

멀티캠퍼스 (067280)

이제 시작일 뿐

Not Rated

주가 (4월 25일)

52,400 원

김규리 ☎ (02) 3772-1549
✉ kimkyuri@shinhan.com

윤창민 ☎ (02) 3772-1579
✉ changmin.yoon86@shinhan.com

KOSPI	2,190.50p
KOSDAQ	750.43p
시가총액	310.6 십억원
액면가	500 원
발행주식수	5.9 백만주
유동주식수	2.2 백만주(37.0%)
52 주 최고가/최저가	55,700 원/32,200 원
일평균 거래량 (60 일)	6,984 주
일평균 거래액 (60 일)	365 백만원
외국인 지분율	5.95%
주요주주	삼성에스디에스 외 4 인 62.42%
절대수익률	3 개월 5.1%
	6 개월 25.2%
	12 개월 62.0%
KOSDAQ 대비	3 개월 -0.4%
상대수익률	6 개월 14.6%
	12 개월 87.8%

* TEPS(Test of English Proficiency developed by Seoul National University)와 OPIC(Oral Proficiency Interview-Computer)은 모두 외국어 평가 시험의 이름

- ◆ 1Q19 영업이익 49억원(+54% YoY)으로 컨센서스 부합
- ◆ 19년 매출액 3,056억원(+27% YoY) 전망
- ◆ 19F PER 14배; 투자 포인트는 1)안정적인 기존 실적, 2)SSAFY 모멘텀

1Q19 영업이익 49억원(+54% YoY)으로 컨센서스 부합

1분기 매출액은 652억원(+27% YoY)을 기록했다. 컨센서스 691억원을 하회했으나 SSAFY(삼성 청년 소프트웨어 아카데미) 교육생이 하반기에 더 늘어나는 구조(기존 분기별 고른 매출 추정 → 하반기로 갈수록 더 많은 매출 반영)때문이다. 연간 매출의 변화는 없다. 사업부 별 매출액은 기업교육 서비스 415억원(+42% YoY), 외국어 서비스 189억원(+9% YoY)로 전 사업부 견조했다. 영업이익률은 7.5%로 1.3%p YoY 개선됐다.

19년 매출액 3,056억원(+27% YoY) 전망

19년 매출액과 영업이익은 각각 3,056억원(+27% YoY), 288억원(+32% YoY)이 예상된다. SSAFY 관련 매출액은 19년 360억원, 20년 540억원 반영이 기대된다. 교육생의 숫자와 매출이 점진적으로 증가하는 구조이다. 19년 영업이익률은 9.4%(+0.3%p YoY)가 예상된다.

SSAFY를 제외한 기존 사업부 실적도 견조(매출액 +16% YoY)하다. 1)기업 교육 서비스는 4차 산업 혁명 집합 교육 증가 등이 반영되며 1,824억원(+19% YoY)의 매출이 예상된다. 2)외국어 서비스는 TEPS 사업 중단에도 불구하고 OPIC 매출 호조로 +9% YoY 성장이 기대된다. 3)지식 서비스(SeriCEO) 매출액은 가격 인상(+10%) 효과로 240억원(+8% YoY)이 전망된다.

19F PER 14배; 투자 포인트는 1)안정적인 기존 실적, 2)SSAFY 모멘텀

현 주가는 19F PER 14.1배 수준이다. 주가는 SSAFY의 총 사업 규모(5년간 4,996억원)가 확정된 10월 31일 이후 37% 상승했다. 기존 사업부의 호실적에 성장 모멘텀이 더해졌기 때문이다. 관련 실적은 19년보다 20년에, 20년보다 21년에 더 크게 반영될 전망이다. 중장기적인 주가 상승이 전망된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2017	201.2	15.1	15.8	12.2	2,066	(4.4)	14,196	15.9	7.6	2.3	15.3	(53.7)
2018	240.0	21.8	22.2	17.4	2,928	41.7	16,056	15.1	8.6	2.7	19.4	(44.9)
2019F	305.6	28.8	29.3	22.4	3,775	28.9	19,235	14.1	7.2	2.8	21.4	(55.4)
2020F	362.9	34.2	35.1	26.8	4,523	19.8	23,063	11.8	5.7	2.3	21.4	(63.3)
2021F	432.9	40.8	42.2	32.3	5,442	20.3	27,809	9.8	4.3	1.9	21.4	(69.5)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

멀티캠퍼스의 1분기 영업 실적

(십억원, %)	1Q19P	1Q18	YoY	4Q18	QoQ	기존 추정
매출액	65.2	51.5	26.6	67.5	(3.4)	69.1
영업이익	4.9	3.1	54.4	5.3	(8.1)	4.3
순이익	3.7	2.7	36.4	4.1	(8.2)	3.7
영업이익률	7.5	6.1		7.8		6.2
순이익률	5.7	5.3		6.0		5.4

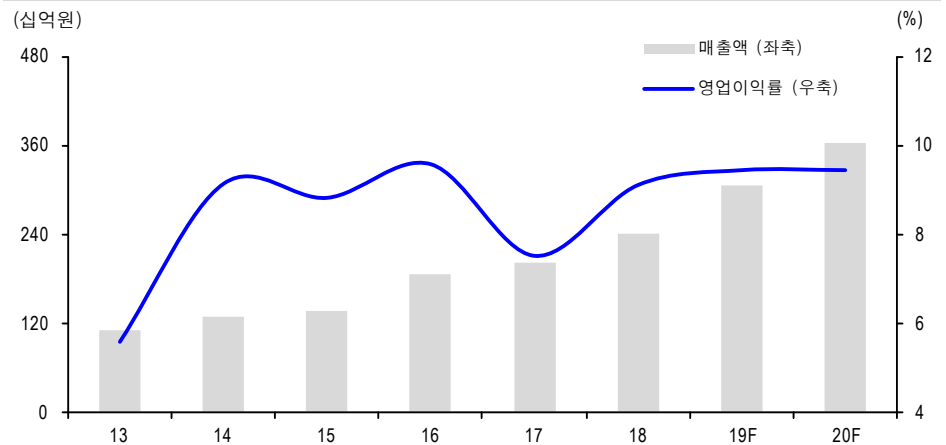
자료: 회사 자료, 신한금융투자

멀티캠퍼스의 연간 영업실적 전망 변경

	변경 전		변경 후		변경률	
(십억원, %)	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	308.8	361	305.6	362.9	(1.0)	0.5
영업이익	28.5	33.8	28.8	34.2	1.1	1.2
순이익	22.9	27.2	22.6	27.1	(1.2)	(0.3)
영업이익률	9.2	9.4	9.4	9.4		
순이익률	7.4	7.5	7.4	7.5		

자료: 신한금융투자 추정

멀티캠퍼스 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

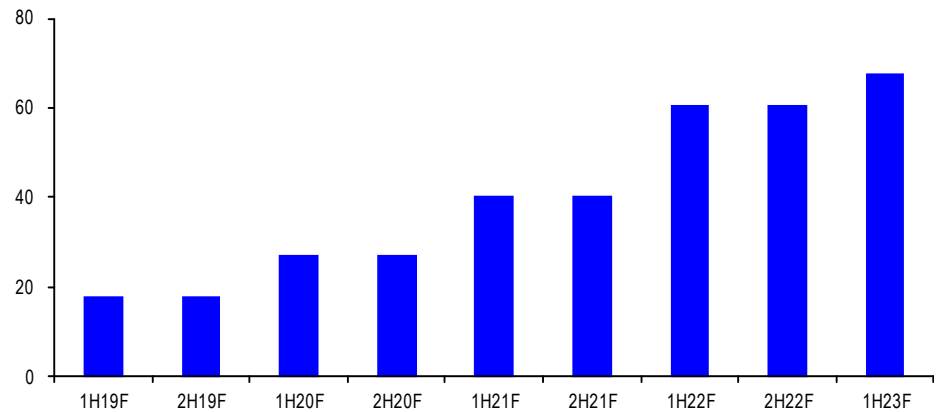
멀티캠퍼스 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	51.5	59.8	61.3	67.5	65.2	77.1	82.1	81.2	201.2	240.0	305.6	362.9
기업교육 서비스	29.3	41.0	40.1	49.2	41.5	56.7	59.0	61.2	127.7	159.7	218.4	268.3
- 기존 사업부	29.3	41.0	40.1	42.2	36.0	49.5	47.6	49.3		152.7	182.4	214.3
- SSFY				7.0	5.5	7.2	11.4	11.9		7.0	36.0	54.0
외국어 서비스	17.3	12.8	15.6	12.4	18.9	13.9	17.0	13.5	52.6	58.0	63.2	68.7
지식 서비스	4.9	6.0	5.6	5.9	4.8	6.6	6.1	6.5	21.0	22.3	24.0	25.9
영업이익	3.1	7.1	6.3	5.3	4.9	9.2	8.4	6.4	15.1	21.8	28.8	34.2
당기순이익	2.7	5.7	5.1	4.1	3.7	7.4	6.9	5.0	12.4	17.6	22.6	27.1
매출액 증감률	18.4	11.4	15.8	31.9	26.6	29.0	34.0	20.3	7.9	19.3	27.3	18.8
영업이익 증감률	29.8	29.2	66.0	55.9	54.4	29.2	34.2	20.1	(15.3)	44.5	32.0	18.8
순이익 증감률	41.6	34.4	66.2	26.1	36.4	29.2	35.6	22.3	(3.6)	41.2	28.9	19.8
영업이익률	6.1	11.9	10.2	7.8	7.5	11.9	10.2	7.8	7.5	9.1	9.4	9.4
순이익률	5.3	9.5	8.3	6.0	5.7	9.5	8.4	6.1	6.2	7.3	7.4	7.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

멀티캠퍼스 기간 별 SSAFY 매출 추정

(십억원)



자료: 신한금융투자 추정

멀티캠퍼스 기간 별 SSAFY 교육 대상자 및 매출 추정

차시	기간	시작일	대상자 (명)	교육 매출 (십억원)
1	1H19F	2018-12-01	500	18.0
2	2H19F	2019-07-01	500	18.0
3	1H20F	2019-12-01	750	27.0
4	2H20F	2020-07-01	750	27.0
5	1H21F	2020-12-01	1,125	40.5
6	2H21F	2021-07-01	1,125	40.5
7	1H22F	2021-12-01	1,688	60.8
8	2H22F	2022-07-01	1,688	60.8
9	1H23F	2022-12-01	1,875	67.5
Total			10,000	360.0

자료: 신한금융투자 추정

주1: 교육 기간은 1년, 인당 교육비 약 4,000만원

주2: 중간 이탈 교육생 등 변수를 감안해 보수적으로 교육매출은 90%만 반영

멀티캠퍼스 주가, 외국인지분을 추이



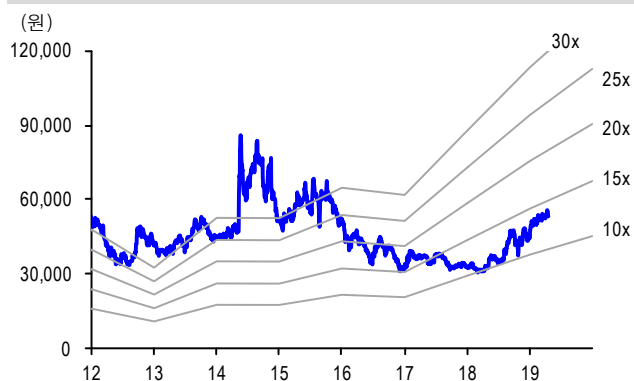
자료: Quantwise, 신한금융투자

국내 동종업체 Valuation 비교

(단위: 십억원, 배, %)		멀티캠퍼스 067280 KS Equity	대교 019680 KS Equity	메가스터디교육 215200 KS Equity	웅진씽크빅 095720 KS Equity	디지털대성 068930 KS Equity	씨엠에스에듀케이션 225330 KS Equity
매출액	2018	240.0	763.1	356.9	642.9	106.9	70.1
	2019F	305.6	786.0	407.8	683.9	152.5	78.1
	2020F	362.9	804.4	441.1	712.0	168.5	84.4
영업이익	2018	21.8	25.6	48.3	34.0	12.6	7.1
	2019F	28.8	37.2	61.7	39.9	25.1	13.5
	2020F	34.2	38.4	70.5	42.2	30.7	15.3
순이익	2018	17.4	18.9	39.6	27.9	6.0	5.5
	2019F	22.4	26.6	46.5	30.2	15.0	11.4
	2020F	26.8	27.6	57.8	31.8	18.6	12.3
매출액 증감률	2018	19.3	(6.0)	41.5	3.0	19.0	9.6
	2019F	27.3	3.0	14.3	6.4	42.6	11.4
	2020F	18.8	2.3	8.2	4.1	10.5	8.0
영업이익 증감률	2018	44.5	(43.7)	235.6	(0.6)	24.2	(1.7)
	2019F	32.0	45.2	27.8	17.3	99.1	90.3
	2020F	18.8	3.3	14.3	5.8	22.3	13.1
순이익 증감률	2018	41.9	(47.4)	258.2	(1.2)	(17.0)	(3.3)
	2019F	28.4	41.2	17.3	8.4	150.2	106.2
	2020F	19.9	3.7	24.3	5.3	24.0	7.6
영업이익률	2018	9.1	3.4	13.5	5.3	11.8	10.1
	2019F	9.4	4.7	15.1	5.8	16.5	17.3
	2020F	9.4	4.8	16.0	5.9	18.2	18.1
순이익률	2018	7.3	2.5	11.1	4.3	5.6	7.9
	2019F	7.3	3.4	11.4	4.4	9.8	14.6
	2020F	7.4	3.4	13.1	4.5	11.0	14.6
PER	2018	15.1	30.1	12.0	4.3	33.0	26.3
	2019F	14.1	22.9	9.6	7.2	15.0	12.2
	2020F	11.8	22.0	8.6	7.0	12.2	11.4
PBR	2018	2.7	0.7	2.3	0.3	2.8	3.3
	2019F	2.8	1.0	2.0	0.6	2.7	2.3
	2020F	2.3	1.0	1.7	0.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	2018	8.6	-	7.1	7.4	-	10.2
	2019F	7.2	5.0	5.2	7.5	7.1	9.3
	2020F	5.7	4.9	4.6	7.6	6.0	8.9
ROE	2018	19.4	2.4	20.2	9.0	8.7	13.1
	2019F	21.4	4.1	20.3	9.1	20.4	19.9
	2020F	21.4	4.2	21.1	8.9	21.4	19.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정 / 주: 정렬은 매출 규모 순 (멀티캠퍼스 제외)

멀티캠퍼스 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

멀티캠퍼스 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	116.9	143.7	175.4	209.5	251.5
유동자산	70.6	91.5	125.3	160.4	202.9
현금및현금성자산	21.9	14.5	27.4	44.1	64.1
매출채권	22.1	44.0	56.0	66.5	79.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	46.4	52.2	50.1	49.1	48.7
유형자산	4.6	3.8	3.1	2.8	2.8
무형자산	22.6	31.5	30.3	29.6	29.1
투자자산	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
기타금융유형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	30.9	46.3	59.0	70.0	83.5
유동부채	26.6	37.9	48.3	57.3	68.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	5.4	9.5	12.1	14.4	17.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.3	8.4	10.7	12.7	15.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	86.1	97.4	116.5	139.5	168.0
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0
기타자본	(62.3)	(62.3)	(62.3)	(62.3)	(62.3)
기타포괄이익누계액	(4.0)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
이익잉여금	105.5	119.9	138.7	161.4	189.6
지배주주지분	84.2	95.2	114.0	136.7	164.9
비지배주주지분	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1
*총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*순차입금(순현금)	(46.2)	(43.7)	(64.6)	(88.2)	(116.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	25.9	11.6	26.9	30.6	36.0
당기순이익	12.4	17.6	22.6	27.1	32.6
유형자산상각비	2.0	2.2	2.8	2.6	2.5
무형자산상각비	2.6	1.6	3.5	3.3	3.2
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	4.3	(17.4)	(1.0)	(0.9)	(0.4)
(법인세납부)	(1.6)	(0.7)	(6.7)	(8.0)	(9.6)
기타	6.2	8.3	5.7	6.5	7.7
투자활동으로인한현금흐름	(19.7)	(16.1)	(11.1)	(10.4)	(11.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.3)	(1.2)	(2.0)	(2.3)	(2.5)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.1)	(10.1)	(2.3)	(2.6)	(2.8)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
기타	(15.3)	(4.8)	(7.0)	(5.5)	(6.5)
FCF	19.7	7.9	23.7	27.6	31.8
재무활동으로인한현금흐름	(1.5)	(2.9)	(2.9)	(3.5)	(4.1)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.5)	(2.9)	(2.9)	(3.5)	(4.1)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	4.5	(7.4)	12.8	16.7	20.0
기초현금	17.4	21.9	14.5	27.4	44.1
기말현금	21.9	14.5	27.4	44.1	64.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	201.2	240.0	305.6	362.9	432.9
증가율 (%)	7.9	19.3	27.3	18.8	19.3
매출원가	142.1	170.6	214.1	250.6	299.0
매출총이익	59.2	69.5	91.5	112.3	133.9
매출총이익률 (%)	29.4	28.9	29.9	30.9	30.9
판매관리비	44.1	47.6	62.7	78.1	93.1
영업이익	15.1	21.8	28.8	34.2	40.8
증가율 (%)	(15.3)	44.5	32.0	18.8	19.3
영업이익률 (%)	7.5	9.1	9.4	9.4	9.4
영업외손익	0.7	0.3	0.5	0.9	1.4
금융손익	0.6	0.8	1.0	1.4	1.9
기타영업외손익	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.8	22.2	29.3	35.1	42.2
법인세비용	3.3	4.6	6.7	8.0	9.6
계속사업이익	12.4	17.6	22.6	27.1	32.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.4	17.6	22.6	27.1	32.6
증가율 (%)	(3.6)	41.2	28.9	19.8	20.3
순이익률 (%)	6.2	7.3	7.4	7.5	7.5
(지배주주)당기순이익	12.2	17.4	22.4	26.8	32.3
(비지배주주)당기순이익	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
총포괄이익	9.5	14.3	22.6	27.1	32.6
(지배주주)총포괄이익	9.5	14.0	22.2	26.6	32.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	0.3	0.5	0.5	0.7
EBITDA	19.7	25.6	35.1	40.1	46.6
증가율 (%)	(12.1)	29.8	36.9	14.4	16.2
EBITDA 이익률 (%)	9.8	10.7	11.5	11.0	10.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	2,098	2,962	3,819	4,575	5,504
EPS (지배순이익, 원)	2,066	2,928	3,775	4,523	5,442
BPS (자본총계, 원)	14,521	16,430	19,652	23,531	28,340
BPS (지배지분, 원)	14,196	16,056	19,235	23,063	27,809
DPS (원)	500	500	600	700	700
PER (당기순이익, 배)	15.7	14.9	13.9	11.6	9.7
PER (지배순이익, 배)	15.9	15.1	14.1	11.8	9.8
PBR (자본총계, 배)	2.3	2.7	2.7	2.3	1.9
PBR (지배지분, 배)	2.3	2.7	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA (배)	7.6	8.6	7.2	5.7	4.3
배당성향 (%)	24.0	17.0	15.8	15.4	12.8
배당수익률 (%)	1.5	1.1	1.1	1.3	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.8	10.7	11.5	11.0	10.8
영업이익률 (%)	7.5	9.1	9.4	9.4	9.4
순이익률 (%)	6.2	7.3	7.4	7.5	7.5
ROA (%)	11.0	13.5	14.2	14.1	14.2
ROE (지배순이익, %)	15.3	19.4	21.4	21.4	21.4
ROIC (%)	52.2	57.6	48.9	56.6	64.9
안정성					
부채비율 (%)	35.9	47.6	50.6	50.2	49.7
순차입금비율 (%)	(53.7)	(44.9)	(55.4)	(63.3)	(69.5)
현금비율 (%)	82.4	38.4	56.8	76.9	93.8
이자보상배율 (배)					
활동성					
순운전자본회전율 (회)	935.3	59.5	26.8	25.9	26.0
재고자산회수기간 (일)					
매출채권회수기간 (일)	44.5	50.2	59.7	61.6	61.5

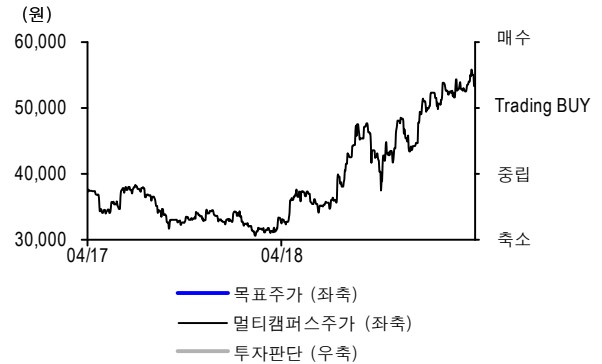
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

멀티캠퍼스 (067280)

주가차트



투자 의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김규리, 윤창민)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		매수	비중확대
매수	▲	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	●	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	●	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	●	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 04월 24일 기준)

매수 (매수)	96.68%	Trading BUY (중립)	1.9%	중립 (중립)	1.42%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	------	---------	-------	---------	----