



# 메가스터디교육

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

2024년 1월 17일

## [교육/출판]

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

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

## 피하지 못한 외부 환경



**매수**  
(유지)



현재주가 (1월 16일)  
**59,700 원**



목표주가  
**74,000 원 (하향)**



상승여력  
**24.0%**

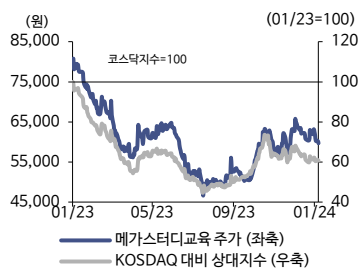
- ◆ 중등 신규 결제 부진, 컨센서스 하회 전망
- ◆ 고등 온/오프라인 실적 성장 지속, 영유아 매출 기여 확대
- ◆ 불확실성 해소 시점 살피며 길게 보고 투자 접근 필요



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	698.2십억원
발행주식수	11.7백만주
유동주식수	7.2백만주(61.7%)
52주 최고가/최저가	79,500 원/46,650 원
일평균 거래량 (60 일)	48,009 주
일평균 거래액 (60 일)	2,943 백만원
외국인 지분율	24.70%
<b>주요주주</b>	
손주 외 13 인	36.56%
국민연금공단	5.24%
<b>절대수익률</b>	
3개월	3.1%
6개월	13.5%
12개월	-24.9%
<b>KOSDAQ 대비 상대수익률</b>	
3개월	-2.2%
6개월	19.0%
12개월	-37.0%

## 주가



## 중등 매출 부진, 컨센서스 하회 전망

4Q23 연결매출 2,000억원(+5.3% YoY), 영업이익 50억원(-39.8% YoY)으로 컨센서스 영업이익 94억원을 하회할 것으로 예상된다. 이익 부진의 주요인은 중등 신규 결제가 부진한 점이다. 통상 중등 온라인 강의의 신규 결제는 3월 이후에 많이 이뤄지기 때문에 4분기는 계절적 비수기다. 게다가 작년 7월 교육부의 EBS 프리미엄 강의 무료화로 사교육 업체들의 중등 온라인 강의 수요가 미진한 상황이다. 두 요인이 맞물려 4Q23 중등 부문의 매출 공백이 큰 것으로 파악된다.

일반성인 부문에 해당하는 에스티유니타스 인수합병 건이 지연되면서 인수 기대감이 미약해지고 있다. 이에 공무원 오프라인 지점을 8개에서 6개로 감축하는 등 이익 개선을 위해 노력 중이다.

## 고등, 영유아 건조 vs. 중등 둔화

2024년 고등, 영유아 부문은 실적 상승세를 보일 전망이다. 고등의 경우, N수생 비중이 31.7%로 매년 최고치를 경신 중이다. N수생 중 최상위권은 오프라인 학원 수요로, 이외는 온라인 수요로 이어진다. 오프라인 학원 중에서도 기숙학원과 러셀Core의 성장이 기대된다. 작년 기숙학원 CAPA 확장(2,400명 → 3,600명) 이후 첫 모집으로 2월 개강 시 90%, 3월 이후 100%의 CAPA를 충족할 것으로 추정한다. 러셀Core는 연내 7개의 신규 출점을 목표하고 있다. 온라인 상품인 메가패스는 전년 대비 5% 이상의 Q 증가세를 보이고 있어 긍정적이다.

영유아 제품인 엘리하이 키즈는 5년 만에 출시된 신규 영유아 온라인 강의라는 강점으로 2024년 매출 기여를 확대할 전망이다. 반면 중등 부문의 실적은 둔화할 것으로 추정한다. EBS 프리미엄 강의 무료화 영향이 2024년에도 이어질 수밖에 없다. 중등 매출 하락으로 유초중 부문의 매출은 2,347억원(+7.4% YoY)에 그칠 것으로 예상된다.

## 실적 하향 조정으로 목표주가 소폭 하향

실적 추정치를 하향 조정하면서 목표주가 74,000원으로 소폭 하향한다. FW12개월 EPS에 Target PER 7배를 적용한 것으로 이전 가정과 동일하다. 불확실성(에스티유니타스 인수, 중등 둔화세 지속 여부)이 존재하지만, 고등과 영유아 실적이 중등 매출 공백을 상쇄할 수 있을지 지켜볼 필요가 있다. 긴 관점에서의 투자 접근을 선호한다.

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	926.0	131.0	103.6	8,765	45,748	6.9	2.6	1.3	21.7	0.8
2024F	1,036.7	148.4	119.9	10,251	53,636	5.8	2.3	1.1	20.6	(6.8)
2025F	1,179.2	174.7	142.2	12,156	62,838	4.9	1.9	1.0	20.9	(10.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 메가스터디교육 실적 추정치 변경

(십억원, %)	신규 추정치		이전 추정치		변화율 (%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	926.0	1,036.7	936.0	1,055.4	(1.1)	(1.8)	941.6	1,064.8
영업이익	131.0	148.4	135.5	170.7	(3.3)	(13.1)	137.6	155.7
순이익	103.6	119.9	107.4	138.9	(3.5)	(13.7)	104.3	121.1

자료: 신한투자증권

## 메가스터디교육 목표주가 산정

구분	비고
FW12개월 EPS (원)	10,251
Target P/E (배)	7.2
목표주가 (원)	74,000

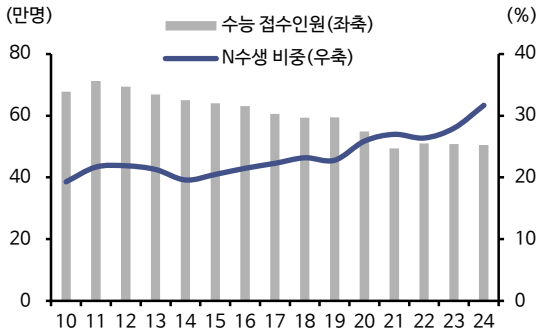
자료: 신한투자증권

## 메가스터디교육 분기, 연간 실적 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	242.6	222.4	261.0	200.0	274.2	253.5	293.2	215.8	836.0	926.0	1,036.7
유초중	62.6	53.9	54.3	47.7	66.0	60.6	57.4	50.7	206.8	218.5	234.7
고등	153.7	138.7	169.5	117.4	180.4	161.8	196.0	128.3	507.8	579.3	666.5
일반성인	26.2	29.7	36.9	34.8	27.7	30.9	39.6	36.5	120.7	127.6	134.8
기타	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.7	0.6	0.7
매출증가율	12.3	12.8	12.1	5.3	13.0	14.0	12.3	7.9	18.8	10.8	12.0
유초중	6.0	12.0	7.7	(3.0)	5.4	12.5	5.6	6.4	24.9	5.7	7.4
고등	16.3	15.2	14.7	9.2	17.3	16.7	15.6	9.3	18.0	14.1	15.1
일반성인	5.6	4.1	7.5	5.1	5.9	4.1	7.2	5.1	12.7	5.6	5.7
기타	7.8	(15.9)	0.0	(2.6)	11.3	18.8	0.4	(2.6)	(2.1)	(3.2)	6.9
영업이익	24.2	42.8	59.0	5.0	27.8	48.6	66.4	5.7	135.4	131.0	148.4
성장률	(5.4)	0.3	0.3	(39.8)	15.0	13.6	12.5	13.5	36.7	(3.3)	13.3
영업이익률	10.0	19.2	22.6	2.5	10.1	19.2	22.6	2.6	16.2	14.1	14.3

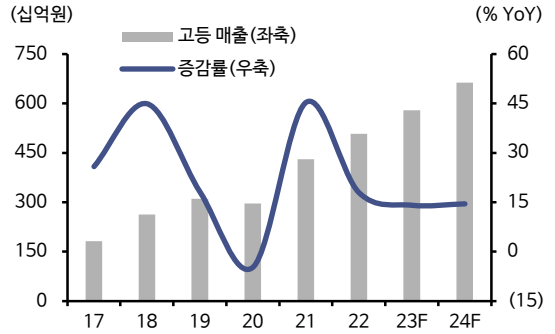
자료: 신한투자증권

### N수생 비중 추이



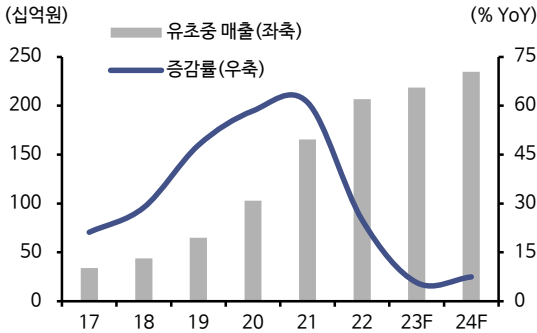
자료: 한국교육과정평가원, 신한투자증권

### 고등 매출 성장 추이



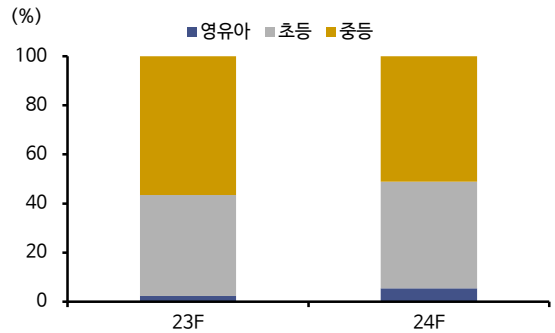
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 유초중 매출 성장 추이



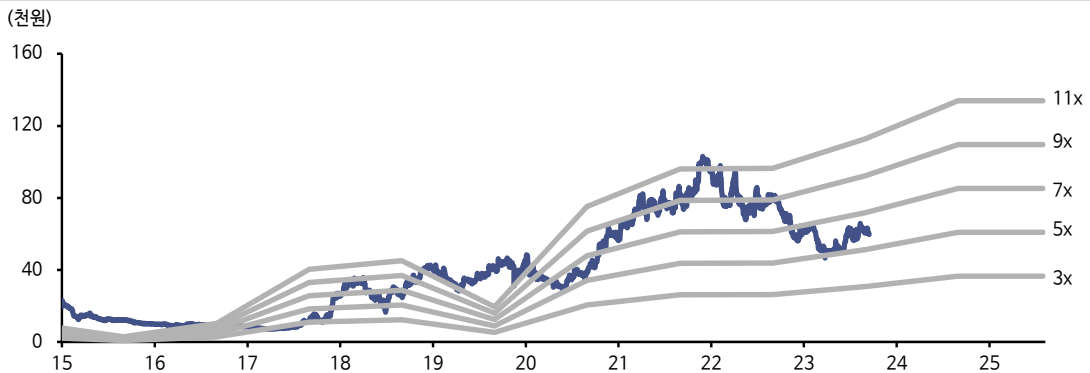
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 유초중 매출 구성: 영유아 매출 기여 확대



자료: 신한투자증권 추정

### 메가스터디교육 PER 밴드



자료: 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>724.3</b>	<b>904.7</b>	<b>1,035.8</b>	<b>1,154.3</b>	<b>1,302.2</b>
유동자산	261.0	135.5	239.5	310.1	394.6
현금및현금성자산	112.2	11.9	97.8	132.3	158.2
매출채권	42.6	50.0	55.4	62.0	70.5
재고자산	13.8	22.3	20.0	22.4	25.5
비유동자산	463.3	769.2	796.3	844.2	907.5
유형자산	187.6	277.1	280.3	287.6	300.5
무형자산	70.1	71.3	83.2	100.6	114.6
투자자산	27.6	33.7	45.7	68.9	105.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>370.2</b>	<b>471.0</b>	<b>491.8</b>	<b>522.8</b>	<b>568.7</b>
유동부채	317.8	405.5	439.1	480.8	535.1
단기차입금	6.7	45.4	40.4	34.4	27.4
매입채무	36.9	38.5	42.7	47.8	54.3
유동성장기부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	52.4	65.5	52.7	42.1	33.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	47.1	62.9	49.9	38.9	29.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>354.1</b>	<b>433.7</b>	<b>543.9</b>	<b>631.5</b>	<b>733.6</b>
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	320.1	412.3	520.0
<b>지배주주지분</b>	<b>338.8</b>	<b>420.7</b>	<b>535.0</b>	<b>627.2</b>	<b>734.9</b>
비지배주주지분	15.3	13.0	8.9	4.3	(1.3)
*총차입금	80.2	138.7	123.8	110.8	99.9
*순차입금(순현금)	(102.2)	105.5	4.5	(43.2)	(80.3)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>192.4</b>	<b>165.0</b>	<b>259.4</b>	<b>252.3</b>	<b>275.3</b>
당기순이익	81.5	99.6	99.5	115.2	136.6
유형자산상각비	44.2	51.7	111.8	92.6	96.8
무형자산상각비	17.4	20.2	30.6	40.6	51.1
외화환산손실(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, 관계기업실익(이익)	0.1	(0.0)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
운전자본변동	26.0	(15.5)	18.2	4.7	(8.5)
(법인세납부)	(3.0)	(34.5)	(28.5)	(33.0)	(39.3)
기타	25.8	42.6	28.3	32.7	39.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(107.3)</b>	<b>(242.5)</b>	<b>(133.6)</b>	<b>(180.3)</b>	<b>(210.6)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(27.5)	(88.7)	(80.0)	(100.0)	(110.0)
유형자산의감소	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2
무형자산의증가(증가)	(8.0)	(11.6)	(42.5)	(58.0)	(65.0)
투자자산의감소(증가)	206.2	132.8	(11.2)	(22.6)	(35.8)
기타	(278.1)	(275.2)	0.1	0.1	0.0
<b>FCF</b>	<b>176.2</b>	<b>102.1</b>	<b>180.5</b>	<b>154.8</b>	<b>169.5</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(31.6)</b>	<b>(22.7)</b>	<b>(39.7)</b>	<b>(37.3)</b>	<b>(38.5)</b>
차입금의 증가(감소)	1.8	30.7	(14.9)	(13.0)	(10.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.8)	(23.6)	(24.7)	(24.3)	(27.6)
기타	(24.6)	(29.8)	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>53.5</b>	<b>(100.3)</b>	<b>85.8</b>	<b>34.5</b>	<b>25.9</b>
기초현금	58.8	112.2	11.9	97.8	132.3
기말현금	112.2	11.9	97.8	132.3	158.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

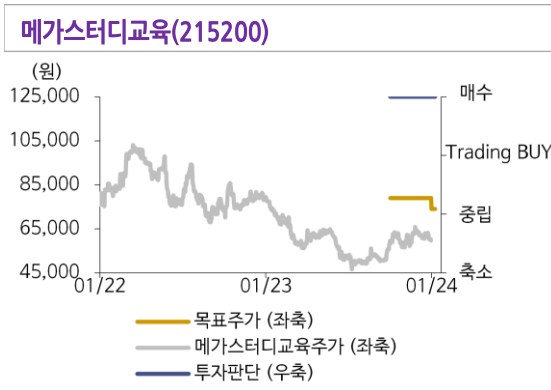
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>703.9</b>	<b>836.0</b>	<b>926.0</b>	<b>1,036.7</b>	<b>1,179.2</b>
증감률 (%)	48.3	18.8	10.8	12.0	13.8
<b>매출원가</b>	<b>316.4</b>	<b>362.3</b>	<b>402.4</b>	<b>443.7</b>	<b>508.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>387.5</b>	<b>473.6</b>	<b>523.5</b>	<b>593.0</b>	<b>671.1</b>
매출총이익률 (%)	55.0	56.7	56.5	57.2	56.9
<b>판매관리비</b>	<b>288.5</b>	<b>338.2</b>	<b>392.6</b>	<b>444.5</b>	<b>496.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>99.0</b>	<b>135.4</b>	<b>131.0</b>	<b>148.4</b>	<b>174.7</b>
증감률 (%)	201.7	36.7	(3.3)	13.3	17.7
영업이익률 (%)	14.1	16.2	14.1	14.3	14.8
영업외손익	10.2	(1.1)	(2.9)	(0.2)	1.3
금융손익	9.4	1.0	(0.9)	1.8	3.3
기타영업외손익	1.0	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
중개기업관련손익	(0.1)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>109.2</b>	<b>134.3</b>	<b>128.0</b>	<b>148.2</b>	<b>175.9</b>
법인세비용	27.7	34.8	28.5	33.0	39.3
계속사업이익	81.5	99.6	99.5	115.2	136.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>81.5</b>	<b>99.6</b>	<b>99.5</b>	<b>115.2</b>	<b>136.6</b>
증감률 (%)	288.4	22.1	(0.0)	15.7	18.6
순이익률 (%)	11.6	11.9	10.7	11.1	11.6
(지배주주)당기순이익	81.2	103.6	103.6	119.9	142.2
(비지배주주)당기순이익	0.4	(4.0)	(4.0)	(4.7)	(5.5)
<b>총포괄이익</b>	<b>81.4</b>	<b>103.0</b>	<b>134.5</b>	<b>115.2</b>	<b>136.6</b>
(지배주주)총포괄이익	81.0	106.4	139.0	119.0	141.1
(비지배주주)총포괄이익	0.5	(3.4)	(4.4)	(3.8)	(4.5)
<b>EBITDA</b>	<b>160.6</b>	<b>207.3</b>	<b>273.4</b>	<b>281.6</b>	<b>322.6</b>
증감률 (%)	86.8	29.1	31.9	3.0	14.5
EBITDA 이익률 (%)	22.8	24.8	29.5	27.2	27.4

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	6,878	8,393	8,423	9,851	11,682
EPS (지배순이익, 원)	6,846	8,734	8,765	10,251	12,156
BPS (자본총계, 원)	29,854	36,563	46,513	54,000	62,728
BPS (지배지분, 원)	28,567	35,469	45,748	53,636	62,838
DPS (원)	2,000	2,100	2,100	2,400	3,000
PER (당기순이익, 배)	12.0	9.5	7.2	6.1	5.1
PER (지배순이익, 배)	12.0	9.1	6.9	5.8	4.9
PBR (자본총계, 배)	2.8	2.2	1.3	1.1	1.0
PBR (지배지분, 배)	2.9	2.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	5.5	5.1	2.6	2.3	1.9
배당성향 (%)	29.0	23.9	23.5	23.1	24.3
배당수익률 (%)	2.4	2.6	3.5	4.0	5.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	22.8	24.8	29.5	27.2	27.4
영업이익률 (%)	14.1	16.2	14.1	14.3	14.8
순이익률 (%)	11.6	11.9	10.7	11.1	11.6
ROA (%)	12.8	12.2	10.3	10.5	11.1
ROE (지배순이익, %)	26.8	27.3	21.7	20.6	20.9
ROIC (%)	82.9	101.6	77.4	82.3	82.3
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	104.5	108.6	90.4	82.8	77.5
순차입금비율 (%)	(28.8)	24.3	0.8	(6.8)	(10.9)
현금비율 (%)	35.3	2.9	22.3	27.5	29.6
이자보상배율 (배)	37.3	39.7	32.0	40.6	53.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(4.3)	(4.0)	(4.1)	(4.4)	(5.0)
재고자산회수기간 (일)	6.2	7.9	8.3	7.5	7.4
매출채권회수기간 (일)	19.5	20.2	20.8	20.7	20.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 24일		커버리지제외	-	-
2023년 10월 18일	매수	79,000	(22.8)	(16.7)
2024년 01월 17일	매수	74,000	-	-

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 (2024년 01월 15일 기준)

매수 (매수)	92.59%	Trading BUY (중립)	5.35%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------