

청담러닝

(096240)

BUY

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|----------|---------------|--------|-----------|
| 투자 의견 | BUY | | 유지 |
| 목표주가 | 25,000 | 32,000 | 하향 |
| Earnings | | | 하향 |

Stock Information

| | |
|------------------|------------------|
| 현재가(9/4) | 17,650원 |
| 예상 주가상승률 | 41.6% |
| 시가총액 | 1,355억원 |
| 비중(KOSDAQ내) | 0.06% |
| 발행주식수 | 7,675천주 |
| 52주 최저가/최고가 | 16,150 - 28,050원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 7억원 |
| 외국인 지분율 | 3.4% |
| 주요주주지분율(%) | |
| 김영화 (외 6인) | 25.4 |
| 자사주 (외 1인) | 11.8 |
| 삼성액티브자산운용 (외 1인) | 5.6 |

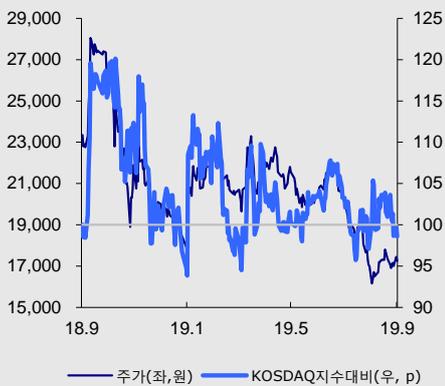
Valuation wide

| | 2018 | 2019E | 2020E |
|--------------|------|-------|-------|
| PER(배) | 19.0 | 11.4 | 7.7 |
| PBR(배) | 3.0 | 2.5 | 2.1 |
| EV/EBITDA(배) | 6.6 | 4.5 | 4.0 |
| 배당수익률(%) | 4.3 | 6.2 | 6.8 |

Performance

| | 1M | 6M | 12M | YTD |
|-------------------|-----|--------|--------|-------|
| 주가상승률(%) | 3.8 | (14.7) | (24.4) | (4.3) |
| KOSDAQ대비 상대수익률(%) | 1.6 | 1.1 | (0.5) | 2.5 |

Price Trend



ktb 투자증권

Issue & Pitch

5 Sep. 2019

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

수강생수 반등과 배당매력 부각

▶ Issue

하반기 주가 반등 가능성 파악

▶ Pitch

국내 영어교육 시장 턴어라운드 및 배당매력 부각에 주목

▶ Rationale

- 청담러닝에 대한 투자 의견을 BUY 유지하며, 목표주가는 32,000원에서 25,000원으로 하향 조정. 목표주가 하향은 중국 로열티 매출 발생이 2019년 → 2020년으로 당초 예상 대비 지연됨에 따라, 2019년 EPS 추정치에 대해 중국 프리미엄을 제외한 교육주 평균 PER 16배를 적용함에 따른 것
- 2Q19 실적은 청담러닝 본사 및 CMS에듀 수강생 수 증가에 따라 매출액 429억원(YoY +15.7%), 영업이익 69억원(YoY +51.3%) 달성
- 청담러닝의 국내 수강생수는 2019년 상반기 YoY +10% 증가하며 턴어라운드
- 전체 학생수 감소에도 불구하고, 동사 수강생수 증가는 입시영어 → 실용영어의 영어교육 트렌드 변화에 기인
- 자회사 CMS에듀 또한 학원생수 증가, 베트남 시장 진출로 YoY 10% 수준의 매출 성장 전망
- 다소 지연된 중국 영어교육사업은 3분기 커리큘럼 커스터마이징 마무리 후, 4분기 본격 시작될 것으로 예상. 특히, 학생수 1만명을 보유한 '카이문' 어학원에 대한 로열티 매출이 4분기 기대됨
- 베트남의 경우 총 학생수가 YoY 2.5만명 → 3.3만명까지 확대. 이는 신규 진출한 청담어학원 및 아이가르텐 효과
- 2019년 실적은 매출액 1,707억원(YoY +11.8%), 영업이익 238억원(YoY +50.7%) 전망. 2019E 예상 기준 동사의 PER은 11.4배 수준으로 peer 평균 대비 저평가 구간으로 판단. 6.5%에 달하는 높은 배당수익률도 매력적

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|--------|--------|------|--------|------|------|-------|-------|
| 매출액 | 130 | 136 | 141 | 147 | 153 | 171 | 187 |
| 영업이익 | 11 | 7 | 5 | 14 | 16 | 24 | 30 |
| EBITDA | 22 | 20 | 18 | 24 | 25 | 39 | 41 |
| 순이익 | 9 | 1 | (17) | 7 | 10 | 17 | 25 |
| 자산총계 | 121 | 125 | 149 | 146 | 166 | 188 | 198 |
| 자본총계 | 59 | 56 | 79 | 84 | 89 | 98 | 107 |
| 순차입금 | 9 | 6 | 17 | 17 | 22 | 38 | 28 |
| 매출액증가율 | 4.2 | 3.9 | 4.1 | 4.5 | 3.6 | 11.7 | 9.8 |
| 영업이익률 | 8.7 | 5.1 | 3.8 | 9.5 | 10.3 | 13.9 | 16.0 |
| 순이익률 | 6.5 | 0.8 | (12.1) | 4.6 | 6.7 | 9.8 | 13.5 |
| EPS증가율 | (51.8) | 적전 | 적지 | 흑전 | 76.4 | 59.1 | 49.0 |
| ROE | 14.0 | 1.9 | (31.7) | 11.6 | 16.1 | 24.0 | 32.5 |

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 청담러닝 분기실적 추정 테이블

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E |
|----------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 40.8 | 37.1 | 37.7 | 37.1 | 44.1 | 42.9 | 42.1 | 41.5 | 48.3 | 47.0 | 46.2 | 45.7 |
| 청담러닝(별도) | 18.4 | 18.4 | 19.3 | 19.8 | 20.8 | 21.9 | 22.0 | 22.5 | 23.0 | 24.2 | 24.4 | 25.1 |
| CMS에듀 | 20.1 | 16.7 | 17.2 | 16.2 | 22.0 | 19.5 | 18.9 | 17.8 | 24.0 | 21.2 | 20.6 | 19.4 |
| 기타 | 2.3 | 1.9 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.6 | 1.3 | 1.3 |
| 영업이익 | 7.2 | 4.5 | 4.0 | 0.0 | 6.7 | 6.9 | 5.1 | 5.1 | 8.1 | 8.5 | 6.6 | 6.8 |
| OPM(%) | 17.7 | 12.2 | 10.7 | 0.0 | 15.2 | 16.0 | 12.1 | 12.3 | 16.8 | 18.0 | 14.3 | 14.9 |

Source: 청담러닝, KTB투자증권

Fig. 02: 청담러닝 중국 로열티 추정

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 중국 로열티 매출(억원)①+② | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 2.5 | 3.0 | 3.8 | 5.9 |
| 1인당 로열티/분기(원) | 21,000 | 21,000 | 21,000 | 21,000 | 21,000 | 21,000 | 21,000 | 21,000 |
| ① JV 로열티(억원) | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 1.3 |
| 양리 JV학원수 | 4 | 8 | 20 | 22 | 24 | 26 | 40 | 44 |
| 수강생수(명) | 600 | 600 | 800 | 1,500 | 2,000 | 2,500 | 3,000 | 6,000 |
| ② 가맹점 로열티(억원) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 2.1 | 2.5 | 3.2 | 4.6 |
| 기존 가맹점 수 | 2,400 | 2,400 | 2,400 | 2,400 | 2,400 | 2,400 | 2,400 | 2,400 |
| 프로그램 적용 기존 가맹점수 | 8 | 14 | 48 | 120 | 132 | 149 | 240 | 288 |
| 침투율 가정(%) | 0.4 | 0.6 | 2.0 | 5.0 | 5.5 | 6.2 | 10.0 | 12.0 |
| 수강생수(명) | 0 | 0 | 200 | 500 | 10,000 | 12,000 | 15,000 | 22,000 |

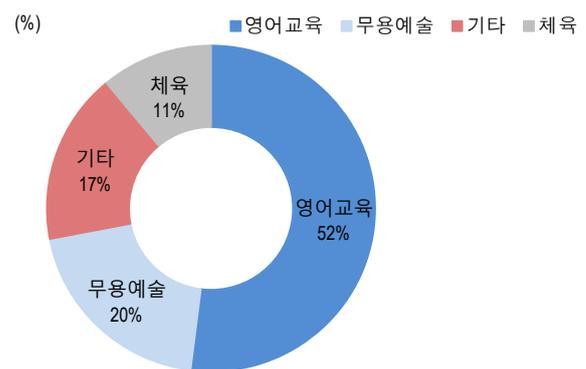
Source: 청담러닝, KTB투자증권

Fig. 03: 2010~2017년 중국 조기교육 시장규모



Source: 전망산업 연구원, KTB투자증권

Fig. 04: 중국 유아교육 시장 과목별 구성



Source: 전망산업 연구원, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

| (단위: 십억원) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 54.1 | 43.2 | 45.9 | 51.7 | 61.1 |
| 현금성자산 | 28.0 | 18.7 | 23.3 | 30.9 | 37.4 |
| 매출채권 | 21.8 | 20.2 | 18.7 | 16.9 | 19.5 |
| 재고자산 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.4 |
| 비유동자산 | 94.8 | 102.4 | 120.4 | 136.2 | 136.5 |
| 투자자산 | 27.0 | 51.3 | 47.1 | 62.9 | 65.5 |
| 유형자산 | 36.9 | 27.5 | 53.9 | 55.0 | 51.7 |
| 무형자산 | 31.0 | 23.7 | 19.5 | 18.2 | 19.4 |
| 자산총계 | 149.0 | 145.6 | 166.3 | 187.9 | 197.6 |
| 유동부채 | 58.3 | 49.9 | 66.0 | 72.8 | 73.0 |
| 매입채무 | 7.7 | 7.3 | 7.1 | 6.9 | 7.6 |
| 유동성이자부채 | 36.2 | 29.6 | 42.2 | 62.0 | 59.9 |
| 비유동부채 | 14.5 | 12.0 | 11.1 | 17.1 | 17.4 |
| 비유동이자부채 | 8.6 | 5.8 | 2.8 | 6.7 | 5.1 |
| 부채총계 | 72.8 | 61.9 | 77.1 | 89.9 | 90.4 |
| 자본금 | 3.4 | 3.5 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 자본잉여금 | 49.9 | 51.4 | 58.3 | 54.9 | 54.9 |
| 이익잉여금 | 11.4 | 10.4 | 10.6 | 16.3 | 25.5 |
| 자본조정 | (7.9) | (5.5) | (6.5) | (1.8) | (1.8) |
| 자기주식 | (12.9) | (12.9) | (12.9) | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 76.2 | 83.7 | 89.2 | 98.0 | 107.2 |
| 투하자본 | 89.3 | 91.4 | 103.0 | 126.9 | 125.5 |
| 순차입금 | 16.7 | 16.7 | 21.6 | 37.9 | 27.7 |
| ROA | (14.5) | 4.6 | 6.5 | 9.4 | 13.1 |
| ROE | (37.4) | 11.7 | 16.1 | 24.0 | 32.5 |
| ROIC | 1.7 | 13.3 | 14.2 | 15.5 | 20.8 |

현금흐름표

| (단위: 십억원) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업현금 | 14.9 | 21.5 | 27.3 | 32.7 | 30.2 |
| 당기순이익 | (18.7) | 8.0 | 11.6 | 21.0 | 25.3 |
| 자산상각비 | 12.5 | 10.1 | 9.0 | 14.8 | 11.1 |
| 운전자본증감 | (5.5) | (4.5) | (1.9) | (2.0) | (0.5) |
| 매출채권감소(증가) | (4.3) | 1.0 | (0.5) | 1.9 | (2.6) |
| 재고자산감소(증가) | (0.3) | (0.2) | 0.1 | (0.0) | (0.2) |
| 매입채무증가(감소) | 0.5 | (0.9) | (0.2) | 8.6 | 0.7 |
| 투자현금 | (52.5) | (12.0) | (27.7) | (12.2) | (11.6) |
| 단기투자자산감소 | 0.0 | 0.0 | 2.4 | 0.1 | (0.2) |
| 장기투자증권감소 | (10.5) | 7.4 | 0.0 | (0.2) | (0.4) |
| 설비투자 | (32.6) | (12.9) | (27.6) | (9.6) | (4.5) |
| 유무형자산감소 | (3.3) | 0.0 | (1.1) | (1.3) | (4.4) |
| 재무현금 | 33.3 | (10.7) | 6.8 | (12.8) | (12.1) |
| 차입금증가 | 10.8 | (3.6) | 12.8 | (7.3) | (3.7) |
| 자본증가 | 3.1 | (3.3) | 1.3 | (5.4) | (8.4) |
| 배당금지급 | 4.3 | 4.8 | 5.1 | 5.4 | 8.4 |
| 현금 증감 | (3.8) | (1.7) | 6.4 | 7.7 | 6.4 |
| 총현금흐름(Gross CF) | 23.1 | 29.4 | 31.1 | 37.4 | 30.7 |
| (-) 운전자본증가(감소) | 15.4 | 0.1 | (5.3) | 11.3 | 0.5 |
| (-) 설비투자 | 32.6 | 12.9 | 27.6 | 9.6 | 4.5 |
| (+) 자산매각 | (3.3) | 0.0 | (1.1) | (1.3) | (4.4) |
| Free Cash Flow | (34.9) | 12.9 | 1.5 | 23.2 | 18.6 |
| (-) 기타투자 | 10.5 | (7.4) | 0.0 | 0.2 | 0.4 |
| 잉여현금 | (45.4) | 20.3 | 1.5 | 23.0 | 18.2 |

자료: KTB투자증권

손익계산서

| (단위: 십억원) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 138.6 | 147.4 | 152.7 | 170.6 | 187.3 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 0.0 | 6.3 | 3.6 | 11.7 | 9.8 |
| 영업이익 | 1.7 | 14.0 | 15.8 | 23.8 | 30.0 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 0.0 | 736.0 | 12.9 | 50.7 | 26.1 |
| EBITDA | 14.2 | 24.1 | 24.8 | 38.6 | 41.1 |
| 영업외손익 | (20.4) | (6.0) | (4.2) | (1.4) | (1.1) |
| 순이자수익 | (0.2) | (0.4) | (0.2) | 0.2 | 0.6 |
| 외화관련손익 | 0.3 | (0.2) | 0.0 | 0.4 | 0.1 |
| 지분법손익 | (0.9) | (0.6) | (1.3) | (0.2) | 0.0 |
| 세전계속사업손익 | (18.7) | 8.0 | 11.6 | 22.4 | 28.9 |
| 당기순이익 | (19.9) | 6.8 | 10.2 | 16.7 | 25.3 |
| 영업이익당기순이익 | (21.3) | 3.8 | 7.2 | 11.9 | 17.7 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 적지 | 흑전 | 49.0 | 64.5 | 51.4 |
| NOPLAT | 1.2 | 12.0 | 13.8 | 17.8 | 26.2 |
| (+) Dep | 12.5 | 10.1 | 9.0 | 14.8 | 11.1 |
| (-) 운전자본투자 | 15.4 | 0.1 | (5.3) | 11.3 | 0.5 |
| (-) Capex | 32.6 | 12.9 | 27.6 | 9.6 | 4.5 |
| OpFCF | (34.3) | 9.2 | 0.6 | 11.8 | 32.3 |
| 3 Yr CAGR & | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 3.4 | 4.1 | 4.1 | 7.2 | 8.3 |
| 영업이익증가율(3Yr) | (52.8) | 7.2 | 31.8 | 142.3 | 29.0 |
| EBITDA증가율(3Yr) | (13.5) | 3.2 | 7.3 | 39.7 | 19.4 |
| 순이익증가율(3Yr) | n/a | (7.1) | 115.4 | n/a | 54.8 |
| 영업이익률(%) | 1.2 | 9.5 | 10.3 | 13.9 | 16.0 |
| EBITDA마진(%) | 10.2 | 16.4 | 16.3 | 22.6 | 21.9 |
| 순이익률(%) | (14.4) | 4.6 | 6.7 | 9.8 | 13.5 |

주요투자지표

| (단위: 원, 배) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Per share Data | | | | | |
| EPS | (3,255) | 551 | 971 | 1,545 | 2,303 |
| BPS | 3,750 | 5,131 | 6,086 | 7,172 | 8,229 |
| DPS | 800 | 800 | 800 | 1,100 | 1,200 |
| Multiples(x,%) | | | | | |
| PER | n/a | 29.2 | 18.2 | 11.4 | 7.7 |
| PBR | 4.8 | 3.1 | 2.9 | 2.5 | 2.1 |
| EV/ EBITDA | 10.0 | 5.4 | 6.3 | 4.5 | 4.0 |
| 배당수익률 | 4.4 | 5.0 | 4.5 | 6.2 | 6.8 |
| PCR | 5.1 | 3.8 | 4.2 | 3.6 | 4.4 |
| PSR | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 재무건전성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 95.5 | 74.0 | 86.3 | 91.7 | 84.3 |
| Net debt/Equity | 22.0 | 20.0 | 24.2 | 38.7 | 25.8 |
| Net debt/EBITDA | 118.2 | 69.2 | 87.2 | 98.2 | 67.4 |
| 유동비율 | 92.9 | 86.4 | 69.6 | 71.0 | 83.6 |
| 이자보상배율 | 8.3 | 36.0 | 65.4 | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.8 | 0.9 | 0.7 | 0.2 | 0.3 |
| 자산구조 | | | | | |
| 투하자본(%) | 61.9 | 56.6 | 59.4 | 57.5 | 55.0 |
| 현금+투자자산(%) | 38.1 | 43.4 | 40.6 | 42.5 | 45.0 |
| 자본구조 | | | | | |
| 차입금(%) | 37.0 | 29.8 | 33.5 | 41.2 | 37.8 |
| 자기자본(%) | 63.0 | 70.2 | 66.5 | 58.8 | 62.2 |

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% HOLD : 11.3% SELL : 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

청담러닝 (096240)



| | | |
|------|------------|------------|
| 일자 | 2018.08.16 | 2019.09.05 |
| 투자의견 | BUY | BUY |
| 목표주가 | 32,000원 | 25,000원 |

| 목표주가 대비 | 일자 | 목표주가 | 평균주가 | 최고가 | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|----------|-----------|---------|---------|---------|-------------|------------|
| 실제주가 괴리율 | 2018.8.16 | 32,000원 | 21,099원 | 28,050원 | -34.07 | -12.34 |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 9월 4일)
 ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.