

Company Analysis

메가스터디교육 215200

Mar 2, 2022

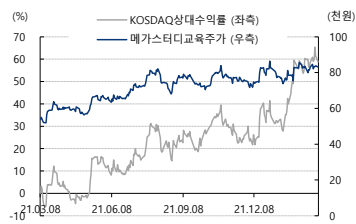
평생의 교육을 책임진다

TP 120,000 원 신규

Company Data

현재가(02/28)	83,200 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	86,400 원
52주 최저가(보통주)	52,000 원
KOSPI (02/28)	2,699.18p
KOSDAQ (02/28)	881.07p
자본금	12 억원
시가총액	9,869 억원
발행주식수(보통주)	1,186 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	6.3 만주
평균거래대금(60 일)	51 억원
외국인지분(보통주)	32.27%
주요주주	
손주는 외 13 인	36.08%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 4 인	9.42%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	12.1	56.1
상대주가	-0.5	30.3	61.9



미드/스몰캡 김한경

3771-9733, 20200028@iprovest.com

목표주가 120,000원으로 커버리지 개시

메가스터디교육에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시. 목표주는 2022년 EPS에 P/E 멀티플 12.1배(PEER 5개사 평균)를 적용하여 산출. 학령인구 감소에도 불구하고 1) 패스 상품을 필드로 한 고등부문의 성장이 지속되고 있고, 2) 고등 시장 브랜드 파워 기반 초중등 사업 순항, 3) 일반 성인부문 경쟁력 강화로 전 사업부문에 있어 의미 있는 성장을 시현하고 있음. 메가스터디교육 2022년 실적은 매출액 8,643억원(+22.8% yoy), 영업이익 1,472억원(+48.2% yoy, OPM 17.0%)로 외형과 이익의 동반 성장이 진행될 것으로 추정.

고등부문, 시각변동은 마무리됐다

고등사업부는 학령인구 감소 속 시장 구조조정이 마무리되며 안정적인 성장 조건이 갖춰짐. 메가스터디교육은 이전보다 한결 나아진 경쟁환경 속에서 사업을 영위할 전망. 향후 패스 상품 단가 인상(연 6~7% 추정)에 따른 안정적인 성장 및 수익성 개선이 기대됨. 전과목에 걸친 스타 강사 라인업 확보로 수강생들의 동사 패스 상품 구독 니즈는 향후에도 굳건히 유지될 것으로 예상. 또한 정시 모집 비중 40% 도입, EBS 반영률 축소, 통합 수능 시행에 따른 제도적 수혜 수반되며 올해에도 고등 입시 부문의 성장세 지속될 것으로 예상.

수직계열화로 학령인구 감소 효과 상쇄

고등 시장의 브랜드 파워 기반 초중등 및 일반 성인 교육 시장으로 수직계열화 순항 중. 학령인구 감소에도 공격적인 비즈니스 확장으로 전체 고객 수는 빠르게 증가. 중등 시장 점유율 약 70% 추정되며 초등 시장 역시 후발주자임에도 빠르게 점유율 상승하고 있는 것으로 추정. 2022년 초중등부문 매출 2,307억원(+61.2% yoy), 영업이익 481억원(+63.1% yoy)으로 추정, 경쟁사 대비 압도적인 성장률과 수익성 부각. 일반 성인 분야도 편입학 사업의 가파른 외형 성장과 공무원 부문 투자로 흑자전환 예상.

Forecast earnings & Valuation

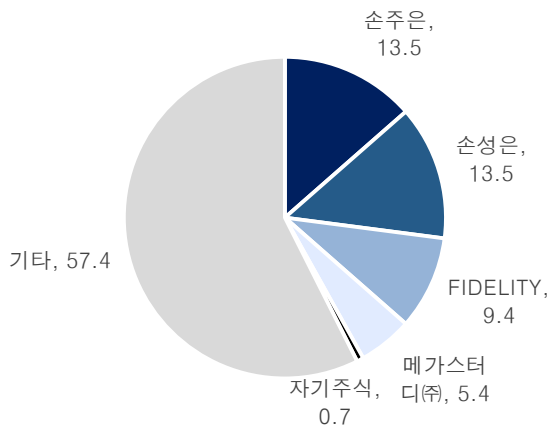
12 결산 (십억원)	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E	2023.12E
매출액 (십억원)	437	475	704	864	1,032
YoY(%)	22.6	8.5	48.3	22.8	19.4
영업이익 (십억원)	60	33	99	147	193
OP 마진(%)	13.7	6.9	14.1	17.0	18.7
순이익 (십억원)	48	21	83	120	156
EPS(원)	3,984	1,816	6,919	10,124	12,779
YoY(%)	13.8	-54.4	280.9	46.3	26.2
PER(배)	10.4	21.5	11.9	8.2	6.5
PCR(배)	4.6	4.9	5.9	4.8	3.9
PBR(배)	2.0	1.7	2.9	2.2	1.7
EV/EBITDA(배)	5.0	5.5	6.3	4.5	3.3
ROE(%)	20.4	8.4	27.1	30.2	28.9

이러닝 시장의 개척자

메가스터디교육은 초·중·고 및 대학생, 일반 성인 대상 온라인 교육 콘텐츠를 제공하는 교육 기업이다. 상대적으로 높은 한국의 교육열을 바탕으로 고등 인터넷 강의 시장을 주도해왔으며 ‘메가패스’ 상품 출시 후 한번 더 시장 점유율을 끌어올리며 고등 부문의 독보적 1위 사업자로 등극했다. 학령인구 감소라는 구조적 한계에 봉착했지만 초중등 및 일반 성인 대상 온라인 교육 사업을 공격적으로 확장하며 고객 수는 오히려 순증을 지속하고 있다.

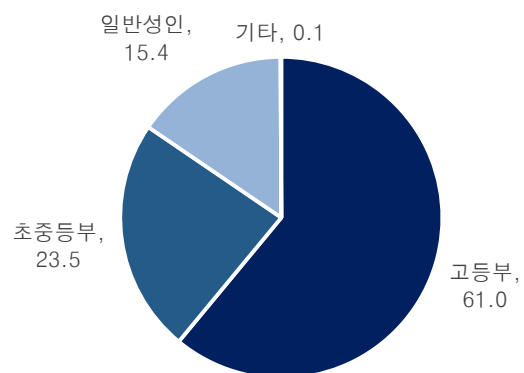
향후 고등부의 안정적인 성장에 더해 초중등 및 일반 성인부의 가파른 성장이 전망되어 매출과 이익의 동반 성장이 기대된다. 고등부의 브랜드 파워를 기반으로 중등 온라인 교육 브랜드 ‘엠베스트’를 출시해 중등 시장에서도 압도적 점유율 1위를 차지했으며 초등용 브랜드 엘리하이는 후발 주자임에도 불구하고 공격적인 마케팅을 바탕으로 시장의 주류 브랜드로 떠오르고 있다. 일반 성인 대상으로는 대학 편입학 및 공무원시험 대상 교육 서비스를 제공 중이다. 교보증권 추정 2021년 매출 구성은 고등부가 61%로 가장 높으며 초중등부가 23.5%, 일반성인이 15.4%를 차지했다.

[도표 42] 메가스터디교육 주주 구성



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 43] 사업 부문별 매출 비중



자료: 교보증권 리서치센터

고등사업부문, 지각변동은 마무리됐다

고등사업부는 학령인구 감소 속 시장 구조조정이 마무리단계에 접어들며 안정적인 성장 조건이 갖춰졌다. 패스 상품(일정 기간 동안 전과목 수강이 가능한 구독형 상품) 출시는 입시 교육 시장에 지각변동을 일으켰으며 이에 따라 고등 인터넷 강의 시장은 상위 2~3개 사업자 중심으로 빠르게 재편되었다. 상위 업체 중심 수강생 쏠림 현상과 학령인구 감소로 일부 업체들은 직격탄을 맞았으나 경쟁에서 승리한 회사들의 경우 오히려 이전보다 완화된 경쟁환경 속에서 사업을 영위할 수 있게 됐다.

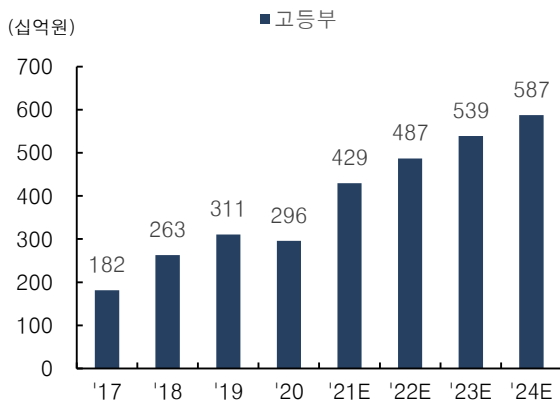
[도표 44] 메가패스 소개 - 이러닝 시장에 확산되고 있는 구독 BM

분류	가격	대상 강좌	수강 기간	기타
베이직	590,000 원	전 강좌	1 년	
프리미엄 20	790,000 원	전 강좌	1 년	교재 캐쉬 240,000 원
프리미엄 30	890,000 원	전 강좌	1 년	교재 캐쉬 360,000 원

자료: 메가스터디교육, 교보증권 리서치센터

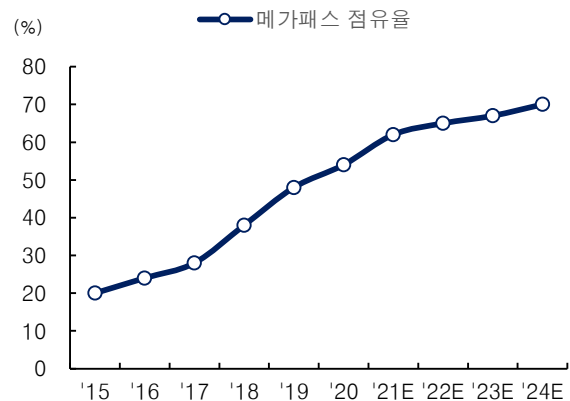
‘메가패스’의 인기로 메가스터디교육의 입지는 과거보다 더욱 강화(패스 M/S 60% 추정)되었으며 향후 패스 상품 단가 인상에 따른 안정적인 매출 성장 및 이익 개선이 기대된다. 메가 패스 구독료는 매년 6-7% 내외의 완만한 인상을 지속하고 있다. 전과목에 걸친 스타 강사 라인업 확보로 수강생들의 패스 상품 구독 니즈는 향후에도 굳건히 유지될 것으로 예상된다. 학령인구 감소('17-'21 CAGR -3%)에도 패스 상품 침투율 확대 및 오프라인 투자 강화로 고등 부문 고객 수는 매년 증가해온 것으로 추정된다.

[도표 45] 메가스터디 고등부문 매출 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 46] 메가패스 점유율 추이 및 전망



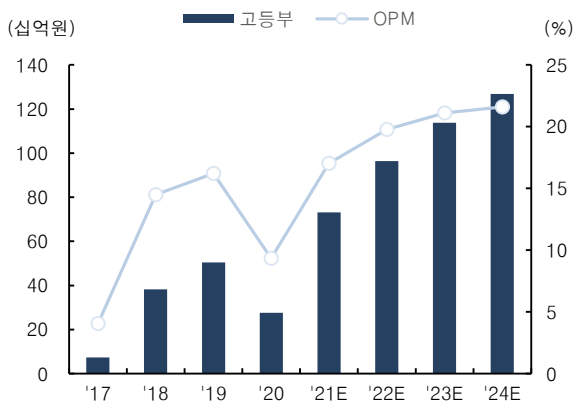
자료: 교보증권 리서치센터

올해에도 입시 정책 수혜와 패스 점유율 확대로 성장 예상

올해 고등사업부는 입시 정책 변화에 따른 강력한 수혜가 기대된다. 정시 모집 비중 40% 도입 및 EBS 반영률 축소로 입시 사교육 수요 강세가 예상되며 통합 수능 시행에 따른 불확실성 확대 역시 사교육 업체들에게 호재로 해석된다. 수리 영역에 강점을 보유한 메가스터디 교육이 가장 강력한 수혜를 받을 것으로 기대된다. 문이과 통합 수능 시행에 따른 이과 강세는 수리 영역에 대한 니즈를 더욱 증폭시킬 것으로 보이며 입시 불확실성 증대에 따른 재수생 수 증가효과도 뚜렷하게 나타날 전망이다.

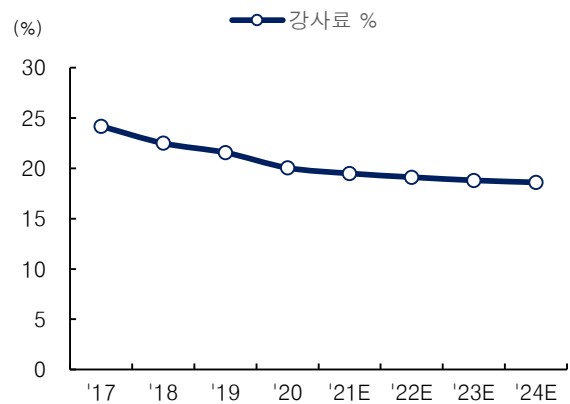
교보증권은 2022년 메가스터디 고등부 실적을 매출액 4,870억원(+13.4% yoy), 영업이익 964억원(+31.7% yoy, OPM 19.8%)로 추정한다. 꾸준한 패스 상품 점유율 확대, 입시 정책 변화 수혜, 워드 코로나 시행에 따른 오프라인 사업 실적 반등으로 당사 추정치는 무난히 달성 가능할 전망이다. 패스 상품 단가는 월 환산 시 4~5만원 수준으로 향후 인상 여력이 충분하다는 판단이며 추가적인 침투율 상승도 가능해 보인다. 이익 단에서는 가장 높은 비중을 차지했던 강사료 비중이 꾸준히 하락하고('19 21.6% → '20 20.0% → '21E 19.5%) 있어 뚜렷한 영업 레버리지 효과가 기대된다.

[도표 47] 고등부 영업이익 & OPM 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 48] 강사료 비중 추이 및 전망



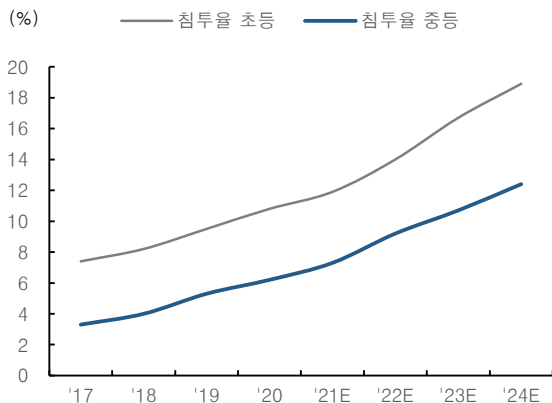
자료: 교보증권 리서치센터

학령인구 감소에도 Q가 증가하는 이유

메가스터디교육은 초중등에서 일반 성인까지 전연령대에 걸친 교육 서비스를 제공하게 되며 수직계열화를 완성했다. ‘엘리하이’ 및 ‘엠베스트’ 출시로 초중등 시장에 진출했으며 아이비김영 인수를 통한 편입학 시장 1위 사업자 등극, 메가공무원 런칭으로 공무원 시험 시장에서도 경쟁력을 드러내고 있다. 성공적인 수직 계열화로 추가 실적 성장 동력을 얻는 한편 서비스간 연계 콘텐츠 제공으로 이용자 락인(Lock-in) 효과를 누릴 전망이다.

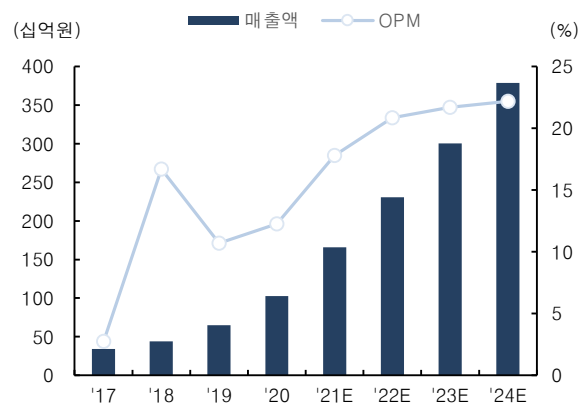
특히 초중등 사업의 경우 가파른 성장세를 시현하며 메가스터디교육의 새로운 성장 동력으로 떠오르고 있다. 초중등 사업부 실적은 매출액 ‘19년 649억원 → ‘20년 1,028.억원 → ‘21년 1,657억원으로 모든 사업부 중 가장 빠르게 성장 중이다. 초등부 경쟁 심화에 따른 마케팅비 지출 증가에도 높은 수익성(‘21E 영업이익 295억원, OPM 17.8%)을 시현했다. 엘리하이는 2018년 출시되어 후발주자임에도 빠른 점유율(20% 추정) 상승으로 초등 교육 시장의 신성으로 떠오르고 있다. 초중등 사업의 경우 아직까지 온라인 침투율이 낮은 상황인데다 전체 인구수는 고등부 대비 약 3배 많아 미래 성장 잠재력이 매우 크다 할 수 있다.

[도표 49] 초중등 인강 침투율



자료: 교육부, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 초중등부 실적 추이 및 전망



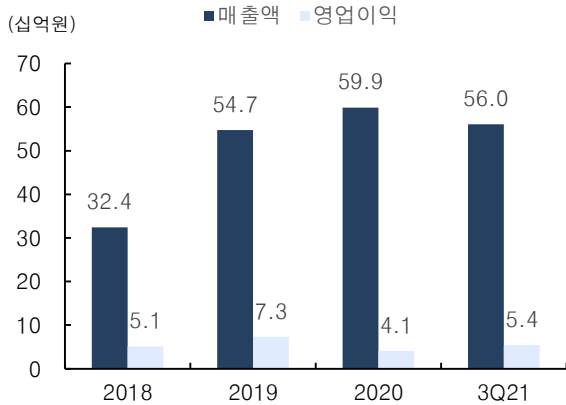
자료: 교보증권 리서치센터

일반 성인부는 대학편입학 및 공무원 온라인 사업이 핵심이다. 대학편입학 부문은 2017년 업계 강자 아이비김영 인수로 압도적 시장 점유율 1위(81.8%) 사업자로 단숨에 뛰어올랐다. 아이비김영 매출은 2018년 324억원 → 2019년 547억원 → 2020년 599억원 → 3Q21 누적 560억원으로 빠르게 성장하고 있다. 인수 후 온라인 사업 경쟁력을 갖춰가며 온오프라인 모두 강점을 보유한 절대 강자로 군림했다.

공무원 사업도 순항 중이다. 공무원 시험 개편에 맞춘 선제적 강사 영입과 M&A로 성장 동력을 확보했다. 2022년 공무원 시험은 고교선택과목이 폐지되고 행정학 비중이 급증(85% 의무 응시)했는데 동사는 행정학 분야의 스타 강사를 영입했으며 행정학 교재 부문의 강자 위메스를 인수합병해 경쟁력이 한층 강화되었다.

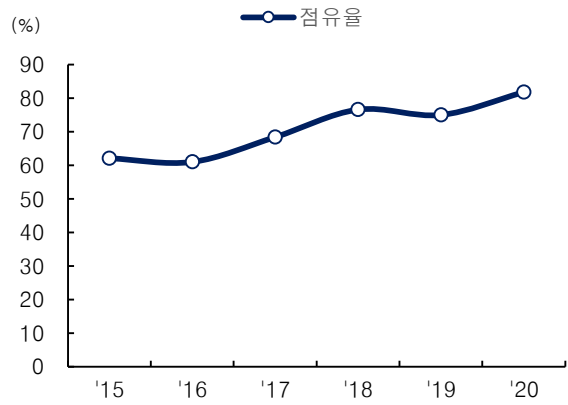
일반성인부 매출은 2019년 607억원 → 2020년 752억원 → 2021년 1,084억원으로 빠르게 증가하고 있다. 다만 영업이익의 경우 코로나 여파와 마케팅비 증가로 적자를 지속하고 있는데 편입학 및 공무원 부분의 외형 성장이 지속되고 있고, 컴퓨터, 간호교육 등 취업교육 분야의 포트폴리오도 원활하게 구축해나가고 있어 1~2년내 흑자 전환이 가능할 것으로 예상된다.

[도표 51] 아이비김영 실적 추이



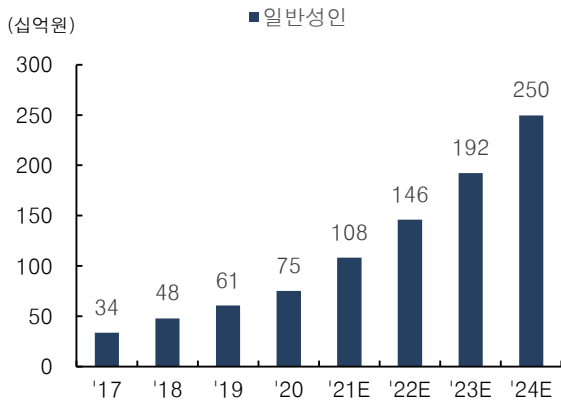
자료: 전자공시, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 아이비김영 점유율 추이



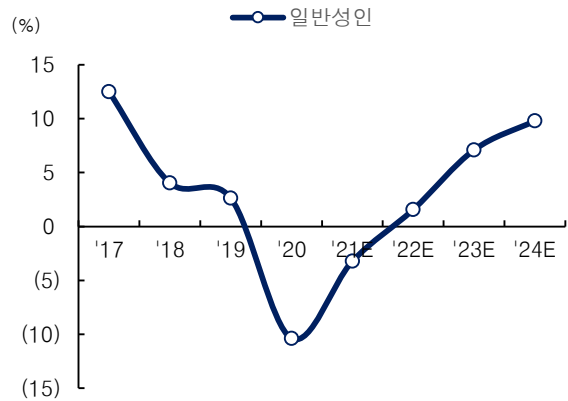
자료: 아이비김영, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 일반성인부 매출 추이 및 전망



자료: 메가스터디교육, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 일반성인부 수익성 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

메가스터디교육 실적 Table

[도표 55] 메가스터디교육 분기 실적 추정

(KRW Bn)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	172.2	161.9	196.0	174.0	214.1	201.9	237.0	211.3
% YoY	57.5	41.9	55.9	38.6	24.3	24.8	20.9	21.4
사업부문별 매출								
고등부	107.0	99.6	123.7	99.2	122.6	112.9	141.7	109.7
초중등부	45.4	37.1	40.9	42.3	61.6	53.5	56.8	58.7
일반성인	19.7	25.0	31.2	32.4	29.8	35.3	38.3	42.7
기타	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
매출원가	85.0	69.0	82.5	81.4	105.5	85.8	99.5	98.0
매출총이익	87.2	92.9	113.5	92.6	108.5	116.1	137.4	113.2
% GPM	50.6	57.4	57.9	53.2	50.7	57.5	58.0	53.6
영업이익	12.9	29.5	49.0	7.9	23.6	43.8	64.0	15.8
% OPM	7.5	18.2	25.0	4.5	11.0	21.7	27.0	7.5
% YoY	흑전	123.2	167.2	340.6	82.9	48.5	30.6	100.0
사업부문별 OP								
고등부	13.2	20.6	35.4	4.0	18.6	27.0	42.9	7.8
초중등부	4.4	10.6	12.3	2.2	8.5	16.9	18.2	4.5
일반성인	(4.7)	(1.7)	1.2	1.7	(3.7)	(0.2)	2.7	3.4
기타	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
영업외손익	0.0	3.9	0.3	6.3	0.5	3.3	0.3	2.6
세전이익	12.9	33.4	49.3	14.2	24.1	47.1	64.3	18.4
법인세	2.1	8.0	12.8	4.4	5.3	10.4	14.1	4.1
당기순이익	10.8	25.4	36.6	9.8	18.8	36.8	50.1	14.4
% NPM	6.3	15.7	18.7	5.7	8.8	18.2	21.2	6.8
% YoY	4,660.2	152.9	215.6	흑전	73.2	44.9	37.1	46.1
당기순이익(지배)	11.9	24.8	35.2	10.0	20.2	35.8	48.4	14.5

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 56] 메가스터디교육 연간 실적 추정

(KRW Bn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	252.1	356.9	437.3	474.7	704.1	864.3	1,032.3
% YoY	44.5	41.5	22.6	8.5	48.3	22.8	19.4
사업부문별 매출							
고등부	181.6	263.2	311.0	296.3	429.4	487.0	539.0
초중등부	34.1	43.9	64.9	102.8	165.7	230.7	300.5
일반성인	33.7	48.0	60.7	75.2	108.4	146.0	192.2
기타	2.7	1.7	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7
매출원가	103.9	153.5	187.3	213.3	317.9	388.9	464.5
매출총이익	148.3	203.4	250.1	261.4	386.1	475.3	567.8
% GPM	58.8	57.0	57.2	55.1	54.8	55.0	55.0
영업이익	14.4	48.2	59.6	32.8	99.3	147.2	193.0
% OPM	5.7	13.5	13.6	6.9	14.1	17.0	18.7
% YoY	316.8	235.1	23.7	(45.0)	202.6	48.2	31.1
사업부문별 OP							
고등부	7.4	38.2	50.4	27.6	73.2	96.4	113.7
초중등부	0.9	7.3	6.9	12.6	29.5	48.1	65.2
일반성인	4.2	1.9	1.6	(7.8)	(3.5)	2.3	13.6
기타	1.9	0.8	0.7	0.4	0.1	0.4	0.5
영업외손익	(1.4)	4.7	1.6	(4.3)	10.6	6.7	7.4
세전이익	13.0	52.9	61.2	28.5	109.9	153.9	200.4
법인세	2.2	10.1	12.8	7.5	27.3	33.9	44.1
당기순이익	10.8	42.8	48.4	21.0	82.6	120.0	156.3
% NPM	4.3	12.0	11.1	4.4	11.7	13.9	15.1
% YoY	258.7	295.2	13.2	(56.6)	293.5	45.3	30.2
당기순이익(지배)	9.7	40.9	47.0	21.5	82.0	119.0	150.2

자료: 교보증권 리서치센터

Valuation

[도표 57] 메가스터디교육 가치평가

항목	값	비고
2022F 지배순이익	119.0	십억원
발행주식	11,861,880	
자기주식	80,557	
유통주식	11,781,323	
A. 2022F EPS	10,105	
B. Target Multiple	12.1	PEER 5 개사 평균
A X B	122,654	A X B
목표 주가	120,000	
현 주가	83,200	
Upside	44%	

자료: 교보증권 리서치센터

[메가스터디교육 215200]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	437	475	704	864	1,032
매출원가	187	213	318	389	465
매출총이익	250	261	386	475	568
매출총이익률 (%)	57.2	55.1	54.9	55.0	55.0
판매비와관리비	190	229	287	328	375
영업이익	60	33	99	147	193
영업이익률 (%)	13.6	6.9	14.1	17.0	18.7
EBITDA	102	86	147	189	237
EBITDA Margin (%)	23.2	18.1	20.9	21.9	23.0
영업외손익	2	-4	11	7	7
관계기업손익	0	0	2	0	-1
금융수익	3	3	10	8	9
금융비용	-2	-3	-3	-3	-3
기타	0	-5	2	2	2
법인세비용차감전순이익	61	29	110	154	201
법인세비용	13	8	27	34	44
계속사업순이익	48	21	83	120	156
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	21	83	120	156
당기순이익률 (%)	11.1	4.4	11.7	13.9	15.2
비지배지분순이익	1	0	1	1	6
지배지분순이익	47	21	82	119	150
지배순이익률 (%)	10.8	4.5	11.6	13.8	14.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	47	21	83	121	157
비지배지분포괄이익	1	-1	-2	-3	-4
지배지분포괄이익	46	22	85	124	161

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	62	97	156	193	230
당기순이익	48	21	83	120	156
비현금항목의 가감	59	73	85	86	97
감가상각비	33	41	38	33	35
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	-2	0	1
기타	27	32	48	53	62
자산부채의 증감	-31	14	16	19	19
기타현금흐름	-15	-12	-28	-33	-42
투자활동 현금흐름	-43	-12	-65	-57	-92
투자자산	-12	29	0	0	-10
유형자산	-28	-16	-38	-30	-55
기타	-3	-26	-27	-27	-27
재무활동 현금흐름	-31	-32	-28	-28	-28
단기차입금	-3	3	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-13	-9	-9	-9
기타	-18	-22	-22	-22	-22
현금의 증감	-12	52	57	82	76
기초 현금	19	7	59	115	197
기말 현금	7	59	115	197	273
NOPLAT	47	24	75	115	151
FCF	31	76	101	146	158

자료: 메가스터디교육, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	91	124	195	290	381
현금및현금성자산	7	59	115	197	273
매출채권 및 기타채권	25	34	50	61	72
재고자산	7	10	15	18	22
기타유동자산	53	21	14	14	14
비유동자산	342	430	446	483	573
유형자산	178	178	178	176	196
관계기업투자금	0	2	2	2	12
기타금융자산	10	11	1	1	1
기타비유동자산	155	239	265	304	365
자산총계	433	554	640	773	954
유동부채	148	220	243	272	305
매입채무 및 기타채무	44	67	79	86	94
차입금	1	5	8	11	13
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	102	148	157	175	197
비유동부채	35	57	43	33	34
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	35	57	43	33	34
부채총계	182	277	287	305	339
지배지분	247	266	340	450	591
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	165	168	168	168	168
이익잉여금	87	96	169	280	421
기타자본변동	-6	1	1	1	1
비지배지분	4	11	14	18	24
자본총계	251	277	354	468	616
총차입금	17	57	47	40	43

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,984	1,816	6,919	10,124	12,779
PER	10.4	21.5	11.9	8.2	6.5
BPS	20,874	22,462	28,633	38,248	50,282
PBR	2.0	1.7	2.9	2.2	1.7
EBITDAPS	8,615	7,266	12,440	16,104	20,146
EV/EBITDA	5.0	5.5	6.3	4.5	3.3
SPS	37,057	40,128	59,388	73,483	87,767
PSR	1.1	1.0	1.4	1.1	0.9
CFPS	2,611	6,384	8,520	12,423	13,454
DPS	1,100	750	750	750	750

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	22.6	8.5	48.3	22.8	19.4
영업이익 증가율	23.7	-45.0	202.9	48.2	31.1
순이익 증가율	13.2	-56.6	293.8	45.3	30.2
수익성					
ROIC	36.2	18.5	61.9	94.7	116.0
ROA	11.8	4.4	13.7	16.8	17.4
ROE	20.4	8.4	27.1	30.2	28.9
안정성					
부채비율	72.7	100.1	81.1	65.1	55.1
순차입금비율	3.9	10.3	7.3	5.2	4.5
이자보상배율	53.2	15.0	43.2	61.1	76.6