

2018.12.18
Company Analysis

Mid-Small Cap

메가스터디교육(215200)

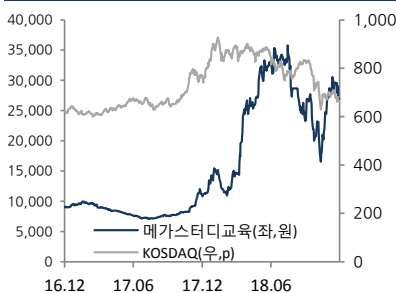
'19년에도 메가패스 성장은 계속된다

BUY

목표주가(원)	46,000
현재주가(원, 12/17)	26,950
상승여력(%)	70.7
시가총액(십억원)	317.0
KOSPI 지수(p)	2,071.09
KOSDAQ 지수(p)	661.90
자본금(십억원)	1.2
액면가(원)	100
발행주식수(천주)	11,762
52 주 최고가(원)	35,792
52 주 최저가(원)	10,824
60 일 평균거래량(주)	127,037
주요주주 지분율(%)	
손주는 외 8 인	35.6

Analyst	홍종모
Sector	스몰캡·인터넷·게임
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

Price Chart



11/15 실시한 2019 학년 수능은 역대 최고의 '불수능'이었다. 수능점수 때문에 기회를 놓치지 않기 위해 벌써부터 학생들은 스타 강사를 찾고 있고, 공정한 입시경쟁을 위해 정시 비중을 외치는 목소리도 커지고 있다. 시장도, 정부정책도 모두 우호적이고, 메가패스의 플랫폼으로서 가치는 커지고 있다. 성장성도, 배당도 좋지만, 보이는 것 이상의 가치가 기다리고 있다.

POINT I. 역대급 불수능+강사진 보강, '19년 메가패스 성장은 계속된다

- 11/15 실시한 2019학년도 대학수학능력시험이 역대급 고난이도를 기록했다. 수시를 통과하고도 수능기준을 맞추지 못하여 정시로 돌아서는 이월인원도 크게 증가할 것으로 보인다. 이에 '19년(2020학년도) 정시 교육과정 수요 증가가 기대된다.
- '18년말에도 오프라인에서 인정받은 강사진이 추가 영입됐다. 시장은 언제나 새로운 얼굴에 목말라 있고 메가패스는 고등부 온라인 No.1 플랫폼으로서 라이징 스타의 경연장이 되고 있다.

POINT II. P와 Q의 성장이 함께하는 '19년 고등부 시장

- '19년 메가패스 가격이 결정됐다. 초기 가격 기준 기본 상품 판매가는 7.0%, 교재 10권이 포함된 프리미엄 상품 판매가는 8.6% 인상됐으며 여기에 더해 교재 15권이 포함된 새로운 프리미엄 코스가 추가되며 믹스 변화로 인한 ASP 상승이 예상된다.
- 대입전형이 20년만에 정시비중 확대로 돌아서며 고등부 시장 Q의 성장이 예상된다. 서울 소재 상위권 대학은 '19년부터 정시비중을 높일 계획이며 향후 3년 시장 Q의 성장이 예상된다.

POINT III. 전 연령층에서 점유율 1위, 종합교육 기업으로 리레이팅

- '19년에는 고등부 온라인 외 전체 사업부문이 BEP를 넘어서 매출과 수익성이 상승하는 포트폴리오 다각화가 이뤄질 전망이다.
- 중등부 학원 엠베스트SE는 런칭 2년만에 430개 지점을 돌파했고, '19년에는 초등부 서비스인 엘리하이가 더해진다.
- 성인 사업부 역시 수익성 낮은 사업부를 정리하고 자회사 이슈가 해결되면서 기저효과가 기대된다

투자 의견 BUY, 목표주가 46,000원 유지

- 고성장, 고배당에 밸류에이션 매력도 더해진다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
2014A	-	-	-	-	-	-	-	-
2015A	125.2	8.4	10.3	8.0	689	-	17.9	7.5
2016A	174.5	3.5	3.9	3.0	271	-60.6	33.2	5.8
2017A	252.1	14.4	13.0	10.8	831	206.2	13.7	4.5
2018F	326.0	46.0	50.3	38.6	3,202	256.2	8.5	5.0

POINT I. 역대급 불수능+강사진 보강, '19년 메가패스 성장은 계속된다

메가패스, '19년에도 성장

메가스터디교육의 패키지상품 메가패스는 1타강사(해당 과목에서 최고매출을 기록하는 인기강사)를 포함한 강사 라인업과 가격경쟁력으로 수험생 커뮤니티에서 No.1 패스상품으로 자리잡았다. '19년에도 1) '불수능' 논란으로 예비 고3을 시작으로 정시 교육과정 수요가 늘어나고 2) 강사진이 보충되면서 성장세를 이어갈 것으로 예상된다.

2019학년도 정시 역대급 '불수능'

1) 11/15 실시한 2019학년도 대학수학능력시험이 역대급 고난이도를 기록하면서 '19년(2020학년도) 정시 교육과정 수요가 늘어날 것으로 보인다. [도표01,02]에서 볼 수 있듯 2019학년도 수능 주요과목의 1등급 원점수 커트라인은 전년대비 대폭 하락했다. 특히 국어영역은 표준점수(표준편차 변환점수)를 보면 지난 10년내 최고 난이도를 기록했다. 단순히 점수만 낮아진 게 아니라 상위등급 인원도 줄어들었다. 고난이도로 동점자 수가 줄어들었고, 특히 절대평가인 영어영역은 1등급 인원비율이 전년대비 4.7%p 감소했다. 인원수로는 영어에서만 1등급 인원이 25,000명 줄어든 셈이다. 이에따라 4개영역 상위등급 인원은 큰 폭으로 감소했다.

국어 10년내 최고 난이도 영어 1등급 인원도 반토막

수능최저학력기준 미달로 수시에서 정시로 이월 증가 수능점수 중요성 부각

이로 인해서 수능최저학력(수시전형 합격자가 갖춰야 하는 정시 최저등급)을 충족하지 못해 정시로 전환하는 수시 이월인원이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되며, 수능점수의 중요성이 부각될 것으로 보인다. 대학들은 수시 합격자를 변별하기 위해 'N개 영역에서 총합 N등급'과 같은 최저학력 기준을 요구하는데, 상위등급 인원이 줄어들면 이에 미달하는 지원자가 늘어나기 때문이다. 가령 서울대학교의 경우 최저학력 미달로 수시모집 전체 선발인원이 모집인원 대비 139명 미달했는데, 이는 2018학년도 미선발인원 88명 대비 50% 이상 증가한 수치이다.

불수능 다음 해 수능교육 수요 증가 예비 고3 중심으로 메가패스 판매량 이미 증가 추세

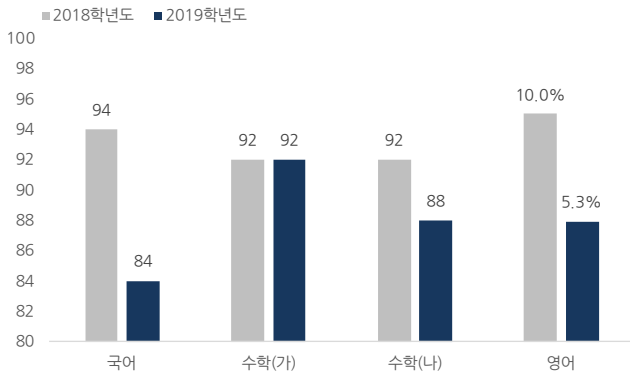
이에 따라 2020학년도에는 정시 교육과정 수요 증가가 예상된다. 통상적으로 '불수능' 다음 해에는 학습효과로 정시를 준비하는 학생이 늘어나는 경향이 있다. 실제로 12월 기준 2020학년도 입시를 앞둔 예비 고3에 대한 메가패스 판매량이 전년 대비 증가한 것으로 파악되며, 이는 '19년 고등부 온라인 실적 성장으로 이어질 것이라 판단한다.

[도표01] 수능 등급별 인원 비교 - 상위 등급인원 전년 대비 대폭 감소

등급	국어 영역			수학(가+나) 영역			영어 영역		
	2019학년도	2018학년도	차이	2019학년도	2018학년도	차이	2019학년도	2018학년도	차이
1등급	24,723	25,965	-1,242	31,043	34,667	-3,624	27,942	52,983	-25,041
2등급	33,767	37,502	-3,735	28,575	41,707	-13,132	75,565	103,756	-28,191
3등급	67,465	67,317	148	68,086	56,817	11,269	97,577	134,275	-36,698
4등급	92,314	81,562	10,752	81,687	72,598	9,089	110,176	94,871	15,305
5등급	100,939	106,011	-5,072	97,800	104,177	-6,377	87,117	55,391	31,726
6등급	88,271	91,940	-3,669	86,609	86,159	450	56,219	35,576	20,643
7등급	64,967	64,815	152	60,468	58,674	1,794	39,136	25,050	14,086
8등급	39,701	34,708	4,993	37,227	42,308	-5,081	24,179	18,441	5,738
9등급	16,448	20,270	-3,822	17,750	12,031	5,719	9,114	7,721	1,393

자료: 베리타스알파, 종로학원하늘교육, 유화증권

[도표02] 2019학년도 1등급 원점수 커트라인 점수



주: 영어는 절대평가이기 때문에 1등급 인원 비율을 적용
자료: 유화증권

[도표03] 메가스터디교육 신규 영입 강사



자료: 메가스터디교육, 유화증권

2) 강사진이 보강되면서 메가패스의 플랫폼으로서 가치도 올라갈 것으로 보인다.

베스트 라인업 강사진 지속

‘18년을 기점으로 메가스터디교육은 주요 과목에서 1타강사 라인업을 완성했다. 수학의 현우진 강사는 SNS를 통해 ‘18년 한 해만 교재 99만부를 판매한 것으로 알려졌으며, 인터넷 강의업계를 대표하는 얼굴로 자리잡았다. 메가스터디 러셀에서 강의를 시작하여 ‘16년 온라인으로 넘어온 조정식 강사도 영어 1타강사로 자리잡았다. ‘18년 영입한 국어 김동욱 강사, 생명과학 한종철 강사 역시 영입 1년 만에 1타강사로 자리잡으면서 국어/영어/수학/탐구영역 전반에 걸쳐 베스트 라인업을 갖추게 됐다. 주요강사들이 ‘16~‘18년 영입되었고, 대표강사인 수학 현우진 강사 역시 ‘17년말 재계약한 것으로 파악되므로 강사가 이탈할 리스크도 없다.

검증된 신규강사진 영입

여기에 더해 11월엔 윤리 김종익, 사회문화 손고운, 화학 정우정 강사 영입을 발표했다. EBS와 오프라인 학원에서 이미 경쟁력을 인정받은 강사들인 만큼 빠른 시일내에 학생 확보가 가능할 것으로 보인다.

오프라인 학원 출신 메가패스에서 데뷔하는 라이징 스타 증가 추세

한 가지 주목할 점은 신규영입 강사 중 2명이 오프라인 학원인 메가스터디러셀 출신인 것이다. 패스상품 수강생들은 1타강사 강의만 고집하는 게 아니라 자신의 점수대, 취약 영역에 따라 강사를 선택하기 때문에 신인강사라도 입소문이 난다면 빠르게 인지도를 높일 수 있다. 메가패스가 고등부 온라인 No. 1 플랫폼으로 자리잡으면서 영어 조정식 강사, 국어 유대종 강사 등 오프라인 학원에서 강의력은 인정받으나 온라인에는 이름이 알려지지 않았던 강사가 메가패스를 통해 성장한 사례가 나타나고 있는데, 이번 영입은 그러한 흐름이 정착되었음을 보여준다.

스카웃 보다는 신규스타 발굴 추세 No.1 플랫폼으로서 영입에 유리한 위치 장기경쟁력 확보

고등부 시장은 과점형태로 변화하고, 각 사 별로 1타강사들이 자리잡으면서 강사들의 이직은 점차 줄어드는 추세이기 때문에 신규강사 발굴이 중요한데, 메가스터디교육은 메가패스가 정착하면서 앞으로 강사발굴에 유리한 위치를 점할 수 있을 것으로 보인다. 이는 실적상승은 물론 1타강사 의존 리스크 해소로 이어질 것이라 판단한다.

POINT II. P와 Q의 성장이 함께하는 '19년 고등부 시장

20년만에 P와 Q가 성장하는 시장

'19년 메가패스 가격 인상 매출과 수익성 모두 성장하는 구간

고등부 온라인 시장은 1인당 사교육비 증가와 온라인 강의 프로그램 개선으로 연 7~8% 수준의 성장률을 기록해왔다. '19년은 20년만의 정시비중 확대와 맞물려 분할 후 처음으로 시장의 P와 Q가 모두 성장하는 해가 될 것이라 판단한다.

1) '19년 메가패스 가격이 결정됐다. 초기 가격 기준 기본 상품 판매가는 46만원으로 전년대비 7.0%, 교재 10권이 포함된 프리미엄 상품 판매가는 58만원에서 63만원으로 8.6% 인상됐다. 여기에 더해 교재 15권이 포함된 새로운 프리미엄 코스가 추가되면서 제품 믹스 변화로 인한 ASP 상승이 예상된다. BEP를 넘어서면 영업 레버리지 효과가 발생하는 온라인 특성상 매출과 수익성 모두 성장이 예상된다.

[도표04] 메가패스 초기가격 비교

상품	'19년	'18년
기본	460,000	430,000
프리미엄1(교재 10권 포함)	630,000	580,000
프리미엄2(교재 15권 포함)	670,000	-

자료: 메가스터디교육, 유화증권

20년만에 정시비중 확대

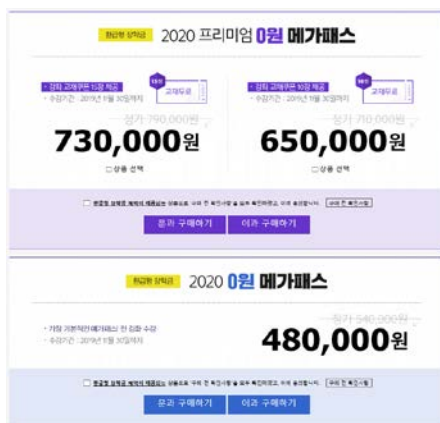
2) 대입전형이 20년만에 정시비중 확대로 돌아서며 고등부 시장 Q의 성장이 예상된다.

교육부는 8월 2022학년도 대입제도 개편안을 확정 발표했다. 개편안을 통해 교육부는 2022학년도 정시비율을 30% 이상으로 확대할 것을 대학들에 권고했다. 이는 정부가 공교육 정상화 정책을 도입한 이후 20년만에 정시 확대 정책이다. 개편안 자체는 권고 사항이지만 조건을 충족하지 못하면 고교교육 기여대학 지원사업 등 정부 프로그램에 참여할 수 없게 된다.

'21년까지 정시모집 인원 CAGR 8.0% 증가 기대

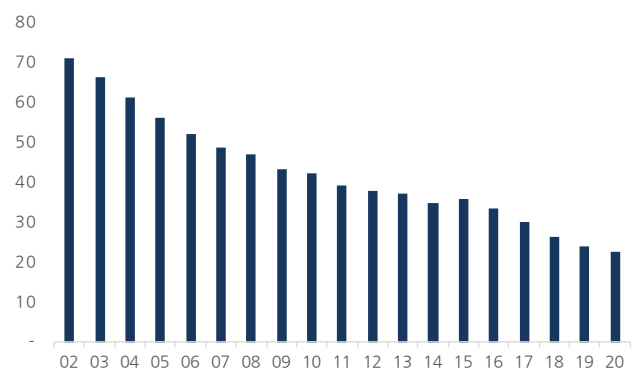
이에 따라 개편안이 적용될 '21년까지 3년간 고등부 사업의 성장이 기대된다. 2019학년도('18년) 기준 전체 대학 모집인원은 348,834명이며, 이중 정시모집 인원은 23.8%인 82,972명이다. 정시비중이 권고안의 최 하단인 30%까지 늘어난다고 가정하면 정시모집 정원은 '21년 104,650명으로 26.1%(3년 CAGR 8.0%) 증가하게 된다. P의 성장을 감안하면 두 자릿수 성장이 기대된다.

[도표05] '19년 메가패스 가격 결정



자료: 메가스터디교육, 유화증권

[도표06] 학년도 별 정시비중 추이 - 2020학년도('19년)를 저점으로



자료: 교육부, 언론종합, 유화증권

[도표07] 수도권 내 수능전형 비율 30% 미만 주요대학들의 비중 및 개편안 대비 부족분

대학	정시비중(%)	부족분(%)	대학	정시비중(%)	부족분(%)
가톨릭대	27.0	3.0	성신여대	18.1	11.9
경기대	26.3	3.7	숙명여대	26.2	3.8
경희대	23.0	7.0	아주대	22.2	7.8
고려대	16.2	13.8	연세대	27.1	2.9
단국대	26.5	3.5	이화여대	20.6	9.4
동국대	27.1	2.9	인하대	18.2	11.8
동덕여대	23.3	6.7	중앙대	25.4	4.6
상명대	23.2	6.8	한양대	29.4	0.6
서울대	20.4	9.6	평균	23.7	6.3

자료: 언론종합, 유화증권

POINT III. 전 연령층에서 점유율 1위, 종합교육 기업으로 리레이팅

‘19년에는 고등부 온라인 외 전체 사업부문이 BEP를 넘어서 매출과 수익성이 상승하는 포트폴리오 다각화가 이뤄질 전망이다.

오프라인 학원 설립

1) 고등부 오프라인: 오프라인 부문에선 메가스터디러셀 브랜드로 2개의 학원 설립이 확정되었다. 이중 1곳은 기숙학원으로 10월부터 학생확보에 나서고 있으며 ‘19년 1분기부터 실적에 더해진다. 이 때문에 4분기 상각비용이 일부 선 반영되나 학생모집 추이를 볼 때 상반기부터 매출에 기여할 것으로 예상된다. 기숙학원 특성상 수익성도 높다.

중등 엠베스트 오프라인학원 런칭 2년만에 430개 지점

2) 초/중등 사업부: 메가스터디교육의 초/중등 사업부인 엠베스트는 중등부 온라인 부문에서 점유율 1위를 차지하고 있다. 이를 바탕으로 ‘16년말 초/중등부 학원 프랜차이즈 엠베스트SE를 런칭해 오프라인에 진출했다. ‘17년말 런칭 1년만에 전국 250개 지점이 설립됐으며, 12월 기준 430개까지 늘어난 것으로 파악된다. ‘19년은 지점수 확대 효과가 온기 반영되며, 실적은 물론 중등부 경쟁력 강화로도 이어질 것이라 판단한다.

‘엘리하이’로 초등부 교육 본격 진출 커버 연령층 확대

여기에 더해 12월에는 초등 온라인 학습 브랜드인 엘리하이를 런칭했다. 기존 엠베스트에서 초등부 고학년만 커버했던 것과는 달리 초등부 전체학년을 커버하는 서비스이다. 이미 엠베스트로 세분화된 교육 콘텐츠를 제공한 경험이 있는 만큼 시장에 조기 정착이 가능할 것으로 보이며, 커버하는 연령층이 확대되는 점에서 밸류에이션 상승 요인으로 작용할 수 있다고 판단한다.

사업부문 정리 및 자회사 이슈 해결 기저효과로 성장

3) 성인 사업부: 성인 사업부 역시 기저효과로 성장이 예상된다. ‘18년 수익성이 낮은 사업부문을 정리했고, 자회사 이슈로 인해 일시적으로 빠진 매출도 ‘19년엔 정상적으로 인식할 것으로 예상된다.

이러한 사업 포트폴리오 확대는 실적개선은 물론 메가스터디라는 브랜드 강화 및 매출 다변화로 이어질 것이며 밸류에이션 상승요인으로 작용할 것이다.

재무상태표

(단위: 십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F
자산총계	229	232	284	229
유동자산	27	26	55	58
현금및현금성자산	2	1	13	27
단기금융자산	8	3	1	1
매출채권및기타채권	5	9	15	11
재고자산	1	1	2	1
비유동자산	202	206	229	170
장기금융자산	28	3	4	3
관계기업등투자자산	0	0	0	0
유형자산	141	126	126	94
무형자산	22	16	29	22
부채총계	57	60	107	13
유동부채	49	54	93	69
단기차입부채	0	3	6	4
기타단기금융부채	0	0	0	0
매입채무및기타채무	19	19	28	21
비유동부채	8	6	13	-56
장기차입부채	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0
자본총계	172	172	178	215
지배주주지분	172	171	179	213
비지배주주지분	0	0	-1	2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F
영업활동현금흐름	18	11	47	-40
당기순이익	8	3	11	39
현금유입없는손익	17	20	27	37
자산상각비	11	15	15	18
영업자산부채변동	-3	-11	11	-110
매출채권증감	2	-5	-9	4
재고자산증감	-0	-0	-1	0
매입채무증감	2	-0	7	-10
투자활동현금흐름	-25	-13	-27	54
투자활동현금유입액	24	32	4	155
유형자산	0	0	0	57
무형자산	0	1	0	34
투자활동현금유출액	49	45	31	101
유형자산	24	14	13	33
무형자산	1	2	7	16
재무활동현금흐름	-0	0	-8	-1
재무활동현금유입액	0	6	72	10
단기차입부채	0	6	72	1
장기차입부채	0	0	0	0
재무활동현금유출액	0	3	77	7
단기차입부채	0	3	77	2
장기차입부채	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	0
현금변동	-8	-1	13	13
기초현금	10	2	1	13
기말현금	2	1	13	27

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	125	175	252	326
매출원가	53	76	104	136
매출총이익	72	98	148	190
판매비와관리비	64	95	134	144
영업이익	8	3	14	46
EBITDA	19	18	29	64
비영업손익	2	0	-1	4
이자수익	1	1	0	1
이자비용	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0
외환손익	0	-0	-0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0
기타비영업손익	1	-0	-2	3
세전계속사업이익	10	4	13	50
법인세비용	2	1	2	12
연결실체변동관련손익	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	3	11	39
지배주주순이익	8	3	10	37
비지배주주순이익	0	-0	1	1
기타포괄손익	-0	-1	-1	0
총포괄손익	8	2	10	39

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018F
주당지표 및 추가배수				
EPS	689	271	831	3,202
BPS	14,784	14,755	15,364	18,279
CFPS	1,517	971	4,064	-3,399
SPS	10,774	15,016	21,696	27,942
EBITDAPS	1,643	1,574	2,525	5,444
DPS (보통, 현금)	240	200	260	52
배당수익률 (보통, 현금)	1.9	2.2	2.3	0.2
배당성향 (보통, 현금)	34.8	73.6	31.3	1.6
PER	17.9	33.2	13.7	8.5
PBR	0.8	0.6	0.7	1.5
PCFR	8.1	9.3	2.8	-
PSR	1.1	0.6	0.5	1.0
EV/EBITDA	7.5	5.8	4.5	5.0
재무비율				
매출액증가율	0.0	39.4	44.5	29.3
영업이익증가율	0.0	-59.1	316.8	219.8
지배주주순이익증가율	0.0	-62.3	258.7	256.2
매출총이익률	57.6	56.3	58.8	58.2
영업이익률	6.7	2.0	5.7	14.1
EBITDA이익률	15.3	10.5	11.6	19.5
지배주주순이익률	6.4	1.7	4.3	11.8
ROA	7.4	1.5	5.6	17.9
ROE	9.3	1.8	5.5	19.1
ROIC	9.8	1.9	8.5	23.0
부채비율	33.1	35.0	60.0	6.3
차입금비율	0.0	1.6	3.3	2.1
순차입금비율	-1.3	1.1	-4.2	-10.5

Compliance Notice

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 홍종모)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

<기업분석 투자 의견 구분>

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 수익률이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 수익률이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 -10%이하의 수익률이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

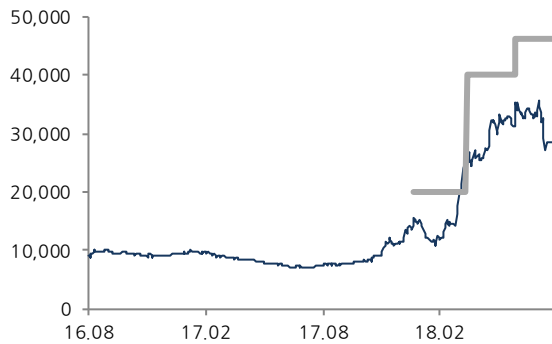
(기준일: 2018.09.30)

투자등급	금융투자상품의 비율
매수	100.0%
중립	0.0%
매도	0.0%
합계	100.0%

<산업분석 투자 의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

메가스터디교육 수정주가 추이 및 목표주가



Rating Change

괴리율 공시(%)

제시일자	목표주가	투자의견	평균주가	최고주가
2018.12.18	46,000	BUY	-	-
2018.08.29	46,000	BUY	-45.7	-33.6
2018.06.26	46,000	BUY	-30.2	-22.2
2018.04.11	40,000	BUY	-27.3	-16.8
2018.01.17	20,000	BUY	-26.2	25.8