

KOSDAQ | 교육서비스

# 크레버스 (096240)

## 합병 이후 실적 정상화 기대

### 체크포인트

- 크레버스는 작년 3월 청담러닝(영어 어학원)이 씨엠에스에듀(사고력 및 영재 수학, 코딩 학원)를 흡수 합병해 생긴 법인. 초·중등생 대상 교육업체
- 투자포인트는 1) 2023년 실적 개선 기대, 2) 배당주로서의 매력도와 3) 중장기 성장을 위한 사업모델 진화임
- 크레버스의 2023년 매출액 2,524억원(+11.0%YoY), 영업이익 328억원(+27.9%YoY), 영업이익률 13.0%(+1.7%pYoY)로 추정. 현재 2023년 기준 PER은 14.9배. 과거 추이에서 하단에 있으나, 경쟁사와 비교 시 밸류에이션 높은 수준
- 리스크 요인은 학령인구 감소에 따른 매출액 절감 우려와

### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

### 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

## 크레버스는 초·중등생을 대상으로 하는 교육업체

작년 3월 청담러닝(영어 어학원)이 씨엠에스에듀(사고력 및 영재 수학, 코딩 학원)를 흡수 합병해 생긴 법인. 매출액은 수강료(2022년 기준, 62%), 교재비(15%), 온라인(17%), 프랜차이즈(3%)와 해외(0.2%)와 기타로 구성

## 투자포인트1. 실적 개선에 대한 기대

2022년 합병 후 크레버스의 당기순이익은 전년 대비 68.9% 감소. 실적 악화의 주요인은 1) 합병 직후 씨엠에스에듀의 재원생 이탈, 2) 합병관련 비용(인건비, 수수료) 발생과 3) 빅배스 때문임. 올해 당기순이익은 전년대비 187.8% 증가할 전망. 1) 재학생 증가, 2) 동사의 비용 절감 노력과 3) 전년도 빅배스 단행에 따른 기저효과에 기인

## 투자포인트2. 배당주로서의 높은 매력도

동사의 배당정책은 배당성향을 기준으로 당기순이익의 최소 50%이상을 배당으로 지급하는 것. 2014년 이후 동사의 평균 배당성향은 147.6%, 평균 배당수익률은 5.5%. 2014년 이후반기 배당 실시. 현재 동사에게서 받는 현금 배당금은 비과세라는 점도 매력적

## 투자포인트3. 중장기 성장을 위한 사업모델 진화

크레버스는 적극적으로 성장을 추구하는 회사. 학령인구 감소 대응해 교육서비스 대상을 기존 초·중등에서 유아교육시장으로 확대하고 해외진출을 진행 중

### Forecast earnings & Valuation

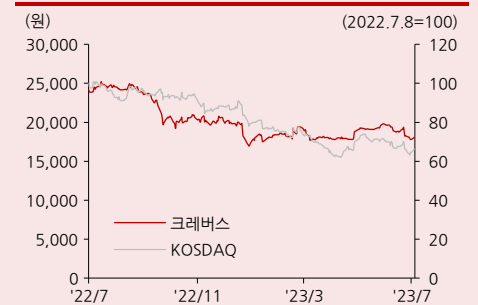
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	1,750	1,800	2,107	2,275	2,524
YoY(%)	14.6	2.9	17.1	8.0	11.0
영업이익(억원)	226	169	312	257	328
OP 마진(%)	12.9	9.4	14.8	11.3	13.0
지배주주순이익(억원)	80	67	159	49	141
EPS(원)	1,037	882	2,120	453	1,219
YoY(%)	7.3	-14.9	140.3	-78.6	169.1
PER(배)	18.1	22.8	15.6	40.1	14.9
PSR(배)	0.8	0.9	1.2	0.9	0.8
EV/EBIDA(배)	4.5	4.6	5.2	6.0	5.5
PBR(배)	2.2	1.9	3.0	4.6	4.7
ROE(%)	12.1	9.2	19.4	7.7	31.4
배당수익률(%)	5.3	4.0	6.1	9.9	9.9

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (7/11)	18,130원
52주 최고가	25,200원
52주 최저가	16,950원
KOSDAQ (7/11)	878.73p
자본금	59억원
시가총액	2,093억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	7억원
외국인지분율	1.15%
주요주주	김영화 외 9인 22.60%
	KB자산운용 5.30%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	0.4	-24.1
상대주가	-7.2	-18.9	-33.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

## 🏢 기업 개요

### 1 연혁

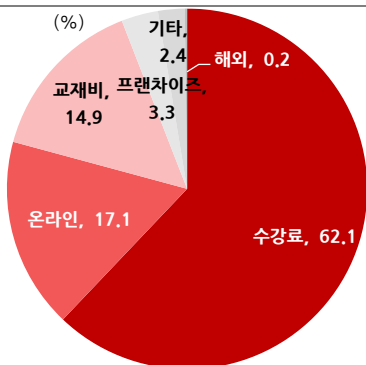
크레비스는  
작년 3월 청담러닝과  
씨엠에스에듀가  
합병해서 생긴 법인.  
초·중등생에게 영어,  
사고력 수학과  
코딩 교육 제공

크레비스는 2022년 3월 (주)청담러닝이 (주)씨엠에스에듀를 흡수 합병해 생긴 법인이다. 기존 청담러닝은 초·중등생을 대상으로 대면 중심의 영어 교육 서비스를 제공하며 성장한 어학원이다. 흡수 합병 전 청담러닝의 종속회사(지분율 43%)였던 씨엠에스에듀는 사고력 및 영재 수학 교육시장에서 브랜드 파워를 가진 기업이다. 합병 후 크레비스는 사고력, 창의력 향상을 목표로 프리미엄 영어, 수학, 코딩 교육 서비스를 제공하는 ‘융합 사고력 플랫폼’ 기업을 지향하고 있다. 동사의 매출액은 수강료(2022년 기준, 62%), 교재비(15%)와 온라인(17%)의 비중이 높다. 이외 프랜차이즈와 해외 매출 비중이 각각 3%, 0.2%씩 차지하고 있다.

크레비스의 영어 교육 서비스 사업은 가맹점 위주의 성장 전략을 취해 왔으며, 주요 브랜드로는 ‘April어학원(7세~초 6), ‘청담어학원(초3~고1)과 ‘iGARTEN’(5세~7세)이 있다. 2023년 3월말 기준으로 221개의(직영 및 가맹포함) 러닝센터가 운영되고 있으며, 작년 연말 기준으로 재원생이 5.6만명을 넘어섰다. 반면, 수학 교육 서비스 사업은 합병 전까지는 직영점 위주로 성장 전략을 고수해 왔다. 대표적인 브랜드로는 ‘CMS영재교육센터’(사고력관), ‘CMS영재관’이 있다. 2023년 3월말 기준으로 83개의 러닝센터가 있으며, 작년말 기준으로 재원생은 3만명을 넘어섰다.

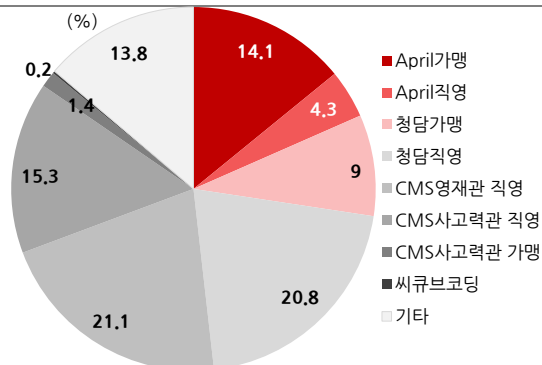
동사는 2017년 하반기에 코딩교육 브랜드 ‘씨큐브코딩’을 론칭했다. 현재 전국적으로 23개의 러닝센터에서 약 3천명 이상의 학생이 재원 중이다.

크레비스의 계정별 매출액 구성



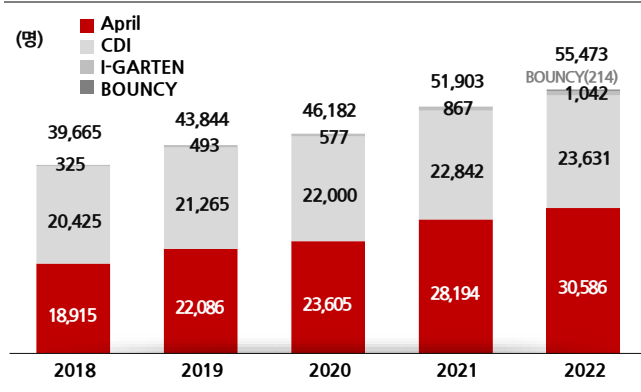
주: 2022년 기준, 자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

크레비스의 사업별 매출액 구성



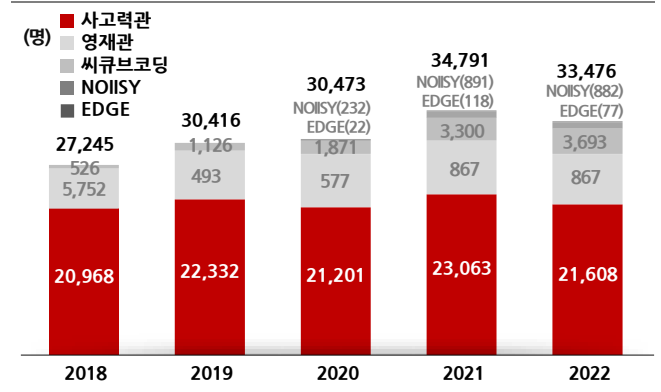
주: 2022년 기준, 자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

청담러닝 국내 재원생 추이



자료: 크레비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

씨엠에스에듀 국내 재원생 추이



자료: 크레비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

크레비스 브랜드 Line-up

과목	구분	대상	LC (Learning Center) 브랜드	VL (Virtual Learning) 브랜드
① 영어	영어·수학·코딩 융합 사교력 유치원	5세~7세	아이가르텐	-
	초등 영어 사교력 학원	7세~초6	April 어학원	BOUNCY 바운시
	고급 영어 사교력 학원	초3~고1	청담어학원	-
② 수학	초등 수학 사교력 학원	7세~초6	사교력관	NOISY 노이지
	최상위 영재 수학 학원	초4~고3	영재관	엣지
③ 코딩	컴퓨팅 사교력 프로그램	초·중·고	씨큐브코딩 씨큐브코딩	코드얼라이브
④ 유학 사업	STEM 유학 프로그램	-	Global hSTEM Program	-

자료: 크레비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

청담러닝의 연혁:

1998년 설립, 2008년에 상장.

2012년 씨엠에스에듀

지분 인수 후 2022년 흡수합병

청담러닝은 1998년 12월 '청담어학원'으로 설립되어 2002년 법인으로 전환했다. 동사는 2008년 코스닥에 상장했으며, 사명을 씨디아이홀딩스에서 (주)청담러닝으로 변경했다. 2012년에는 (주)씨엠에스에듀 지분 54.9%를 인수했고 추가 지분 양수를 통해 2014년 인수를 종료했다.

청담러닝은 2015년 April어학원 베트남 캠퍼스 오픈과 베트남 공교육에 콘텐츠 제공을 시작으로 적극적으로 해외 진출을 모색했다. 2016년에는 중국 ONLY EDUCATION과 스마트클래스 솔루션 Loudclass 와 April 어학원 콘텐츠 공급 계약을 맺고, 2018년 7월에는 중국사업 확장을 위해 ONLY EDUCATION과 Joint Venture를 설립했다. 동사는 2020년 8월에는 중국 상해신남양방리교육과기지원유한공사로부터 투자유치를 받기도 했다. 2017년에 일본 No.1 solution와 Chungdahm Jr. 콘텐츠 공급 계약을 맺고, 2019년 일본 Global Vision와 April 3.0 콘텐츠 공급 계약을 맺었다.

청담러닝은 학령인구 감소에 대응하기 위해 2015년 9월 유아전문 영업브랜드 청담 iGARTEN을 론칭했다. 2019년부터는 인공지능(AI)기반 전문기업들과 업무협약을 체결하며 교육 사업 확장을 추구하고 있다. 2019년에는 인공지능 기반 로봇 전문기업 AKA Intelligence와, 2020년에는 인공지능 기반 시선추적기술 전문기업 비주얼 캠프와 전략적 업무협약을 체결했다.

씨엠에스에듀는 1997년 '생각하는 수학교실'로 설립하여 2003년에 법인전환되었다. 2012년에 청담러닝에 인수되었으며, 2016년 코스닥 시장에 상장했다. 최근까지도 대면 교육을 중심으로 운영되었으며, 2020년에 온라인 클래스 'CMS ON' 베타를 오픈했다.

씨엠에스에듀도 청담러닝과 함께 해외진출에 적극적이었다. 동사는 2016년 중국우한도스에듀그룹과 Joint Venture를 설립하고 콘텐츠 공급계약을 체결했다. 2017년 12월에는 북경 수명사고력관을 개원했다. 2018년에는 베트남 'Egroup'과 마스터 프랜차이즈 계약을 체결했다.

씨엠에스에듀는 2017년 9월 코당교육 브랜드 '씨큐브코딩'을 론칭하고 서초코어센터와 광명하안영재교육센터를 개원했다. 직영점 위주로 성장했던 '씨큐브코딩'은 2019년 6월에는 가맹사업을 론칭했다.

청담러닝은 2022년 3월 씨엠에스에듀 흡수합병을 완료하고 상호를 청담러닝에서 크레버스로 변경했다. 또한 메타버스 영업 교육 플랫폼 Bouncy를 출시했다. 올해 2월 크레버스는 네이버와 하이퍼스케일 AI교육 지원을 위한 업무협약을 체결했다.

크레버스 연혁



자료: 크레버스, 한국IR협의회 기업리서치센터

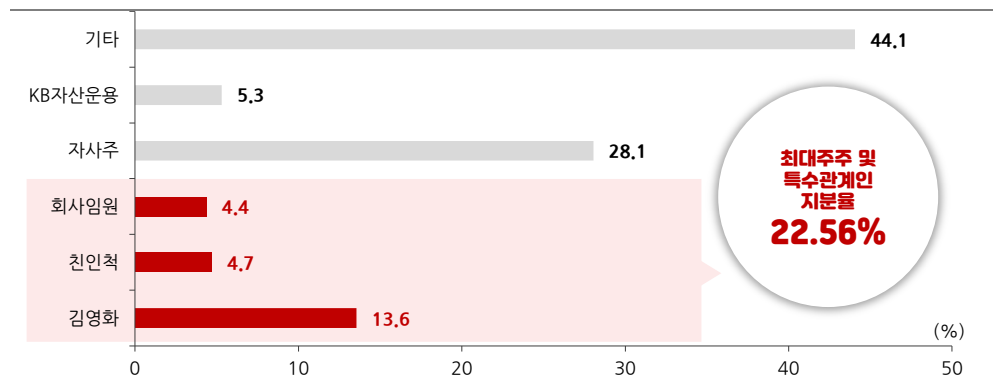
## 2 주주 구성과 종속기업

**크레버스의 대주주는  
김영화 대표이사로  
지분을 13.55% 보유**

2023년 7월 7일 기준으로 크레버스의 최대주주는 김영화 대표이사로 13.55%의 지분을 보유하고 있다. 최대주주와 특수관계자의 합산 지분율은 22.56%이다. 특수관계자의 지분 중 친인척 지분율은 4.69%이다. 자사주는 3,238,157주가 있으며, 전체 발행 주식수의 28.05%이다. 최대주주와 특수관계자 합산 지분율 중 약 12.95%가 담보계약 및 질권 설정이 되어 있다. 이 외 KB자산운용이 지분을 5.30%을 보유하고 있다.

작년 합병 시 동사는 주식매수청구권 대금 지급을 위한 차입금이 급증했다. 2022년말 동사의 단기차입금과 장기차입금은 614억원과 376억원으로 2021년 대비 91.3%, 272.3% 증가했다. 또한 합병 이후 과다한 자사주(28%)로 자본이 감소하며 2022년 말 부채비율은 377.8%로 2021년말 대비 254.7%p 상승했다. 이와 같은 상황에서 작년에는 언론을 통해 교환사채 발행 가능성도 제기되었다. 자사주 활용에 대한 필요성이 대두되고 있는 상황에서, 주주 가치를 최우선으로 하는 결정을 내릴 것이라는 회사 측의 의지는 강한 상황이다.

### 크레버스 주주구성



주: 2023년 7월 7일 기준, 자료: 크레버스, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 크레버스의 종속회사

- 1) 청담아이가르텐
- 2) 청담미디어
- 3) ChungDahm Learning(Shanghai) Co.,Ltd.
- 4) Chungdahm(Phils), Inc.
- 5) PT CMS EDU INDONESIA
- 6) 크레버스에프
- 7) 보다나은

현재 크레버스의 종속회사로는 1) (주)청담아이가르텐, 2) (주)청담미디어, 3) ChungDahm Learning(Shanghai) Co.,Ltd., 4) Chungdahm(Phils), Inc., 5) PT CMS EDU INDONESIA, 6) (주)크레버스에프와 7) (주)보다나은이 있다. 이 중 청담아이가르텐, 청담미디어, ChungDahm Learning(Shanghai) Co.,Ltd.와 Chungdahm(Phils), Inc.,는 청담러닝 계열 자회사였으며, PT CMS EDU INDONESIA는 씨엠에스에듀 자회사이다.

크레버스에프는 2022년 1월에 설립되었다. 크레버스가 합병 후 청담러닝과 씨엠에스에듀의 교차수강생 확대를 목적으로 청담러닝 가맹점 중 10여곳을 직영화하기 위해 크레버스에프를 설립했다. 크레버스는 크레버스에프 지분을 70% 보유하고 있다. 2023년 3월말 기준으로 자산과 자본은 각각 301억원과 32억원이다. 2022년 4억원에 불과했던 매출은 올해 1분기 54억원으로 급증했다. 당기순이익도 2022년 2억원에서 올해 1분기 4억원으로 증가했다.

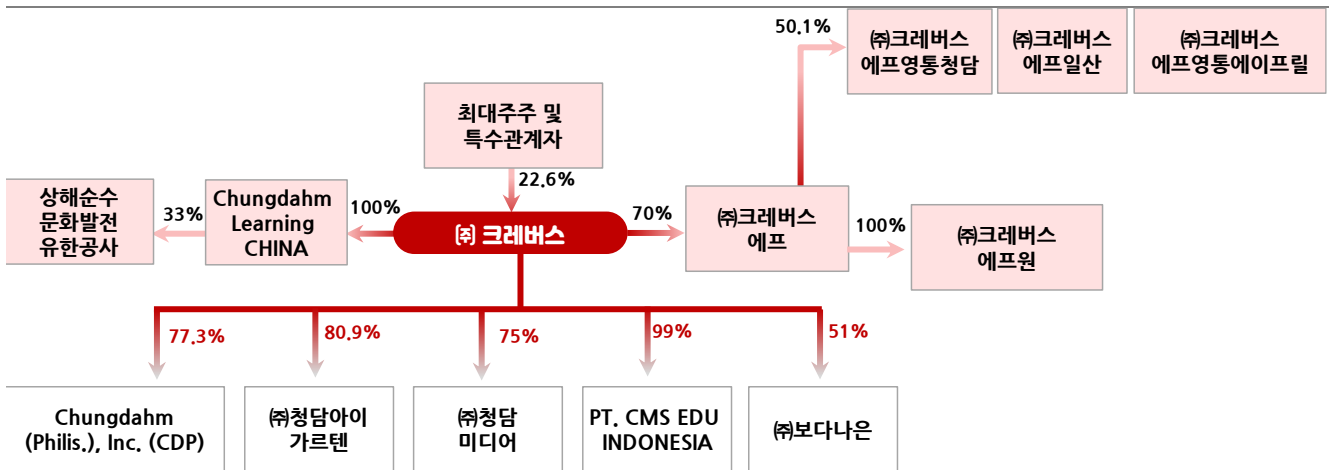
2019년 8월 설립된 보다나은은 올해 1분기 지분을 취득해서 종속회사로 편입되었다. 보다나은은 화성동탄 청담 /April어학원을 운영하고 있다. 2023년 3월말 기준 자산과 자본은 각각 16억원과 4억원이다.

청담아이가르텐은 2013년 8월 설립되었으며 유아대상의 프리미엄 어학원이다. 2022년 청담러닝과 씨엠에스에듀 합병 전 청담아이가르텐의 매출액은 연간 18억원~26억원을 유지하다가, 2022년 7억원으로 감소했다. 올해 1분기에 매출 7억원 기록하며 전년대비 매출액은 증가할 것으로 예상된다. 올해 3월말 기준으로 자산과 자본은 각각 12억원과 3억원이다.

청담미디어는 2019년 10월 설립되어, 미디어교육콘텐츠 제작업을 영위하고 있다. 구체적으로는 영어교육 애니메이션(CeREELs), 도서, 웹툰과 음악을 제작한다. 2023년 3월말 기준 자산은 48억원이며 부채는 134억원이다. 설립 이후 지속적으로 적자를 기록하고 있으며 현재는 자본잠식 상태이다.

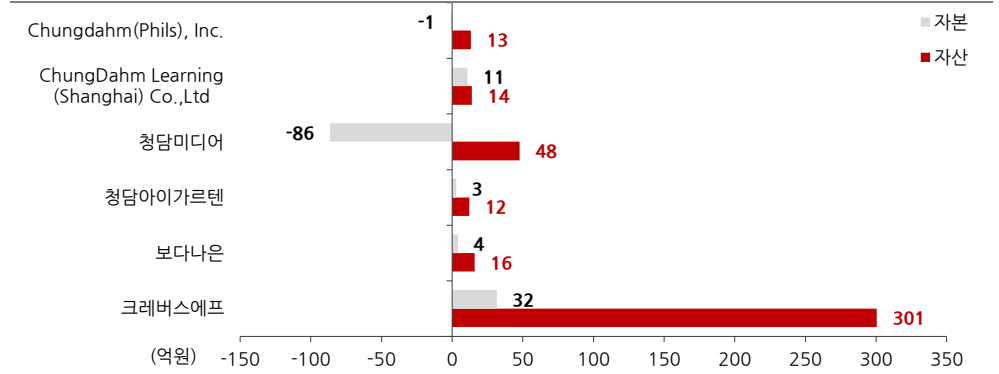
ChungDahm Learning(Shanghai) Co.,Ltd.는 2016년 3월 중국 상하이에 설립된 법인으로 중국합작법인에 교육콘텐츠를 제공하고 있다. Chungdahm(Phils), Inc.는 2008년 6월에 필리핀 마닐라에 설립되었으며, 이러닝 영어첨삭 지도와 화상 Live Session을 제공한다. 2020년 3월에 설립된 인도네시아 자카르타에 설립된 PT CMS EDU INDONESIA는 CMS 학원사업을 영위하고 있다.

크레버스 지배구조



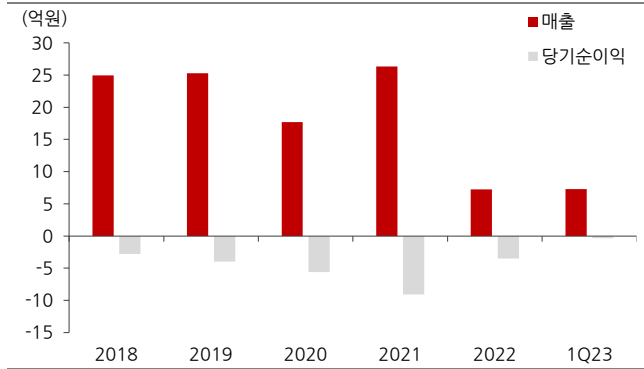
주: 2023년 3월말, 최대주주와 특수관계자 지분은 7월 7일 기준, 자료: 크레버스, 한국R협의회 기업리서치센터

크레버스 종속회사 자산과 자본 현황



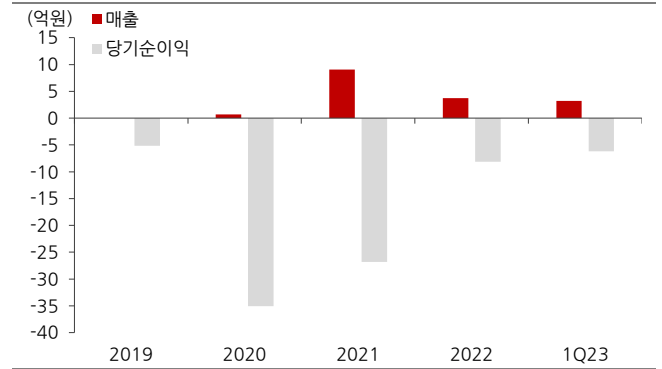
주: 2023년 3월말 기준, 자료: 크레버스, 한국IR협회의 기업리서치센터

자회사 청담아이가르텐 매출과 당기순이익 추이



주: 2022년 기준, 자료: 크레버스, 한국IR협회의 기업리서치센터

자회사 청담미디어 매출과 당기순이익 추이



주: 2022년 기준, 자료: 크레버스, 한국IR협회의 기업리서치센터



**산업 현황**

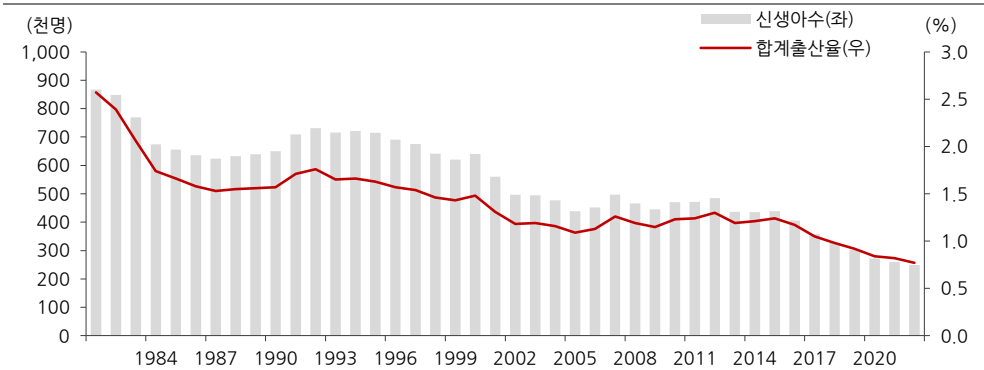
**1 감소하는 학령인구에도 증가하는 사교육비**

교육 산업을 견인하는  
국내 학령인구수는  
지속해서 감소하고 있지만  
사교육비는 증가 추세

크레버스는 교육 산업에 속해 있다. 교육 산업을 견인하는 주요인은 국내 학령인구이다.

학령인구란 교육인구 규모를 가늠할 수 있는 일차적 요인으로 국내 학령인구는 만 6세 이상부터 만 21세까지의 인구이다. 초등학교 만 6~11세, 중고등학교 만 12~17세, 대학교 만 18~21세이다. 장기적으로 볼 때 국내 학령 인구 변화는 교육 산업에 긍정적이지 않다. 출산율 감소로 인해 학령인구가 줄어드는 추세이기 때문이다. 출생아 수는 1981년 867,409명이었지만 지속적으로 감소하여 2022년 249,000명을 기록하였다. 실제로 1970년에 4.5명이었던 합계출산율(여성 1명이 평생동안 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수를 나타낸 지표)은 1988년 1.55명까지 급격히 감소했다. 이 후 주춤거리던 합계출산율은 1998년 이후 다시 추세적으로 감소하여, 2022년에는 0.78명을 기록하였다. 2023년 합계 출산율은 더 낮아져 0.73명에 이를 것으로 예상된다. 이는 OECD 평균 합계 출산율 1.59명(2020년 기준)에 비해 현저히 낮은 수치이다.

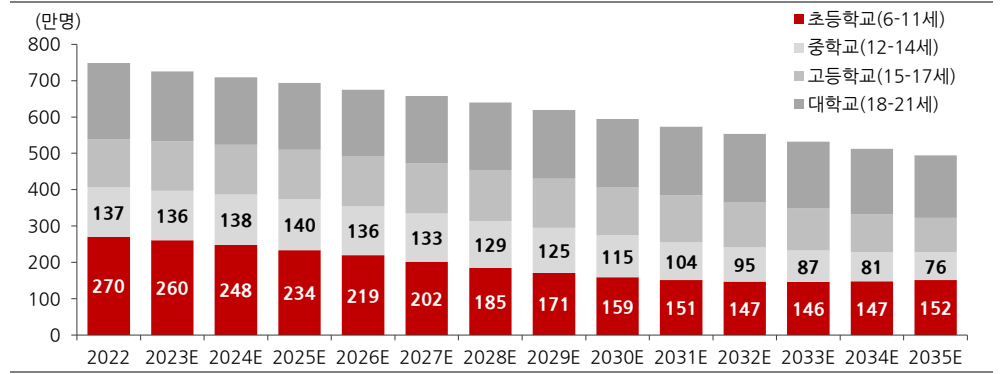
신생아 수 및 합계출산율 추이



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

이 추세를 이어갈 경우 2022년 748만명인 국내 학령인구는 2035년 495만명으로 34% 감소할 전망이다. 이 중 크레버스의 주요 대상 학령층인 초등학생과 중학생은 2035년 기준 각각 152만명, 76만명으로 추정되며, 2022년 대비 각각 43.9%, 44.1% 감소할 것으로 예상된다. 다만, 단기적으로 향후 2~3년간 초등학생은 평균 240만명, 중학생은 140만명 수준에 머물 전망이다.

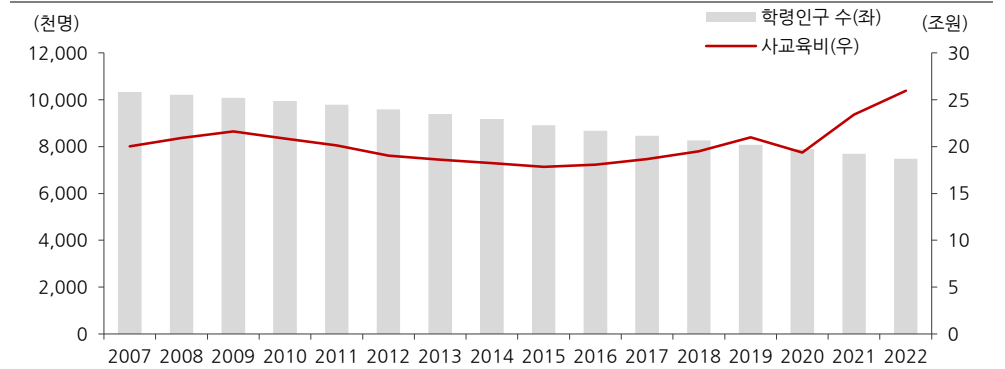
주요 연령계층별 인구 추이 전망



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

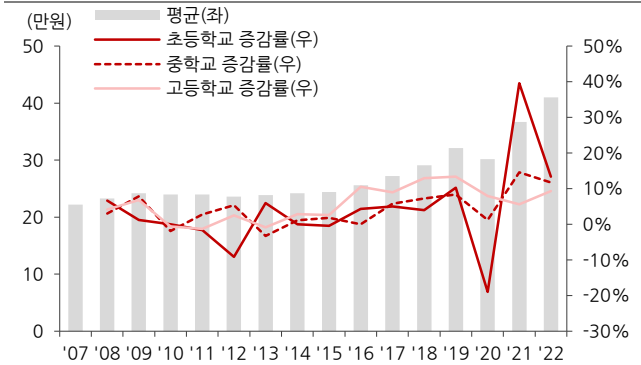
학생 수 감소에도 불구하고 사교육비는 증가하고 있다. 2022년 초·중고 사교육비 총액은 약 26조원으로 2021년 23.4조원에 비해 10.8%(1인당 +11.8%) 증가하였다. 그 중 2022년 기준 초등학교와 중학교 사교육비 총액은 각각 11.9조원, 7.1조원으로 전년 대비 13.1%, 11.6% 증가하며 전체 사교육비 상승을 견인했다. 1인당 월사교육비 또한 2007년(20만원)부터 꾸준히 증가하여 2022년 41만원을 기록했다. 특히 2021년 초·중학생 1인당 월사교육비가 40% 상승하며 전체 1인당 월사교육비 증가를 이끌었으며, 이러한 추세는 2022년에도 이어졌다. 이렇게 사교육비가 증가하고 있는 원인으로는 1) 가구당 자녀 수 감소에 따른 1인당 사교육비 증가, 2) 치열한 대학입시 경쟁, 3) 입시준비에 있어서 공교육 대비 사교육에 대한 높은 신뢰 등이 있다. 특히 최근에는 초·중학생을 대상으로 한 선행학습의 세분화와 전문화가 고도화되면서 초·중등생사교육 시장이 커지고 있다.

학령인구와 사교육비 추이



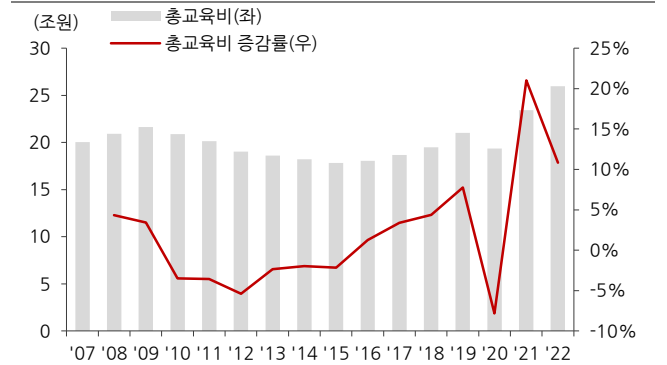
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

1인당 월사교육비 및 학급별 월사교육비 증감률



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

총사교육비와 증감률



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2 정부의 교육정책에 따른 교육산업

### 인구 외 교육산업에 중요한

### 영향을 끼치는 정부의 교육정책

교육산업에 인구 외 영향을 끼치는 중요 요인으로 정부의 교육정책이 있다. 특히, 매년 정부가 바뀔 때마다 수정되는 입시 정책은 공교육뿐만 아니라 사교육 업계에 끼치는 영향이 크다. 영어 과목에 영향을 크게 미친 주요 정책은 1) 2011년 도입된 외국어고 체제 개편 방안과 2) 2018년에 시행된 수능영어 절대평가 방안이 있다. 수학 과목에 영향을 미친 주요 정책으로는 2012년부터 교육부가 3차례 발표한 '수학교육 종합계획'이 있다.

2009년에 발표되어 2011년 도입된 외국어고 체제 개편 방안의 큰 골자는 외국어고·국제고 입시에 '자기주도 학습전형' 제도를 도입하고 학급당 인원과 학급 수를 줄인 것이다. 외국어고로 남기 위해서, 외국어 고등학교는 입시에선 지필고사와 영어듣기평가를 폐지하고 입학사정관제를 도입해야 했다. 내신도 영어만을 반영하는 방식으로 변경해, 경시대회사 인증 시험 등 학원 선행 학습이 필요한 경력을 포함시키지 않았다. 이에 외고 입시를 위한 영어 사교육 수요는 절감했다.

2018년부터 대입 수능 시험에서 영어 과목이 기존 상대 평가에서 절대 평가로 전환 시행됐다. 즉, 수능 영어 시험에서 원점수 100점 만점을 기준으로 10점 간격의 9등급(9등급은 0~19점)으로 구분해 등급을 부여했다. 또한 전체 문항의 70% 이상을 EBS 연계 교재의 지문, 자료, 개념이나 원리 등을 활용 출제해, 전반적으로 난이도가 상대적으로 쉬워졌다. 이 정책으로 고등학교의 영어 사교육 수요는 감소했지만, 영어를 고등학교 전에 끝내야 된다는 기조가 학부모 사이에 퍼지며 초·중등에서의 영어 사교육 수요는 줄지 않았다.

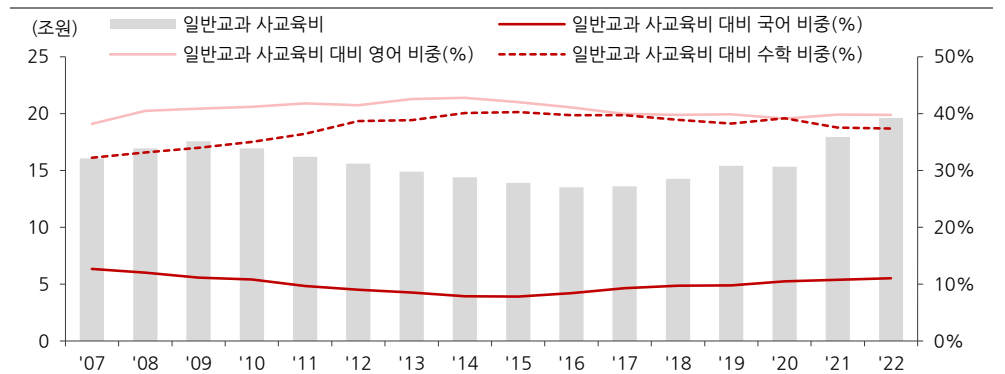
실제로 영어 사교육비는 2009년 7.2조원에 달했지만 2011년 외국어고·국제고 입시에 적용된 '자기주도 학습전형'제도 도입으로 감소세를 보이며 2017년 5.4조원을 기록했다. 이후, 영어 과목이 상대평가에서 절대 평가로 전환 시행된 2018년 5.7조원에서 2022년 7.8조원까지 증가하는 모습을 보였다.

사고력 수학은 2012년 교육부가 '제 1차 수학교육 종합계획: 수학교육 선진화 방안'을 발표하면서 수학교육의 한 축으로 부상했으며, 현재도 유아, 초등 저학년생을 중심으로 사교육 시장이 활성화되어 있다. 2012년 수학교육

종합계획에 이어 2015년 제2차 수학교육 종합계획이 실행(2015~2019년)되었고, 현재 제3차 수학교육 종합계획(2020~2024년)이 진행 중에 있다.

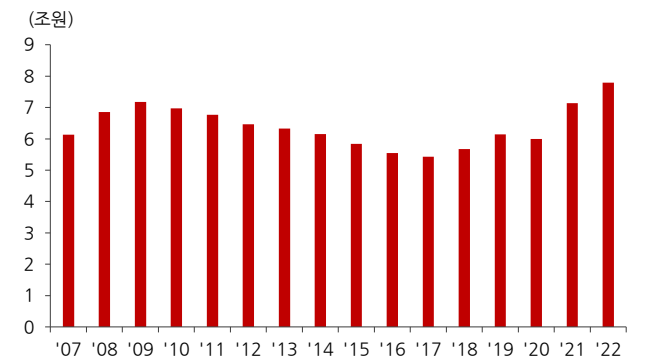
4차 산업혁명이 가속화됨에 따라 IT교육에 대한 수요가 높아지고 있다. 이에 따라 코딩, AI영재교육 시장이 급부상하고 있다. 국내 코딩 교육 스타트업 디랩은 2019년 초·중·고 대상 코딩 교육 시장 규모를 1,500억원으로 추정하고, 2030년에는 1조 5,000억원을 기록할 것으로 전망했다. 코딩 교육 시장은 4차 산업 부상과 이에 따른 정부의 디지털 교육 강화 정책에 영향을 받아 성장하였다. 2015년 교육과정에서는 초중등 코딩 교육을 필수화하고 및 SW교육 강화했다. 2022년 교육과정에서는 초중등 코딩 교육 필수화와 AI 영재학교 설립을 추진하고 있다. 구체적으로 초등학생을 대상으로 정보관련 교육을 학교 자율시간 활용을 통해 실과 교과 포함 34시간 이상 확보 권장을 하고 있으며, 중등학생의 경우 68이상을 권장하고 있다. 또한 고등학생을 대상으로 AI 및 빅데이터 등 다양한 신기술 분야 교과를 신설한다는 내용이다. 이외에도 AI영재학교 설립(카이스트 부설 충북 AI바이오 영재학교, GST부설 광주 인공지능 영재학교)추진에 대한 내용을 포함하고 있다. 관련 개정안은 2025년부터 시행될 예정이며, 이에 따라 관련된 코딩 및 IT 관련된 교육 시장은 더욱 커질 것으로 전망된다.

일반교과 사교육비 추이 및 주요 과목 비중



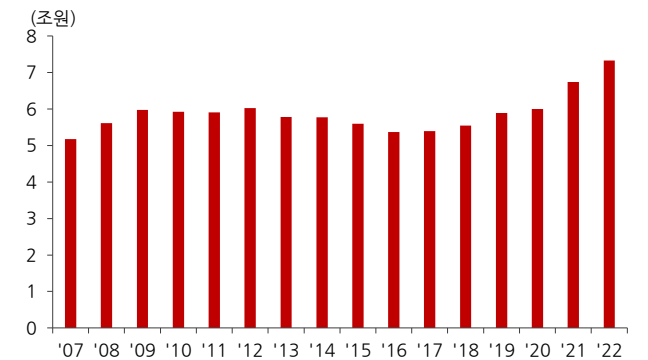
주: 사교육은 크게 일반교과, 예체능/취미/교양, 취업관련 사교육으로 나뉘며, 일반교과에는 국어, 영어, 수학, 사회, 과학, 논술, 제2외국어 등이 포함. 자료: 통계청, 한국R협의회 기업리서치센터

영어 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

수학 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

코딩, AI영재교육 관련 교육과정 개정 내용

① 2015 개정교육과정 (2018년 시행)

- 초·중·고등교육필수화 및 SW교육강화

초등	연간 17시간(실과→SW기초소양교육개편)
중등	연간 34시간(정보과목필수화)
고등	정보(심화선택과목→일반선택과목)

■ AI융합교육중심고운영(57개교)

③ 2022 개정교육과정 (2025년 시행)

- 초·중·고등교육필수화 확대 및 강화

초등	연간 34시간 이상(실과+자유시간)
중등	연간 68시간 이상(정보+자유시간)
고등	교과신설(데이터과학, 소프트웨어와생활등)

■ AI영재학교 설립 추진(2027년 개교 예정)

- 카이스트부설충북사이버오영재학교
- GIST부설광주인공지능(AI)영재학교

자료: 크레비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 에듀테크(EduTech)시장의 성장

정보통신기술(ICT)로 교육과  
기술이 접목되면서  
에듀테크(EduTech)개념이 등장

교육산업은 전통적으로 면대면(face to face)의 방식인 집합교육으로 이루어지는 것이 일반적이었다. 하지만 2000년대 초반 등장한 인터넷, 웹기술의 보급을 기반으로 '이러닝(E-learning)'이 하나의 교육 방식으로 확산되며 온라인 교육 시장이 활성화되기 시작했다. 2010년 이후에는 스마트폰, 태블릿PC와 같은 스마트 디바이스 보급으로 이를 활용한 '스마트 러닝(Smart Learning)'으로 확대되었으며, 4차 산업사회로 진입하면서 '에듀테크(EduTech)'라는 개념이 생겨났다.

에듀테크란 교육(Education)과 기술(Technology)의 합성어로 교육에 정보통신기술(ICT)을 접목한 새로운 교육 방법이다. 최근 핵심 기반 기술인 AI, VR, AR, 빅데이터, 로봇, 블록체인 등과 같은 신기술을 활용해 학습 서비스를 제공하며 교육 산업을 크게 변화시키고 있다. 이러닝, 스마트러닝이 학습수단(인터넷, 스마트 디바이스 등)에 중점을 두고 있는 반면 에듀테크는 학습수단 뿐만 아니라 각종 ICT기술을 기반으로 학습 성과를 제고시키는 것을 중요하게 여긴다는 점에서 차이가 있다.

## 교육산업 패러다임의 확대

구분	개념	특징
집합교육	<ul style="list-style-type: none"> <li>지정된 교육장소에서 지정된 시간에 강사가 학습자와 대면하여 지식 등을 제공하는 교육방법</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>전통적인 교육 방식</li> <li>시간과 장소에 대한 제약이 있음</li> </ul>
이러닝 (E-Learning)	<ul style="list-style-type: none"> <li>전자적 수단, 정보통신 및 전파·방송 기술을 활용하여 이루어지는 학습</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>인터넷과 컴퓨터에 교육을 접목한 온라인 교육 중심</li> <li>주요 기기: 인터넷 PC</li> </ul>
스마트러닝 (Smart-Learning)	<ul style="list-style-type: none"> <li>스마트폰, 태블릿 PC, E-book 단말기 등 스마트 디바이스와 이러닝 신기술이 융합된 개념</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>스마트 기기를 활용한 교육</li> <li>주요 기기: 스마트폰, 스마트 TV</li> </ul>
에듀테크 (EduTech)	<ul style="list-style-type: none"> <li>교육에 ICT 기술을 접목해 기존 서비스를 개선하거나 새로운 서비스를 제공하는 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>데이터와 소프트웨어에 중점</li> <li>주요 기기: 스마트폰, 스마트 TV</li> </ul>

자료: 한국이러닝협회, 한국E협회의 기업리서치센터

에듀테크 시장은 교육 대상에 따라 크게 B2B(Business-to-Business)와 B2C(Business-to-Consumer)로 나뉜다. B2B는 학교, 교육기관, 기업, 공공기관 등과 같은 비즈니스 적인 고객층을 대상으로 한 시장으로 경영, 어학, 교양, 정보통신기술, OA와 같은 직무능력 향상 교육이 중심이 된다. B2C는 개인 사용자들을 대상으로 한 시장으로 자격증, 교육과 어학, 취미교육 등으로 구성되어 있다. 최근에는 교육기관에서 사용되는 교육용 소프트웨어를 개인 사용자들이 사용할 수 있도록 판매하는 등 B2B와 B2C시장이 융합되는 모습을 보이고 있다.

2021년 국내 에듀테크 시장은 약 7.3조원으로 추정되며 연평균 8.5%로 성장해 2025년에는 10조에 달할 것으로 전망된다. 향후 관련 시장은 1) COVID-19 팬데믹으로 체감한 원격 학습의 효율성과 2) 스마트기기 보급률 증가에 따른 에듀테크 환경 생태계 구축에 따라 성장할 것으로 예측된다.



## 투자포인트

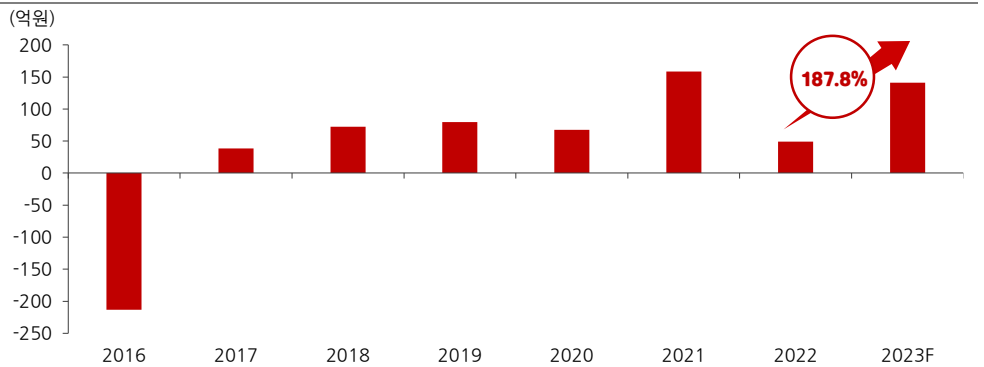
### 1 합병 이후 실적 정상화 기대

#### 투자포인트1. 실적 정상화 기대

크레비스의 첫번째 투자포인트는 실적 정상화 기대이다.

2022년 3월 청담러닝은 씨엠에스에듀와 합병 후, 부진한 실적을 기록했다. 그러나 올해는 합병에 따른 이슈가 마무리되며 실적이 정상화될 것으로 기대된다. 당사는 올해 동사의 당기순이익을 141억원으로 전년 대비 187.8% 성장할 것으로 전망한다.

크레비스의 당기순이익 추이 및 전망



자료: 크레비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

#### 2022년 실적 악화 요인은

- 1) 합병 직후 씨엠에스에듀의 재원생 이탈,
- 2) 합병관련 비용 발생과
- 3) 빅배스 등

크레비스는 2016년 당기순적자(지배주주기준) 213억원을 기록한 이후 2020년 코로나 때를 제외하고 순이익이 증가하는 추세를 보여 주었다. 2016년 적자는 1) 회계정책 변경(해외매출 수익인식 기준 변경: 발생주의 → 현금/안분주의)과 2) CFO교체 이후 빅배스 때문이다. 이후 동사의 순이익은 2017년 38억원에서 2021년 159억원으로 증가했다.

크레비스의 2022년 지배주주기준 당기순이익은 49억원으로 2021년 대비 68.9% 감소했다. 2022년 동사의 매출액은 2,275억원으로 전년 동기 대비 8.0% 증가했고, 영업이익은 257억원으로 17.8% 감소했다. 영업이익률은 11.3%로 3.5%p 하락했다.

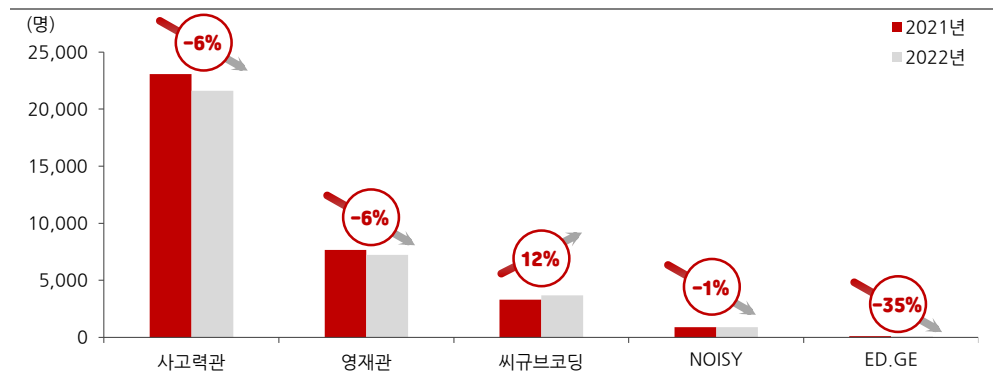
실적 악화의 요인으로는 1) 합병 직후 씨엠에스에듀의 재원생 이탈, 2) 합병관련 비용 발생과 3) 빅배스(Big Bath)를 들 수 있다.

씨엠에스에듀 사고력관의 2022년 평균 재원생 수는 2만 1,608명으로 2021년 2만 3,063명 대비 6.3% 감소했다. 이는 청담러닝과 씨엠에스에듀 합병 직후 청담러닝의 아이러닝과 유사한 온라인 학습시스템을 씨엠에스에듀 사고력관에 도입해 이를 유료 서비스화해서 제공했기 때문이다. 청담러닝은 영어인 반면, 씨엠에스는 수학 위주로, 수

학 수업에서의 온라인 학습에 대한 효능감 및 가성비에 대한 의구심과 학부모와의 충분한 소통 결여가 재원생 수 감소의 원인이었다. 특히, 시기적으로 1년중 모객이 가장 잘 되는 3월 봄학기에 발생하여 재원생 수 감소에 따른 실질적인 피해가 컸다.

참고로 씨엠에스에듀 영재관의 평균재원생수도 2022년 7,216명으로 2021년 7,672명 대비 5.9% 감소했으나, 영재관의 경우 학생 한 명이 듣는 수업이 여러개로 1인당 수업료 평균 단가는 높아서 매출면에서 실질적인 감소는 발생하지 않았다.

씨엠에스에듀의 2021년과 2022년 평균 재원생수 비교



자료: 크레비스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**2023년 당기순이익 전년대비 188% 성장할 것으로 전망**

2022년 합병 관련 비용으로는 인원 수 증가(2021년 12월 706명 → 2022년 3월 1,109명)에 따른 인건비 증가와 합병과 관련된 회계, 법률 자문으로 자문수수료 발생이 있었다. 빅베스의 일환으로 1) 합병 이후 부실한 관계회사(퓨처북, 진에듀) 정리와 2) 해외사업(베트남 등)의 매출채권 손상차손을 인식하면서 영업외손실도 129억원 발생했다.

그러나 올해는 이익이 정상화되면서 당기순이익이 전년대비 187.8% 증가할 것으로 전망한다. 1) 작년과 같은 큰 폭의 재학생 감소가 발생하지 않고, 2) 센터를 늘리면서 예상되는 재학생 증가, 3) 동사의 비용 절감 노력과 4) 전년도 빅베스 단행에 따른 기저효과에 기인한다. 크레비스는 올해 봄학기 10개 센터를 늘렸다. April어학원 5개, 청담어학원 3개, 씨엠에스에듀 사교력관 1개와 씨규브코딩 1개이다. 10개 센터 모두 가맹점 형태로 비용 절감을 위해 직영점보다는 가맹점 위주의 성장이 당분간 지속될 예정이다.

**2 배당주로서의 높은 매력도**

**투자포인트2. 적극적인 주주환원 정책에 따른 배당주로서의 매력도**

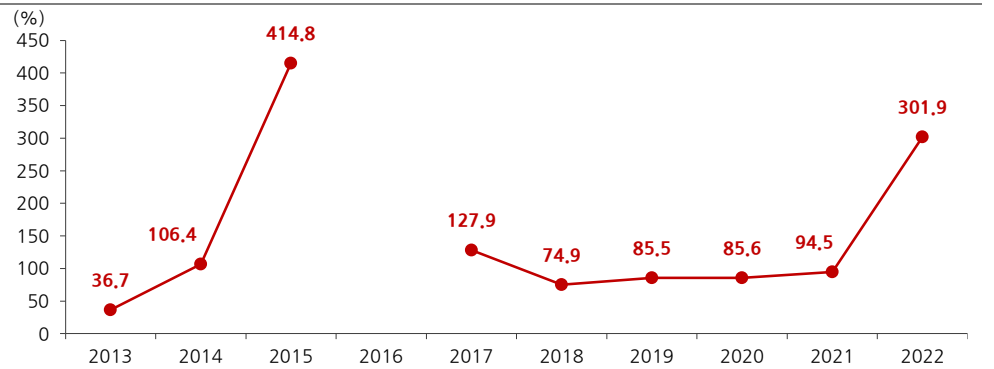
크레비스의 두번째 투자포인트는 적극적인 주주환원 정책에 따른 배당주로서의 높은 매력도이다.

동사의 배당정책은 배당성향을 기준으로 당기순이익의 최소 50%이상을 배당으로 지급하는 것이다. 실제 과거 추이를 살펴보면, 동사의 배당성향은 50%를 상회할 때가 많았다.



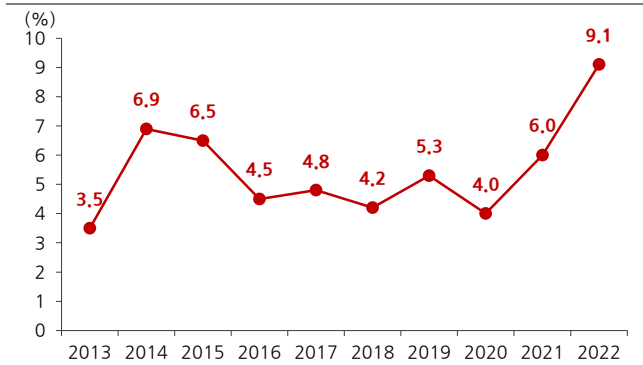
동사는 2014년부터 반기 배당을 시행해 연 2회 현금 배당을 주고 있다. 또한 2013년 이후 동사의 평균 배당성향은 147.6%을 기록하고 있으며, 2016년에 순이익이 적자가 난 시기에도 배당수익률이 4.5%에 이르는 주당 현금 배당금 800원을 지급했다. 이와 같은 높은 배당 성향으로 인해 2013년 이후 현재까지 크레비스의 배당수익률은 3.5%~9.1%범위에서 움직이고 있으며, 평균 배당수익률은 5.5%이다. 동사에게서 받는 현금 배당금은 비과세에 해당한다. 왜냐하면 동사가 지급하는 배당은 자본준비금을 전입하여 받는 배당이기 때문이다. 동사는 작년 10월 20일 임시주총에서 3월 합병으로 발생된 대규모의 주식발행초과금 975억원을 이익잉여금으로 전입하였다. 소득세법 시행령 제 26조의 3에서 개인주주의 경우 자본준비금을 전입하여 받는 배당은 배당소득에 포함하지 않는다는 규정이 있다. 이에 크레비스의 현금배당금을 받는 주주들은 비과세 혜택을 누릴 수 있다.

**크레비스의 배당성향 추이**



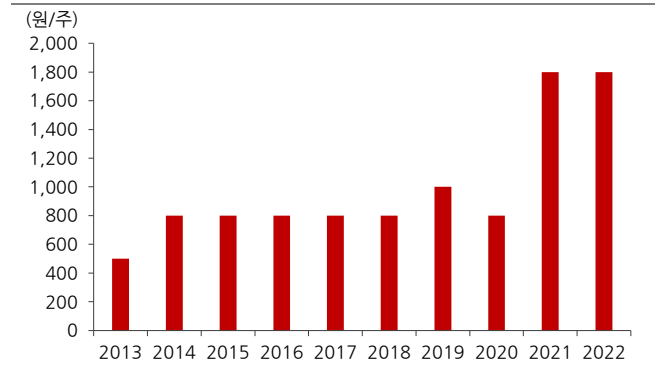
주: 2016년은 당기순이익 적자, 자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

**크레비스의 현금 배당수익률 추이**



자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

**크레비스의 주당 현금배당금 추이**



주: 중간 배당 포함, 자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

**올해 3월 자기주식 소각 결정. 감자비율 1.78%**

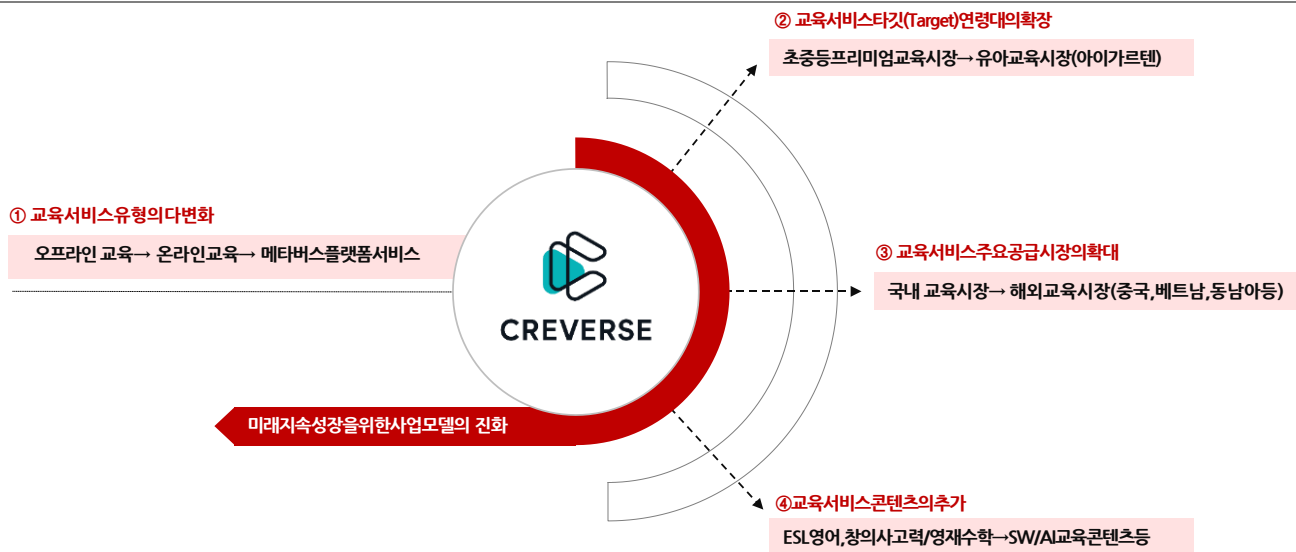
올해 3월에는 주주차지제고를 위해 자기주식 소각을 결정했다. 감자주식수는 205,584주로 감자비율 1.78%이다. 장부가액 기준 총 50억원으로 규모는 크지 않지만, 현재 동사 자사주가 3,238,157주로 전체 발행 주식수의 28.05% 임을 감안하면 향후 추가적인 자기주식 소각 기대도 가능하다. 감자기준일은 올해 8월 3일이다. 동사의 자사주는 합병으로 인해 취득한 주식으로, 자본금 감소 절차 특히, 주주총회 특별 결의 및 1개월 이상의 채권자 보호 절차를 거쳐 소각해야 한다.

### 3 증장기 성장을 위한 사업 모델의 진화

#### 투자포인트3. 미래 지속 성장을 위한 사업모델의 진화

크레버스의 마지막 투자포인트는 미래 지속 성장을 위해 꾸준히 사업 모델을 진화 추구하고 있다는 점이다. 세부적으로는, 1) 교육서비스 유형의 다변화(오프라인 교육→온라인 교육→메타버스 플랫폼 서비스), 2) 교육서비스 타겟(Target)연령대의 확산(초·중·등 프리미엄 교육시장→유아교육시장(아이가르텐)), 3) 교육서비스 주요 공급 시장의 확대(해외교육시장으로 진출)과 4) 교육서비스 콘텐츠 추가(SW/AI교육 콘텐츠 등)이다.

#### 크레버스의 미래 성장 전략



자료: 크레버스, 한국IR협의회 기업리서치센터

#### 유아 교육 시장으로 진입과 해외진출을 통해 적극적인 성장 전략 구사

크레버스는 적극적으로 성장을 추구하는 회사이다. 국내 초저출산으로 인한 장기적인 학생 수 감소에 대응하여 교육서비스 대상을 기존 초중등에서 유아교육시장으로 확대하고 해외진출을 진행하고 있다.

크레버스는 2016년 5세~7세를 대상으로 한 유아 융합 사고력 브랜드 '아이가르텐'을 론칭했다. 아이가르텐은 문해력, 상상력, 서사력을 입체적으로 다루는 커리큘럼을 토대로 영어 몰입 교육을 추구하고 융합 창의성과 서사적 주체성 함양에 맞추어 차별화된 커리큘럼을 제공하는 점이 특징이다. 가맹점 위주의 사업을 영위하고 있으며 현재 17개의 가맹점이 있다. 또한 크레버스는 2022년 3월 '크레버스 키즈'를 론칭했다. 잠실 롯데 월드타워몰에 입점한 융합사고력 영어유치원으로 브랜드 로열티 형성 및 하이엔드 고객 유입을 추구하고 있다. 크레버스는 크레버스 키즈가 크레버스 캠퍼스의 '인큐베이터(Incubator)'역할을 하기를 기대하고 있으며, 직영점으로 1개사가 있으며 학생수는 100~150명이나 인당 교육비가 높다. 현재 아이가르텐에 크레버스키즈의 교육 프로그램을 도입을 추진하고 있으며, 올해 하반기 가맹사업자를 모아서 내년에 10개 정도의 센터를 늘릴 계획을 가지고 있다.

크레버스의 해외 진출은 2014년부터 본격화됐다.

동사는 2014년말 베트남 교육업체인 E-Group(APAX English Corporation)와 프랜차이즈 계약을 체결하고 2015년 5월 April어학원 베트남 캠퍼스 1호점을 오픈했다. 주요 도시에 가맹점 진출 후 2~3급 도시까지 확장하고, April어학원 론칭 후 유초등 영어 교육 커리큘럼 April 3.0, i-Garten 2.0을 공급했다. 수익은 라이선스 계약금과 학생수에 따른 러닝 로열티를 수취한다. 2020년말까지 크레버스는 APAX English Corporation의 지분율 10.1%를 보유하고 이사선임권이 있었으나(2018년~2020년) 2021년 이사선임권이 상실되어, 관계기업에서 제외되었다. 2020년 기준으로 APAX English Corporation의 매출액과 순이익은 각각 871억원과 15억원이었다. 2021년말 기준으로 100여개의 캠퍼스를 운영 중이며 학생 수는 약 4.5만명이다. 그러나 최근 2년간 코로나 봉쇄로 사업이 중단되었으며, 올해 3월부터 사업을 재개했다. 과거 EGROU에게서 회수하지 못한 채권은 작년에 상각 처리를 했으며, 회사는 연간 로열티 35~40억원을 기대하고 있다.

베트남에서의 성공적인 진출을 기반으로 2016년 크레버스는 중국에 진출했다. 초기에는 콘텐츠 및 솔루션 공급계약으로 진행하다, 2018년부터는 중국 기업과 합작법인(Joint Venture)을 설립하며 사업을 본격화했다. 중국 시장 진출은 시장 성장 기대로 시장에 주목을 받았다. 중국의 영유아 시장규모는 2010년 620억 위안에서 2019년 2,500억 위안으로 연평균 15% 성장했고, 중국의 영유아(0~6세) 중 교육을 받는 비율이 10.95%에 불과, 일본(90%), 한국(80%), 유럽(75%)과 비교 시 매우 낮아 미래 성장 가능성이 크기 때문이다. 크레버스는 2016년 중국의 Only Education과 스마트클래스 솔루션 Loudclass와 April콘텐츠 공급 계약을 맺고, 2018년 7월에는 합작법인(JV) 설립 계약을 체결했다. 2021년말 Only-Chungdamm Edu는 청산되었다.

크레버스는 2020년에 중국 신남양(상해 신남양 앙리 과기지분 유한공사)로부터 투자 유치를 받고 합작회사를 설립했다. 신남양의 ESL 프로그램은 영어회화 중심의 놀이학교 프로그램으로, 2021년 iGARTEN 1,2호를 오픈했다. 그러나 2021년 7월 발표된 중국의 사교육 규제(쌍감정책)과 코로나 봉쇄로 사업이 중단되었다. 작년 말부터 사업을 재개했으며, 현재 15개 센터에서 1,500여명이 교육을 받고 있다.

### 온라인 교육을 메타버스 플랫폼 서비스로 발전시키는 중

동사는 온라인 교육을 메타버스 플랫폼 서비스로 발전시키고 있다. 2020년 코로나 때는 온라인 수업인 청담러닝은 Live Class(3월)를 씨엠에스에듀는 CMS ON(12월)을 론칭했으며, 2022년 3월에는 에듀테크 역량과 Live Class 교육 노하우를 집약한 온라인 원격 학원인 BOUNCY(영어사교력)과 NOISY(수리사교력)를 론칭했다. 이는 메타버스형 몰입 환경을 제공하고 있으며, 크레버스는 이를 향후 해외진출의 한 방편으로 활용하려고 시도하고 있다.



## 실적 추이 및 전망

### 1 2022년 실적 Review

크레버스 2022년  
매출액 2,275억원  
(+8.0%YoY),  
영업이익  
257억원(-17.8%YoY),  
영업이익률  
11.3%(-3.5%pYoY) 기록

크레버스의 2022년 매출액은 2,275억원으로 전년 대비 8.0% 증가했다. 씨엠에스에듀 사고력관의 아이러닝(온라인수업) 도입으로 재원생 수가 3월 합병 시 9.4만명에서 연말 8.8만명으로 감소했지만, 매출액은 상대적으로 견조했다. 온라인수업과 수강료 수입이 각각 전년대비 14.9%, 10.1% 증가하며 전체 매출액 성장을 견인했다. 그러나 프랜차이즈수입은 1) 합병에 대한 여파와 2) 일부 프랜차이즈(가맹점)의 직영점화가 이뤄지며 전년대비 32.2% 감소했다.

동사의 2022년 영업이익은 257억원으로 전년대비 17.8% 감소했다. 영업이익률은 11.3%로 2021년 대비 3.5%p 하락했다. 합병으로 인해 직원 수가 증가(2021년 12월 706명 → 2022년 3월 1,109명)하며 인건비가 13.5% 증가하였고, 합병과 관련된 회계, 법률 자문으로 자문수수료가 발생한 점이 영업이익률 악화에 주요인으로 작용했다.

총차입금이 1,341억원으로 2021년 대비 73% 증가하고, 평균이자율이 3.7%로 전년대비 1.6%p 상승하며 총이자 비용이 2021년 15억원에서 2022년 39억원으로 증가했다. 또한, 박베스의 일환으로 1) 합병 이후 부실한 관계회사(푸처북, 진에듀) 정리와 2) 해외사업(베트남)의 매출채권 손상차손을 인식하면서 영업외손실도 발생했다.

이에 동사의 지배주주지분 당기순이익은 49억원으로 전년대비 68.9% 감소했다.

### 2 2023년 실적 전망

크레버스 2023년 1분기 매출액  
628억원(+8.4%YoY),  
영업이익  
96억원(+44.3%YoY),  
영업이익률  
15.3%(+3.8%pYoY) 기록

크레버스의 2023년 1분기 매출액은 628억원으로 전년동기 대비 8.4% 증가했다. 전년도에 이어 온라인 수업이 전년동기 대비 14.4% 증가하며 전체 매출액 성장을 견인하고 있는 모습이다. 수강료 수입과 프랜차이즈 수입은 각각 8.6%, 4.2% 증가했다.

동사의 2023년 1분기 영업이익은 96억원으로 전년동기 대비 44.3% 증가했고, 영업이익률은 15.3%로 전년동기 대비 3.8%p 상승했다. 인력 증가와 일부 가맹점화의 직영화로 인해 인건비와 임대료 등이 증가했으나, 감가상각비가 감소하고 R&D비용이 줄어들면서 영업이익률은 개선되었다.

크레버스의 지배주주지분 당기순이익은 57억원으로 전년동기대비 195.9% 증가했다. 2022년 1분기에는 종속/관계기업관련 손실이 23억원이 발생했었다.

**크레비스 2023년 매출액 2,524억원(+11.0%YoY), 영업이익 328억원(+27.9%YoY), 영업이익률 13.0%(+1.7%pYoY) 예상**

크레비스의 2023년 매출액을 2,524억원(+11.0%YoY), 영업이익을 328억원(+27.9%YoY), 영업이익률을 13.0%(+1.7%pYoY)로 추정한다.

1) 작년과 같은 큰 폭의 재학생 감소가 발생하지 않고, 2) 센터를 늘리면서 예상되는 재학생 증가로 크레비스의 매출액은 11% 증가할 전망이다. 특히 상반기 가맹점을 10개 설립하고 하반기에도 추가 설립할 예정임을 감안하면 전년도 32% 감소했던 프랜차이즈 수익이 올해는 19%증가할 것으로 추정된다. 회사 측에 따르면 올해 3월 신학기 모집 호조로 재원생 수가 역대 최대인 9.6만명으로 레벨 업 되었다.

동사의 1) 비용절감 의지와 2) 영업레버리지 효과, 3) 전년도 빅베스에 따른 기저효과로 2023년 영업이익률은 13%로 전년 대비 1.7%p 개선될 것으로 예상된다.

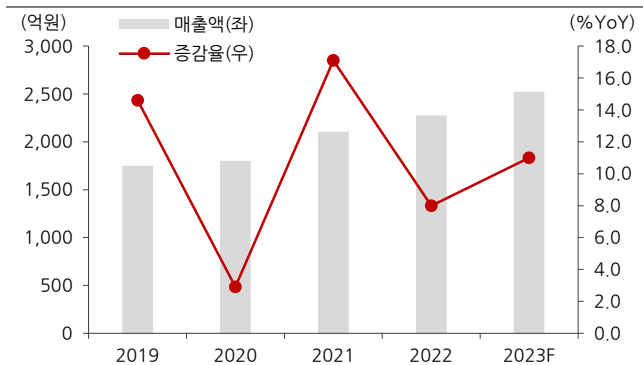
**실적 전망**

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	1,750	1,800	2,107	2,275	2,524
수강료수입	1,091	1,125	1,285	1,414	1,600
프랜차이즈수입	84	86	110	75	88
교재대수입	269	278	337	340	350
온라인수입	265	284	338	389	436
기타수익	41	27	37	58	50
영업이익	226	169	312	257	328
당기순이익	80	67	159	49	141
%YoY					
매출액	14.6	2.9	17.1	8.0	11.0
영업이익	43.5	-25.3	84.4	-17.8	27.9
당기순이익	11.1	-16.3	137.3	-69.2	187.8
영업이익률	12.9	9.4	14.8	11.3	13.0
당기순이익률	4.6	3.7	7.5	2.2	5.6

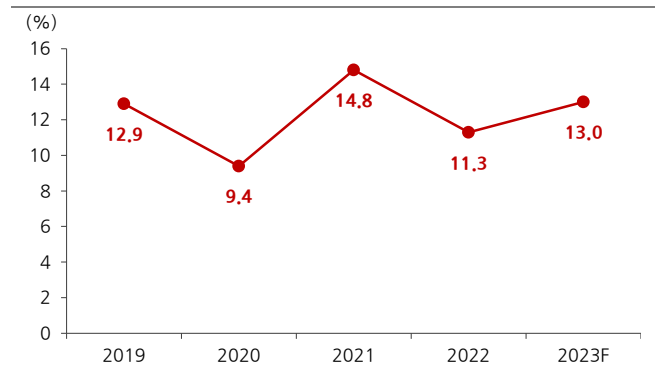
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

**크레비스 매출액과 증감을 추이 및 전망**



자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터

**크레비스의 영업이익률 추이 및 전망**



자료: 크레비스, 한국IR협회의 기업리서치센터



## Valuation

### 크레버스의 2023년 PER은 14.9배로 과거 PER밴드 추이에서 하단 수준

현재 크레버스의 2023년 예상 PER은 14.9배이다. 이는 2018년 이후 동사의 PER밴드(8배~35배)에서 하단 수준이다. 과거 추이 PER밴드에서 2022년은 제외했다. 왜냐하면 합병에 따른 재원생 감소 및 박배스 등 일회성 비용이 크게 발생해 이익의 변동성이 컸기 때문이다. 2022년 PER밴드는 39배~80배 수준이다

참고로, PBR은 크레버스의 밸류에이션을 과거 추이와 비교해서 평가 시 의미 있는 지표가 되지 못한다. 2022년 합병 시 기존 주주들의 주식매수청구권 행사로 인해 자사주를 3,324,909주를 취득함으로써, 자본이 790억원 감소했기 때문이다.

### 경쟁사 대비해서 PER은 높은 편

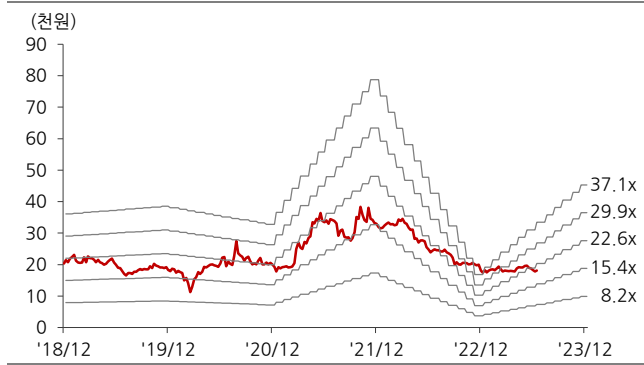
크레버스와 교육사업을 하는 경쟁사로는 정상제이엘에스, 디지털대성과 메가스터디교육이 있다.

특히 초·중등 학생을 대상으로 교육 사업을 영위한다는 점에서 정상제이엘에스이 동사와 비슷하다. 정상제이엘에스는 초·중등생을 대상으로 활용 위주 영어 교육 서비스를 제공하는 오프라인 기반 어학원이다. 관련해서 온라인 콘텐츠와 교재출판 및 유통사업도 주요 사업으로 진행하고 있다. 크레버스의 청담어학원과 차이점은 청담어학원은 가맹점 위주의 성장 전략을 구사하고 있는 반면, 정상제이엘에스는 직영점 중심의 성장 전략을 구사하고 있다는 점이다. 2023년 PER 비교 시 정상제이엘에스(시장 컨센서스 기준) PER은 7.0배로, 크레버스의 PER 대비 낮다.

디지털대성은 초등학생부터 중고등학생 및 N수생을 대상으로 교육 콘텐츠를 제공하는 기업이다. 초중학생을 대상으로 1) 독서논술 콘텐츠와 교습용 교재를 제공(한우리)하며 2) 재학생을 대상으로 전문학원 프랜차이즈('다수인', '대성N스쿨')을 운영한다. 고등학생 및 N수생을 대상으로는 1) 온라인 강의를 제공하고(대성마이맥), 2) 대입 수능학습과 기숙생활을 운영하며(대성학원, 대성N스쿨), 3) 국어콘텐츠 및 모의고사를 제공(이감)한다. 매출액의 70%~80%는 고등부분에서 발생하고 있다. 메가스터디교육은 고등학생 이러닝 사업부분에서 업계 1위를 차지하고 있으며, 이와 같은 지위를 활용해 초중등 및 성인부까지 이러닝 사업을 확장하고 있다.

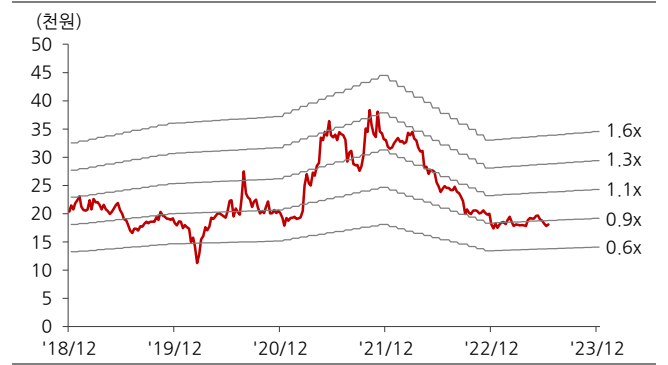
디지털대성과 메가스터디교육의 2023년 PER(시장 컨센서스 기준)은 각각 9.8배와 4.7배로 크레버스의 PER대비 낮다.

크레비스의 PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

크레비스의 PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 크레버스와 주요 경쟁사의 재무표 및 밸류에이션 지표 비교

(단위: 억원, %, 배)

	크레버스	정상제이엘에스	디지털대성	메가스터디교육
주가(원)	18,130	7,190	6,480	52,800
시가총액(억원)	2,093	1,127	1,824	6,264
자산총계(억원)	2019 1,934 2020 2,096 2021 2,299 2022 2,242	1,108 997 1,115 997	1,425 1,508 2,326 2,454	4,328 5,540 7,243 9,047
자본총계(억원)	2019 658 2020 804 2021 830 2022 453	640 641 720 778	833 861 1,459 1,547	2,468 2,661 3,389 4,207
매출액(억원)	2019 1,750 2020 1,800 2021 2,107 2022 2,275	936 854 1,017 1,108	1,406 1,485 1,969 2,108	4,373 4,747 7,039 8,360
영업이익(억원)	2019 226 2020 169 2021 312 2022 257	134 88 170 167	211 142 252 284	596 328 990 1,354
영업이익률(%)	2019 12.9 2020 9.4 2021 14.8 2022 11.3	14.3 10.3 16.7 15.1	15.0 9.6 12.8 13.5	13.6 6.9 14.1 16.2
당기순이익(억원)	2019 80 2020 67 2021 159 2022 49	77 67 136 133	149 87 171 182	470 215 812 1,036
ROE(%)	2019 12.1 2020 9.2 2021 19.4 2022 7.7	12.2 10.5 20.0 17.8	19.7 10.2 14.8 12.1	20.5 8.4 26.8 27.3
PER(배)	2019 18.1 2020 22.8 2021 15.6 2022 40.1 2023E 14.9	15.5 14.7 8.4 8.4 7.0	11.8 21.7 15.6 10.9 9.8	10.4 21.5 12.0 9.1 4.7
PSR(배)	2019 0.8 2020 0.9 2021 1.2 2022 0.9 2023E 0.8	1.3 1.2 1.1 1.0 0.9	1.3 1.3 1.4 0.9 0.8	1.1 1.0 1.4 1.1 0.6
PBR(배)	2019 1.9 2020 1.9 2021 3.0 2022 3.3 2023E 4.7	1.8 1.5 1.5 1.4 1.1	1.8 1.9 1.7 1.2 -	2.0 1.7 2.9 2.2 0.9
배당수익률(%)	2019 5.3 2020 4.0 2021 6.1 2022 9.9	5.7 6.8 7.3 7.4	3.9 3.6 3.3 3.0	2.7 1.9 2.4 2.6

주: 주가와 시가총액은 7월 11일 기준, 크레버스의 2023년 PER, PBR, PSR은 당사 추정치 기준, 경쟁사들은 시장 컨센서스 기준  
 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터





## 리스크 요인

### 크레버스의 리스크 요인은 학령인구 감소에 따른 매출 절감 우려

크레버스의 리스크 요인은 학령인구 감소에 따른 매출 절감 우려이다.

크레버스의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소이다.

초저출산 영향으로 2021년 270만명인 초등학교 학령인구는 2035년 152만명으로 44% 감소할 예정이다. 또한 중학교 학령인구도 137만명에서 76만명으로 45% 감소가 전망된다. 이에 따라 예상되는 학원 수강생 및 매출액 감소 우려가 동사 주가에 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>매출액</b>	1,750	1,800	2,107	2,275	2,524
증가율(%)	14.6	2.9	17.1	8.0	11.0
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	1,750	1,800	2,107	2,275	2,524
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	1,523	1,631	1,795	2,018	2,196
판매비율(%)	87.0	90.6	85.2	88.7	87.0
<b>EBITDA</b>	424	379	529	489	516
EBITDA 이익률(%)	24.2	21.1	25.1	21.5	20.5
증가율(%)	70.9	-10.6	39.5	-7.6	5.7
<b>영업이익</b>	226	169	312	257	328
영업이익률(%)	12.9	9.4	14.8	11.3	13.0
증가율(%)	43.5	-25.3	84.4	-17.8	27.9
<b>영업외손익</b>	-58	-27	-18	-129	-74
금융수익	8	6	6	4	4
금융비용	18	16	15	39	50
기타영업외손익	-48	-17	-10	-93	-27
종속/관계기업관련손익	-22	8	-45	-11	-11
<b>세전계속사업이익</b>	146	150	249	117	244
증가율(%)	25.9	2.5	66.1	-53.0	108.0
법인세비용	34	64	64	69	72
계속사업이익	112	86	185	48	172
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	112	86	185	48	172
당기순이익률(%)	6.4	4.8	8.8	2.1	6.8
증가율(%)	10.1	-22.9	114.6	-74.0	255.7
지배주주지분 순이익	80	67	159	49	141

**현금흐름표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	471	325	515	355	378
당기순이익	112	86	185	48	172
유형자산 상각비	178	200	207	215	172
무형자산 상각비	20	10	10	17	17
외환손익	1	4	0	1	0
운전자본의감소(증가)	19	-70	-41	-111	34
기타	141	95	154	185	-17
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-115	-55	-165	-315	-126
투자자산의 감소(증가)	42	40	27	27	-9
유형자산의 감소	3	2	0	2	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-105	-36	-79	-71	-85
기타	-55	-61	-113	-273	-32
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-253	-41	-323	-297	-138
차입금의 증가(감소)	-41	-28	0	495	11
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-68	-71	-147	-157	-149
기타	-144	58	-176	-635	0
<b>기타현금흐름</b>	-1	-0	2	2	16
<b>현금의증가(감소)</b>	102	229	29	-255	129
기초현금	192	294	523	552	297
기말현금	294	523	552	297	426

**재무상태표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>유동자산</b>	582	806	833	605	759
현금성자산	294	523	552	297	426
단기투자자산	82	95	105	119	131
매출채권	161	153	131	133	141
재고자산	20	15	16	14	15
기타유동자산	25	20	29	41	46
<b>비유동자산</b>	1,352	1,290	1,466	1,637	1,563
유형자산	630	591	576	439	352
무형자산	154	160	182	369	382
투자자산	193	172	187	196	204
기타비유동자산	375	367	521	633	625
<b>자산총계</b>	1,934	2,096	2,299	2,242	2,321
<b>유동부채</b>	806	775	806	1,091	1,138
단기차입금	380	380	321	614	614
매입채무	2	2	1	2	3
기타유동부채	424	393	484	475	521
<b>비유동부채</b>	252	288	462	682	692
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	40	101	376	376
기타비유동부채	252	248	361	306	316
<b>부채총계</b>	1,059	1,063	1,268	1,772	1,830
<b>지배주주지분</b>	658	804	830	453	444
자본금	38	38	39	59	59
자본잉여금	583	608	618	167	167
자본조정 등	-62	79	50	-729	-729
기타포괄이익누계액	-12	-19	-13	-25	-25
이익잉여금	110	98	136	981	973
<b>자본총계</b>	875	1,033	1,030	469	491

**주요투자지표**

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	18.1	22.8	15.6	40.1	14.9
P/B(배)	2.2	1.9	3.0	4.6	4.7
P/S(배)	0.8	0.9	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.5	4.6	5.2	6.0	5.5
배당수익률(%)	5.3	4.0	6.1	9.9	9.9
EPS(원)	1,037	882	2,120	453	1,219
BPS(원)	8,569	10,763	11,032	3,921	3,845
SPS(원)	22,799	23,564	28,163	20,904	21,867
DPS(원)	1,000	800	2,000	1,800	1,800
<b>수익성(%)</b>					
ROE	12.1	9.2	19.4	7.7	31.4
ROA	6.2	4.3	8.4	2.1	7.5
ROIC	19.3	15.8	35.1	21.7	38.9
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	72.2	104.0	103.3	55.4	66.7
부채비율	121.0	102.8	123.1	377.8	372.5
순차입금비율	27.4	-2.0	7.5	172.6	138.3
이자보상배율	12.4	10.5	21.1	6.5	6.5
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
매출채권회전율	11.0	11.5	14.8	17.2	18.4
재고자산회전율	83.6	101.3	136.5	151.0	174.2

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.