



# Not Rated

주가(11/17): 34,700원

시가총액: 2,057억원



스몰캡 Analyst 김학준  
dilog10@kiwoom.com

### StockData

KOSDAQ (11/17)	737.54pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	50,000원	32,550원
등락률	-30.6%	6.6%
수익률	절대	상대
1M	3.0%	-4.8%
6M	-24.6%	-11.4%
1Y	-11.0%	24.4%

### Company Data

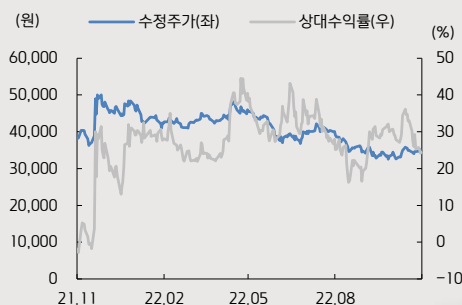
발행주식수	5,927 천주
일평균거래량(3M)	8천주
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(21)	1.3%
BPS(21)	23,142원
주요 주주	삼성SDS 외 3인 62.4%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021
매출액	2,400	2,880	2,600	3,083
영업이익	218	242	137	265
EBITDA	256	410	335	467
세전이익	222	240	129	270
순이익	176	189	99	206
지배주주지분순이익	174	186	100	204
EPS(원)	2,928	3,143	1,681	3,439
증감률(% YoY)	41.7	7.3	-46.5	104.6
PER(배)	15.1	11.0	20.4	13.4
PBR(배)	2.75	1.87	1.73	2.00
EV/EBITDA(배)	8.6	5.2	5.8	5.6
영업이익률(%)	9.1	8.4	5.3	8.6
ROE(%)	19.4	18.2	8.8	16.0
순차입금비율(%)	-44.9	5.3	-9.8	-12.4

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### Price Trend



# 멀티캠퍼스 (067280)

## 쌓아 놓은 기본 체력, 뛰어다닐 준비 완료



멀티캠퍼스는 B2B 대상으로 직무교육 프로그램을 공급/운영하는 업체이다. 계열사 향 매출이 51%를 차지하고 있으며 대외사 비중이 지속적으로 확대되는 추세를 보이고 있다. 올해 처음으로 두 자릿수 영업이익률을 달성하며 영업레버리지 효과를 보여줄 것으로 전망되며 쌓여진 체력을 바탕으로 성장성이 확대되는 구간에 있는 것으로 판단된다.

### >>> 구조적 변화에 따른 성장은 경기 위축 영향에서 벗어나

멀티캠퍼스의 사업부문은 교육서비스, 외국어서비스, 지식서비스로 구분되어 있다. 동사는 2021년부터 사업구조 개편을 진행하여 기존 사업 외 전략 사업과 신규 사업으로 나누어 성장 가능성에 인력을 집중하는 전략을 꾀하고 있다. 기존 E-learning은 인당 과금이 축소되기 때문에 경기위축에 따른 고용인원 감축 영향을 받을 수 있겠지만 직무교육 및 국가사업, SSAFY 등 다양한 집합교육은 큰 영향이 없을 것으로 전망된다. 특히 집합교육은 대다수 기존 인력들의 능력 함양을 주요 목적으로 하고 있고 정부 및 기업체의 사회공헌 목적 등 변화 폭이 크기 어려운 사업적 특징을 갖고 있다.

### >>> 중요 업종별 콘텐츠는 향후 성장의 밑받침

동사의 강점은 다양한 콘텐츠가 지속적으로 확대되고 있다는 점이다. 자체 제작하는 SERICEO 콘텐츠가 연간 1,000편 이상 생산되고 있으며 직무교육용 콘텐츠도 생산되고 있다. 신규 사업인 메타버스(AR/VR포함), 복리닝, 마음건강 프로그램 등 신규 사업 등이 진행되고 있기 때문에 다양한 맞춤형 커리큘럼 및 콘텐츠가 지속적으로 확대되고 있다.

동사의 강점은 안정적인 수입원이 있다는 것이다. 삼성계열사의 이러닝, 직무, 커리큘럼을 국내뿐만 아니라 해외, 특히 베트남 지역에도 진행하고 있으며 이러한 계열사 향 매출은 해외 지역 확대와 더불어 지속 성장할 것으로 전망된다.

### >>> 성수기 지난 4Q에도 뛰어난 실적 기대

동사의 2022년 연결기준 실적은 매출액 3,595억원 (+16.6% YoY), 영업이익 389억원 (+46.8% YoY), 영업이익률 10.8%로 첫 두 자릿수 영업이익률을 달성할 것으로 전망된다. 3분기는 최대 실적을 달성하며 높아진 체력을 증명하였다. 특히 고무적인 점은 영업이익률이 12.1%를 달성하며 영업레버리지 효과를 확인하였다는 점이다. 콘텐츠를 공급하는 사업 특성상 제작된 콘텐츠의 판매량이 확대될수록 이익률이 크게 확대된다. 4Q도 집합교육, 외국어 중심의 매출 확대 추세는 지속될 것으로 전망됨에 따라 3Q 성수기 시즌과 비슷한 성과를 기록할 것으로 기대된다.

사업부문

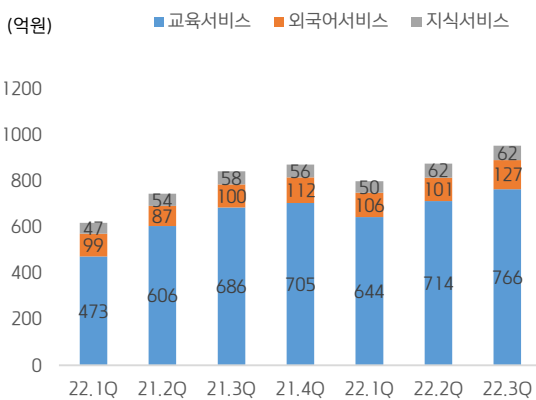
- 1. 교육서비스
- 2. 외국어서비스
- 3. 지식서비스

교육사업부문은 자체 플랫폼을 보유하여 콘텐츠를 공급하는 사업이다. 기본적인 이러닝(e-learning)교육, 직무교육이 해당되며 채용연계형 프로그램, 정부 지원사업 등 다양한 교육사업이 이 부문에 들어가 있어 핵심사업이다. 3Q 누적기준 전체매출액의 81%를 차지하고 있다. 특히 전략사업으로 꼽히고 있는 B2B 중심의 IT 직무 특화 교육사업이 높은 성장세를 보여주고 있다. IT 직무 특화 교육사업은 3가지로 구성되어 있는데 1) IT인력 채용연계형 프로그램, 2) 기존 인력들의 직무 능력을 함양시키는 업스킬링, 3) 재배치 인력에 대한 교육인 리스킬링 교육이 있다. IT구직난과 빠른 경력직 인건비 상승으로 교육을 통한 인재 확보가 유용한 방식으로 자리 잡았기 때문이다. IT업종의 인력 구조조정이 있어도 안정적인 성장세는 유지될 것으로 판단된다. 채용연계 프로그램은 위축될 수 있으나 그 비중이 낮으며 주요 매출원인 업스킬과 리스킬은 인당 인건비를 높일 수 없는 현재 상황에서 적은 비용으로 고효율 인력을 양성할 수 있는 대안이기 때문이다.

외국어서비스는 OPIC평가 및 외국어생활관(주재원 대상 외국어 합숙교육), 전화/화상 외국어로 구성되어 있다. OPIC평가는 시장의 채용 상황에 따라 변동하는 특징을 갖고 있다. 코로나가 일부 완화됨에 따라 관련 평가에 대한 수요가 확대됨에 따라 OPIC평가 매출이 확대되었다. 이외에도 미국 자회사 LTI의 미국내 영어 평가도 채택이 늘어남에 따라 분기별 높은 성장이 나타났다. 올해 하반기 신규 상품으로 B2B 상품으로 전화/화상 결합상품을 출시하여 기업 내 영어교육과 관련한 매출도 빠르게 확대되고 있다.

지식서비스는 SERICEO를 기반으로 한 전문콘텐츠 서비스이다. B2B 임원 등을 대상으로 한 전문콘텐츠 공급은 꾸준한 성장세를 보여주고 있으며 MBA사업, 리더십진단 사업이 성장성을 보여주고 있다. 지식서비스는 높은 판매단가로 영업이익률이 가장 높은 서비스이다.

부문별 매출액 추이



자료: 멀티캠퍼스, 키움증권 리서치센터 추정

다양한 직무교육 콘텐츠를 보유



자료: 멀티캠퍼스, 키움증권 리서치센터 추정

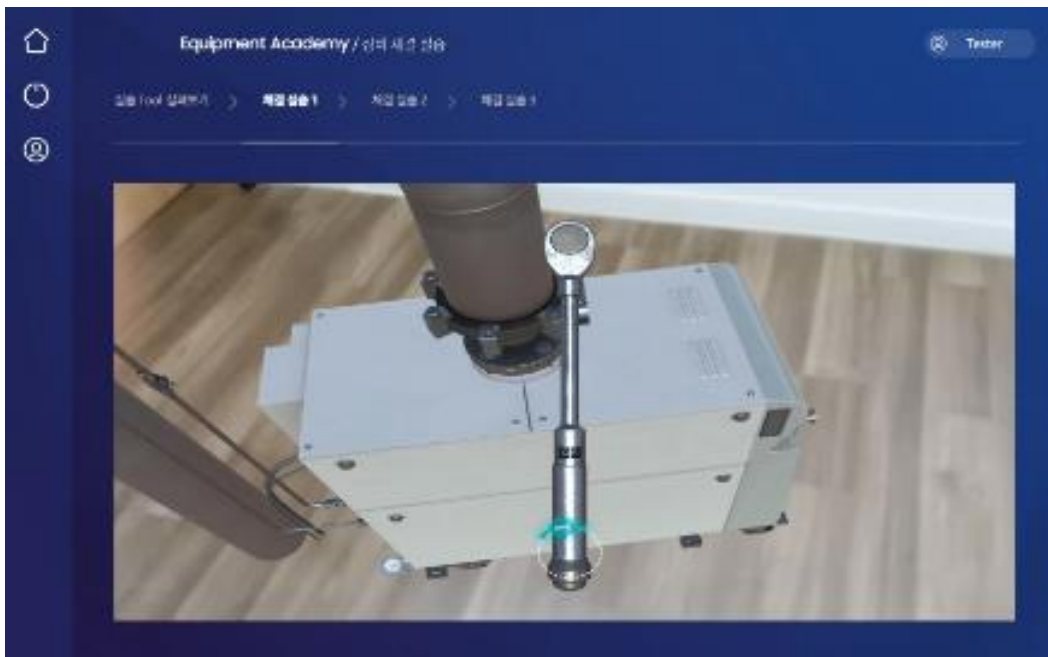
강점은 다양한 콘텐츠 보유

동사의 최대 강점은 다양한 콘텐츠를 보유했다는 점이다. 지식서비스의 SERICEO 외에도 직무교육 등 다양한 커리큘럼에 들어가는 콘텐츠를 보유하고 있다. E-learning은 외부 콘텐츠를 활용하는 경우가 많지만 직무교육에 들어가는 온/오프라인 교육 콘텐츠는 동사만의 독자적인 커리큘럼이다. 직무교육의 행태는 단순 직무/업종의 형태뿐만 아니라 기업별/그룹별 맞춤형 콘텐츠를 제작하고 있으며 해외지역에도 교육과 관련된 콘텐츠를 공급하고 있다. 특히 IT인력을 양성하는 코딩과 관련한 교육은 당사 고유의 콘텐츠로 IT 및 금융 업종을 중심으로 수요가 높아지고 있으며 핵심 성장 동력이 되고 있다.

기업별 맞춤형 교육 콘텐츠에는 신규 기술 및 신규 설비를 습득하게 하는 특화 교육이 포함되어 있다. 해당 콘텐츠는 범용보다는 기업 특화 콘텐츠이기 때문에 단가가 높으며 단기간이 아닌 중장기 계약으로 이어지는 특징을 갖고 있다. 대표적으로 반도체 및 바이오 공정과 관련된 AR/VR 콘텐츠가 있다. 이러한 콘텐츠는 아래 그림과 같은 공정 흐름을 알려주는 입문 콘텐츠 외에도 장비별 특징을 알려주는 심화 콘텐츠까지 있으며 현재 반도체 관련 콘텐츠는 수십여 개 보유한 것으로 추정된다.

콘텐츠 기업의 특징은 기본적으로 매출액이 확대되면 고정비가 높지 않아 영업레버리지 효과가 크다는 점이다. 동사는 오프라인 교육과 관련된 고정비 지출이 있어 다른 콘텐츠 업체들에 비해 이익률이 낮았지만 최근 매출액이 꾸준히 증가함에 따라 영업레버리지가 나타나는 구간에 있다.

멀티캠퍼스 반도체 설비입문 AR



자료: 엠라인스튜디오, 키움증권 리서치센터

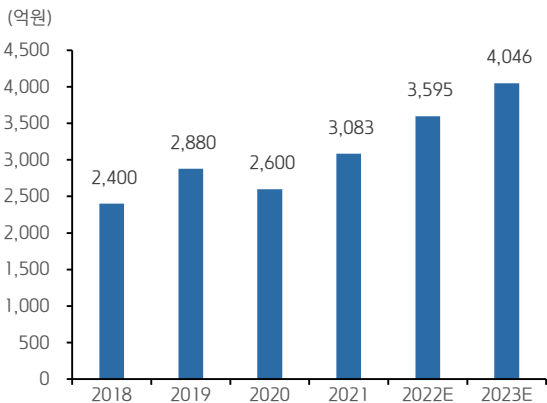
낮은 밸류, 지속적인  
성장이 기대되는 기  
업

동사의 2022년 연결기준 실적은 매출액 3,595억원 (+16.6% YoY), 영업이익 389억원 (+46.8% YoY), 영업이익률 10.8%로 두 자릿수 영업이익률을 달성할 것으로 전망된다. KDT, SSAFY관련 매출은 꾸준히 증가하고 있으며 IT특화교육 증가, 전화/화상영어, MBA, 마음건강 등 신규서비스들의 성장이 전체 성장률을 끌어올려주고 있다.

2023년도 성장성이 더욱 확대될 것으로 전망된다. E-leaning은 경기 위축에 따른 인력 감축 영향이 있을 수 있겠지만 인당 생산성을 높이기 위한 교육이 더욱 강화될 수 있다는 점에서 직무교육의 수요는 안정적인 성장을 이룰 수 있을 것으로 판단된다. 이 외에도 취업을 위한 정부의 과제들이 확대될 가능성이 있어 밸런스 있는 성장이 가능할 것으로 판단된다.

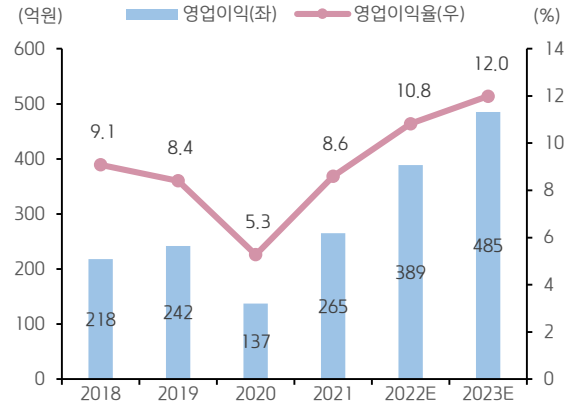
동사는 올해 예상 실적 기준 PER 7배 수준으로 밸류에이션 매력이 높아졌으며 현금도 950억원으로 확대되고 있다. 안정적인 사업 포트폴리오와 향후 계열사들의 해외사업 확장에 따른 교육 콘텐츠 수요가 확대될 수 있다는 점에서 지속 성장이 가능할 것으로 전망된다.

연간 매출액 추이 및 전망



자료: 멀티캠퍼스, 키움증권 리서치센터

멀티캠퍼스 연간 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 멀티캠퍼스, 키움증권 리서치센터

멀티캠퍼스 외국어 전략사업인 화상/전화 외국어



자료: 멀티캠퍼스, 키움증권 리서치센터

멀티캠퍼스 신규사업 MBA 서비스



자료: 멀티캠퍼스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2028	2019	2020	2021
<b>매출액</b>	2,012	2,400	2,880	2,600	3,083
매출원가	1,421	1,706	2,114	1,955	2,271
매출총이익	592	695	766	645	812
판관비	441	476	525	508	547
<b>영업이익</b>	151	218	242	137	265
<b>EBITDA</b>	197	256	410	335	467
영업외손익	7	3	-1	-8	5
이자수익	6	9	7	5	6
이자비용	0	0	8	7	8
외환관련이익	1	0	1	1	0
외환관련손실	0	1	1	2	1
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	-5	0	-5	8
<b>법인세차감전이익</b>	158	222	240	129	270
법인세비용	33	46	51	30	64
계속사업손익	124	176	189	99	206
<b>당기순이익</b>	124	176	189	99	206
<b>지배주주순이익</b>	122	174	186	100	204
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.9	19.3	20.0	-9.7	18.6
영업이익 증감율	-15.3	44.4	11.0	-43.4	93.4
EBITDA 증감율	-12.3	29.9	60.2	-18.3	39.4
지배주주순이익 증감율	-4.8	42.6	6.9	-46.2	104.0
EPS 증감율	-4.4	41.7	7.3	-46.5	104.6
매출총이익율(%)	29.4	29.0	26.6	24.8	26.3
영업이익률(%)	7.5	9.1	8.4	5.3	8.6
EBITDA Margin(%)	9.8	10.7	14.2	12.9	15.1
지배주주순이익률(%)	6.1	7.3	6.5	3.8	6.6

현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2028	2019	2020	2021
<b>영업활동 현금흐름</b>	259	116	244	277	461
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금항목의 가감	75	75	220	262	250
유형자산감가상각비	20	22	128	136	132
무형자산감가상각비	26	16	40	62	71
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	37	52	64	47
영업활동자산부채증감	43	-174	-217	-98	-34
매출채권및기타채권의감소	48	-219	-218	21	-94
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-5	41	99	-91	-6
기타	0	4	-98	-28	66
기타현금흐름	141	215	241	113	245
<b>투자활동 현금흐름</b>	-197	-161	-168	-31	-274
유형자산의 취득	-13	-12	-93	-4	-10
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-31	-101	-162	-59	-59
투자자산의감소(증가)	0	-1	0	-10	0
단기금융자산의감소(증가)	-151	-49	102	33	-242
기타	-2	2	-15	9	37
<b>재무활동 현금흐름</b>	-15	-29	-114	-124	-136
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	12	0
배당금지급	-15	-29	-29	-35	-30
기타	0	0	-85	-101	-106
기타현금흐름	-3	1	1	-4	5.05
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	45	-74	-37	118	57
기초현금 및 현금성자산	174	219	145	109	226
기말현금 및 현금성자산	219	145	109	226	283

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2028	2019	2020	2021
<b>유동자산</b>	706	915	900	993	1,352
현금 및 현금성자산	219	145	109	226	283
단기금융자산	243	292	190	157	398
매출채권 및 기타채권	223	321	428	387	419
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	21	157	173	223	252
<b>비유동자산</b>	464	522	1,140	939	1,218
투자자산	2	2	2	12	12
유형자산	46	38	52	36	23
무형자산	226	315	435	422	398
기타비유동자산	190	167	651	469	785
<b>자산총계</b>	1,169	1,437	2,041	1,933	2,570
<b>유동부채</b>	266	379	583	529	724
매입채무 및 기타채무	212	316	418	310	438
단기금융부채	0	0	93	84	103
기타유동부채	54	63	72	135	183
<b>비유동부채</b>	43	84	336	202	446
장기금융부채	0	0	265	182	406
기타비유동부채	43	84	71	20	40
<b>부채총계</b>	309	463	918	731	1,170
<b>자본지분</b>	841	952	1,097	1,178	1,372
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	420	420	420	420	420
기타자본	-623	-623	-623	-608	-608
기타포괄손익누계액	-40	-74	-86	-83	-64
이익잉여금	1,055	1,199	1,356	1,420	1,594
비지배지분	19	22	26	24	28
<b>자본총계</b>	861	974	1,122	1,202	1,400

투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2028	2019	2020	2021
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,066	2,928	3,143	1,681	3,439
BPS	14,196	16,056	18,503	19,873	23,142
CFPS	3,362	4,229	6,894	6,102	7,688
DPS	500	500	600	500	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	15.9	15.1	11.0	20.4	13.4
PER(최고)	20.3	17.3	17.8		
PER(최저)	15.1	10.3	10.1		
PBR	2.32	2.75	1.87	1.73	2.00
PBR(최고)	2.96	3.15	3.03		
PBR(최저)	2.20	1.87	1.72		
PSR	0.97	1.09	0.71	0.78	0.89
PCFR	9.8	10.4	5.0	5.6	6.0
EV/EBITDA	7.6	8.6	5.2	5.8	5.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	23.7	16.8	18.7	29.8	17.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.1	1.7	1.5	1.3
ROA	11.0	13.5	10.9	5.0	9.1
ROE	15.3	19.4	18.2	8.8	16.0
ROIC	39.5	45.9	24.6	11.9	17.1
매출채권회전율	8.1	8.8	7.7	6.4	7.6
재고자산회전율					
부채비율	35.9	47.6	81.8	60.8	83.6
순차입금비율	-53.7	-44.9	5.3	-9.8	-12.4
이자보상배율			28.6	18.6	32.8
<b>총차입금</b>	0	0	358	265	509
<b>순차입금</b>	-462	-437	60	-118	-173
<b>NOPLAT</b>	197	256	410	335	467
<b>FCF</b>	192	-46	-86	173	322

Compliance Notice

- 당사는 11월 17일 현재 '멀티캠퍼스' 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 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 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 (2021/10/01~2022/09/30)

매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%