

청담러닝

(096240)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	32,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/3)	17,400원
예상 주가상승률	83.9%
시가총액	1,335억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	7,675천주
52주 최저가/최고가	15,250 - 28,050원
3개월 일평균거래대금	21억원
외국인 지분율	8.1%
주요주주지분율(%)	
김영화 (외 5인)	25.4
청담러닝 자사주	11.2
상장자산운용	5.6

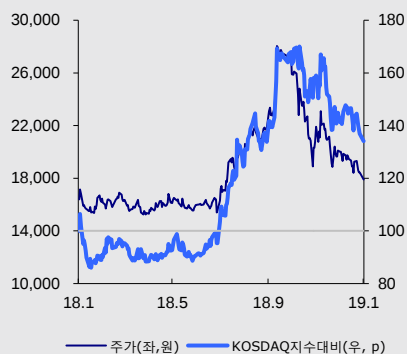
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	20.4	13.8	8.5
PBR(배)	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	4.5	5.7	3.6
배당수익률(%)	5.0	5.7	6.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(13.0)	1.2	6.1	(5.7)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(5.6)	18.6	26.2	(2.9)

Price Trend



ktb 투자증권

Company visit note

04 Jan. 2019

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

중국 JV 설립 완료, 빠른 로열티 수입 증가 전망

► Issue

2019년 중국 사업 전망

► Pitch

중국 내 JV 설립 완료로 중국 사업은 빠르게 확장될 것으로 전망

► Rationale

— 청담러닝은 지난 12월 19일 중국 신남양의 자회사 Only Education과 JV를 설립 완료. 동사는 이를 통해 중국 사업 진행 속도를 높일 것으로 전망. 현재 JV는 4개 학원을 설립하여 운영 중. JV는 매년 최소 10개 이상의 직영점을 개원하며 JV 수익 및 로열티 매출이 발생할 것으로 기대. 3~12세를 타깃으로 인당 약 6\$/월 수준의 로열티가 발생할 예정

— 해당 프로그램은 JV 외에도 기존 신남양의 2,400개 학원에 적용. 이미 2018년 3분기부터 신규 로열티 매출이 발생 중이며 현재 8개 학원에 진입. JV가 완료된 만큼 2019년 동사 유아영어교육 프로그램의 빠른 침투를 기대

— Only Education은 동사 프로그램을 활용할 목적으로 지난 12월 상해 소재 유아 영어학원 Kaidun을 인수. 이에 따라 청담러닝은 약 7,000명의 학생에 대한 로열티 수익을 한번에 확보하게 될 것. 또한 Only Education은 현재 약 20,000명의 학생을 보유하고 있는 상해 소재 유아영어학원 신규 인수를 논의 중인 것으로 파악됨

— 신남양의 기존 2,400개 학원의 3~12세 비중은 약 30% 정도로 파악되며, 잠재 수강생 수는 72만명 정도로 추정. 즉, 기존 학원생수만 감안하더라도 600억원 규모의 신규 시장이 열리는 것

— 또한 신남양이 공시한 청담러닝 자사주 10% 인수건은 빠르게 진행 중에 있어 1분기내 마무리 될 것으로 전망

— 2019년 실적은 매출액 1,718억원(YoY +10.8%), 영업이익 307억원(YoY +45.8%) 전망. 동사는 중국 시장 확대에 따른 실적 성장 뿐 아니라 약 6.3%에 달하는 배당수익률도 매력적

► Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	130	136	141	151	155	172	189
영업이익	11	7	5	19	21	31	43
EBITDA	22	20	18	29	27	43	56
순이익	9	1	(17)	11	14	22	32
자산총계	121	125	149	148	164	173	188
자본총계	59	56	79	91	102	110	124
순차입금	9	6	17	17	18	21	19
매출액증가율	4.2	3.9	4.1	7.1	2.7	10.8	9.8
영업이익률	8.7	5.1	3.8	12.5	13.6	17.9	22.6
순이익률	6.5	0.8	(12.1)	7.2	9.1	13.1	17.1
EPS증가율	(51.8)	적전	적지	흑전	59.8	62.5	43.4
ROE	14.0	1.9	(31.7)	17.9	20.6	28.6	36.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 청담러닝 분기실적 추정 테이블

(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	40.8	37.1	37.7	39.5	45.5	40.2	42.1	43.9	50.5	44.1	45.9	48.0
청담러닝(별도)	18.4	18.4	19.3	18.1	21.2	20.0	21.6	20.7	24.4	22.4	23.8	23.0
CMS에듀	20.1	16.7	17.2	19.2	21.9	18.3	18.7	20.9	23.6	19.7	20.2	22.6
기타	2.3	1.9	1.7	2.2	2.4	2.0	1.8	2.3	2.5	2.0	1.9	2.4
영업이익	7.2	4.5	4.0	5.3	9.6	6.4	6.8	8.0	12.7	9.3	9.5	11.0
OPM(%)	17.7	12.2	10.7	13.3	21.0	15.8	16.1	18.1	25.2	21.1	20.7	22.8

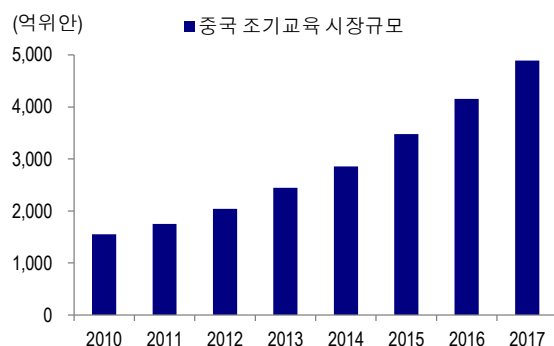
Source: 청담러닝, KTB투자증권

Fig. 02: 청담러닝 중국 로열티 추정

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
중국 로열티 매출(억원)①+②	6.9	9.9	16.8	20.7	23.8	28.4	33.1	38.1
1인당 로열티/분기(원)	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
① JV 로열티(억원)	1.3	1.8	3.1	2.9	3.6	4.2	4.9	5.9
양리 JV학원수	15	22	37	35	43	50	58	70
수강생수(명)	6,000	8,800	14,800	14,000	17,200	20,000	23,200	28,000
② 가맹점 로열티(억원)	5.6	8.1	13.7	17.7	20.2	24.2	28.2	32.3
기존 가맹점 수	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
프로그램 적용 기존 가맹점수	168	240	408	528	600	720	840	960
침투율 가정(%)	7.0	10.0	17.0	22.0	25.0	30.0	35.0	40.0
수강생수(명)	26,880	38,400	65,280	84,480	96,000	115,200	134,400	153,600

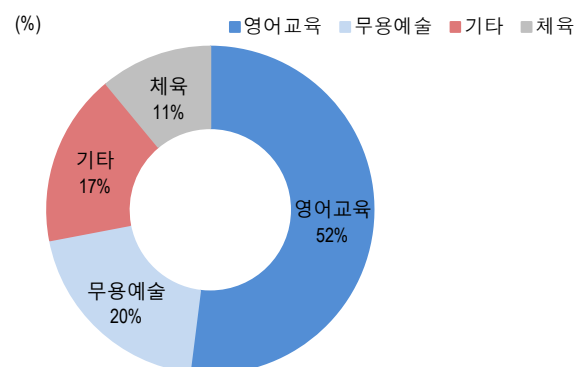
Source: 청담러닝, KTB투자증권

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	2018E	2019E	2020E
유동자산	54.1	44.0	53.4	52.9	58.4
현금성자산	28.0	18.7	26.0	22.7	25.5
매출채권	21.8	21.2	22.4	25.0	27.3
재고자산	2.1	2.3	3.1	3.4	3.8
비유동자산	95.0	103.9	110.8	120.0	129.3
투자자산	26.4	51.2	50.7	52.7	54.9
유형자산	36.9	27.5	34.9	41.6	48.5
무형자산	31.8	25.2	25.3	25.6	26.0
자산총계	149.2	147.9	164.2	172.9	187.7
유동부채	57.3	48.2	54.1	54.8	55.4
매입채무	8.9	9.1	4.9	5.4	5.9
유동성이자부채	36.2	29.6	39.7	39.7	39.7
비유동부채	12.7	9.0	7.6	7.8	7.9
비유동이자부채	8.6	5.8	4.4	4.4	4.4
부채총계	69.9	57.2	61.8	62.5	63.3
자본금	3.4	3.5	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	49.9	51.4	58.1	58.1	58.1
이익잉여금	12.7	13.3	18.3	26.3	40.4
자본조정	(7.9)	(5.6)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
자기주식	(12.9)	(12.9)	(12.9)	(12.9)	(12.9)
자본총계	79.3	90.7	102.4	110.4	124.5
투자자본	92.4	98.0	111.5	122.5	133.3
순차입금	16.7	16.7	18.1	21.4	18.6
ROA	(12.5)	7.3	9.0	13.3	17.9
ROE	(31.7)	17.9	20.6	28.6	36.0
ROIC	5.2	16.2	16.4	21.5	27.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	15.4	22.4	29.1	25.7	34.1
당기순이익	(15.0)	13.2	14.1	22.4	32.2
자산상각비	12.5	10.2	5.5	12.1	13.5
운전자본증감	(6.8)	(6.8)	4.9	(2.2)	(2.1)
매출채권감소(증가)	(4.3)	0.0	(1.7)	(2.5)	(2.3)
재고자산감소(증가)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
매입채무증가(감소)	1.7	0.3	4.7	0.5	0.5
투자현금	(53.0)	(12.7)	(18.4)	(21.6)	(23.1)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(10.5)	7.4	(0.4)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(32.6)	(12.9)	(14.0)	(14.7)	(16.1)
유무형자산감소	(3.8)	(0.7)	(3.6)	(4.6)	(4.6)
재무현금	33.3	(10.8)	(2.8)	(7.7)	(8.4)
차입금증가	10.9	(3.7)	(2.7)	0.0	0.0
자본증가	3.1	(3.3)	(4.5)	(7.7)	(8.4)
배당금지급	4.3	4.8	4.9	7.7	8.4
현금 증감	(3.8)	(1.7)	7.9	(3.5)	2.6
총현금흐름(Gross CF)	24.9	32.6	25.7	27.9	36.2
(-) 운전자본증가(감소)	16.4	1.7	6.2	2.2	2.1
(-) 설비투자	32.6	12.9	14.0	14.7	16.1
(+) 자산매각	(3.8)	(0.7)	(3.6)	(4.6)	(4.6)
Free Cash Flow	(34.9)	13.0	12.2	4.1	11.0
(-) 기타투자	10.5	(7.4)	0.4	0.4	0.4
잉여현금	(45.4)	20.4	11.8	3.8	10.6

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	141.1	151.0	155.1	171.8	188.6
증가율 (Y-Y,%)	4.1	7.1	2.7	10.8	9.8
영업이익	5.3	18.8	21.1	30.7	42.5
증가율 (Y-Y,%)	(22.6)	253.9	11.7	45.8	38.6
EBITDA	17.8	29.0	26.6	42.8	56.1
영업외손익	(20.3)	(5.6)	(3.8)	(3.3)	(3.2)
순이자수익	(0.2)	(0.4)	0.2	0.4	0.5
외화관련손익	0.3	(0.2)	0.1	0.0	0.0
지분법손익	(0.8)	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0
세전계속사업손익	(15.0)	13.2	17.2	27.4	39.3
당기순이익	(17.1)	10.8	14.1	22.4	32.2
지배기업당기순이익	(20.1)	5.5	9.3	15.7	22.5
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	30.2	59.3	43.4
NOPLAT	3.9	15.4	17.2	25.1	34.8
(+) Dep	12.5	10.2	5.5	12.1	13.5
(-) 운전자본투자	16.4	1.7	6.2	2.2	2.1
(-) Capex	32.6	12.9	14.0	14.7	16.1
OpFCF	(32.6)	11.0	2.6	20.4	30.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.0	5.0	4.6	6.8	7.7
영업이익증가율(3Yr)	(30.5)	18.5	45.1	79.3	31.2
EBITDA증가율(3Yr)	(6.6)	9.8	9.7	33.9	24.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	8.4	140.1	n/a	43.8
영업이익률(%)	3.8	12.5	13.6	17.9	22.6
EBITDA마진(%)	12.6	19.2	17.1	24.9	29.7
순이익률(%)	(12.1)	7.2	9.1	13.1	17.1

주요투자지표

(단위:원,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	(3,071)	788	1,259	2,046	2,934
BPS	3,825	5,316	6,423	7,419	9,211
DPS	800	800	1,000	1,100	1,100
Multiples(x, %)					
PER	n/a	20.4	13.8	8.5	5.9
PBR	4.7	3.0	2.7	2.3	1.9
EV/ EBITDA	7.9	4.5	5.7	3.6	2.7
배당수익률	4.4	5.0	5.7	6.3	6.3
PCR	4.8	3.4	5.0	4.8	3.7
PSR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	88.2	63.0	60.3	56.6	50.8
Net debt/Equity	21.1	18.4	17.7	19.4	15.0
Net debt/EBITDA	94.0	57.5	68.2	50.1	33.2
유동비율	94.6	91.4	98.6	96.6	105.5
이자보상배율	26.4	48.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.9	0.2	0.3	0.3
자산구조					
투자자본(%)	62.9	58.4	59.2	61.9	62.4
현금+투자자산(%)	37.1	41.6	40.8	38.1	37.6
자본구조					
차입금(%)	36.1	28.1	30.1	28.6	26.2
자기자본(%)	63.9	71.9	69.9	71.4	73.8

▶ 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 주권사로 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 : 92% HOLD : 8% SELL : 0%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

당사의 투자등급 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

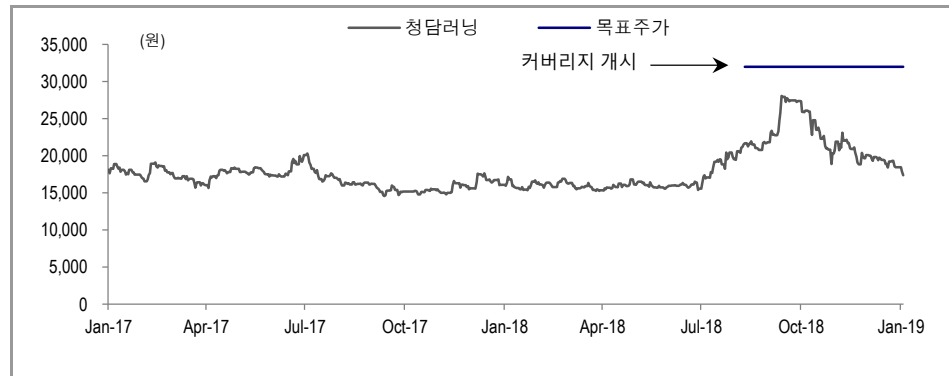
• Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

• 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 투자 의견 및 목표주가 변경내용



일자	2018.08.16
투자 의견	BUY
목표주가	32,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.08.16	32,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 3일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

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.

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.