

KOSDAQ | 교육서비스

멀티캠퍼스 (067280)

대표적인 B2B 교육업체

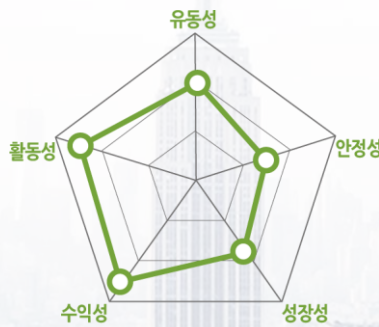
체크포인트

- 멀티캠퍼스는 기업 및 공공기관 고객을 대상으로 종합적인 인적자원개발 서비스를 제공하는 교육전문기관. 멀티캠퍼스의 사업부문은 크게 교육서비스(매출액의 80.2% 비중 차지, 2022년 기준), 외국어서비스(13.0%)와 지식서비스(6.8%) 사업부로 구성
- 투자포인트는 1) Captive수요와 IT직무 교육 경쟁력을 통한 중장기 매출 성장 기대와 2) 코로나로 개선된 수익성
- 2023년 매출액 3,761억원(+5.2%YoY), 영업이익 414억원(+0.8%YoY), 영업이익률 11.0%(-0.5%pYoY)로 추정. 현재 멀티캠퍼스의 2023년 예상 PER은 6.7배로 역사적 저점(6.2배)에 근접하며, 경쟁사 대비해서도 저평가 국면
- 리스크 요인은 경기 침체 시 매출 성장 둔화 우려

주가 및 주요이벤트

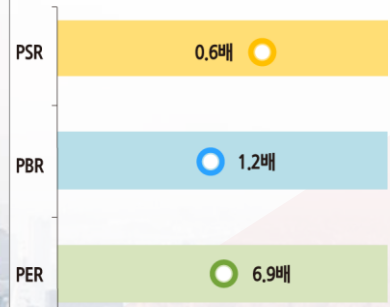


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련 소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

멀티캠퍼스는 B2B 교육전문기관

멀티캠퍼스는 기업 및 공공기관 고객을 대상으로 종합적인 인적자원개발 서비스를 제공하는 교육전문기관. 멀티캠퍼스의 사업부문은 크게 교육서비스(매출액의 80.2% 비중 차지, 2022년 기준), 외국어서비스(13.0%)와 지식서비스(6.8%) 사업부로 구성

투자포인트1. 중장기 매출 성장 기대

첫번째 투자포인트는 중장기적인 매출 성장 기대. 동사의 매출액은 2016년부터 2022년까지 연평균 11.5% 성장. 올해도 5.2% 성장하며 성장 추세를 이어갈 전망. 성장을 견인하는 주요 인은 1) 삼성그룹 계열사로서 누릴 수 있는 안정적인 Captive수요, 2) IT직무 교육에서의 경쟁력과 3) 환경 변화에 빠르게 대응하며 추진하는 신사업이 있음

투자포인트2. 코로나로 개선된 수익성

두번째 투자포인트는 코로나를 이후 개편된 사업구조로 개선된 수익성. 2011년 이후 2022년까지 멀티캠퍼스의 평균 영업이익률은 8.0%. 영업이익률은 2021년 8.6%, 2022년에 11.5%로 상승. 올해 영업이익률은 11.0% 추정. 1) 온라인 교육 비중 증가와 2) 원가구조 절감. 원가 구조의 절감은 1) 임대료의 효율화와 2) 인력 재배치를 통해 구조적으로 수익성 개선됨

Forecast earnings & Valuation

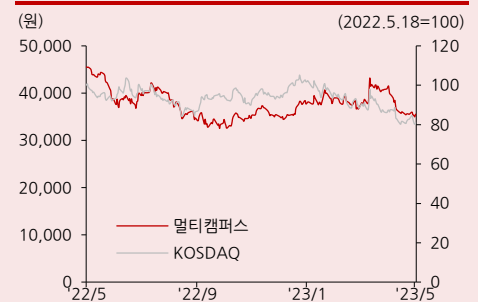
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	2,880	2,600	3,083	3,575	3,761
YoY(%)	20.0	-9.7	18.6	16.0	5.2
영업이익(억원)	242	137	265	410	414
OP 마진(%)	8.4	5.3	8.6	11.5	11.0
지배주주순이익(억원)	186	100	204	303	313
EPS(원)	3,143	1,681	3,439	5,106	5,285
YoY(%)	7.3	-46.5	104.6	48.5	3.5
PER(배)	11.0	20.4	13.4	6.9	6.7
PSR(배)	0.7	0.8	0.9	0.6	0.6
EV/EBIDA(배)	5.2	5.8	5.6	2.6	2.2
PBR(배)	1.9	1.7	2.0	1.2	1.1
ROE(%)	18.2	8.8	16.0	19.8	17.2
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.3	2.3	2.3

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/19)	35,550원
52주 최고가	45,500원
52주 최저가	32,550원
KOSDAQ (5/19)	841.72p
자본금	30억원
시가총액	2,107억원
액면가	500원
발행주식수	6백만주
일평균 거래량 (60일)	2만주
일평균 거래액 (60일)	6억원
외국인지분율	5.56%
주요주주	삼성에스디에스 외 3인 62.44%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	0.6	-21.8
상대주가	-7.5	-12.6	-19.7

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



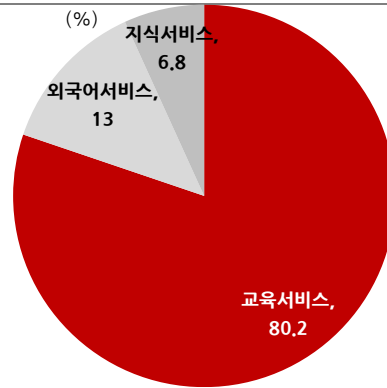
기업 개요

1 연혁

멀티캠퍼스는
B2B 교육전문기관.
사업부는 교육서비스,
외국어서비스, 지식서비스로
구성

멀티캠퍼스는 기업 및 공공기관 고객을 대상으로 종합적인 인적자원개발 서비스(Total HRD(Human Resources Development) Service)를 제공하는 교육전문기관이다. 동사는 삼성그룹 계열사로 Captive Market을 가지고 있으며, IT직무교육과 정부지원교육인 K-Digital Training을 전략 사업으로 추진 중이다. 2020년 코로나로 인해 위기에 직면했던 동사는 빠르게 온라인 교육을 도입, 변화하는 환경에 적응하면서 2021년과 2022년 견조한 실적을 보여 주었다. 멀티캠퍼스의 사업부문은 크게 교육서비스, 외국어서비스와 지식서비스 사업부로 나뉘어지며, 2022년 매출액 기준으로 각각 80.2%, 13.0%, 6.8% 비중을 차지하고 있다.

멀티캠퍼스 매출액 구성



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁: 2000년 설립,
2006년 코스닥 시장 상장

멀티캠퍼스는 2000년 5월 (주)크레듀로 설립되었고, 2006년 11월 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 2016년 사명을 (주)크레듀에서 (주)멀티캠퍼스로 변경하였다.

2000년 5월 설립직후 11월에 멀티캠퍼스는 노동부 인터넷 통신교육 훈련 우수기관으로 선정되었으며, 2002년에는 (주)가치네트의 교육사업 부문을 인수했다. 2003년 3월에는 성균관대학교 경영대학원 iMBA를 운영했으며 11월에는 중국 현지에 e-Learning Center를 개설하며 중국사업 진출을 도모했다. 동사는 2005년에 출판사업과 외국어 테스트(ACTFL Oral Proficiency Interview) 사업에 진출했다.

상장 이후 2007년 멀티캠퍼스는 ACTFL OPIC 주관사인 미국의 LTI(Language Testing International)사 지분투자를 했고, 2012년 12월 지분을 82.4%를 취득하며 자회사로 편입했다. 또한 동사는 2013년 SERICEO를 흡수하고 2015년 삼성SDS 교육사업부를 양수받으면서 도약을 거쳤다. 2016년 9월에는 (주)삼성경제연구소 인력개발원 외국어생활관을 영업양수 받았다.

2017년 서울대학교 TEPS 관리위원회와 영어능력평가 TEPS 독점사업계약을 체결한 동사는 매일경제, 성균관대학교 지능정보융합원, 한국블록체인학회, 삼성경제연구소 등과 교육과 관련한 업무협약을 체결했다. 2018년 과학기술정보통신부 주관 혁신성장 청년인재 집중양성 사업 수행기관으로 선정되었던 멀티캠퍼스는 2019년에는 삼성청년 소프트웨어 아카데미 위탁운영 계약을 체결했다. 코로나 직후 비대면 러닝 솔루션 'ClassNow'를 론칭하고 2022년에는 K-Digital Training 사업을 수주했다. 작년 10월에는 패키지 구독형 원격훈련 서비스 '멀티캠퍼스 HRD FLEX'를 론칭했다.

멀티캠퍼스 연혁



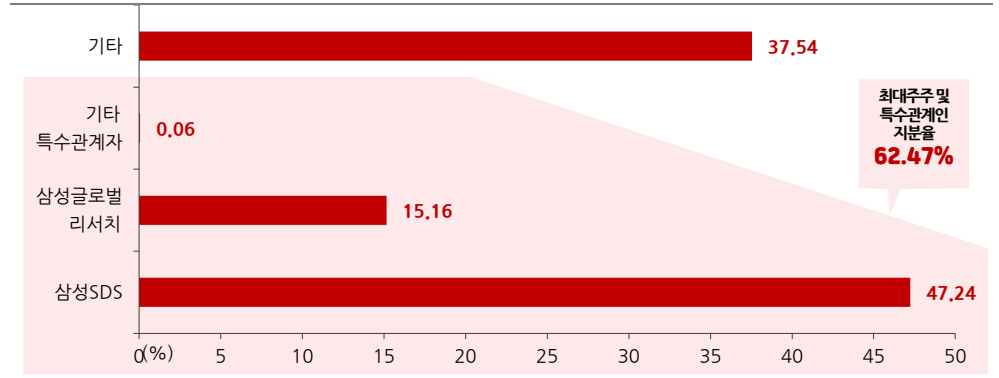
자료: 멀티캠퍼스, 한국R협회의 기업리서치센터

2 주주 구성과 종속회사

멀티캠퍼스의 최대주주는 삼성SDS로 지분율 47.24% 보유

2023년 1분기 기준으로 멀티캠퍼스의 최대주주는 삼성에스디에스(주)로 지분율 47.24%를 보유 중이다. 이 외 계열회사인 (주)삼성글로벌리서치가 15.16%의 지분을 계열회사 임원이 0.06%를 보유 중이다. 최대 주주와 특수관계자의 합산 지분율은 62.47%이다.

멀티캠퍼스 주주 구성



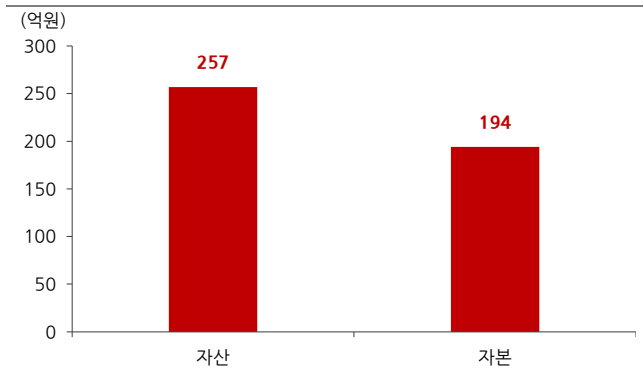
주: 2023년 1분기 기준, 자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터

멀티캠퍼스의 종속회사:

OPlc 주관사인 LTI(Language Testing International)

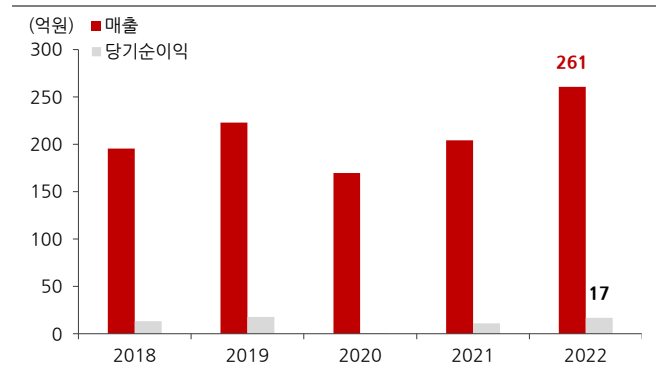
멀티캠퍼스의 종속회사로는 ACTFL OPlc 주관사인 LTI(Language Testing International)사가 있다. 2023년 1분기 말 자산과 자본 규모는 각각 257억원과 194억원이다. 2020년 코로나로 인해 부진한 실적을 기록했던 LTI는 2021년과 2022년 매출액이 각각 전년대비 20.3%, 27.7% 증가하며 2022년 261억원의 매출을 기록했다. 2020년 1억원에 불과했던 당기순이익도 2022년에는 17억원으로 급증했다. 올해 1분기 매출액과 당기순이익은 71억원과 7억원을 기록해 전년동기 대비 각각 27%, 136% 증가하며 견조한 흐름세를 이어가고 있다.

LTI(Language Testing International)의 자산과 자본 규모



주: 2023년 1분기 기준, 자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속회사 LTI의 매출액과 당기순이익 추이



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

멀티캠퍼스는 교육산업에 속함.

성인 교육 중

멀티캠퍼스가 속한 직무목적의

비형식교육은 2020년 이후

참여율 감소하고 있으나

자기부담학습 비용은 증가 중

멀티캠퍼스는 교육산업에 속해 있다.

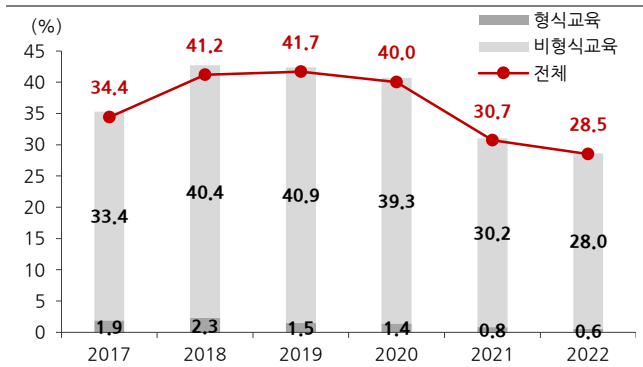
동사의 주요 교육 대상은 성인으로 평생교육법에 근거해 사업을 영위하고 있으며, 기업을 대상으로 B2B 영업을 하고 있다.

EU의 성인교육조사(Adult Education Survey, AES)에 따르면 성인 대상 교육은 형식교육과 비형식교육으로 나뉜다.

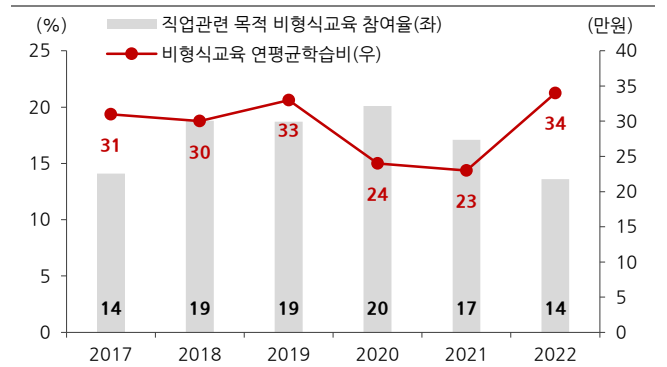
형식교육은 ‘교수 과정에 의한 학습(learned-learning)’으로 학교 안에서 이루어지는 방식의 학교교육으로 졸업장이나 학위취득이 가능한 정규 교육과정이다. 비형식교육은 정규교육 이외의 학습활동으로 직장 내 직무연수나 특강, 학원 수강, 대학 평생교육원 등이 이에 해당된다. 국내에서 1년간 형식교육 또는 비형식교육에 참여한 성인의 비율은 2022년 기준 28.5%으로 비형식교육(28%)이 대부분을 차지하고 있다.

직업관련 목적 비형식교육은 비형식교육 프로그램 중 직업과 관련된 목적으로 참여하는 교육 프로그램으로, 취업, 이직에 도움, 업무에 필요한 기능 습득 등과 관련이 있다. 참여율은 2020년 이후 감소하는 모습을 보이고 있지만 비형식교육과 관련된 연평균 자기부담학습비용은 2020년 24만원에서 2022년 34만원으로 증가하였다.

평생학습 참여율



직업관련 목적 비형식교육 참여율



성인교육시장

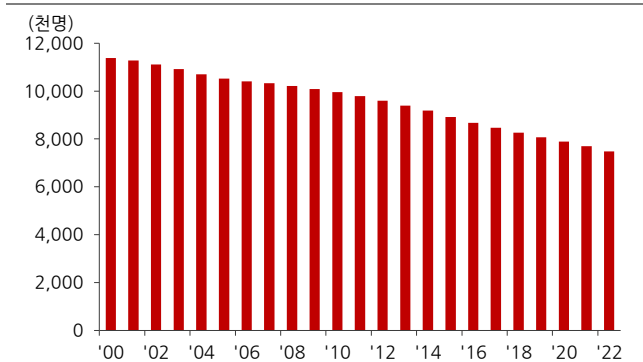
중장기 성장 전망. 이유는

- 1) 인구통계학적 변화와
- 2) 지속학습의 필요성 때문임

성인교육시장은 1) 인구통계학적 변화와 2) 급변하는 환경에서 지속적인 학습의 필요성으로 중기적으로 성장할 전망이다.

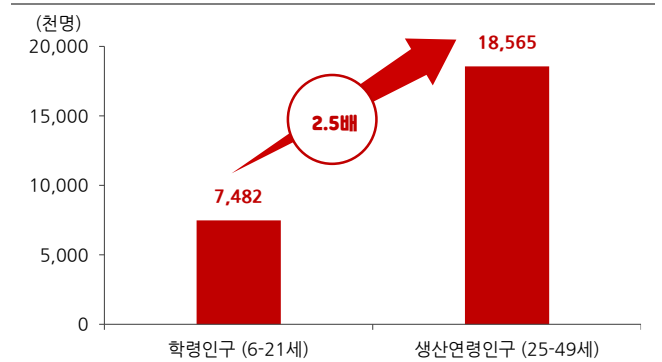
학령인구(6-21세)가 2000년 1,138만명에서 2022년 기준 748만명으로 지속적으로 감소하고 있다. 성인 교육의 대상인 주요생산연령인구(25-49세)도 2016년을 기점으로 감소하고 있지만, 학령인구 감소를 후행하기 때문에 속도 측면에선 더딘 편이다. 생산연령인구는 2022년 기준 1,857만명으로 학령인구 대비 2.5배이다. 고령화 사회로 진입하면서 성인 교육, 평생 교육에 대한 관심이 점증하고 있다.

학령인구(6-21세) 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

학령인구, 주요생산연령인구 인구수



주: 2022년 기준, 자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

4차 산업 부상으로

지속적인 학습의 필요성과

IT교육 중요성 증가

또한, 4차산업 혁명이 빠르게 진행되며 지속적인 학습의 필요성이 대두되고 있다. 특히, IT교육에 대한 중요성이 증가하고 있다. 이에 개인의 이직, 능력 향상 등 자기계발과 관련된 B2C시장의 수요뿐만 아니라 기업 내에서 임직원들을 대상으로 재교육을 추진하는 B2B시장 수요도 늘어나고 있다. 또한 정부도 IT교육에 대한 지원을 확대하고 있다. K-디지털 트레이닝(K-Digital Training)이 대표적인 예이다. K-디지털 트레이닝은 디지털 신기술 분야의 인재를 양성하는 목적으로 고용노동부에서 시행하고 있는 민간 주도형 교육이다. 관련 예산은 2021년 1,290억원에서 2022년 3,248억원으로 증가하였으며, 올해는 4,163억원으로 꾸준히 증액되고 있다.

학령인구 대상 교육업체도

성인 교육으로 영역 확대

최근 교육 업계 내에서 고객층에 따른 구분이 허물어지고 있다. 교육 대상교육 업계 내에서는 영유아, 초·중등교육을 주로 했던 전통 교육 기업들이 성인 교육 시장으로 진입하고 있다. 웅진씽크빅은 2021년 3월 미국의 대표적인 온라인 성인 교육 플랫폼인 '유데미'와 독점사업권 계약 맺어 IT개발, 비즈니스 등의 분야에서 전문화된 성인 콘텐츠를 제공하고 있다. 천재교육도 2022년 7월 정부에서 주관하는 'K디지털선도기업 아카데미'에 선정되어 성인들을 대상으로 한 IT교육 과정을 제공하고 있다. 대교는 성인 대상 어학시험 플랫폼인 '반보'를 런칭하여 영어, 스페인어, 베트남어 등 다양한 어학 관련 콘텐츠를 제공하고 있다.

에듀테크는 현재 교육업계의

주요 트렌드

교육산업은 전통적으로 대면방식으로 이루어지는 것이 일반적이였다. 그러나 2000년대 초반에 등장한 인터넷, 웹 기술을 기반으로 '이러닝(E-learning)'이 활성화되기 시작했다. 2010년 이후에는 스마트폰, 태블릿PC와 같은 스마트 디바이스 보급으로 이를 활용한 '스마트 러닝(Smart Learning)'으로 확대되었으며, 4차 산업사회로 진입하면서

‘에듀테크(EdTech)’라는 개념이 생겨났다. 에듀테크란 교육(Education)과 기술(Technology)의 합성어로 교육에 정보통신기술(ICT)을 접목한 새로운 교육 방법이다. 최근 핵심 기반 기술인 AI, VR, AR, 빅데이터, 로봇, 블록체인 등과 같은 신기술을 활용해 학습 서비스를 제공하며 교육 산업을 크게 변화시키고 있다. 이러닝, 스마트러닝이 학습수단(인터넷, 스마트 디바이스 등)에 중점을 두고 있는 반면 에듀테크는 학습수단 뿐만 아니라 각종 ICT기술을 기반으로 학습 성과를 제고시키는 것을 중요하게 여긴다는 점에서 차이가 있다. 멀티캠퍼스는 메타버스 연수원 등을 통해 이와 같은 시장 트렌드에 적극 대응하고 있다.

교육산업 패러다임의 확대

구분	개념	특징
집합교육	<ul style="list-style-type: none"> 지정된 교육장소에서 지정된 시간에 강사가 학습자와 대면하여 지식 등을 제공하는 교육방법 	<ul style="list-style-type: none"> 전통적인 교육 방식 시간과 장소에 대한 제약이 있음
이러닝 (E-Learning)	<ul style="list-style-type: none"> 전자적 수단, 정보통신 및 전파·방송 기술을 활용해 이루어지는 학습 	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷과 컴퓨터에 교육을 접목한 온라인 교육 중심 주요 기기: 인터넷 PC
스마트러닝 (Smart-Learning)	<ul style="list-style-type: none"> 스마트폰, 태블릿 PC, E-book 단말기 등 스마트 디바이스와 이러닝 신기술이 융합된 개념 	<ul style="list-style-type: none"> 스마트 기기를 활용한 교육 주요 기기: 스마트폰, 스마트 TV
에듀테크 (EduTech)	<ul style="list-style-type: none"> 교육에 ICT 기술을 접목해 기존 서비스를 개선하거나 새로운 서비스를 제공하는 것 	<ul style="list-style-type: none"> 데이터와 소프트웨어에 중점 주요 기기: 스마트폰, 스마트 TV

자료: 한국이러닝협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

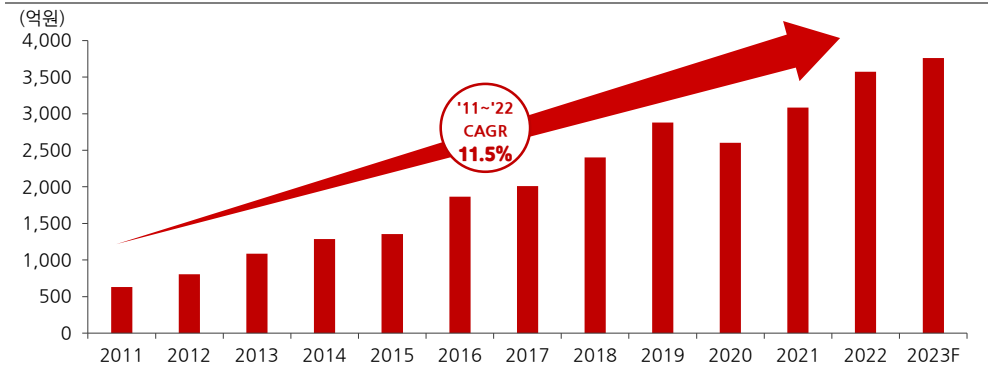
투자포인트

1 안정적인 Captive수요와 IT직무 특화 교육으로 중장기적 매출 성장 기대

투자포인트 1)
중장기적 매출 성장 기대

멀티캠퍼스의 첫번째 투자포인트는 중장기적인 매출 성장 기대이다. 2016년 (주)삼성경제연구소 인력개발원 외국어생활관을 영업양수 받은 해에 멀티캠퍼스의 연간 매출액은 1,865억원이었다. 이후 2022년까지 6년간 동사의 매출액은 연평균 11.5% 성장하여, 2022년 매출액은 3,575억원을 기록했다. 2011년 이후 동사의 매출액이 감소한 유일한 시기는 코로나가 발생했던 2020년으로 매출액이 전년대비 9.7% 감소했다. 이후 즉각적인 비대면 러닝 솔루션을 론칭하며 매출액이 빠르게 회복해 2021년과 2022년 매출액은 각각 18.6%, 16.0% 증가했다. 2년여간의 고 성장과 경기 둔화 우려로 올해 매출 성장률은 작년대비 둔화될 것으로 예상하나, 5.2% 성장하며 성장 추세를 이어갈 전망이다.

멀티캠퍼스 매출액 추이와 전망



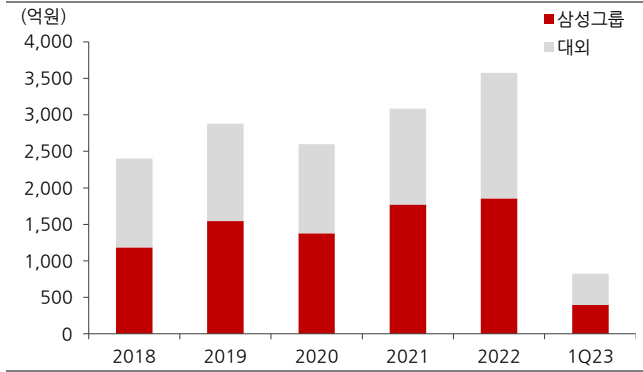
자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터

요인 1) 삼성그룹 계열사로서
누릴 수 있는
안정적인 Captive수요

멀티캠퍼스의 중기적인 매출 성장을 가능케 하는 요인은 1) 삼성그룹 계열사로서 누릴 수 있는 안정적인 Captive 수요, 2) IT직무 교육에서의 경쟁력과 3) 환경 변화에 빠르게 대응하며 추진하는 신사업을 들 수 있다.

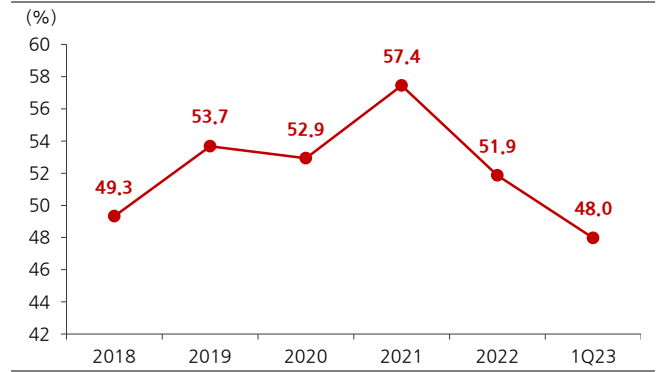
멀티캠퍼스는 삼성그룹 내의 B2B 교육기관이다. 동사는 계열사를 통해 안정적인 Captive 수요를 확보하고 있다. 특히, 동사는 SERICEO를 흡수하고, 삼성SDS 교육사업부문과 (주)삼성경제연구소 인력개발원 외국어생활관을 영업양수 받으면서, 삼성그룹 내 교육 기능을 담당하는 지위를 견고히 했다. 삼성그룹 매출액은 2023년 1분기 기준으로 395억원으로 전체 매출액에서 48% 비중을 차지하고 있다. 2018년 삼성그룹 매출액은 1,184억원으로 멀티캠퍼스 전체 매출에서 차지하는 비중은 49.3%였다. 2019년 동사가 삼성청년소프트웨어아카데미를 위탁 받아 운영을 시작하면서 전체 매출액 내 삼성그룹 비중이 50%를 상회하기 시작했으며, 2021년에는 57.4%를 기록했다. 2022년 멀티캠퍼스 내 삼성그룹 매출액은 1,854억원을 기록해 2018년부터 지난 4년간 연평균 11.9% 증가했다. 이는 삼성청년소프트웨어아카데미 위탁운영 및 계열사의 교육 수요 증가 때문이다. 삼성청년소프트웨어아카데미 위탁운영의 계약기간은 5년으로 2024년에 계약이 만료되는 것으로 예정되어 있으나, 추후 연장될 개연성도 있다.

멀티캠퍼스의 삼성그룹과 대외 고객의 매출액 추이



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협의회 기업리서치센터

멀티캠퍼스 매출액 내 삼성그룹 매출액 비중 추이



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협의회 기업리서치센터

참고로, 삼성그룹 내에서 대표적인 교육기관이라는 레퍼런스는 삼성그룹 외 대외 고객 모집에도 기여하고 있다. 현재 동사의 대외 주요 고객으로는 SK, 현대차, KT 등의 일반 대기업 530개와 NH농협, KB금융 등의 금융사 70여개, 고용노동부 및 한국기술교육대학교 등 공공 및 대학기관 152개가 있다.

삼성그룹의 대외 주요 고객

일반대기업 (530개): LOTTE, KCC, SK, HYUNDAI, kt, CJ, SeAH, KOLON, Hanwha, 대우건설, KT&G, AMOREPACIFIC CORPORATION

금융사 (70개): BNK 부산은행, 신한금융, KYOBO, NH농협, KB금융, 하나금융, SBI, 광주은행

공공/대학 (152개): 고용노동부, KLID (한국지역정보개발원), 대한민국 국방부 (Ministry of National Defense), Kdn, 한전KDN, 한양사이버대학교, 한국가스공사 (KOREA GAS CORPORATION), 한국기술교육대학교, 성균관대학교 (SUNGKYUNKWAN UNIVERSITY)

자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협의회 기업리서치센터

요인 2)

IT직무 교육에서의 경쟁력

멀티캠퍼스는 IT직무 교육에서 경쟁력을 보유하고 있다. 동사는 2015년 삼성SDS의 교육사업부문의 양수받았을 뿐만 아니라 현재 최대주주가 삼성SDS이다. 삼성SDS는 SI(System Integration), ITO(IT Outsourcing)과 클라우드 등 IT서비스를 제공하는 기업으로, 삼성 관계사의 IT경쟁력을 지속 강화하기 위해 노력하고 있다. 이러한 삼성 SDS에 근간을 두고 있는 멀티캠퍼스는 현재 교육서비스 매출액 중 IT직무교육이 50% 이상을 차지하며, IT교육의 명가로 인정을 받고 있다. 동사는 금융권과 대기업을 대상으로 IT교육의 Upskilling과 Reskilling 교육 프로그램을 운영할 뿐만 아니라 채용과 교육을 맡아서 진행하는 Extension서비스를 제공하며 서비스 영업을 확대하고 있다. IT교육은 4차산업의 부상과 함께 중요성이 부각되며 수요가 확대될 것으로 기대된다는 점에서 동사의 교육 프로그램에 대한 지속적인 수요를 기대케 한다.

요인 3) 환경 변화에 빠르게 대응하며 추진하는 신사업

멀티캠퍼스는 변화하는 환경에 빠르게 대응하여 신사업을 추진하고 있다. 현재 동사가 추진하고 있는 신사업은 1) 힐링캠프, 2) 메타버스, 3) 북러닝, 4) 기업 맞춤형 MBA와 5) 리더십/코칭 등이 있다.

힐링캠프는 마음건강을 위한 프로그램으로 강북삼성병원과 협업을 하여 건강검진을 받고 에버랜드 캠프 등에서 합숙하며 치유하는 과정으로 정신건강의 중요성이 부각되는 현대에 수요가 늘고 있다.

멀티캠퍼스는 2018년 주주총회 시 가상현실(VR), 증강현실(AR)프로그램을 개발을 사업목적에 추가했다. 그리고 올해 1월 '게더타운' 플랫폼 기술을 활용하여 개발한 메타버스 연수원을 오픈했다. 메타버스 연수원은 비대면교육 메인 학습공간인 Academy홀, 상호작용 참여형 활동공간인 Interaction파크와 다목적, 대규모 복합 행사 공간인 Omnia센터로 구성되어 있다. 운영은 기업마다 메타버스 내 공간을 일정 기간 분양 받아 수수료를 지불하고 사용하는 구조로, 반도체/화학/바이오 공장의 위험공정을 가상 공간에서 미리 실습하게 하는 프로그램이 수요가 많다.

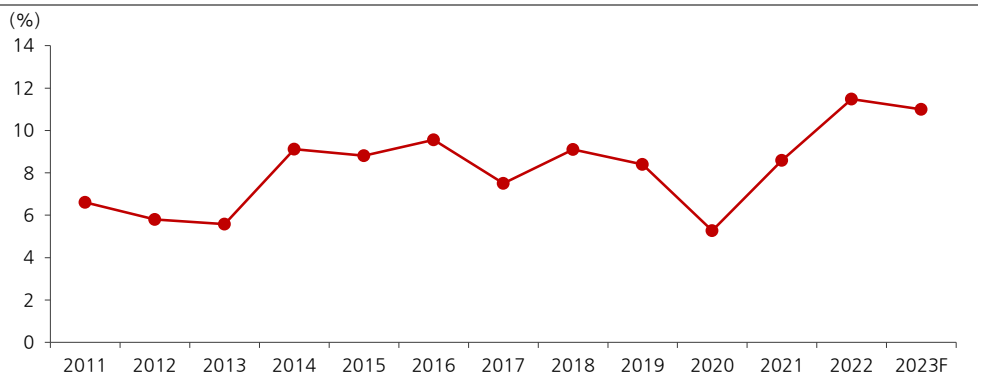
교육프로그램도 시대의 변화를 빠르게 반영한다. 현재 동사는 IT 프로그램에서 AI, Data Science, 클라우드 등의 수업을 진행하고 있다.

2 코로나로 개선된 수익성

투자포인트 2) 코로나 이후 개편된 사업구조로 개선된 수익성

멀티캠퍼스의 두번째 투자포인트는 코로나 이후 개편된 사업구조로 개선된 수익성이다. 2011년 이후 2022년까지 멀티캠퍼스의 평균 영업이익률은 8.0%이다. 2014년 이후 7~9%대에서 안정적인 흐름을 유지하던 동사의 영업이익률은 2020년 코로나로 인해 매출액이 급감하면서 5.3%를 기록했다. 그러나 빠르게 수익성을 회복하며 2021년 동사의 영업이익률은 8.6%로 상승했고, 2022년에는 11.5%로 2011년 이후 가장 양호한 수익성을 기록했다. 당사는 2022년 동사의 영업이익률을 11.0%로 추정한다. 2022년 대비 0.5%p 하락하지만, 여전히 10%를 상회하는 견조한 수익성을 유지할 것으로 전망한다.

멀티캠퍼스의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협의회 기업리서치센터

요인 1) 온라인 교육 비중 증가

동사의 수익성은 코로나를 계기로 한 단계 상승했다. 주요인은 오프라인 교육의 수요 중 일부를 온라인 교육이 대신했기 때문이다. 대개의 교육 기관과 유사하게, 동사도 온라인 교육의 수익성이 오프라인 교육 대비 양호하다. 이는 온라인 교육은 오프라인 교육 대비 고정비용이 적기 때문이다. 오프라인 교육은 강사와 수강생이 모여야 하기 때문에 공간이 필요하고 이로 인해 고정비가 많이 드는 반면, 온라인 교육은 집합 공간이 필요치 않아 상대적으로 고정비가 적다. 또한 온라인 교육은 오프라인 교육 대비 확장성이 좋다. 오프라인 교육은 수강생을 제한할 수밖에 없지만, 온라인 교육은 서버용량만 늘리면 수강생 수를 무제한으로 늘릴 수 있기 때문이다. 2020년 코로나로 본격적으로 시작된 동사의 온라인 교육은 2022년 전체 교육 중 60% 비중까지 증가했다.

**요인 2) 원가구조 절감:
임대료의 효율화,
인력 재배치**

최근 코로나19 비상상태 종식 선언이 있었다. 코로나로 인해 제한되었던 사회적 제한 활동이 거의 사라지면서, 멀티캠퍼스의 교육 프로그램에서도 오프라인 비중이 다시 상승하고 있다. 그러나 동사의 수익성이 급격히 하락하지 않을 것이라고 예상하는 이유는 코로나 이후 동사는 온라인 교육 비중을 늘리는 것 외에 원가 구조 절감 노력을 했기 때문이다. 동사의 원가 구조 절감은 1) 임대료의 효율화와 2) 인력 재배치를 통해 이뤄졌다. 임대료의 경우 과거 강의 공간을 일정 기간동안 임차하던 방식을 강의 건당, 시간당 계약함으로 효율화를 이뤘다. 온라인 교육 비중 증가 외에 이와 같은 동사의 원가 구조 절감 노력은 구조적인 수익성 개선에 기여할 전망이다.



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 Review

멀티캠퍼스 2022년 매출액
3,757억원(+16%YoY),
영업이익
410억원(+55.1%YoY),
영업이익률
11.5%(+2.9%pYoY) 기록

멀티캠퍼스의 2022년 실적은 매출액과 영업이익률 측면에서 호실적을 기록했다.

멀티캠퍼스의 2022년 매출액은 3,757억원으로 전년 대비 16% 성장했다. 사업부문별로 보면 교육서비스, 외국어 서비스와 지식서비스가 각각 16.0%, 17.1%와 13.4% 성장했다. 전체 매출액에서 교육서비스가 차지하는 비중이 80.1%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 교육서비스는 이러닝과 집합교육으로 이뤄지고 있으며, 최근에서 HR 컨설팅, 콘텐츠 개발 및 운영, 시스템 구축까지 전반적인 HRD 프로세스를 아웃 소싱하는 교육 BPO(Business Process Outsourcing) 서비스를 적극적으로 제공하고 있다.

동사의 2022년 영업이익은 410억원으로 2021년 대비 55.1% 증가했고, 영업이익률은 11.5%로 전년대비 2.9%p 상승했다. 매출원가율과 판매비율(판매비/매출액)은 72.2%와 16.3%로 전년대비 각각 1.5%p, 1.4%p 하락했다. 투자포인트에서 전술한 바와 같이 영업이익률 개선의 주요인은 1) 온라인 교육 비중 증가에 따른 마진율 상승, 2) 동사의 원가 절감 노력에 기인한다.

멀티캠퍼스의 지배주주기준 순이익은 303억원으로 전년대비 48.5% 증가했다.

2 2023년 1분기 실적 Review

멀티캠퍼스
2023년 매출액 1분기
823억원(+2.8%YoY),
영업이익 69억원(+0.1%YoY),
영업이익률 8.4%(-0.2%pYoY)
기록

멀티캠퍼스의 2023년 1분기 매출액은 823억원으로 전년동기 대비 2.8% 증가했다. 코로나가 해제 단계에 진입하면서 외국어서비스 매출액이 19.9% 증가하며 매출 성장을 견인했다. 삼성그룹의 채용 규모가 증가하면서 OPIc 평가 응시 규모가 증가하고, 외국어생활관 수요가 확대되었다. 교육서비스와 지식서비스는 전년동기 대비 각각 1.0%, 0.1% 증가했다.

동사의 2023년 1분기 영업이익은 69억원으로 전년동기 대비 0.1% 증가했으며, 영업이익률은 8.4%로 2022년 1분기 대비 0.2%p 하락했다. 매출원가율 하향 안정화 추세가 이어졌으나, 판매비 측면에서 인건비와 지급수수료 부담이 증가했다.

지배주주기준 순이익은 52억원으로 전년동기 대비 2.4% 증가했다.

3 2023년 실적 전망

멀티캠퍼스 2023년 매출액
3,761억원(+5.2%YoY),
영업이익
414억원(+0.8%YoY),

멀티캠퍼스의 2023년 매출액을 3,761억원(+5.2%YoY), 영업이익 414억원(+0.8%YoY), 영업이익률을 11.0%(-0.5%pYoY)로 추정한다.

경기침체에 대한 우려로 인해 기업들의 교육 수요가 다소 위축될 우려가 있으나, 코로나로 인해 급감했던 외국어

영업이익률

11.0%(-0.5%pYoY)예상

서비스 수요가 회복되면서 매출의 성장을 견인할 전망이다. 외국어서비스 매출액은 전년대비 24.3% 증가가 예상되나, 교육서비스와 지식서비스는 2년간의 고성장 여파로 2.1%, 5.4% 성장에 그칠 것으로 예상된다.

오프라인 집합 교육 수요가 전년대비 증가하고, 인건비 증가 영향으로 영업이익률은 0.5%p 하락할 것으로 예상된다.

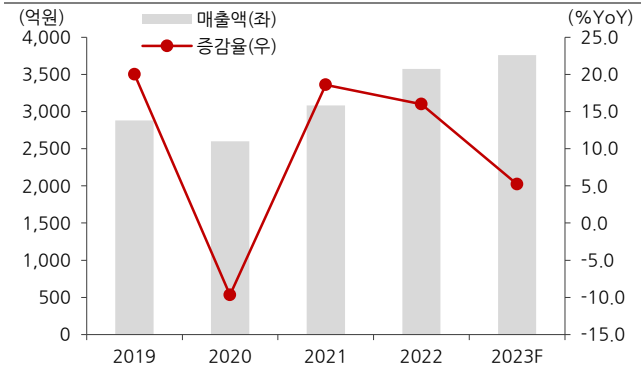
실적 전망

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,880	2,600	3,083	3,575	3,761
교육서비스	2,084	2,032	2,470	2,865	2,925
외국어서비스	571	361	398	466	579
지식서비스	224	208	215	244	257
영업이익	242	137	265	410	414
당기순이익	189	99	206	305	316
%YoY					
매출액	20.0	-9.7	18.6	16.0	5.2
영업이익	10.8	-43.2	92.9	55.1	0.8
당기순이익	7.7	-47.6	108.1	48.1	3.6
영업이익률	8.4	5.3	8.6	11.5	11.0
당기순이익률	6.6	3.8	6.7	8.5	8.4

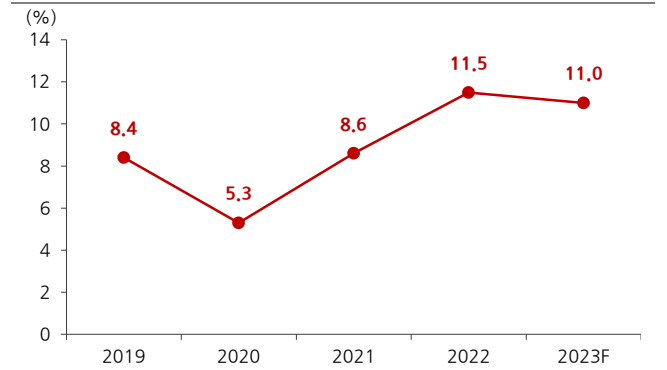
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

멀티캠퍼스의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터

멀티캠퍼스의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 멀티캠퍼스, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

**현재 멀티캠퍼스의
2023년 예상 PER은 6.7배로
역사적 저점과 근접한 수준.
경쟁사 대비해서도
밸류에이션은 낮은 수준**

현재 멀티캠퍼스의 2023년 예상 PER은 6.7배이다. 이는 2011년 이후 평균 PER 22.4배 대비 현격히 낮은 수준이다. 동사 PER의 역사적 저점은 6.2배로, 현재 밸류에이션은 역사적 저점에 근접한 수준이다. 참고로, 동사의 현재 PBR도 1.1배로 역사적 저점(1.0배)에 근접한 수준이다.

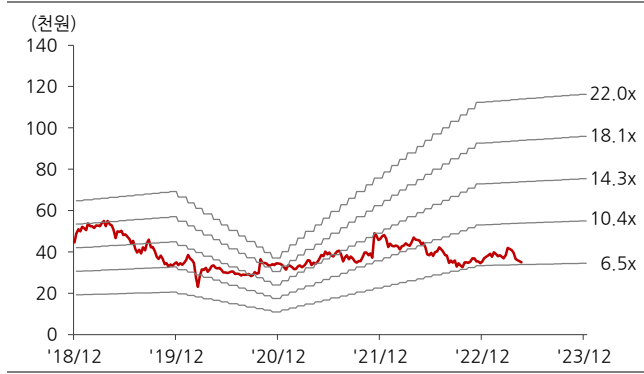
동사와 같이 B2B 중심의 성인 대상 교육을 실시하는 경쟁사로는 휴넷과 패스트캠퍼스 등이 있다. 최근 이들은 B2C로 고객층을 넓혀가고 있다. 휴넷과 패스트캠퍼스는 비상장사로 멀티캠퍼스와 밸류에이션 비교가 용이치 않다.

상장 교육업체 중에 초·중·고 학생이 아닌 주로 성인을 대상으로 하는 기업으로 YBM넷, 아이비김영, 메가엠디가 있다. 이들은 주로 B2C 기업으로 교육 목적이 멀티캠퍼스와 상이하지만 고객군이 주로 성인이라는 측면에서 비교해 보고자 한다.

YBM넷은 YBM계열의 온라인 교육 기업으로, 온라인 테스트 및 교육, 디지털 콘텐츠 판매를 사업모델로 갖추고 있다. 동사는 외국어 교육부터 평생교육, IT교육, 직무역량개발교육까지 종합교육과정을 갖추고 있다. 동사의 메인 타깃 고객은 20~30대의 대학생 및 직장인이며, TOEFL, TOEIC 등 공인 어학시험 대비 교육을 주로 제공한다. 동사는 출강 등을 통해 기업체에도 교육을 제공하고 있으며 작년말 기준으로 470개의 B2B회원을 확보하고 있다. 아이비김영은 일반성인을 대상으로 대학 편입학 입시교육 및 취업교육 콘텐츠를 제공하는 교육 기업이다. 2022년 매출액을 기준으로 편입교육과 취업교육의 비중은 각각 70%와 30%이다. 동사의 최대주주는 메가스터디교육이다. 메가엠디도 대학생 및 일반성인을 대상으로 교육 콘텐츠를 제공한다. 매출액은 크게 전문직 수험부문과 자격증 취득부문에 나뉘어지며 2022년 매출액 비중은 각각 77.3%와 22.7%이다. 전문직 수험부문은 법학전문대학원(LEET), 변호사 시험, 변리사시험, 의·치의학교육 입문검사, 약학대학 입문자격시험 대비 교육사업이다. 자격증 취득부분은 공인중개사, 사회복지사, 보유교사 등을 대비하는 교육사업이다. 대주주는 메가스터디이다.

YBM넷, 아이비김영, 메가엠디는 현재 2023년 실적에 대한 애널리스트 추정치가 존재하지 않는다. 이에 2022년 실적을 기준으로 PER을 비교해 보았다. 즉, 당기순이익은 2022년 실적치를 사용하고 시가총액은 5월 19일 기준으로 PER을 비교해 보았다. 이와 같은 기준 하에서 YBM넷, 아이비김영과 메가엠디의 PER은 각각 9.7배, 343.4배와 28.2배이다. 이는 당사가 추정하는 멀티캠퍼스의 2023년 예상 PER 6.7배보다 높은 수준이다.

멀티캠퍼스의 PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

멀티캠퍼스의 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

멀티캠퍼스와 성인대상 교육업체의 대표지표와 밸류에이션 지표 비교

(단위: 억원, %, 배)

	멀티캠퍼스	YBM 넷	아이비김영	메가엠디
주가(원)	35,350	4,435	1,950	2,505
시가총액(억원)	2,095	723	876	586
자산총계 (억원)	2019 2,041	757	419	1,083
	2020 1,933	764	595	1,131
	2021 2,570	832	749	1,146
	2022 2,918	881	756	936
	1Q23 2,894	835	771	901
자본총계 (억원)	2019 1,097	421	159	574
	2020 1,178	404	276	619
	2021 1,372	429	360	666
	2022 1,691	492	373	657
	1Q23 1,700	480	356	630
매출액 (억원)	2019 2,880	601	547	804
	2020 2,600	526	599	824
	2021 3,083	583	794	794
	2022 3,575	626	865	645
	1Q23 823	156	171	87
영업이익(억원)	2019 242	26	73	-8
	2020 137	-12	41	71
	2021 265	36	78	77
	2022 410	48	31	20
	1Q23 69	13	-27	-31
영업이익률(%)	2019 8.4	4.4	13.4	-1.1
	2020 5.3	-2.3	6.8	8.6
	2021 8.6	6.2	9.9	9.7
	2022 11.5	7.6	3.6	3.1
	1Q23 8.4	8.6	-15.5	-35.9
당기순이익(억원)	2019 186	18	65	4
	2020 100	-16	-5	49
	2021 204	25	51	67
	2022 303	76.3	3	21
	1Q23 54	13	-24	-27
ROE(%)	2019 18.2	4.2	-	0.7
	2020 8.8	-3.9	-2.5	8.2
	2021 16.0	-	16.2	10.4
	2022 19.8	16.6	0.7	3.2
	1Q23 3.4	2.8	-6	-4
PER(배)	2019 11.0	35.5	-	177.2
	2020 20.4	-87.0	-128.7	19.3
	2021 13.4	44.7	33.3	15.8
	2022 6.9	7.2	330.3	29.3
	2023E 6.7	9.7	343.4	28.2
PBR(배)	2019 1.9	1.5	-	1.2
	2020 1.7	3.5	2.5	1.5
	2021 2.0	2.6	4.6	1.5
	2022 1.2	1.1	2.2	0.9
	2023E 1.1	1.5	2.4	0.9
PSR(배)	2019 0.7	1.1	-	0.9
	2020 0.8	2.7	1.2	1.2
	2021 0.9	2.0	2.2	1.3
	2022 0.6	0.9	1.0	1.0
	2023E 0.6	1.2	1.0	0.9
배당수익률(%)	2019 1.7	0.0	0.0	1.5
	2020 1.5	0.0	0.0	2.5
	2021 1.3	1.4	0.0	3.3
	2022 2.3	4.5	0.0	0.0

주: 멀티캠퍼스의 2023년 PER, PBR, PSR 수치는 당사 추정치 활용. 이외 경쟁사의 2023년 PER, PBR, PSR의 당기순이익, 자본총계, 매출액은 2022년 실적치 사용, 시가총액은 2023년 5월 19일 수치 사용. 주가와 시가총액은 2023년 5월 19일 기준, 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터


리스크 요인
**리스크 요인은 경기 침체 시
매출 성장 둔화 우려**

멀티캠퍼스의 리스크 요인은 경기 침체 시 매출 성장 둔화 우려이다.

이번달 KDI한국개발연구원은 올해 한국 국내총생산(GDP)은 반도체를 중심으로 수출이 위축되며 1.5% 성장할 것으로 전망했다. 지난 2월 성장률 전망치 1.8% 대비 0.3%p 하향 조정한 수치로, 이는 정부와 한국은행, OECD가 예측한 전망치(1.6%)보다 낮고, IMF가 예측한 수치와는 같다. KDI한국개발연구원은 반도체 수요 회복 시기와 중국경제 회복 정도에 따라 한국 경제 성장세가 영향을 받을 것이라고 언급한 가운데, 우크라이나 사태 악화로 곡물 및 에너지 가격이 급등하거나 주요국의 고금리 지속에 따른 금융시장 불안이 발생할 경우 성장세가 더욱 둔화될 것이라고 평가했다.

만약 경기가 예상대비 더 침체될 경우 멀티캠퍼스의 매출액 성장률도 예상치 대비 둔화될 개연성이 높다. 왜냐하면 불황을 대응하는 차원에서 기업들은 비용 절감에 나설 수 있고 이에 따라 교육비 집행을 줄일 수 있기 때문이다. 이럴 경우, 멀티캠퍼스의 수익성도 낮아질 수 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,880	2,600	3,083	3,575	3,761
증가율(%)	20.0	-9.7	18.6	16.0	5.2
매출원가	2,114	1,955	2,271	2,580	2,704
매출원가율(%)	73.4	75.2	73.7	72.2	71.9
매출총이익	766	645	812	995	1,057
매출이익률(%)	26.6	24.8	26.3	27.8	28.1
판매관리비	525	508	547	584	643
판매비율(%)	18.2	19.5	17.7	16.3	17.1
EBITDA	410	335	467	618	597
EBITDA 이익률(%)	14.2	12.9	15.2	17.3	15.9
증가율(%)	60.2	-18.4	39.5	32.3	-3.3
영업이익	242	137	265	410	414
영업이익률(%)	8.4	5.3	8.6	11.5	11.0
증가율(%)	10.8	-43.2	92.9	55.1	0.8
영업외손익	-1	-8	5	4	4
금융수익	8	6	7	22	24
금융비용	9	9	9	16	16
기타영업외손익	0	-5	8	-2	-4
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	240	129	270	414	418
증가율(%)	8.5	-46.3	109.2	53.4	0.9
법인세비용	51	30	64	109	102
계속사업이익	189	99	206	305	316
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	189	99	206	305	316
당기순이익률(%)	6.6	3.8	6.7	8.5	8.4
증가율(%)	7.7	-47.4	106.6	48.6	3.5
지배주주지분 순이익	186	100	204	303	313

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	244	277	461	510	490
당기순이익	189	99	206	305	316
유형자산 상각비	128	136	132	135	115
무형자산 상각비	40	62	71	72	69
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-217	-98	-34	-75	2
기타	104	78	86	73	-12
투자활동으로인한현금흐름	-168	-31	-274	-313	-278
투자자산의 감소(증가)	0	-10	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-93	-4	-10	-6	-20
기타	-75	-17	-264	-307	-258
재무활동으로인한현금흐름	-114	-124	-136	-141	-56
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	5
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-29	-35	-30	-36	-47
기타	-85	-89	-106	-105	-14
기타현금흐름	1	-4	5	4	2
현금의증가(감소)	-37	118	57	59	158
기초현금	145	109	226	283	343
기말현금	109	226	283	343	501

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	900	993	1,352	1,682	2,014
현금성자산	109	226	283	343	501
단기투자자산	190	157	398	700	840
매출채권	425	367	417	317	333
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	177	243	254	323	340
비유동자산	1,140	939	1,218	1,235	1,212
유형자산	456	327	565	553	458
무형자산	435	422	398	349	330
투자자산	2	12	12	12	12
기타비유동자산	247	178	243	321	412
자산총계	2,041	1,933	2,570	2,917	3,226
유동부채	583	529	724	709	745
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	193	102	115	153	161
기타유동부채	390	427	609	556	584
비유동부채	336	202	446	485	488
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	336	202	446	485	488
부채총계	918	731	1,170	1,194	1,234
지배주주지분	1,097	1,178	1,372	1,691	1,957
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	420	420	420	420	420
자본조정 등	-623	-608	-608	-608	-608
기타포괄이익누계액	-86	-83	-64	-11	-11
이익잉여금	1,356	1,420	1,594	1,861	2,127
자본총계	1,122	1,202	1,400	1,724	1,992

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	11.0	20.4	13.4	6.9	6.7
P/B(배)	1.9	1.7	2.0	1.2	1.1
P/S(배)	0.7	0.8	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.2	5.8	5.6	2.6	2.2
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.3	2.3	2.3
EPS(원)	3,143	1,681	3,439	5,106	5,285
BPS(원)	18,503	19,873	23,142	28,530	33,015
SPS(원)	48,593	43,872	52,015	60,317	63,465
DPS(원)	600	500	600	800	800
수익성(%)					
ROE	18.2	8.8	16.0	19.8	17.2
ROA	10.9	5.0	9.1	11.1	10.3
ROIC	29.6	14.1	20.4	34.0	35.9
안정성(%)					
유동비율	154.5	188.0	186.6	237.4	270.1
부채비율	81.8	60.8	83.6	69.3	61.9
순차입금비율	5.3	-9.8	-12.3	-30.3	-41.0
이자보상배율	28.6	18.6	32.8	32.0	31.8
활동성(%)					
총자산회전율	1.7	1.3	1.4	1.3	1.2
매출채권회전율	7.8	6.6	7.9	9.7	11.6
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.