

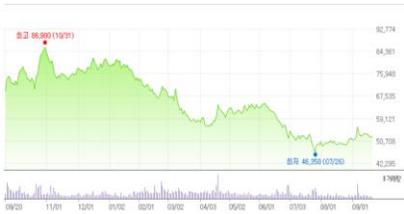
Buy

목표주가 63,124

현재주가 52,400

상승여력 23%

Price trend (1 year)



Stock indicator

시가총액(원)	6,216억
발행주식수(주)	11,861,880
52주 최고(원)	86,900
52주 최저(원)	46,350
주요주주지분율(%)	13.53
22년 배당수익률(%)	4.01

Team 2

유동연	김재윤
박종원	박상은
유해린	이서우
이수연	전민호

메가스터디교육 (215200 KOSDAQ)

- 초,중,고등학생 및 성인에게 다양한 교육 콘텐츠를 제공하는 종합 교육 기업
- 2Q23 매출액 2224억 (YOY +12.7%), 영업이익 428억원 (YoY +0.2%)
- 22년도 학생 1인당 월평균 사교육비 52만원 돌파, 하나만 놓아 잘 키우자!
- 고등 부문 1위 기업의 위업, 다수의 일타 강사와 높은 ASP 간의 선순환
- 2023.09.20 종가 52,400원, 약 20%의 Upside, 목표주가 63,124원 제시

Signal 1. 지칠 줄 모르는 사교육 열풍

OECD 국가 중 대학 진학률 1위를 차지한 만큼 인구 대비 큰 교육 시장을 형성한 대한민국의 사교육 열풍은 점점 더 거세지고 있다. 2022년 사교육 참여율은 조사 이후 최고치인 78.3%(전년대비 +2.8%)를 달성해 26조원(전년대비 +10.8%)의 시장 규모를 기록했다. 다수의 일타 강사 보유 및 높은 ASP의 비교우위를 가진 동사는 고등 부문 사업에서 압도적인 시장 점유를 보인다. 정식 비중 확대와 함께 온라인 교육 시장 확산 이후 일타 강사를 중심으로 수요가 집중하는 '슬림현상'은 동사의 수요 증가를 더욱 부추기고 있다. 조기교육 과열화 및 코로나19로 인한 방과후 학교 축소의 수혜로 초등 이하 부문의 매출액도 빠르게 증가 중이다. 23년도 주요 대학 편입 선발인원 역시 전년 대비 6.6% 성장해 동사가 다양한 사업 부문에서 성장할 것으로 보인다.

Signal 2. 연이은 매출 성장과 과도한 저평가, 지금이 기회

메가스터디교육은 최근 5년동안 계속해서 매출액이 증가해 매년 최대 실적을 갱신하고 있다. 고등 사업 부문의 메가패스가 압도적 판매량으로 실적을 이끌고, 초중등, 대학, 취업의 모든 사업 부문에서 고른 매출 성장을 이뤘다. 3분기에는 방학 진입과 수능을 앞둔 고등 성수기에 힘입어 더욱 성장할 것이다. 더불어, 정부의 사교육 시장 억제 및 세무 조사로 인해 동사는 현재 과도하게 저평가됐다. 23년 6월 기준 동사의 PER은 5.99배로 2위 기업 디지털 대성(11.3배)에 비해 상당히 낮다. 그러나 1) 증가세인 사교육 수요, 2) 핵심 경쟁력인 강사의 무이탈, 3) 임원진들의 최근 연이은 매수세가 저평가를 반증하므로 현 시점에서의 매수는 적정 펀더멘탈로의 회귀를 기다리기에 좋은 선택이다.

Signal 3. 브랜드 다각화 및 사업 확장으로 입지 강화

동사는 각종 브랜드를 설립하고 사업을 확장하며 계속된 성장을 이어가고 있다. 온오프라인 서비스 결합으로 각 브랜드의 입지를 높이는 등 사업 다각화를 통해 고객 범위를 늘려 학령 인구 감소로 인한 리스크를 줄이고자 하는 노력이다. 올해 7월에는 미취학 아동 대상 브랜드인 '엘리하이 키즈'를 런칭해 사업 영역을 넓히고 초등부 이후로의 회원 연계 효과를 노리고 있다. 동사의 든든한 cash cow 역할을 하는 기숙학원의 연이은 규모 확장 및 인수 또한 안정적인 매출 증가를 보장한다. 또한, 온오프라인 혼합 학원인 러셀Core도 24년도에 8개 추가 개원을 앞두고 있다. 지방 학생들에게 라이브로 일타강사의 강의를 송출한다는 점에서 관련 비용을 축소해 이익률이 높아짐과 함께 매출 성장의 키포인트로 자리잡을 것이다.

CONTENTS

기업개요	.....	3
산업분석	.....	6
기업분석	.....	14
투자포인트	.....	23
리스크	.....	26
밸류에이션	.....	27
IR 문의내역	.....	29

I. 기업 개요

1) 기업 설명

메가스터디교육(MegaStudyEdu Co. Ltd)은 초등·중등·고등학생뿐 아니라 대학생과 일반 성인을 주 대상으로 각종 교육 콘텐츠를 개발 및 제공하는 종합 교육 기업이다. 동사는 교육용역사업을 전문 영위할 목적으로 2000년 설립된 기존의 메가스터디(주)에서 2015년 4월 1일 중고등 온오프라인 사업부문으로 인적분할 되어 설립되었고, 이후 2015년 5월 4일자로 코스닥시장에 상장되었다. 이에 따라 지배회사인 메가스터디(주)는 메가스터디 그룹 전 계열회사의 브랜드 관리와 경영자문 서비스를 제공하며, 추가로 12개의 종속회사를 통해 교육(메가엠디), 출판(메가스터디북스), 급식(메가푸드) 사업까지 진출해 있다.

그림 1) 대표 사업부문 및 브랜드 소개

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 디크호스 메가공무원이 새로운 도전을 준비하는 청년들에게 희망을 드립니다.

메가스터디 그룹 소개

단 하나의 유아 스마트 학습 elihigh	상위 1%로 가는 첫 시작 elihigh⁹	상위 1%로 가는 지름길 Mbest	최상위권 수준별 맞춤 디파 러셀	입시 전문 오프라인 학원 메가스터디학원	노베이스 탈출은 모멘 포텐
1등의 책임감 mega MD	법학 전문대학원 입시 메가로스쿨	변호사시험 전문 메가로스쿨	PSAT을 잘 준비하는 방법 mega PSAT	공무원 합격의 새로운 기준 메가 공무원	소방 합격의 새로운 기준 메가 소방
공무원 합격의 새로운 기준 메가 공무원	합격의 본질이 담겨있다 메가공무원 스프라다	공기업 취업 대표 메가 공기업	대학 편입NO1 김영편입	이공계열 전공학습 도우미 UNISTUDY	컴퓨터 작업능력 개발전문 THEJOEUN
메가스터디 Thailand megastudy	메가스터디교육그룹 메가원격평생교육원	부동산교육 전문 브랜드 메가랜드	메가스터디교육그룹 보건복지사이버평생교육원	참고서/단행본 출판 전문 메가스터디BOOKS	건물관리 전문기업 mega BMC

자료: 메가스터디교육 공식 홈페이지

동사는 본사와 (주)아이비김영(김영편입), (주)메가제이앤씨(더조은컴퓨터아카데미) 등의 14개 종속회사에 기반해 초·중·고교생과 대학생 및 일반 성인을 주요 고객으로 온오프라인 교육 서비스를 제공하는 사업을 영위하고 있다. 동사의 사업은 대상 고객에 따라 크게 초중등사업, 고등사업, 대학사업, 취업사업으로 구분되고, 추가로 임대 관련 기타사업 부문도 존재한다. 각 사업 부문은 초등 대상 ‘엘리하이’, 중등 대상 ‘엠베스트’, 고등 대상 ‘메가스터디’와 오프라인 직영 학원인 ‘메가스터디학원’ 및 ‘러셀학원’, 그리고 대학 편입 준비생 대상 ‘김영편입’, 공무원 시험 준비생 대상 ‘메가공무원’ 등의 대표 브랜드를 앞세워 영위되고 있다. 또한, 사업부문별로 온라인 강의와 오프라인 학원 수업의 용역이 제공되며 관련 서적 등의 재화가 동시 판매되고 있다.

2) 주요 품목

그림2) 사업부문별 대표 브랜드

Figure 1. 메가스터디교육 서비스 포트폴리오 (전 연령대 수직계열화 완성)



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

자료: IV리서치

메가스터디교육의 사업부문은 초중등사업부문, 고등사업부문, 대학사업부문, 취업사업부문, 기타사업부문의 총 5개로 나뉘어진다. 동사의 주요 품목은 고등사업부문 내 강의와 도서이며, 매출액 중 약 61%로 가장 큰 비중을 차지한다. 고등사업부문의 경우 고등 대상 온라인 학습 서비스 ‘메가스터디’를 통해 과목별 인터넷 강의와 입시 데이터 기반의 대입 합격 예측 및 전략을 제공하고 있다. 2016년 말 출시한 ‘메가패스’는 대폭 할인된 일정 가격을 지불하면 과목 및 강사 상관 없이 전 강의를 자유롭게 수강가능하도록 만든 서비스로, 동종기업 내 유사한 패스상품 중 주요 고객인 수험생들로부터 가장 많은 선택을 받고 있다. 추가로 동사는 초중등 및 고등사업부문에서 오프라인 직영학원을 운영하고 있다. 총 13개의 ‘메가스터디학원’은 수험생 대상 재수전문관 12개와 초중고전문관 1개로 서울 인근에 위치하고 있으며, 총 19개의 ‘러셀학원’은 서울 4개, 경기 4개, 부산 1개, 기숙 3개, CORE 7개로 각 지역에 위치한 단과·종합반·독학재수·프리미엄 독서실의 환경을 모두 갖춘 신개념 융합형 학원이다. 여기에, 대입 지원을 위한 학생부 종합 전형 위주의 내신관리 전문 브랜드 ‘피켈’도 두고 있다.

다음으로, 동사의 전체 매출액 중 약 27.3%를 차지하는 초중등사업의 경우 초등 온라인 학습 브랜드 ‘엘리하이’와 중등 브랜드 ‘엠베스트’를 통해 교과 연계 학습 및 명문고교 진학을 위한 과목별 인터넷 강의를 제공하고 있다. 또한, 초중등 대상 전과목 내신학원 ‘엠베스트SE 학원·홈과외’를 추가 런칭하여 학생들이 1인 전용 오프라인 공간에서 온라인 강의를 자기주도적으로 학습할 수 있도록 하고 있다. 이어서 매출액 중 약 4.3%의 비중을 차지하는 대학사업부문의 경우, 편입생 대상 온라인교육 및 오프라인 강의 서비스를 제공하는 ‘김영편입’, 학점은행제 전문기관 ‘김영평생교육원’, 미래편입학 전문 기관 ‘미래편입학창조’ 등이 있다. 마지막으로, 매출액 중 약 7.3%의 비중을 차지하는 취업사업부문은 공무원 시험 준비생을 대상으로 교육 서비

스를 제공하는 ‘메가공무원’, 취업준비생을 대상으로 실무와 관련된 웹디자인 및 앱 개발 등의 IT 과정을 교육하는 ‘더조은컴퓨터아카데미’, 일반 대학생을 대상으로 학부 수준의 전공 및 자격증 대비 목적의 온라인 강의를 제공하는 ‘유니스터디’ 등이 있다.

3) 분석 선정 이유

3)-1 매출액의 연평균 성장률이 입증하는 실적 향상 추세

메가스터디교육의 초중등 매출액은 2018년 438.9억 원에서 2022년 2,067.5억 원으로 눈에 띄는 상승을 보이며 연평균 성장률 +47.3%를 기록했다. 동사의 연도별 매출액 추이를 살펴봐도 2019년 4,373억원, 2020년 4,747억원, 2021년 7,039억원, 2022년 8,360억원으로 매년 최대 실적을 경신해오고 있음을 알 수 있다. 또한, 가장 최근인 2023년 2분기에도 매출액 2,224억원을 기록하며 전년 동기 대비 12% 이상 증가하는 흐름을 보여주었다. 이렇듯 실적이 뒷받침하는 상승세에 따라 오는 3분기에도 방학 진입과 수능을 앞둔 고등 성수기에 힘 입어 성장이 이어질 것이라 기대한다.

3)-2 조기 교육 및 사교육의 수요 확대로 수혜 예상

지난 3월, 전국 초·중·고교생 7만 4000명가량을 대상으로 ‘2022년 초·중·고 사교육비 조사’를 실시한 결과, 지난해 사교육 참여율은 약 78.3%로 2021년에 비해 2.8%포인트 증가하며 2007년 첫 조사 이후로 역대 최고치를 기록했다. 지난해 사교육비 총액은 26조원으로 23조원이었던 2021년보다 약 10.8%가량 증가했다. 이렇듯 사교육에 대한 수요 증가가 보여주는 한국 사회 내 과열된 교육열은 대학 진학을 목표로 하는 학생들을 대상으로 교육 사업을 영위하는 동사에게 Q증가를 통한 더욱 큰 실적 성장을 기대하게 만드는 요인이다.

3)-3 세대별 교육 브랜드 라인업 확충

동사는 단순히 고등 수험생만을 타겟으로 하는 것이 아니라, 초등학생 대상 ‘엘리하이’, 중학생 대상 ‘엠베스트’, 고등학생 대상 ‘메가스터디’, 대학생 대상 ‘김영편입’, 일반 성인 대상 ‘메가공무원’ 등의 각종 브랜드를 설립해 고객 범위를 확장했고, 온오프라인 서비스 결합을 통해 각 브랜드의 입지를 높여가고 있다. 특히, 올 7월에는 미취학 아동 대상 브랜드 ‘엘리하이키즈’까지 런칭했는데, 이렇듯 사업 다각화를 통한 타겟 고객 확대는 학령인구 감소로 인한 리스크 정도를 줄여나가려는 시도라고 볼 수 있다.

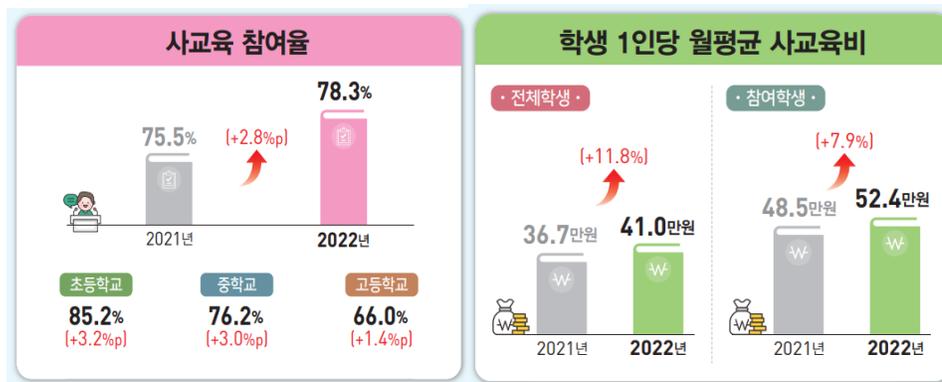
II. 산업 분석

1) 산업 개요:

1)-1 사업부문별 산업 특성

OECD국가 중 대학교 진학률이 1위인 대한민국은 높은 교육열을 바탕으로 인구 대비 큰 교육시장을 형성하고 있다. 자녀에 대한 학부모의 교육비 지출 탄력성이 낮기 때문에 교육산업의 수요 탄력성 또한 낮다. 저출산 기조가 계속 이어지면서 학령 인구가 계속적으로 감소하는 추세에 있지만 ‘한 명만 낳아서 잘 키우자.’라는 생각이 대세로 자리 잡았고 그에 따라 학생1인당 사교육비 지출은 계속적으로 증가하고 있다. 오늘날 교육 시장은 더욱 세분화 됐고 경쟁 또한 더욱 가속화되고 있다.

그림1) 사교육 참여율과 1인당 월평균 사교육비



자료: 통계청

-초·중등사업부문

주요 고객의 연령대가 상대적으로 낮기 때문에 높은 수준의 자기통제력 및 자기주도학습능력을 요구하는 온라인 서비스보다는 직접적인 관리 점검이 가능한 오프라인 학원 수업이 더욱 선호되는 경향이 있다. 그러나 2004년 이후로는 학생과 학부모를 대상으로 한 관리서비스와 양질의 동영상 강의를 제공하는 온라인 교육 시장이 크게 형성되고 있다. 또한, 조기교육 문화가 확대되고 있어 특목고나 자사고를 준비하는 중학생들의 사교육이 주목받고 있다. 과목으로는 수학이며 방법으로는 온라인 교육에서 높은 성장률을 보이고 있다.

-입시사업 부문

우선 동사의 핵심 시장인 고등사업부문은 수요가 상당히 비탄력적이며 여름방학부터 11월 수능 전까지 시장 매출이 집중된다. 교육서비스 매출은 크게 오프라인과 온라인 매출로 나뉘고 이 과정에서 도서 매출도 발생한다. 2000년대 이후로 인터넷 사용이 활성화되면서 온라인 강의 서비스 매출이 증가하고 있다. 온라인 시장이 확대되면서 교육업체들은 스타 강사를 영입하기 위해 경쟁하고 있다. 고객입장에서 장소와 시간에 제약이 없다면 1타 강사의 강의를 듣고 싶어하기 때문이다. 결과적으로 수험생들 사이에서 잘 알려진 1타 강사를 중심으로 수요가 집중되는 ‘쏠림 현상’이 발생하고 있다. 다음으로, 대학사업부문의 경우 대학편입학을 준비하는 학생들을 주요 대상으로 한다. 여기서 편입학이란 일정 자격 조건을 갖춰 4년제 대학의 3학년으로 진학하는 제도이다. 2022년 실시한 2023학년도 대학편입학 선발인원은 전국 주요 50개 대학 기준 10,708명

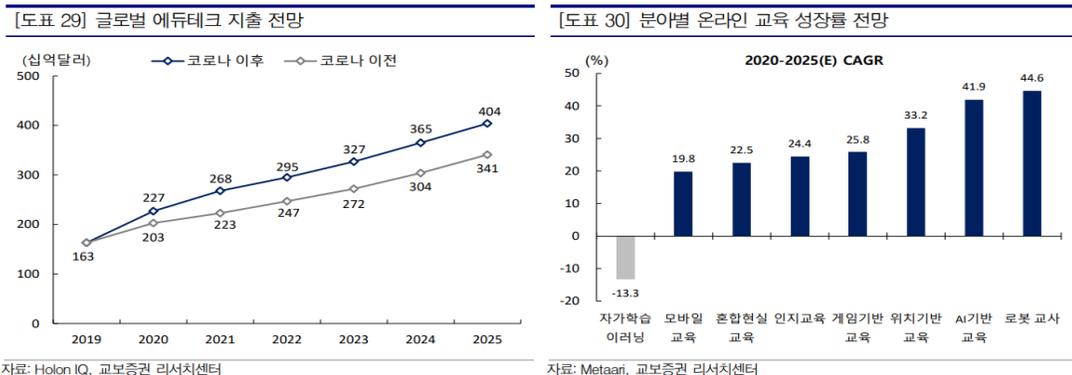
으로, 2022학년 10,044명보다 6.6% 증가하였다. 과거 대학편입학 시험지원자는 더 높은 대학에 들어가기 위한 하위권 대학 학생들이 다수였다면, 현재는 최상위권 대학 편입학 또는 의·치의학 계열 편입 등 상위권에서 최상위권 대학으로의 편입학 지원자도 소폭 증가하고 있다. 결과적으로 상하위권 구분 없이 꾸준히 성장할 것으로 예상된다. 고등사업부문과 대학사업부문 모두 새로운 정부가 들어설 때마다 변화가 일어난다. 고등사업부문의 경우 정시 및 수시 관련된 뉴스가 발표된 직후 교육 회사들의 주가가 급변할 정도다. 또한 대학마다 상이한 입시 전형 별 특성에 일부 영향을 받는다.

-취업사업부문

사회가 점차 전문화되고 취업이 힘들어지면서 취업준비생을 대상으로 하는 교육 수요가 교육기관의 매출로 나타난다. 특히 안정적인 정년 보장, 각종 수당 지급 및 호봉제, 폭넓은 복지혜택 등 타 직업군 대비 상대적으로 직업 안정성이 높은 특징이 있는 공무원에 도전하고자 하는 성인들이 있다. 통계청에서 발표한 2022년 5월 청년부 부가조사 결과 취업시험 준비자 중 일반공무원을 준비하고 있는 비경제활동인구는 21만명으로 취업시험 준비자 70만4천명의 29.9%로, 2021년에 이어 취업시험준비분야 중 가장 높은 비율을 차지하고 있다. 공무원 채용 시험은 대부분 상반기에 필기시험이 집중돼 있어서 하반기에 신규 판매가 급증하는 계절적 특성이 있다. 해당 산업 역시 공무원 임용시험과 관련한 선발 인원 등의 정책 기조에 영향을 받는다.

1)-2 최근 산업 트렌드

그림2) 에듀테크 및 온라인 교육 성장 전망



자료:교보증권

-에듀테크의 성장

오프라인 강의를 온라인 공간에 그대로 갖다 놓은 이러닝(E-Learning)을 넘어서 빅데이터, 인공지능, 가상현실 등의 스마트 기술을 활용한 일명 '에듀테크(Edu + Tech)'가 각광받고 있다. 특히 인공지능(AI) 기술을 접목한 에듀테크는 학생들의 창의성 증진, 개인맞춤형 자기주도학습 관리 등에 유용하므로 그 효과가 잘 드러나는 초등교육 분야에 주로 적용되고 있다. 나아가 유아 시장에도 적용을 확대해 나아가고 있다. 시장조사기관 Metaari에 의하면, AI 기반 에듀테크 교육은 2020년에서 2025년까지 약 연평균 41.9%의 성장률을 보일 것으로 전망된다.

-‘가정 방문 학습지’에서 ‘스마트 학습지’로

기존의 가정 방문 학습지 교육이 태블릿PC 기반의 스마트 학습지 시장으로 변화하고 있다. 20년 전 까지만 해도 학습지 교육은 대부분 교사의 방문을 통해 개별 오프라인 공간에서 이루어졌으나, 최근에는 스마트기기를 활용하여 비대면 공간에서 수업이 이루어지고 있다. 해당 서비스를 제공하는 브랜드는 교원의 구몬학습, 웅진씽크빅의 씽크빅 등이 있다. 실제로, 통계청 조사 결과, 2010년 이후로 방문학습지의 사교육비 총액은 정체 및 감소하는 추세이나, 인터넷 기반의 스마트 학습지의 사교육비 총액은 점차 증가하는 추세를 보인다.

그림3) 학습지 시장의 변화



[도표 31] 학습지 시장의 변화 – 지면학습지(눈높이)에서 스마트학습지(마카다미아 올인원)로

자료: 대교, 교보증권 리서치센터

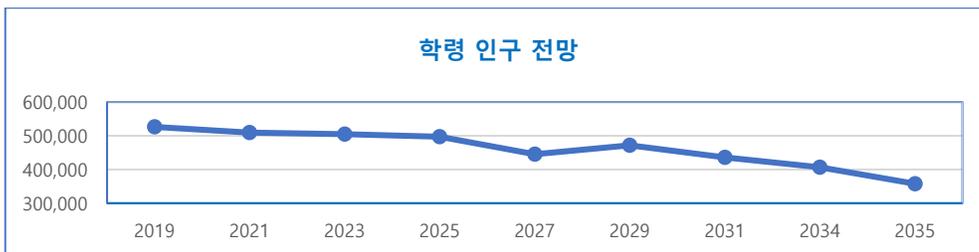
자료:대교,교보증권

2)산업 전망

2)-1 입시 시장 전망

3월에 발표된 통계청 자료를 보면 고등학생 1인당 월평균 사교육 지출액은 22년 46만원으로, 21년 대비 9.7% 증가했으며 지속적으로 증가하는 추세이다. 한국교육과정평가원에 따르면 작년 11월 수능 응시자 가운데 시험을 재차 응시하는 N수생의 비중이 31.7%에 달한다고 전했다. 또한 교육부가 대입제도의 공정성 및 형평성 보장을 위해 24년도까지 정시 비중을 40% 이상으로 늘린다고 발표했다. 정시 비중 확대는 고등 사업부 내 온·오프라인 강의 수강에 대한 수요가 지속적 증가로 이어질 것으로 보인다. 교육 산업의 리스크로 계속된 학령 인구의 감소가 있지만 사회의 고학력 기조와 고소득화로 상위권 대학 진학을 위한 학구열 과열에 힘 입어 Q감소 못지 않게 P 또한 증가하고 있다. 또한 2030년까지 수험생은 40만 명을 유지할 전망이다. 신생아 수가 현저히 떨어지는 2017년생이 수능을 칠 시기는 2035년이기 때문이다. (16년생은 40.6만 명, 17년생은 35.8만 명이다.)

그림4) 학령인구 전망



자료: 바이시그널 자체 가공 (2024년부터는 신생아 기준)

편입학 시장 또한 성장성이 보장된다. 2023학년도 대학 편입학 선발인원은 전국 50여개 대학 기준 약 10,708명으로 지난해 대비 약 6.6% 증가했다. 김영편입 진로진학연구소의 연구 결과, 작년 편입학 입시의 중심에 위치한 연세대와 고려대 편입선발 인원은 일반 및 학사 편입을 포함해 약 735명으로 역대 최고로 많았고, 일반 편입 기준 연세대는 선발인원을 2021학년도 195명에서 290명으로 늘렸고, 고려대는 2021학년도 108명에서 304명으로 늘렸다. 대학사업부문 수요는 주요 대학별 편입학 제도의 영향을 많이 받기에 선발인원 증가 추세는 산업의 긍정적인 전망을 나타낸다.

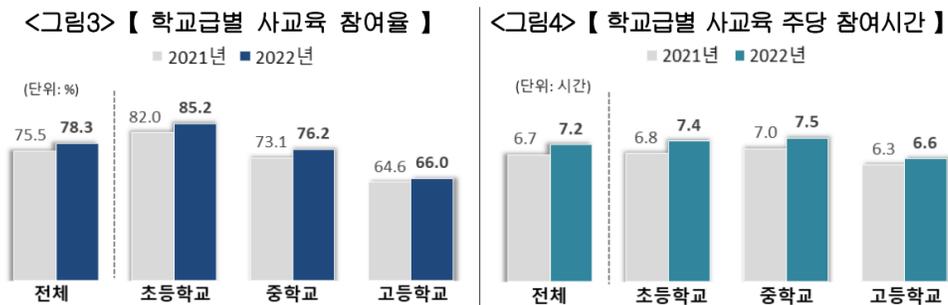
2)-3 취업 시장 전망

취업 시장에서 대표되는 공무원 시장이 계속해서 하락하는 추세다. 지난해 3월 인사혁신처에 따르면, 국가공무원 9급 공채시험 평균 경쟁률은 21년 35대1보다 하락한 29.2대1을 기록했다. 평균 경쟁률이 30대1 이하로 낮아진 건 1992년 이후로 처음이다. 7급 국가공무원 역시 42.7대1의 경쟁률을 보이며 43년 만에 최저를 기록했다. 요즘 청년들은 ‘공무원 월급은 박봉’이라는 인식과 관료적인 공직 사회 분위기로 자아실현의 한계를 느끼고 공무원을 기피하는 것으로 분석된다. 또한 문정부 시기에 과도한 공무원 일자리 늘리기로 인해 당분간 공무원 TO가 적어질 수 있는 우려가 존재한다. 그러나 여전히 18만 명 정도가 지원하는 것과 취업이 안 되고 안정성을 추구하는 사람들은 공무원으로 회귀할 수밖에 없다고 생각한다. 또한 원서 접수만 하고 응시하지 않는 일명 ‘허수’ 지원자와 연습 삼아 시험 보는 수험생이 모두 줄었다는 분석과 22년에 시험과목이 직렬 별 시험과목으로 바뀐 영향이 있다고 분석돼 현재의 인원이 유지될 수 있다고 판단된다.

2)-4 초·중등 시장 전망

올해 3월 발표된 통계청 자료에 따르면, 22년 초중고 학생의 사교육비 총액은 약 26조원으로 21년 대비 10.8% 증가했다. 학급별로는 초등학교 11조 9천억, 중학교 7조 1천억, 고등학교 7조원으로 21년대비 초등학교 13.1%, 중학교 11.6%, 고등학교 6.5% 순으로 초등학교와 중학교의 성장이 돋보인다. 사교육 참여율에서는 초등학교 85.2%, 중학교 76.2%, 고등학교 66.0% 순으로 높고 21년대비 상승폭 또한 초등, 중등, 고등 순이었다. 주 당 참여시간은 중학교 7.5시간, 초등학교 7.4시간, 고등학교 6.6시간 순으로 높았다. 여기에 더해 현재 초·중등 학생들은 COVID-19 시기의 영향으로 어렸을 때부터 온라인으로 수업을 받는 것에 익숙해져 있기에 앞으로 에듀테크, 이러닝, 스마트 러닝을 통한 온라인 비중이 점차 확대될 전망이다. 학교에서 멀티미디어 기반 디지털 교과서 확산과 초등 국정 교과서 검정 전환 등 교육과정 재구성도 교육시장 변화를 일으키는 동력이 되고 있다.

그림5) 학교급별 사교육



자료: 통계청

2)-5 유아동 시장 전망

소위 ‘영어 유치원’이라고 불리는 유아 대상 영어 학원이 5년 사이 70% 증가했다. 교육부에 따르면 유아 대상 영어학원은 17년 427곳에서 22년에는 337곳이나 급증한 811곳으로 집계됐다. 서울시 반일제 이상 유아 대상 영어학원의 월평균 학원비는 약 112만 6천원으로 전년대비 약 2.8%p 상승하였으며 서울시에서 가장 높은 비용을 책정하고 있는 유아대상 영어학원 버틀러학원은 그 금액이 무려 월 265만원에 달했다. 이처럼 영어를 중심으로 유아동 시장은 지속적으로 외형 성장을 할 전망이다.

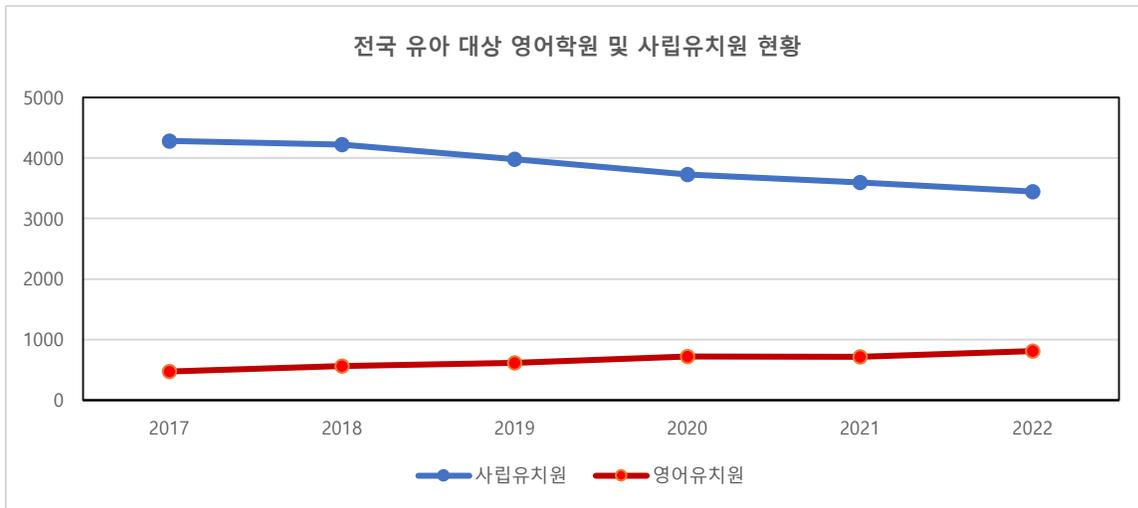
그림6) 서울시 유아대상 영어학원 월평균 학원비

[표2] 서울시 유아대상 영어학원 월평균 학원비 6개년 현황 (2016-2021)

항목	비용 (원)						증감(20-19) ▲30,572 (약2.8%p)
	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	
월평균학원비	1,030,244	1,022,942	1,037,020	1,065,243	1,095,855	1,126,427	

자료: 사교육걱정없는세상

그림7) 영어유치원 현황



자료: 바이시그널 자체 가공/영어유치원 1일 4시간 이상 교습 기준

3)경쟁 현황:

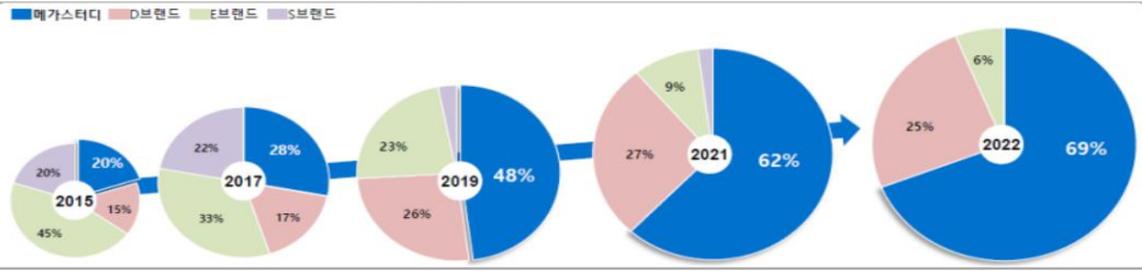
3)-1 고등 시장 경쟁 현황

고등부는 메가 다음이 시대인재다. 시대인재 운영 법인 하이컨시의 작년 매출(연결기준)은 2750억이다.

2021년보다 45.0% 성장한 수치다. 시대인재는 20년 S1학원, 21년 1월 대찬학원 3월 새움학원을 인수했고 올해 3월 다원교육을 인수하면서 설립 6년 만에 매출이 3,000억을 넘어섰다.

그림8) 메가스터디 시장점유율

Figure 8. 고등 온라인 "메가패스" 시장점유율 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

자료: IV리서치

-메가스터디교육의 고등 온라인 "메가패스"는 2015년부터 7년간 꾸준히 시장점유율을 올려왔다.

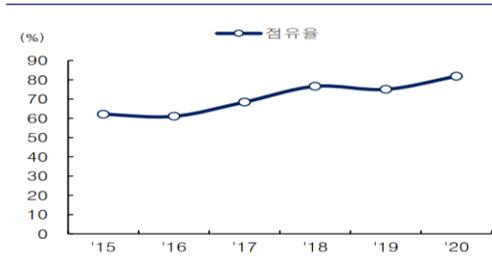
동사는 M/S의 과반 이상을 차지하고 있으며 22년에는 경쟁사들의 비중은 줄고 메가스터디만 비중이 늘어났다. 스카이에듀의 모회사 ST유니타스가 스카이에듀 사업을 접고 회사를 매각하면서 메가와 대성 그리고 이투스 3파전이 됐다. 인강 시장에서 중요한 '스타강사 보유'에서 메가는 현우진을 비롯한 11명, 대성은 이명학을 비롯한 5명, 이투스는 정승제, 이지영 2명 순이다. 23년 수험생 중 73.5%가 현우진 강사의 강의를 수강했고, 이는 2위 정승제의 6배 수치이다. 이투스는 모회사가 전체적으로 어려워져 상당 부분의 지분을 갖고 있는 앵커앤퀴티파트너스가 지속적으로 매각을 시도하고 있지만 계속해서 매각이 불발되고 있다.

3)-2 편입 시장 경쟁 현황

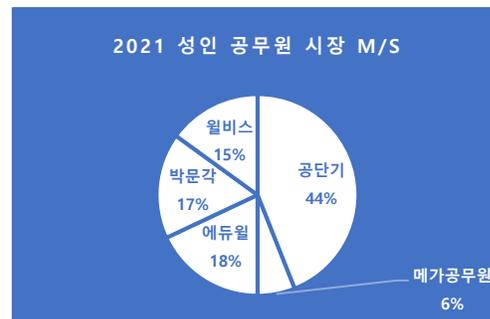
메가스터디교육이 2017년 업계 강자 아이비김영을 인수함으로써 압도적 시장 점유율 1위(81.8%) 사업자로 단숨

그림 9) 아이비김영 점유율

[도표 52] 아이비김영 점유율 추이



자료: 아이비김영, 교보증권 리서치센터



출처: 교보증권

출처: 바이시그널 자체 가공/공무원의 공인중개사 등 각종 자격증 포함

3)-3 취업 시장 경쟁 현황

21년 공단기의 모회사 ST유니타스의 상당 지분을 갖고 있던 베인캐피탈에서 계속된 사업 악화로 매각을 추진하여 작년 10월 1,800억에 메가스터디교육에 지분 100%를 매각기로 결정했지만, 아직까지 공정위에서 결정이 내려지지 않아 정확한 피어를 계산할 순 없다. 만약 메가공무원에서 공단기를 품게 되면 단숨에 M/S 절반을 차지하여 업계 1위로 도약한다. 또한 또 다른 경쟁사들은 공무원 시장의 축소로 매출액이 감소하였고, 에듀월은 자본잠식 상태, 박문각은 부분자본 잠식 상태에 있다. 그에 반해 메가공무원은 애초에 M/S가 적어서 시장 축소의 타격이 크지 않고, 현금성 자산이 풍부하여 전에 한국사 스타 강사 전한길 강사를 데려온 것처럼 다른 회사들의 스타 강사들을 데려와 시장 파이를 키울 수 있는 시나리오도 생각해 볼 수 있다.

그림 11) 박문각, 미처리결손금과 부분자본잠식 상태

I. 자본금 (주식1, 14)		36,700,690,000
1. 보통주자본금	36,700,690,000	
II. 자본잉여금		-
1. 전환권대가	-	
III. 자본조정		(3,526,196,825)
1. 주식할인발행차금 (주식14)	(879,596,109)	
2. 자기주식 (주식14,15)	(1,510,840,590)	
3. 기타자본조정(주식14)	(1,135,760,126)	
IV. 기타포괄손익누계액 (주식22)		7,336,699,971
1. 재평가잉여금 (주식7,22)	7,336,699,971	
V. 결손금 (주식17)		16,085,180,429
1. 미처리결손금	(16,085,180,429)	
자 본 총 계		24,426,012,717

자료: 박문각 22년 감사보고서

그림 12) 에듀월, 높은 판관비와 자본잠식 상태

↵	2022↵	2021↵	증감율↵
매출액↵	1,462억↵	1,556억↵	-6%↵
매출원가↵	425억↵	365억↵	+16.4%↵
매출원가율↵	29%↵	23%↵	+6%p↵
매출총이익↵	1,036억↵	1,191억↵	-13%↵
판관비↵	1,222억↵	1,179억↵	+3.6%↵
영업이익↵	-186억↵	12억↵	-1,650%↵

자료: 22년 에듀월 감사보고서 참고 -> 바이시그널 자체가공

에듀월 양형남 회장 아들의 회사인 '브랜드 발전소'에 광고 일감을 몰아준 의혹과 4일제에서 5일제로 근무

전환 등의 복지 혜택 축소로 줄퇴사를 하면서 경영 회복이 어려워 보인다. 따라서 현금성 자산이 풍부한 메가스터디교육에서 박문각과 에듀윌을 인수하는 시나리오도 생각해 볼 수 있다.

3)-4 초·중등 시장 경쟁 현황

초등학교 온라인 교육은 사교육 시장에서 가장 비중이 높다. 이번에 메가 엘리하이에서는 유재석, 아이스크림 홈런에서는 한가인 등 굴직한 광고 모델들을 동원하며 교육 기업들이 치열한 경쟁을 보여주고 있다. 초등 교육시장은 웅진씽크빅 외에 빨간펜의 교원그룹과 눈높이의 대교등이 기존의 강자였는데 최근에는 밀크티의 천재교육과 엘리하이의 메가 그리고 아이스크림홈런의 아시스크림에듀의 약진이 두드러진다. 아이스크림에듀의 22년 매출은 1337억 천재교육의 매출은 1237억이다. 눈높이 교육으로 알려진 대교는 오프라인 서비스 100%를 차지해 팬데믹의 직격탄을 맞았고 매출이 감소했다 2014년에는 매출 8106억원을 기록했지만 지난해는 6831억원을 기록해 경쟁에서 밀려났다. 메가의 초등 인강인 엘리하이는 2018년 론칭했는데 코로나 시기 학습위주 전략이 성공을 거두었다. 현재 웅진스마트올이 작년 9월 기준 회원 수 22만 명을 넘어서며 유치원·초등학생 플랫폼 1위를 차지하고 있다. 중등시장에서는 메가의 엠베스트가 70%를 차지하며 압도적이다.

그림13)초등온라인강의주요브랜드

[도표 41] 초등 온라인 강의 시장 주요 브랜드

구분	아이스크림홈런	밀크 T	와이즈캠프	엘리하이	스마트올
로고					
제공기업	아이스크림에듀	천재교육(비상장)	비상교육	메가스터디교육	웅진씽크빅
출시 연월	2011-11	2015-01	2018-01	2018-12	2019-11
표어	학교공부, 아이공부 모두 다 아이스크림홈런	요즘 아이들 모두 밀크 T	멍울 수 없는 재미, 별난 자신감 와이즈캠프	상위 1%로 가는 첫 시작	나만의 AI 공부 친구
가격	12M 139,000 원 24M 109,000 원	12M 149,000 원 24M 119,000 원	12M 139,000 원 24M 109,000 원	(프리미엄 종합반) 12M 139,900 원 24M 113,900 원 (영재특목반) 12M 169,900 원 24M 143,900 원	(기본형) 14M 139,000 원 26M 109,000 원 (관리강화형) 14M 153,000 원 26M 119,000 원
연계 브랜드	리틀홈런 (유아) 홈런 중등 (중등)	밀크 T 아이 (유아) 밀크 T 중학 (중등) 밀크 T 고등 (고등)	수박씨닷컴 (중등)	엠베스트 (중등) 메가스터디 (고등)	스마트올쿠기 (유아) 스마트올키즈 (에비즈) 스마트올중학 (중등)
광고모델	(21.12-) 한가인 (21.01) 정동원	-	(21.11-) 조우진 (19.12) 정우상	(19.11-) 유재석	(21.11-) 이정재 (20.12) 신동엽, 소이현
특징	스마트홈런링 선두주자 교과 연계자료 다	초등 저학년 특화 교과 연계자료 다	개념구조화 특화 격주 그룹화상수업 특	타사 대비 강의 다 과목별 강사 선택 가능 영재특목반 별도 운영	업계 최다 Edutech 특허 AI 학습관리 특화

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

자료 : 교보증권

3)-5 유아동 시장 경쟁 현황

그림12) 학년별 과목 수

<표8> 【 과목별 및 학년별 전체학생 1인당 월평균 사교육비 】
(단위: 만원, %)

구분	전체학생						
	전체	일반 교과	국어	영어	수학	사회 과학	에체능 취미·교양
2021년	36.7	28.1	3.0	11.2	10.5	1.6	8.3
2022년	41.0	31.0	3.4	12.3	11.6	1.8	9.8
증감률	11.8	10.2	13.0	10.2	9.7	9.5	17.8
초등학교	37.2	23.4	2.2	10.8	7.1	0.9	13.8
1학년	31.4	14.8	2.8	6.3	3.8	0.3	16.6
2학년	36.3	18.3	2.5	8.9	4.6	0.4	17.9
3학년	38.9	22.7	2.1	11.3	5.8	1.0	16.2
4학년	39.4	25.9	2.1	12.2	7.7	1.1	13.5
5학년	36.7	26.5	1.8	12.0	8.6	1.2	10.1
6학년	40.3	31.3	2.0	13.6	11.4	1.5	8.9
중학교	43.8	38.3	2.9	15.3	16.3	2.2	5.4
1학년	42.9	36.8	2.3	15.3	15.3	1.5	6.0
2학년	43.4	38.4	2.8	15.4	16.4	2.2	4.9
3학년	44.9	39.5	3.5	15.1	17.1	2.7	5.2
고등학교	46.0	39.0	6.5	12.4	16.0	3.2	6.1
1학년	49.1	44.2	6.7	15.2	18.4	3.4	4.4
2학년	47.0	40.3	6.5	13.1	17.0	3.1	6.0
3학년	41.9	32.8	6.3	8.9	12.8	3.1	8.0

자료: 통계청

영어 유치원에 대한 수요와 위 표를 확인했을 때, 유아부터 중등 시장까지는 영어에 대한 수요가 가장 높은 것으로 확인되며, 중등부터 고등시장까지는 수학의 비중이 높다. 유아 시장과 초등 시작에 뒤늦게 후발 주자로 진출한 메가스터디교육의 엘리하이와 엘리하이 키즈는 영어에 많이 신경 쓰고 있기 때문에 앞으로의 성장이 기대된다.

III. 기업 분석

1) 사업

1)-1 사업 분야

(1) 사업부문별 현황

당사는 본사와 13개의 종속 회사를 통해 교육 콘텐츠를 제공하는 기업이며 초·중등, 입시, 취업 교육사업 그리고 그 외 임대사업 등의 기타사업부문 등으로 구성되어 있다.

1)-2 제품 분야

그림1) 사업부문별 주요 서비스 및 고객

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

자료:메가스터디

사업부문마다 온라인 강의, 학원강의 등의 용역을 제공하고 도서 등의 재화를 판매하고 있다.

2) 매출 실적

당사의 사업부문은 초중등사업부문, 고등사업부문, 대학사업부문, 취업사업부문 및 기타사업부문 등으로 구분되며, 사업부문별 매출은 용역 제공과 재화의 판매로 구분된다. 각 사업부별 용역의 제공과 재화의 판매를 통한 각 유형별 매출 현황은 다음과 같다.

그림2) 메가스터디 사업부문별 매출품목 및 경로

사업부문	매출유형	품목	판매경로		매출액 (제8기)	비율
초중등사업부문	용역	강의	온오프라인강의	인터넷 사이트, 학원	159,713,292,613	19.11%
			기타매출	인터넷 사이트	3,104,582,154	0.37%
	재화	도서	교재	인터넷 사이트	5,935,114,980	0.71%
			기타	인터넷 사이트	37,997,759,486	4.55%
고등사업부문	용역	강의	온오프라인강의	인터넷 사이트, 학원	298,460,470,269	35.70%
			기타	모의고사 등	인터넷 사이트, 학원	62,797,411,515	7.51%
	재화	도서	교재	인터넷 사이트	142,656,755,521	17.07%
			기타	-	-	3,876,467,885	0.46%
대학사업부문	용역	강의	온라인강의/학원강의	김영편입학원, 메가공무원, 더조은아카데미	56,072,264,676	6.71%
			기타	기타매출	-	1,445,977,426	0.17%
	재화	도서	교재	김영편입학원, 메가공무원, 더조은아카데미	3,365,139,400	0.40%
			기타	기타	-	-	0.00%
취업사업부문	용역	강의	온라인강의/학원강의	김영편입학원, 메가공무원, 더조은아카데미	44,364,385,673	5.31%
			기타	기타매출	-	4,510,751,995	0.54%
	재화	도서	교재	김영편입학원, 메가공무원, 더조은아카데미	10,307,092,571	1.23%
			기타	기타	-	682,791,015	0.08%
기타사업부문	용역	강의	-	-	-	0.00%
		기타	임대	학원/본사 등	441,622,631	0.05%
	재화	도서	-	-	220,972,823.00	0.03%

자료:메가스터디

2)-2 매출 경로

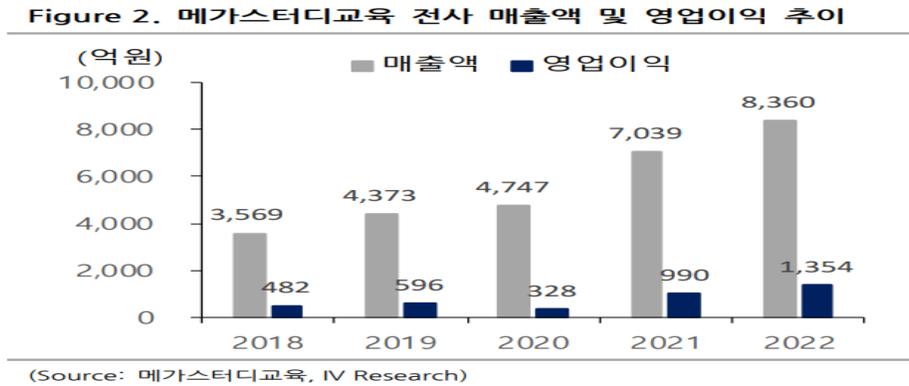
당사의 매출에서 용역은 온라인강의, 학원강의 및 기타로 구분되며, 재화는 도서와 기타로 구분된다. 온라인 강의의 경우 홈페이지를 통한 수강신청을 통해 판매가 이루어지며, 이 과정에서 교재 판매도 이뤄진다. 오프라인 강의의 경우는 학원 접수창구 또는 홈페이지를 통하여 강의의 판매가 이루어진다.

2)-3 최근 5개년 매출액, 영업이익

메가스터디교육의 연결 기준 올 2분기 매출액은 2224억1200만원(YoY +12.7%), 영업이익은 427억6300만원(YoY +0.2%), 당기순이익은 320억1300만원(YoY +4.1%)이다. 외형과 수익성이 지속적으로 개선되고 있는 모습이다. 한편, 지난해 2022년 연결기준 매출액은 8360억원(YoY +18.8%), 영업이익은 1354억원(YoY +36.8%), 당기순이익은 995억원을 기록하며 역대 최대 실적을 달성했다. 특히 고등 사업부문 내 메가패스가 압도적 판매량을 보여줬고 초중등(전년 대비 +24.9%), 대학(+9.1%), 취업(+16.6%)을 포함한 모든 사업부문에서 고른 매출 성장을 이뤘다. 작년을 포함해 근 5년 간의 실적 추이를 살펴보면, 2021년 기준 매출액은 7,039억원, 영업이익 990억원이고 2020년 기준 매출액은 4,747억원, 영업이익은 328억원이며 2019년 기준 매출액은 4,373억원, 영업이익은 596억원을 기록했다. 당사는 매출액 기준 5년 연속 증가 추세를 보이고 있으며, 창립 이래 매년 최대 실적을 경신하고 있다. 또한 온라인 강의와는 비교할 수 없을 정도의 높은 단가로 동사의 든든한 캐시카우 역할을 하는 기숙학원에서 연이어 규모 확장이 일어나 매출 증가세는 한동안 계속될 것으로 전망된다. 실제로 당사는 지난해 양지 메가스터디 기숙학원을 용인으로 확장 이전했을 뿐 아니라, 올해 들어 400명의 인원을 수용할 수 있는 규모의 안성 기숙학원을 새롭게 개원했으며 기존의

러셀 기숙학원도 증축할 계획이다.

그림3) 매출액 및 영업이익 추이



자료: IV리서치

다만, 2020년에 전년 대비 영업이익이 45%나 감소하며 순이익도 56.6% 줄어들었다. 당시 2018년(13.5%)과 2019년(13.6%)에 걸쳐 2년 연속 두 자릿수를 유지했던 영업이익률도 6.9%로 급감했는데, 수익성 부진의 원인은 코로나19 영향을 반영한 고등 사업과 일반성인 사업부문의 일시적 실적 악화에 있다. 그러나 2021년 영업이익을 990억원, 영업이익률을 14.07%까지 회복했다.

더해서, 동사의 일반 성인 대상 취업사업부문에 영업적자가 지속되고 있다. 동사는 9급, 소방, 경찰공무원, 군무원 등 공무원 시험준비생의 일반 성인을 대상으로 교육 서비스를 제공하는 취업사업부문(매출액 비중 7.3%)을 영위하고 있다. 2017년 12월 공무원 시장에 처음 진출한 이후로 영업 적자의 그늘에서 벗어나지 못하고 있는데, 올해 2분기 성인 부문에서 매출액은 전년 대비 6% 증가한 304억원을 기록했으나, 영업이익은 28억원의 적자를 기록했다. 또한 올 1분기에도 성인 부문은 58억원의 영업적자를 기록했었다. 다만, 지난 1분기 당시 동사는 취업 부문 비효율 캠퍼스를 이전하고 일부 정리하여 영업적자 폭을 줄여나갈 것이라 밝혔다. 실제로 2분기에 적자 폭을 감소시키는 데에 성공한 것으로 보아 향후 적자 폭이 상승될 우려는 크지 않다.

그림4) 메가스터디 재무분석

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)

자료: IV리서치

매출액과 영업이익이 증가함에 따라 2020년도 이후로 PER, PBR은 점차 낮아지는 추세이며, ROE의 경우 점 점 증가하는 추세인 것을 볼 수 있다.

3)지배 구조와 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

1. 최대주주 및 특수관계인의 주식소유 현황

그림5) 메가스터디 주식소유 현황

(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		-	-	-

자료:메가스터디

메가스터디교육은 기업의 창립자인 손주은(13.53%)과 손주은의 형제 손성은(13.53%), 그 외 12인이 36.0%의 지분을 가지며 메가스터디교육의 지배주주로 자리매김하고 있다. 메가스터디교육 주식의 유동비율은 61.87%이다.

2. 최대주주의 주요경력 및 개요

그림6) 메가스터디 최대주주

(기준일 : 2023년 06월 30일)

성명	성별	출생년월	직위	등기임원 여부	상근 여부	담당 업무	주요경력
손주은	남	1961.03	사내이사	사내이사	상근	이사회위원장	- 서울대 서양사학과 졸업 - 다년간 입시 전문 전과목 강의 - 메가스터디㈜ 이사회 의장 ('00.07.12~현재) - 메가스터디교육㈜ 이사회 의장 ('15.04.01~현재)
손성은	남	1967.02	대표이사	사내이사	상근	경영총괄	- 연세대 전자공학과 졸업 - 신세기통신 - 메가푸드앤서비스㈜ 감사 - ㈜아이비김영 대표이사 - 메가엠디㈜ 대표이사 - 메가스터디㈜ 사업1부 사업부장 - 메가인베스트먼트㈜ 이사 - 메가스터디㈜ 대표이사 - 메가스터디교육(주) 대표이사 ('15.04.01~현재)

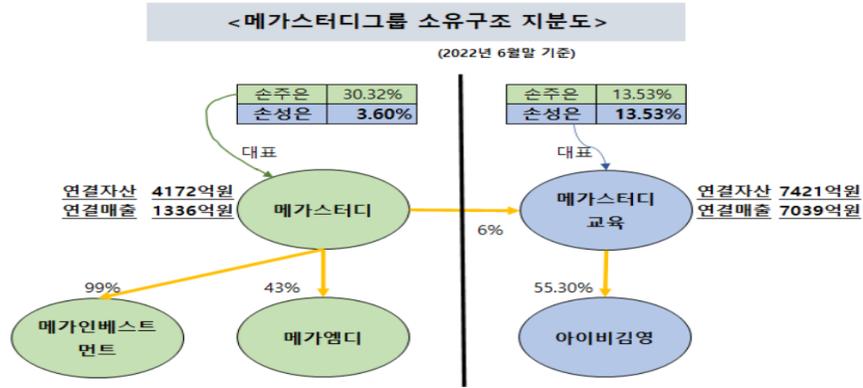
자료: DART

손주은은 현재 메가스터디교육을 창립한 멤버이며 손성은은 손주은 메가스터디그룹 이사회 의장의 동생으로 메가스터디교육을 위기에서 건져 낸 인물이다. 손성은은 매각을 원하는 형(손주은 의장)을 설득해 교육사업

을 확장하고 변신하는 방향으로 그룹 체질을 바꾸기 시작했다. 손성은 대표는 ‘메가패스’을 출시하며 하락세를 보이던 매출을 끌어올렸다. 메가패스 출시 후 메가스터디교육의 시장 점유율은 2015년 30%대에서 2017년 60%까지 올랐다.

3)-2 연혁 및 기업 지배구조

그림7) 연혁,지배구조



자료: 넘버스 투자생각

메가스터디교육(주)는 2015년 4월에 지배회사인 메가스터디(주)로부터 중고등 온오프라인 교육 사업으로 인적 분할되어 설립되었고, 같은 해 5월에 코스닥시장에 상장되었다. 동사는 2017년 일반 성인을 대상으로 대학 편입학 및 취업 대비 교육 콘텐츠를 제공하는 (주)아이비김영을 인수하였고, 2018년 교과서 및 학습서적을 출판하는 새이솔(주)를 인수하였다. 이어서, 2020년 교육문화와 관련된 도서 및 문구용품 도소매 사업을 영위하는 메가씨앤에스(주)를 인수하였고, 2021년 1월에 메가워드(주)를, 2월에는 데이터베이스 제공업 (주)마이스를 인수하였다. 또한, 동사는 2018년 공무원 시험 교육 기업 메가씨에스티(주)와 학원운영업체 성북메가스터디(주)를 흡수합병하였으며, 2020년에는 공무원 시장 내 독서실운영업체 (주)위메스를 흡수합병하였다.

3)-3 최근 이슈

-메가스터디교육 세무조사

윤석열 대통령이 최근 '킬러문항(초고난도 문항) 배제'를 지시한 이후 학원가에 대한 압박 수위를 높이는 것으로 풀이된다. 2023년 6월 28일 세무당국과 입시업계에 따르면 국세청은 이날 오전 메가스터디 본사에 조사관을 보내 세무조사를 진행하고 있다. 이 학원은 매년 세무조사를 받아왔지만 이번에는 불시에 나온 것으로 전해졌다.

-자사주 소각

메가스터디교육이 주주가치 제고를 위해 약 100억원 규모의 주식 소각을 결정했다고 2023년 9월 12일 공시했다. 소각할 주식은 보통주 16만 7406주로, 1주당 가액은 100원이다. 소각 예정일은 2023년 9월 25일이다.

-메가스터디교육의 공무원 시험 교육 업체 ST유니타스(공단기) 인수 시도

2022년 10월 21일 동사는 ST유니타스 최대주주인 베인캐피탈과 인수계약을 체결했다. 그러나 기업결합심사가 본래 규정된 90일을 넘어 예상보다 더 장기화되면서 이번 하반기 안으로 완료될 예정이다. 2021년 말 기준 공무원시험 교육시장 내 점유율은 공단기 44%, 에듀윌 18%, 박문각 17%, 월비스 15%, 메가스터디 6%이다. 합병이 성공적으로 진행된다면 동사는 해당 시장의 점유율 중 절반 이상을 차지하게 된다. 이에 따라 공무원 시험 준비 시장 내 압도적인 서열 1위 업체로 자리잡을 것으로 기대된다. 그러나 심사가 과도하게 길어짐에 따라 심사가 승인되지 않을 것이라는 부정적 전망도 존재한다. 업계에선 기업결합 심사의 조건부 승인을 점치고 있다. 그동안 절반 이상의 독점적 점유율을 가져간 M&A도 조건부 승인을 받은 사례가 있었기 때문이다. 대표적으로 딜리버리히어로의 배달의민족 인수 건은 양 사 합병 이후 시장점유율이 100%에 달했지만 승인됐다. 독과점 우려를 해소하는 시정조치의 수위는 높을 수 있다. 당국은 수평결합의 시정조치로 특정 상품의 가격 인상을 일정 기간 제한하거나 일부 자산을 매각하도록 하는 경우가 적잖았다. 예를 들어 2005년 하이트맥주의 진로 M&A에서는 5년 동안 하이트맥주와 진로 소주의 출고 원가를 소비자 물가상승률 이상으로 인상하지 않도록 하는 조건을 붙였다.

4) 재무분석

4)-1 최근 재무실적

그림8) 메가스터디교육 주요재무정보

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

자료:네이버 증권

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

4)-2 주요 재무지표

그림9) 메가스터디교육 현금흐름표

* 단위 : 억원, %, 배, 주 * 분기: 순액기준

주요재무정보	연간							
	2018/12 (IFRS연결)	2019/12 (IFRS연결)	2020/12 (IFRS연결)	2021/12 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결)	2023/12(E) (IFRS연결)	2024/12(E) (IFRS연결)	2025/12(E) (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

자료: 네이버 증권

메가스터디교육의 영업활동현금흐름이 계속해서 증가하고 있다. 이는 동사가 기업의 본질인 영업활동을 안정적으로 잘 수행하고 있다는 의미이다. 또한 투자활동현금흐름도 지속적으로 늘어나고 있는데, 이는 ST유니타스 인수를 위한 투자 지출로 파악된다. 재무활동현금흐름도 마이너스를 기록하고 있어 부채 상환을 적절히 이행하고 있는 것으로 보인다.

4)-3 재무제표 항목분석

그림10) 메가스터디교육 재무현황

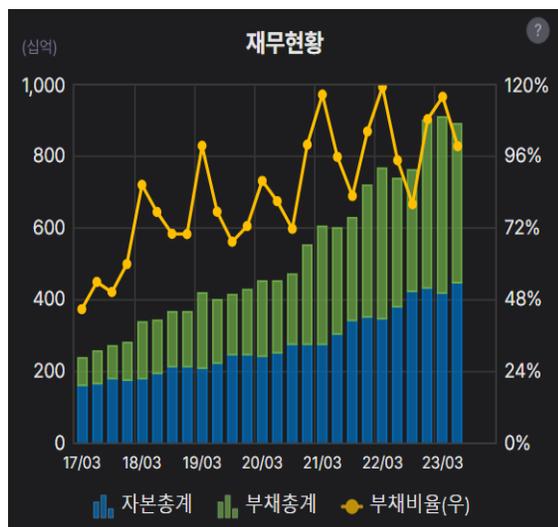


그림11) 메가스터디교육 재무상태표

제 9 기 반기말 2023.06.30 현재
제 8 기말 2022.12.31 현재

(단위 : 원)

	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
선수수익	167,644,254,048	157,170,153,457
담기법인세부채	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
충당부채	3,382,396,347	11,355,160,452
비유동부채	67,706,122,965	65,462,945,509

자료: 버틀러

자료: 닷

동사의 부채비율은 '22년 9월 80.1%에서 '23년 6월 99.6%로 조금씩 증가하고 있는 듯 하나, 그 수치가 100% 내외이므로 안전성에 큰 문제는 없어보인다. 동사의 유동부채 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 선수 수익이다. 동사의 주력 상품인 '메가패스'는 본래 일정 기간동안 결제할 금액을 처음 한번에 결제하는 방식 이기에 재무상태표 상에 선수수익으로 기록되기 때문이다. 또한, 단기차입금도 제8기말 대비 증가하였는데, 이는 최근 동사가 에스티유니타스(브랜드 '공단기')의 인수를 시도하며 발생한 것으로 추정된다.

2020년 코로나19 여파로 인해 영업이익과 순이익이 잠시 주춤했으나, 이후 완전한 회복을 이루어 동사의 매출액·영업이익·당기순이익과 영업이익률 및 순이익률은 계속해서 증가하고 있는 추세이다. 지난해 2022년 매출액은 2018년 매출액의 2배 이상으로 성장했다. 그리고, 가장 최근인 2023년도 2분기 실적은 매출액 2224억1200만원(YoY +12.7%), 영업이익 427억6300만원(YoY +0.2%), 당기순이익 320억1300만원(YoY +4.1%)으로 여전히 양호한 수익성을 보여주고 있다. 주 경쟁사인 디지털대성과 비교한다면 더욱 우수한 실적이다. 디지털대성의 올해 2분기 매출액은 493억원, 영업이익은 80억원, 당기순이익은 56억원으로 전년 동기 대비 각각 4.4%, 1.8%, 8.5%씩 감소하며 실적 성장세를 이어나가지 못했기 때문이다.

4)-4 동종업계와의 실적 비교

그림12) 동종업계 실적

	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%	
웅진씽크빅	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)	회전
			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)	회전		(44)	(143)	회전
			OPM	3.9%	-4.5%	-4.4%			-2.9%	-8.4%	
디지털대성	7,950	2,367	매출	1,406	1,485	1,909	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%	
정상제이엘 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	회전		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)	회전		(69)	(25)	회전
			OPM	5.1%	-1.3%	-5.4%			-20.1%	-6.7%	

자료: 리딩투자증권 리서치센터

2022년 실적기준 영업이익률은 메가스터디교육(16.2%)이 고등사교육업계 주경쟁사인 디지털대성(13.46%)에 비해 높다. 2023.06 실적기준 PER은 메가스터디교육(5.99배), 디지털대성(11.99배)로 저평가며 ROE 또한 메가스터디교육(25.63배)이 디지털대성(9.21배)에 비해 압도적으로 높아 저평가 상태임을 보여준다. 메가스터디를 제외한 대부분 기업들이 초등/성인 시장에서 적자를 내고 있다.

그림13) 경쟁사 재무정보

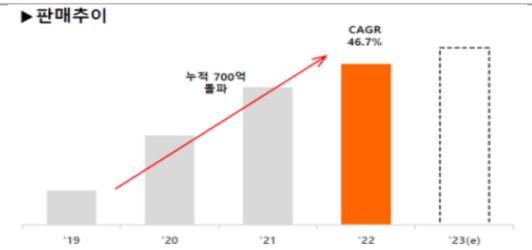
동일업종비교 (업종명 : 교육서비스 | 재무정보: 2023.06 분기 기준)

종목명 (종목코드)	디지털대성+ 068930	메가스터디교육+ 215200	웅진씽크빅+ 095720
현재가	5,720	52,300	2,515
전일대비	▼ 20	▼ 200	▲ 5
등락률	-0.35%	-0.38%	+0.20%
시가총액(억)	1,610	6,203	2,904
외국인취득률(%)	1.89	22.91	4.73
매출액(억)	493	2,224	2,227
영업이익(억)	80	428	47
조정영업이익	80	428	47
영업이익증가율(%)	275.33	76.90	187.83
당기순이익(억)	56	320	40
주당순이익(원)	184.01	2,699.52	36.93
ROE(%)	9.21	25.63	-1.13
PER(배)	11.99	6.00	-73.97
PBR(배)	0.99	1.38	0.82

자료: 네이버증권

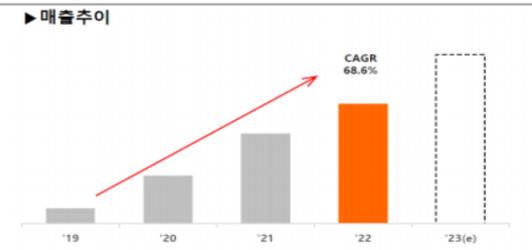
그림14) 엘리하이 시장점유율

Figure 9. 초등 온라인 "엘리하이" 판매 추이



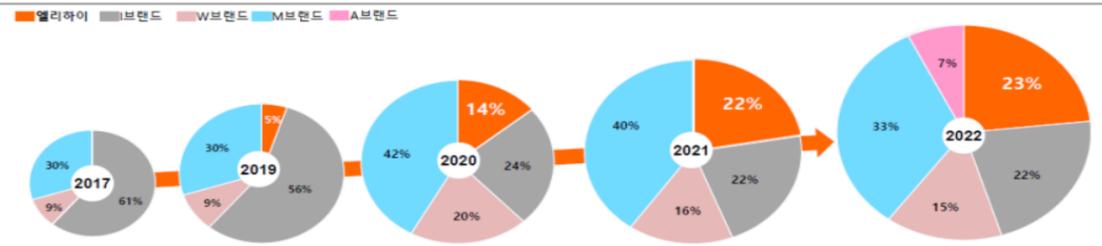
(Source: 메가스터디교육, IV Research)

Figure 10. 초등 온라인 "엘리하이" 매출액 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

Figure 11. 초등 온라인 "엘리하이" 시장점유율 추이



(Source: 메가스터디교육, IV Research)

자료: IV리서치

신성장 동력인 초등사업부 "엘리하이"의 매출액과 시장점유율 또한 꾸준히 증가하며 순항중이다.

IV. 투자포인트

1. 고등사업부의 독보적 시장 점유

메가스터디교육은 20년의 노하우로 시장 내 독보적 위치를 차지한 채 계속해서 성장하는 중이다. 동사가 시장 내 1등 기업으로 자리잡은 데에는 크게 2가지의 비교우위가 존재한다. 첫번째는 강사진이다. 동사의 홈페이지를 장식한 일타강사들은 현우진(수학), 김동욱(국어), 조정식(영어)를 비롯해 총 11명이다. 이에 반해 디지털 대상은 이명학(영어)를 포함한 5명, 이투스 정승재(수학) 등의 2명으로 구성됐다. 다수의 일타강사 중 특히 현우진의 영향력을 주목할 필요가 있다. 동사의 온라인 회원 중 2023년 수능 응시 인원을 대상으로 조사한 결과에 따르면 수학 과목 수강생 중 73.5%가 현우진의 강의를 수강했다. 동사가 22년 10월 4일 현우진과 재계약을 체결해 공시한 만큼 안정적인 실적이 지속될 것으로 보인다. 두번째는 높은 ASP이다. 2024 수능 패스 기준, 동사의 메가패스는 62~112만원의 가격을 형성했다. 대성마이맥의 19패스는 19만원, 이투스의 이투스패스는 39만원(강사패스 18만원)에 비교하면 매우 높은 가격이다. 경쟁사 간의 시스템적인 차이가 크지 않다는 점에서, 인기 강사를 얼마나 보유하고 있으며 시장을 얼마나 점유하고 있느냐에 따라 수강료는 상향된다. 경쟁사인 디지털 대상에서 낮은 가격의 19패스를 출시했음에도 수요를 가져가지 못한 것 또한 이러한 이유가 적용된다.

그림1,2) 3사고등사업부 ASP과 매출

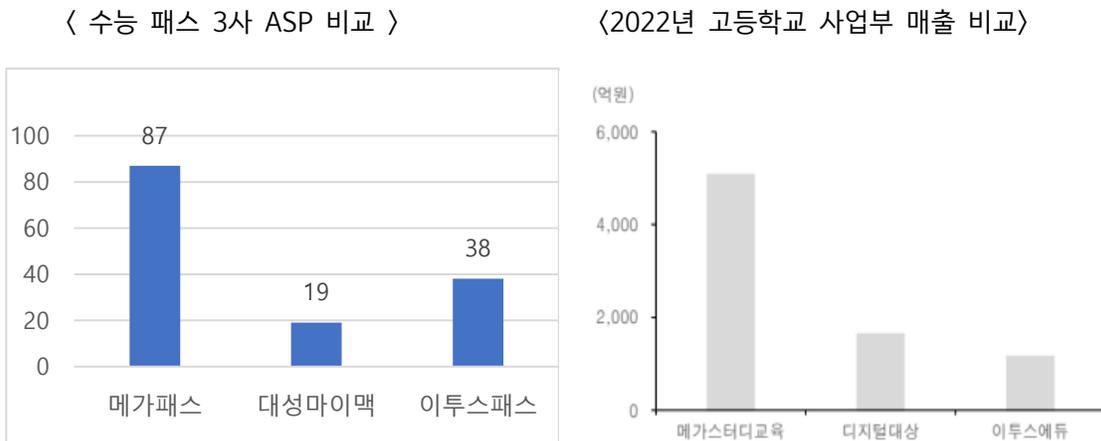


그림1,2 출처 : 3사 홈페이지 (메가패스는 대표 상품들 중 중간치 선택, 단위 : 만원), 유안타증권

결과적으로, 높은 ASP를 지닌 동사가 시장 점유율 측면에서도 굳건한 입지를 갖고 있음을 확인할 수 있다. 그 이유로 일타 강사 수와 수강생 수는 다음과 같은 순환구조를 갖고 있기 때문이다. 일타강사 수의 증가는 수강생 수의 증가로, 이는 기업의 매출 및 이익 증가로 연동된다. 실적 개선을 통해 기업들은 일타 강사에 대한 투자를 확대해 강사 수의 증가로 이어진다. 현재 메가패스의 가격은 계속해서 인상하고 있는 추세다. 2021년, 베이직 기준 패스 상품의 가격이 전년 대비 약 20% 인상되었고, 2022년에는 전년대비 약 7% 인상됐다. 학령인구의 감소가 교육 산업 내 치명적인 리스크 요인으로 지적되긴 하나, 오히려 그러한 이유로

유의미한 신규 업체의 시장 진입이 존재하지 않고 있다. 이에 소수의 기존 기업들로 수요 쏠림 현상이 심화되었다는 점도 가격 인상의 주된 요인이다.

2. 지속적인 사업의 확장

교육 산업 내 견고한 지위를 가진 동사는 계속해서 사업을 확장하고 있다. 오프라인 기숙학원의 경우, 22년도에 양지기숙학원 신축 및 안성종로기숙학원 인수를 진행했다. 23년도 6월에는 러셀 여자기숙학원 추가 개원하는 등 입시학원의 수요를 계속해서 점검하고, 신규학원 개원 가능성을 타진하며 지속적으로 직영학원을 늘려가고 있다. 온, 오프라인 혼합 학원인 러셀Core의 확장을 주목해야 한다. 일타강사의 라이브 수업을 온라인 수강하는 동시에 입시 전략 방향성 솔루션을 제시하는 해당 학원은 올해 8개를 추가해 총 15개로 확대될 예정이다. 학원 정원의 80%가 2과목의 단과 수업 및 독서실을 사용한다고 가정하면 현재 7개의 학원에서 336억원의 매출이 발생한다. 총 15개로 늘어날 2024년에는 매출이 720억원으로 성장할 것으로 예상된다. 대치동 강의를 라이브로 송출한다는 점에서 관련 비용을 대폭 축소해 높은 이익률을 내는 것도 기대할 수 있다.

그림3) 러셀 Core 매출 전망

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

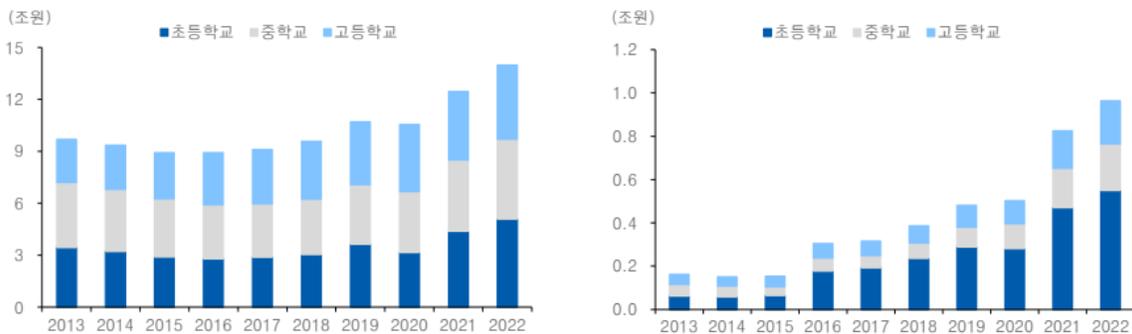
자료: 유안타 증권

메가스터디교육의 사업 확장은 고등사업부에 국한된 것이 아니다. 동사는 7월 11일, 5~7세를 겨냥한 신생 유아교육 사이트 엘리하이 키즈를 런칭했다. 이를 통해 초등을 넘어 유아 교육까지 영역을 확대했으며, 엘리하이 키즈의 회원들이 엘리하이(초등) 이후로도 연계될 것을 기대할 수 있다. 대학편입 사업부인 아이비김영은 2017년 인수 후 계속해서 성장 중이며 현재는 취업 부문 콘텐츠를 보건, 의료, 간호, 이공계 취업 등으로 추가 확보중이다. 공무원 사업부의 경우도 9급, 소방직, 경찰, 군무원까지 직렬 확장되고 있으며, ST유니탁스(공단기)의 인수 결정 문제를 현재 공정위에서 결합 심사 중이다. 동사가 공무원 시장점유율 1위의 공단기를 전면 인수하면 메가스터디교육의 시장 점유율 또한 현재 6%에서 절반 이상으로 늘어 압도적인 시장 독점을 이룰 것이라는 전망이다.

3. 사교육 시장의 계속되는 성장

코로나 이후 사교육 시장은 점점 더 달아오르고 있는 추세다. 9월 7일 통계청이 발표한 2022년 초·중·고 사교육비 조사 결과에 따르면 초·중·고 사교육비 총액이 26조원으로 전년 23조 4000억원에서 10.8% 증가했다. 학생 1인당 월평균 사교육비는 52만 4000원으로 집계 이후 처음으로 50만원을 돌파했다. 주목할 점은 초등학생 1인당 평균 사교육비가 37만 2000원으로 13.4% 증가했다는 점이다. 이는 조기교육에 대한 학부모들의 열의를 보여주는 수치다. 코로나19 이후 초등학교의 방과후학교 프로그램이 완전히 회복되지 않아 돌봄 및 친구 사귀기 등의 이유로 사교육을 찾는 경향이 더욱 뚜렷해졌다. 실제로 초등학교 방과후 학교 참여율은 36.2%로 코로나19 이전인 2019년의 48.4%보다 한참 낮은 수치다. 사교육 참여율 또한 초등학교 85.2%, 중학교 76.2%, 고등학교 66%인 만큼 동사의 엘리하이 및 엘리하이 교육에서의 탄탄한 성장이 앞으로의 매출 성장에 긍정적 영향을 가져올 것으로 보인다. 고등부 시장의 경우에도 정부의 억제 정책과 다르게 계속해서 성장 중이다. 고교생의 22년 사교육비는 7조원의 규모로 21년도 대비 6.5% 상승했다. 역사적으로 정치권에서 대입제도 개편을 추진하면 오히려 사교육비가 증가한다. 19년도 대입 공정성 강화방안으로 정부가 정시 비중을 확대하여 학생과 학부모들의 불안감을 낳아 수능 대비 사교육 시장을 부추긴 바가 있다. 이처럼 윤석열 정부의 킬러문항 저격과 같은 입시제도 개편도 오히려 사교육의 영향력을 증가시킬 것이다. 김경범 서울대학교 교수는 ‘수능에서 킬러문항을 제거하고 교육과정 내에서만 문항을 출제한다고 해서 사교육비가 줄지 않는다. 오히려 사교육 업체들은 새로운 문제 유형이라는 상품을 선물로 받았다’고 진단했다. 또한, 상위권 대학들의 정시 비중이 증가하는 추세를 보여 23년도 정시 비중이 40%을 넘었다. 이에 과목별 수능능력시험을 위한 온,오프라인 교육에서 우수한 서비스를 제공하는 동사의 용역 및 재화의 수요가 더욱 확산할 것으로 기대된다.

그림4) 학급별 학원수강, 온라인 강의 비율



출처: 유안타증권

4. 과도한 저평가 및 주주 환원 정책 강화

최근 메가스터디교육은 정부의 수능에 대한 정책 방향성 및 세무조사로 인해 급격한 주가의 하락을 겪었다. 그러나 앞서 언급한 것처럼 사교육 수요는 여전히 분명하며 핵심적 경쟁력인 강사의 이탈도 존재하지 않는다. 따라서 현재의 낙폭은 과도한 수준이다. 네이버 증권 기준 동일 업종 기업들의 평균 PER은 58.37배인 것에 반해 최근 동사의 PER는 6.08배 수준이다. 교육 서비스 업종의 대장주격인 동사의 주가는 정책의 변화

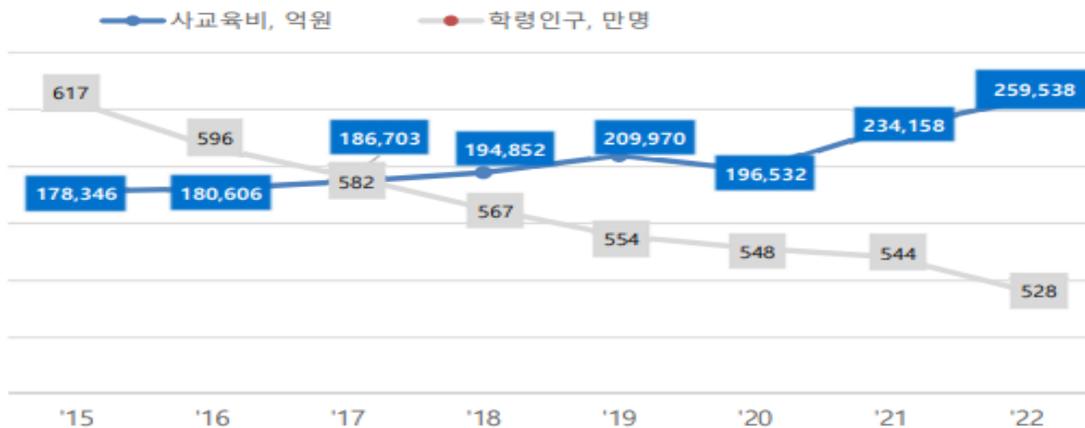
나 세무조사의 영향으로 치부하기엔 너무 낮은 수준을 기록하고 있음이 분명하다. 최근 임원진들의 연이은 매수세도 저평가임을 반증한다. 지난 2월 100억원의 주식 소각을 공시한 데에 이어 9월 12일에도 약 100억원의 주식 소각 결정을 공시했다. 이번에 소각할 주식은 보통주 16만 7406조로 1주당 가액은 100원이다. 이에 현 시점에서의 매수는 적정 펀더멘탈로의 회귀를 기다리기에 좋은 선택이다.

V. 리스크

1) 학령인구의 급감 추세로 인한 수강생 수 감소 우려

학령인구란 초등학교에 진학해 대학교 취학을 준비하는 만 6세와 만 21세 사이에 해당하는 인구이며, 교육 시장의 일차적 크기를 가늠하게 하는 대표적인 지표이다. 지난해 말 실시된 통계청의 장래인구추계 조사 결과 국내 학령인구는 1980년도 최고점을 찍은 이후 10년 간 대략 24.6%감소하였고, 향후 2030년에는 약 58.7% 감소할 것으로 전망된다. 최근 출산율 저하가 심각한 사회 문제로 대두됨에 따라 자연스레 학령인구 수가 감소한 것으로 보이며 따라서 수강생 수의 감소를 완전히 부인하기 어렵다. 그러나, 학생 1인당 사교육비 지출액의 가파른 증가 추세는 리스크 요인을 충분히 만회 가능하다는 것을 입증하고 있다. 교육과정과 입시정책 변화에 더불어 새로운 교육 콘텐츠의 수요가 증가하며 사교육 참여율이 증가하는 한편, 학령인구는 줄어들며 1인당 사교육비도 증가하고 있다.

그림1) 학령 인구와 1인당 사교육비



출처:메가스터디교육, IV리서치

2) 정부의 규제 강화

사교육과 관련한 비위·부패 청산 의지를 밝힌 정부가 사교육 대표 기업인 메가스터디, 시대인재 등 학원과 출판사에 조사관을 보내 현장조사를 진행하는 등 규제 강화와 함께 작년부터 메가스터디에서 추진한 공단기 합병에도 급제동이 걸렸다. 메가스터디가 공단기 인수에 성공한다면 공무원 시장의 절반을 차지하는 강자로 우뚝 서겠지만, 메가스터디와 공단기 두 기업의 합병은 독과점 해소와 소비자 편익을 기관의 목표로 하는 공정거래위원회에선 허용하기 쉽지 않은 사안인 만큼 합병 심사가 길어지고 있다. 업계에서는 기업결합 심사의

조건부 승인을 점치고 있다. 하지만, 공정위로부터 조건부 승인을 받는다면 사실상 일정 기간이 경과한 후에는 과점기업으로의 복귀 가능성이 크기 때문에 공정위 역시 사교육계 경쟁사로부터 비판을 들을 수 있다는 점 등이 심사에 걸림돌로 작용하고 있다. 하지만, 이는 메가스터디교육의 취업 교육 시장 석권에 제동을 걸 뿐이지, 기존 교육 시장에 영향을 끼치지 않는다는 점에 집중할 필요가 있다.

3) 일반 성인 대상 취업사업부문의 영업적자 지속

메가스터디교육은 ‘김영편입’, ‘김영평생교육원’ 등의 브랜드를 통해 공무원 시험 준비생의 일반 성인을 대상으로 교육 서비스를 제공하는 취업사업부문(매출액 비중 7.3%)을 영위하고 있다. 올해 2분기 성인 부문에서 매출액은 전년 대비 6% 증가한 304억원을 기록했으나, 영업이익은 28억원의 적자를 기록했다. 또한, 올 1분기에도 성인 부문은 58억원의 영업적자를 기록했다. 실제로, 국가공무원 9급 공개경쟁 채용시험 원서 접수 추이를 살펴보면, 올해 지원자 수는 작년보다 26.6% 감소하며 1992년 이래 가장 낮은 경쟁률(22.8:1)을 기록했다. 공무원 시험의 경쟁률은 7년 연속 떨어지고 있는 추세이다. 다만, 지난 1분기 당시 동사는 취업 부문 비효율 캠퍼스를 이전하고 일부 정리하여 영업적자 폭을 줄여 나갈 것이라 밝혔고, 실제로 2분기에 적자 폭을 감소시키는 데에 성공한 것으로 보아 향후 적자 폭이 상승될 우려는 크지 않다. 무엇보다, 동사가 공무원 시험 준비생 대상 1위 교육 브랜드인 공단기 인수에 성공할 경우 취업사업부문에서의 실적 우려는 급감할 것으로 기대된다.

VII. 벨류에이션

동사는 교육 산업이라는 큰 줄기 하에서 각 부문에서 모두 사업을 영위하고 있다. 따라서 Peer 그룹을 선정할 때, 각 산업 부문 속의 경쟁사를 모두 고려해야 합리적인 비교가 가능할 것이라고 판단한다. 하지만, 교육 산업으로 분류된 교육 기업들 중 교육 로봇 관련 사업을 영위하는 로보로보(215100), 교육에 ICT 기술을 접목하여 에듀테크 기업으로 분류되는 유비온(084440), 디지털 콘텐츠 판매 및 온라인 테스트 사업을 영위하는 YBM넷, 섬유 사업의 매출이 총 매출의 75% 수준을 차지하는 월비스(008600) 등은 제외하였다. 또한 적자를 기록하고 있어, PER이 음수 값을 기록하고 있는 대교(019680), 비상교육(100220), 아이스크림에듀(289010) 역시 제외하였다. 이에 더해 비상장 기업인 에듀월과 천재교육까지 제외하여 Peer 그룹을 선정하였다. 따라서 본 팀이 선정한 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 될 것이다.

그림1) 메가스터디 벨류에이션

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
EPS	3,984	1,816	6,846	8,734	9,345
BPS	21,175	22,616	28,762	35,711	43,638
EBITDAPS	8,615	7,266	13,546	17,475	16,535
SPS	37,057	40,128	59,369	70,474	81,045
DPS	1,100	750	2,000	2,100	2,100
PER	9.0	20.8	9.7	9.5	6.9
PBR	1.7	1.7	2.3	2.3	1.5
EV/EBITDA	3.9	5.2	4.2	5.2	3.8
PSR	1.0	0.9	1.1	1.2	0.8

출처:이베스트증권

목표 주가 산정은 동사의 주요 사업군 내의 경쟁사들의 멀티플을 사용하여 2023년 EPS와 Peer Avg.PER을 적용하였다. 동사의 매출액 성장에 따른 2023년 추정 EPS 원에 각 사업군별 경쟁기업의 PER을 매출 비중에 따라 가중치를 적용해 산정하였다. 교육 산업의 특성상 수능이 끝난 이후, 평가에 따라 교육 정책에 대한 불확실성이 있다. 따라서 2023년 이후의 주가에는 정책적 불확실성을 배제할 수 없어 2023년의 목표 주가를 산정하였다.

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

상기의 Peer 그룹의 추정 PER에 매출액 비중에 따라 각각의 가중치를 설정했다. 우선 메가스터디교육의 주된 매출처인 고등학교 부문에서 점유율 2위를 기록하고 있는 디지털대성에 가중치 0.5를 배정하였다. 그리고 제 2의 매출처인 초중등학교 부문에서의 주요 경쟁자인 웅진씽크빅과 정상제일엘스에 각각 0.25를 곱해 구한 Target PER은 10.325이 된다. 이에 동사의 2023년도 추정 EPS 8,734원을 곱하면 본 팀의 2023년 메가스터디교육의 목표가는 90,179원으로 산정된다. 하지만 최근 불확실한 금융시장과 교육 산업의 계절성을 고려한다면 별도의 할인율이 적용되어야 할 것이다. 따라서 본 팀은 최근 코스닥 상장 기업들의 공모가액에 적용된 할인율의 평균인 30%를 적용시켜, 최근 시장 변동성을 반영하고자 한다. 따라서 최종적으로 산출된 목표가는 63,124원으로 9월 20일 증가 52,400원 대비 약 20% 상승 여력이 남아 있는 것으로 판단된다. 경쟁사 중 대다수가 비상장 기업이거나 현재 적자를 기록하고 있는 만큼, 동사에 대한 투자 매력도는 더욱 상승할 것이라고 판단된다. 또한 지난해 MBK 파트너스에서 동사의 지분 35%를 주당 약 165,000원에 인수 시도를 했던 전례를 봤을 때 해당 주가는 경영권 프리미엄을 감안하더라도 고평가가 아님을 알 수 있다. 물론, 정부의 규제 및 정책 방향성에 대한 리스크가 있지만 기업의 펀더멘탈에 직접적인 영향을 미치지 않는 요소라고 판단하여 해당 목표가가 합리적이라 판단할 수 있다.

IR 문의내역

Q1. 동사가 생각하는 실질적인 경쟁 기업은 어느 곳인가요?

A1. 사업부문별로 나눌 수 있을 것 같습니다.

초등: 아이스크림에듀 - 아이스크림홈런, 웅진씽크빅 - 스마트올, 천재교육 - 밀크T, 비상교육 - 와이즈캠프

고등: 온라인) 디지털대성, 이투스 / 오프라인) 디지털대성, 이투스, 시대인재

취업: 공단기, 박문각, 에듀윌, 해커스, 월비스

중등, 편입 시장은 압도적입니다.

Q2. 비교적 늦게 동사는 키즈 사업과 초등 사업을 시작하였는데요. 따라서 앞으로 성장폭이 클 것으로 보이는데, 최근 시장점유율을 알 수 있을까요?

A2. 키즈 사업부문은 6월 시작하여 구체적으로 답변 못 드리지만, 22년 기준으로 초등부문은 23%, 중등부문은 70%입니다.

Q3. 성인 사업부문의 영업 적자가 몇 년간 지속되고 있는데 가장 큰 이유는 무엇인가요? 아무래도 공무원 시장의 축소인가요?

A3. 일단 공무원 시장의 축소는 아닙니다. 취업 사업부는 일반 취업 사업부와 공무원 사업부로 나눌 수 있겠는데요. 첫 번째로, 일반 취업 사업부에서는 ‘뷰티아카데미’나 ‘게임아카데미’ 등으로 사업을 확장하였지만, 잘 되지 못했습니다. 두 번째로는, 공단기 브랜드의 강사들을 대거 영입하였습니다. (대표적으로는 전한길 선생님이 있다.) 이 부분이 감가상각비 계정으로 들어갑니다. 하지만 이 방법으로도 점유율이 늘지 않았기 때문에 도출한 해결책이 공단기 인수입니다. 그리고 영업점 축소 등을 통해 비용을 축소하여 영업 효율화 방향으로 나아가고 있습니다.

Q4. 공단기 인수가 어디까지 진행되었는지 알 수 있을까요?

A4. 작년 10월 이슈가 났었고, 실제로 공정위에서 심사가 들어간 것은 11월 초입니다. 따라서 1년 도래 기간인 올해 11월 초에 확정이 날 것으로 보고 있습니다. 또한, 동사는 합병이 이루어질 것이라고 확실하게 보고 있습니다.

Q5. 그럼에도 불구하고 1%의 확률로 인수가 불발됐을 때의 대응 전략을 갖고 있나요?

A5. 제가 생각하고 있는 시나리오가 3가지 있는데 말씀드려도 될까요?

첫번째, 메가 공무원 사업을 접는 시나리오 -> 있습니다.

두번째, 전한길 선생님처럼 현금을 이용해 다른 회사의 스타 강사들을 대거 영입하는 시나리오 -> 앞서 말씀드린 것처럼 비용이 너무 크다.

세번째, 에듀윌, 박문각 등 경쟁사는 자본잠식 상태에 있는데, 시장에 나왔을 때 사는 시나리오가 있나요? -> IPO가 진행 중인 것으로 알고 있는데, 너무 비쌉니다. 따라서 살 가능성은 없습니다.

Q6. 스타 강사들의 영입과 이적이 메가스터디교육의 주가에 큰 영향을 미치고 있습니다. 따라서, 이러한 이슈를 따로 공시하는 방법을 갖고 계신가요? 앞으로는 어떤 식으로 공시할 계획이신가요?

A6. ‘현우진 = 연예인’이라고 판단하여 기타공시를 하였었고, 다른 강사분들은 거래소 요청에 의해서 재계약이 있어도 따로 공시하지 않을 계획입니다.

Q7. 메가패스 가격이 100만원, 교재 가격이 3만원 상당까지 올라왔는데 앞으로도 가격을 올릴 수 있는 상황이 존재하나요? 그리고 오프라인 학원 수강료는 관할 교육청의 인허가가 필요한 것으로 알고 있는데, 패스 가격도 교육청에 의한 제한이 있나요?

Q8. 올해 패스 가격이 100만원이었지만, 100만원은 교재비 포함의 금액이고, 수강권만 따졌을 때는 62만원이었습니다. 또한 패스 가격은 따로 교육청의 제재를 받지 않습니다. 따라서 정가는 앞으로도 계속 올릴 수 있습니다. 교재비 같은 경우는 저희도 생산비 부담이 있기 때문에 물가인상분만 적용할 계획입니다.

Q9. 디지털대성은 베트남쪽 학교법인을 세우는 이슈가 있었고 과거 이투스도 인도에서 인강을 통해서 해외사업을 영위해오고 있는데 앞으로 동사도 해외진출 계획이 있나요?

A9. 동사가 작년에 인수한 자회사 프리딕션을 통해서 태국교육시장이 한국과 비슷한 양상을 띄기 때문에 태국쪽으로 먼저 작년부터 진출을 하였고 스마트라벨링 ai 기술을 이용한 에듀테크 중심으로 진출을 하였습니다. 관련 앱은 큐비라는 문제풀이 어플이고 앞으로 각 나라에 맞춰서 아시아 시장에서 확장을 이어갈 계획입니다. 또한 영유아 키즈 시장이 영미권에서 먹힐 수 있다고 판단하여 영미권으로 진출할 계획을 구상 중입니다.