

메가스터디교육 (215200)

연내 회복은 쉽지 않을 전망

2024년 10월 2일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	60,000 원 (하향)
✓ 상승여력	35.3%	✓ 현재주가 (9월 30일)	44,350 원

신한생각 하반기 실적 부진, 기다림 필요

재수종합학원보다 단과학원 수요 증가하면서 고등 오프라인 실적 눈높이 하향 불가피. 작년부터 가파르게 출점하던 러셀Core 출점 속도 완화하며 고정비 부담 감소 노력. 그럼에도 연내 영업이익의 성장은 어려울 전망. 고등 오프라인 실적 회복은 학생 선호도에 달려 있어 길게 보고 접근 필요

3Q24 Preview: 고등 부진 vs. 대학 견조. 중등 회복 가능성 확인

3Q24 연결매출 2,544억원(-2.5%, 이하 전년동기대비), 영업이익 529억원(-10.3%)으로 컨센서스 영업이익(547억원) 소폭 하회 전망. 부문별로는 유초중 -5%, 고등 -4%, 일반성인 +10%로 대학 부문이 유일하게 성장했을 것으로 전망. 매출 대비 영업이익 부진은 러셀Core 확장에 따른 고정비 증가 및 저수익성의 단과학원 수요 증가에 기인. 다만 연내 러셀Core 추가 출점은 없어 재무 건전성 확보 노력은 긍정적

유초중 매출은 인터넷 강의 시장 자체의 성장을 둔화로 상반기 추세와 유사하게 한 자리 내 역신장했을 것으로 전망. 작년 7월부터 EBS 중학 프리미엄 무료화로 중등 매출 감소세였으나 올해 8월 중등 매출 증가세로 전환. EBS와 달리 동사 제품은 관리형 제품이라는 점이 차별화 포인트

일반성인 매출은 편입학 정원 확대 효과로 대학 부문이 매출 성장 견인. 의대 증원에 따른 편입 수혜는 2~3년 기다림 필요. 재학생 중 대학교 1학년 이탈이 가장 많을 것으로 예상되는데, 편입은 3학년 때 이뤄지기 때문

Valuation & Risk

2024~2025년 이익 추정치 하향, 목표 밸류에이션 8배(기존과 동일) 적용해 목표주가 하향. 강도 높은 주주환원책과 부담 없는 밸류에이션 수준으로 중장기 업사이드 여력은 충분해 투자의견은 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	836.0	135.4	103.6	9.1	27.3	2.2	5.1	2.6
2023	935.2	127.4	94.6	7.6	21.1	1.5	4.0	3.3
2024F	932.3	107.0	81.2	6.3	15.9	0.9	2.3	3.4
2025F	964.4	113.6	88.0	5.8	15.3	0.8	2.0	4.3
2026F	999.5	120.9	96.3	5.3	14.9	0.7	1.7	4.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[교육]

주지은 연구원

✉ jjeun.ju@shinhan.com

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

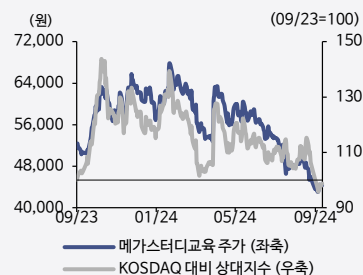
시가총액	508.3십억원
발행주식수(유동비율)	11.5백만주(56.5%)
52주 최고가/최저가	67,800 원/43,050 원
일평균 거래액 (60일)	1,532 백만원
외국인 지분율	26.6%

주요주주 (%)

손주는 외 14인	37.4
FIL LIMITED 외 5인	6.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.9)	(21.2)	(12.5)	(26.7)
상대	(9.5)	(13.3)	(3.7)	(15.7)

주가



메가스터디교육 분기, 연간 실적 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	242.6	222.4	261.0	209.2	249.4	214.4	254.4	214.1	836.0	935.2	932.3
유초중	62.6	53.9	54.3	52.2	59.7	50.7	51.5	50.2	206.8	223.0	212.1
고등	153.7	138.7	169.5	121.5	160.9	130.9	162.1	124.5	507.8	583.3	578.4
일반성인	26.2	29.7	36.9	35.4	28.6	32.7	40.6	39.3	120.7	128.3	141.3
기타	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.7	0.6	0.6
매출증가율	12.3	12.8	12.1	10.2	2.8	(3.6)	(2.5)	2.3	18.8	11.9	(0.3)
유초중	6.0	12.0	7.7	6.1	(4.7)	(6.0)	(5.2)	(3.7)	24.9	7.9	(4.9)
고등	16.3	15.2	14.7	13.0	4.7	(5.6)	(4.4)	2.5	18.0	14.9	(0.8)
일반성인	5.6	4.1	7.5	7.2	9.3	10.1	10.1	10.9	12.7	6.2	10.1
기타	7.8	(15.9)	0.0	(2.6)	(1.0)	(10.0)	0.2	(2.3)	(2.1)	(3.1)	(3.1)
영업이익	24.2	42.8	59.0	1.5	20.3	32.1	52.9	1.7	135.4	127.4	107.0
성장률	(5.4)	0.3	0.3	(81.9)	(16.2)	(25.0)	(10.3)	13.7	36.7	(5.9)	(16.0)
영업이익률	10.0	19.2	22.6	0.7	8.1	15.0	20.8	0.8	16.2	13.6	11.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

메가스터디교육 목표주가 산정

구분	비교
12개월 선행 EPS (원)	7,456
Target PER (배)	8 국내 교육 기업 PER 평균
목표주가 (원)	60,000

자료: 신한투자증권

메가스터디교육 연간 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
연결매출	9,323	9,644	9,924	10,661	(6.1)	(9.5)	9,323	9,708
영업이익	1,070	1,136	1,395	1,535	(23.3)	(26.0)	1,141	1,292
지배주주순이익	811	878	1,050	1,157	(22.8)	(24.1)	868	981

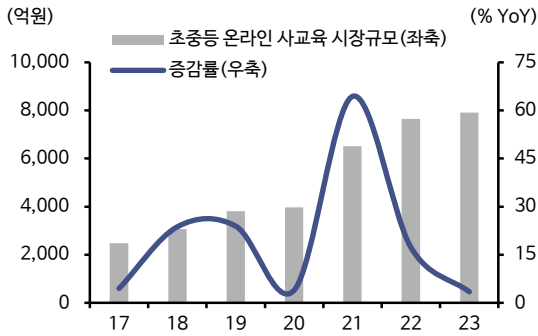
자료: FnGuide, 신한투자증권

자사주 매입 및 소각 현황

자사주 매입 공시 일자	취득 규모(십억원)	자사주 소각 공시일자	소각 규모(십억원)	소각 주식 수(주)
2024-01-18	10	2024-03-27	2.1	68,597
2024-02-29	10	2024-06-24	10	163,922
2024-04-22	10			
2024-07-08	10			

자료: Dart, 신한투자증권

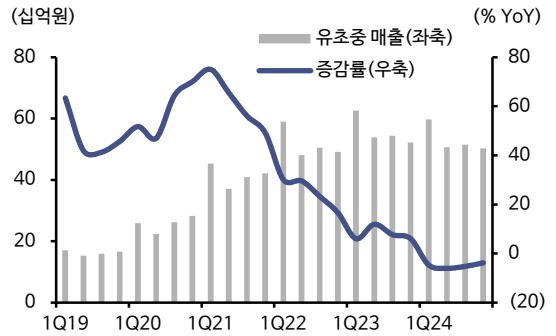
유초중 인터넷 강의 시장규모 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

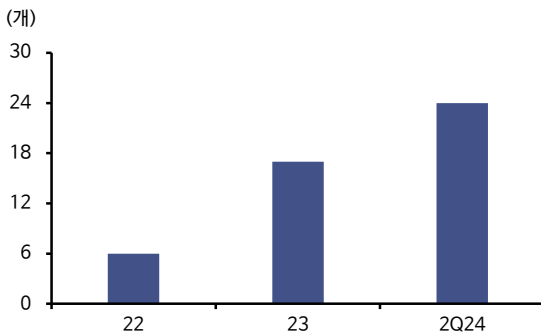
주: 초등과 중등 온라인 사교육 시장규모 단순 합산 기준

유초중 매출 추이



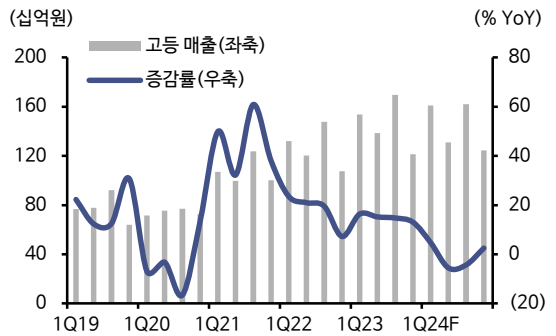
자료: 회사 자료, 신한투자증권

러셀Core 출점 추이



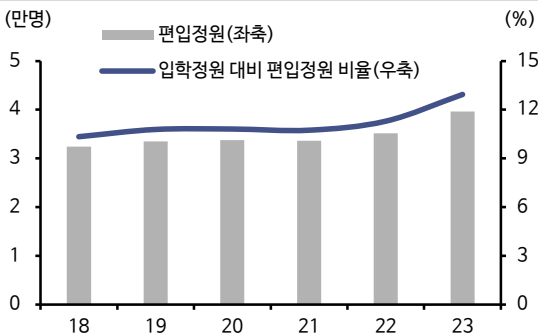
자료: 회사 자료, 신한투자증권

고등 매출 추이



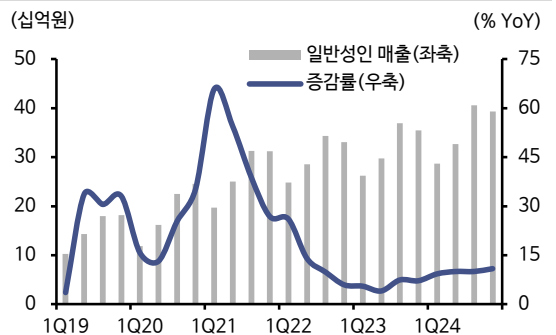
자료: 회사 자료, 신한투자증권

대학 편입정원 및 입학정원 대비 비율 추이



자료: 한국교육개발원, 신한투자증권

일반성인 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	904.7	955.5	972.3	1,039.3	1,121.7
유동자산	135.5	235.3	222.6	274.8	341.0
현금및현금성자산	11.9	16.9	4.8	50.5	109.6
매출채권	50.0	55.7	55.6	57.5	59.6
재고자산	22.3	27.2	27.1	28.1	29.1
비유동자산	769.2	720.2	749.7	764.5	780.7
유형자산	277.1	294.8	305.4	314.0	324.1
무형자산	71.3	90.1	91.0	96.2	101.4
투자자산	33.7	34.9	52.9	53.9	54.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	471.0	464.0	414.8	413.2	420.7
유동부채	405.5	406.5	368.4	375.3	382.4
단기차입금	45.4	56.9	19.9	14.9	8.9
매입채무	38.5	37.7	37.6	38.9	40.3
유동성장기부채	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	65.5	57.5	46.4	37.8	38.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	62.9	46.6	35.6	26.6	26.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	433.7	491.5	557.5	626.1	701.0
자본금	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
자본잉여금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
기타자본	3.5	2.9	2.9	2.9	2.9
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	250.8	308.2	373.2	440.8	514.5
지배주주지분	420.7	477.5	542.4	609.9	683.6
비지배주주지분	13.0	14.0	15.1	16.2	17.4
*충차입금	138.7	133.8	85.6	72.6	67.7
*순차입금(순현금)	105.5	87.5	51.4	(7.2)	(71.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	165.0	168.6	231.6	235.9	250.9
당기순이익	99.6	95.8	82.2	89.1	97.5
유형자산상각비	51.7	63.1	111.4	112.4	114.1
무형자산상각비	20.2	14.7	30.1	32.5	35.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.9	1.4	1.4	1.4	1.4
지분법, 종속, 관계기업실(이익)	(0.0)	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
운전자본변동	(15.5)	(1.7)	6.6	0.5	3.1
(법인세납부)	(34.5)	(43.3)	(25.5)	(28.1)	(32.3)
기타	42.6	39.3	26.6	29.3	33.3
투자활동으로인한현금흐름	(242.5)	(104.0)	(171.8)	(160.5)	(166.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(88.7)	(55.7)	(126.5)	(121.8)	(125.0)
유형자산의감소	0.2	0.5	4.5	0.8	0.9
무형자산의감소(증가)	(11.6)	(26.0)	(31.0)	(37.8)	(40.2)
투자자산의감소(증가)	132.8	17.4	(17.8)	(0.6)	(0.7)
기타	(275.2)	(40.2)	(1.0)	(1.1)	(1.1)
FCF	102.1	28.5	96.3	113.9	119.6
재무활동으로인한현금흐름	(22.7)	(59.5)	(71.4)	(29.1)	(25.3)
차입금의증가(감소)	30.7	10.8	(48.2)	(13.0)	(4.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	11.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.6)	(24.7)	(23.2)	(16.1)	(20.4)
기타	(29.8)	(56.8)	(0.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.4)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(100.3)	5.0	(12.1)	45.8	59.1
기초현금	112.2	11.9	16.9	4.8	50.6
기말현금	11.9	16.9	4.8	50.6	109.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	836.0	935.2	932.3	964.4	999.5
증감률 (%)	18.8	11.9	(0.3)	3.4	3.6
매출원가	362.3	408.1	406.0	417.6	430.8
매출총이익	473.6	527.1	526.3	546.8	568.7
매출총이익률 (%)	56.7	56.4	56.5	56.7	56.9
판매관리비	338.2	399.6	419.3	433.2	447.8
영업이익	135.4	127.4	107.0	113.6	120.9
증감률 (%)	36.7	(5.9)	(16.0)	6.2	6.5
영업이익률 (%)	16.2	13.6	11.5	11.8	12.1
영업외손익	(1.1)	(0.5)	0.7	3.6	8.9
금융손익	1.0	(3.1)	(1.9)	1.0	6.3
기타영업외손익	(1.4)	2.9	2.9	2.9	2.9
종속 및 관계기업관련손익	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
세전계속사업이익	134.3	126.9	107.7	117.1	129.8
법인세비용	34.8	31.1	25.5	28.1	32.3
계속사업이익	99.6	95.8	82.2	89.1	97.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	99.6	95.8	82.2	89.1	97.5
증감률 (%)	22.1	(3.8)	(14.2)	8.4	9.4
순이익률 (%)	11.9	10.2	8.8	9.2	9.8
(지배주주)당기순이익	103.6	94.6	81.2	88.0	96.3
(비지배주주)당기순이익	(4.0)	1.2	1.0	1.1	1.2
총포괄이익	103.0	92.8	82.2	89.1	97.5
(지배주주)총포괄이익	106.4	92.1	81.5	88.4	96.7
(비지배주주)총포괄이익	(3.4)	0.7	0.7	0.7	0.8
EBITDA	207.3	205.2	248.5	258.5	270.0
증감률 (%)	29.1	(1.0)	21.1	4.0	4.4
EBITDA 이익률 (%)	24.8	21.9	26.7	26.8	27.0

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	8,393	8,106	7,103	7,772	8,504
EPS (지배순이익, 원)	8,734	8,006	7,015	7,676	8,399
BPS (자본총계, 원)	36,563	42,026	48,640	54,629	61,162
BPS (지배지분, 원)	35,469	40,825	47,325	53,218	59,645
DPS (원)	2,100	2,000	1,500	1,900	2,100
PER (당기순이익, 배)	9.5	7.5	6.3	5.7	5.2
PER (지배순이익, 배)	9.1	7.6	6.3	5.8	5.3
PBR (자본총계, 배)	2.2	1.4	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	2.2	1.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	5.1	4.0	2.3	2.0	1.7
배당성향 (%)	23.9	24.5	19.9	23.2	23.5
배당수익률 (%)	2.6	3.3	3.4	4.3	4.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	24.8	21.9	26.7	26.8	27.0
영업이익률 (%)	16.2	13.6	11.5	11.8	12.1
순이익률 (%)	11.9	10.2	8.8	9.2	9.8
ROA (%)	12.2	10.3	8.5	8.9	9.0
ROE (지배순이익, %)	27.3	21.1	15.9	15.3	14.9
ROIC (%)	101.6	46.9	30.9	31.4	31.8
안정성					
부채비율 (%)	108.6	94.4	74.4	66.0	60.0
순차입금비율 (%)	24.3	17.8	9.2	(1.2)	(10.2)
현금비율 (%)	2.9	4.2	1.3	13.5	28.7
이자보상배율 (배)	39.7	21.9	22.8	33.6	40.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.0)	(5.5)	(7.4)	(7.5)	(7.5)
재고자산회수기간 (일)	7.9	9.7	10.6	10.4	10.4
매출채권회수기간 (일)	20.2	20.6	21.8	21.4	21.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

메가스터디교육(215200)



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	(20.5)	(8.4)
2024년 07월 18일		6개월경과	(34.6)	(27.4)
2024년 10월 02일	매수	60,000	-	-

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 09월 30일 기준)

매수 (매수)	93.92%	Trading BUY (중립)	4.18%	중립 (중립)	1.90%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------