

멀티캠퍼스 (067280)

스몰캡



권명준

02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (6/21)	38,750원
상승여력	-

시가총액	2,297억원
총발행주식수	5,926,779주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	5,688주
52주 고	50,000원
52주 저	33,900원
외인지분율	6.32%
주요주주	삼성에스디에스 외 3인 62.44%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.8)	(8.7)	(1.0)
상대	(3.7)	7.7	28.6
절대(달러환산)	(16.4)	(14.1)	(13.1)

오프라인 교육도 시작

올해 하반기 오프라인 교육 정상화 기대

멀티캠퍼스는 삼성인력개발원에서 온라인 교육 사업부가 분사되어 2000년에 설립된 기업이다.

코로나19로 인해 2020년 2분기 이후 오프라인 교육이 대부분 중단됨에 따라 대면 교육으로 진행되는 교육서비스와 외국어서비스 관련 매출이 급감했었다. 공공기관들과 대기업들은 2022년 2분기를 기점으로 재택근무의 비중을 축소하고 있다. 현 상황이 유지된다면 하반기부터 대면교육 사업이 본격적으로 재개될 것으로 전망된다. 2022년 하반기 매출 성장에 가장 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

이익률 개선에 주목

상장 이후 꾸준한 매출 성장세를 보였음에도 불구하고 영업이익률은 개선되지 못했다. 코로나19로 인한 실적 둔화 우려감은 비용 효율화를 추진하는 계기로 작용했다. 고정적으로 비용을 지불했던 강의실, 장비 등의 임대비용 등을 변동비로 전환을 진행하는 등이 다양한 비용 절감 방법이 진행되었다. 올해에도 비용 효율화 지속으로 이익률 개선세가 이어질 것으로 전망한다.

2022년에도 사상 최대 실적 경신 전망

2022년에 예상실적은 매출액 3,391억원, 영업이익 311억원으로 각각 전년대비 10.0%, 17.6% 성장할 것으로 전망한다. 작년에 이어 올해도 전년대비 두 자릿수 성장을 통해 사상 최대 실적을 경신할 것으로 기대된다. 대기업들의 재택근무 축소에 따른 대면교육의 본격화, 첨단산업 인력난으로 SW 부문 인력 양성 교육 확대 등이 중요한 요인으로 작용할 전망이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	2,880	2,600	3,083	3,391
영업이익	242	137	265	311
지배순이익	186	100	204	241
PER	14.5	19.0	10.7	9.5
PBR	2.4	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.6	5.1	4.2	4.5
ROE	18.2	8.8	16.0	16.3

자료: 유안타증권

오프라인 대면 교육 본격화에 따른 실적성장 지속

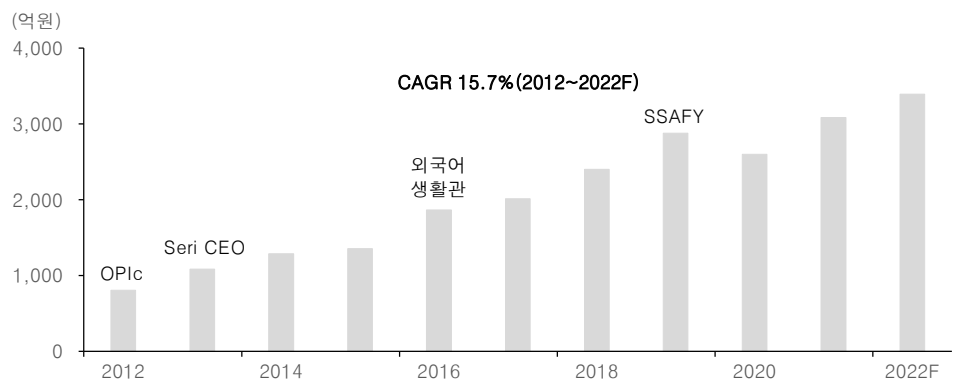
멀티캠퍼스는 삼성인력개발원에서 온라인 교육 사업부가 분사되어 2000년에 설립된 기업이다. 4.5만개 이상의 콘텐츠를 보유하고 있으며, 국내외 1.7만개 이상의 고객사를 보유하고 있다. 사업부로는 이러닝, 집합교육 등을 하는 교육서비스, OPIc평가 등의 외국어교육 서비스, SERI CEO 등의 지식 서비스로 구분되며, 교육서비스가 전체 매출액의 대부분(80% 이상)을 차지하고 있다.

2022년에도 사상최대 실적 전망

2021년에 사상 최대 실적을 기록했다. 코로나19 이전인 2019년과 비교해도 매출액 및 영업이익에서 성장하는 모습을 보였다. 2022년에도 전년대비 두 자릿수 성장을 통해 사상최대 실적을 경신할 것으로 전망한다. 대기업들의 재택근무 축소에 따른 대면교육의 본격화, 첨단산업 인력난으로 SW 부문 인력 양성 확대 등을 통한 성장이 기대된다.

동사는 매출액의 지속적인 성장에도 영업이익률에는 큰 변화가 없었다. 고정비 성향의 지출 비중이 높았기 때문이다. 코로나19로 인한 체질 개선을 진행되었고, 이로 인해 영업이익률이 개선되고 있는 추세이다. 추가적인 효율화 작업들이 진행된다면 올해 두 자릿수의 영업이익률도 기대해볼 수 있다.

연평균 15% 이상 성장세를 보이고 있는 매출 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

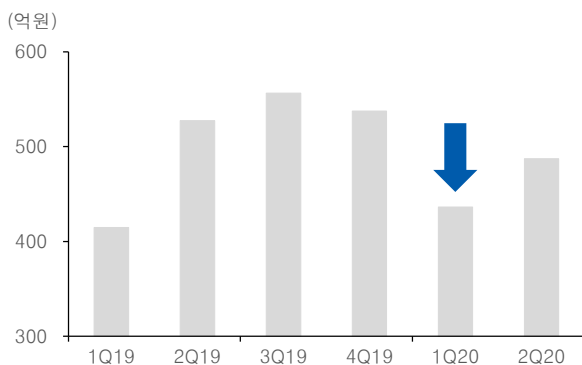
올해 하반기 오프라인 교육 정상화 기대

코로나19로 비대면 교육이 교육시장에서 주로 활용되었다. 비대면 교육은 다양한 장점이 존재한다. 비용 및 시간을 절약할 수 있으며, 반복학습이 가능하다. 하지만, 상대적으로 집중도가 떨어지며 교육참여자간 혹은 교육자와 피교육자간의 유대감을 형성하기 어렵다는 단점도 존재한다.

코로나19로 인해 2020년 2분기 이후 오프라인 교육이 대부분 중단되었다. 동사의 주력사업부인 교육서비스 사업부 내 대면 교육 관련 매출도 동반 하락, 2020년 2~3분기에 전년대비 역성장하는 모습을 보였다. 외국어서비스 사업부에서도 타격을 입었다. 채용시장 둔화로 인해 오픽(OPIc) 시험 참여 감소와 더불어 해외 파견직원 대상으로 하는 오프라인 인재육성 사업도 부진했기 때문이다.

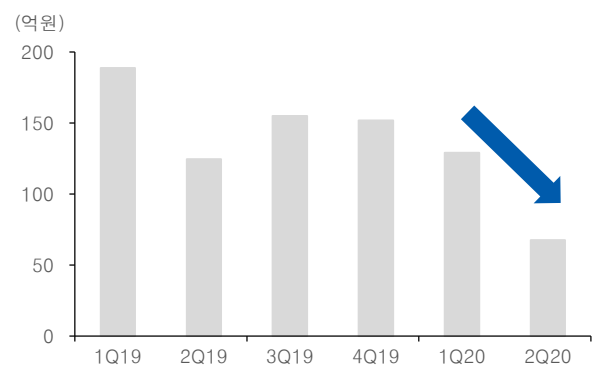
상황이 전환되었다. 동사의 주력 매출처들 이라고 할 수 있는 공공기관들과 대기업들의 대면교육 재개가 시작되었다. 2022년 2분기를 기점으로 재택근무의 비중을 축소하고 있기 때문이다. 2022년 하반기 매출 성장에 가장 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

코로나 19 로 교육사업부내 오프라인 매출 급감



자료: 멀티캠퍼스, 유안타증권 리서치센터

코로나 19 로 외국어서비스 사업부 매출 급감



자료: 멀티캠퍼스, 유안타증권 리서치센터

이익률 개선에 주목 필요

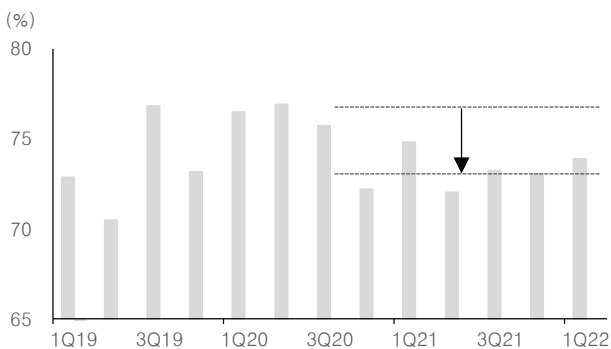
동사는 상장 이후 꾸준한 매출 성장세를 보였음에도 불구하고 영업이익률은 개선되지 못했다. 매출원가 및 판관비의 효율화가 진행되지 못하였기 때문이다.

코로나19 이후로 변화가 발생했다. 코로나19로 인한 실적 둔화 우려감으로 동사는 비용 효율화를 추진했다. 고정적으로 비용을 지불해야 하는 강의실, 장비 등의 임대비용 등의 계약기간을 줄이거나, 변동비로의 전환을 통해 효율화를 추진하고 있다. 코로나19 위기가 체질 개선의 마중물 역할을 한 것이다. 올해도 진행형이다.

2020년 2분기 매출원가율(매출원가/매출액)이 76.9%에서 2022년 1분기에는 73.9%로 3%p 감소했으며, 동기간 동안의 판관비율(판관비/매출액) 역시 20.9%에서 17.5%로 3.4%p 하락했다. 이는 영업이익률 개선으로 이어졌다. 2020년 2분기 2.1%이었던 영업이익률이 2022년 1분기에는 8.6%로 큰 폭 개선되는 효과를 보였다. 1분기가 계절적 비수기임에도 불구하고 지난 1분기 영업이익률이 최근 4년 중 가장 높았다는 점에서 의미가 크다고 판단된다.

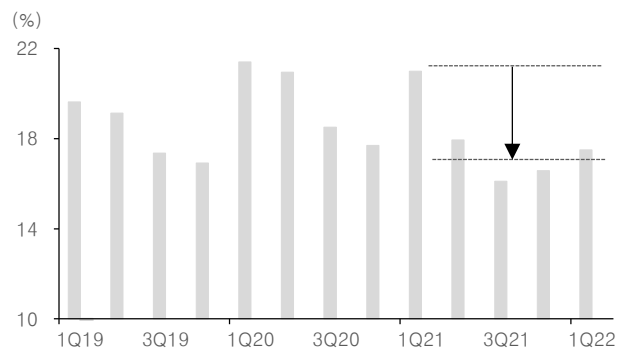
매출 성장세가 이어지고 있으며, 신규사업 진출보다는 주력사업 육성에 중점을 두고 있다. 매출원가 및 판관비 효율화도 이어지고 있다. 2022년에는 한번도 달성하지 못했던 연간 두 자릿수의 영업이익률이 기대된다.

코로나 19 이후 하향 안정화된 매출원가율(매출원가/매출액) 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

코로나 19 이후 하향 안정화된 판관비율(판관비/매출액) 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

사회에 기여하는 기업

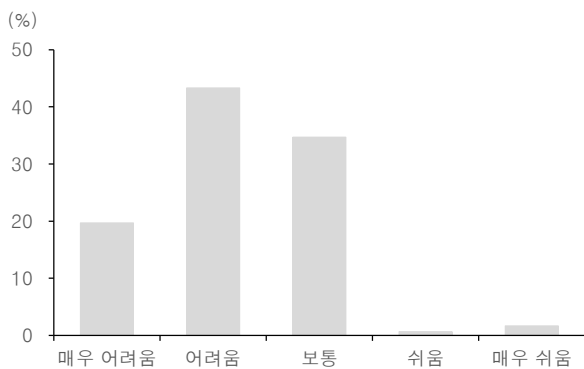
대기업뿐만 아니라 중소기업, 공공기관 등 S/W 개발자 인력난에 지속적으로 시달리고 있다. 중소벤처기업부(이하 중기부)가 지난 5월에 발표한 ‘중소벤처기업 SW 인력시장에 관한 인식조사’에 따르면 국내 벤처 300개 기업 중 63%가 SW 분야 인력 채용에 어려움을 겪고 있는 것으로 대답했다.

산업통상자원부에 따르면 4대 산업에서 올해부터 2030년까지 약 7.7만명(미래자동차 약 3.5만명, 배터리 2.5만명, 반도체 1.5만명 등)이 추가적인 인력 채용이 필요한 상황이다. 즉, SW 인력 뿐만 아니라 제조업 인력도 필요한 상황이다.

중기부의 조사에 따르면 기업은 SW 인력 채용 이후 요구수준에 도달하도록 SW 전공자의 경우 3개월 정도의 재교육, 문과계열 졸업생은 1년 이상의 교육이 필요하다고 응답했다. 정부 차원의 채용과 관련된 교육 확대가 예상하는 이유이다.

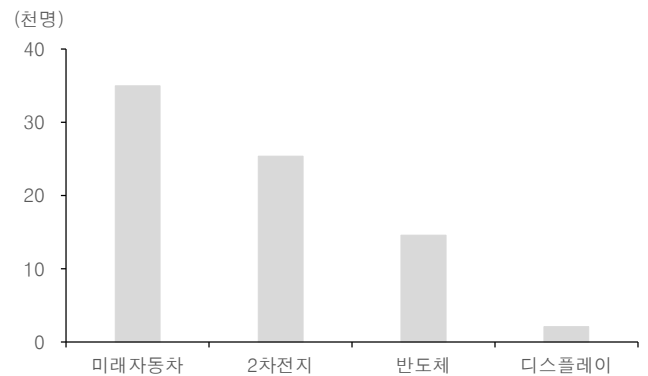
인력난에 대응하는 정부의 교육사업이 확대될수록 동사의 경쟁력이 부각될 가능성이 높다. 동사는 4.5만개 이상의 콘텐츠를 보유하고 있으며, 국내외 1.7만개 이상의 고객사를 보유하고 있을 정도로 다양한 경험과 데이터, 노하우를 보유하고 있다. 대규모 인력을 대상으로 하는 SSAFY(삼성 청년 SW 아카데미) 운영도 2018년부터 성공적으로 진행하고 있다.

SW 인력수급 현황에 대한 응답



자료: 중소벤처기업부, 유안타증권 리서치센터

4대 산업내 2030년까지 부족한 인력 추정



자료: 산업통상자원부/업계 추정, 유안타증권 리서치센터

멀티캠퍼스 (067280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	2,400	2,880	2,600	3,083	3,391
매출원가	1,706	2,114	1,955	2,271	2,506
매출총이익	695	766	645	812	885
판매비	476	525	508	547	574
영업이익	218	242	137	265	311
EBITDA	256	410	335	467	376
영업외손익	3	-1	-8	5	9
외환관련손익	0	0	0	-1	-1
이자손익	9	-2	-2	-2	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-5	0	-5	8	8
법인세비용차감전순이익	222	240	129	270	320
법인세비용	46	51	30	64	77
계속사업순이익	176	189	99	206	243
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	176	189	99	206	243
지배지분순이익	174	186	100	204	241
포괄순이익	143	178	100	227	249
지배지분포괄이익	140	174	102	223	245

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
영업활동 현금흐름	116	244	277	461	392
당기순이익	0	0	0	0	243
감가상각비	22	128	136	132	12
외환손익	0	0	0	0	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-174	-217	-98	-34	37
기타현금흐름	268	332	240	363	99
투자활동 현금흐름	-161	-168	-31	-274	-229
투자자산	0	0	-10	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-12	-93	-4	-10	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-149	-75	-18	-263	-229
재무활동 현금흐름	-29	-114	-124	-136	-142
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-29	-29	-35	-30	-36
기타현금흐름	0	-84	-89	-106	-106
연결범위변동 등 기타	1	1	-4	5	330
현금의 증감	-74	-37	118	57	351
기초 현금	219	145	109	226	283
기말 현금	145	109	226	283	635
NOPLAT	218	242	137	265	311
FCF	104	151	274	451	392

자료: 유안타증권

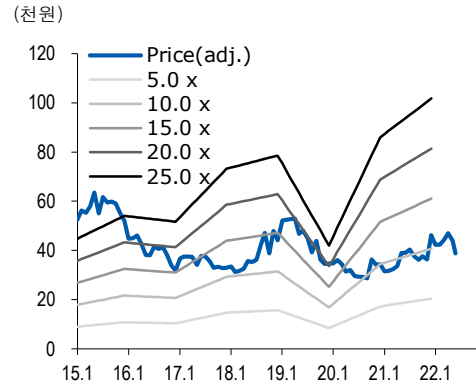
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
유동자산	915	900	993	1,352	1,506
현금및현금성자산	145	109	226	283	635
매출채권 및 기타채권	321	428	387	419	458
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	522	1,140	939	1,218	1,292
유형자산	38	52	36	23	12
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	2	2	12	12	12
자산총계	1,437	2,041	1,933	2,570	2,798
유동부채	379	583	529	724	736
매입채무 및 기타채무	316	418	310	438	450
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	84	336	202	446	446
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	463	918	731	1,170	1,182
지배지분	952	1,097	1,178	1,372	1,583
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	420	420	420	420	420
이익잉여금	1,199	1,356	1,420	1,594	1,800
비지배지분	22	26	24	28	32
자본총계	974	1,122	1,202	1,400	1,615
순차입금	-437	-34	-201	-276	-627
총차입금	0	265	182	406	406

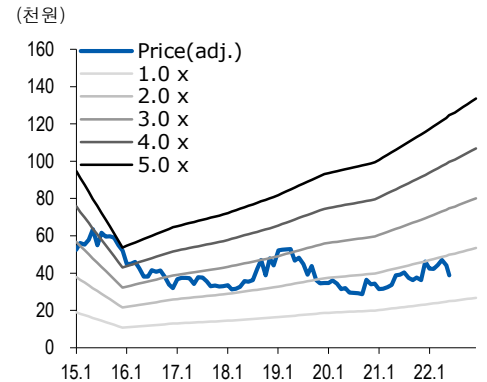
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
EPS	2,928	3,143	1,681	3,439	4,070
BPS	16,156	18,618	19,873	23,142	26,709
EBITDAPS	4,323	6,924	5,652	7,882	6,348
SPS	40,499	48,593	43,872	52,015	57,217
DPS	500	600	500	600	600
PER	12.9	14.5	19.0	10.7	9.5
PBR	2.3	2.4	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.1	6.6	5.1	4.2	4.5
PSR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액 증가율 (%)	19.3	20.0	-9.7	18.6	10.0
영업이익 증가율 (%)	44.5	10.8	-43.2	92.9	17.6
지배순이익 증가율 (%)	41.7	7.3	-46.5	104.6	18.4
매출총이익률 (%)	28.9	26.6	24.8	26.3	26.1
영업이익률 (%)	9.1	8.4	5.3	8.6	9.2
지배순이익률 (%)	7.2	6.5	3.8	6.6	7.1
EBITDA 마진 (%)	10.7	14.2	12.9	15.2	11.1
ROIC	59.9	48.9	24.4	62.2	92.3
ROA	13.3	10.7	5.0	9.1	9.0
ROE	19.4	18.2	8.8	16.0	16.3
부채비율 (%)	47.6	81.8	60.8	83.6	73.2
순차입금/자기자본 (%)	-46.0	-3.1	-17.1	-20.1	-39.6
영업이익/금융비용 (배)	0.0	28.6	18.6	32.8	38.6

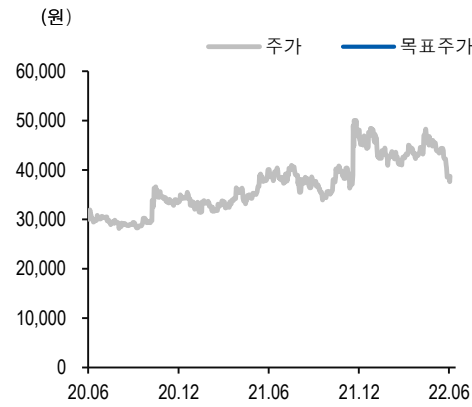
P/E band chart



P/B band chart



멀티캠퍼스 (067280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-06-22	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2021-04-29	1년 경과 이후		1년		-
2020-04-29	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-06-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.