2020년 4월 8일 I Equity Research

청담러닝 (096240)

코로나도 막지 못한 부모의 자식 교육

자체 온라인 플랫폼 보유로 코로나19를 이겨낸다

청담러닝은 국내 프리미엄 영어 교육의 선두 기업으로 자체 온라인 플랫폼으로 최근의 코로나 19사태를 기회로 모색하고 있다. 영어 사교육 시장은 원어민 선생님과의 밀접한 커뮤니케이션이 중요하여 오프라인 수강 비율이 90%에 달하는 시장이다. 빠르게 확대되는 코로나19로 경쟁사들은 온라인 커리큘럼을 확보하는데 난항을 겪고 있다. 하지만 청담러닝은 스마트클래스 기반의 온라인 플랫폼 및 AR 교육 컨텐츠를 활용하여 빠르게 온라인 학생수를 확대하고 있다. 경쟁사들의 컨텐츠 확보 및 안정화까지 최소 6개월 이상 소요된다는 점을 감안 시 청담러닝의 온라인 수강 매출은 전년 대비 20% 이상의 고성장이 가능할 전망이다.

3월부터 온라인 강의 전환 시작! 4월 100% 예상

청담러닝의 1분기 실적은 매출액 437억원(YoY, +1.9%), 영업이익 56억원(YoY, -16.5%)을 전망한다. 동종업체들의 경우 30% 이상의 감익이 예상되는 만큼 상대적으로 선방한 실적으로 판단된다. 이는 신규 컨텐츠 출시 및 마케팅 확대로 2월까지 전년대비 13%의 학생수 증가가 나타났으며 업종내 가장 빠르게 온라인 수강 전환을 시행한 효과로 판단된다. 3월 중순부터 온라인 강의로의 전환을 추진하여 4월1일 기준 약 80%의 오프라인 학생수가 온라인 수강으로 전환하였으며 4월 중순까지 100% 전환이 가능할 것으로 전망된다. 신규 온라인 학생수 확대로 전년대비 10% 증가한 연간 학생수5만명 달성도 가능할 전망이다. 또한 학원총연합회에서는 4월15일까지 정부의 사회적 거리 준수를 따르며 16일부터 탄력적 휴원을 진행한다고 한 점을 미루어 4월 중순부터는 오프라인 가맹점 매출 회복도 조심스럽게 예상하는 바이다.

2020년도에도 배당수익률 5~7%는 나옵니다

2020년 연결실적은 매출액 1,806억원(YoY, +3.2%)과 영업이익 244억원(YoY, +8.0%)을 전망한다. 청담러닝 별도 실적은 매출액 903억원(YoY, +3.4%)과 영업이익 144억원(YoY, +9.6%)을 예상한다. 청담러닝은 2020년 하반기부터 중국향 로열티 매출이 가세하면서 하반기로 갈수록 수익성은 더욱 개선될 전망이다. 2020년도 베트남과 중국 로열티 합산 수익은 400만 달러를 예상한다. 청담러닝은 2020년도에도 주당배당금 800원 ~ 1,000원을 예상한다. 현재 주가수준은 배당수익률 기준 5~7%로 고배당주로의 매력적인 구간으로 판단한다.

Update

Not Rated

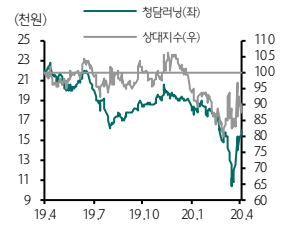
I CP(4월 7일): 15,950원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	606.90
52주 최고/최저(원)	22,750/10,450
시가총액(십억원)	122.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	7,674.7
60일 평균 거래량(천주)	77.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
21년 배당금(예상,원)	1,000
21년 배당수익률(예상,%)	6.27
외국인지분율(%)	5.39
주요주주 지분율(%)	
김영화 외 8 인	28.50
삼성액티브자산운용	5.57

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.3	(12.8)	(27.5)
상대	7.2	(9.9)	(10.2)

Consensus Data	2021	2022
매출액(십억원)	212.3	
영업이익(십억원)	32.9	
순이익(십억원)	30.8	
EPS(원)	2,007	
BPS(원)	13,300	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	147.4	152.7	175.0	180.6	215.6
영업이익	십억원	14.0	15.8	22.6	24.4	31.3
세전이익	십억원	8.0	11.6	14.6	23.5	31.0
순이익	십억원	3.8	7.2	8.0	13.7	17.9
EPS	원	550	966	1,037	1,786	2,332
증감률	%	흑전	75.6	7.3	72.2	30.6
PER	배	29.27	19.09	18.08	8.93	6.84
PBR	배	1.56	1.79	1.83	1.43	1.27
EV/EBITDA	배	6.41	7.49	4.48	4.11	3.39
ROE	%	6.57	11.47	12.06	19.80	22.87
BPS	원	10,331	10,307	10,250	11,154	12,604
DPS	원	800	800	1,000	1,000	1,000

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3214
suuji@hanafn.com

하나금융투자

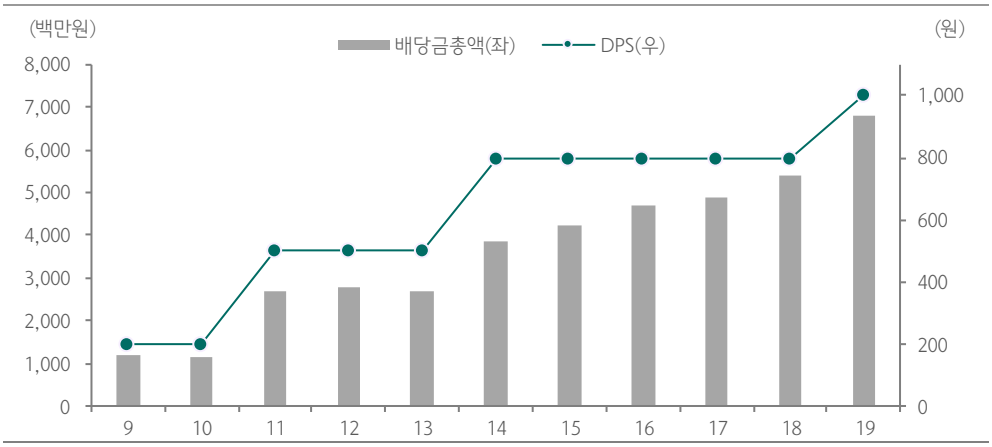
Analyst 김두현 02-3771-8542

2분기부터 중국 로열티 매출 발생 전망

6월부터 중국 로열티 수입 본격화 예상!

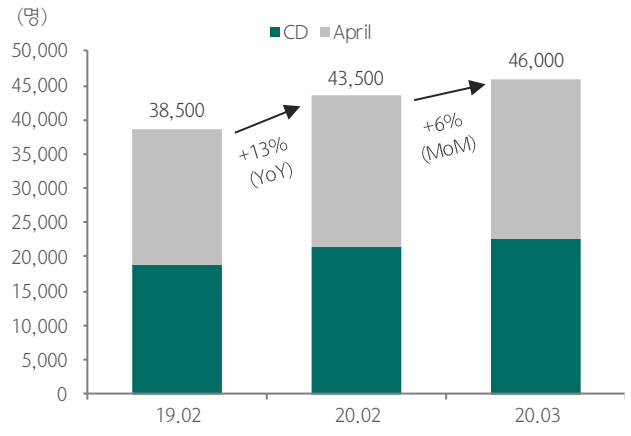
중국 파트너사인 앙리에듀케이션의 대주주 변경 이슈가 작년말에 마무리됨에 따라 올해 1월부터 JV에 투자를 진행하려 했지만, 코로나19이슈로 4월로 연기된 상태이다. 중국의 경우 코로나19가 진정세에 접어들고 있으며, 중국에서도 비대면 온라인교육 수요가 가속화 됨에 따라 청담러닝의 온라인 플랫폼 적용을 서두르는 상황이다. 4월 중 JV 투자가 마무리 될 것으로 판단하며, 6월부터 중국向 로열티 매출이 반영될 전망이다(학생당 로열티: 오프라인 → 5달러, 온라인 → 5달러↓). 중국 파트너사가 인수한 KAYDUN 영어학원 재학생 수 만명부터 순차적으로 로열티 매출이 인식될 전망이다. 현재 인식되고 있는 베트남 로열티 매출과 합산하여 2020년 연간 해외 로열티 매출 400만 달러를 예상한다 (2019년 해외 로열티 수입: USD 250만 달러).

그림 1. 배당금 추이



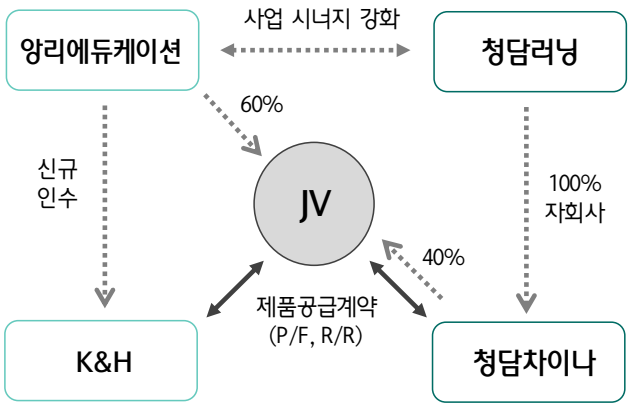
자료: 청담러닝, 하나금융투자

그림 2. 월평균 재원생



자료: 청담러닝, 하나금융투자

그림 3. 중국 JV 사업구조



자료: 청담러닝, 하나금융투자

Analyst 김두현 02-3771-8542

표 1. 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	**40.8**	**37.1**	**37.7**	**37.1**	**44.1**	**42.9**	**43.2**	**44.8**	**152.7**	**175.0**	**180.6**	**215.6**
YoY(%)	*0.3*	*(0.9)*	*7.2*	*8.8*	*8.0*	*15.7*	*14.5*	*20.8*	*3.6*	*14.6*	*3.2*	*19.4*
청담러닝	18.4	18.4	19.3	19.8	20.8	21.9	22.3	22.3	75.9	87.3	90.3	115.4
㈜씨엠에스에듀케이션	20.1	16.7	17.2	16.2	22.0	19.5	19.6	21.1	70.1	82.1	82.6	91.3
기타	2.3	1.9	1.2	1.2	1.2	1.5	1.3	1.5	6.6	5.5	7.7	8.9
영업이익	**7.2**	**4.5**	**4.0**	**(0.0)**	**6.7**	**6.9**	**5.4**	**3.7**	**15.8**	**22.6**	**24.4**	**31.3**
OPM(%)	*17.7*	*12.2*	*10.7*	*적전*	*15.2*	*16.0*	*12.5*	*8.2*	*10.3*	*12.9*	*13.5*	*14.5*
(지배)순이익	**2.7**	**2.9**	**2.2**	**(0.6)**	**3.4**	**2.9**	**3.2**	**(1.5)**	**7.2**	**8.0**	**11.1**	**15.9**
NPM(%)	*6.7*	*7.8*	*5.8*	*적전*	*7.8*	*6.7*	*7.4*	*(3.4)*	*4.7*	*4.5*	*6.1*	*7.4*

자료: 청담러닝, 하나금융투자

Analyst 김두현 02-3771-8542

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	**147.4**	**152.7**	**175.0**	**180.6**	**215.6**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	147.4	152.7	175.0	180.6	215.6
판관비	133.4	136.9	152.3	156.2	184.3
영업이익	**14.0**	**15.8**	**22.6**	**24.4**	**31.3**
금융손익	(0.6)	(0.3)	(1.1)	(0.9)	(0.2)
종속/관계기업손익	(0.6)	(1.3)	(2.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.9)	(2.6)	(4.8)	0.0	0.0
세전이익	**8.0**	**11.6**	**14.6**	**23.5**	**31.0**
법인세	1.1	1.5	3.4	3.9	5.4
계속사업이익	6.8	10.2	11.2	19.6	25.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.8**	**10.2**	**11.2**	**19.6**	**25.6**
비지배주주지분 순이익	3.0	2.9	3.2	5.9	7.7
지배주주순이익	**3.8**	**7.2**	**8.0**	**13.7**	**17.9**
지배주주지분포괄이익	4.8	5.4	5.5	13.0	17.0
NOPAT	12.0	13.8	17.3	20.3	25.8
EBITDA	24.1	24.8	42.4	36.3	38.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.3	3.6	14.6	3.2	19.4
NOPAT증가율	566.7	15.0	25.4	17.3	27.1
EBITDA증가율	69.7	2.9	71.0	(14.4)	6.1
영업이익증가율	723.5	12.9	43.0	8.0	28.3
(지배주주)순익증가율	흑전	89.5	11.1	71.3	30.7
EPS증가율	흑전	75.6	7.3	72.2	30.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	16.4	16.2	24.2	20.1	17.9
영업이익률	9.5	10.3	12.9	13.5	14.5
계속사업이익률	4.6	6.7	6.4	10.9	11.9

투자지표

	2017	2018	2019	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	550	966	1,037	1,786	2,332
BPS	10,331	10,307	10,250	11,154	12,604
CFPS	4,051	3,971	6,046	4,736	5,017
EBITDAPS	3,461	3,319	5,526	4,736	5,017
SPS	21,141	20,424	22,799	23,532	28,092
DPS	800	800	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	29.3	19.1	18.1	8.9	6.8
PBR	1.6	1.8	1.8	1.4	1.3
PCFR	4.0	4.6	3.1	3.4	3.2
EV/EBITDA	6.4	7.5	4.5	4.1	3.4
PSR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	6.6	11.5	12.1	19.8	22.9
ROA	2.6	4.6	4.4	6.9	8.2
ROIC	16.1	18.8	20.4	22.6	32.5
부채비율	74.0	86.3	121.0	104.9	97.0
순부채비율	21.0	23.8	27.8	0.0	(22.0)
이자보상배율(배)	10.5	14.6	12.4	11.8	15.2

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	**43.2**	**45.9**	**58.2**	**80.8**	**112.8**
금융자산	18.7	24.2	37.6	59.5	87.4
현금성자산	12.8	19.2	29.4	51.1	77.5
매출채권 등	20.3	18.7	17.1	17.6	21.1
재고자산	2.3	2.2	2.0	2.1	2.5
기타유동자산	1.9	0.8	1.5	1.6	1.8
비유동자산	**102.4**	**120.4**	**135.2**	**123.7**	**119.8**
투자자산	14.5	28.7	19.3	19.8	23.1
금융자산	5.5	17.6	12.7	13.1	15.6
유형자산	27.5	53.9	63.0	52.3	45.8
무형자산	**23.7**	**19.5**	**15.4**	**14.2**	**13.5**
기타비유동자산	**36.7**	**18.3**	**37.5**	**37.4**	**37.4**
자산총계	**145.6**	**166.3**	**193.4**	**204.5**	**232.6**
유동부채	**49.9**	**66.0**	**80.6**	**79.0**	**86.2**
금융부채	29.6	42.4	50.1	47.7	49.5
매입채무 등	9.0	9.5	11.0	11.4	13.6
기타유동부채	11.3	14.1	19.5	19.9	23.1
비유동부채	**12.0**	**11.1**	**25.2**	**25.7**	**28.3**
금융부채	**6.7**	**3.0**	**11.8**	**11.8**	**11.8**
기타비유동부채	5.3	8.1	13.4	13.9	16.5
부채총계	**61.9**	**77.1**	**105.9**	**104.7**	**114.5**
지배주주지분	**59.9**	**66.2**	**65.7**	**72.7**	**83.9**
자본금	**3.5**	**3.8**	**3.8**	**3.8**	**3.8**
자본잉여금	51.4	58.3	58.3	58.3	58.3
자본조정	(7.1)	(7.0)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
기타포괄이익누계액	1.6	0.5	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	10.4	10.6	11.0	18.0	29.1
비지배주주지분	**23.8**	**23.0**	**21.8**	**27.1**	**34.2**
자본총계	**83.7**	**89.2**	**87.5**	**99.8**	**118.1**
순금융부채	17.6	21.2	24.3	0.0	(26.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**21.4**	**27.0**	**47.1**	**32.2**	**36.6**
당기순이익	6.8	10.2	11.2	19.6	25.6
조정	19.2	19.0	34.0	12.0	7.2
감가상각비	10.1	9.0	19.8	12.0	7.2
외환거래손익	0.2	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.6	1.3	2.2	0.0	0.0
기타	8.3	8.7	12.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(4.6)	(2.2)	1.9	0.6	3.8
투자활동 현금흐름	**(12.0)**	**(27.7)**	**(11.5)**	**(1.3)**	**(5.3)**
투자자산감소(증가)	6.7	(14.2)	9.5	(1.1)	(3.9)
유형자산감소(증가)	(12.6)	(27.3)	(10.2)	0.0	0.0
기타	(6.1)	13.8	(10.8)	(0.2)	(1.4)
재무활동 현금흐름	**(10.6)**	**7.1**	**(25.3)**	**(9.2)**	**(4.9)**
금융부채증가(감소)	(8.5)	9.1	16.5	(2.4)	1.9
자본증가(감소)	1.6	7.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.1	(4.1)	(35.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(4.8)	(5.1)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
현금의 증감	**(1.7)**	**6.4**	**10.2**	**21.6**	**26.4**
Unlevered CFO	28.2	29.7	46.4	36.3	38.5
Free Cash Flow	8.6	(0.6)	36.6	32.2	36.6

자료: 하나금융투자

Analyst 김두현 02-3771-8542

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

청담러닝

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.15	Not Rated	0		-
18.7.27	BUY	33,000	-37.72%	-15.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.6%	9.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 04월 07일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 04월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2020년 04월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.