

종목 정보

Not Rated

|               |                     |
|---------------|---------------------|
| 목표주가          | n/a                 |
| 현재주가          | 36,250원             |
| 시가총액          | 3,757.4억원           |
| 주식수 (유통주식 비중) | 10,365,216주 (56.6%) |
| 52주 최저/최고     | 34,150원/49,450원     |
| 60일-평균거래대금    | 13.9억원              |

수익률

|                     | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|---------------------|------|-------|-------|
| 메가스터디교육 (%)         | 1.5  | -21.5 | -21.8 |
| Kosdaq 지수 대비 (%pts) | -3.6 | 1.9   | -19.2 |

컨센서스

|          |        |
|----------|--------|
| 커버 증권사 수 | 2      |
| 목표주가     | 60,000 |
| 추천 점수    | 4.0    |

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트  
바로가기

# 메가스터디교육 (215200)

대입 개편 수혜, 오프라인과 메가패스가 주도한다

- 내신 등급제 도입 및 중요도 증가로 오프라인 브랜드 러셀, MEXX 유입 기대
- 수능 통합사회, 과학 도입 및 수학 선택 과목 폐지로 메가패스 점유율 확대 가능
- 전년 DPS 가정 시 '26년 연간 배당수익률 약 8.3%. '26E PER 4.1배(FnGuide)

## WHAT'S THE STORY?

**기업 개요:** 메가스터디교육은 유아·초등(엘리하이)부터 중등(엠베스트), 고등(메가스터디), 성인(김영편입 등)에 이르는 전 생애주기 교육 서비스를 영위하는 국내 대표 종합 교육 기업이다. 특히 고등교육 약 69%의 압도적 온라인 지배력과 오프라인 대형 거점 학원 (러셀 등)의 시너지를 바탕으로 안정적 현금 창출 능력을 기록하고 있다.

**내신 중요도 증가로 오프라인 외형 성장 견인:** '28학년도 대입 개편에 따라 내신 5등급제 도입 및 석차 등급 산출 과목 확대로 최상위 1등급 이탈 부담이 크게 증가했다. 또한 수시 선발 비중 확대와 정시에서도 학생부 반영 기초가 맞물리며 내신 관리의 중요성이 급격히 증가했다. 이에 동사의 자율 관리형 오프라인 브랜드 '러셀' 및 최대 4,000명 규모의 대치 프리미엄 브랜드 'MEXX(7월 론칭)' 유입 수혜가 가능하다.

**메가패스, 대입 개편에 따른 구조적 수혜:** 수능 통합사회·과학 도입으로 기존 '사탐런' 리스크가 해소되는 가운데, 과탐 3대장을 보유한 동사로 수강 수요가 집중될 가능성이 높다. 또한 수학 선택 과목 폐지로 검증된 통합 1타 강사 쏠림 현상이 심화될 것인데, 수학 현우진 강사를 보유한 동사의 메가패스 점유율 확대를 기대 가능하다

**높은 주주 환원율 및 밸류에이션 매력도:** 연간 1,000억원 이상의 건조한 FCF와 무차입에 가까운 순현금 재무 구조를 기반으로 '2024~26년 별도 순이익의 60%+ 주주 환원'가이드라인을 충실히 이행하고 있다. 전년도 DPS와 같다면 올해 연간 배당수익률은 약 8.3%에 달한다. 또한 '26년 컨센서스(FnGuide, 9/23) 기준 PER은 4.1배로 동사의 역대 P/E 밴드 최하단에 해당하며, 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도 역시 높다.

(다음 페이지에 계속)

## SUMMARY FINANCIAL DATA

|                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)            | 836   | 935   | 942   | 885   |
| 영업이익 (십억원)           | 135   | 127   | 124   | 121   |
| 순이익 (십억원)            | 100   | 96    | 50    | 93    |
| EPS (adj) (원)        | 8,734 | 8,006 | 3,991 | 7,903 |
| EPS (adj) growth (%) | 27.6  | -8.3  | -50.1 | 98.0  |
| EBITDA margin (%)    | 24.8  | 21.9  | 21.8  | 22.0  |
| ROE (%)              | 27.3  | 21.1  | 10.0  | 18.0  |
| P/E (adj) (배)        | 9.1   | 7.6   | 11.0  | 5.3   |
| P/B (배)              | 2.2   | 1.5   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA (배)        | 5.2   | 4.1   | 2.5   | 2.4   |
| Dividend yield (%)   | 2.6   | 3.3   | 3.4   | 7.1   |

자료: 메가스터디교육, 삼성증권

기업 개요

메가스터디교육은 2000년 온라인 강의로 출범한 영유아부터 초·중·고등학생, 대학 편입, 성인 취업에 이르기까지 전 생애주기를 아우르는 온·오프라인 종합 교육 기업이다. 2015년 4월 메가스터디(존속법인)에서 중고등 온오프라인 사업 부문을 인적분할하여 당해 5월 ‘메가스터디교육(KQ 215200)’으로 신규 상장했다. 이후 2017년에는 메가스터디로부터 편입 1위 플랫폼인 김영편입(현 아이비김영, KQ 339950)의 지분을 인수해 연결회사로 편입했으며, 2018년 초등 온라인 브랜드 ‘엘리하이’와 2023년 유아 브랜드 ‘엘리하이 키즈’를 차례로 론칭해 영유아부터 성인 교육까지 이어지는 밸류체인 수직 계열화를 구축했다.

주요 연결 자회사로는 대학편입 시장 점유율 1위 교육 플랫폼 ‘아이비김영(1H26 지분율 55.3%)’, 모의고사·문제지 및 학습 콘텐츠 개발사 ‘새이솔(70.0%)’, 연고채널·입시덕후 등 교육 전문 MCN ‘유니브(63.7%)’, AI 기반 에듀테크 ‘마이스(100%)’, 해외 시장 진출 목적 ‘WINNER STUDY (81.3%)’ 등이 있다. 연결 자회사 중 아이비김영의 매출액이 큰 편인데, 의대 증원 기대감 및 반도체 계약학과 등 인기 학과 확산에 따른 편입 수요 증가에 힘입어 매출과 이익에서의 꾸준한 성장세를 이어가고 있다.

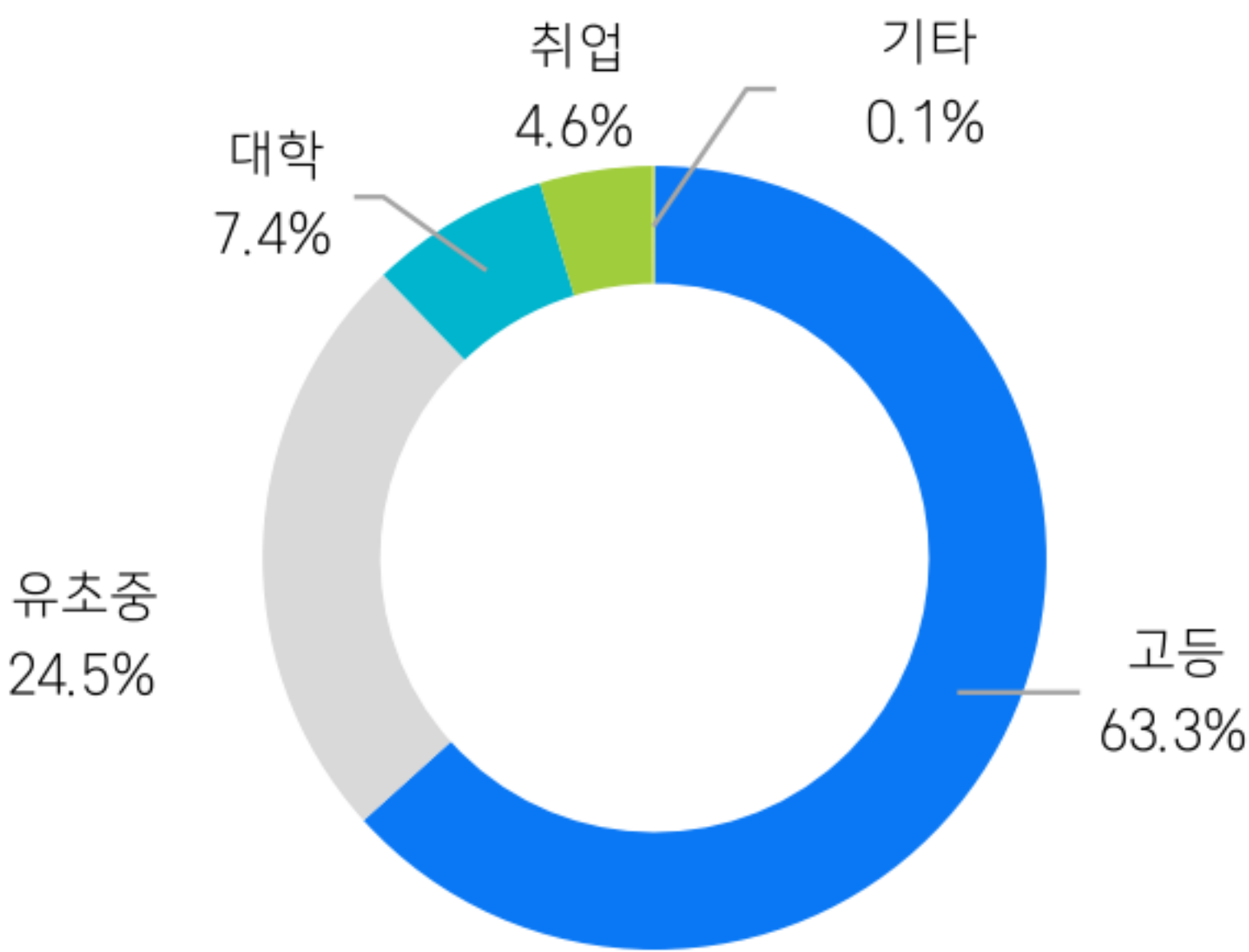
한편 동사는 존속 법인인 메가스터디(072870)와는 분리된 독립 경영 체제를 구축하고 있다. 존속 법인 메가스터디는 투자, 출판, 급식, 골프(메가비엠씨·엠에스레저), 전문직 교육(메가엠디) 등의 사업을 영위하고 있으며, 현재 메가스터디교육의 지분은 6.9%만 단순 보유하고 있다. 동사는 교재 인쇄나 직영 학원 급식을 존속법인에 위탁하는 정상적 거래 관계만 유지하고 있다. 경영권은 손성은 대표이사의 단독 책임 경영 체제로 운영되고 있으며, 손주는 이사회 의장은 비상근 자문 역할을 수행한다.

주요 사업 내용

| 사업 부문    | 주요 상표등                          | 1H26 매출액 (십억원) | 2025 매출액 (십억원) |
|----------|---------------------------------|----------------|----------------|
| 고등사업 부문  | 메가스터디, 메가스터디학원, 러셀학원 등          | 279.4          | 553.8          |
| 유초중사업 부문 | 엠베스트, 엠베스트SE, 엘리하이, 엘리하이키즈      | 108.2          | 209.1          |
| 대학사업 부문  | 김영편입, 미대편입창조, 브라운편입, 유니스터디, 김앤북 | 328.1          | 82.6           |
| 취업사업 부문  | MBC아카데미뷰티학원, 김영평생교육원 등          | 20.3           | 38.2           |
| 기타사업 부문  | 온오프 등                           | 0.6            | 1.2            |
| 합계       |                                 | 441.3          | 884.9          |

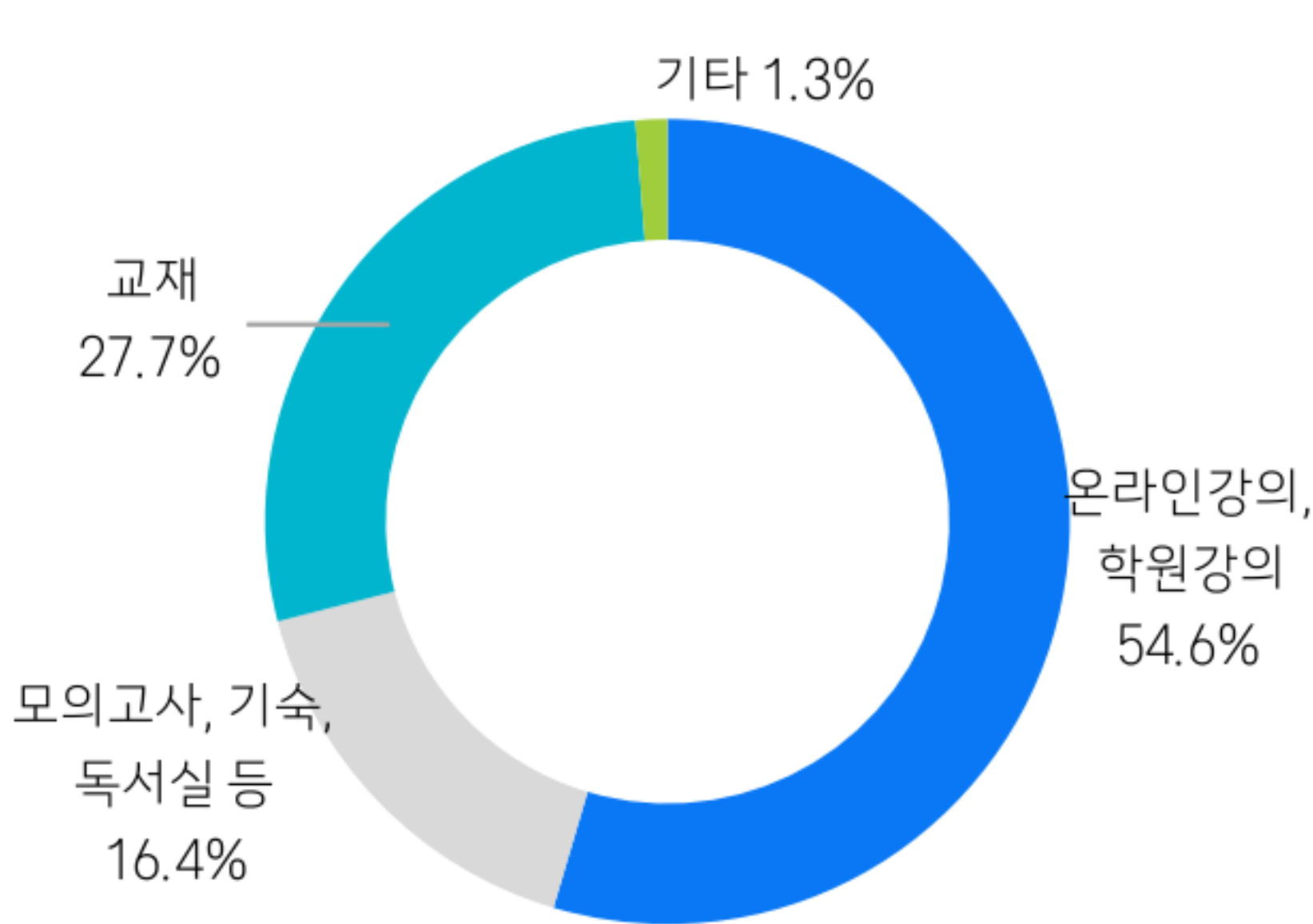
자료: 메가스터디교육, 삼성증권

1H26 부문별 매출액 비중



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

1H26 고등사업 부문 매출 세부 비중



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

주요 연결 자회사

| 회사명         | 지분율 (%) | 설명             | 1H26 매출액 (백만원) | 1H26 순이익 (백만원) |
|-------------|---------|----------------|----------------|----------------|
| 아이비김영       | 55.3    | 대학 편입 전문 플랫폼   | 52,517.8       | 2,802.2        |
| 새이솔         | 70.0    | 출판 및 학습 콘텐츠 개발 | 5,399.4        | -1,256.0       |
| 유니브         | 63.7    | 교육 전문 MCN      | 2,488.0        | -213.2         |
| 마이스         | 100.0   | AI 기반 에듀테크     | 581.0          | 63.1           |
| 메가워드        | 100.0   | 카페             | 293.1          | 0.4            |
| WINNERSTUDY | 81.3    | 해외 온라인 교육업     | 235.9          | -1,274.7       |

자료: 메가스터디교육, 삼성증권

주요 연혁

| 시기        | 주요 사건                          | 비고                                   |
|-----------|--------------------------------|--------------------------------------|
| 2000년 7월  | 메가스터디 법인 설립                    |                                      |
| 2000년 9월  | 고등부 온라인 강의 사이트 <메가스터디> 설립      |                                      |
| 2003년 5월  | 중등부 온라인 강의 사이트 <엠베스트> 오픈       |                                      |
| 2004년 11월 | 강북·서초 메가스터디학원 개원               |                                      |
| 2004년 12월 | 코스닥 상장                         |                                      |
| 2006년 12월 | 남양주 메가스터디 기숙학원 개원              | 메가스터디 최초 기숙학원 시장 진출                  |
| 2011년 6월  | <김영편입> 경영권 인수 및 계열사 편입         | 아이비김영 지분 45.6% (약 100억원)+ 메가엠디 12.4% |
| 2013년 7월  | 메가스터디 스마트러닝 앱 오픈               |                                      |
| 2014년 11월 | 메가스터디 러셀 대치학원 개원               | 최상위권 수준별 맞춤 단과 전문 학원                 |
| 2015년 4월  | 인적분할 및 <메가스터디교육> 신설            | 메가스터디(주) 법인에서 인적분할. 당해 5월 코스닥 상장     |
| 2016년 10월 | 전 과목 무제한 수강권 <메가패스> 출시         |                                      |
| 2017년 4월  | <김영편입> 지분 인수, 자회사 편입           | 메가스터디로부터 지분 인수, 현 아이비김영              |
| 2017년 12월 | 공무원시험 전문 자회사 <메가씨에스티> 설립       | 2018년 12월 흡수합병                       |
| 2018년 7월  | <새이솔> 지분 인수, 자회사 편입            | 출판 및 학습 콘텐츠 개발                       |
| 2018년 12월 | 초등 온라인 브랜드 <엘리하이> 론칭           |                                      |
| 2020년 8월  | 메가공무원 온라인 사이트 오픈               |                                      |
| 2020년 10월 | <아이비김영> 코스닥 상장                 | 코스닥, KQ 339950                       |
| 2022년 3월  | 공기업 취업 전문 브랜드 <메가공기업> 론칭       |                                      |
| 2022년 10월 | <에스티유니타스> 지분 인수 계약 체결          | 베인캐피탈로부터 지분 95.9% 계약 체결              |
| 2023년 7월  | 유아 스마트 학습 브랜드 <엘리하이 키즈> 론칭     |                                      |
| 2024년 3월  | 공정위, <에스티유니타스> 인수 불허           |                                      |
| 2024년 12월 | 공무원사업부문 영업 양도                  | <넥스트스터디>에 매각                         |
| 2025년 1월  | 태국 교육사업 본격 시동                  | 태국 수학 1타 강사 영입 등                     |
| 2025년 5월  | 대학 전공 인터넷 강의 서비스 <유니스터디> 영업 양수 |                                      |
| 2026년 7월  | 고등 최상위권 브랜드 MEXX 대치동 오픈        |                                      |

자료: 메가스터디교육, 삼성증권

2020년대 메가스터디교육의 실적 상승을 이끌었던 최대 변곡점으로는 메가패스와 코로나19가 유효했다. 2010년대 중반까지 온라인 교육 시장은 과목별 단과 강좌 (강좌당 약 10만원대)를 개별 결제하는 구조였는데, 후발 주자인 스카이에듀가 전 과목을 들을 수 있는 프리패스 상품을 앞세워 '16년 매출액 약 973억원(+41% YoY)을 달성하는 등 시장의 판도를 흔들었다. 이에 동사도 '17년 메가패스를 론칭하며 정면 승부에 나섰다.

동사는 기존 압도적 인기를 보유한 수학 현우진 강사에 더해, 국어 강민철·영어 조정식 등 스타 강사 라인업 자체 육성에 성공했고, 또한 이투스에서 과학탐구 3대장 배기범(물리), 백호(생명과학), 오지훈(지구과학) 강사를 '20년 말 영입하며 상당 과목에서 1타 수준의 빈틈없는 라인업을 완성했다. 경쟁사들이 특정 과목의 스타 강사 부재로 한계를 겪었지만, 메가패스는 수험생이라면 누구나 깔고 가야 하는 필수재로 인식되며 현재는 국내 고등 온라인 패스 시장 점유율 약 70%를 장악하고 있다.

또한 '20년 초 발발한 코로나19 팬데믹은 메가패스와 초·중등 온라인 시장 지배력을 단숨에 전국 단위로 고착시킨 결정적 촉매제로 작용했다. 정부의 고강도 사회적 거리두기와 집합금지 명령으로 전국의 대면 학원들이 일제히 문을 닫거나 영업에 제약이 있었는데, 자체적인 원격 강의 시스템이나 온라인 인프라를 구축할 자금력이 없던 동네 영세 학원들은 전면적인 수업 중단 상태에 빠진 것이다. 대면 사교육이 마비되자 학부모와 수험생들은 검증된 온라인 플랫폼인 메가스터디(고등), 엠베스트(중등), 엘리하이(초등)으로 대거 몰려들었다. 비록 코로나 시기 오프라인 학원 제약으로 재수종합반, 러셀 등은 제약이 있었지만 온라인 부문 수강생 폭증이 전사 실적을 견인했다. 중요한 점은 교육업 특성상 평판이나 후기에 의존할 수밖에 없는데, 팬데믹때 구축한 로열티는 엔데믹 이후에도 메가스터디를 선택하는 락인으로 작용하고 있다.

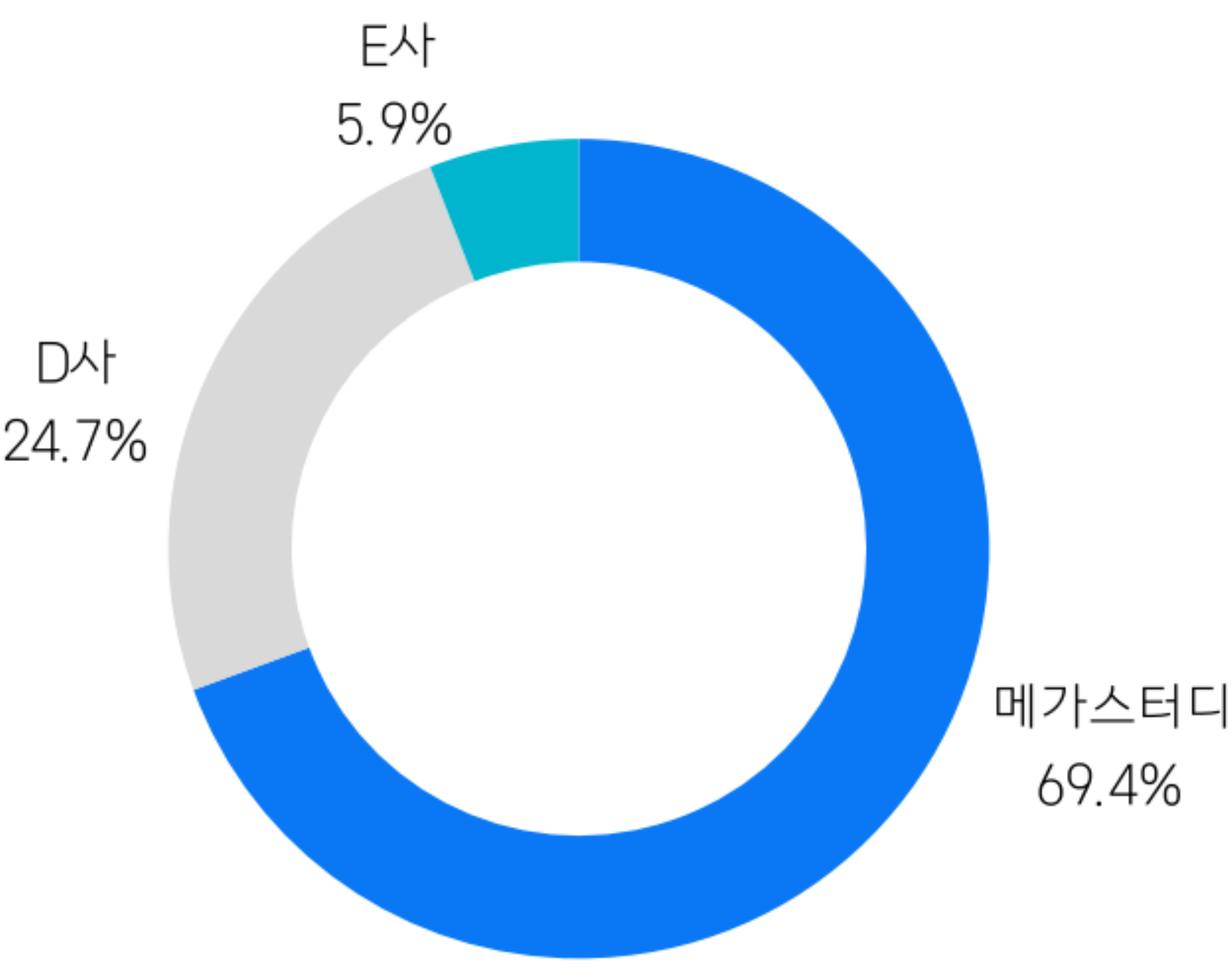
다만 '25년은 공무원 사업부 매각 및 전반적인 국내 사교육 시장이 둔화로 일시적 실적 하락이 불가피했다. 특히 공단기 인수 무산 이후 적자가 지속되던 공무원 사업을 '24년 12월 매각하면서 '25년 매출 감소 요인이 발생했다. 또한 2028학년도 대입 개편이 적용되는 첫 학년(당시 고1)이 입학한 해로, 제도 변화에 따른 불확실성으로 사교육 수요가 일시적으로 위축된 것으로 보인다. 추가로 사탐런 현상으로 일부 수요가 경쟁사로 이동한 영향도 존재했다. 다만 이는 구조적 수요 감소라기보다는 대입 제도 변화 과정에서 발생한 일시적 현상에 가깝다. 과거 입시제도 개편 사례를 고려하면 제도 도입 초기에는 사교육비가 감소하더라도, 오히려 새로운 입시 환경에 적응하는 과정에서 다시 증가하는 경향이 있다.

#### 메가스터디교육 – 주요 강사 라인업



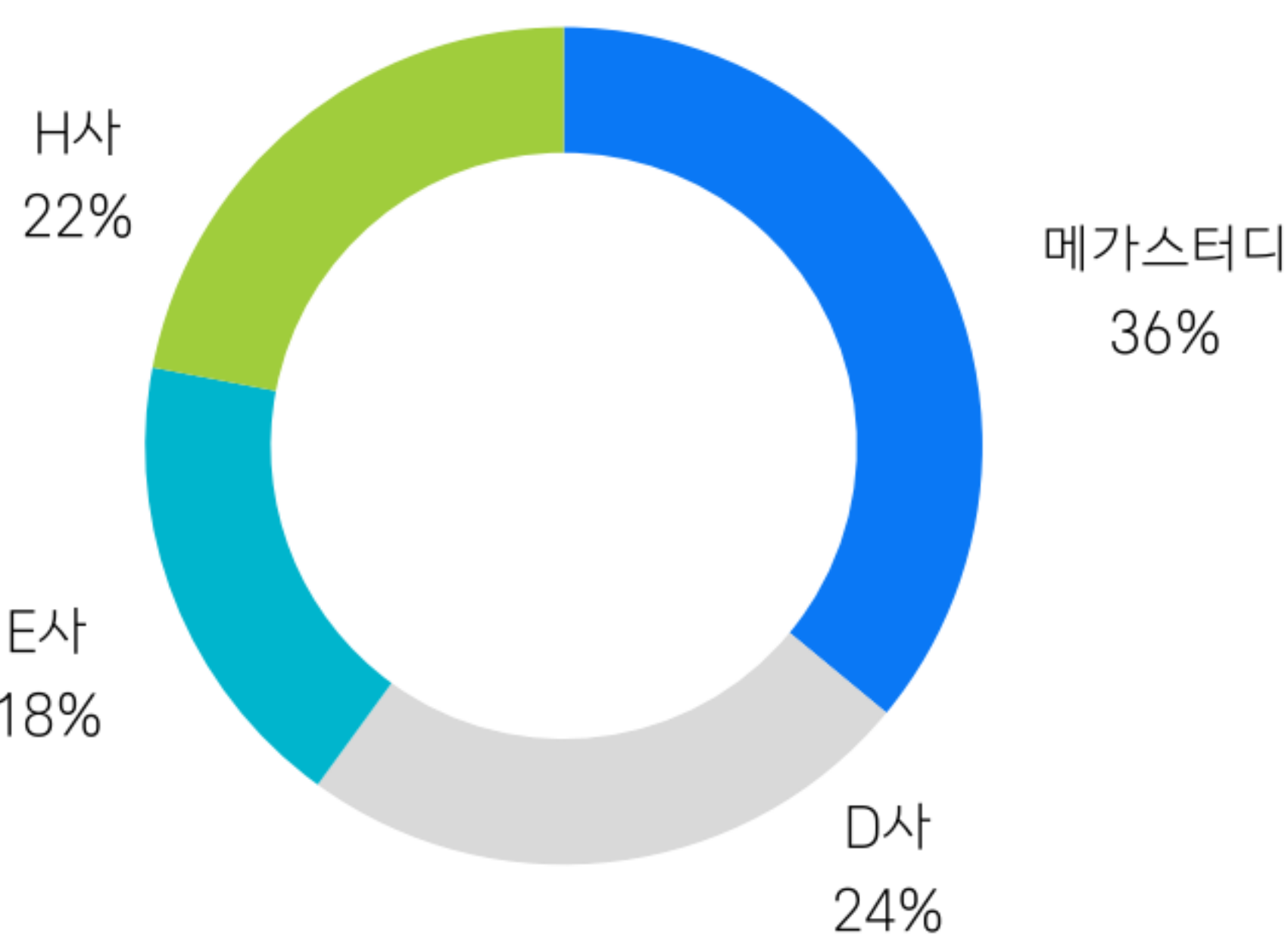
자료: 메가스터디교육, 삼성증권

메가패스 시장 점유율 추이



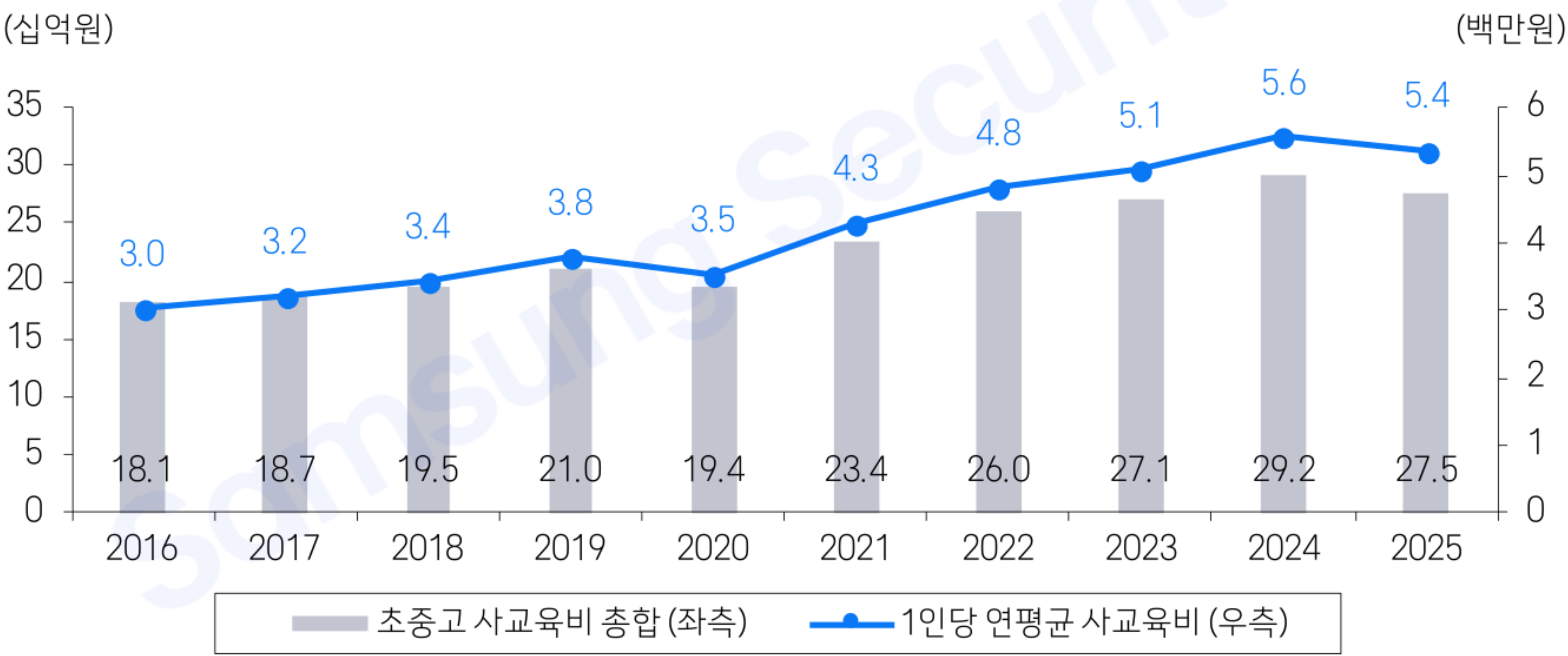
참고: '25년 매출액 기준; 메가스터디교육 자체 조사  
자료: 메가스터디교육, 삼성증권

메가스터디 오프라인 시장 점유율 추이



참고: Big4 기준, N수생 등록 인원 기준, 메가스터디교육 자체 조사  
자료: 메가스터디교육, 삼성증권

국내 초중고 사교육비 및 인당 연평균 사교육비 추이



자료: 통계청, 교육부, 삼성증권

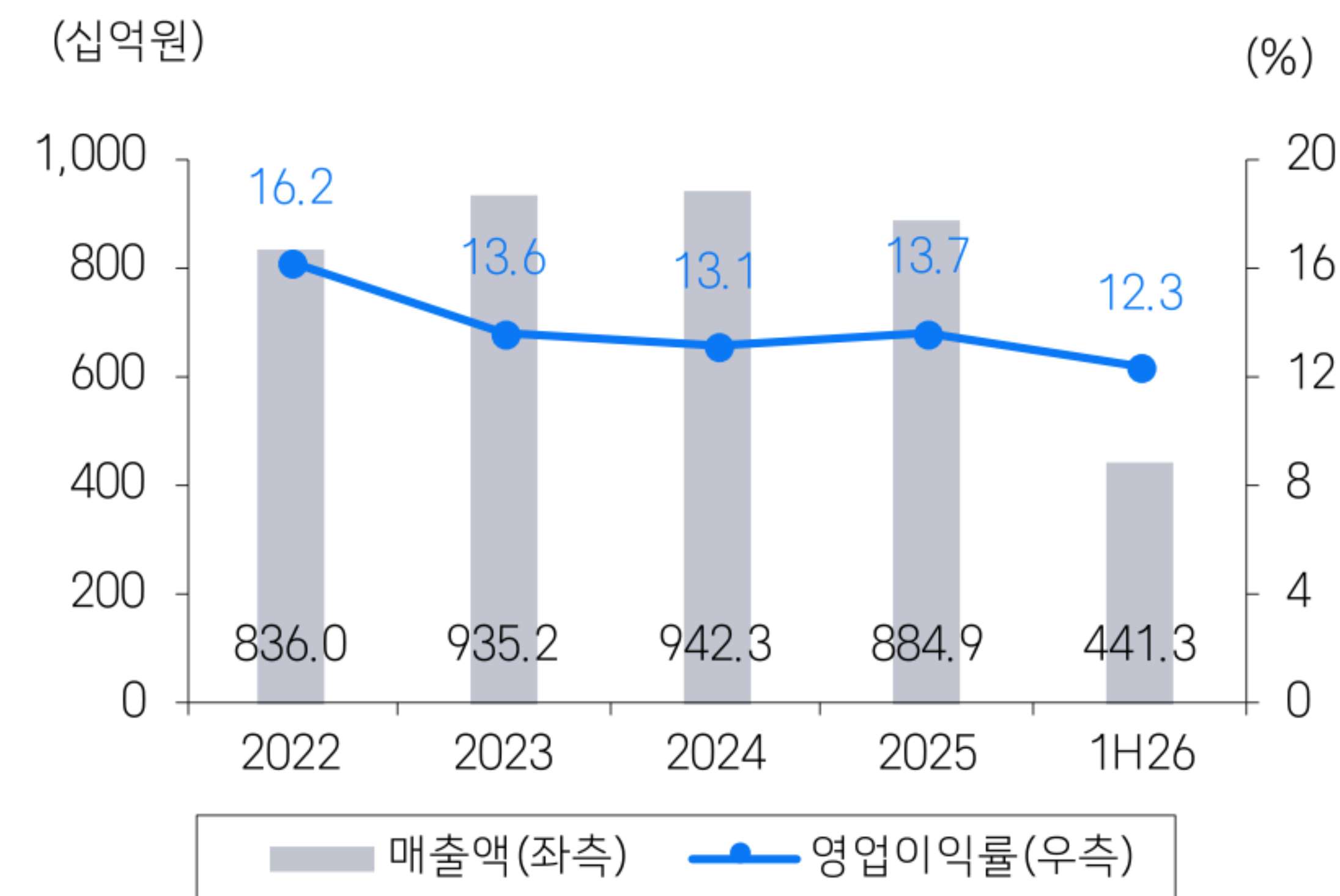
사업 동향

실적 추이

| (십억원)       | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24    | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26  | 2023  | 2024  | 2025  |
|-------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 249.4 | 214.4 | 256.0 | 222.4   | 237.7 | 201.0 | 249.7 | 196.6 | 236.5 | 204.7 | 935.2 | 942.3 | 884.9 |
| 유초중         | 59.7  | 50.7  | 52.2  | 58.2    | 57.7  | 49.6  | 51.5  | 50.3  | 57.9  | 50.3  | 223.0 | 220.8 | 209.1 |
| 고등          | 160.9 | 130.9 | 162.5 | 124.9   | 156.2 | 123.4 | 161.7 | 112.5 | 153.8 | 125.6 | 583.3 | 579.2 | 553.8 |
| 대학          | 13.8  | 18.6  | 26.6  | 24.6    | 14.5  | 16.5  | 26.0  | 25.7  | 14.2  | 18.6  | 70.6  | 83.6  | 82.6  |
| 취업          | 14.8  | 14.1  | 14.6  | 14.6    | 9.0   | 11.2  | 10.2  | 7.7   | 10.3  | 10.0  | 57.7  | 58.1  | 38.2  |
| 기타          | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.1     | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.6   | 0.5   | 1.2   |
| 매출총이익       | 134.8 | 126.3 | 147.3 | 125.2   | 130.2 | 119.7 | 141.0 | 110.9 | 128.7 | 119.4 | 527.1 | 533.5 | 501.8 |
| GPM (%)     | 54.1  | 58.9  | 57.5  | 56.3    | 54.8  | 59.5  | 56.5  | 56.4  | 54.4  | 58.3  | 56.4  | 56.6  | 56.7  |
| 영업이익        | 20.3  | 32.1  | 54.4  | 16.9    | 26.2  | 32.7  | 53.2  | 9.0   | 26.0  | 28.4  | 127.4 | 123.6 | 121.0 |
| OPM (%)     | 8.1   | 15.0  | 21.2  | 7.6     | 11.0  | 16.2  | 21.3  | 4.6   | 11.0  | 13.9  | 13.6  | 13.1  | 13.7  |
| 지배주주순이익     | 17.7  | 22.6  | 40.7  | -34.9   | 21.4  | 23.0  | 38.5  | 2.4   | 22.6  | 20.9  | 94.6  | 46.2  | 85.3  |
| YoY (%)     |       |       |       |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | 2.8   | -3.6  | -1.9  | 6.3     | -4.7  | -6.3  | -2.5  | -11.6 | -0.5  | 1.9   | 11.9  | 0.8   | -6.1  |
| 유초중         | -4.7  | -6.0  | -3.9  | 11.7    | -3.3  | -2.1  | -1.3  | -13.7 | 0.4   | 1.4   | 7.9   | -1.0  | -5.3  |
| 고등          | 4.7   | -5.6  | -4.1  | 2.8     | -2.9  | -5.7  | -0.5  | -9.9  | -1.5  | 1.8   | 14.9  | -0.7  | -4.4  |
| 대학          | 25.6  | 19.4  | 21.6  | 11.2    | 4.8   | -11.6 | -2.4  | 4.6   | -1.9  | 12.9  | 15.9  | 18.5  | -1.2  |
| 취업          | -2.4  | -0.3  | -3.0  | 9.7     | -39.0 | -20.3 | -29.8 | -47.1 | 14.1  | -10.9 | -3.7  | 0.8   | -34.2 |
| 기타          | -1.2  | -9.2  | -14.0 | -43.4   | 67.1  | 118.8 | 121.8 | 246.5 | 3.3   | -7.6  | -3.3  | -16.5 | 124.3 |
| 매출총이익       | 4.2   | -3.4  | -3.4  | 9.3     | -3.4  | -5.2  | -4.2  | -11.4 | -1.1  | -0.2  | 11.3  | 1.2   | -5.9  |
| GPM (% pts) | 0.7   | 0.1   | -0.9  | 1.6     | 0.7   | 0.6   | -1.0  | 0.1   | -0.4  | -1.2  | -0.3  | 0.3   | 0.1   |
| 영업이익        | -16.1 | -25.0 | -7.9  | 1,020.5 | 29.3  | 1.8   | -2.2  | -46.9 | -0.8  | -13.0 | -5.9  | -3.0  | -2.1  |
| OPM (% pts) | -1.8  | -4.3  | -1.4  | 6.9     | 2.9   | 1.3   | 0.1   | -3.0  | 0.0   | -2.4  | -2.6  | -0.5  | 0.6   |
| 지배주주순이익     | -15.2 | -29.4 | -4.3  | 적지      | 20.9  | 1.6   | -5.6  | 흑전    | 5.5   | -9.1  | -8.7  | -51.2 | 84.7  |

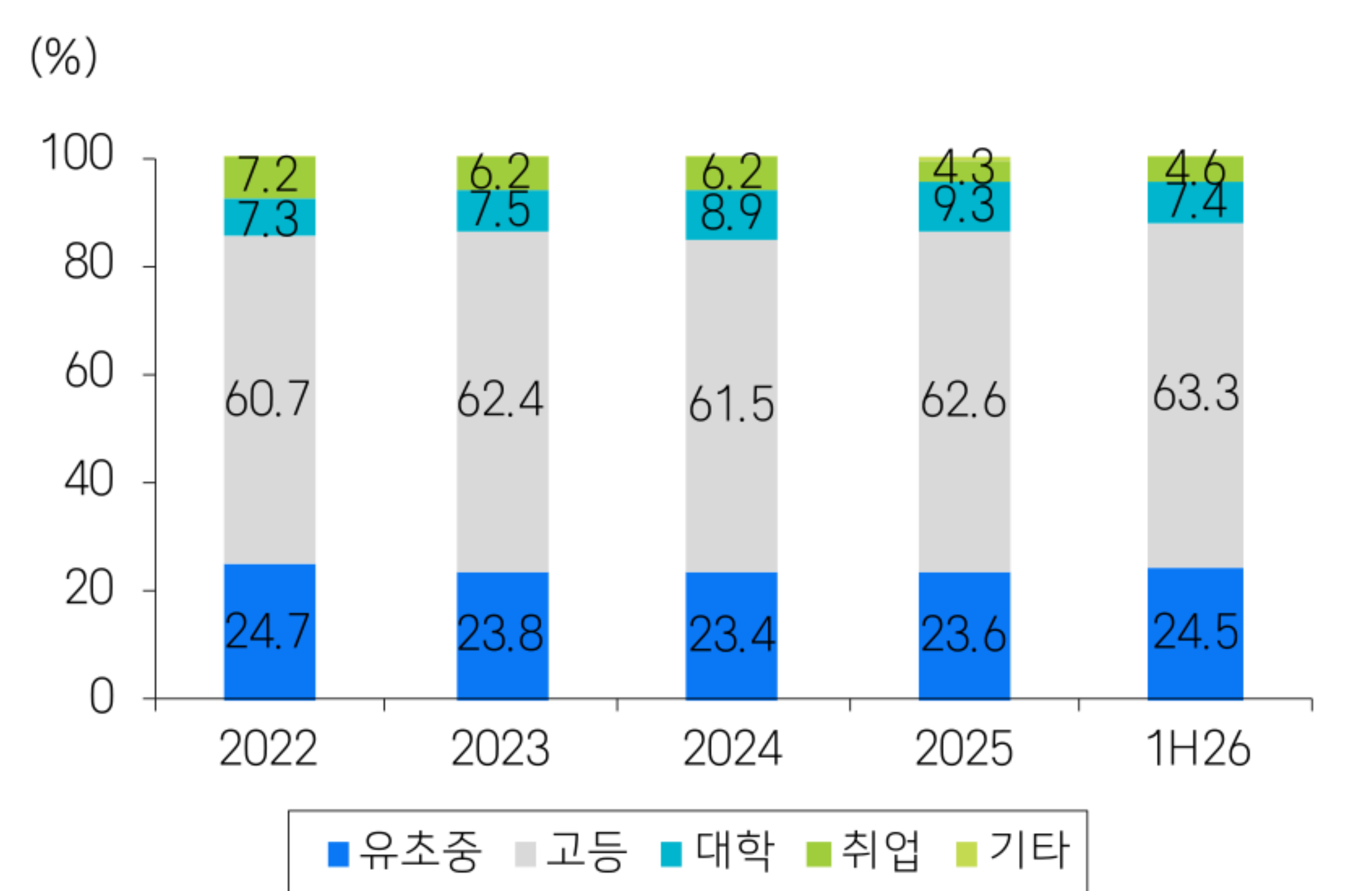
자료: 메가스터디교육, 삼성증권

연도별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

부문별 매출액 비중 추이



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

## 투자 포인트

### 1) 내신 중요도 증가로 오프라인 외형 성장 견인

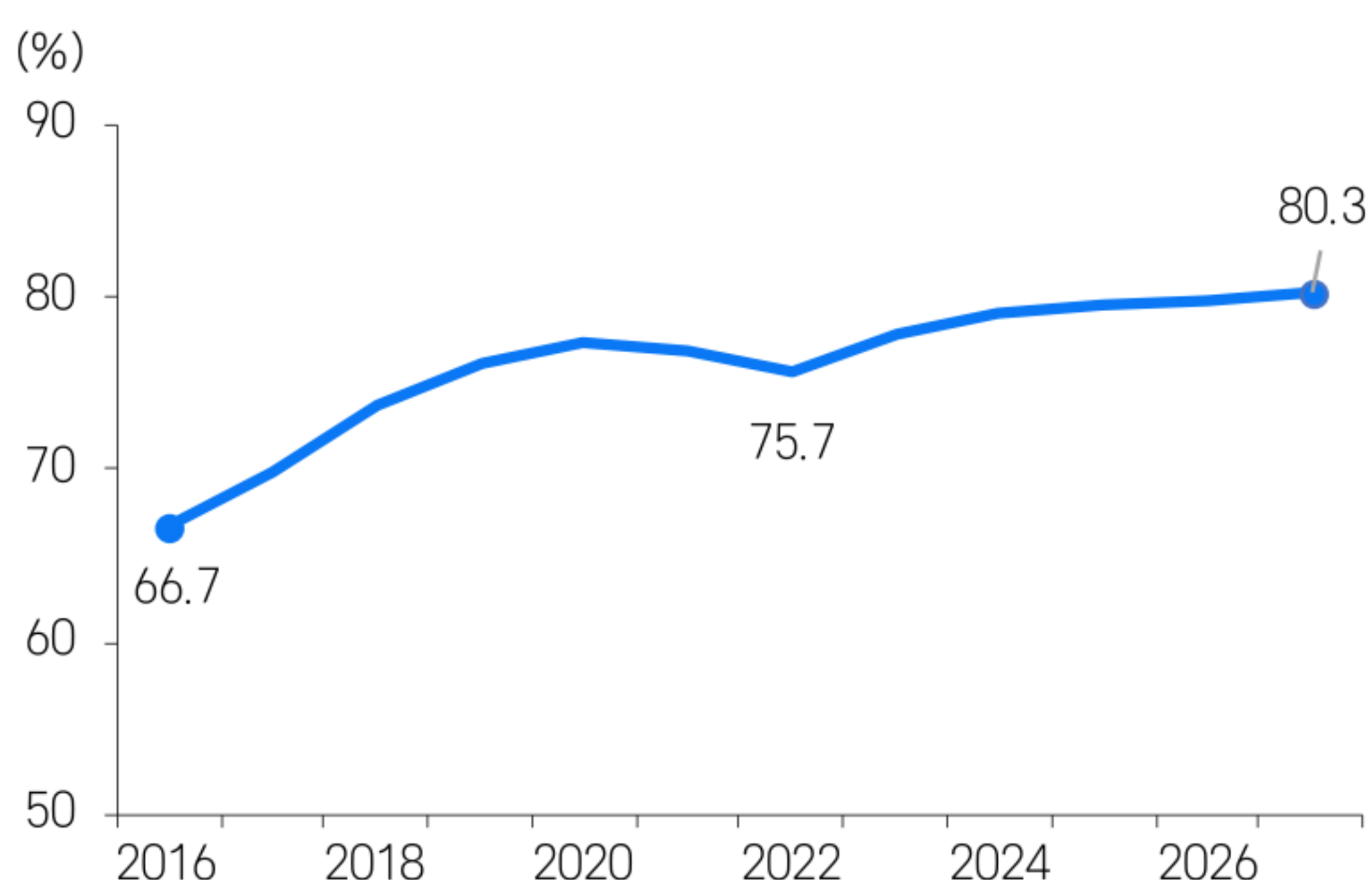
'28년 대입 개편에서는 기존 9등급제 (1등급 - 상위 4%)에서 5등급제 (1등급 - 상위 10%)로의 전환된다. '정시는 '28학년도부터 적용되며, 내신에서는 이미 고1·고2는 바뀐 등급제를 적용 받고 있다. 해당 개편에서 1등급 비율은 10%로 확대됐지만, 오히려 1등급 이탈에 대한 부담과 석차 등급 산출 과목 수가 증가함에 따라 내신 관리에 대한 학생들의 학습 부담은 오히려 가중될 수 있다.

또한 내신 중요성은 더욱 커져, '27학년도 기준 수시 모집 비율은 80%까지 확대됐다. 또한 '28학년도부터 정시에서도 학생부를 평가요소로 활용하는 대학이 확대됐는데 주요 16개 대학 중 기존 서울대, 고려대에 이어 '28학년도부터 추가로 9개 대학이 정시 학생부 반영 제도를 신설한다. 과거처럼 수능 올인 전략이 불가능해졌으며, 사실상 상위권 수험생들은 내신과 정시 모두 집중해야 하는 환경이 조성된 것이다

이러한 입시 패러다임 변화 속에서 동사의 자율형 오프라인 브랜드인 러셀의 경쟁력이 강점으로 부각될 수 있다. 동사의 오프라인 학원은 9개의 메가스터디학원 (재수종합학원 8개, 초중고 전문관 1개)와 21개의 메가스터디러셀 (러셀학원 + 러셀 기숙학원)으로 구성된다. 둘의 차이점은 메가스터디학원은 일정한 스케줄을 마치 고등학교처럼 그대로 따라야 하는 학원 주도의 종합학원이라면, 반면 러셀은 엄격한 생활 관리와 학습 분위기는 보장하지만 필요한 현장이나 인강 단과만 선택해 들을 수 있는 상위권 학생을 위한 자율 주도 학원이다. 러셀은 N수생의 수능 독학 관리도 전담하지만, 방과후 저녁과 주말에는 재학생들의 수요도 흡수하고 있다. 프리미엄 독서실 느낌의 '바자관(바른공부 자습관)'에서 메가스터디만의 학습 노하우와 자습을 위한 분위기를 제공하고, 최대한 공부에 집중하도록 스케줄을 관리해준다. 여기에 동사는 고등학교 1,2학년 내신 강사 및 온라인 강의도 보유해 바자관+강의 번들링이 가능한 구조이다.

또한 나아가 '26년 7월에는 대한민국 사교육의 심장부인 대치동 핵심지(한티역)에 대형 빌딩 2개 동을 일괄 임차하여 수용 인원 4,000명 규모의 대치동 전문 프리미엄 브랜드 'MEXX'를 전격 출범했다. 이는 시대인재(하이컨스)가 무섭게 장악하고 있는 대치동 오프라인 최상위권 시장을 정조준하는 침투 전략으로 보인다. 올해는 론칭 초기로 3분기부터 썸머스쿨 등 일부 매출만 반영되겠지만, 내년부터는 수능 대비 반 편성 및 인지도 확대 등에 따라 매출이 전부 반영될 수 있을 것이다.

### 연도별 수시모집 비율



자료: 교육부, 삼성증권

### 대치동 프리미엄 브랜드 MEXX



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

2) 온라인 메가패스, '2028학년도' 대입 개편에 따른 구조적 수혜

메가스터디교육의 '25년 고등 매출은 5,538억원으로 전년 동기 대비 4.4% 감소했다. 경기 둔화, 대입 제도 개편 과도기에 따른 사교육비 위축 영향도 있었지만, 최근 입시 제도에서 발생한 '사탐런' 현상도 매출에 영향을 끼쳤다. 문·이과 통합 수능 체제에서 메디컬 및 상위권 자연계열 학과들이 과탐 필수 응시 조건을 대거 폐지하자, 학습 분량이 방대하고 등급 확보가 까다로운 과학탐구 대신 상대적으로 부담이 적은 사회탐구 과목을 선택하는 수험생이 급증했다.

동사는 배기범(물리), 백호(생명과학), 오지훈(지구과학) 등 이른바 '과탐 3대장' 1타 강사진을 보유하고 있어 과탐 시장에서의 지배력은 절대적이다. 물론 이다지(역사) 이기상(지리) 등 사탐 영역에서도 스타 강사진을 보유하고 있지만, 사탐 영역은 세부 선택과목 수가 많아 수험생 트래픽이 분산되는 특성이 있다. 이에 사탐런 흐름 속에서 메가패스 점유율은 경쟁사로 일부 분산되었고 ('23년 71.2% → '25년 69.4%), 경쟁사 대비 고가를 유지하던 메가패스의 가격 프리미엄 역시 일시적으로 압박을 받았다.

그러나 2028학년도 대입 개편안은 동사의 고등 온라인 지배력을 다시 반등시킬 구조적 전환점이 될 수 있다. 2028학년도 수능 ('27년 11월)부터 문·이과 구분과 탐구영역 선택과목 제도가 완전히 폐지되며, 모든 수험생은 예외 없이 통합사회와 통합과학을 필수 공통으로 응시해야한다. 이에 따라 수험생들은 사회와 과학 강의를 선택 없이 모두 수강해야 하는 것이다. 또한 통합사회·과학 특성상 기존 과목별로 세분화된 선생님들이 팀을 꾸려 강의할 가능성이 높는데, 수험생 입장에서는 세부 과목별로 1타 강사진을 고르게 구축한 메가스터디가 흡수 효과를 누릴 가능성이 높다.

아울러 통합사회·과학은 고등학교 1학년 공통과정에 편성되어 있어, 1학년때 내신에서 학습 교과목을 3학년때 수능에서 다시 보게되는 구조이다. 이는 수능 대비 시점을 대폭 앞당기는 효과를 낳는데, 과거 고 3 진학 시점에 메가패스를 최초 구매하던 수험생들이 고1 내신 1등급 선점 및 수능 기초 확립을 위해 패스를 조기 결제하는 패턴이 정착되면서, 메가패스의 실질적인 과금 주기가 기존 1년에서 최대 3년으로 연장되는 효과를 기대할 수 있다.

또한 수능 수학에 영역에서도 선택과목이 폐지되고 공통 범위로 통일되는데, 모든 수험생들이 동일한 시험지로 점수 경쟁을 치르게 되면서 문·이과 구분 없는 전면전이 펼쳐지게 되는 것이고, 인문 계열 역시도 상위 등급 확보를 위해선 이과만큼의 학습 투자를 늘릴 수밖에 없다. 또한 선택과목에 대한 분산효과가 사라지고, 검증된 1등 강사 한명에게 집중하자는 쏠림 심리가 극대화될 수 있다. 독보적 수학 1타 현우진을 확보한 메가패스로 수험생 유입이 가속화될 것이며, 교재 및 콘텐츠 등 부가 매출도 기대 가능하다.

2028학년도 대학입시제도 개편안

| ~2027학년도 수능 (기존) |                                                                                                                                        | 2028학년도 수능~ (변경)               |
|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| 국어               | 공통: 독서, 문학<br>선택 (택1): 화법과 작문, 언어와 매체                                                                                                  | 공통 (화법과 언어, 독서와 작문, 문학)        |
| 수학               | 공통: 수학 1, 수학 2<br>선택 (택1): 확률과 통계, 미적분, 기하                                                                                             | 공통 (대수, 미적분1, 확률과 통계)          |
| 사회·과학            | 17과목 중 최대 택2<br>사회: 9과목 (한국지리, 세계지리, 세계사, 동아시아사<br>경제, 정치외 법, 사회문화, 생활과 윤리, 윤리와 사상)<br>과학: 8과목 (물리 1·2, 화학 1·2,<br>생명과학 1·2, 지구과학 1·2) | 사회: 공통 (통합사회)<br>과학: 공통 (통합과학) |

자료: 교육부, 삼성증권

### 3) 높은 주주 환원 및 밸류에이션 저평가

동사는 기업가치 제고 계획('25년 4월 발표)를 통해 1) 2024~26년 주주 환원율 60%+ 달성, 2) 중장기 총주주수익률(TSR) 30%라는 목표를 제시했다.

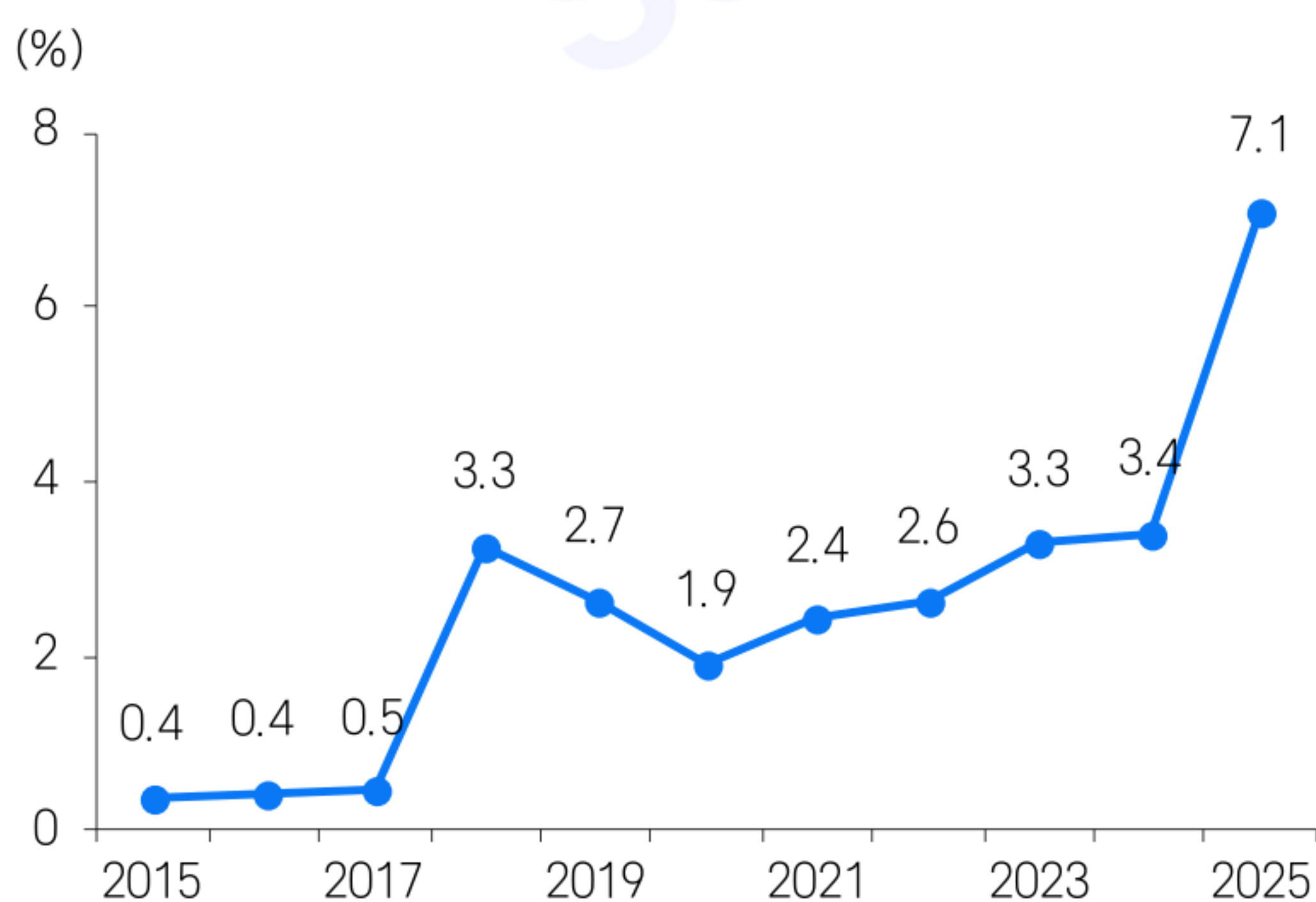
공시 이후 현금 배당과, 자사주 매입 및 소각을 유기적으로 병행하고 있다. 작년에는 현금배당 311억원('25년 말 기준 시가배당률 6.6%), 자사주 매입 및 소각 200억원을 집행하며 총 주주 환원 규모 약 511억원을 기록했다. 이는 별도기준 주주 환원율 약 65% 수준으로, 회사가 제시한 가이드라인을 상회하는 실적이다.

이러한 적극적인 주주 환원 구조는 올해에도 이어지고 있다. 올해 상반기에는 창사 이래 최초로 중간배당(103억원)을 지급했고, '7월에는 100억원 규모의 자사주 매입 신탁을 체결한 바 있다. 연간 1,000억원 이상의 견조한 잉여 현금흐름과 순현금 구조의 높은 재무 안정성을 감안하면, 올해 역시도 주주 환원율 60% 달성을 기대할 만하다.

최근 학령 인구 지속 감소, 교육 업황 둔화 우려로 주가는 큰 폭의 조정을 받았다. 현재 주가에서 컨센서스 (FnGuide) 기준 '26E PER은 약 4.1배 수준으로 역사적 밴드 최하단에 위치해 극심한 밸류에이션 저평가 국면에 위치해 있다. 또한 국내 고등교육 경쟁사 '26E PER 7.8배 대비로도 저렴하다. 다만 내년 이후로는 앞서 말한 '28학년도 대입 개편에 따른 온·오프라인 수혜가 기대된다는 점에서 동사의 실적 개선에 긍정적인 요인은 많이 남아 있다.

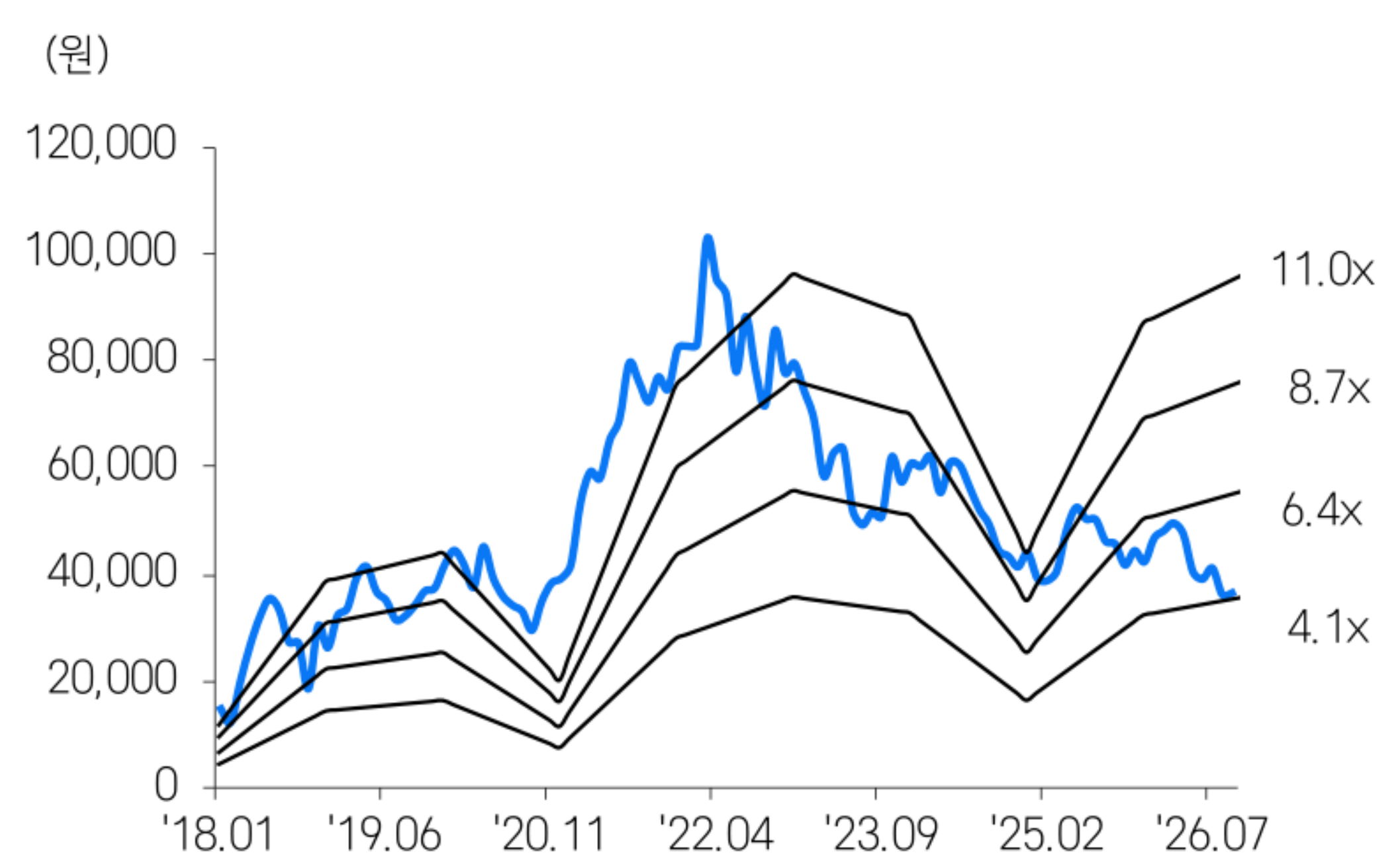
한편 전년과 동일한 DPS 3,000원을 가정할 경우, 현재일 주가 대비 연간 배당수익률은 약 8.3%으로 높은 수준이며 주가 하방을 강하게 지지할 요인으로 작용할 수 있다. 여기에 동사의 배당 정책은 조세특례제한법상 고배당 기업 요건 (배당 성향 40% 이상 or 배당 성향 25% 이상이면서 전년 대비 배당금 10% 이상 증가)에도 해당된다.

연도별 배당수익률



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

PER 밴드



자료: 메가스터디교육, 삼성증권

## 리스크 및 우려 요인

### 1) 학령 인구 감소 및 규제 리스크

시장에서 현재 국내 교육 기업에 밸류에이션 디스카운트를 부여하는 요인은 학령 인구 감소 및 정부 규제 리스크가 크게 작용한다. 학생 수는 지속 감소하고 있어 TAM 감소에 대한 우려도 있지만, 골드 키즈, 교육열 증가로 국내 총 사교육비 지출 규모는 평균적으로 상승하는 추세이다. 비록 '25년 경기 둔화 등 요인으로 전체 총 교육비는 일시적으로 감소했고, 메가스터디교육 역시 타격이 일부 있었지만 동사의 상반기 실적 및 선수수익(약 1,456억원)을 고려했을 때 올해 역성장 리스크는 높지 않다.

또한 교육 산업은 정책 기조에 따라 규제 강도가 급변하는 대표적 규제 산업인데, 킬러 문항 배제 지침 및 대형 학원가 합동 세무조사, 사교육 경감 대책 등은 교육 섹터 전반의 투자 심리를 냉각시키는 요인으로 작동한다. 다만 EBS 교재 연계 정책, 영어 절대평가 도입 등에 단기적 실적 정체는 있었으나, 오히려 이후 사교육 지출은 더욱 심화되었다. 입시 제도가 복잡해지고 불확실성이 커질수록 수험생과 학부모는 리스크를 회피하기 위해 지역 소규모 학원보다는 압도적 입시 데이터와 연구 인력, 체계적 시스템을 보유한 메이저 플랫폼을 선택할 가능성이 높다.

### 2) 핵심 강사 이탈 리스크

과거 과목별 단과 강의 중심 시절에서는 스타 강사의 이탈 충격이 회사 전체로 직결되었다. 실제로 2014년 당시 수학 1타였던 신승범 강사가 경쟁사로 이적했을 때 연간 약 200억원-300억원 규모의 단과 매출이 즉시 증발하며 전사 실적과 주가가 크게 흔들렸다. 그러나 '2017년 도입된 전 과목 이용권 메가패스 체제하에서는 특정 강사가 이탈하더라도 국어(강민철), 영어(조정식), 과학(배기범·백호·오지훈), 사회(이기상, 이다지) 등 다른 필수 과목 라인업을 수강하기 위해 메가패스는 유지할 가능성이 있다.

또한 신승범 강사 이탈 이후 즉시 현우진을 발굴했던 사례, 그리고 오프라인 러셀 학원에서 먼저 검증된 유망 강사를 온라인 1타로 데뷔시켰던 사례(러셀 대치 - 강민철, 조정식 등)는 강사 개인 의존도를 메가스터디가 시스템으로 완충한 예시를 보여준다. 또한 강사료는 전체 패스 결제액 내에서 강사의 수강 시간 지분율에 비례해 정산되는 구조인데, 메가스터디는 업계 최다 수강생을 보유하고 있고 매출 규모도 온라인에서는 압도적이라 굳이 타 경쟁사로 이동할 유인은 적은 것으로 보인다.

### 3) 신규 오프라인 학원 투자에 따른 고정비 부담 및 마진 희석

'26년 7월 대치동에 대형 빌딩 2개 동을 일괄 임차하여 출범한 대치동 전문 프리미엄 브랜드 'MEXX'는 수강생 4천명 규모의 대형 CAPA를 자랑하지만, 대규모 오프라인 출점이기에 임차료 및 인테리어, 신규 강사 영입, 직원 채용, 광고 선전비 등의 부담이 있을 수 있다.

또한 당연히 온라인 사업부 대비 오프라인의 영업이익률이 더 낮은 편이며, 만약 신규 오프라인 거점의 가동률이 목표치 대비 올라오지 않는 경우 고정비 영향으로 마진 희석이 나타날 수도 있다.

다만 MEXX 브랜드의 론칭에 맞춰 오픈한 7월 서머 코스의 경우 약 70~80%의 높은 좌석 점유율을 기록하며 첫 출시에도 높은 인기를 보이고 있는데, 마진율에 희석은 있어도 절대적인 매출 및 영업이익 숫자에는 상승이 있을 가능성이 있다.

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액              | 704   | 836   | 935   | 942   | 885   |
| 매출원가             | 316   | 362   | 408   | 409   | 383   |
| 매출총이익            | 387   | 474   | 527   | 534   | 502   |
| (매출총이익률, %)      | 55.0  | 56.7  | 56.4  | 56.6  | 56.7  |
| 판매 및 일반관리비       | 288   | 338   | 400   | 410   | 381   |
| 영업이익             | 99    | 135   | 127   | 124   | 121   |
| (영업이익률, %)       | 14.1  | 16.2  | 13.6  | 13.1  | 13.7  |
| 영업외손익            | 10    | -1    | -1    | -59   | -0    |
| 금융수익             | 12    | 6     | 5     | 10    | 11    |
| 금융비용             | 3     | 5     | 8     | 5     | 10    |
| 지분법손익            | -0    | -1    | -0    | -0    | 1     |
| 기타               | 1     | -1    | 3     | -63   | -2    |
| 세전이익             | 109   | 134   | 127   | 65    | 121   |
| 법인세              | 28    | 35    | 31    | 15    | 28    |
| (법인세율, %)        | 25.3  | 25.9  | 24.5  | 22.9  | 23.1  |
| 계속사업이익           | 82    | 100   | 96    | 50    | 93    |
| 중단사업이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 순이익              | 82    | 100   | 96    | 50    | 93    |
| (순이익률, %)        | 11.6  | 11.9  | 10.2  | 5.3   | 10.5  |
| 지배주주순이익          | 81    | 104   | 95    | 46    | 85    |
| 비지배주주순이익         | 0     | -4    | 1     | 4     | 8     |
| EBITDA           | 161   | 207   | 205   | 205   | 194   |
| (EBITDA 이익률, %)  | 22.8  | 24.8  | 21.9  | 21.8  | 22.0  |
| EPS (지배주주)       | 6,846 | 8,734 | 8,006 | 3,991 | 7,903 |
| EPS (연결기준)       | 6,878 | 8,393 | 8,106 | 4,336 | 8,613 |
| 수정 EPS (원)*      | 6,846 | 8,734 | 8,006 | 3,991 | 7,903 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동에서의 현금흐름     | 192  | 165  | 169  | 174  | 154  |
| 당기순이익            | 82   | 100  | 96   | 50   | 93   |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 89   | 116  | 122  | 166  | 113  |
| 유형자산 감가상각비       | 44   | 52   | 63   | 63   | 57   |
| 무형자산 상각비         | 17   | 20   | 15   | 19   | 16   |
| 기타               | 28   | 44   | 44   | 85   | 39   |
| 영업활동 자산부채 변동     | 26   | -16  | -2   | -12  | -23  |
| 투자활동에서의 현금흐름     | -107 | -242 | -104 | 12   | -68  |
| 유형자산 증감          | -27  | -89  | -55  | -12  | -16  |
| 장단기금융자산의 증감      | -1   | -3   | -1   | -17  | 7    |
| 기타               | -79  | -151 | -48  | 41   | -59  |
| 재무활동에서의 현금흐름     | -32  | -23  | -60  | -149 | -74  |
| 차입금의 증가(감소)      | 1    | 59   | -5   | -63  | 5    |
| 자본금의 증가(감소)      | -3   | 0    | 0    | 0    | -8   |
| 배당금              | -9   | -24  | -25  | -24  | -17  |
| 기타               | -21  | -58  | -30  | -62  | -54  |
| 현금증감             | 53   | -100 | 5    | 37   | 12   |
| 기초현금             | 59   | 112  | 12   | 17   | 54   |
| 기말현금             | 112  | 12   | 17   | 54   | 66   |
| Gross cash flow  | 171  | 215  | 218  | 216  | 206  |
| Free cash flow   | 165  | 76   | 113  | 159  | 138  |

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
\*\*\* P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 메가스터디교육, 삼성증권

재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산             | 261  | 135  | 235  | 215  | 253  |
| 현금 및 현금등가물       | 112  | 12   | 17   | 54   | 66   |
| 매출채권             | 43   | 50   | 56   | 51   | 43   |
| 재고자산             | 14   | 22   | 27   | 64   | 37   |
| 기타               | 92   | 51   | 135  | 46   | 106  |
| 비유동자산            | 463  | 769  | 720  | 663  | 644  |
| 투자자산             | 28   | 34   | 35   | 59   | 88   |
| 유형자산             | 188  | 277  | 295  | 284  | 274  |
| 무형자산             | 70   | 71   | 90   | 70   | 89   |
| 기타               | 178  | 387  | 300  | 251  | 193  |
| 자산총계             | 724  | 905  | 955  | 878  | 896  |
| 유동부채             | 318  | 406  | 407  | 370  | 328  |
| 매입채무             | 37   | 39   | 38   | 75   | 44   |
| 단기차입금            | 7    | 45   | 57   | 13   | 14   |
| 기타 유동부채          | 274  | 322  | 312  | 282  | 270  |
| 비유동부채            | 52   | 65   | 57   | 42   | 48   |
| 사채 및 장기차입금       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 기타 비유동부채         | 52   | 65   | 57   | 42   | 48   |
| 부채총계             | 370  | 471  | 464  | 412  | 376  |
| 지배주주지분           | 339  | 421  | 477  | 449  | 497  |
| 자본금              | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 자본잉여금            | 165  | 165  | 165  | 165  | 157  |
| 이익잉여금            | 168  | 251  | 308  | 317  | 356  |
| 기타               | 4    | 3    | 3    | -35  | -17  |
| 비지배주주지분          | 15   | 13   | 14   | 18   | 24   |
| 자본총계             | 354  | 434  | 491  | 467  | 521  |
| 순부채              | -32  | 126  | 117  | 1    | 6    |

재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준     | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%)        |        |        |        |        |        |
| 매출액            | 48.3   | 18.8   | 11.9   | 0.8    | -6.1   |
| 영업이익           | 201.7  | 36.7   | -5.9   | -3.0   | -2.1   |
| 순이익            | 288.4  | 22.1   | -3.8   | -47.6  | 85.3   |
| 수정 EPS**       | 276.9  | 27.6   | -8.3   | -50.1  | 98.0   |
| 주당지표           |        |        |        |        |        |
| EPS (지배주주)     | 6,846  | 8,734  | 8,006  | 3,991  | 7,903  |
| EPS (연결기준)     | 6,878  | 8,393  | 8,106  | 4,336  | 8,613  |
| 수정 EPS**       | 6,846  | 8,734  | 8,006  | 3,991  | 7,903  |
| BPS            | 28,762 | 35,711 | 41,260 | 41,718 | 48,011 |
| DPS (보통주)      | 2,000  | 2,100  | 2,000  | 1,500  | 3,000  |
| Valuations (배) |        |        |        |        |        |
| P/E***         | 12.0   | 9.1    | 7.6    | 11.0   | 5.3    |
| P/B***         | 2.9    | 2.2    | 1.5    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA      | 6.0    | 5.2    | 4.1    | 2.5    | 2.4    |
| 비율             |        |        |        |        |        |
| ROE (%)        | 26.8   | 27.3   | 21.1   | 10.0   | 18.0   |
| ROA (%)        | 12.8   | 12.2   | 10.3   | 5.5    | 10.5   |
| ROIC (%)       | 28.7   | 26.8   | 18.0   | 20.5   | 25.5   |
| 배당성향 (%)       | 29.0   | 23.9   | 24.5   | 35.0   | 36.4   |
| 배당수익률 (보통주, %) | 2.4    | 2.6    | 3.3    | 3.4    | 7.1    |
| 순부채비율 (%)      | -9.1   | 29.2   | 23.8   | 0.2    | 1.2    |
| 이자보상배율 (배)     | 37.3   | 39.7   | 21.9   | 29.0   | 31.5   |