

# 메가스터디교육(215200)

**바이시그널 2조** 유동연 김재윤 박상은 박종원 유해린 이서우 이수연 전민호

# 목차

a table of contents

1

기업개요

2

산업분석

3

기업분석

4

투자포인트

5

리스크

6

밸류에이션

# 01 | 기업개요

기업 설명

주요 사업 품목

분석 선정 이유

# 01 | 기업개요

## 1) 기업설명

# megastudy 메가스터디교육(MegaStudyEdu Co. Ltd)

- ☑ 2015년 4월, 기존의 메가스터디(주)에서 교육용역사업부문으로 인적분할되어 설립
- ☑ 2015년 5월 4일, 코스닥시장에 상장



엘리하이/엠베스트  
초중등교육

학교 성적뿐만 아니라 영재교육원, 특목고 대비까지  
실력 있는 스타강사들이 끝까지 책임집니다.



메가스터디/메가스터디학원/러셀  
고등교육

대한민국 고등 온오프라인 절대강자 메가스터디!  
고등학생이라면 누구나 메가스터디를 선택합니다.



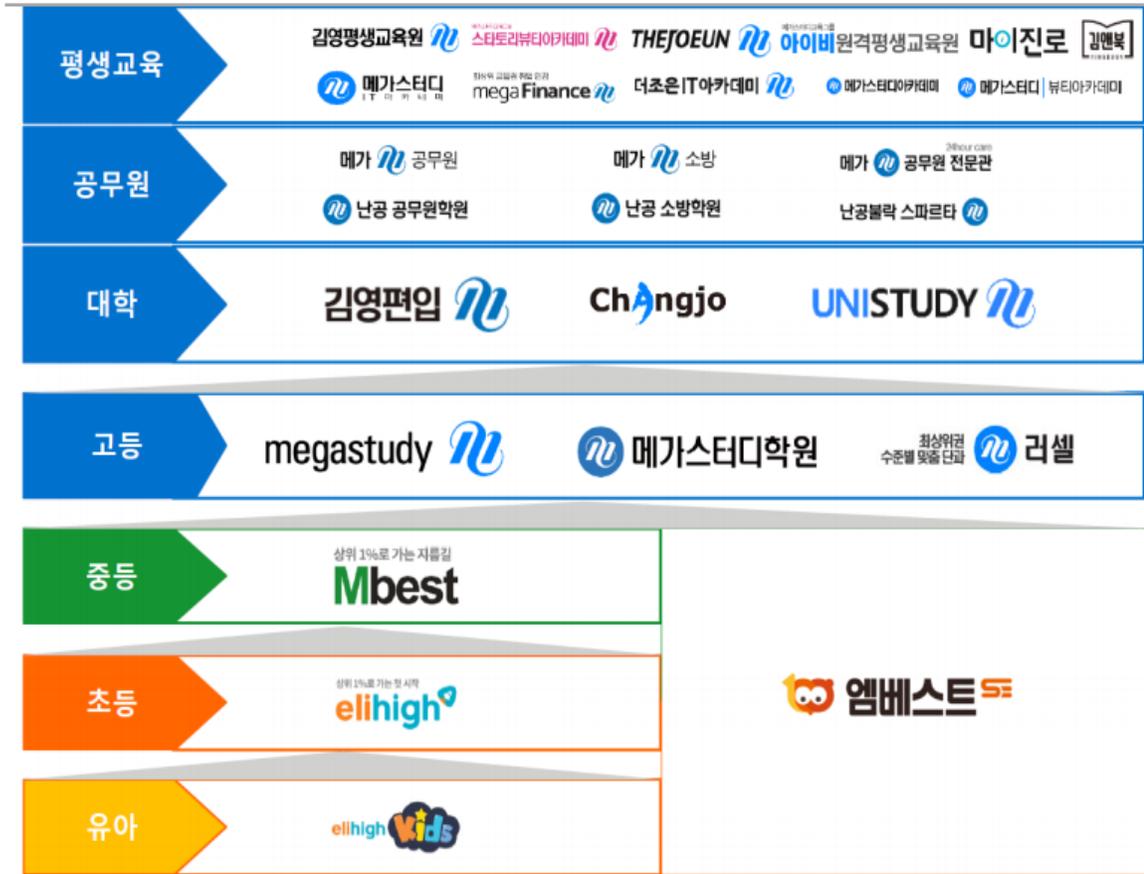
김영편입/메가공무원  
성인교육

대학편입 No.1 김영편입과 공무원시장 다크호스 메가공무원이  
새로운 도전을 준비하는 청년들에게 희망을 드립니다.

- ☑ 초등·중등·고등학생과 대학생(편입학) 및 일반 성인(공무원) 대상
- ☑ 온·오프라인 교육 콘텐츠를 개발 및 제공하는 종합 교육 기업

# 01 | 기업개요

## 2) 주요 사업 품목



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

- 초·중등사업, 고등사업, 대학사업, 취업사업, 기타사업(임대 관련)부문의 총 5개로 구분
  - + 올해 7월, 미취학 아동 대상 브랜드 '엘리하이키즈' 런칭하며 유아사업부문까지 확장
  
- 각 사업부문별로 대표 브랜드 앞세워 온라인 강의와 오프라인 학원 수업의 용역 & 관련 교재 등의 재화 판매됨
  
- 주요 품목은 매출액의 약 61%로 가장 큰 비중을 차지하는 고등사업부문 내 온라인 강의(메가패스)와 관련 도서, 오프라인 직영/기숙 학원(메가스터디학원, 리셀학원)

## 01 | 기업개요

### 2) 주요 사업 품목: 초중등 사업부문(27.3%)

대표 브랜드)



- ☑ 교과 연계 학습 및 명문고교 진학을 위한 과목별 인터넷 강의
- ☑ 스마트기기 및 ICT 기술 접목으로 다양한 콘텐츠와 개인 맞춤형의 학습 환경 조성
- ☑ 12개월, 18개월, 24개월로 구분되는 기간제 종합반 서비스
- ☑ 초중등 대상 전과목 내신학원 '엠베스트SE 학원 · 홈과외' 추가 런칭



\* 해당 학습기기는 이해를 돕기 위한 이미지이며, 변경될 수 있습니다.

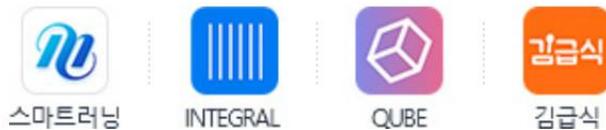
# 01 | 기업개요

## 2) 주요 사업 품목: 고등 사업부문(61.1%)

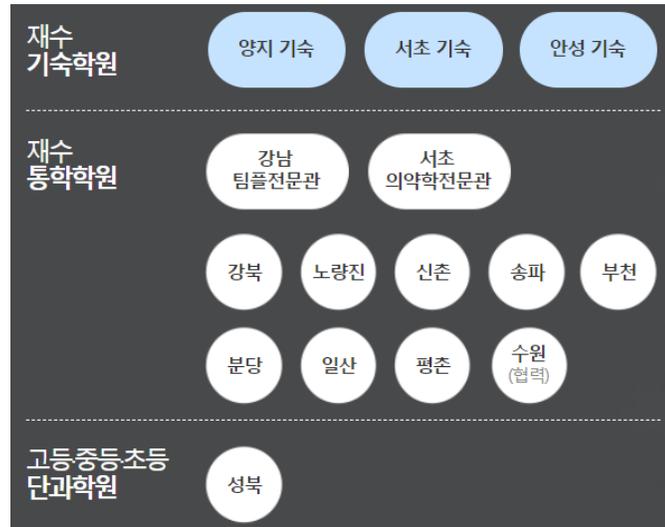
대표 브랜드)



과목별 전문 강사 라인업 구축하여  
우수한 품질의 온라인 강의와 교재 제공



실시간 질문·답변 앱 'QUBE',  
학습 플래너 'INTEGRAL' 등의  
어플 서비스 제공



3개의 기숙시설을 포함한  
총 12개의 재수전문관과  
1개의 초·중·고전문관 운영



최상위권 수준별 맞춤 단과  
러셀학원

서연고·의치약 전문관  
러셀CORE

최상위권 이과 전문관  
러셀 종합반

최상위권 전문 기숙학원  
러셀 기숙

단과·종합반·독학재수  
·프리미엄 독서실의  
장점을 한 대로 모아 고객 맞춤형  
오프라인 관리형 학원 운영

## 01 | 기업개요

### 2) 주요 사업 품목: 대학 사업부문(4.3%), 취업 사업부문(7.3%)

대학 사업부문 - 대표 브랜드) **김영편입**  **미대편입**  
**ChAngjo**

- 편입학 준비생 대상 온오프라인 교육 서비스
- 2017년 4월 경 대학 편입학 시장 1위의 주식회사 아이비김영 인수
- 5개의 온라인 교육사이트와 32개의 오프라인 학원을 운영 중

취업 사업부문 - 대표 브랜드) **메가**  **공무원**

- 공무원 시험 준비생 대상 온오프라인 교육 서비스
- 2017년 12월 첫 시장 진출 당시 설립한 메가씨에스티 주식회사와 2018년 합병
- 2020년, 공무원 시장에서 주목받던 주식회사 위메스와 인수 합병
- 최근 공무원 시험 교육 업체 ST유니타스(공단기) 인수를 시도 중

## 3) 분석 선정 이유

### 1. 매출액의 연평균 성장률이 입증하는 실적 향상 추세

초중등 매출액 연평균 성장률 +47.3%: 2018년 438.9억 원에서 2022년 2,067.5억 원으로 상승

매출액 매년 최대 실적: 2019년 4,373억원, 2020년 4,747억원, 2021년 7,039억원, 2022년 8,360억원

### 2. 조기 교육 및 사교육의 수요 확대로 수혜 예상

지난해 사교육 참여율 역대 최고치 달성: 지난해, 2021년에 비해 2.8%p 증가한 78.3% 기록

지난해 사교육비 총액도 2021년보다 약 10.8% 증가하며 26조원 기록

### 3. 세대별 교육 브랜드 라인업 확충

고등 수험생 + 유아(엘리하이키즈), 초등학생(엘리하이), 중학생(엠베스트), 대학생(김영편입), 일반 성인(메가 공무원)까지 고객 범위를 확장하며 전 연령대의 수직계열화를 완성시킴

## 02 | 산업분석

산업 개요

사업부문별 산업 특성

최근 산업 트렌드

산업 전망

경쟁 현황

## 02 | 산업분석

### 1) 산업개요

교육산업: 대한민국은 인구 대비 큰 교육시장을 형성하고 있다.

☑ OECD국가 중 대학교 진학률 1위, 높은 교육열

☑ 저출산 기조, '한 명만 낳아서 잘 키우자' 생각

>> 낮은 지출 탄력성, 계속해서 증가하는 지출



### 1)-1 사업부문별 산업 특성

#### 1. 초중등사업부문

- ☑ 조기교육 문화와 사교육 문화
- ☑ 과목으로는 수학, 방법으로는 온라인에서 높은 성장률

#### 2. 입시사업부문

- ☑ '스타강사' 영입을 위해 경쟁 → 수요의 쏠림 현상 발생
- ☑ 대학편입학 선발인원 작년대비 6.6% 증가
- ☑ 새로운 정부와 대학 입시 전형에 따라 영향

#### 3. 취업사업부문

- ☑ 취업준비자 70만 4천명의 29.9%가 일반공무원 준비
- ☑ 상반기에 필기시험이 집중돼 있어서 하반기에 신규판매가 급증
- ☑ 공무원 임용시험과 관련한 선발인원 등의 정책 기조에 영향

## 02 | 산업분석

### 1)-2 최근 산업 트렌드

#### 1. 에듀테크의 성장

- ☑ 빅 데이터, 인공지능, 가상현실 등의 스마트 기술을 활용한 에듀테크(Edu+Tech)
- ☑ 개인맞춤형 자기주도학습 관리 등에 유용, 초등교육 분야에 주로 적용
- ☑ 2020년에서 2025년까지 약 연평균 41.9%의 성장률 전망



#### 2. 가정 방문 학습지→스마트 학습지

- ☑ 2010년 이후로 방문학습지의 사교육 총액은 감소, 스마트 학습지의 사교육 총액은 증가
- ☑ 해당 서비스를 제공하는 브랜드로 교원의 구몬학습과 웅진씽크빅의 씽크빅 등이 있음

## 02 | 산업분석

### 2) 산업 전망

#### 1. 입시시장 전망

- ☑ 고학력 기조와 고소득화로 입시경쟁은 학령인구(Q) 감소 못지 않게 지출액(P) 증가
- ☑ 연세대와 고려대 편입선발 인원 약 735명으로 역대 최고 > 선발인원 증가 추세

#### 2. 취업시장 전망

- ☑ 공무원시장은 계속해서 하락하는 추세
- ☑ But 여전히 18만명 지원, 허수 지원자 감소, 시험과목 변경으로 현재 인원 유지 예상

#### 3. 초중등시장 전망

- ☑ 21년 대비 사교육비 총액의 성장, 사교육 참여율 모두 초중등이 가장 큼
- ☑ 코로나19영향, 온라인 수업에 익숙해져 에듀테크, 이러닝 등 온라인 비중 확대 전망

#### 4. 유아동시장 전망

- ☑ 5년 사이 영어 유치원 70% 증가, 영어를 중심으로 외형 성장 전망

#### 1. 입시시장 경쟁현황

- 22년에 경쟁사 비중이 줄고 메가스터디만 비중이 늘어남, M/S의 과반 이상을 차지
- 23년 수험생 중 73.5%가 현우진 강의를 수강, 2위인 정승제의 6배
- 2017년 아이비김영을 인수함으로써 편입시장에서 압도적인 점유율을 기록, 81.8%

#### 2. 취업시장 경쟁현황

- 공무원시장의 축소로 매출액 감소, 자본잠식상태의 에듀윌과 부분잠식상태의 박문각
- If 공단기를 품게 되면 단숨에 M/S 절반 차지 및 업계 1위

#### 3. 초중등시장 경쟁현황

- 초등교육시장의 강자였던 대교는 오프라인 서비스 100% 차지로 인해 코로나19에 직격탄
- 중등시장에서 메가의 엠베스트가 70%를 차지

#### 4. 유아동시장 경쟁현황

- 유아부터 중등시장까지 영어에 대한 수요가 가장 높음.
- 이를 전략으로 세운 메가스터디교육의 엘리하이와 엘리하이 키즈의 성장 기대

## 03 | 기업분석

사업

매출실적

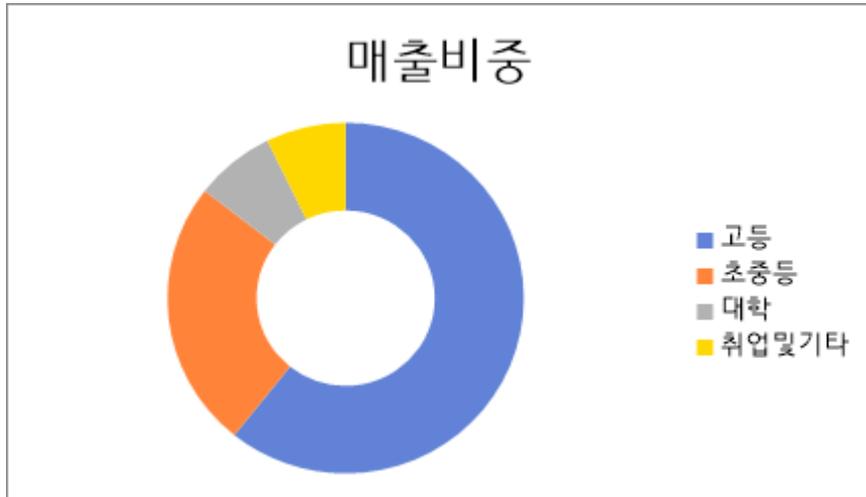
지배 구조와 최근 이슈

재무분석

동종업계 비교

## 03 | 기업분석

### 1) 사업 및 매출실적



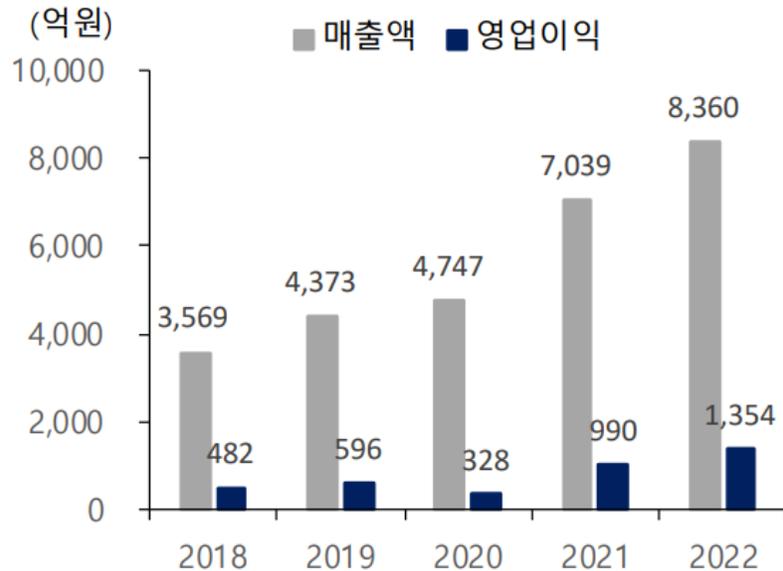
사업부문	주요 고객	주요 사업
초중등	초등학생 및 중학생	온라인 강의 제공 및 오프라인 학원 운영
고등	고등학생 및 재수생	온라인 강의 제공 및 오프라인 학원 운영
대학	대학생	온라인 강의 제공 및 오프라인 학원 운영
취업	일반성인	온라인 강의 제공 및 오프라인 학원 운영
기타	-	임대 사업 등

- ☑ 당사는 본사와 13개의 종속 회사를 통해 교육 콘텐츠를 제공하는 기업
- ☑ 초·중등, 입시, 취업 교육사업 그리고 그 외 임대사업 등의 기타사업부문으로 구성되어 있음
- ☑ 사업부문마다 온라인 강의, 학원강의 등의 용역을 제공하고 도서 등의 재화를 판매하고 있음

## 03 | 기업분석

### 2) 최근 5개년 매출액, 영업이익

Figure 2. 메가스터디교육 전사 매출액 및 영업이익 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

- ☑ 올 2분기 매출액은 2224억1200만원(YoY +12.7%), 영업이익은 427억 6300만원(YoY +0.2%), 당기순이익은 320억1300만원(YoY +4.1%)
  - ☑ 지난 2022년 매출액은 8360억원(YoY +18.8%), 영업이익은 1354억원 (YoY +36.8%), 당기순이익은 995억원을 기록. 역대 최대 실적을 달성
  - ☑ 메가패스의 활약 및 초중등(전년 대비 +24.9%), 대학(+9.1%), 취업 (+16.6%)을 포함한 모든 사업부문에서 고른 매출 성장
  - ☑ 온라인 강의와는 비교할 수 없을 정도의 높은 단가로 동사의 든든한 캐시카우 역할을 하는 기숙학원의 규모 확장이 이루어짐
- >> 매출 증가세는 한동안 계속될 것

## 03 | 기업분석

### 3) 최근 5개년 실적추이

- ☑ 매출액 기준 5년 연속 증가 추세를 보이고 있으며, 창립 이래 매년 최대 실적을 경신
- ☑ 2020년에 전년 대비 영업이익이 45%나 감소하며 순이익도 56.6% 줄어듦
- ☑ 2021년 영업이익을 990억원, 영업이익률을 14.07%까지 회복함
- ☑ 매출액과 영업이익이 증가함에 따라 2020년도 이후로 PER, PBR은 점차 낮아지는 추세이며, ROE의 경우 점점 증가하는 추세

구분(억원, %, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	3,569	4,373	4,747	7,039	8,360
영업이익	482	596	328	990	1,354
영업이익률	13.5	13.6	6.9	14.1	16.2
지배순이익	409	470	215	812	1,036
PER	7.5	10.4	21.5	12.0	9.1
PBR	1.4	2.0	1.7	2.9	2.2
ROE	20.9	20.4	8.4	26.8	27.3

(Source: IV Research)

## 03 | 기업분석

### 4) 지배 구조

메가스터디교육은 기업의 창립자인 손주은(13.53%)과 손주은의 형제 손성은(13.53%), 그 외 12인이 36.0%의 지분을 가지고 있음.

손주은은 현재 메가스터디교육을 창립한 멤버이며 손성은 손주은 메가스터디그룹 이사회 의장의 동생으로 메가스터디교육을 위기에서 건져 낸 인물

'메가패스'를 출시하며 하락세를 보이던 매출을 끌어올림

-> 메가패스 출시 후 시장 점유율 2015년 30%에서 2017년 60%

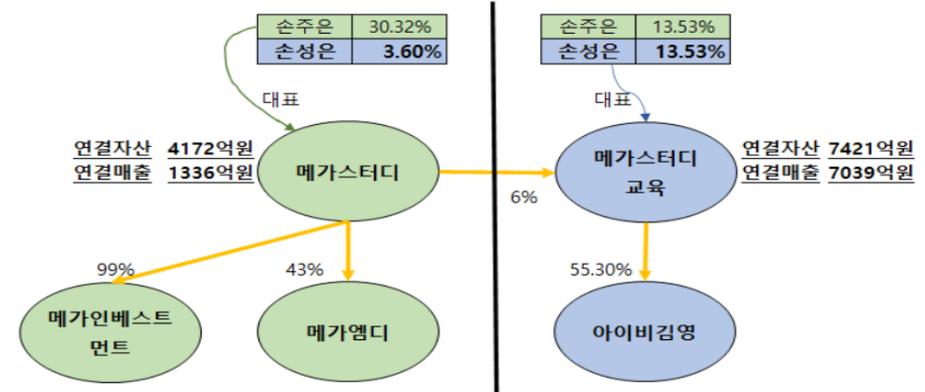
(기준일 : 2022년 12월 31일 )

(단위 : 주)

구분	주주명	소유주식수	지분율(%)	비고
5% 이상 주주	손주은	1,605,205	13.53	최대주주
	손성은	1,605,205	13.53	-
	메가스터디(주)	711,946	6.00	-
	국민연금	620,680	5.23	-
우리사주조합		-	-	-

<메가스터디그룹 소유구조 지분도>

(2022년 6월말 기준)



## 03 | 기업분석

### 5) 최근 이슈



#### ☑ 메가스터디교육 세무조사

- 2023년 6월 28일 세무당국과 입시업계에 따르면 국세청은 이날 오전 메가스터디 본사에 조사관을 보내 세무조사를 진행하고 있음. 이 학원은 매년 세무조사를 받아왔지만 이번에는 불시에 나온 것으로 전해짐.



#### ☑ 자사주 소각

- 메가스터디교육이 주주가치 제고를 위해 약 100억원 규모의 주식 소각을 결정했다고 2023년 9월 12일 공시

## 03 | 기업분석

### 5) 최근 이슈

#### ☑ 공무원 시험 교육 업체 ST유니타스(공단기) 인수 시도

- 2022년 10월 21일 동사는 ST유니타스 최대주주인 베인캐피탈과 인수계약을 체결
- 기업결합심사가 본래 규정된 90일을 넘어 예상보다 더 장기화되면서 이번 하반기 안으로 완료될 예정
- 2021년 말 기준 공무원시험 교육시장 내 점유율은 공단기 44%, 에듀윌 18%, 박문각 17%, 월비스 15%, 메가스터디 6%
- 업계에선 기업결합 심사의 조건부 승인이 예상됨



## 03 | 기업분석

### 5) 재무분석 - 최근 재무실적

- 2023년 상반기동안 매출액 4651억 영업이익 669억, 당기순이익 511억원을 기록
- 직전 상반기에 비해 매출액은 늘었으나 영업이익과 당기순이익의 경우 전년도와 비슷한 수준을 유지
- 탑라인 성장은 견조하나, 영유아 전용 플랫폼 엘리하이키즈 론칭 관련 비용 반영으로 수익성이 다소 아쉬운 모습

주요재무정보	분기						
	2022/06 (IFRS연결)	2022/09 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결)	2023/03 (IFRS연결)	2023/06 (IFRS연결)	2023/09(E) (IFRS연결)	2023/12(E) (IFRS연결)
매출액	1,973	2,327	1,899	2,426	2,224	2,590	2,084
영업이익	427	588	83	242	428	624	92
영업이익(발표기준)	427	588	83	242	428		
세전계속사업이익	416	587	77	254	423	638	81
당기순이익	308	430	63	191	320		
당기순이익(지배)	314	423	82	208	320	451	62
당기순이익(비지배)	-7	6	-19	-18	0		
자산총계	7,421	7,638	9,047	9,118	8,966		9,932
부채총계	3,612	3,397	4,710	4,900	4,473		4,794
자본총계	3,809	4,241	4,337	4,218	4,493		5,138
자본총계(지배)	3,675	4,096	4,207	4,115	4,389		5,002
자본총계(비지배)	134	144	130	104	104		
자본금	12	12	12	12	12		11

## 03 | 기업분석

### 5) 재무분석 - 주요 재무지표

- 영업활동현금흐름이 계속해서 증가 중  
-> 기업의 본질인 영업활동을 안정적으로 잘 수행하고 있다는 의미
- 투자활동현금흐름도 지속적으로 늘어나고 있는데, 이는 ST유니타스 인수를 위한 투자 지출
- 재무활동현금흐름도 마이너스를 기록하고 있어 부채 상환을 적절히 이행하고 있는중

주요재무정보	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12(E)	2024/12(E)	2025/12(E)
	(IFRS연결)	(IFRS연결)	(IFRS연결)	(IFRS연결)	(IFRS연결)	(IFRS연결)	(IFRS연결)	(IFRS연결)
영업활동현금흐름	918	617	966	1,924	1,650	1,840	1,814	1,886
투자활동현금흐름	-829	-430	-124	-1,073	-2,425	-902	-628	-642
재무활동현금흐름	-35	-310	-321	-316	-227	-372	-274	-299
CAPEX	430	277	160	275	887	546	342	362

## 03 | 기업분석

### 6) 재무제표 항목분석

제 9 기 반기말 2023.06.30 현재

제 8 기말 2022.12.31 현재

(단위 : 원)

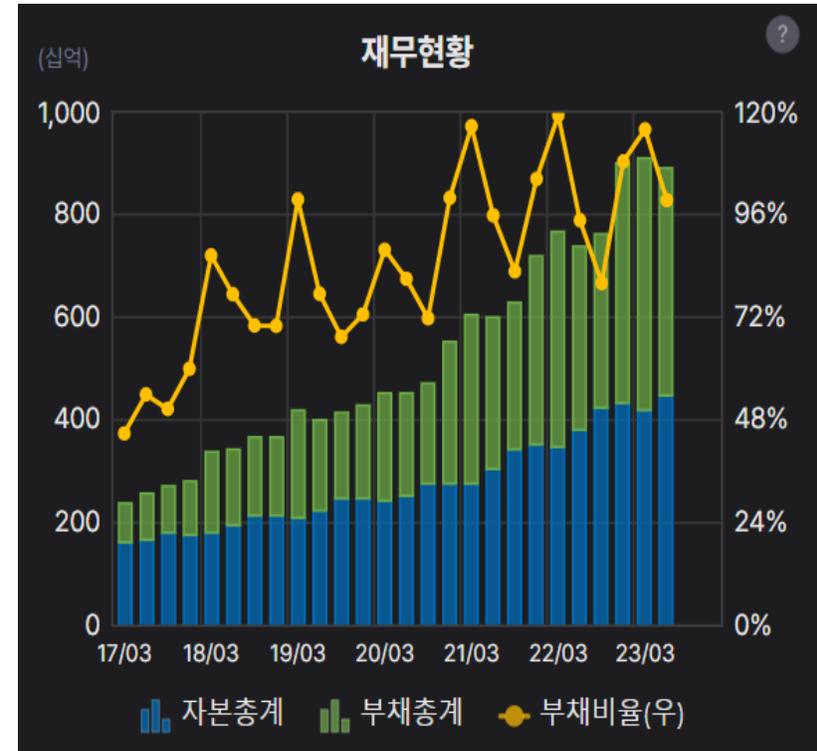
- 동사의 부채비율은 '22년 9월 80.1%에서 '23년 6월 99.6%로 조금씩 증가하고 있는 듯 하나, 그 수치가 100% 내외이므로 안전성에 큰 문제는 없어 보임
- 동사의 유동부채 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 선수수익. 동사의 주력 상품인 '메가패스' 때문
- 단기차입금도 제8기말 대비 증가하였는데, 이는 최근 동사가 에스티유니타스(브랜드 '공단기')의 인수를 시도하며 발생한 것으로 추정됨

	제 9 기 반기말	제 8 기말
부채		
유동부채	379,598,050,389	405,545,914,243
매입채무	31,305,201,958	38,517,369,200
기타채무	41,675,359,490	53,176,467,686
단기차입금	58,017,952,725	45,446,478,502
유동성장기차입금	183,333,326	199,999,992
<b>선수수익</b>	167,644,254,048	157,170,153,457
달기법인세부채	16,781,062,277	27,363,460,685
단기리스부채	29,871,998,228	30,198,504,636
기타유동부채	30,736,491,990	42,118,319,633
총당부채	3,382,396,347	11,355,160,452
비유동부채	67,706,122,965	65,462,945,509

## 03 | 기업분석

### 6) 재무제표 항목분석

- 2020년 코로나19 여파로 인해 영업이익과 순이익이 잠시 주춤했으나, 이후 완전한 회복을 이루어 동사의 매출액·영업이익·당기순이익과 영업이익률 및 순이익률은 계속해서 증가하고 있는 추세
- 2022년 매출액은 2018년 매출액의 2배 이상으로 성장
- 가장 최근인 2023년도 2분기 실적은 매출액 2224억 1200만원(YoY +12.7%), 영업이익 427억6300만원(YoY +0.2%), 당기순이익 320억1300만원(YoY +4.1%)
- 디지털대성의 올해 2분기 매출액은 493억원, 영업이익은 80억원, 당기순이익은 56억원으로 전년 동기 대비 각각 4.4%, 1.8%, 8.5%씩 감소



# 03 | 기업분석

## 7) 동종업계와의 비교

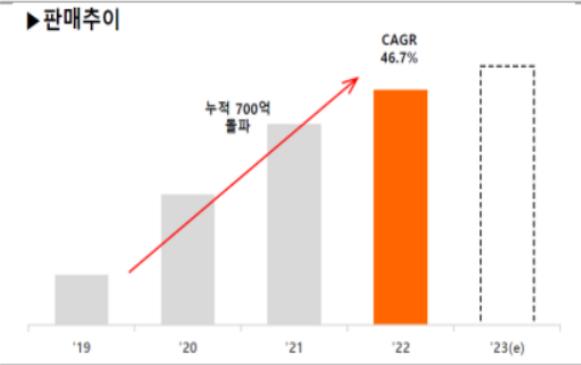
- 2022년 실적기준 영업이익률은 메가스터디교육 (16.2%), 디지털대성(13.46%)
- 2023 상반기 실적기준 PER은 메가스터디교육(5.99배), 디지털대성(11.99배)로 저평가며 ROE 또한 메가스터디교육(25.63배)이 디지털대성(9.21배)에 비해 압도적으로 높아 저평가 상태
- 메가스터디교육을 제외한 대부분 기업들이 초등/성인 시장에서 적자

	주가(원) (22/5/20)	시총(억원) 52주 최고대비	구분	연간					분기(1Q 실적)		
				2019	2020	2021	YOY	2Y CAGR	1Q21	1Q22	YOY
메가스터디 교육	88,300	10,474	매출	4,373	4,747	7,039	48.3%	26.9%	1,722	2,161	25.5%
			영업이익	596	328	990	201.7%	28.8%	129	255	98.1%
			OPM	13.6%	6.9%	14.1%			7.5%	11.8%	
웅진빅빅	3,015	3,483	매출	6,522	6,461	8,139	26.0%	11.7%	1,766	2,327	31.8%
			영업이익	217	140	268	91.4%	11.2%	46	(16)	적자
			OPM	3.3%	2.2%	3.3%			2.6%	-0.7%	
대교	3,475	3,442	매출	7,619	6,270	6,384	1.8%	-8.5%	1,533	1,706	11.2%
			영업이익	294	(280)	(283)	적지		(44)	(143)	적지
			OPM	3.9%	-4.5%	-4.4%			-2.9%	-8.4%	
디지털대성	7,950	2,367	매출	1,406	1,485	1,969	32.6%	18.3%	505	492	-2.6%
			영업이익	211	142	252	77.6%	9.4%	33	57	75.8%
			OPM	15.0%	9.6%	12.8%			6.5%	11.7%	
정상게이엠티 에스	7,720	1,210	매출	936	854	1,017	19.1%	4.3%	243	278	14.3%
			영업이익	134	88	170	93.6%	12.6%	42	49	16.3%
			OPM	14.3%	10.3%	16.7%			17.3%	17.6%	
비상교육	7,570	984	매출	1,994	1,723	2,156	25.1%	4.0%	652	708	8.6%
			영업이익	219	(149)	77	폭전	-40.6%	106	76	-28.7%
			OPM	11.0%	-8.6%	3.6%			16.3%	10.7%	
아이스크림 에듀	6,120	787	매출	1,064	1,155	1,286	11.3%	9.9%	341	370	8.6%
			영업이익	54	(16)	(69)	적지		(69)	(25)	적지
			OPM	5.1%	-1.3%	-5.4%			-20.1%	-6.7%	

# 03 | 기업분석

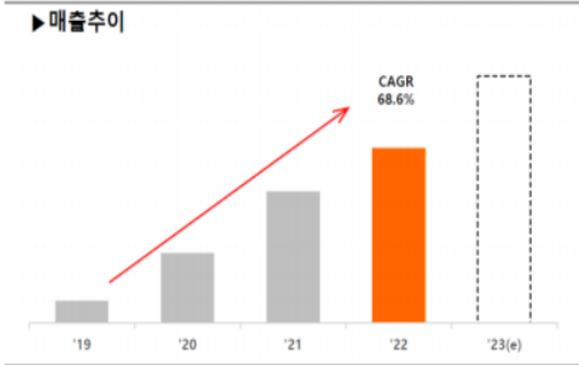
## 7) 동종업계와의 비교

Figure 9. 초등 온라인 "엘리하이" 판매 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

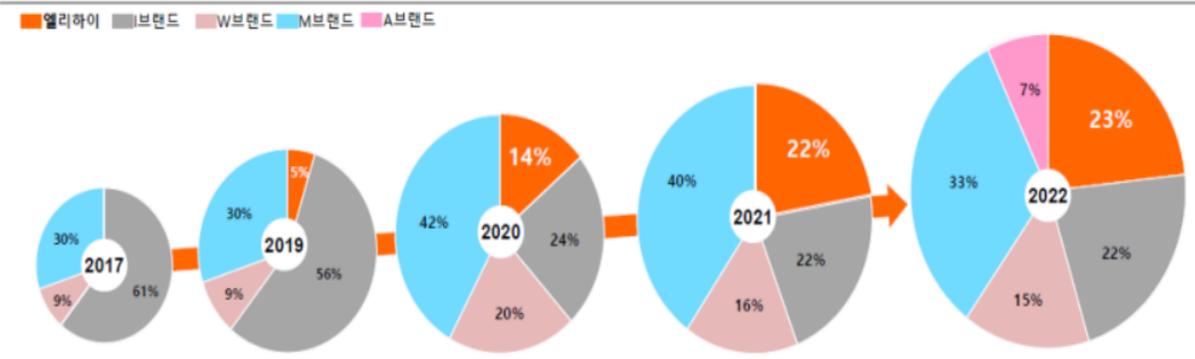
Figure 10. 초등 온라인 "엘리하이" 매출액 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

- 신성장 동력인 초등사업부 "엘리하이"의 매출액과 시장점유율 또한 꾸준히 증가하며 순항중

Figure 11. 초등 온라인 "엘리하이" 시장점유율 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

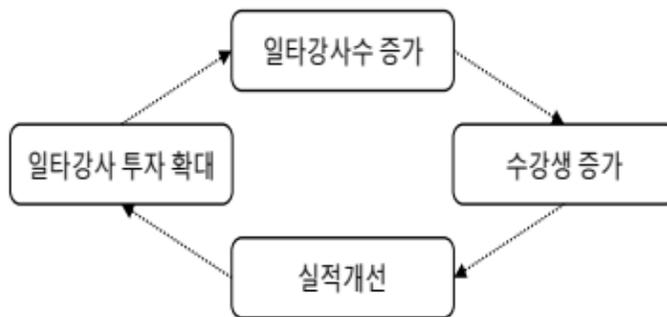
## 04 | 투자포인트

## 04 | 투자 포인트

### 1) 고등사업부의 독보적 시장 점유

#### 1. 강사진

- 홈페이지 장식 일타강사 11명  
(현우진, 김동욱, 조정식 등)
- 디지털대성 5명(이명학), 이투스교육 2명(정승제)
- 동사의 수학 과목 수강생 중 73.5%가 현우진 수강
- 22년 10월 4일 **현우진**과의 재계약 공시



#### 일타 강사 & 수강생 수의 순환 구조

- > 22년 백호, 오지훈, 배기범 동사로 이직
- > 앞으로의 선순환도 기대 가능

## 04 | 투자 포인트

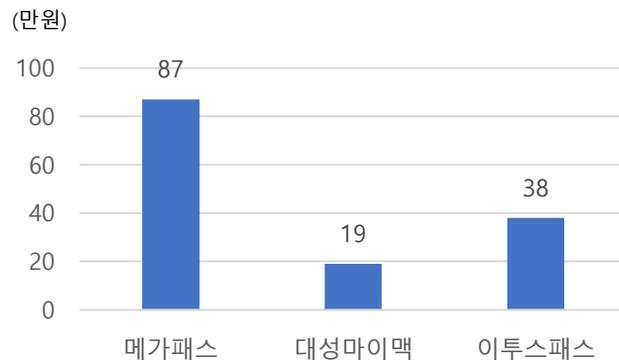
### 1) 고등사업부의 독보적 시장 점유

#### 2. 높은 ASP

- 메가패스 : 62-112만원, 대성마이맥 19패스 :19만원, 이투스패스:39만원
- 메가패스 가격 전년 대비 7% 상승
- 인기 강사를 얼마나 보유했느냐! 시장을 얼마나 점유했느냐! 에 따라 수  
강료 상향

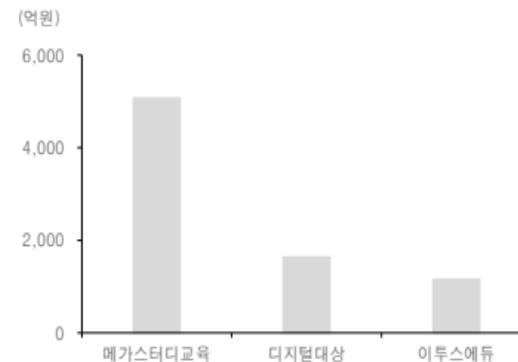
☑ 학령인구의 감소로 유의미한 신규업체의 시장 진입X, 소수의 기존 기업으로 수요 쏠림 현상

< 수능 패스 3사 ASP 비교 >



출처: 3사 홈페이지

<2022년 고등학교 사업부 매출 비교>



출처: 유안타 증권

## 04 | 투자 포인트

### 2) 지속적인 사업의 확장

- ✓ **고등부 직영학원 확장**
  - 양지기숙 신축, 안성종로기숙 인수, 러셀 여자기숙학원 추가 개원
  - **러셀Core 8개 추가 개원**
    - > 대치동 강의 라이브로 송출해 비용 축소, 매출액 성장 기대
  
- ✓ **유아부 엘리하이 키즈(5~7세 겨냥) 런칭**
  - > 유아교육까지 영역 확대, 초등 이후 연계 기대
  
- ✓ **편입, 취업부 사업 확장**
  - 아이비김영 인수 후 성장
  - 취업 부문 콘텐츠 추가 확보 및 공무원 부문 직무 직렬 확장
  - **ST유니탁스(공단기) 인수 결정 문제 심사 중**
    - > 전면 인수 시 시장 점유율 절반 이상으로 늘 것

구분	2023년(e)	2024년(e)
러셀 Core 학원수	7	15
학원별 학생수(명)	400	400
1인당 학원비(만원) (단과2개+독서실)	150	150
1개월 매출액(억원)	42	90
1년 매출액(억원) (10개월 가정)	420	900
정원의 80% 수강 시 (억원)	336	720

자료: 유안타증권 리서치센터 추정

<러셀Core 매출 전망>



<러셀Core >



## 04 | 투자 포인트

### 3) 사교육 시장의 계속되는 성장

#### ☑ 2022년 사교육 시장 역대 최고 기록

- 2022년 초,중,고 사교육비 총액: 26조4000억원 (전년대비 +10.8%)
  - 학생 1인당 월평균 사교육비 52만 4000원
- 출처 : 통계청 9월 7일 발표

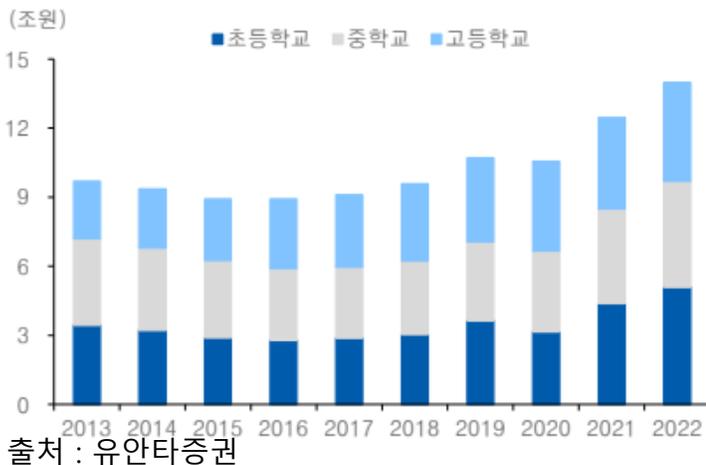
#### ☑ 초등 부문 특히 증가, 조기교육 과열

- 1인당 평균 사교육비 37만 2000원 (전년대비 +13.4%)
- 사교육 참여율 고등(66%)을 훨씬 상회한 85.2%
- 코로나19 이후 방과후학교 프로그램 부진 > 돌봄, 친구 사귀기 등의 이유

#### ☑ 고등부 시장도 정부 억제와 다르게 계속해 성장

- 정치권 대입제도 개편 시 학생과 학부모의 불안감으로 인해 오히려 사교육비 증가
- 킬러 문항 제거로 새로운 문제 유형의 탄생

<학급별 학원수강, 온라인 강의 비율>



### 4) 과도한 저평가 및 주주 환원 정책 강화

☑ 정부의 수능 정책 및 세무조사로 급격한 주가 하락 겪음

☑ But 과도한 수준, 저평가된 상태!

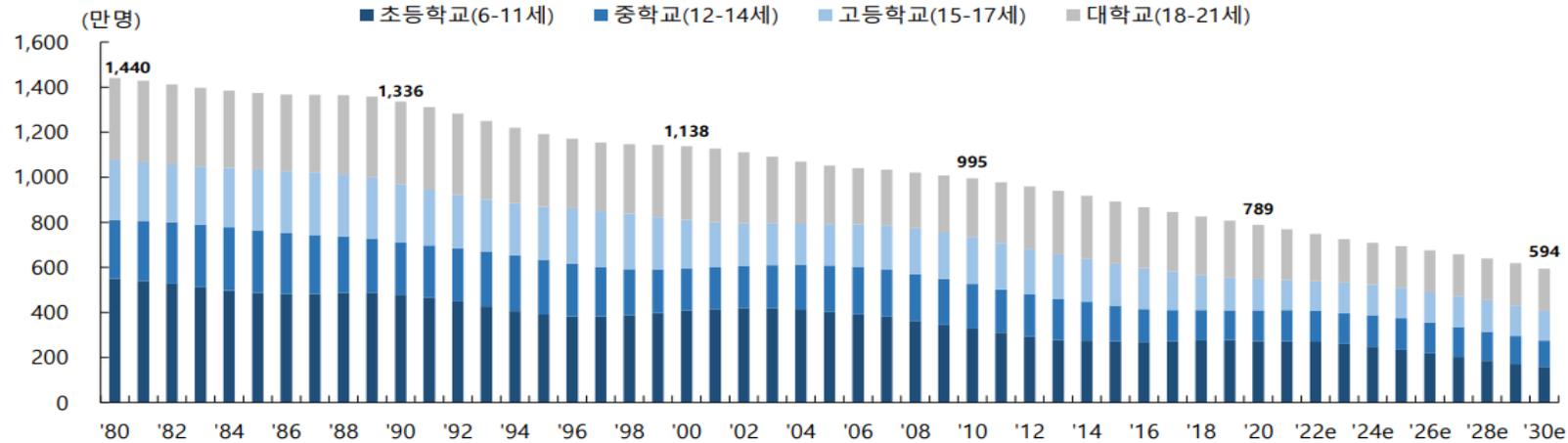
- ① 동일 업종 대비 과하게 낮은 PER(6.08) 업종평균 PER(58.37) 출처 : 네이버 증권
- ② 여전히 견고한 사교육 수요 & 핵심 강사의 이탈도 존재X
- ③ 최근 임원진들의 연이은 매수세
  - 2월 100억원 주식 소각, 9월 12일 100억원 주식 소각 공시

# 05 | 리스크

## 04 | 리스크

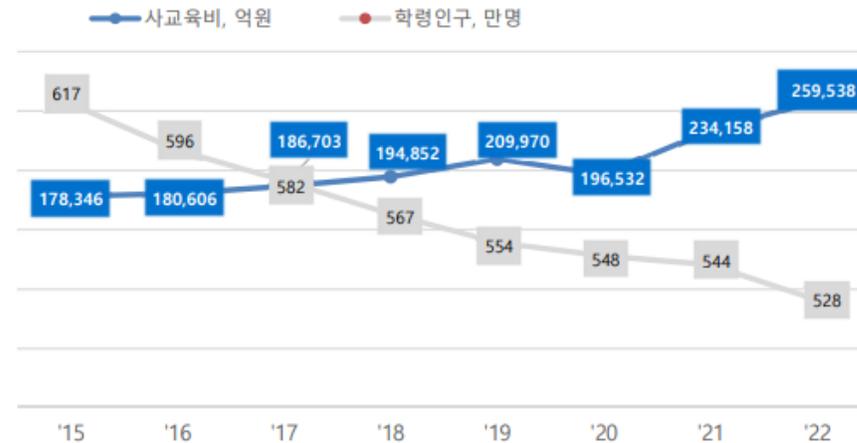
### 1) 학령인구의 급감 추세로 인한 수강생 수 감소 우려

[도표 1] 연도별 학령인구 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

연도별 학령 인구가 줄어들고 있으나, 이와 동시에 사교육 참여율과 사교육비가 늘어나며 1인당 사교육비 증가하고 있음



## 05 | 리스크

### 2) 정부의 규제 강화

작년부터 추진한 공단기 합병 급제동

메가스터디가 공단기 인수 성공한다면 공무원 시장의 절반 차지

공정거래위원회 합병 심사 길어짐 -> 조건부 승인 예측

### 3) 일반 성인 대상 취업사업 부분의 영업적자 지속

올해 2분기 성인 부문 -> 매출액 전년 대비 6% 증가한 304억원 기록, 영업이익 28억원 적자

공무원 시험 경쟁률 7년 연속 하락 추세

지난 1분기, 취업 부문 비효율 캠퍼스를 이전, 일부 정리하여 영업적자 폭 감소 성공



## 06 | 밸류에이션

- ☑ 동사의 Peer 그룹은 고등교육 사업을 영위하고 있는 디지털대성(068930), 교육 및 출판 사업을 영위하고 있는 웅진씽크빅(095720), 초등 영어 교육 사업을 영위하고 있는 정상제일엘스(040420)가 있음



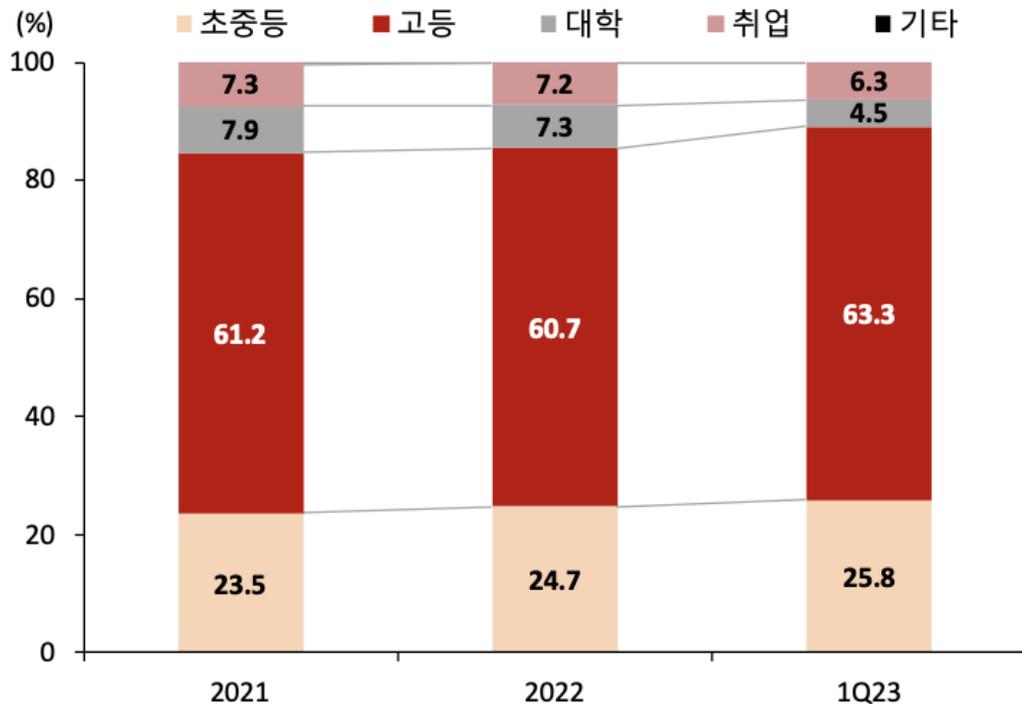


종목	매출액	영업이익	순이익	EPS	PER	PBR
디지털대성	218.0	26.0	17.8	578	11.3	1.1
웅진씽크빅	951.0	34.2	26.2	223	10.8	0.7
정상제일엘스	115.4	17.4	14.2	906	7.9	1.3

## 06 | 밸류에이션

- ☑ Peer PER을 산출하는 방식은 동사의 매출 비중에서 가중치를 구함
  - 매출의 25%를 차지하는 초중등 교육 부문의 경쟁자인 웅진씽크빅과 정상제일엘스는 0.25의 각각 가중치를
  - 매출의 대다수를 차지하는 고등 교육 부문의 경쟁자인 대성디지털에는 0.5의 가중치를 주어 Peer PER을 산출하였다.

➔ 따라서 동사의 Peer PER은 10.325



초중등 교육 부문 경쟁자 : 0.25



초중등 교육 부문 경쟁자 : 0.25



고등 교육 부문 경쟁자 : 0.50

## 06 | 밸류에이션

- ☑ 2023 Avg.PER \* EPS(E)를 산출하면,  $10.325 * 8,895 = 91,841$ 원이 산출된다.  
- 하지만 최근 불확실한 금융시장과 교육 산업의 계절성을 감안하면, 최근 코스닥 상장 기업의 공모가액 할인율인 30%를 적용시켜야 함이 적절한 것이다.

따라서 최종적으로 산출된 Target Price는 64,289원이 될 것이다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	703.9	836.0	927.9	1,021.1	1,119.4
영업이익	99.0	135.4	136.5	155.6	177.6
순이익(지배주주)	81.2	103.6	105.5	120.3	137.4
EPS (원)	6,842	8,734	8,895	10,143	11,584
증감률 (%)	277.2	27.6	1.8	14.0	14.2
PER (x)	12.0	9.1	5.6	4.9	4.3
PBR (x)	2.9	2.2	1.2	1.0	0.8
영업이익률 (%)	14.1	16.2	14.7	15.2	15.9
EBITDA 마진 (%)	22.8	24.8	23.7	24.9	24.2
ROE (%)	26.8	27.3	22.9	21.9	21.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 메가스터디교육, 이베스트투자증권 리서치센터

**64,289원**

(9월 21일 종가 51,500원 대비  
약 24.8%의 상승 여력이 존재)



**감사합니다**