입시, 그 끝없는 전쟁

치솟는 SKY캐슬의 인기와는 달리 교육주에 대한 관심은 낮은 상황
정시 비중의 상승과 EBS 연계율 하향 조정은 입시교육 기관에 긍정적
구조조정기에 살아남은 고등교육 관련주 추가 성장성을 확보한 교육주에 관심

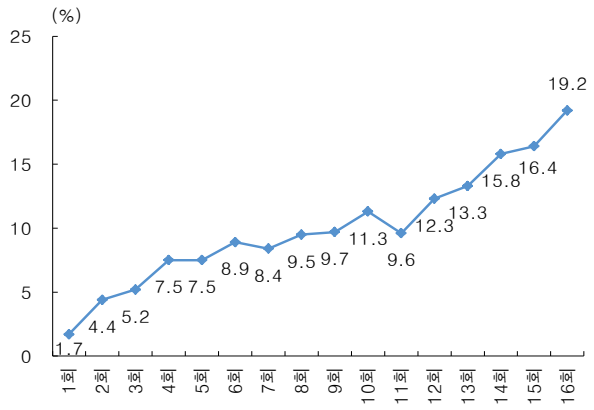
고공행진 중인 SKY캐슬의 시청률

국내 최상류층 부모들의 입시전쟁을 다룬 드라마 'SKY캐슬'이 회를 거듭할수록 화제가 되고 있다. 내용이 비현실적이라는 비판도 있지만 과장되었을 뿐이지 현실과 유사하다는 의견이 더 우세하다. 그리고 이를 증명하듯 첫 회 방영시 1.7%에 불과했던 시청률은 19%를 돌파했다. 'SKY캐슬'이 우리나라의 입시 전쟁을 다룬 첫 드라마는 아니다. 입시전쟁을 다룬 드라마들은 그동안 꾸준히 등장했고 매번 높은 시청률로 화제의 중심에 섰다. 07년 방송된 SBS '강남엄마 따라잡기'의 시청률은 17%대를 기록했고 12년 방영된 '아내의 자격'은 최고 시청률은 4%대에 불과했지만 이는 종편 드라마 사상 최고의 시청률이었다. 입시교육을 다룬 드라마들의 인기는 사교육과 입시문제에 대한 우리 사회의 높은 관심을 증명한다.

그러나 교육주에 대한 투자자들의 관심도는 낮아

입시문제에 대한 높은 사회적 관심과는 달리 상장 교육주들에 대한 관심이 제한적인 이유는 교육주에 대한 투자심리를 좌우하는 '학령인구수'와 '입시정책'에서 찾을 수 있다. 학령인구수가 꾸준히 감소했고 입시정책이 수시위주로 재편되자 수학능력시험(이하 수능)에 대한 집중도가 낮아지면서 교육주의 실적에 대한 눈높이도 동반 하락했기 때문이다.

[그림 1] 고공행진 중인 SKY캐슬의 시청률 추이



자료: JTBC, 닐슨코리아, 한국투자증권

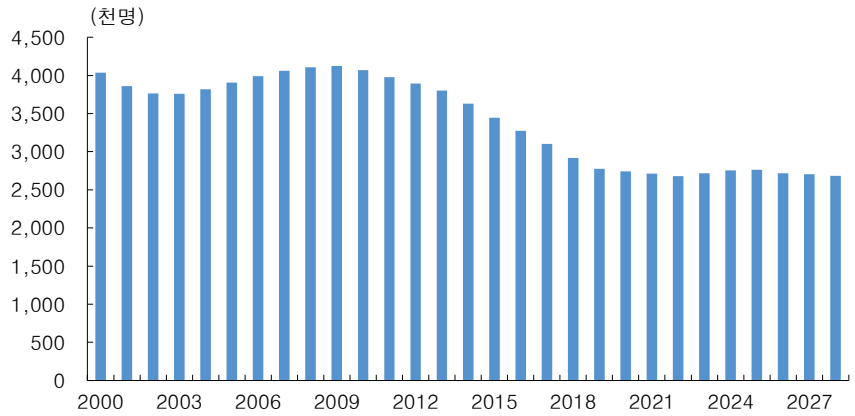
이나예
nylee@truefriend.com

2028년까지 270만명 수준에서 유지될 중·고교생수

향후 10년간
중·고교생수는
270만명에서 유지

00년대 초반에 1천만명 이상을 유지하던 학령인구(초·중·고교생수)는 꾸준히 감소해 10년 들어 9백만명대를 기록했으며 19년엔 8백만명에 턱걸이할 전망이다. 계속되고 있는 만혼(晩婚, 늦은 결혼)과 비혼(非婚, 결혼하지 않음)의 증가, 출산율 하락 현상은 앞으로도 학령인구가 반등할 가능성은 매우 낮다. 그러나 통계청의 인구추계 자료에 따르면 09년 이후 가파르게 진행된 학령인구의 감소세는 19년 이후 그 속도가 둔화될 것으로 예상되며 특히, 입시 시장과 관련된 중·고교생수는 19년부터 28년까지 270만명 수준에서 안정된 흐름을 보일 전망이다. 적어도 향후 10년간 입시교육시장의 수요자수는 유지되는 것이다.

[그림 2] 2000년 이후 중고등학교 학령인구 추이 및 전망



주: 중학교(12~14세), 고등학교(15~17세)로 추정
자료: 통계청, 한국투자증권

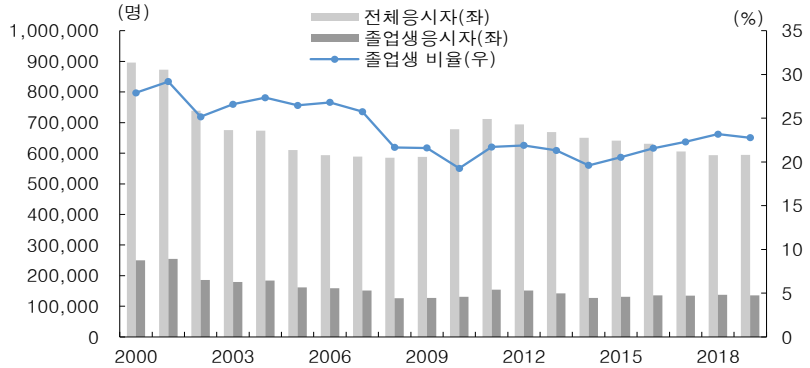
꾸준한 N수생은 입시교육시장의 유지 비결

지속적인 N수생 유입으로
정시 대비를 위한
교육 수요는 꾸준히 유지

우리나라 전체 수능시험 응시생의 20%는 흔히 N수생으로 불리는 졸업생이다. 대입 전형에서 수시 비중이 꾸준히 늘면서 정시로 지원할 경우 좀 더 좋은 대학에 진학할 수 있다고 여기는 상위권 학생들이 N수를 선택하는 경향이 강해졌다. 내신에서 한 번이라도 실수하면 정시를 택하거나 이후, 재수를 택하는 경우도 많아졌다. 정시로 대학에 들어가는 문은 좁아지고 있는데 N수생의 정시 쏠림 현상마저 심화되며 경쟁강도가 높아지고 있다.

한국교육개발원에 따르면 18학년도 서울 4년제 일반대학의 신입생 중 N수생 비율은 36.9%를 기록하며 최고치를 경신했으며 실제로 수능에서 1등급을 받은 응시생의 40%는 N수생이다. 19학년도와 20학년도 입시 모두 수시모집 비중이 각각 76.2%, 77.3%로 더욱 늘어난 만큼 수능을 준비하려는 N수생은 더욱 늘어날 전망이며 이들은 올해도 입시교육시장으로 꾸준하게 유입될 전망이다.

[그림 3] 전체 수능 응시자 중 졸업생 응시자 비율 추이



자료: 통계청, 한국투자증권

입시정책, 교육주에 우호적인 방향으로 변화 예상

물론 학생수가 유지된다는 것만으로 교육주의 매력이 부활할 것으로 보는 건 아니다. 학령인구수가 급격하게 감소하는 동안 진행된 교육업계의 구조조정 과정 속에서 수익원을 다변화하거나 경쟁력 강화를 통해 살아남은 교육 기업들의 시장 과점체제가 점점 더 확고해지고 있다는 점에 주목한다. 더불어 입시정책이 교육주들에게 우호적인 방향으로 변화하고 있다는 점도 교육주에 대한 관심을 제고해야 하는 또 다른 이유다.

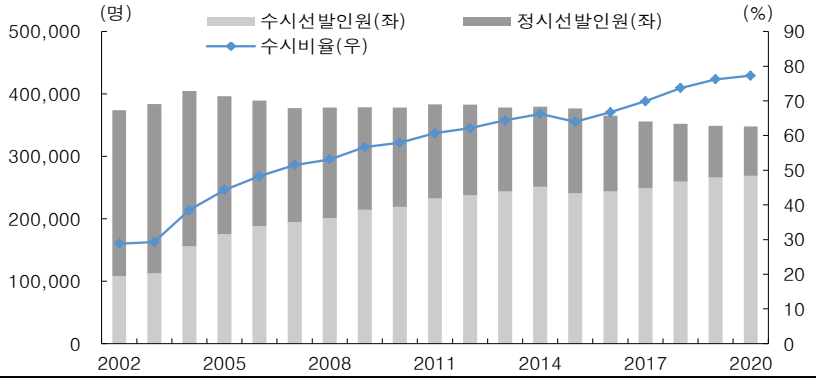
정시 선발 비중 상향 예상

입시정책이 수능 대비 입시교육기관에 긍정적인 흐름으로 변화하고 있다. 향후, 4년제 대학교의 신입생 모집 전형 중 정시선발 비중 상승, 수시선발 비중 하락이 예상되기 때문이다. 또한 수능 출제시 EBS 연계율을 축소하고 과목 특성에 맞춘 간접연계를 늘릴 전망이어서 수험생들의 수능 대비 학원강의 수요가 증가할 것으로 예상된다.

올해 시행될 2020학년도 대학입시의 수시모집 비중 77.3%로 사상 최고

수능이 학생들의 창의성을 막고 폐단을 일으킨다는 공감대가 확산되면서 96년에 처음 시행된 수시전형은 이후 매년 그 비중이 상승했다. 한국대학교육협의회에 따르면 올해 시행될 20학년도 대학입시에서 4년제 대학의 수시모집 비중은 77.3%(268,776명)로 19학년도의 76.2%(265,862명)보다 확대된다.

[그림 4] 2000년 이후 꾸준히 상승하고 있는 수능 수시전형 선발 비율



자료: 한국대학교육협의회, 한국투자증권

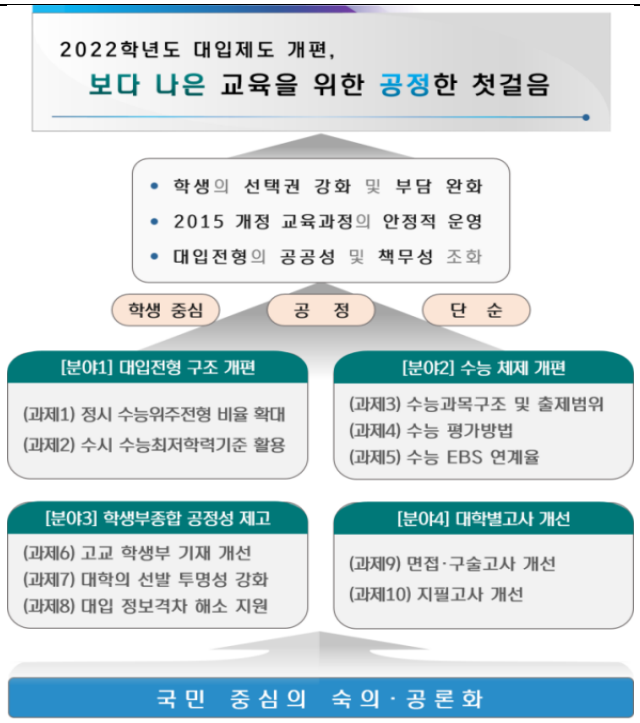
도입 취지와는 달리 '금수저 전형'이라는 비난을 받고 있는 수시

그러나 수시선발의 처음 도입 취지와는 맞지 않게 대표 전형인 학생부종합전형(이하 학종)은 '금수저 전형, 등골 주도 전형'등으로 불리며 비난을 받고 있다. 학종으로 신입생을 선발할 때, 대학에서는 교수와 입학사정관들이 자기소개서를 비롯한 학교생활기록부(수상경력, 창의적 체험 활동상황, 독서 활동상황, 교과학습 발달상황, 행동특성 및 종합의견), 교사 추천서 등을 바탕으로 지원 학생들을 '정성 평가'하기 때문이다. 이에 더해 학교생활기록부에 기록할 만한 활동들을 하기 위해선 부모의 경제력이 수반되어야 하고 내신 성적관리도 병행해야 하다 보니 '숙명여고 시험문제 유출사건' 등과 같은 내신 비리도 종종 발생하고 있다.

2021학년부터 수능위주 전형비중 확대

이에 따라 교육부는 《2022학년도 대학입학제도 개편방안 및 고교교육 혁신방안》을 통해 대입전형의 공정성과 투명성 강화를 추진하고 학생이 스스로 준비할 수 있도록 전형요소를 단순화하기로 결정했다. 2021학년도부터 수능위주 전형비율 즉, 정시 비중의 확대를 유도하기로 한 것이다. 특히, 수능위주전형의 비율이 30% 이상인 대학에 '고교교육 기여대학 지원사업'의 참여 자격을 부여하기로 결정해 수능위주 전형의 비율과 재정지원을 연계하도록 한 점, 수시에서의 수능최저학력기준 활용과 재정지원을 연계하기로 한 점 등은 추후 수능위주전형비율의 상승으로 이어져 수능의 중요도를 높일 전망이다.

[그림 5] 2022학년도 대학입학제도 개편방안



자료: 교육부

수능과 EBS의 연계율 하향 조정 예상

수능 출제시 EBS와의 연계율이 기존 70%에서 50%로 축소되고 과목 특성에 맞춘 간접연계가 늘어날 것이라는 점도 입시관련 교육주에 긍정적이다. 수능 대비에 중점을 두는 교육기관에 대한 강의 수요가 늘어날 수밖에 없기 때문이다. 수능과 EBS 연계제도는 학교 수업을 파행으로 이끈다는 비판과 학생들의 지문암기를 유도한다는 부작용으로부터 자유롭지 못했던 상황이다. 이번 EBS 교재와의 연계율 하향 조정 결정은 과목별 간접연계(EBS교재의 지문과 주제·요지가 유사한 지문을 다른 책에서 발췌하여 사용)율 상승으로 이어져 다양한 예문을 접해보고 풀이하는 연습이나 모의고사에 대한 수요 증가를 이끌 것이다.

<표 1> 대입제도 개편 비교표

구 분	'20학년도 이전	'21학년도	'22학년도 이후
수능위주전형 비율	대학 자율	수능위주전형 비율 확대 유도	수능위주전형 비율 30% 이상 재정지원과 연계 (학생부교과 30% 이상 대학은 자율)
수능최저학력 기준 활용	대학 자율 (선발방법 취지 고려)	대학 자율 (선발방법 취지 고려)	대학 자율 (선발방법 취지 고려)
수능 출제범위	국어 : 화법과작문, 독서와 문법, 문학 수학(가) : 미적분Ⅱ, 확률과 통계, 기하와벡터 수학(나) : 수학Ⅱ, 미적분Ⅰ, 확률과통계 영어 : 영어Ⅰ, 영어Ⅱ 한국사 : 한국사 탐구 : 계열 구분 * 사회 : 9과목 중 택2 * 과학 : 8과목 중 택2 * 직업 : 10과목 중 택2 제2외국어/한문 : 9과목 중 택1	국어 : 화법과작문, 독서, 문학, 언어 수학(가) : 수학Ⅰ, 확률과통계, 미적분 수학(나) : 수학Ⅰ, 수학Ⅱ, 확률과통계 영어 : 영어Ⅰ, 영어Ⅱ 한국사 : 한국사 탐구 : 계열 구분 * 사회 : 9과목 중 택2 * 과학 : 8과목 중 택2 * 직업 : 10과목 중 택2 제2외국어/한문 : 9과목 중 택1	국어(공통) : 독서, 문학 국어(선택) : 화법과작문, 언어와매체 중 택1 수학(공통) : 수학Ⅰ, 수학Ⅱ 수학(선택) : 확률과통계, 미적분, 기하 중 택1 영어 : 영어Ⅰ, 영어Ⅱ 한국사 : 한국사 탐구(일반) : 계열구분없이 택2 * 사회 : 9과목 * 과학 : 8과목 탐구(직업) : 성공적인직업생활 + 5과목 중 택1 제2외국어/한문 : 9과목 중 택1
수능 절대평가	영어, 한국사	영어, 한국사	영어, 한국사, 제2외국어/한문
수능 EBS 연계율	70% (영어 일부간접연계)	70% (영어 일부간접연계)	50% (간접연계 확대)
학생부 기재 개선	2019학년 고1부터 적용('22학년도 대입에 반영)		
자기소개서 개선	현행 서식	현행 서식	서식 간소화 및 개선
교사추천서 폐지	유지	유지	폐지
평가과정 투명화	다수 입학사정관 평가 권장 평가기준 공개 유도	다수 입학사정관 평가 권장 평가기준 공개 확대 유도	다수 입학사정관 평가 의무화 평가기준 공개 확대 유도 부정·비리 제재 근거법규정 신설
선발결과 공시	대학별 고교 유형별 합격자수 공시	대학별 고교 유형별 합격자수 공시	대학별 대입전형별 고교 유형·지역별 합격자수 공시
면접·구술고사	대학 자율	대학 자율 (최소화 유도)	대학 자율 (최소화 유도)
논술전형	단계적 폐지 유도	단계적 폐지 유도	단계적 폐지 유도
적성고사	대학 자율 (최소화 유도)	대학 자율 (최소화 유도)	폐지

자료: 교육부

교육기업의 생존 전략: M&A와 해외진출

M&A와 해외진출로 돌파구 찾은 교육주

입시교육산업의 구조조정기에 살아남은 기업들의 대표적인 성장전략은 M&A다. 특히, 스타강사 영입 및 수강료 인하 등을 통해 치열하게 경쟁한 온라인 입시전문기관들의 경우, 외형확보와 수익성 제고를 위해 동종기업간 M&A를 진행했고 학령인구감소에 대응하기 위해 고교생을 중심으로 모집하던 수강생을 초·중등학생 나아가 직장인까지 확대했다. 교육업의 특성상 대규모 투자가 발생하는 경우는 많지 않아 인지도가 높은 오프라인 학원을 운영하던 교육기관들은 그동안 쌓인 잉여현금을 통해 수월하게 M&A를 진행할 수 있었다. 해외시장 진출 역시 활발하게 진행 중이다. 다만, 해외시장 진출의 경우 시장 안착과 성과 확보에 상당한 시간이 소요되고 성과가 안 좋아 철수하는 사례도 종종 발생하는 등 기업별로 성과 차이가 확연한 상황이다.

<표 2> 대표 입시 관련 교육기업의 M&A 및 해외시장 진출 내용

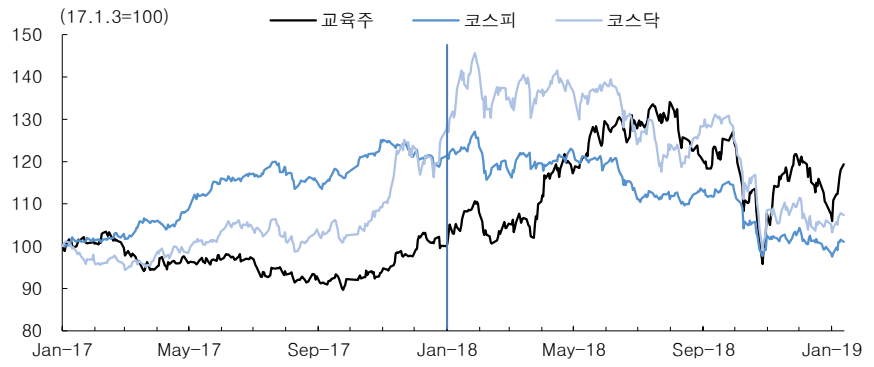
기업명	M&A 이력	해외시장 진출내용
메가스터디교육	파레토아카데미(2007, 의치학전문대학원 입시학원), 엠베스트(06, 초중등온라인), 하이탑(10, 대학편입학), 아이비김영(11, 대학 편입학)	없음
디지털대성	티치미(2011, 온라인강의), 비상에듀(2012, 고등온라인), 한우리열린교육(2015, 독서논술)	베트남 영어교육 시장 진출
청담러닝	씨엠에스에듀(2012, 영재 수학전문 교육기관)	베트남, 중국 영유아 영어교육 시장 진출, 에이프릴어학원 오픈
비상교육	ESL 에듀(2012, 디지털교과서), 와이즈캠프(2017, 초등온라인)	유아용 디지털 교육 콘텐츠로 중국, 동남아, 중동 시장 진출 계획
이투스교육 (구 청솔학원)	이투스(2009, 온라인교육), 유웨이중앙교육(2015, 문제은행), 족보닷컴(2016, 문제은행), 단비교육(2018, 유아 및 초등학생 교육관련 스타트업)	인도 공과대와 치의학대 입학시험 대비 온라인 교육시장 진출
씨엠에스에듀	없음	중국, 베트남 코딩(융합사고력)교육 시장 진출, 향후 미국과 중남미 시장 진출 계획

자료: 각 사, 한국투자증권

증시 약세 국면에서 빛을 발하는 교육주

배당 수익에 대한 기대와 여타 기업 대비 경기방어적 성향이 뚜렷한 교육주의 특성은 증시의 횡보 및 약세 국면에서 양호한 수익률로 이어진다. 실제로 18년 이후 지수의 약세국면에서 교육주들이 상대적으로 양호한 흐름을 보였음은 아래 [그림 6]를 통해서 확인할 수 있다.

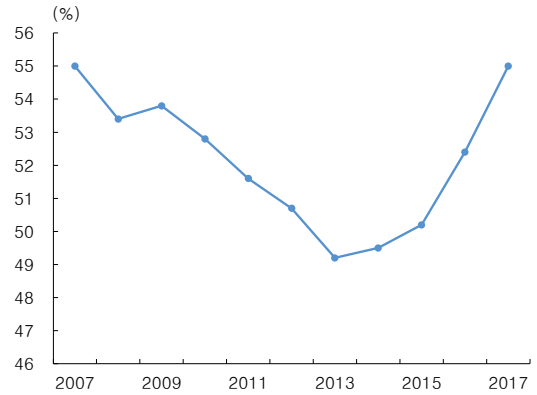
[그림 6] 17년 이후 교육주와 코스피, 코스닥 지수의 흐름



주: 교육주는 메가스터디교육, 디지털대성, 청담러닝, 씨엠에스에듀, 정상제이엘에스, 비상교육으로 구성
자료: Quantiwise, 한국투자증권

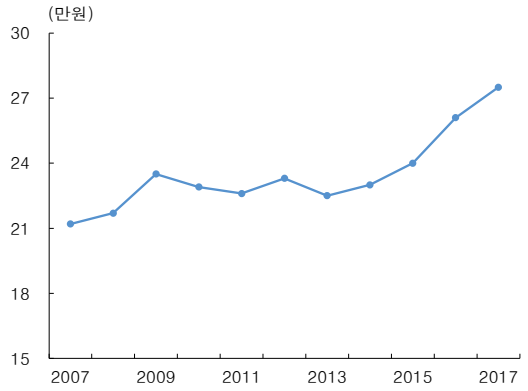
교육주의 경기방어적 성격은 사교육 참여율과 학생 1인당 월평균 사교육비 추이를 통해서 확인할 수 있다. 07년 이후 우리나라의 사교육 참여율 최저치는 49.2%(13년)였으며 17년엔 55%를 회복했다. 월평균 사교육비 추이는 09년 이후 약간의 횡보세를 겪었으나 13년 이후 우상향 추세를 지속 중이다.

[그림 7] 우리나라 초~고등학생의 사교육 참여율



자료: 통계청, 한국투자증권

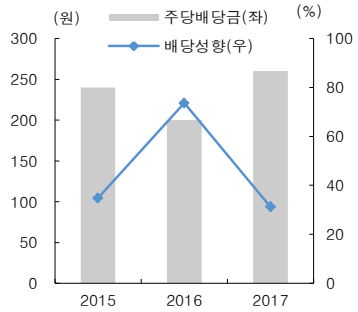
[그림 8] 우상향 중인 고등학생 월평균 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국투자증권

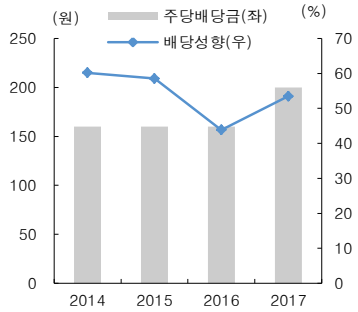
교육주의 또 다른 매력은 배당이다. 6개 대표 상장 교육기업들의 연간 주당배당금은 14년 이후 꾸준히 증가 또는 유지되는 모습을 보이고 있다.

[그림 9] 메가스터디교육



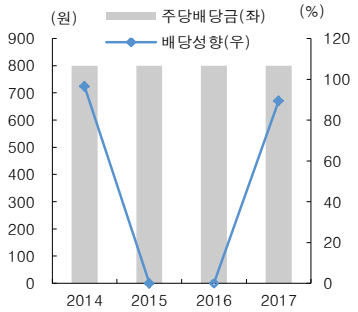
주: 2015년 메가스터디로부터 분할 설립
자료: 한국투자증권

[그림 10] 디지털대성



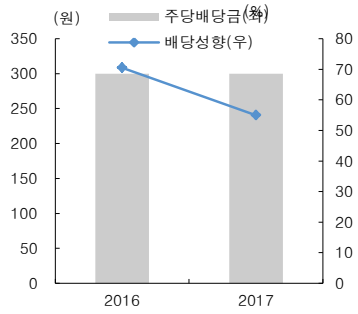
자료: 디지털대성, 한국투자증권

[그림 11] 청담러닝



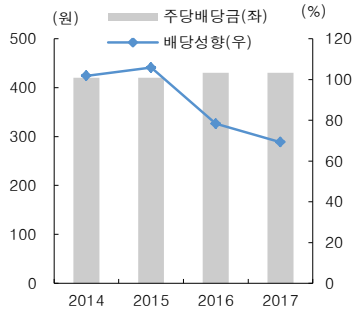
주: 2015, 2016년엔 지배주주순이익 적자상태에서 배당
자료: 청담러닝, 한국투자증권

[그림 12] 씨엠에스에듀



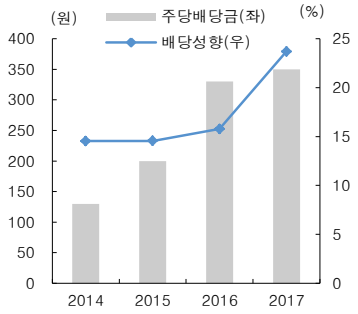
주: 2016년 상장
자료: 한국투자증권

[그림 13] 정상제이엘에스



자료: 정상제이엘에스, 한국투자증권

[그림 14] 비상교육



자료: 비상교육, 한국투자증권

통계청에서 발표한 사회조사결과에 따르면 우리사회의 기대교육 수준은 학생의 82.7%, 부모의 90.7%가 대학교(4년제) 이상인 것으로 나타났다. 대학 이상의 교육수준을 기대하는 이유로는 학생과 부모의 50.8%, 41.9%가 '좋은 직업을 갖기 위해서'라고 응답했다. 중고등학생 자녀를 둔 30~40대 부모의 교육비 부담 요인으로는 '학원비 등 보충 교육비'가 65.2%를 차지했다.

학부모들은 여전히 부담은 되지만 자녀가 좋은 직업을 선택할 수 있길 바라는 마음으로 사교육 시장에 참여하고 있으며 이는 살아남은 교육주들의 실적 성장으로 이어지고 있다. 시장이 부침을 겪는 국면에서 그 매력이 더욱 살아나는 것이 교육주임을 감안한다면 구조조정이 끝난 대입시장에서 입지를 공고히 한 고등교육 관련주와 M&A 및 해외진출을 통해 성장성 확보에 성공한 교육주들에 대한 관심을 기울여야 할 시점이다.

독보적인 1위. 메가스터디교육

정시비중 확대의 최대 수혜주는 메가스터디교육

메가스터디교육은 15년에 메가스터디에서 인적분할해 설립됐다. 17년 이후 편입학원과 IT교육업체를 인수하며 성인교육시장까지 발판을 넓혀 이젠 초등교육부터 성인교육까지 커버하고 있다. 그래도 여전히 전체 매출의 70%는 대입을 준비하는 수험생 대상의 온·오프라인 교육서비스로부터 발생한다. 오랫동안 쌓인 업력과 탄탄한 자금력을 기반으로 교육기업의 핵심경쟁력인 '스타 강사' 라인업을 주요 과목 전반에 걸쳐 구축했으며 오프라인 직영학원에서 실력을 인정받은 강사진을 온라인으로 영입하면서 자체적인 강사 생태계를 형성해가고 있다. 점진적인 정시비중의 확대가 수강생수의 증가로 이어질 전망이며 지난해 파격적인 가격으로 수강생 유입에 기여했던 메가패스(온라인 수강권)의 가격 인상(기본상품 기준 7% 인상)도 외형 성장에 기여할 것이다. 03년에 진출한 중등 온라인 교육시장에서 '엠베스트'를 필두로 1위를 유지하고 있으며 19년엔 지난해 말 론칭한 초등학생용 인터넷강의 플랫폼 '엘리하이'가 더해지며 전 사업부문에 걸친 고른 성장이 예상된다.

<표 3> 교육 관련주

(단위: 배)

종목코드	종목명	12MF PER	비 고
A215200	메가스터디교육	6.6	초·중·고교생 및 성인들을 대상으로 하는 교육 기업으로 수능을 준비하는 고등학생 및 N수생을 대상의 온라인 강의 및 오프라인 학원 운영이 전체 매출의 70%를 차지
A096240	청담러닝	8.7	외국어교육과 학원프랜차이즈를 주된 사업으로 영위. 베트남 영어교육시장에 진출해 재원생 수 1위를 기록한 바 있으며 2018년엔 중국 최대 국영 교육기업인 신난양의 자회사와 합작법인을 설립하며 진출 선언
A068930	디지털대성	9.2	수능을 준비하는 고등학생 및 N수생을 대상의 온라인 강의 및 오프라인 학원 운영이 전체 매출의 60%를 차지. 독서논술교육인 한우리열린교육과 수능대비 문제 출제 기업인 이감을 종속기업으로 보유
A225330	씨엠에스에듀	9.7	사고력 및 영재 수학 전문 학원으로 코딩 및 융합교육 전문 학원으로 세계적 확산세인 코딩교육을 국내시장에 도입해 시장을 선점, 직영점 수와 브랜드 인지력 측면에서 국내 1위를 기록
A040420	정상제이엘에스	13.7	전문 영어교육 프로그램 ACE, 조기유학/연수 프로그램 Vancouver, 어린이 전문 영어교육 프로그램인 CHESS 등을 보유한 프리미엄 영어학원
A100220	비상교육	29.6*	초중등, 고교 교과서 발행사업, 학습교재 출판, 학력평가, 컨설팅업을 주요 사업으로 영위

주: 1. 1월 15일 종가 기준
2. *은 18년 3분기까지의 실적을 반영한 TTM(Trailing Twelve Months)기준
자료: Quantiwise, 한국투자증권