

하나 글로벌 리서치

2019년 5월 17일 | 중국

신동방온라인(1797.HK)



중국 최대 온라인 교육 플랫폼

'신동방(EDU.US)' 온라인 사업부문 분리 상장

신동방온라인(Koolearn)은 중국의 온라인 교육 플랫폼 중 매출액 기준 점유율 1위인 기업으로 2019년 3월 모회사인 신동방과 분리해 홍콩증시에 상장했다. 매출 구성은 대학교육 부문 비중이 72%로 가장 높으며, 그 외 K-12 비중이 16%, 외국어 자격증 시험 등을 포함한 기타 부문이 12%를 차지하고 있다.

모회사와의 시너지를 기반으로 가파른 외형성장 기대

신동방온라인의 가장 큰 경쟁력은 모기업인 신동방의 브랜드력과 방대한 학생 수이다. 모회사와의 시너지를 기반으로 마케팅 비용 부담이 상대적으로 적으며 신동방온라인의 신규 학생 확보 비용은 29% 수준으로 업종 평균인 60% 대비 크게 낮다. 또한, 경쟁력 있는 교육 콘텐츠와 라이브 스트리밍 방식의 양방향 소통 시스템을 기반으로 체험 회원에서 유료 회원으로의 전환율이 매우 높으며, 유료 회원수는 최근 회계연도 YoY 82%로 크게 증가했다.

중국의 온라인 교육 시장 규모는 1)사교육 시스템의 온라인화 진전과 2)소득수준 향상으로 인한 교육비 지출 증가로 2014-2017년 연평균 30%대의 고성장을 기록해왔다. 실제로 최근 10년간 중국의 1인당 평균 교육비 지출은 2배 증가했으며, 해외 유학생 수는 4배 증가했다. 중국의 높은 교육열과 소득수준 향상으로 교육비 지출 규모는 앞으로도 꾸준히 증가할 전망이다. 또한, 정부 주도의 고등교육 강화 정책 시행으로 학사 이상의 대학 및 대학원 입학률이 크게 상승하고 있으며, 이로 인한 사교육 수요가 높아지고 있다는 점도 긍정적으로 판단된다.

단기 유망종목으로 제시

중국 온라인 교육산업의 구조적인 성장과 교육비 지출 증가로 신동방온라인의 FY2019/2020 매출은 YoY 44%/55%의 고성장이 전망된다. FY2019 예상 PSR은 9.4배로 업종 평균(5.8배)을 상회하나, FY2019/2020 매출성장률(44%/55%)이 업종 평균(33%/25%)을 크게 상회하는 점을 감안 시 현재 주가 프리미엄은 타당하다는 판단이다. 현재 주가는 목표가 대비 30% 상승여력 있으며 단기 유망종목으로 추천한다.

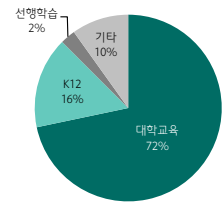
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★☆☆

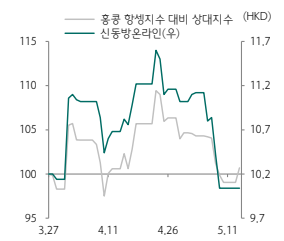
Key Data

국가	중국
상장거래소	홍콩거래소
산업 분류	자유소비재
주요 영업	소비자 서비스
홈페이지	www.koolearn.hk
시가총액(십억HKD)	9.9
시가총액(조원)	1.5
52주최고/최저(HKD)	12.08/9.53
주요주주 지분율(%)	
뉴 오리엔탈 에듀케이션	53.40
텐센트 홀딩스	9.66
블룸버그 목표가(HKD)	13.78
최근 증가(HKD)	10.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.3) - -
상대	3.9 - -

매출구성



Stock Price



Financial Data

백만 CNY	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
매출액	446	650	936	1,449
영업이익	65	58	(97)	(71)
순이익	94	91	(137)	(85)
EPS(CNY)	-	-	(0.2)	(0.1)
EPS(YOY, %)	-	-	적전	적지
ROE(%)	13.1	13.3	(4.5)	(0.9)
PSR(배)	-	-	9.4	6.1
PBR(배)	-	-	4.0	4.1
배당률(%)	-	-	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자



중국/신동방 기업분석 백승혜
02-3771-7521
sh_baek@hanafn.com

RA 문다솜
02-3771-7595
dasommun@hanafn.com

중국의 최대 온라인 교육 플랫폼

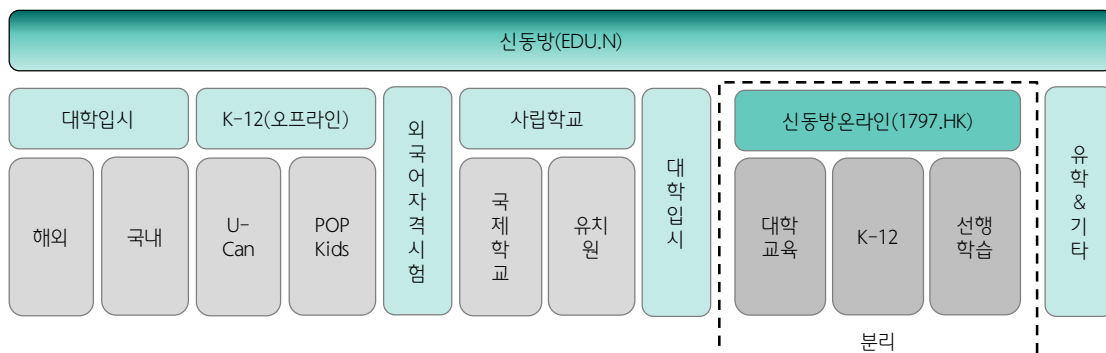
온라인 교육 플랫폼으로 모회사인
신동방과 분리해 홍콩증시에 상장

신동방온라인(1797.HK)은 신동방(EDU.N)의 온라인 교육 부문이 분리되어 설립된 자회사로 2019년 3월 28일 홍콩증시에 상장했다. 신동방온라인의 대주주 지분 현황은 회장 유민홍이 최대주주로 있는 신동방그룹의 지분이 53.7%로 가장 크고 텐센트의 Image Frame, Green Wood 자산운용사의 Dragon Cloud가 각각 9.9%, 5.6%의 지분을 보유하고 있다.

매출액 구성은 대학교육 72%,
K-12 16%, 기타 어학자격증 12%

신동방온라인의 매출 구성은 대학교육 부문 비중이 72%로 가장 높으며, 그 외 K-12 비중이 16%, 외국어 자격증 시험 등을 포함한 기타 부문이 12%를 차지하고 있다. 대학교육 부문은 대학 입시 준비 과정과 '대학영어(CET, 중국의 영어 자격증 시험)' 교육 등을 포함하며 시장 점유율 8.6%로 1위를 차지하고 있다. 중국의 학사 이상 졸업생은 국가공인 영어시험인 '대학영어 4-6급(CET)'을 필수로 합격해야 하며 CET 시험은 절대평가 형식으로 난이도가 높지 않아 온라인 교육 프로그램의 선호도가 높은 편이다. K-12(방과 후 전과목 수업) 부문은 중/고등학생을 대상으로 하는 'U-Can(优能)'과 초등학생 및 영유아를 대상으로 하는 'POP Kids(泡泡少儿)' 사업으로 구성되어 있다. 현재 대학교육 부문 매출 비중이 절대적이나 1)모기업 신동방의 핵심 사업인 오프라인 K-12의 콘텐츠 경쟁력과 2)중국의 조기교육 및 사교육 시장 확대에 향후 K-12 사업은 신동방온라인의 핵심 성장동력이 될 것으로 전망된다.

그림 1. 신동방 및 신동방온라인 사업 분리 현황



자료: 신동방, 하나금융투자

그림 2. 신동방온라인 주요사업 부문

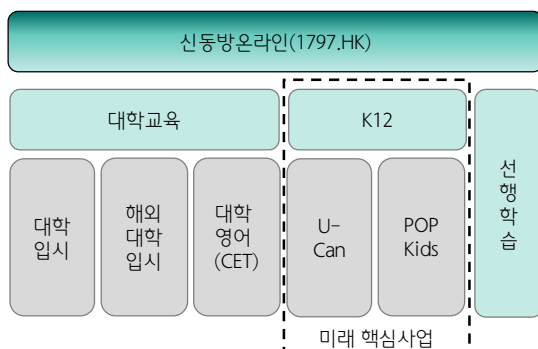
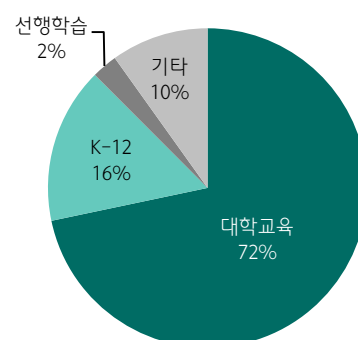


그림 3. 신동방온라인 매출 비중 (FY3Q19)



경쟁력 있는 콘텐츠와 브랜드력을 기반한 수익창출 역량 독보적

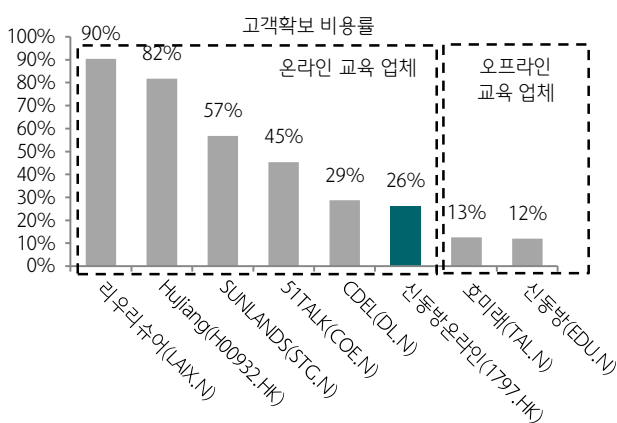
모회사의 브랜드력, 대규모 회원,
교육 콘텐츠는 신동방온라인의 가장
큰 강점

신동방온라인의 수익 창출 구조는 '신규 학생' 확보 후 '유료 회원'으로 전환이 핵심이다. 신동방온라인의 가장 큰 경쟁력은 모기업인 신동방의 브랜드력과 방대한 학생 수(157만 명)이다. 모회사와의 시너지를 기반으로 마케팅 비용 부담이 상대적으로 적으며 신동방온라인의 '신규 학생 확보 비용(1인당 판관비/객단가)'은 29% 수준으로 업종 평균인 60% 대비 크게 낮다. 유료 가입자를 확보하고 ARPU를 개선시키는 가장 좋은 방법은 경쟁사와 차별화되는 콘텐츠 경쟁력을 보유하는 것이다. 신동방온라인은 기존 온라인 교육의 단점을 개선한 수업방식과 세분화된 프로그램을 제공하고 있다. K-12의 경우 기존 온라인 교육 프로그램의 일방적인 소통구조를 개선하기 위해 라이브 스트리밍 형식의 O2O 수업방식을 채택하고 있으며, 메인강사와 보조강사를 분리해 학습효율을 극대화 시켰다. 차별화된 교육 시스템을 기반으로 신동방온라인의 유료 회원 수는 2018FY YoY +92%로 크게 증가했으며, 체험 회원에서 유료 회원으로의 전환율이 매우 높은 편이다.

향후 K-12 사업이 핵심 성장 동력

신동방온라인은 K-12 프로그램을 통한 시장 점유율 확대 전략을 발표했다. K-12 사업부문이 두 자릿수 고정상세를 지속함에 따라 매출 비중이 빠르게 확대(3Q19FY YoY +4%p) 되고 있으며 온라인 교육 시장의 구조적인 성장과 경쟁사 대비 독보적인 이익 창출능력을 기반으로 실적 성장세가 유효할 전망이다. 실제로 2019회계연도 3분기(2018년 12월-2019년 2월) 신동방 매출은 7.9억달러(YoY +28.9%)로 잠정치(YoY +25%~28%)를 상회하는 호실적을 시현했으며 이는 K-12의 고성장(YoY +37%)에 기인한다. K-12 중 U-Can 매출은 YoY +37%, POP Kids 매출은 YoY +41%를 기록하며 전체 실적을 견인했다.

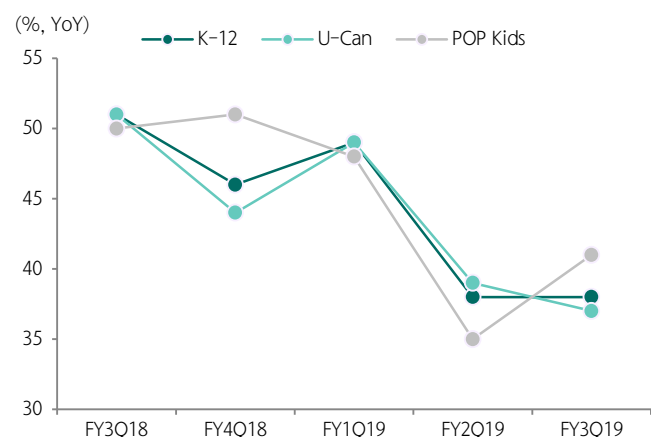
그림 12. 교육 업체 고객확보 비용률



주: 고객확보 비용률 = 판관비/객단가*100%

자료: Wind, 각사, 하나금융투자

그림 13. 신동방 K-12 매출



자료: 신동방, 하나금융투자

중국 교육 시스템의 온라인화 가속화 중

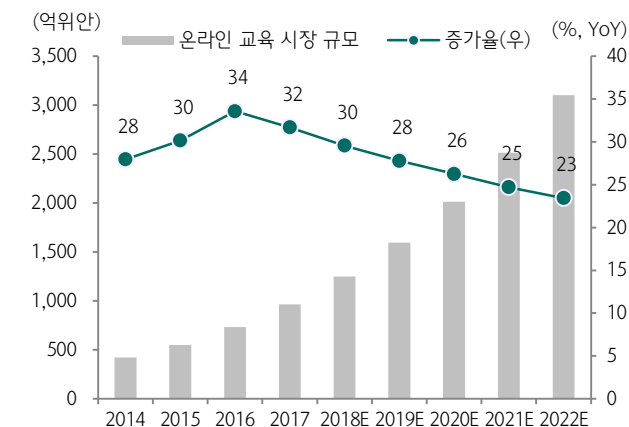
최근 3년 중국 온라인 교육시장은
CAGR 30%대 고성장 기록

2022년 시장 규모는 2017년의 3배
수준으로 빠르게 성장할 전망

중국의 온라인 교육 시장 규모는 2017년 기준 약 964억위안(약 16.6조원)으로 2014-2017년 연평균 30%대의 고성장을 기록했다. 이는 1)사교육 시스템의 온라인화 진전과 2)소득수준 향상으로 인한 교육비 지출 증가에 기인한다.

2018년 기준 중국의 인터넷 보급률과 인터넷 사용자 수는 각각 60%, 8.3억명으로 2010년(34%, 4.6억명)의 약 2배 수준으로 빠르게 증가했다. 온라인 교육 플랫폼 이용률(전체 인터넷 이용자 중 교육 플랫폼 이용자 비중)은 24%로 타 취미/여가 플랫폼의 평균 이용률(60%)을 크게 하회하고 있으나, 교육 플랫폼의 온라인화가 가속화됨에 따라 온라인 교육 플랫폼 이용률이 빠르게 상승하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 실제로 2018년 온라인 교육 플랫폼 이용률은 전년대비 4%p 상승하며 쇼핑 플랫폼 다음으로 가장 큰 상승폭을 보였다. 교육 플랫폼의 온라인화 기조는 지속될 전망이다며 신규 학생 유입으로 인한 온라인 교육 시장의 외형성장이 기대된다. 중국의 온라인 교육 시장은 2022년까지 20% 이상의 고성장이 예상되며 2017년의 3배 규모로 성장할 전망이다.

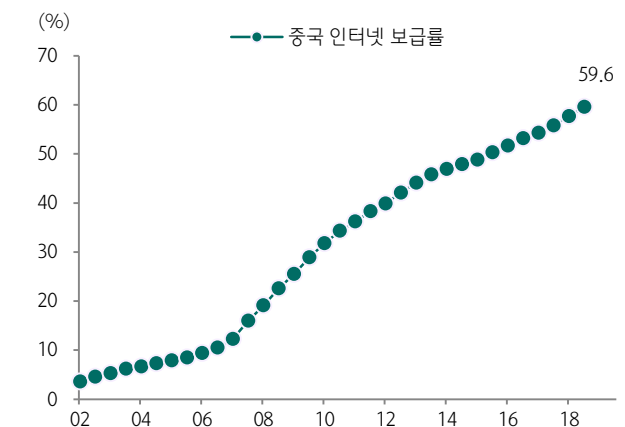
그림 4. 중국 온라인 교육 시장 규모



주: 매출총액 기준

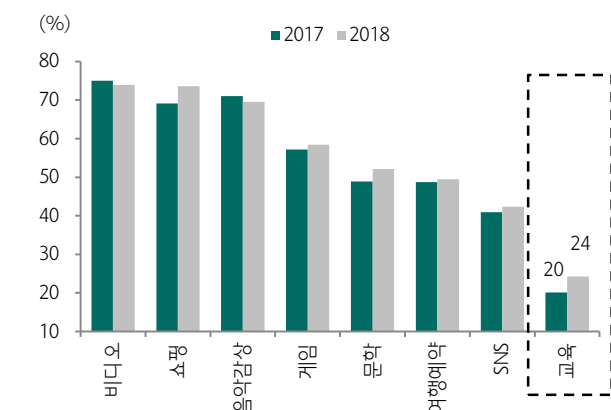
자료: Frost & Sullivan Report, 하나금융투자

그림 5. 중국 인터넷 보급률



자료: Wind, 하나금융투자

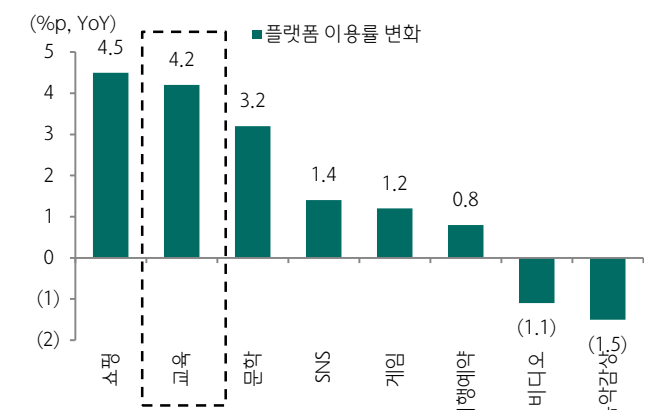
그림 6. 중국 플랫폼 이용률



주: 플랫폼 이용률 = 플랫폼 이용자 수/전체 인터넷 이용자 수*100%

자료: Wind, 하나금융투자

그림 7. 중국 플랫폼 이용률 변화 (2018년)



주: 플랫폼 이용률 = 플랫폼 이용자 수/전체 인터넷 이용자 수*100%

자료: Wind, 하나금융투자

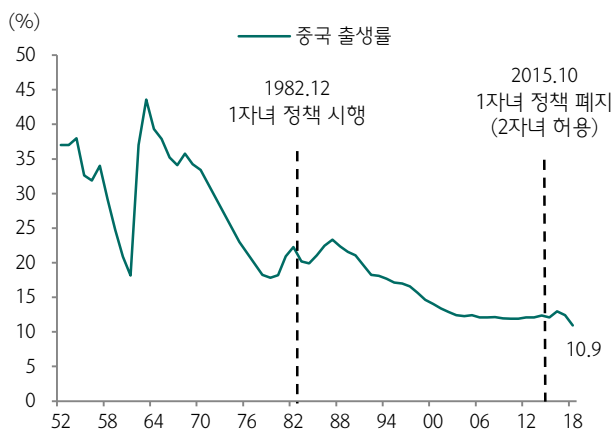
'1자녀'에 대한 교육비 지출 꾸준히 증가

중국의 높은 교육열과 소득 수준
향상으로 자녀에 대한 교육비 지출
꾸준히 증가 중

중국의 출생률은 산아제한 정책 시행으로 1986년 22.4%에서 2004년 12.3%로 가파른 하락세를 보였으며, 2004년 이후 10%대의 안정적인 인구 저성장 국면에 들어섰다. 2015년 10월 중국의 '1자녀 정책'이 폐지되었으나 출산 부양 효과는 제한적인 상황이다. 실제로 1) 노령인구 증가에 따른 사회적 부양 부담 증가, 2)제한적인 임금 상승률, 3)젊은 세대의 소수 자녀 선호 현상 등으로 인해 2018년 출생률은 역대 최저 수준인 10.9%를 기록했다.

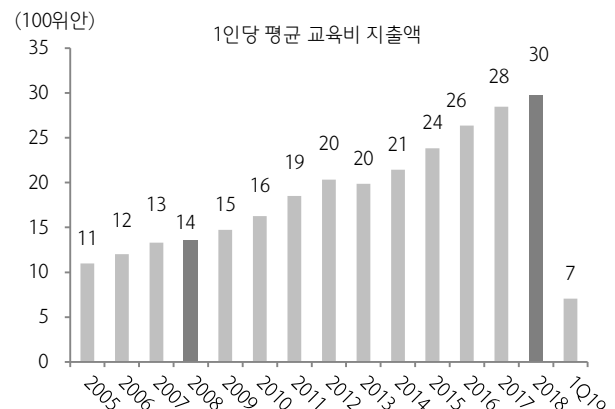
반면 가계 소득은 2004년 이후 연평균 10%의 속도로 빠르게 향상되었으며, 자녀 한 명에 대한 해외유학 및 사교육 수요도 꾸준히 증가해왔다. 중국의 1인당 평균 교육비 지출은 2008년 1,358위안 수준에서 2018년 2,974위안으로 최근 10년 간 2배 증가했으며, 해외 유학생 수는 10년 사이 4배 수준으로 증가했다. 중국의 높은 교육열과 소득수준 향상으로 소수 자녀(2자녀 이하)에 대한 교육비 지출 규모는 앞으로도 꾸준히 증가할 전망이다.

그림 8. 출생률은 산아정책 완화에도 지속 둔화 중



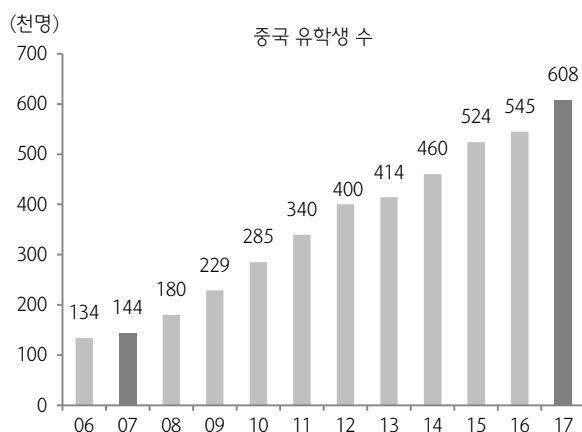
자료: Wind, 하나금융투자

그림 9. 중국 1인당 평균 교육비 지출액은 최근 10년 간 2배 증가



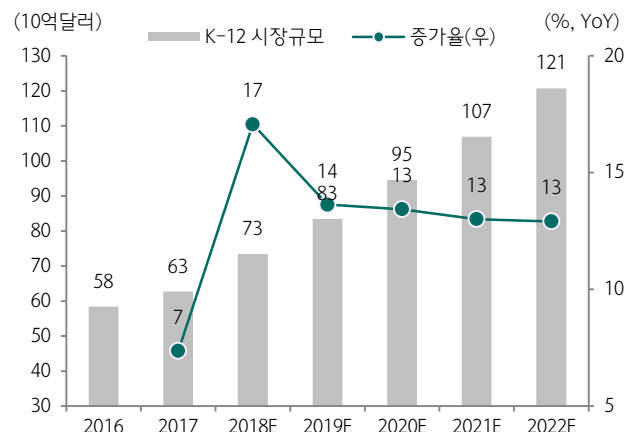
자료: Wind, 하나금융투자

그림 10. 중국 유학생 수는 최근 10년 간 4배 증가



자료: Wind, 하나금융투자

그림 11. 중국 K-12 시장규모



자료: Wind, 하나금융투자

고등교육 강화 정책은 사교육 시장에도 긍정적

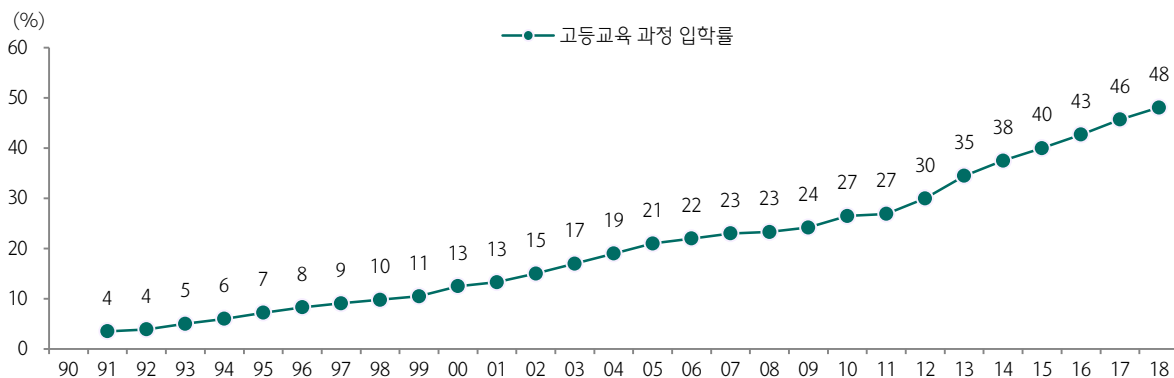
정부는 교육 강국으로의 성장 목표를 표명하며 대규모 예산 투입 결정

정부 주도의 고등교육 강화 정책도 중국 사교육 시장에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 중국 정부는 교육 수준 향상을 위해 13차 5개년 계획의 일환으로 2020년까지 대학 입학률 50%(2018년 48%) 달성을 목표하고 있으며, 2019년 2월에는 '교육 현대화 2035(中国教育现代化 2035)' 계획 발표와 함께 교육 강국으로의 성장 목표를 구체화했다. '교육 현대화 2035'은 유치원 입학 장려, 직업/일반 중/고등학교의 교육 수준 향상 등을 포함하며 정부는 2035년까지 중국 GDP의 4%에 해당하는 예산을 교육 부문에 투자할 계획이다.

고등교육 수요 증가는 신동방온라인의 매출 증대로 이어질 것

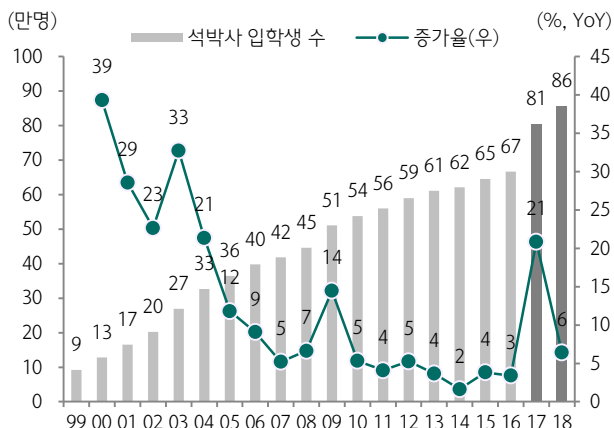
정책 시행으로 학사 이상의 고등교육에 대한 중국인의 수요가 빠르게 증가하고 있다. 실제로 학사 이상 교육 과정의 입학률은 2008년 23%에서 2018년 48%로 최근 10년 간 2배 이상 증가했다. 정부의 고등교육 굴기를 바탕으로 중국인의 전반적인 사교육 수요는 꾸준히 증가할 전망이며, 이는 신동방온라인의 매출 증대로 이어질 것으로 기대된다.

그림 14. 중국 고등교육 입학률



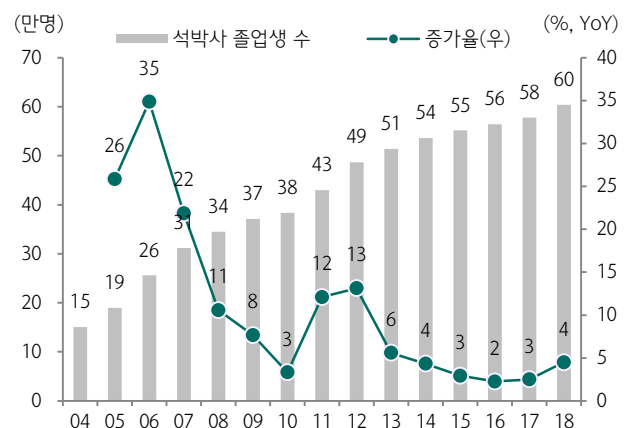
주: 고등교육은 학사이상 교육과정을 뜻함
자료: Wind, 하나금융투자

그림 16. 중국 석박사 입학생 수



자료: Wind, 하나금융투자

그림 17. 중국 석박사 졸업생 수



자료: Wind, 하나금융투자

향후 2년간 가파른 외형성장 전망, 단기 유망종목으로 제시

FY2019/FY2020년 매출 YoY 44%/55% 고성장 전망

중국 온라인 교육 산업의 구조적인 성장과 교육비 지출 증가로 신동방온라인의 FY2019(2018년 6월-2019년 5월)와 FY2020(2019년 6월-2020년 5월)의 매출액은 각각 YoY 44%/55%의 고성장을 기록할 전망이다. 가파른 외형 성장을 기반으로 매출총이익률도 FY2019 57.8%, FY2020 58.4%로 개선이 예상된다. 초기 마케팅 비용 증가로 FY2019~2020 순이익은 적자가 전망되나, FY2021을 기점으로 흑자 전환이 예상된다.

최근 증시 조정으로 밸류에이션 부담 해소. 업종 평균 대비 PSR 높으나 peer 대비 압도적인 매출성장을 감안 시 주가 프리미엄 타당

신동방온라인의 주가는 지난 3월 28일 홍콩증시에 상장한 이후 고점까지 13.7% 상승했으나 4월 말 이후 중국 증시가 조정 받으며 상승폭을 모두 반납한 상황이다. 신동방온라인의 예상 PSR(매출액 대비 주가)은 FY2019 기준 9.4배로 업종 평균 PSR인 5.8배를 상회하고 있으나, FY2019/2020 매출성장률(44%/55%)이 업종 평균(33%/25%)을 크게 상회하는 점을 감안 시 현재 주가 프리미엄은 타당하다는 판단이다. 현재 주가는 목표가 대비 30% 상승여력이 있으며 단기 유망종목으로 추천한다.

표 1. 중국 Peer 그룹 비교

종목명 (티커)	시가총액 (백만USD)	매출성장률		순익성장률		P/S		P/E		P/B		ROE	
		FY19	FY20	FY19	FY20	FY19	FY20	FY19	FY20	FY19	FY20	FY19	FY20
신동방온라인 (1797.HK)	1,253	43.9	54.8	적전	적지	9.4	6.1	-	-	4.0	4.1	(4.5)	(0.9)
중국 웨이화 교육 집단 (6169.HK)	1,369	33.3	29.2	68.9	40.9	5.9	5.3	18.2	13.3	2.9	2.6	17.4	21.4
징루이 에듀케이션 (ONE.US)	1,206	24.9	19.5	14.4	19.2	2.2	1.6	12.5	10.5	2.1	1.9	16.7	17.8
차이나 메이플 리프 (1317.HK)	1,287	42.8	33.1	34.3	36.0	4.9	4.1	21.6	16.6	7.5	5.3	45.8	42.5
버센드 에듀케이션 (1565.HK)	1,121	34.8	21.1	30.7	24.8	6.1	4.7	18.9	15.1	3.5	3.0	19.8	21.4
루이지엔 에듀케이션 (6068.HK)	1,431	35.3	12.2	31.6	18.4	4.4	3.6	13.9	11.9	2.4	2.2	18.7	19.2
희망 에듀케이션 (1765.HK)	968	22.6	19.3	154.5	30.5	5.2	4.4	14.1	11.1	1.5	1.4	10.0	11.5
중국 커피이 에듀케이션 (1890.HK)	887	27.8	12.4	20.5	15.0	8.3	7.4	15.1	12.5	2.3	2.1	22.9	21.5
중국 평균		33.2	25.2	13.1	26.4	5.8	4.6	16.3	13.0	3.3	2.8	18.4	19.3

주1: 회계연도 기준(신동방온라인 5월, 차이나 메이플 리프/징루이/루이지엔/웨이화 8월, 버센드/희망/커피이 12월 결산). 주2: PSR = 시가총액/매출액
자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 백만CNY)

	FY2016	FY2017	FY 2018	FY 2019(E)	FY 2020(E)
매출	334	446	650	936	1,449
매출총이익	109	143	253	538	837
판매비	174	239	341		
영업이익	59	65	58	(97)	(71)
이자 비용	-	-	-		
기타영업손익	(8)	(37)	(31)		
세전이익	67	102	93		
법인세	8	10	11		
소수주주이익	0	(2)	(9)		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	60	94	91	(137)	(85)
성장율(YoY)					
매출	-	33.5	45.8	43.9	54.8
영업이익	-	10.0	(11.3)	적전	적지
순이익	-	57.8	(2.8)	적전	적지
수익성(%)					
매출총이익률	67.4	68.0	61.2	57.5	57.8
영업이익률	17.7	14.6	8.9	(10.4)	(4.9)
순이익률	17.8	21.1	14.0	(14.6)	(5.9)

자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표

(단위: 백만CNY)

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
유동자산	-	-	881	1,029	1,200
현금성자산	-	-	77	42	709
매출채권	-	-	-	5	7
비유동자산	-	-	62	119	221
투자자산	-	-	39	90	125
유형자산	-	-	11	10	21
자산총계	-	-	942	1,148	1,421
유동부채	-	-	295	531	531
비유동부채	-	-	5	5	11
부채총계	-	-	301	536	542
자본금	-	-	606	658	164
이익잉여금	-	-	36	131	131
자본총계	-	-	642	792	878

투자지표

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019(E)	FY2020(E)
주당지표(CNY)					
EPS	-	-	-	(0.2)	(0.1)
BPS	-	-	-	2.3	2.3
SPS	0.6	0.6	0.9	-	-
DPS	-	-	-	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	4.0	4.1
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	9.2	6.0
배당수익률(%)	-	-	-	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	-	-
재무비율(%)					
ROE	-	13.1	13.3	(4.5)	(0.9)
ROA	-	9.0	7.1	(6.1)	(2.7)
ROIC	-	9.0	6.9	-	-
부채비율	0.0	0.0	0.0	-	-
유동비율	3.0	2.9	2.3	-	-
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표

(단위: 백만CNY)

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
영업활동 현금흐름	-	-	97	146	195
감가/무형상각비	-	-	5	5	6
비현금자본증감	-	-	45	44	140
투자활동	-	-	0	0	0
유형자산처분	-	-	0	0	0
유형자산취득	-	-	(6)	(5)	(19)
투자자산증감	-	-	(530)	(221)	530
재무활동	-	-	446	58	9
배당금	-	-	0	0	0
단기부채증감	-	-	-	-	-
장기부채증감	-	0	0	0	0
자본금증감	-	-	446	53	591
잉여현금흐름	-	-	91	141	176

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 5월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(백승혜)는 2019년 5월 17일 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.