

메가스터디교육 (215200)

주주환원정책 지속

3분기 실적: 초/중/오프라인 고등 ↓ VS. 온라인 고등/편입학/공무원 ↑

3분기 실적은 매출액 2,560.2억원, 영업이익 543.5억원으로 전년대비 각각 1.9%, 7.9% 역성장했다. 매출 둔화의 요인은 ①유초등: 경쟁지속 & 학부모들의 오프라인 선호, ②중학생: 정부의 사교육경감대책에 따른 EBS 프리미엄 무료전환(23.7월), ③고등: 단과위주의 오프라인 선호로 종합재수반 인기 둔화 등이 있다. 반면, 온라인 고등교육 매출성장세가 이어지고 있으며, 공무원사업부의 적자폭은 축소되었다.

지속되는 주주환원정책

동사는 주주환원정책(24~26년)을 통해 자사주매입 및 배당을 통해 별도 당기순이익의 60% 내외의 주주환원정책을 제시했다. 최근 3년(21~23년)과 유사한 별도기준 당기순이익 발생 시 향후 3년간 1,600억원 이상이 주주환원정책으로 활용될 것이다. 올해 이미 400억원의 자사주 매입을 진행했다. 연내 매입한 자사주의 소각이 진행될 것으로 기대된다.

투자의견 유지, 목표주가 하향

올해 실적 및 밸류에이션이 전년대비 개선될 것으로 예상했던 요인은 ①에스티유니타스 인수 효과, ②의대정원확대에 따른 고등학교 온라인/오프라인 시장 성장, ③2028년 대입개편안으로 초/중등 교육시장 성장 등이다. 하지만 공정위 결정으로 인수가 진행되지 않았고, 의대정원 효과 역시 미미했다. 이에 실적추정치를 하향 조정했다.

25년은 올해대비 실적이 소폭개선될 것으로 예상된다. 이유는 ①내년 대입을 준비하는 07년생 출생자(49.7만명)들이 06년생(45.2만명)대비 10.0% 증가한다. 고등학교 온라인 교육 성장세가 이어질 것으로 기대된다. ②중학생 대상 EBS프리미엄 무료전환이 1년이 지남에 따라 점차 효과가 약화될 것으로 예상된다. ③공무원 교육관련 적자폭이 지속적으로 축소되고 있다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	8,360	9,352	9,299	9,500
영업이익	1,354	1,274	1,116	1,195
지배순이익	1,036	946	873	1,019
PER	9.5	7.6	5.3	4.5
PBR	2.3	1.5	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.3	4.0	2.5	1.9
ROE	27.3	21.1	17.2	17.7

자료: 유안타증권



권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 56,700원 (D)

현재주가 (11/13) 40,000원

상승여력 42%

시가총액	4,585억원
총발행주식수	11,461,955주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	31,308주
52주 고/저	67,800원 / 40,000원
외인지분율	27.08%
배당수익률	3.29%
주요주주	손주는 외 14 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.8)	(16.5)	(29.5)
상대	0.8	(7.4)	(20.8)
절대 (달러환산)	(13.5)	(18.6)	(33.5)

실적추정 하향

기존 2024년 매출액은 1조 100억원, 영업이익 1,507억원으로 전년대비 8.0%, 18.3% 성장할 것으로 전망했다. 성장을 전망한 요인으로는 다음과 같다. 첫째, M&A이다. 적자사업부인 공무원 교육 사업의 변화를 위해 업계 1위인 에스티유니타스(공단기) 인수를 추진했다. 결론적으로 공정 위에서 기업결합에 대해 불허 결정이 내려졌다. 인수를 통해 매출액 성장과 적자축소에 따른 이익률 개선을 예상, 밸류에이션 상향요인으로 작용할 것으로 기대했다.

둘째, 의대정원 증원 이슈로 인해 동사의 온라인/오프라인 고등교육의 동반성장을 기대했다. 의대정원 확대로 온라인 고등교육은 성장하고 있지만, 오프라인 교육에서는 효과가 부진하다. 전체수업을 다 수강하는 재수(기숙)학원보다 필요한 과목을 수강하는 단과+독서실 위주의 학습이 확대되었기 때문이다.

셋째, 2028년 대입개편안으로 2028년 수험대상자인 중등사업부에서의 매출성장을 기대했다. 사교육 경감대책으로 제시된 EBS 프리미엄이 무료로 전환(2023년 7월)되었지만, 수능을 선행하는 학생들 입장에서는 사교육에 대한 수요가 이어질 것으로 전망했었다. 하지만 EBS 프리미엄 프로그램 영향으로 올해 3분기까지 중등사업부의 매출액이 역성장하는 모습을 보이고 있다.

넷째, 유아/초등 온라인 교육 시장 성장 지속에 따른 매출성장을 기대했다. 온라인교육 침투율이 20%이하로 추정되며, 2025년부터 시작되는 디지털교과서에 선제적 적응을 기대했다. 하지만 실제 수치로는 개선되지 않고 있다.

[표 1] 실적 추이 및 전망

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2023	2024E
매출액	2,426.4	2,224.1	2,609.5	2,092.2	2,493.9	2,144.2	2,560.2	9,352.3	9,299.3
YOY(%)	12.3	12.7	12.1	10.2	2.8	-3.6	-1.9	11.9	-0.6%
-유초등	625.8	539.0	543.5	521.6	596.6	506.8	522.5	2,229.9	2,145.9
-고등	1,536.9	1,386.5	1,698.7	1,211.3	1,609.2	1,309.1	1,624.7	5,833.5	5,743.0
-대학	110.1	156.0	218.7	221.0	138.2	186.2	266.0	705.8	840.4
-성인	151.9	141.1	150.2	133.4	148.2	140.8	145.6	576.7	564.6
영업이익	241.7	427.6	590.0	15.1	202.7	320.9	543.5	1,274.4	1,116.1
YOY(%)	-5.4	0.2	0.3	-81.9	-16.2	-25.0	-7.9	-5.9	-12.4
-유초등	73.9	152.1	116.5	23.1	11.5	107.0	115.2	365.5	243.7
-고등	238.5	299.6	443.5	-13.2	214.7	200.2	357.0	968.4	791.8
-대학	-12.8	23.5	68.1	66.6	0.9	36.5	91.8	145.4	179.2
-성인	-57.4	-47.0	-34.4	-64.5	-23.9	-22.3	-20.2	-203.3	-96.4

자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 소폭 실적개선

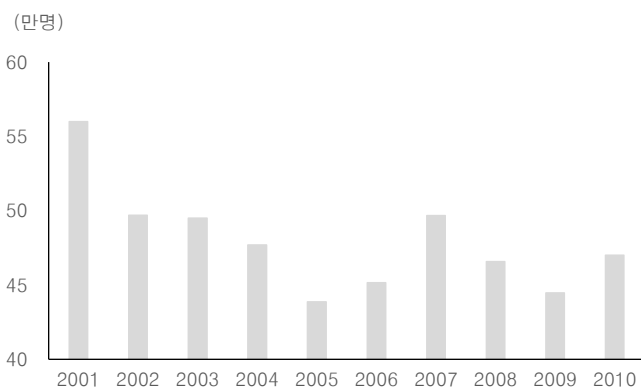
2025년 매출액 9,392억원으로 전년대비 1.0% 성장할 것으로 기대한다. 매출성장을 전망하는 이유는 다음과 같다.

첫째, 수능대상자의 인원이 증가하기 때문이다. 내년(2025년)에 대학을 준비하는 고3학생들은 2007년생이다. 2006년도에 45만 1,759명이 태어났으며, 2007년도에는 49만 6,822명으로 10.0% 증가한다. 일시적이지만 고등학교 온라인/오프라인 사업부의 매출성장이 기대된다.

둘째, 중등사업부의 실적회복이 기대된다. EBS 프리미엄 콘텐츠가 무료로 전환된지 1년이 지나 가고 있어 효과가 약화 가능성이 존재한다. 2028년 대학입시제도가 개편된다. 선택과목이 통합 과목으로 변화됨에 따라 이전대비 준비해야 하는 양이 증가할 것으로 예상된다. 이는 준비하는 시간 역시 길어진다는 점에서 이를 효과적, 효율적으로 준비가 가능한 온라인 교육에 대한 수요가 회복될 것으로 기대된다.

셋째, 공무원 교육적자폭 축소가 이어지고 있다. 공무원 교육에서 2022년 250억, 2023년 203억원 적자를 보였지만, 올해 들어서 분기별 적자폭이 25억원 이하로 축소되었다. 공무원 교육 시장이 위축됨에 따라 사업을 확대할 가능성이 낮다. 추가적으로 적자폭이 감소될 것으로 기대된다.

[그림 1] 연도별 출생아수



자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2028 학년도 수능개편안

구분	현행	개편안
국어	공통+2과목 중 택1 -공통: 독서, 문학 -선택: 화법과 작문, 언어와 매체	공통 (화법과 언어, 독서와 작문, 문학)
수학	공통+3과목 중 택1 -공통: 수해, 수해II -선택: 확률과 통계, 미적분, 기하	공통 (대수, 미적분, 확률과 통계)
영어	공통 (영어, 영어II)	공통 (영어, 영어II)
탐구	17과목 중 최대 택2 사회: 9과목 과학: 8과목	사회: 공통 과학: 공통

자료: 교육부, 유안타증권 리서치센터

실적추정 하향조정

기존 목표주가 93,000원에서 56,700원으로 하향조정한다. 2024년과 2025년 평균 예상 EPS 8,218원에 동사의 분할상장(2015년) 이후 PER 역사적 하단 6.9배를 적용하였다. 투자 의견은 매수를 유지한다.

PER 를 하향 조정한 이유는 ①동사는 해외진출과 관련된 이슈를 보유하고 있지 않고, ②디지털 교과서 시장 개화와의 상관관계도 낮다. ③에스티유니타스 인수 불허로 인해 실적을 Level Up 가능한 모멘텀 역시 부재한 상황이기 때문이다.

반면 투자 의견 매수를 유지하는 이유는 2025년 수능응시자 수 증가에 따라 실적성장이 기대되며, 자사주 매입/소각 및 배당 등 적극적인 주주환원정책을 이어가고 있기 때문이다. 역사적 하단의 PER 를 기준으로 주가는 상승여력이 존재한다.

4분기는 교육업체의 비수기이지만, 12월말부터 차기연도 수능을 위한 모집이 시작된다는 점에서 연말~연초가 주목받을 수 있는 시기라고 판단된다.

[표 3] 메가스터디교육 목표주가 산정

		참조
2024년 예상 지배순이익(억원)	884	
2025년 예상 지배순이익(억원)	1,032	
총발행주식주(만주)	1,169	
2024~2025년 평균 예상 EPS(원)	8,218	
Target PER(배)	6.9	동사 역사적 PER 하단 6.9배(2018년)
적정주가(원)	56,700	
현재주가(원)	40,000	
상승여력(%)	41.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

메가스터디교육 (215200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	7,039	8,360	9,352	9,299	9,500
매출원가	3,164	3,623	4,081	4,163	4,253
매출총이익	3,875	4,736	5,271	5,136	5,247
판매비	2,885	3,382	3,996	4,020	4,052
영업이익	990	1,354	1,274	1,116	1,195
EBITDA	1,606	2,073	2,052	1,716	1,658
영업외손익	102	-11	-5	66	185
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-10	6	-21	45	164
관계기업관련손익	-1	-7	-3	3	3
기타	114	-10	18	18	18
법인세비용차감전순이익	1,092	1,343	1,269	1,182	1,380
법인세비용	277	348	311	298	348
계속사업순이익	815	996	958	884	1,032
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	815	996	958	884	1,032
지배지분순이익	812	1,036	946	873	1,019
포괄순이익	814	1,030	928	854	1,002
지배지분포괄이익	810	1,064	921	847	994

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,924	1,650	1,686	1,699	1,698
당기순이익	815	996	958	884	1,032
감가상각비	442	517	631	480	365
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	1	7	3	-3	-3
자산부채의 증감	260	-155	-17	109	96
기타현금흐름	405	286	112	230	207
투자활동 현금흐름	-1,073	-2,425	-1,040	-106	-108
투자자산	-662	409	-121	0	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-275	-887	-557	0	0
유형자산 감소	1	2	5	0	0
기타현금흐름	-137	-1,948	-366	-106	-106
재무활동 현금흐름	-316	-227	-595	-644	-619
단기차입금	58	427	114	-2	6
사채 및 장기차입금	-50	158	-164	0	0
자본	-26	0	0	0	0
현금배당	-88	-236	-247	-232	-215
기타현금흐름	-210	-577	-298	-410	-410
연결범위변동 등 기타	0	0	-2	291	314
현금의 증감	535	-1,003	50	1,240	1,285
기초 현금	588	1,122	119	169	1,409
기말 현금	1,122	119	169	1,409	2,694
NOPLAT	990	1,354	1,274	1,116	1,195
FCF	1,649	763	1,129	1,699	1,698

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

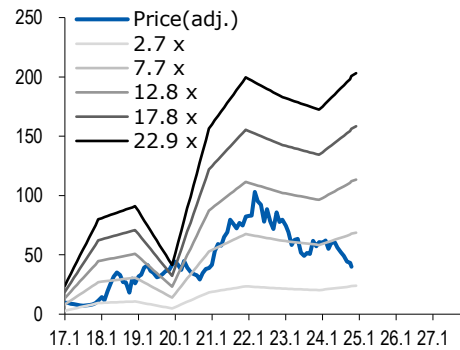
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	2,610	1,355	2,353	3,555	4,879
현금및현금성자산	1,122	119	169	1,409	2,694
매출채권 및 기타채권	443	511	625	593	606
재고자산	138	223	272	270	276
비유동자산	4,633	7,692	7,202	6,602	6,141
유형자산	1,876	2,771	2,948	2,469	2,104
관계기업 등 지분관련 자산	29	14	19	19	20
기타투자자산	248	323	330	329	331
자산총계	7,243	9,047	9,555	10,156	11,020
유동부채	3,178	4,055	4,065	4,046	4,121
매입채무 및 기타채무	780	930	908	903	923
단기차입금	67	454	569	569	569
유동성장기부채	2	2	1	1	1
비유동부채	524	655	575	574	577
장기차입금	3	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,702	4,710	4,640	4,620	4,697
지배지분	3,389	4,207	4,774	5,385	6,159
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
이익잉여금	1,681	2,508	3,082	3,723	4,527
비지배지분	153	130	140	151	164
자본총계	3,541	4,337	4,915	5,537	6,323
순차입금	-1,022	1,055	875	-367	-1,645
총차입금	802	1,387	1,338	1,336	1,342

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	6,846	8,734	8,006	7,544	8,890
BPS	28,762	35,711	41,260	50,053	57,245
EBITDAPS	13,546	17,475	17,368	14,834	14,462
SPS	59,369	70,474	79,143	80,389	82,883
DPS	2,000	2,100	2,000	2,000	2,000
PER	9.7	9.5	7.6	5.3	4.5
PBR	2.3	2.3	1.5	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.4	5.3	4.0	2.5	1.9
PSR	1.1	1.2	0.8	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	48.3	18.8	11.9	-0.6	2.2
영업이익 증가율 (%)	201.7	36.7	-5.9	-12.4	7.1
지배순이익 증가율 (%)	277.8	27.6	-8.7	-7.7	16.8
매출총이익률 (%)	55.0	56.7	56.4	55.2	55.2
영업이익률 (%)	14.1	16.2	13.6	12.0	12.6
지배순이익률 (%)	11.5	12.4	10.1	9.4	10.7
EBITDA 마진 (%)	22.8	24.8	21.9	18.5	17.4
ROIC	87.0	116.2	51.2	37.3	53.2
ROA	12.7	12.7	10.2	8.9	9.6
ROE	26.8	27.3	21.1	17.2	17.7
부채비율 (%)	104.5	108.6	94.4	83.4	74.3
순차입금/자기자본 (%)	-30.1	25.1	18.3	-6.8	-26.7
영업이익/금융비용 (배)	37.3	39.7	21.9	19.5	20.9

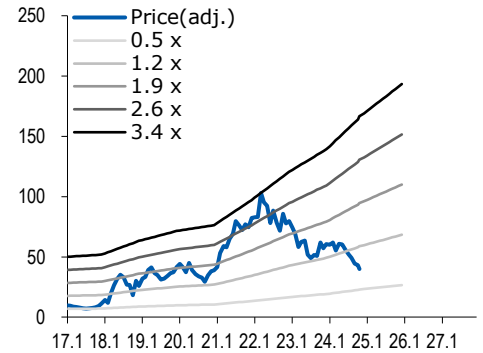
P/E band chart

(천원)



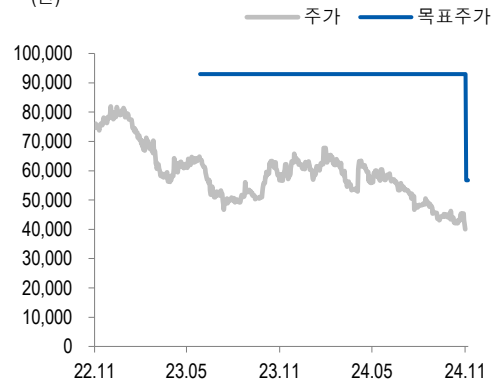
P/B band chart

(천원)



메가스터디교육 (215200) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-14	BUY	56,700	1년		
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-47.22	-36.56
2023-06-09	BUY	93,000	1년	-38.12	-27.10
2023-04-21	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.