



### Not Rated

주가(10/24): 38,500원

시가총액: 2,282억원

#### 스몰캡

Analyst 서혜원

02) 3787-3767

hwseo@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSDAQ (10/24)		658.75pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	55,700원	37,350원
등락률	-30.9%	3.1%
수익률	절대	상대
1M	-10.8%	-13.1%
6M	-27.6%	-16.7%
1Y	-8.3%	-2.7%

#### Company Data

발행주식수	5,927천주
일평균 거래량(3M)	9천주
외국인 지분율	4.6%
배당수익률(2019E)	1.3%
BPS(2019E)	17,750원
주요주주	삼성 SDS 외 4인 62.4%

#### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,012	2,400	2,908	3,239
영업이익	151	218	211	294
EBITDA	197	256	368	471
세전이익	158	222	208	291
순이익	124	176	162	229
지배주주지분순이익	122	174	160	226
EPS(원)	2,066	2,928	2,692	3,814
증감률(%YoY)	-4.4	41.7	-8.1	41.7
PER(배)	15.9	15.1	14.3	10.1
PBR(배)	2.32	2.75	2.17	1.81
EV/EBITDA(배)	7.6	8.6	6.2	4.8
영업이익률 (%)	7.5	9.1	7.2	9.1
ROE(%)	15.3	19.4	18.1	21.2
순차입금비율(%)	-53.7	-44.9	-53.5	-61.4

#### Price Trend



## 멀티캠퍼스 (067280)

### 안정적인 매출 성장 vs 느려지는 이익 회복의 경계



3Q19 연결기준 매출액 711억원(+26% YoY), 영업이익 45억원(-28% YoY)을 기록했다. 영업이익 부진의 원인은 원가성 비용, 인건비, 상각비 증가 등 베트남, EBSlang 등 신규사업이 부진한 상황이다. 2019년 연결 영업이익률 전년 대비 2%p 하락할 것으로 예상, 현 추가수준은 12M Fwd PER 11X 수준이다.

#### >>> 3Q19 매출액 772억원(+26% YoY) 분기 최대 실적 기록

3Q19 연결기준 매출액 772억원(+26% YoY, +9% QoQ), 영업이익 45억원(-28% YoY, -39% QoQ, OPM 6%) 기록, 컨센서스 매출액 772억원에 부합했지만, 컨센서스 영업이익 77억원을 42% 하회하는 실적을 발표했다.

기업교육 서비스 중 집합교육이 7월부터 반영된 SSAFY 수강생 확대와, 정부 소프트웨어 교육 사업 수주가 반영되며 전년동기 대비 131% 증가하며 매출성장을 견인했다. 다만 SSAFY사업을 제외했을 때 본업의 성장은 4% 수준으로 판단된다. 동사의 주요 투자포인트인 SSAFY 사업은 3분기 추정치를 상회하는 135억원(+85% QoQ)이 반영된 것으로 파악된다. 외국어서비스는 전년과 유사한 155억원 기록, 외국어평가 매출은 전년동기 대비 2% 감소, TEPS 사업이 올해 실적에 반영되지 않는 점을 고려할 때, OPIC 수강생 9% 증가, 매출 16% 증가한 것으로 파악되며 견조한 성장세는 지속되고 있는 것으로 판단한다. 원가와 판관비를 포함한 비용이 전년 동기 대비 32% 증가, SSAFY사업 확대와 시스템 개발에 따른 서비스 및 프로젝트 원가성 비용, 인건비, 교육장 확대에 따른 감가상각비가 3분기부터 온기로 반영된 점이 이익 부진의 원인으로 판단된다.

#### >>> 안정적인 매출 성장 vs 느려지는 이익 회복의 경계

2019년 연결 매출액 2,908억원(+21% YoY), 영업이익 211억원(-4% YoY, OPM 7%)으로 예상한다. 비용에 대한 부담은 4분기에도 이어질 것으로 예상, 전년 대비 2%p 수준의 영업이익률 하락은 불가피하다. 다만 4Q18에 SSAFY 사업에 들어가는 비용이 선집행 된 점을 고려하면 4Q19에는 비용증가폭은 둔화될 것으로 예상한다. 2020년 연결 매출액 3,239억원(+11% YoY), 영업이익 294억원(+40% YoY, OPM 9%)으로 예상한다. 기존 추정치 대비 영업이익을 하향, 시스템 개발에 따른 추가적으로 반영될 상각비를 고려했다. 동사는 SSAFY사업 중심으로 중장기 성장성은 유효, 최고 매출액을 이어나가고 있으나, 이익 성장이 지연되고 있는 상황으로 주가는 전고점 대비 32% 하락했다. 2020년부터 퇴직 임원을 대상으로 하는 커리어클라우드 서비스와 이 러닝 플랫폼 사업을 본격화할 예정으로, 추가 회복의 전제는 1) 본업의 성장, 2) 신규사업의 매출 및 이익 기여수준, 3) 배당확대에 따른 주주 가치 제고로 판단된다.

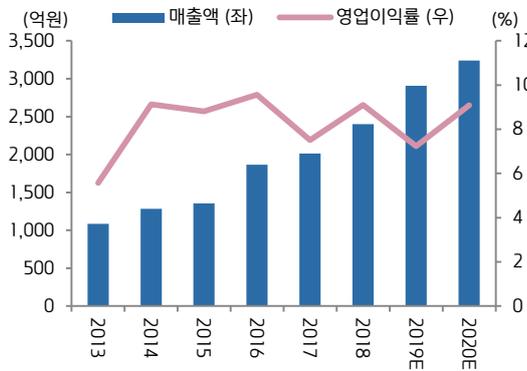
멀티캠퍼스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %, 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	515	598	613	675	652	711	772	773	2,012	2,400	2,908	3,239
% YoY	18%	11%	16%	32%	27%	19%	26%	15%	8%	19%	21%	11%
% QoQ	1%	16%	2%	10%	-3%	9%	9%	0%				
<b>기업교육</b>	293	410	401	492	415	527	557	573	1,277	1,597	2,072	2,313
% YoY	20%	12%	19%	50%	42%	29%	39%	16%	2%	25%	30%	12%
<b>외국어 서비스</b>	173	128	156	124	189	125	155	135	526	580	603	669
% YoY	19%	11%	14%	-4%	9%	-2%	-1%	9%	32%	10%	4%	11%
<b>지식 서비스</b>	49	60	56	59	48	59	61	65	210	223	233	258
% YoY	7%	11%	0%	8%	-0%	-1%	9%	10%	-0%	6%	4%	11%
<b>영업이익</b>	31	71	63	53	49	74	45	43	151	218	211	294
% YoY	30%	29%	66%	56%	54%	4%	-28%	-19%	-15%	44%	-4%	40%
% QoQ	-7%	126%	-12%	-16%	-8%	52%	-39%	-5%				
(지배)순이익	27	56	50	40	37	56	35	32	122	174	160	226
영업이익률	6%	12%	10%	8%	7%	10%	6%	6%	8%	9%	7%	9%
(지배)순이익률	5%	9%	8%	6%	6%	8%	5%	4%	6%	7%	5%	7%
<b>% of Sales</b>												
기업교육	57	69	65	73	64	74	72	74	63	67	71	71
외국어 서비스	34	21	25	18	29	18	20	17	26	24	21	21
지식 서비스	9	10	9	9	7	8	8	8	10	9	8	8
<b>배당</b>												
DPS									500	500	500	500
배당성향									24.1	17.1	18.6	13.1
배당수익률									1.5	1.1	1.3	1.3

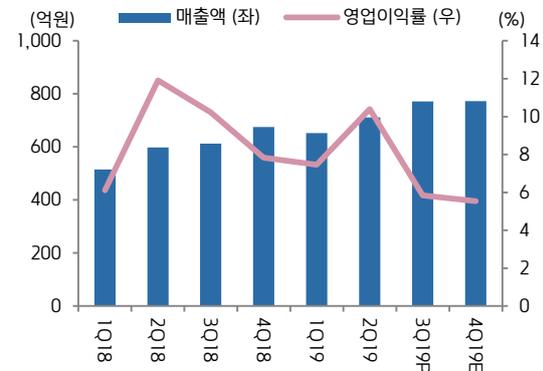
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



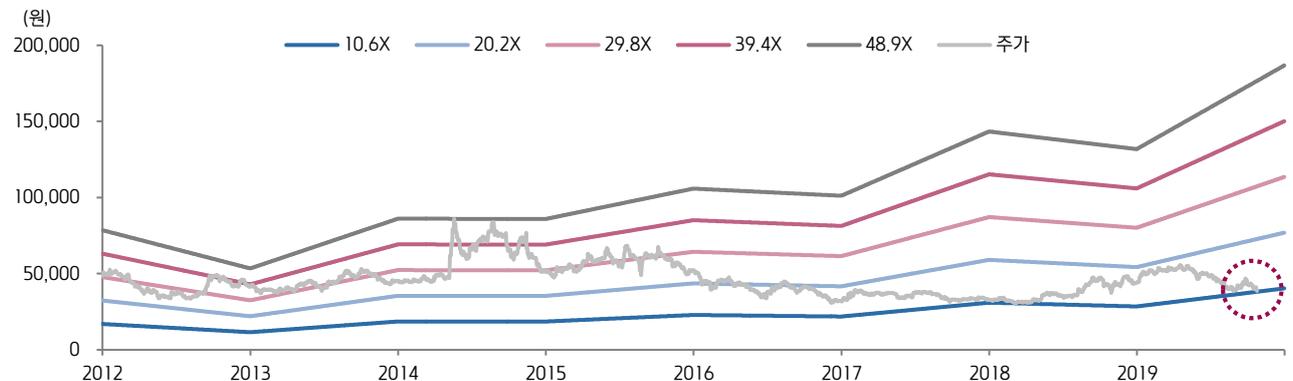
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

멀티캠퍼스 12M Fwd PER Band



자료: FnGuide, 키움증권 추정

멀티캠퍼스 비용의 성격별 분류 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2014	2015	2016	2017	2018
<b>비용의 성격별 분류</b>	<b>483</b>	<b>527</b>	<b>550</b>	<b>622</b>	<b>603</b>	<b>637</b>	<b>1,168</b>	<b>1,236</b>	<b>1,686</b>	<b>1,861</b>	<b>2,182</b>
서비스및프로젝트 원가	199	220	236	307	276	275	444	451	640	751	962
상품매입액 등	16	20	18	17	21	23	30	36	62	68	71
재고자산변동	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	0
인건비	160	169	174	174	181	200	359	402	555	621	678
지급수수료	55	56	62	56	59	56	110	138	150	194	230
지급임차료	29	37	36	36	19	18	34	48	140	130	137
판매촉진비	2	2	1	2	2	3	10	7	5	7	7
감가상각비	9	10	9	10	28	39	54	46	46	46	38
회의비	1	1	1	2	2	2	9	11	9	4	6
전산비	3	3	2	3	5	7	12	14	10	7	11
기타	10	9	9	14	11	15	74	82	69	33	42

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	135
4Q19	0	1,000	135
<b>2019</b>	<b>1,000</b>		<b>397</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

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

Compliance Notice

- 당사는 10월 24일 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 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%