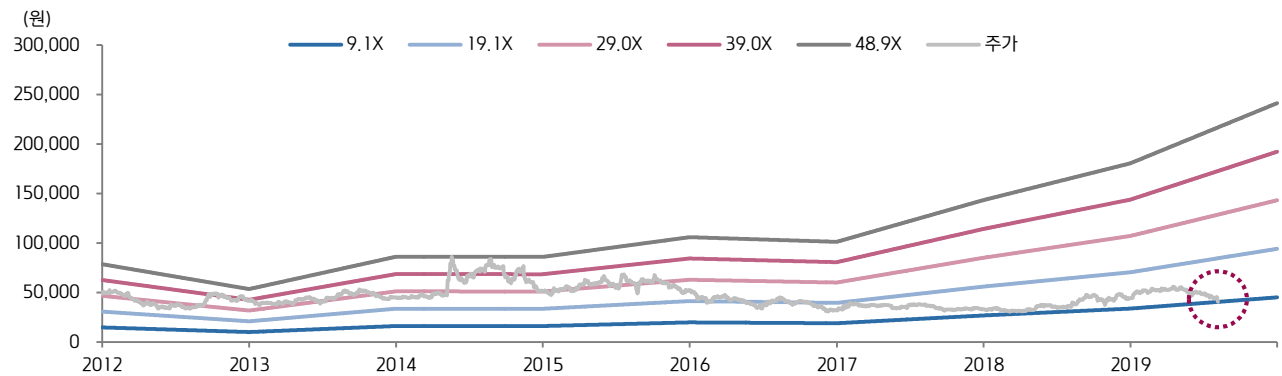
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

멀티캠퍼스 12M Fwd PER Band



자료: FnGuide, 키움증권 추정

멀티캠퍼스 수주현황

수주일자	판매공급계약 내용	계약금액(억원)	계약상대방	계약 시작일	계약 종료일
2019-02-28	삼성 청년 S/W 아카데미 위탁 운영 계약	475	삼성전자	2018.11.01	2019.12.31
2018-06-21	글로벌 러닝플랫폼 서비스 계약	334	삼성경제연구소	2018.06.04	2023.02.28
-	삼성 청년 소프트웨어 아카데미 운영	4,996	삼성전자	2018.12	2024.6

자료: 전자공시, 키움증권

SSAFY 운영 프로그램 분기별 실적 전망

	신규모집 학생수 (명)	교육 대상 학생수 (명)	예상 금액 (억원)
1Q19	500	500	54
2Q19	0	500	73
3Q19	500	1,000	118
4Q19	0	1,000	118
<b>2019</b>	<b>1,000</b>		<b>362</b>
1Q20	750	1,250	125
2Q20	0	1,250	125
3Q20	750	1,500	150
4Q20	0	1,500	150
<b>2020</b>	<b>1,500</b>		<b>549</b>
1Q21	1,000	1,750	175
2Q21	0	1,750	175
3Q21	1,000	2,000	200
4Q21	0	2,000	200
<b>2021</b>	<b>2,000</b>		<b>749</b>
1Q22	1,250	2,250	225
2Q22	0	2,250	225
3Q22	1,250	2,500	250
4Q22	0	2,500	250
<b>2022</b>	<b>2,500</b>		<b>949</b>
1Q23	1,500	2,750	275
2Q23	0	2,750	275
3Q23	1,500	3,000	300
4Q23	0	3,000	300
<b>2023</b>	<b>3,000</b>		<b>1,149</b>
1Q24	0	1,500	150
2Q24	0	1,500	150
<b>2024</b>			<b>300</b>

주: 학생 1인당 교육비 약 4,000만원으로 가정

자료: 키움증권 추정

Compliance Notice

- 당사는 8월 6일 현재 '멀티캠퍼스(067280)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%