

메가스터디교육(215200)

다시 성장을 앞둔 종합 교육 플랫폼 기업

BUY(신규)

목표주가(원)	110,000
현재주가(원)	74,600
시가총액(십억원)	884.9
KOSDAQ 지수(p)	741.25
액면가(원)	100
발행주식수(천주)	11,862
Analyst	홍종모
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

> '23년 수능교육, 이제는 성장하는 시장

- 주력인 고등부 실적은 정시비율 확대에 의한 시장 성장과 점유율 확대, ASP 증가로 지속적으로 성장세를 이어왔으나 학령인구 감소에 대한 우려 때문에 저평가 받아왔다.
- 국내 고등학생 수는 이미 '21년을 기점으로 감소폭이 둔화되었으며, '23년부터는 증가세로 돌아섰으며, 졸업생 응시자 수도 증가 추세이다.
- 인당 사교육비도 증가추세에 있어 '23년을 기점으로 향후 수능 교육시장의 성장률은 큰 폭의 상승이 기대된다.

> 전 연령대를 아우르는 종합 교육기업

- 고등부 외에도 초중등부에서 공무원, 성인교육에 이르기까지 전연령대에서 성장이 기대된다.
- 특히 초등부는 온라인 시장 침투율이 증가하면서 시장이 성장하는 가운데 점유율도 상승세를 보이고 있다. 비즈니스 모델 특성상 매출과 수익성 모두 성장이 기대된다.

> 에스티유니타스 인수, 공무원 시장 점유율 확대

- 당사는 '22년 10월 1,800억원 밸류로 에스티유니타스 인수를 공시했으며 공정거래위원회 심사를 앞두고 있다.
- 에스티유니타스의 공단기 브랜드는 공무원 시장에서 선두에 있는 서비스로 인수 이후 큰 폭의 점유율 상승이 기대된다. 인수 후 비용구조 개선이 예상되며, 당사는 이미 과거에도 서비스 인수 후 수익성을 개선한 경험이 있는 만큼 이익단에서도 기여할 것으로 보인다.

Price Chart



실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2019	437.3	59.6	48.4	3,985	20.4	10.4	2.0	5.0
2020	474.7	32.8	21.0	1,816	8.4	21.5	1.7	5.5
2021	703.9	99.0	81.5	6,846	26.8	12.0	2.9	6.0
2022F	850.0	140.0	103.3	8,878	27.8	9.0	2.2	4.4
2023F	970.0	170.0	132.2	10,977	27.5	6.8	1.7	3.5

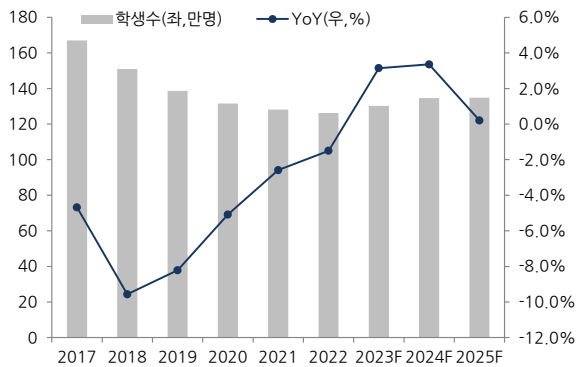
‘23년 수능교육, 이제는 성장하는 시장

주력인 고등부 실적은 정시확대로 인한 시장 성장과 점유율 확대, ASP 증가로 지속적인 성장세를 이어왔으나 학령인구가 감소한다는 우려 때문에 지금까지 시장에서 과도하게 디스카운트 되어왔다. 그러나 ‘23년을 기점으로 향후 수능교육 시장 성장률은 큰 폭의 상승이 기대된다.

먼저 ‘23년부터는 고등부 시장 Q의 성장이 기대된다. [그림 1]에서 볼 수 있듯이 국내 고등학교 학생 수는 ‘21년을 기점으로 감소폭이 둔화되기 시작했으며 ‘23년부터 ‘10년 이후 13년만에 증가세로 돌아선다.

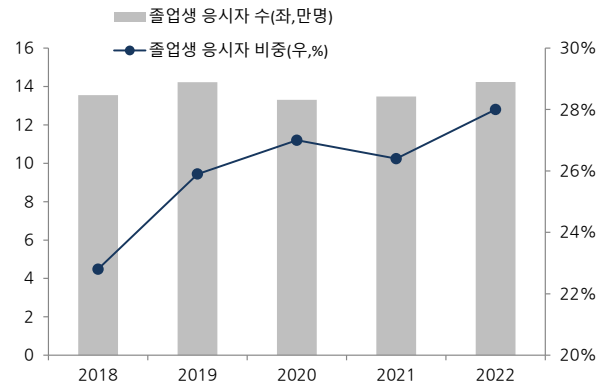
여기에 더해 졸업생 응시자가 증가하는 점도 긍정적이다. 졸업생 수능 응시자수는 정시 비중이 줄어들며 한때 12만명대까지 하락했으나 정시 확대와 문이과 통합수능 실시로 인해 ‘19년부터 매년 증가추세를 보이고 있다. 특히 2023학년도(‘22년) 수능은 졸업생 응시자수가 14.2만명을 기록하며 전체 응시자 중 비중도 22년만에 최고치인 28%를 기록했다. 수능시장에서 상위권 대학 선호도가 높아지는 추세이기 때문에 2024학년도(‘23년) 수능 역시 졸업생 응시자는 증가할 것으로 예상된다.

그림1 국내 고등학생 수 추이 - '23년부터 증가



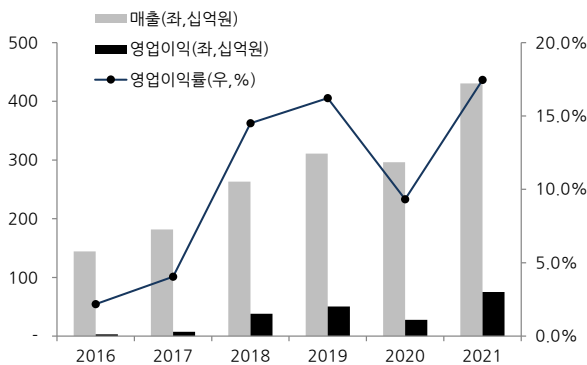
자료: KOSIS, 한국교육개발원, 유화증권

그림2 수능 졸업생 응시자 수 및 응시자 중 졸업생 비중 추이



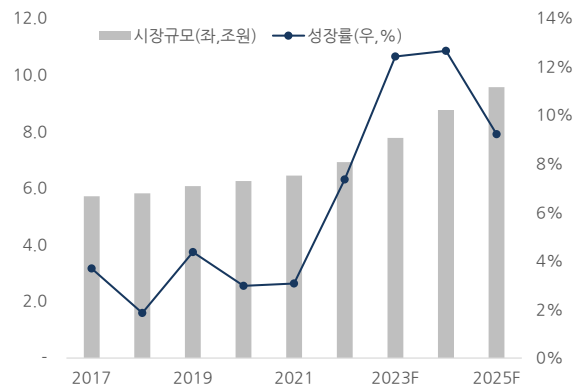
자료: 한국교육과정평가원, 유화증권

그림3 메가스터디교육 고등부 실적 - 학생수 감소기에도 성장



자료: 유화증권

그림4 고교 사교육 시장규모 전망 - '23년부터 성장률 UP



자료: KOSIS, 한국교육개발원, 유화증권

이렇게 시장 저하 요인인 Q 감소가 해소되면서 '23년부터 시장 성장률도 상승이 기대된다. 학령인구 감소에도 불구하고 고교 사교육 시장은 인당 사교육비 지출이 증가하면서 평균 3~4% 수준의 성장률을 유지해왔다. [그림 4]에서 볼 수 있듯이 향후 인당 사교육비 증가율이 지난 3년간 평균인 9% 수준을 유지한다고 가정할 경우 고교 사교육 시장규모는 '21년 6.4조원에서 '25년 9.6조원으로 CAGR 10.4%의 성장이 가능하다. 고교 수능시장은 상위 3개사가 과점한 시장이며, 그 중에서도 메가스터디 교육은 점유율 1위를 유지하고 있어 시장 성장에 따른 수혜를 누릴 것으로 기대된다.

그림5 메가패스 상품별 가격

예비고3	예비고2	예비고1
<p>유급형</p> <p>예비고3 프리미엄 50 0원 메가패스</p> <p>[2023년 11월 30일까지] 1,120,000원</p> <p>대상 강좌 전 영역 전 강좌</p> <p>수강 기간 2023년 11월 30일까지</p> <p>교재 개월 500,000원 + 추가 증정 50,000원</p>	<p>유급형</p> <p>예비고3 프리미엄 30 0원 메가패스</p> <p>[2023년 11월 30일까지] 920,000원</p> <p>대상 강좌 전 영역 전 강좌</p> <p>수강 기간 2023년 11월 30일까지</p> <p>교재 개월 300,000원 + 추가 증정 30,000원</p>	<p>유급형</p> <p>예비고3 베이직 0원 메가패스</p> <p>[2023년 11월 30일까지] 620,000원</p> <p>대상 강좌 전 영역 전 강좌</p> <p>수강 기간 2023년 11월 30일까지</p>

그림6 강사 영입추이 - 전 과목에 걸쳐 라인업 강화

2015	현우진(수학)
2016	조정식(영어), 이다지(사탐)
2017	김동욱(국어), 한종철(과탐)
2018	김종익(사탐), 손고운(사탐)
2020	오지훈(과탐), 배기범(과탐), 백호(과탐)
2021	강민철(국어)
2022	전형태(국어), 정훈구(과탐)

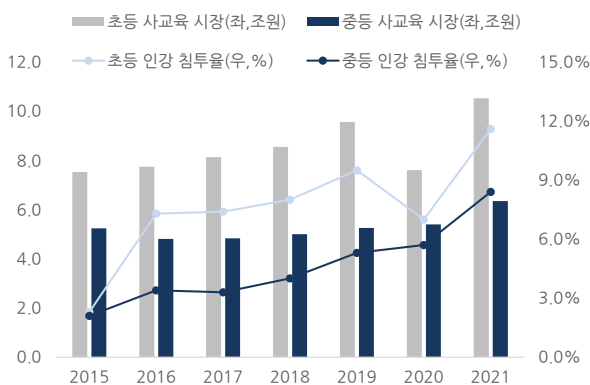
자료: 메가스터디교육, 유화증권

자료: 메가스터디교육, 유화증권

시장 성장 외에도 회사 입장에서도 추가적인 성장률 상승도 기대된다. 동사의 고등부 패키지인 메가패스는 이미 입시시장에선 필수 서비스로 인식이 되고 있으며 매년 ASP 상승이 기대된다. '23년 기준 교재가 포함되지 않은 베이직 상품 기준으로 하이스쿨 수준의 ASP 상승이 예상되며, 교재가 포함된 프리미엄 패스상품 비중도 증가 추세다.

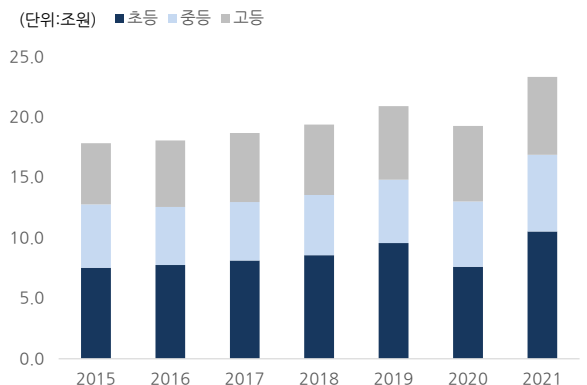
ASP가 상승하긴 했으나 1) 패스상품이 전 과목을 커버 가능한 패키지임에도 가격이 고교 연평균 인당 사교육비 대비 10% 수준에 머무를 정도로 낮고 2) 일타강사인 현우진과 재계약이 완료된 데다가 다른 과목의 신규 일타강사 영입도 지속적으로 이뤄지며 경쟁력도 높다는 점을 감안하면 시장에서 수용 가능한 수준이라 판단한다.

그림7 초중등 사교육 시장규모와 인강 침투율



자료: KOSIS, 한국교육개발원, 언론종합, 유화증권

그림8 초중고 교육시장 - 초등부가 고등부 대비 1.5배 수준



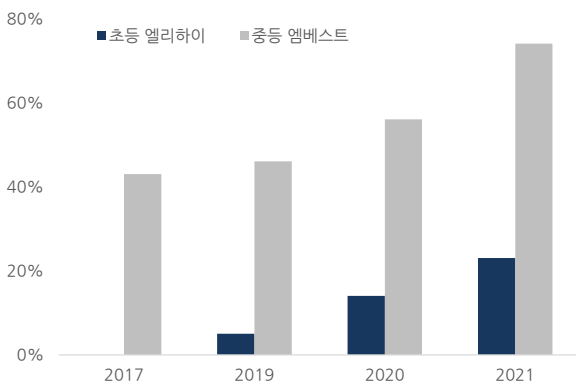
자료: KOSIS, 한국교육개발원, 유화증권

이제는 전 연령대를 아우르는 종합 교육기업

‘23 년은 전 연령대에서 실적 성장이 기대된다. ‘21 년 기준 중등부와 초등부 시장규모는 각각 6.3 조원, 10.5 조원으로 고등부 대비 1~1.5 배에 달하지만, 인터넷 강의 침투율이 낮아 오프라인 위주 중소규모 기업 위주 시장이었다. 다만 ‘18 년 이후 침투율이 빠르게 올라가고 있어 수혜가 기대된다. 메가스터디교육은 이미 중등부에선 점유율 1 위이며 초등부도 ‘18 년말 런칭한 엘리하이가 3 년차에 점유율 20%를 넘어서며 성장세를 보이고 있다. 비즈니스 특성상 향후 큰 폭의 영업 레버리지 효과가 예상된다.

또한 ‘23 년은 공무원 시장 점유율 확대도 앞두고 있다. 동사는 ‘22 년 10 월 1,800 억원 밸류로 에스티유니타스 인수를 공시했으며 공정위 심사 대기중이다. 에스티유니타스의 공단기 브랜드는 공무원 시장에서 선두에 있는 만큼 점유율 상승이 기대되며, 동사는 과거에도 서비스 인수 후 수익성을 개선한 적이 있는 만큼 인수 후 비용구조 개선이 진행되면 이익단에 기여할 것으로 보인다. 인수가 마무리되지 않아 실적추정에선 제외했으나 업데이트 예정이다. 지속적인 연령대 확장으로 ‘22 년 기준 이미 고등부 매출비중이 60% 수준으로 내려온 만큼 실적과 밸류에이션 모두 레벨 업이 기대된다.

그림9 초중등 시장점유율 추이



자료: 메가스터디교육, 언론종합, 유화증권

그림10 에스티유니타스 브랜드



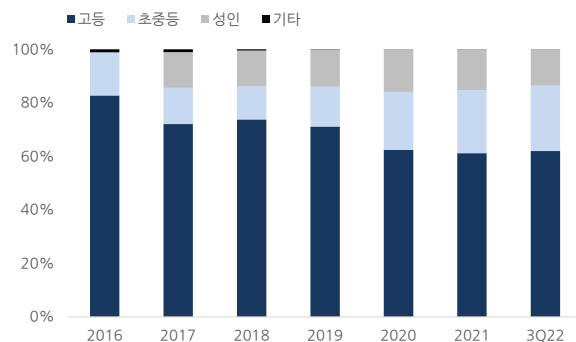
자료: 에스티유니타스, 언론종합, 유화증권

그림11 전 연령대를 아우르는 서비스 수직계열화 완성



자료: 메가스터디교육, 유화증권

그림12 매출 다변화 추세



자료: 메가스터디교육, 유화증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
자산총계	432.8	554.0	724.3	786.1	882.2
유동자산	90.7	123.9	261.0	271.8	305.1
현금및현금성자산	6.6	58.8	112.2	152.5	171.2
단기금융자산	35.9	7.2	70.2	26.6	29.9
매출채권및기타채권	24.7	34.4	44.3	40.6	45.6
재고자산	6.9	10.1	13.8	23.5	26.3
비유동자산	342.2	430.1	463.3	514.3	577.1
장기금융자산	9.7	11.1	24.8	28.4	31.9
관계기업등투자자산	0.0	2.0	2.9	2.0	2.3
유형자산	177.6	178.3	187.6	231.5	259.7
무형자산	48.7	75.1	70.1	70.2	78.7
부채총계	182.3	277.1	370.2	352.0	340.8
유동부채	147.6	220.3	317.8	283.7	318.4
단기차입부채	16.8	27.2	33.2	35.6	39.9
기타단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	44.4	67.4	78.0	79.9	89.7
비유동부채	34.7	56.8	52.4	68.3	22.4
장기차입부채	15.5	50.0	47.1	42.2	47.4
기타장기금융부채	0.0	2.3	0.0	0.5	0.6
자본총계	250.6	276.9	354.1	434.1	541.4
지배주주지분	246.8	266.1	338.9	419.7	526.9
비지배주주지분	3.8	10.9	15.3	14.4	14.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동현금흐름	61.7	96.6	192.4	149.6	157.7
당기순이익	48.4	21.0	81.5	103.3	132.2
현금유입없는손익	59.1	73.0	89.3	112.3	114.3
자산상각비	42.0	53.1	61.6	71.1	78.8
영업자산부채변동	-30.7	14.2	26.0	-29.6	-54.0
매출채권증감	-10.1	-25.9	-11.5	2.6	-5.0
재고자산증감	-3.9	-3.3	-4.0	-9.5	-2.9
매입채무증감	-1.0	4.1	7.4	3.2	9.8
투자활동현금흐름	-43.0	-12.4	-107.3	-51.5	-123.8
투자활동현금유입액	61.3	74.0	211.8	135.6	0.0
유형자산	2.0	0.4	0.1	0.0	0.0
무형자산	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
투자활동현금유출액	104.3	86.4	319.2	187.1	123.8
유형자산	27.7	16.4	27.5	69.4	85.8
무형자산	4.5	26.6	8.4	15.0	29.8
재무활동현금흐름	-31.0	-32.1	-31.6	-42.4	-15.3
재무활동현금유입액	5.7	15.2	17.0	15.5	9.5
단기차입부채	4.1	13.0	14.0	14.3	4.3
장기차입부채	0.0	0.0	0.5	1.2	5.2
재무활동현금유출액	26.7	34.4	39.7	34.3	1.3
단기차입부채	7.1	10.2	12.4	12.0	0.0
장기차입부채	19.6	24.2	27.0	22.2	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	-15.8	-0.0
연결범위변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0
현금변동	-12.3	52.2	53.5	40.3	18.6
기초현금	18.9	6.6	58.8	112.2	152.5
기말현금	6.6	58.8	112.2	152.5	171.2

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	437.3	474.7	703.9	850.0	970.0
매출원가	187.3	213.3	316.4	372.4	417.1
매출총이익	250.1	261.4	387.5	477.6	552.9
판매비와관리비	190.4	228.6	288.5	337.6	382.9
영업이익	59.6	32.8	99.0	140.0	170.0
EBITDA	101.7	86.0	160.6	211.1	248.8
비영업손익	1.6	-4.3	10.2	-0.6	-0.5
이자수익	0.9	0.9	1.6	4.3	5.4
이자비용	1.1	2.2	2.7	2.7	2.9
배당수익	0.2	0.3	0.0	0.1	0.0
외환손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등관련손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.9	-0.8
기타비영업손익	1.7	-3.1	11.3	-1.3	-2.3
세전계속사업이익	61.2	28.5	109.2	139.4	169.5
법인세비용	12.8	7.5	27.7	36.1	37.3
연결실체변동관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	48.4	21.0	81.5	103.3	132.2
지배주주순이익	47.0	21.5	81.2	105.3	130.2
비지배주주순이익	1.4	-0.5	0.4	-2.0	2.0
기타포괄손익	-1.0	0.4	-0.1	-0.2	0.6
총포괄손익	47.4	21.4	81.4	103.1	132.8

투자지표

(단위: 원, 배, %)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표 및 주가배수					
EPS	3,985	1,816	6,846	8,878	10,977
BPS	20,910	22,492	28,581	35,379	44,422
CFPS	5,227	8,169	16,228	12,610	13,298
SPS	37,058	40,129	59,369	71,658	81,775
EBITDAPS	8,615	7,266	13,546	17,795	20,974
DPS (보통, 현금)	1,100	750	2,000	1,986	1,986
배당수익률 (보통, 현금)	2.6	1.9	2.4	2.5	2.7
배당성향 (보통, 현금)	27.3	41.1	29.0	22.4	18.1
PER	10.4	21.5	12.0	9.0	6.8
PBR	2.0	1.7	2.9	2.2	1.7
PCFR	8.0	4.8	5.1	6.3	5.6
PSR	1.1	1.0	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.0	5.5	6.0	4.4	3.5
재무비율					
매출액증가율	22.6	8.5	48.3	20.8	14.1
영업이익증가율	23.7	-45.0	201.7	41.4	21.4
지배주주순이익증가율	13.2	-56.6	288.4	26.7	28.0
매출총이익률	57.2	55.1	55.0	56.2	57.0
영업이익률	13.6	6.9	14.1	16.5	17.5
EBITDA이익률	23.2	18.1	22.8	24.8	25.6
지배주주순이익률	11.1	4.4	11.6	12.2	13.6
ROA	14.9	6.7	15.5	18.5	20.4
ROE	20.4	8.4	26.8	27.8	27.5
ROIC	24.0	9.3	28.6	38.9	38.4
부채비율	72.7	100.1	104.5	81.1	62.9
차입금비율	12.9	27.8	22.7	17.9	16.1
순차입금비율	10.2	6.6	-9.0	-17.2	-15.5

메가스터디교육 목표주가 추이	투자의견 변동내역									
	발행 일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		발행 일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)	
				최고 대비	평균 대비				최고 대비	평균 대비
	2023.01.30	BUY	110,000	-	-					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- _ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 홍종모)
- _ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	Guide line	투자등급	적용기준	투자의견 비율	비고
산업	투자등급 3 단계 투자기간 6 개월	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			업종지수상승률이 시장수익률보다 높거나 상승 업종지수상승률이 시장수익률 수준 업종지수상승률이 시장수익률보다 낮거나 악화
기업	투자등급 3 단계 투자기간 6 개월	Buy (매수) Trading Buy Hold (보유) Sell (매도) 합계	20% 이상 초과수익 예상 10% 이상 초과수익 예상 -10%~10% 등락 예상 -10% 이상 추가하락 예상	100.0% 100.0%	