



메가스터디교육

| Bloomberg Code (215200 KS) | Reuters Code (215200.KQ)

2023년 11월 8일

[교육/출판]

주지은 연구원
☎ 02-3772-1575
✉ jjeun.ju@shinhan.com

박현진 연구위원
☎ 02-3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

안정적 매출, 아쉬운 이익



매수
(유지)



현재주가 (11월 7일)
60,300 원



목표주가
79,000 원 (유지)



상승여력
31.01.0%

- ◆ 엘리하이 키즈 런칭, 러셀Core 지점 확장으로 비용 증가
- ◆ 일반성인 부문의 이익 개선세와 메가패스 P 인상 긍정적
- ◆ 누적된 비용으로 연간 이익 성장 제한적, 탑라인 성장은 안정적

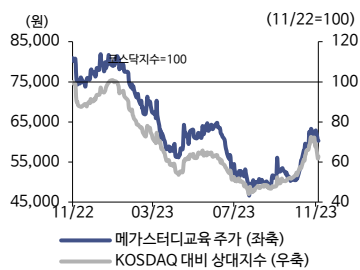


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	705.2십억원
발행주식수	11.7백만주
유동주식수	7.3백만주(62.8%)
52주 최고가/최저가	81,900원/46,650원
일평균 거래량 (60일)	49,027주
일평균 거래액 (60일)	2,728백만원
외국인 지분율	24.37%

주요주주	
손주 외 13인	36.56%
국민연금공단	5.24%
절대수익률	
3개월	21.0%
6개월	-1.6%
12개월	-25.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	31.8%
6개월	0.8%
12개월	-36.5%

주가



외형성장을 위한 비용 지출은 불가피

3Q23 연결매출 2,610억원(+12.1% YoY), 영업이익 590억원(+0.3% YoY)으로 당사 추정이익(685억원)과 컨센서스(644억원)를 하회했다. 이익 부진의 주요인은 2가지다. 1) 엘리하이 키즈 런칭에 따른 대규모 마케팅비 집행, 2) 러셀Core 지점 확장에 따른 비용 증가 영향이다.

동사는 지난 7월 영유아 시장 진출을 위해 엘리하이 키즈를 런칭했다. 신제품 런칭 시 대규모 마케팅비 집행은 불가피하며, 마케팅비는 분기당 25억원으로 추정한다. 러셀Core는 현재 7개 지점이 오픈됐고, 연내 1개 지점이 신규 오픈 예정이다. 기존 지점의 학원별 수용 인원도 확장세에 있다. 200명 수준의 학원별 수용 인원을 400~600명 수준으로 확장하고 있어 임차료 및 보증금이 증가했고, 수강생 수 증가에 따른 조교 수 증가로 인건비가 늘어나 이익 성장세가 부진했다.

일반성인 이익 개선, 메가패스 P 상승 긍정적

일반성인 부문은 취업 부문(공무원 등)과 대학 부문(편입학)으로 구분된다. 이 중 대학 부문의 이익 성장세가 눈에 띈다. 김영편입은 2022년 말 에듀윌의 온라인 편입학 시장 진출에 대비해 사전적으로 프로모션을 진행했다. 4Q22 김영편입 온라인강의 가격은 9.9만원에서 2Q23 20만원으로 상승했고, 3Q23에도 P 인상이 이뤄져 대학 부문은 전년 대비 이익이 개선됐을 것으로 판단한다.

지난 11월 1일 2025학년도 수능을 대비하는 메가패스가 신규 출시됐다. 메가패스의 P는 구매시점별로 차이가 난다. 정가 기준으로는 2만원 인상한 64만원, 런칭가 기준으로는 1만원 인상한 53만원으로 P 인상이 이뤄졌다. 2025 메가패스의 특징은 고1, 고2 재학생 대상으로 환급하는 모델을 추가한 점이다. 환급 기준은 내신 등급 기준으로 한 학기 내 1등급 3개 이상을 달성해야 한다. 내신의 절대적 등급 비율이 정해져 있어 환급 규모 대비 더 높은 매출 성장을 기대할 수 있다.

누적된 비용 부담 아쉽지만, 탑라인은 안정적 성장

1Q23 법무수수로 관련 일회성 비용, 기숙학원 CAPA 확장, 엘리하이 키즈 런칭, 러셀Core 신규 출점으로 2023년 영업이익의 성장은 어렵다. 다만 외형성장을 위해 집행하는 불가피한 비용이고, 탑라인의 성장세는 안정적이므로 투자자의견 '매수', 목표주가 79,000원을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	703.9	99.0	81.2	6,846	28,567	12.0	5.5	2.9	26.8	(28.8)
2022	836.0	135.4	103.6	8,734	35,469	9.1	5.1	2.2	27.3	24.3
2023F	936.0	135.5	107.3	9,079	45,598	6.6	2.6	1.3	22.5	(0.0)
2024F	1,055.4	170.7	138.4	11,831	54,199	5.1	2.1	1.1	23.7	(10.6)
2025F	1,167.6	197.4	161.4	13,804	63,990	4.4	1.7	0.9	23.4	(15.5)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

메가스터디교육 3Q23 실적 Review

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% QoQ
연결매출	261.0	232.7	12.1	222.4	17.3	267.8	(2.6)	261.9	(0.4)
영업이익	59.0	58.8	0.3	42.8	37.8	68.5	(13.9)	64.4	(8.4)
순이익	42.6	42.3	0.6	32.0	33.0	51.6	(17.5)	45.1	(5.6)

자료: 신한투자증권

메가스터디교육 연간 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	936.0	1,055.4	945.3	1,070.8	(1.0)	(1.4)	938.8	1,066.8
영업이익	135.5	170.7	145.1	175.9	(6.6)	(3.0)	138.8	158.6
순이익	107.4	138.9	115.3	143.4	(6.9)	(3.1)	106.8	124.4

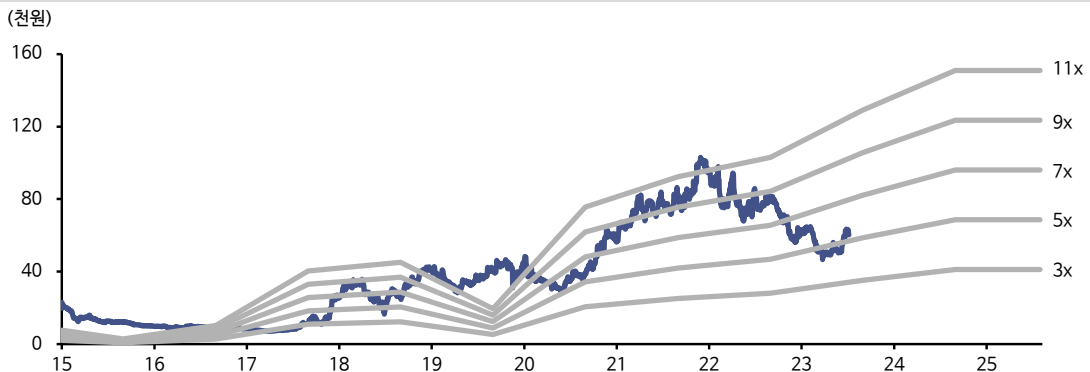
자료: 신한투자증권

메가스터디교육 목표주가 산정 내역

구분	값	비고
2023F 지배주주 순이익 (십억원)	107.4	
2024F 지배주주 순이익 (십억원)	138.9	
발행주식 수 (천 주)	11,694	
FW12개월 EPS (원)	10,971	
Target PER (배)	7.2	국내 교육 업체 평균 PER에서 20% 할인
목표주가 (원)	79,000	
현재주가 (원)	60,300	
Upside (%)	31.0	

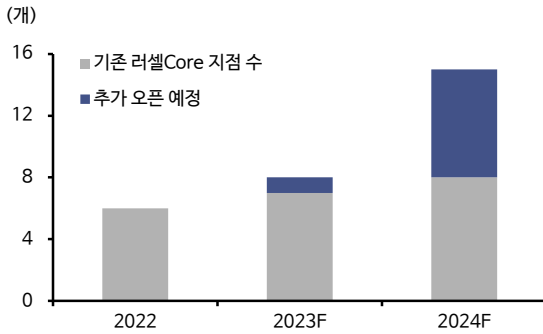
자료: 신한투자증권

메가스터디교육 PER 밴드



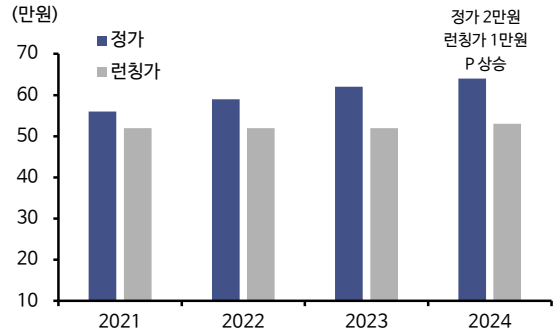
자료: QuantiWise, 신한투자증권

러셀Core 지점 수 추이



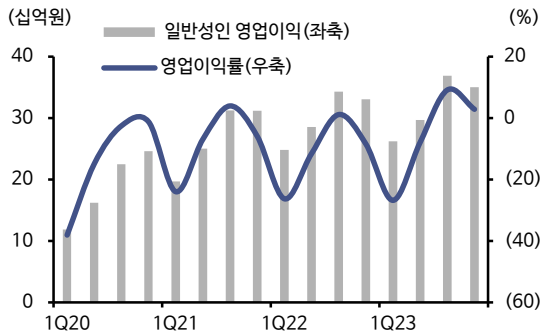
자료: 회사 자료, 신한투자증권

메가패스 구매시점별 P 추이



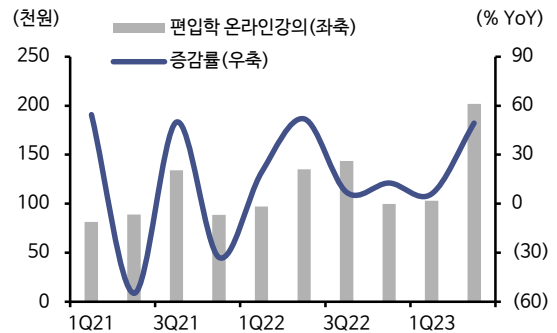
자료: 회사 자료, 신한투자증권

일반성인 부문 매출 및 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

편입학 온라인강의 P 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F
연결매출	216.1	197.3	232.7	189.9	242.6	222.4	261.0	210.0	836.0	936.0
유초중	59	48.1	50.4	49.2	62.6	53.9	54.5	57.3	206.8	228.2
고등	132.1	120.4	147.8	107.5	153.7	138.7	168.3	117.4	507.8	579.7
일반성인	24.8	28.5	34.3	33.1	26.2	29.7	37.8	35	120.7	127.8
기타	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.7	0.3
매출증가율	25.5	21.9	18.7	9.2	12.3	12.8	12.1	10.6	18.8	12
유초중	30.1	29.6	23.3	16.7	6	12	8.1	16.7	24.9	10.4
고등	23.5	20.9	19.5	7.2	16.3	15.2	13.9	9.3	18	14.2
일반성인	26.1	14	9.9	6	5.6	4.1	10.2	6	12.7	5.9
기타	22.9	27.6	0.4	(34.7)	7.8	(15.9)	52.2	(2.6)	(2.1)	(52.4)
영업이익	25.5	42.7	58.8	8.3	24.2	42.8	59	9.5	135.4	135.5
성장률	98.1	44.4	20.1	10.1	(5.4)	0.3	0.3	14.1	36.7	0.1
영업이익률	11.8	21.6	25.3	4.4	10	19.2	22.6	4.5	16.2	14.5

자료: 신한투자증권

주: 3Q23의 부문별 매출은 당사 추정치이며 아직 공시되지 않았음

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	724.3	904.7	1,038.2	1,168.2	1,309.0
유동자산	261.0	135.5	244.6	330.6	406.7
현금및현금성자산	112.2	11.9	102.7	157.6	193.1
매출채권	42.6	50.0	56.0	63.1	69.8
재고자산	13.8	22.3	20.2	22.8	25.2
비유동자산	463.3	769.2	793.7	837.6	902.2
유형자산	187.6	277.1	280.2	283.5	297.8
무형자산	70.1	71.3	80.7	98.1	112.0
투자자산	27.6	33.7	45.7	69.0	105.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	370.2	471.0	496.2	531.0	563.6
유동부채	317.8	405.5	443.4	488.8	530.1
단기차입금	6.7	45.4	40.4	34.4	27.4
매입채무	36.9	38.5	43.1	48.6	53.8
유동성장기부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	52.4	65.5	52.8	42.1	33.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(당기금융부채 포함)	47.1	62.9	49.9	38.9	29.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	354.1	433.7	542.0	637.2	745.4
자본금	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
자본잉여금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
기타자본	4.5	3.5	13.5	13.5	13.5
기타포괄이익누계액	(0.3)	(0.1)	34.9	34.9	34.9
이익잉여금	168.1	250.8	318.3	418.9	533.4
자배주주지분	338.8	420.7	533.2	633.8	748.3
비지배주주지분	15.3	13.0	8.8	3.4	(2.9)
*총차입금	80.2	138.7	124.1	111.5	99.5
*순차입금(순현금)	(102.2)	105.5	(0.0)	(67.9)	(115.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	192.4	165.0	261.2	272.0	296.0
당기순이익	81.5	99.6	103.1	133.0	155.1
유형자산상각비	44.2	51.7	111.7	90.6	95.5
무형자산상각비	17.4	20.2	30.6	40.6	51.1
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	(0.0)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
운전자본변동	26.0	(15.5)	16.6	8.6	(4.9)
(법인세납부)	(3.0)	(34.5)	(29.5)	(38.1)	(44.6)
기타	25.8	42.6	29.2	37.8	44.3
투자활동으로인한현금흐름	(107.3)	(242.5)	(130.9)	(174.3)	(210.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(27.5)	(88.7)	(80.0)	(94.0)	(110.0)
유형자산의감소	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
무형자산의감소(증가)	(8.0)	(11.6)	(40.0)	(58.0)	(65.0)
투자자산의감소(증가)	206.2	132.8	(11.3)	(22.6)	(35.7)
기타	(278.1)	(275.2)	0.2	0.1	(0.1)
FCF	176.2	102.1	187.6	184.5	192.2
재무활동으로인한현금흐름	(31.6)	(22.7)	(39.3)	(42.4)	(49.7)
차입금의 증가(감소)	1.8	30.7	(14.6)	(12.7)	(11.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.8)	(23.6)	(24.7)	(29.8)	(37.8)
기타	(24.6)	(29.8)	0.0	0.1	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.3)	(0.2)	(0.2)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	53.5	(100.3)	90.7	54.9	35.5
기초현금	58.8	112.2	11.9	102.7	157.6
기말현금	112.2	11.9	102.7	157.6	193.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	703.9	836.0	936.0	1,055.4	1,167.6
증감률 (%)	48.3	18.8	12.0	12.8	10.6
매출원가	316.4	362.3	408.2	453.0	504.5
매출총이익	387.5	473.6	527.8	602.4	663.1
매출총이익률 (%)	55.0	56.7	56.4	57.1	56.8
판매관리비	288.5	338.2	392.4	431.7	465.7
영업이익	99.0	135.4	135.5	170.7	197.4
증감률 (%)	201.7	36.7	0.0	26.0	15.6
영업이익률 (%)	14.1	16.2	14.5	16.2	16.9
영업외손익	10.2	(1.1)	(2.9)	0.3	2.4
금융손익	9.4	1.0	(0.8)	2.4	4.5
기타영업외손익	1.0	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
종속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
세전계속사업이익	109.2	134.3	132.6	171.0	199.8
법인세비용	27.7	34.8	29.5	38.1	44.6
계속사업이익	81.5	99.6	103.1	133.0	155.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	81.5	99.6	103.1	133.0	155.1
증감률 (%)	288.4	22.1	3.6	29.0	16.7
순이익률 (%)	11.6	11.9	11.0	12.6	13.3
(지배주주)당기순이익	81.2	103.6	107.3	138.4	161.4
(비지배주주)당기순이익	0.4	(4.0)	(4.2)	(5.4)	(6.3)
총포괄이익	81.4	103.0	138.1	133.0	155.1
(지배주주)총포괄이익	81.0	106.4	142.6	137.3	160.2
(비지배주주)총포괄이익	0.5	(3.4)	(4.5)	(4.4)	(5.1)
EBITDA	160.6	207.3	277.8	301.9	344.0
증감률 (%)	86.8	29.1	34.0	8.7	13.9
EBITDA 이익률 (%)	22.8	24.8	29.7	28.6	29.5

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	6,878	8,393	8,725	11,369	13,266
EPS (지배순이익, 원)	6,846	8,734	9,079	11,831	13,804
BPS (자본총계, 원)	29,854	36,563	46,350	54,489	63,742
BPS (지배지분, 원)	28,567	35,469	45,598	54,199	63,990
DPS (원)	2,000	2,100	2,600	3,300	4,100
PER (당기순이익, 배)	12.0	9.5	6.9	5.3	4.5
PER (지배순이익, 배)	12.0	9.1	6.6	5.1	4.4
PBR (자본총계, 배)	2.8	2.2	1.3	1.1	0.9
PBR (지배지분, 배)	2.9	2.2	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (배)	5.5	5.1	2.6	2.1	1.7
배당성향 (%)	29.0	23.9	27.7	27.3	29.1
배당수익률 (%)	2.4	2.6	4.3	5.5	6.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	22.8	24.8	29.7	28.6	29.5
영업이익률 (%)	14.1	16.2	14.5	16.2	16.9
순이익률 (%)	11.6	11.9	11.0	12.6	13.3
ROA (%)	12.8	12.2	10.6	12.1	12.5
ROE (지배순이익, %)	26.8	27.3	22.5	23.7	23.4
ROIC (%)	82.9	101.6	82.0	103.9	106.6
안정성					
부채비율 (%)	104.5	108.6	91.5	83.3	75.6
순차입금비율 (%)	(28.8)	24.3	(0.0)	(10.6)	(15.5)
현금비율 (%)	35.3	2.9	23.2	32.2	36.4
이자보상배율 (배)	37.3	39.7	33.1	46.5	60.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.3)	(4.0)	(4.1)	(4.3)	(4.6)
재고자산회수기간 (일)	6.2	7.9	8.3	7.4	7.5
재고자산회전기간 (일)	19.5	20.2	20.7	20.6	20.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

메가스터디교육(215200)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 05월 11일	매수	81,000	(9.6)	3.6
2021년 11월 24일	커버리지제외		-	-
2023년 10월 18일	매수	79,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 주지은, 박현진)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 06일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------