

Chegg. this out! NOW!

0. Summary

1. What is Chegg?

- 기업 소개
- 성장 배경과 경쟁사 분석

2. Why did Chegg collapse?

- 동사 주가 분석
- 최근 주가 폭락의 배경

3. Clear-up misunderstandings

- 시장의 우려에 대한 반박

4. Academic: More room to grow

- 분업 문제없다. 미국 시장, 글로벌 시장 모두!
- Academic 구독 부문 매출 추정

5. Skills: The new growth engine

- 또 한번 찾아오는 동사의 비즈니스 전환! With Thinkful!
- Skill 부문 매출 추정

6. Potential & Risk

7. Valuation: EV/Revenue Method

<Earning Table>

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.9Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.9Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Net revenues	525,884	490,926	644,339	598,378	598,476	571,942	595,000	763,798	1,064,456	1,342,288	1,707,175	2,184,255
YoY (%)		28.0%	56.8%	50.8%	29.7%	13.6%	-5.2%	38.3%	39.4%	26.1%	27.2%	27.8%
Cost of revenues	79,396	92,182	205,417	71,384	60,705	67,102	53,868	253,080	384,605	487,572	631,711	807,724
Gross profit	341,088	318,744	438,921	526,994	537,770	504,840	541,131	510,718	679,847	854,716	1,075,464	1,376,531
(GPM%)	75.1%	77.6%	68.1%	88.1%	89.9%	88.3%	91.1%	66.9%	63.9%	63.2%	62.4%	62.6%
Operating expenses	247,308	300,927	382,168	130,215	103,000	104,478	126,337	444,031	567,067	699,027	865,390	1,074,771
Research and development	114,291	138,772	170,905	46,131	41,595	43,268	48,615	180,610	220,886	270,144	330,396	404,062
Sales and marketing	54,714	63,568	81,914	25,214	21,696	27,238	28,795	100,934	136,025	164,734	206,206	264,100
General and administrative	78,303	97,586	129,349	37,870	39,719	33,971	47,926	159,486	196,646	242,463	298,955	368,609
Operating expenses, ex feedback lobby									13,531	21,687	29,844	38,000
Income (loss) from operations	-6,220	17,817	56,763	76,779	34,770	361	14,777	66,687	112,780	155,689	210,074	301,760
(OPM%)	-7.8%	4.5%	8.8%	12.8%	5.8%	0.2%	2.5%	8.7%	14.8%	11.6%	12.3%	13.6%
Interest expense, net	-11,225	-44,951	-66,297	-1,929	-1,701	-1,633	-1,754	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017
Other income (expense), net	3,997	20,063	3,683	-7,208	1,320	8,670	3,295	-61,323	10,911	10,911	10,911	10,911
Income (loss) before provision for income taxes	-13,453	-6,971	-81	-62,358	34,369	7,398	18,318	-1,053	116,674	159,582	213,968	305,654
Provision for income taxes	1,430	2,634	5,160	2,821	2,235	747	1,507	7,300	15,184	18,033	24,178	34,539
Income tax rate (%)	-10.6%	-37.8%	-62.5%	-4.5%	6.4%	10.1%	8.2%	-441.7%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Net income	14,888	-9,605	-6,221	-65,179	32,664	8,831	16,811	-8,953	103,490	141,550	189,790	271,115

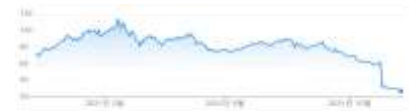
Rating

Buy

목표주가: \$ 43.50
 현재주가: \$ 27.12
 상승여력: 60 %

12M 추가추이

Market cap. \$ 3.88B



Balance sheet data

Equity \$ 610 M
 PBR 3.06 x
 ROE 0.03 %
 ROA 2.36 %

Earning data

PER 17.27 x
 12M EPS \$ 1.57
 당기순이익 -\$ 6.2 M
 영업이익 \$ 56.8 M
 영업이익률 8.8%
 EV/EBITDA 37.22 x

주요 주주

Baillie Gifford & Co. 12.79%
 The Vanguard Group, Inc. 8.45%
 Artisan Partners L.P. 5.55%

SMIC 1 팀

팀장 43 기 박성준
 팀원 43 기 신승연
 43 기 신희원
 44 기 이성규
 44 기 최정주

0. Summary

Chegg(이하 '동사')는 미국의 에듀테크(Education + Technology) 기업이다.

"Always put students first" 라는 모토를 중심으로 학생의 전 교육 여정을 통합하는 서비스를 제공하겠다는 일념으로 다양한 기업을 인수 합병하며 교과서 대여 업체에서 종합 온라인 교육 플랫폼으로 비즈니스를 확대하며 키워나가고 있다.

동사는 이러한 성장에 힘입어 2013년 뉴욕증권거래소에 1.3조원의 가치로 상장되었고, 2020년 코로나와 함께 온라인 교육 서비스에 대한 수요가 증가하며, 서비스 구독자 수와 매출의 높은 성장으로 주가 또한 약 4배(\$29 → \$113) 상승하였다. 그리고 월가 또한 동사의 비즈니스에 주목하며 주가를 잇달아 상향했다.

하지만 지난 11월 2일, 3분기 실적 발표 이후 순식간에 동사에 대한 시장의 평가는 반전되었다.

꾸준히 우상향하던 동사의 구독자 수가 3분기 QoQ 기준 -9.5%, 역사상 가장 큰 폭으로 감소했고, 동사가 제시한 4분기 가이드스 역시 충격적이었기 때문이다. 보통 4분기가 3분기에 비해 QoQ +18% 정도 성장하는데, 동사의 가이드스는 -2.1%로 제시되었다. **이에 따라 동사가 지속적으로 성장할 수 있는지에 대한 의심이 시작되었으며 동사의 주가는 하루만에 \$62에서 \$32로 폭락하였다.**

이러한 일련의 상황에서 우리는 의문을 가지게 되었다. 과연 이러한 시장의 우려는 타당한가? 동사의 성장이 정말 멈출까? 만약 동사의 성장이 계속된다면 지금 주가는 타당한가?

본 보고서에서는 동사의 펀더멘털에 대한 최근 시장의 우려를 점검하고, 특히 해외 시장을 공략함으로써 동사의 매출은 앞으로도 꾸준한 성장세를 보일 것이며, 직무교육 시장으로의 비즈니스 확장을 통해 미래의 성장동력 또한 확보했다는 것을 보일 것이다.

동사는 탄탄한 비즈니스 모델로 경쟁우위가 확실하며, 앞으로도 지속 성장할 것이다. 또한 최근의 이슈들로 인한 단기적인 주가의 폭락으로 높은 투자 매력도를 가지고 있다.

좋은 기업, 저렴한 가격. 바로 지금이 매수의 타이밍이다.

1. What is Chegg?

1.1. All about Chegg

Chegg History

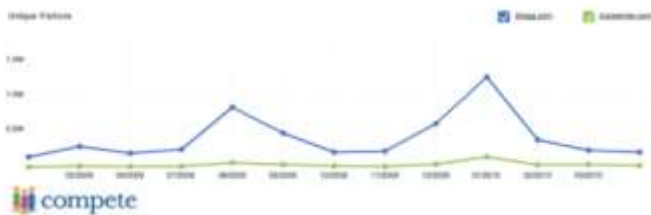
종합 온라인 교육
솔루션 기업
Chegg

동사는 미국의 대표적인 에듀테크 기업으로, *'Always put students first'* 라는 모토로 교과서 대여 업체에서 시작하여, 구독 기반의 온라인 튜터링 서비스로의 탈바꿈에 성공했고, 이에 나아가 직무 교육(HR) 시장으로 까지 사업을 확장하고 있다. 고등학생부터 취업 전까지의 학생을 타겟으로 교육 여정에 필요한 교육자원을 낮은 가격과 높은 품질로 제공하는 교육 솔루션 회사를 표방한다.

교과서 대여 비즈니스로 시작

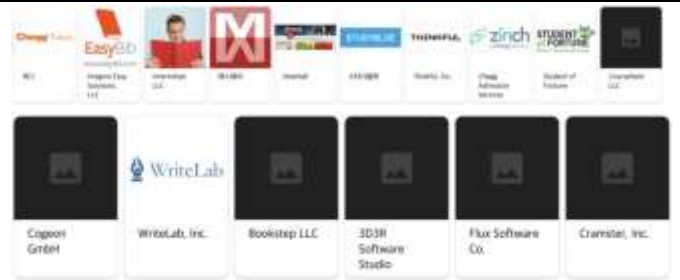
2005년, 교과서가 학생들에게 경제적으로 큰 부담이 되고있다는 문제의식에서 시작해 인터넷의 폭발적인 보급이 뒷받침되는 환경에서 학생들에게 Chegg 웹사이트를 통해 상대적으로 저렴한 가격에 교과서를 단기임대해주는 교과서 임대 모델에 집중해 폭발적인 이용자 수 증가를 이뤄냈다. (2009-2010 동안 웹사이트 트래픽 100% 성장)

그림 1-1. 경쟁사 10배의 트래픽 수치를 보이는 Chegg



출처: Compete, SMIC 1팀

그림 1-2. 동사가 인수합병한 다양한 기업들



출처: SMIC 1팀

온라인 교육 플랫폼으로 탈바꿈

2010년에는 Yahoo 의 임원이던 Dan Rosensweig가 CEO 로 영입되어 숙제 도우미 서비스(Cramster), 강좌 추천 서비스(Course Rank) 등의 회사를 인수합병하며 교과서 솔루션 제공, 1:1 온라인 튜터링 서비스 등을 제공하는 종합 온라인 교육 솔루션 회사로 변화했다. 그 이후 2013년 동사는 뉴욕 증권거래소에 \$1100m (한화 약 1.3조원)의 기업가치를 인정받으며 상장했다.

동사의 높은 성장에 주목한 시장

동사는 이러한 성공적 사업 확장을 통해 2016년부터 2021년 연도별 연평균 39%의 매출 성장률을 보였다. 특히2020년 Covid-19 의 영향으로 비대면 교육 강화 등의 영향으로 전년도에 비해 매출의 57%, 이용자 수의 69%라는 놀라운 성장을 보여주었는데, 이에 따라 시장의 높은 기대를 받으며 주가 또한 높게 상승했고, 베일리 기포드 등의 유명 자산 운용사의 투자 또한 이어졌다.



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

Chegg Business Model

동사가 제공하는 Product는 크게 **Chegg Services(교육 서비스)** 와 **Required Materials(전공 서적 대여 및 판매 서비스)**로 구성되어있다, 2020년 기준으로 연매출의 80%가 Chegg Services 부문, 20%가 Required Materials 부문에서 발생하고 있다.

Chegg Services

- Academic
- Skills

Chegg Services는 총 4가지 서비스로 구성되어있는데 **Chegg Study** (문제 풀이 및 Q&A 솔루션 제공), **Chegg Writing** (온라인 작문 서비스), **Chegg Math Solver** (수학 문제 풀이 서비스), **Thinkful** (In-demand Skill 직무 교육 서비스이자 플랫폼)이다. 여기서 앞 세가지 서비스는 **Academic**, Thinkful 플랫폼은 **Skills** 로 다시 나누어진다.

그림 1-5. 동사의 Business Model



출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

Academic

- 온라인 학습 구독 서비스

Academic의 세가지 서비스는 **고등학교, 대학교 유저들의 학업을 돕는 튜터링 서비스의 일종으로 구독료를 내고 이용할 수 있다.** 세가지를 한번에 번들로 묶은 Chegg Study Pack가 월 \$19.95의 구독료로 가장 큰 인기를 끌고 있는 상품이다. 개별 서비스로도 구독이 가능하지만 서비스의 가장 핵심이 되는 Chegg Study단일 구독의 경우가 월 \$14.95 이기때문에 대부분의 유저는 번들 팩을 이용한다. 현재 2020년 말 기준 구독서비스를 이

용하는 구독자 수는 약 **6.6 million** 으로 집계되었다.

Skills

- 실무 교육 플랫폼

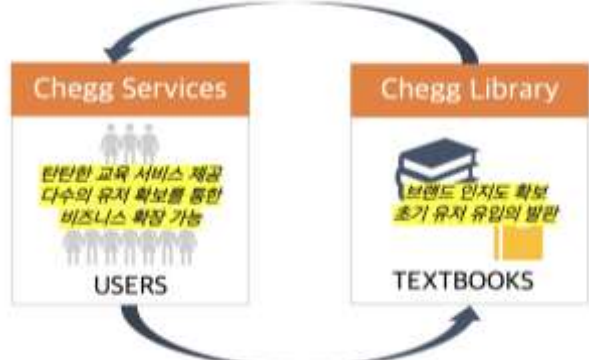
Skill부분의 **Thinkful**은 학업을 넘어선 **In-demand Skills 교육, 즉 실무 교육을** 제공하는 동사의 서비스로, 온라인 부트캠프 스타트업 **Thinkful**이 2019년 9월 동사에 인수되며 동사의 사업부로 편입되었다. 부트캠프란 IT 직군 취직에 필요한 지식을 단기간에 전달하는 것을 목표로 **현업에서 사용되는 지식 위주로** 집중적인 교육을 진행하는 서비스이다. **Thinkful**에서는 코딩, 데이터 과학, 데이터 분석, UX/UI 디자인, 디지털 마케팅 등의 IT의 대부분의 직군을 아우르는 직무교육을 진행한다.

현재 **Thinkful**에 대해 동사가 따로 매출을 발표하지는 않고 있지만 IT 직군에 대한 수요가 증가하고, **Bootcamp 시장이 성장함에 따라서 매출이 크게 성장**하고 있고, 이는 5장에서 자세히 다룰 예정이다.

Required Materials

-교과서 대여/판매

Required Materials의 경우에는 크게 **인쇄된 교과서(이하 교과서)와 eTextbook**로 나누어 지는데, 교과서의 경우 자체 라이브러리와 운송 업체와의 파트너십을 통해 학생들에게 판매/대여된다. eTextbook의 경우에는 Pearson, McGraw Hill, Sage Publications 및 John Wiley & Sons, Inc.를 포함하여 미국의 주요 교과서 출판사와의 협력을 통해 제공 중이다.

<p>그림 1-6. 주황색 박스 = CHEGG -> 강력한 바이럴</p>	<p>그림 1-7. Chegg 비즈니스 간 선순환 구조</p>
	

출처: Google, SMIC 1팀

출처: SMIC 1팀

동사의 높은 인지도를 만들었음

동사의 교과서 대여/판매 사업의 경우, 동사의 브랜드 컬러인 주황색의 박스를 통해 책을 배송해 **학생들 사이의 높은 인지도를 확보**하였고, 동사 서비스의 강력한 바이럴 수단으로 여전히 활용되고 있다.

유저(학생)들을 이용한 사업의 확장 = 사업간 시너지!

2020년 부터는 학생들로부터 직접 중고책을 매입하여 대여, 판매하는 **Chegg Library**서비스를 시작해 **Required Materials** 부문 사업을 확장했다. 는 기존 동사의 서비스를 이용하는 유저들을 통해 **대여 사업** 부문의 **비즈니스를 확장**한 사례에 해당한다. 이러한 사례를 통해 **Chegg Services(온라인 교육 서비스)와 Chegg Library는 이처럼 서로의 비즈니스를 통해 시너지 효과**를 내고 있다는 것을 알 수 있다.

1.2. Chegg, 높은 성장의 배경

Chegg의 압도적인 인지도

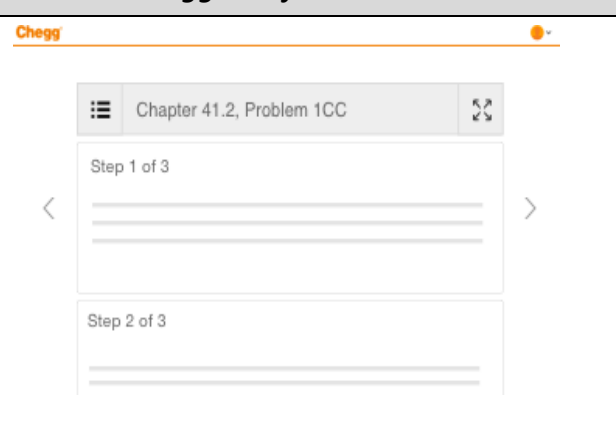
미국 학생들 사이에서 “Chegging하다”라는 말이 “Googling 하다”라는 말처럼 흔하게 사용되고, 실제 **87%**의 대학생이 Chegg에 대해 알고있을 정도로 동사의 서비스는 미국 시장에서 **높은 인지도**를 가지고 있다. 또한 같이 앞서 동사가 최근 꾸준히 구독자 수와 매출의 높은 성장을 보였다는 것을 밝혔다. 그렇다면 이러한 동사의 높은 성장은 어떠한 배경에서 가능했던 것일까?

우선 이러한 배경을 설명하기에 앞서 현재 동사의 매출의 대부분을 차지하고 있는 주력 사업인 Chegg Services 가 어떤 서비스를 제공하고 있는지 자세히 살펴보자. Chegg Services 를 한마디로 표현하면 ‘**학교 수업의 가장 완벽한 보완재**’ 라고 할 수 있다.

주력 서비스 Chegg Study

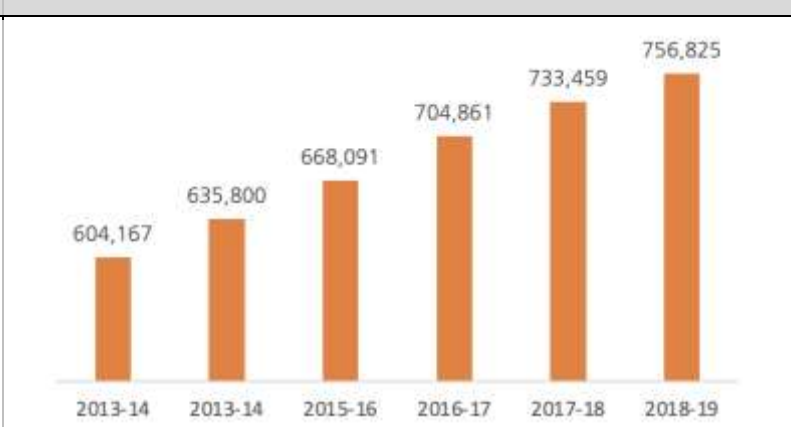
Chegg Services 는 기본적으로 구독 모델이며 Chegg Study, Chegg Writing, Chegg Math Slover 이 세가지의 번들로 이루어진 Chegg Study Pack이 가장 많이 이용되는 구독 모델이라는 것을 확인했다. 여기서 가장 기본이 되는 서비스가 **교과서 연습문제 솔루션과 1:1 질의응답 서비스를 제공하는 Chegg Study**이다.

그림 1-8. Chegg Study 의 단계별 Solution



출처: Chegg.com, SMIC 1팀

그림 1-9. 미국 2013-19 STEM 전공 졸업생 증가 추이



출처: Statista, SMIC 1팀

학생들에게 솔루션 이 필요한 이유

미국에서의 교과서, 특히 이학, 공학 계열의 교과서에는 일반적으로 **챕터당 수십개의 연습문제가 수록되어 있고, 일반적으로 과제, 시험에 주로 이 문제들이 출제된다.** 하지만 여기서 문제는 이러한 연습문제들의 해설(solution)은 물론이고, 해답(answer)조차 수록되어 있지 않다는 것이다. 따라서 수업을 따라가는데 이러한 이유로 많은 학생들이 어려움을 겪는 것이 현실이다.

그리고 이러한 학생 집단은 점점 커진다.

그리고 특히 전 산업군에서 IT 기술의 중요성이 증대되며, **STEM** 즉 과학 (Science), 기술 (Technology), 공학 (Engineering), 및 수학 (Mathematics)의 이학, 공학 계열의 **전공자에 대한 니즈 또한 증가하며 해당 전공을 이수하는 학생 또한 꾸준히 성장하고있다는 점**

또한 동사 서비스의 확산의 주요 배경 중 하나이다.

1:1 질의응답 서비스로 강력한 데이터 및 경쟁력 구축!

또한 교과서의 솔루션에서 그치지 않고, 학생들이 직접 문제를 업로드하고, 직접 Chegg에 소속된 전문가들이 답변을 남기는 Expert Q&A 서비스 또한 제공한다. 해당 서비스는 현재 인도에 800명 정도의 학사부터 박사까지의 이를 통해 직접 다양한 문제와 해설에 대한 자체 DB를 구축하고, 추후 학생들이 비슷한 문제를 업로드하면 찾아 해설을 추천해주는 기능까지 제공한다. 이는 앞으로 동사 서비스가 확장됨에 따라 비용을 절감 효과 또한 가져올 것이다.

새롭게 시작하는 Skill 부분의 사업까지!

여기서 그치지 않고 동사는 Thinkful 인수를 통해 다시 한번 비즈니스의 확장을 계획하고 있다. 이에 대해서는 5장에서 자세히 다루도록 한다. 이러한 끊임없는 발전을 통해 Academic 부분은 물론 Skill 분야에서의 실무 교육까지 커버하며 학생이 사회로 진출하기까지의 모든 학습 여정을 커버하고자 하는 목표를 이뤄나가고 있다.

1.3. 경쟁사 & 비교우위 분석

동사는 온라인 기반의 교육 서비스를 제공하는 플랫폼으로 대표 서비스는 교과서 Solution 제공 서비스와 1:1 질의응답이 가능한 Expert Q&A 서비스이다. 이와 유사한 서비스를 제공하는 경쟁자들을 살펴보고, 동사의 경쟁우위를 판단해보도록 하겠다.

1.3.1. 경쟁사 분석

동사와 비슷한 유사한 학습 서비스를 제공하는 기업으로는 Course Hero, Quizlet, Khan Academy, 그리고 Bartleby가 있다.

그림 1-10. 동사 경쟁사 주요 서비스 및 가격

회사명	주요 서비스 설명	가격(\$/month)
Chegg	고등학생/대학생 솔루션 및 Q&A	19.95
Course Hero	고등학생/대학생 솔루션 및 Q&A	39.99
Quizlet	플래시카드 단어장, 교과서 솔루션 제공	4
Khan Academy	초등학생~고등학생 대상 교육용 영상 강의	free
Bartleby	고등학생 교과서 솔루션 및 인기 숙제 Q&A	9.99

출처: 각 회사 홈페이지, SMIC 1팀

1) Course Hero

Course Hero는 동사와 가장 유사한 비즈니스 모델을 가지고 있는 기업이다. 교과서 솔루션 및 Q&A 학습 지원 서비스를 제공하고 있다. 다양한 주제에 대한 포괄적인 학습 리소스를 제공하고자 하는 비즈니스 목표를 가지고 있지만, 동사에 비해 가지고 있는 교과서 수가 적고, 월 구독료 또한 \$39.95로 동사의 2배이다. 2020년 기준 약 100만명의 활성

유저를 보유하고 있다.

2) Quizlet(+Slader)

학생들이 플래시 카드를 만들어 공부하고, 테스트를 할 수 있는 무료 웹사이트다. 다양한 분야의 개념 및 단어 암기에 유용할 수 있다. Slader를 인수하면서 교과서 솔루션도 제공하고 있지만, 그 수가 적고 온라인을 통한 Q&A가 불가능하는 점에서 동사의 완전한 경쟁사로 보기는 힘들다.

3) Khan Academy

유아부터 고등학생까지의 교육용 콘텐츠를 제공하는 기업으로, 동사의 비즈니스와는 주요 이용자와 제공 서비스에서 큰 차이가 있다. 주로 동영상과 같은 교육 온라인 콘텐츠를 제공하고, 타겟 고객은 유아부터 고등학생 까지다. 따라서 역시 동사의 완전한 경쟁사로 보기는 힘들다.

4) Bartleby

Bartleby Learn이라는 서비스를 통해 온라인 교과서 및 Q&A서비스를 제공하고 있으며, Bartleby tutor를 통해 튜터 서비스도 제공하고 있다. 단 Bartleby의 타겟 고객은 고등학생으로 한정되어 있어 고등학교 교과서의 솔루션과 튜터링 서비스만을 제공한다.

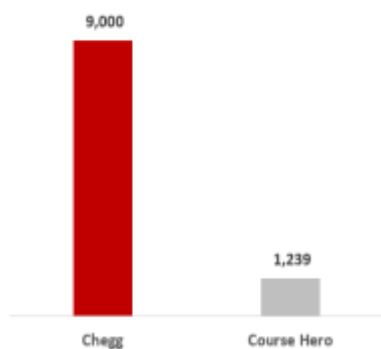
1.3.2. 동사의 비교 우위

동사의 경쟁사를 분석한 결과, 동사의 유의미한 경쟁사는 **Course Hero** 정도이고, 이 또한 **체급에서 큰 차이**가 있음을 확인했다. 그렇다면 동사의 이러한 독보적인 위치는 앞으로도 유지될 수 있을까? 앞으로도 동사는 경쟁우위를 확보할 수 있을까?

동사의 경쟁력은 양질, 대량의 DB로부터!

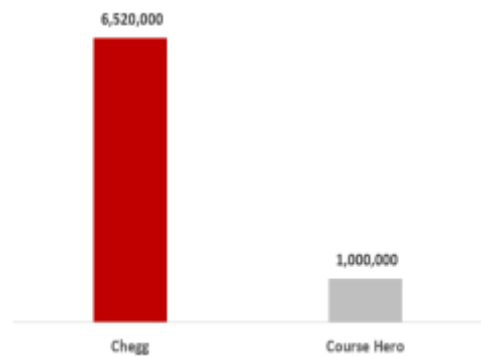
우리의 대답은 Yes. 이다. 동사의 경쟁력을 이해하기 위해서는 **동사가 구축한 풍부한 학습 데이터베이스에 주목**해야한다. 우선 앞서 살펴본 Course Hero 와의 비교에서 동사와 Course Hero 가 가진 데이터의 양이 비교가 되지 않는다는 것을 언급했다.

그림 1-11. Chegg vs Course Hero 교과서 수



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

그림 1-12. Chegg vs Course Hero 2020년 구독자 수



출처: 동사 IR, 언론 자료, SMIC 1팀

실제로 동사와 Course Hero 가 제공하는 교과서 수를 비교해보면 2020년 기준으로 8배

경쟁사와 비교되지 않는 콘텐츠의 양과 질

가 넘게 차이가 난다. 결국 양사가 제공하는 교육 서비스는 보유한 “콘텐츠”로부터 오기 때문에 동사는 막강한 경쟁력을 지녔음을 이 대목에서 확인할 수 있고, 이는 실제 양사 서비스 구독자 수 차이에서도 명확히 드러난다.

이러한 격차는 시간이 지날수록 구조적으로 확대될 수밖에 없다. 이것이 핵심이다. 더욱 더 많은 학생들이 Chegg를 이용하면서, 경쟁사 대비 많은 데이터베이스가 Chegg에 쌓일 것이고, 이는 더 많은 학생들이 Chegg를 선택하게 만들 것이다

앞으로도 그 격차는 커질 수밖에 없다

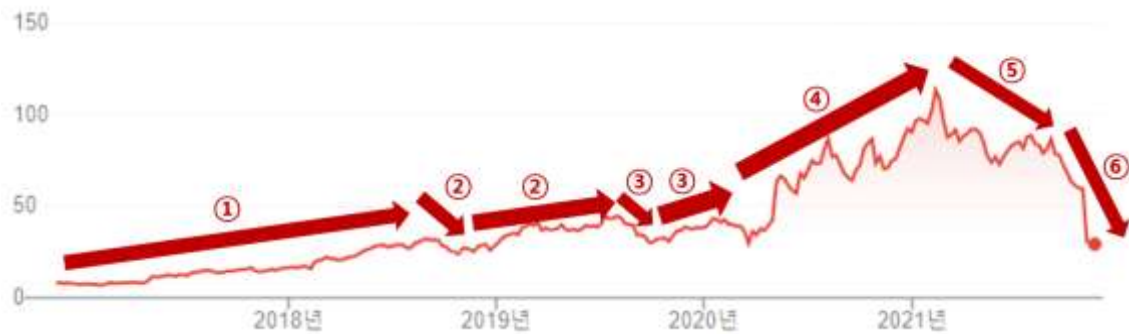
또한 동사는 **Experts Q&A 서비스를 통해 교과서 연습문제와 솔루션 이외의 문제-솔루션 데이터 또한 지속적으로 확보**하고 있다. 실제로 학생이 Chegg 서비스를 통해 질문으로 올리기 전, 질문에 유사한 문제와 솔루션을 추천해주는 서비스를 가지고 있다. 학습 특성상 상당히 유사한 유형의 문제들이 지속적으로 출제된다는 점에서 **동사가 구축한 이러한 데이터 베이스는 향후에도 지속적으로 동사 경쟁력의 원천**이 될 것이며, 시간이 지남에 따라 더더욱 견고해질 것이다.

2. Why did Chegg Collapse?

앞서 설명한 동사의 성장 동력과 경쟁우위를 바탕으로 꾸준히 상승하던 동사의 주가는 최근 급락하였다. 이번 장에서는 동사의 주가를 분석하면서 지속적인 상승을 보이던 동사의 주가가 왜 급락하게 되었는지 파악해보고자 한다.

2.1. Chegg 주가 분석

그림 2-1. 최근 5년 동사 주가 추이



출처: Google, SMIC 1팀

① 2016년 동사 사업모델 변경(교과서 대여/판매 → 온라인 학습 플랫폼) 후 동사의 구독자 수가 매년 약 40% 지속적으로 증가하고 매출은 약 20%씩 상승하는 모습을 보였다. 동사의 성장에 따라 주가는 2년 동안 약 300% 상승하였다.

② 2018년 9월에는 동사 고객의 이름, 이메일, 비밀번호 등의 기본정보가 유출되는 사건이 발생하여 주가가 20% 이상 하락한다. 그러나 직후 2018년 3분기 실적 발표에서 구독자 수가 YoY 45% 증가했으며, 4분기 매출이 직전 연도 동기 대비 25% 이상 상승할 것이라는 가이드언스를 제시하였다. 또한 2018년 4분기 매출이 YoY로 30% 증가하며 가이드언스를 상회하는 실적을 내어 동사의 탄탄한 성장세를 증명했다.

이렇게 동사가 더욱 빠르게 성장할 것이라는 전망과 전망을 상회하는 실적을 통해 동사 주가는 다시 상승하기 시작했다.

③ 2019년 9월에는 동사가 속한 에듀테크 부문의 경쟁이 심화되고 있으며 동사의 주가가 고평가 되었다는 리포트가 나오며 동사 주가가 하락하기 시작했다. 그러나 역시 2019년 3분기 실적 발표에서 실적이 가이드언스를 상회하고, 매출 성장률이 점점 더 높아지는 모습을 보이며 동사 주가에 대한 의심을 해소시킬 수 있었다. 따라서 동사 주가는 다시 회복하기 시작했다.

④ 코로나19 여파로 2020년 3월 주가가 하락하는 모습을 보였다. 그러나 1분기 매출이

YoY로 35% 증가했다는 발표 후 코로나19가 동사 성장성에 영향을 미치지 않음이 드러났다. 또한 2분기에는 구독자 수가 YoY로 60% 이상 늘었음을 발표하며 동사가 코로나19로 인한 비대면 수업의 수혜를 받는 것이 부각되어 주가가 폭발적으로 상승하게 되었다.

⑤ 동사 주가는 113달러로 최고가를 달성한 후 2월 12일에 유상증자를 발표하고, 2021년 1분기 매출 가이드언스를 낮게 발표하는 등의 효과로 주가가 조정받은 뒤 횡보하는 모습을 보였다.

⑥ 2021년 9월 이후 동사 주가는 60% 이상 하락하여 주가가 2019년 수준 이하로 폭락하였다. 그렇다면 무슨 이유로 이런 과대한 폭락을 겪었는지 2.2에서 알아보겠다.

2.2. Chegg 주가 하락 원인

3분기 구독자 수 QoQ로 감소

동사는 2021년 3분기 실적 발표에서 구독자 수가 2분기 대비 QoQ로 50만 명 가량 감소했고 매출 역시 YoY로 11.6% 증가하며 증가율이 크게 감소했다고 밝혔다. 최근 동사의 매출은 YoY로 꾸준히 30% 이상 성장했었기 때문에 둔화된 성장성이 부각되었다.

낮은 4분기 매출 가이드언스

또한 4분기 매출 가이드언스를 작년 동기 대비 5.2% 감소한 195백만 달러로 제시했다. 매출의 계절성으로 인해 매년 동사의 4분기 매출은 3분기보다 평균적으로 33% 높은 경향을 보였다. 그러나 제시된 4분기 매출 가이드언스는 올해 3분기 대비 겨우 13% 증가한 수치일 뿐이어서 동사의 지속적인 성장이 멈출 것이라는 우려를 낳았다.

구조적 이유로 실적 부진 발표 -> 성장성 의심

뿐만 아니라 동사는 컨퍼런스 콜에서 실적 부진의 원인을 임금 상승으로 인한 대학교 등록 수 감소로 밝혔고, 미래에 대한 불안정성으로 인해 내년 매출 가이드언스를 제시하지 못하며 투자자들의 불안감을 증폭시켰다. 실제로 애널리스트들은 동사의 내년 매출 성장률을 8.6%로 예측하는 모습을 보였다. 이는 주식 시장에 동사의 성장에 대한 의심이 팽배하다는 것을 말해준다.

그림 2-2. 분기별 구독자 수 및 성장률

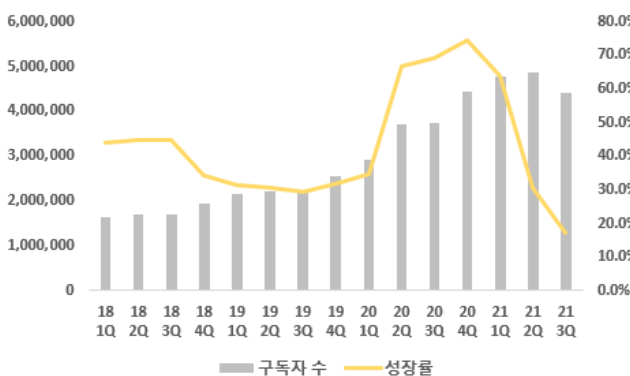
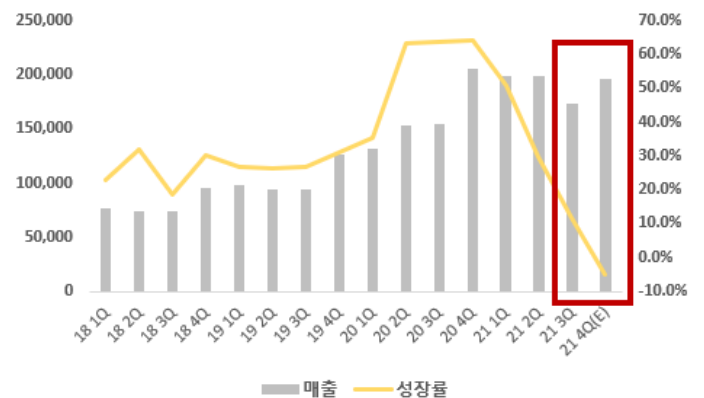


그림 2-3. 분기별 매출 및 성장률



출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

따라서 실적 발표 직후 당일에 동사의 주가는 \$62.76에서 \$32.12로 하락하며 현재까지 회복하지 못하고 있다.

“2. Why Collapse” 정리하면 다음과 같다. 2021년 전까지 동사 주가는 에듀테크 내 동사의 강점을 바탕으로 지속적으로 상승했다. 몇 차례의 조정은 있었지만 조정 이후 실적 발표에서 동사의 성장이 빠르며 지속적이라는 것을 확인할 수 있었고 따라서 주가의 회복이 곧바로 이루어졌다.

그러나 이번 3분기 실적 발표에서는 동사의 구독자와 매출 성장률이 감소했음이 나타났고, 4분기 역시 동사의 성장이 둔화될 것이라는 예측을 제시하며, 내년 매출 가이드스를 제시하지 못했기 때문에 주식시장 내 동사의 향후 성장성에 대한 의심, 즉 동사 펀더멘탈에 대한 시장의 우려를 키웠다.

동사가 높은 멀티플을 받고 주가가 지속적으로 상승했던 것은 동사의 높은 성장률이 유지될 것이라는 예상 때문이었다. 그러나 3분기 실적 발표 후 동사가 앞으로 성장할 것이 의심되자 동사의 멀티플이 정당화되지 못하고 바로 주가에 반영되었다.

하지만 본 보고서에서는 이러한 동사의 구독자 및 매출 성장률 둔화는 코로나19 등의 상황으로 인한 일시적 현상이며, 앞으로도 교육 플랫폼의 지속적인 성장이 가능할 것임을 밝히려고 한다. 그리고 이에 따라 동사의 주가 역시 다시 회복할 것임을 보일 것이다.

3. Clear-up misunderstandings

동사 구독자의 성장이 둔화되지 않을까?

결국 시장이 동사에 대해 가장 우려하는 점은 '구독자 수의 성장이 둔화될 것인가?' 에 관한, 동사의 펀더멘털에 대한 우려인 것이다.

동사는 현재 80%에 다다른 매출이 교육 플랫폼의 구독 모델로부터 발생하기 때문에 동사 실적의 근간인 구독자 수가 3분기에 이미 감소했고, 다가올 4분기에서도 감소할 것이라는 가이드언스 제시는 동사의 기초 체력에 대한 의심을 불러오기 충분했다. 심지어 2022년의 실적 가이드언스는 발표조차 되지 않았기 때문에, 내년에도 이와 같은 하락세가 지속되는 것은 아닌지, 동사의 성장 역력은 과연 남아있는지에 대한 우려가 시장에 만연할 수 밖에 없던 상황인 것이다.

이러한 상황에서 주가는 하락은 어쩌면 당연했을지도 모른다. 3분기 실적발표날로부터 현재 동사의 주가는 약 50%의 하락세를 겪었다. 코로나 발생 이전인 2019년 4분기와 비교하면 구독자 수는 43% 증가했음에도 불구하고 주가는 25% 낮아졌다. 물론, 정말 시장의 우려처럼 동사 펀더멘털이 흔들리기 시작한 것이라면 이러한 과도한 주가의 하락이 합리적인 결과일 것이다.

아니다!
성장성은 여전히다

하지만 동사의 성장성은 시장의 우려와 달리 크게 훼손되지 않았으며, 따라 현재의 동사의 주가는 매우 저평가되어 있는 상황이다.

본 장에서는 구독자 수 감소에 대한 시장의 우려를 낱알이 해부하여 동사의 매출과 성장성은 아직도 견고하다는 점을 입증하고자 한다.

3.1. 시장의 우려를 해소하다.

현재 시장이 동사의 구독자 수가 지속적으로 감소할 것이라고 생각하는 근거는 크게 다음과 같은 3가지로 요약된다 1) 대면수업으로의 전환, 2) 미국의 대학 등록률 감소, 3) 구독자 수 성장의 둔화이다. 이 근거들을 하나씩 짚어보며 동사 구독자 수의 감소는 일시적인 현상이고 추후 지속적으로 성장하며 매출의 확대를 가지고 올 것임을 보이겠다.

3.1.1. 반박1) 대면 수업으로의 전환은 구독자 수를 지속적으로 감소시키지 않는다.

비대면 수업 전환에 따라 크게 수혜를 입었던 동사

온라인 교육 플랫폼 기업인 동사는 비대면 수업에 따른 수혜를 톡톡히 입었다. 선생님에게 면대면 · 실시간으로 질의할 수 없는 상황에서, 질문을 올려 튜터에게로부터 의문을 해결하고, 방대한 textbook solution을 열람할 수 있는 동사의 Chegg Service는 학생들에게 아주 유용했다.

이와 더불어 올바른 사용 케이스는 아니지만, 비대면으로 진행되는 시험 시간에 동사의

서비스를 활용해 cheating을 하려고 유입된 인원 또한 상당했다고 한다. 이러한 상황에서 동사의 구독자 수는 급증하여 2020년 구독자 수 YOY 67%를 기록하였다.

코로나 시기에 급격히 유입된 수요가 지속적으로 이탈하지 않을까?

시장은 이 시기에 급격히 유입된 구독자들이 코로나가 종식되고 대면 수업으로 전환되면서 더 이상 동사의 서비스를 구독하지 않는 상황을 우려하고 있다. 실제로 3분기 구독자 수가 2분기에 비해 소폭 감소하면서 동사의 주주들은 우려가 현실화되고 있다는 충격에 휩싸였다. 결정적으로 4분기 가이드언스에서도 실질적인 매출 및 구독자 수 감소를 발표하여 이러한 하락세가 향후에도 지속될 것이라는 암시와 함께 주가는 폭락한 것이다.

그러나 이렇게 코로나로 유입된 구독자들의 이탈은 지속적으로 동사의 구독자를 감소시키지 않을 것이다.

아니다!
4분기까지 빠질 수요는 다 빠진다.

미국의 대다수의 대학과 고등학교들은 지난 7월부터 이미 대면 수업을 본격화 했고, 실제로 국제 교육 연구소(IIE)의 조사에 따르면 미국 대학의 86%가 가을 학기에 대면 수업을 실시하고 있다. 일반적으로 고등학교의 대면 전환 속도가 대학에 비해 빠르다는 점을 고려했을 때 고등학교의 대면 수업 비율은 이보다도 더 높을 것으로 추정된다. 실제로 뉴욕시의 경우 가을 학기부터 초중고 전면 대면 수업을 의무화하였다.

미국의 가을 학기는 9월에서 12월, 즉 3분기와 4분기에 걸쳐 진행된다. 가을학기에 미국의 대다수 대학교와 고등학교에서 대면 수업을 실시하고 있는 바, 대면 수업 전환에 따라 유출될 수요는 당해 하반기에 대부분 이탈할 것으로 보는 것이 타당하다. 따라서 대면 수업 전환으로 인한 구독자 수 감소로 인해 구독자수는 4분기까지 타격을 입은 것이며, 내년부터는 정상적인 성장률을 회복할 것이다.

그림 3-1. IIE 보도자료 : 86% 미국 대학 대면 수업 실시

그림 3-2. 뉴욕시 전면 등교 기사



출처: IIE

출처: 연합뉴스

4분기를 저점으로 다시 반등한다.

우리는 대면 수업 전환에 따라 기존 구독자 중 일부가 이탈할 수 있음을 인정한다. 실적 하락을 예상한 4분기 가이드언스 또한 수용한다. 하지만 이것들이 동사 매출의 지속적인 하락세를 의미하지는 않는다는 것, 4분기를 저점으로 다시 반등할 것이라는 것을 강조한

다.

3.1.2. 반박2) 미국 내 임금 상승에 따른 대학 등록자 수 감소는 일시적이다.

임금이 상승하면 동사에 대한 수요가 감소하지 않을까?

동사의 펀더멘탈 우려에 대한 두번째 이유는, 미국 내 임금이 지속적으로 상승함에 따라 미국 대학의 등록자 수는 감소하고 있으며, 이는 결국 동사의 구독자 수의 감소로 이어진다는 논리이다. 이는 동사의 3분기 실적발표에서 직접 언급 정도로 비중 있는 리스크로 간주되고 있다. 하지만 이는 단기적 리스크이지, 장기적인 리스크가 아니다.

팬데믹 이후 경기 회복 과정에서 기업들이 인력난에 시달리면서 임금은 지속적으로 상승 중이다. 지난 3분기에는 미국의 임금 상승률은 20년 만에 최고치를 기록하였고, 이러한 임금의 상승은 많은 학생들이 학교가 아닌 일터로 발을 돌리게 만들었다. 미국 대학의 당해 가을 학기 등록자 수는 전년 대비 3.2%나 감소하였는데, 이는 팬데믹이 가장 극성을 부렸던 2020년 가을학기의 등록자 수 하락률인 3.5%에 버금가는 큰 폭의 하락이다.

그림 3-3. 미국 임금 상승 관련 기사	그림 3-4. 미국 대학 등록자 수 감소 관련 기사
<p>WASHINGTON (AP) — Wages jumped in the three months ending in September by the most on records dating back 20 years, a stark illustration of the growing ability of workers to demand higher pay from companies that are desperate to fill a near-record number of available jobs.</p> <p>Pay increased 1.5% in the third quarter, the Labor Department said Friday. That's up sharply from 0.9% in the previous quarter. The value of benefits rose 0.9% in the July-September quarter, more than double the preceding three months.</p>	<p>Nationwide, fewer students went back to school again this year, dragging undergraduate enrollment down another 3.2% from last year, according to a new report from the National Student Clearinghouse Research Center that's based on early data from colleges. There were roughly 17.5 million students enrolled as of the last tally.</p> <p>Combined with last autumn's declines, the number of undergraduate students in college is now down 6.5% compared to two years ago — the largest two-year enrollment drop in the last 50 years, the report found.</p>

출처: AP News

출처: CNBC

대학 등록자 수의 감소는 결국 대학생을 대상으로 교육 서비스를 제공하는 동사의 구독자 수의 감소를 야기할 가능성이 높기에 이러한 임금에 상승으로부터 기인된 대학 등록자 수의 감소는 동사의 비즈니스에 우호적이지 않다.

**아니다!
일시적일 뿐이다.**

이러한 임금의 상승이 언제부터 완화될지는 모른다. 하지만 이러한 임금의 상승으로 인한 등록율 감소는 일시적인 현상인 것은 분명하며, **따라 동사 서비스를 이용하는 구독자 수에 지속적인 마이너스 요인으로 작용하지는 않는다.**

펀더멘탈은 견고하다!

또한 시장의 확대를 통해 본업이 성장하며, 미국내 임금 상승으로 인한 마이너스 요인이 비교적 장기화 되더라도 동사의 구독자 수는 증가할 것이다. 이는 4장에서 구체적으로 전개할 예정이다.

3.1.3. 반박3) 코로나로 인한 급성장 이후 성장세의 둔화? NO!

코로나 이후 성장
성 꺾이나?

동사의 펀더멘탈 우려에 대한 마지막 이유는, 코로나 시기의 급격한 성장이 사실은 한정된 성장 여력을 빠르게 소진했던 것이어서 향후의 성장세는 둔화될 수 있다는 논리이다.

아니다! 동사의 성
장 여력은 아직 충
분하다!

이러한 논리에 대한 반박 역시 4장에서 전개할 동사의 주목할만한 성장 여력으로 설명된다. 요약하면, 동사는 이제 본격적으로 STEM(이공계 전공) 시장에서 전체 전공으로 주력 타겟 시장을 넓히고, 이에 더해 글로벌 시장까지 확장을 본격화한다. 따라서 성장 여력이 남지 않았다는 우려는 타당하지 않다.

또한 제공하는 서비스의 성격 차이가 크다. 타 에듀테크 기업은 주로 자기계발을 위한 온라인 강의를 제공한다. 의무적으로 들어야 하는 성격이 아닌 것이다. 반면 학교를 다니는 Stem 대학생들에게 솔루션은 무조건 필요하고, 동사는 시중에서 구입하는 것보다 훨씬 편리하고 저렴한 가격에 솔루션을 제공하고 있다. 또한 코로나 19를 계기로 포화상태인 미국이 아닌 글로벌 진출을 시작하였으며, 글로벌 대학생들 또한 동사의 솔루션이 반드시 필요할 것이다

그러면 이제부터 동사의 성장여력에 대해 본격적으로 살펴보자.

4. Academic: More room to grow

<Abstract>

동사는 그간 주력하였던 미국의 STEM 시장을 넘어, Non-STEM은 물론 글로벌 시장까지 공략하여 본업의 확장을 도모하고 있다. 코로나 이후 성장세가 둔화될 것이라는 시장의 우려를 불식시키고 앞으로도 가파른 성장세를 이어갈 동사의 행보를 살펴보자.

4.1. STEM을 넘어 Non-STEM까지!

4.1.1. NON-STEM 시장 진출의 배경

지금까지는 미국의 STEM 학생들이 주력 대상이었다

동사는 지금까지 국내 시장인 미국에서 STEM 학생들을 주력 대상으로 사업을 영위해왔다. 동사의 핵심 서비스인 문제 풀이 및 Q&A 솔루션은 객관적인 정답과 풀이가 존재하는 이공계열 학문에 가장 적합했기 때문이다. 정성적인 답안이 주를 이루는 인문학, 사회학 등의 Non-STEM 학문에서는 동사의 서비스가 효과적으로 적용되기 어려웠다.

앞으로는 Non-STEM 까지!

동사는 이번 3분기 실적 발표를 통해 본격적인 Non-STEM 구독자 수 확대 계획을 시사했다. 이는 동사 서비스의 미국 STEM 학생들에 대한 침투율이 한계에 이르자 새로운 성장 동력을 찾으려는 시도로 보인다. 실제로 3년 전인 2019년 기준, 동사의 미국 STEM 시장 침투율은 이미 56%에 달했던 것으로 추정된다. 반면 Non-STEM 시장 침투율은 약 8%로 추산되어 충분한 성장 여력이 남아있다.

Non-STEM은 시장 규모도 크다!

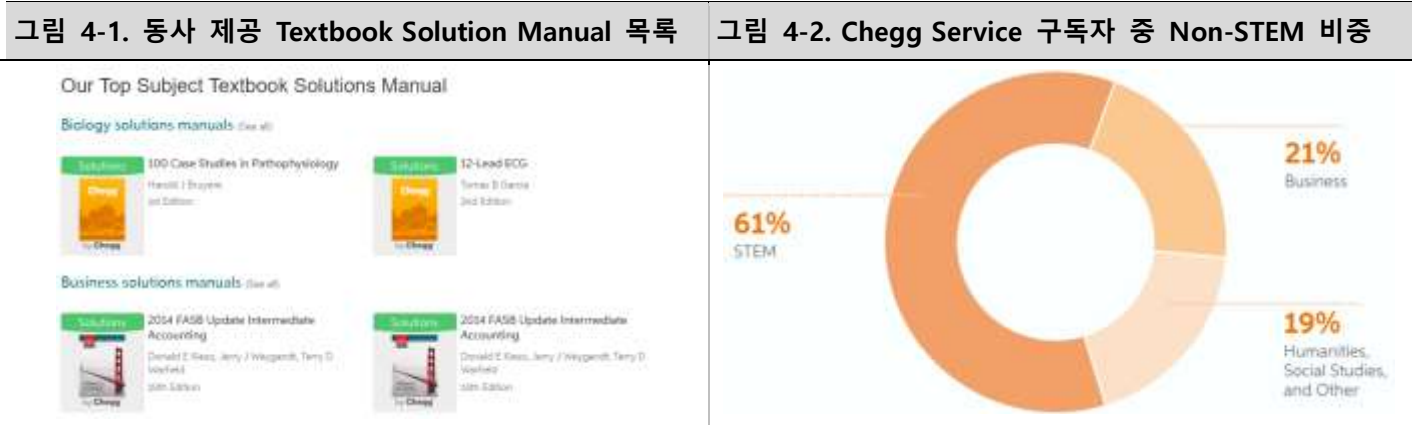
시장 규모 측면에서도 Non-STEM 시장의 개척은 동사에게 중요하다. 2019년 기준, 전체 미국 대학생 중 STEM 학문을 전공하고 있는 학생의 비중은 18%이다. 즉, 나머지인 82%가 Non-STEM 학문을 전공하고 있는 학생들이었다. Non-STEM 시장이 지금까지 동사가 주력 타겟으로 삼던 STEM 시장에 비해 무려 4배나 더 큰 시장인 것이다. STEM 시장 규모가 YOY 3%로 성장하고 있지만, Non-STEM 시장 역시 규모에 있어서 놓칠 수 없는 매력적인 시장이다

이것이 동사가 Non-STEM 시장으로의 본격 진출을 선언한 배경이다. 그렇다면 동사는 어떤 전략으로 이 새로운 시장을 공략하려는 것일까?

4.1.2. 동사의 전략 : 개인화 & 다양성

Non-STEM을 위한 토대는 이미 마련되어 있다.

동사가 지금까지 Non-STEM 시장을 아예 진출하지 않았던 것은 아니다. 동사는 이미 다수의 Non-STEM textbook을 홈페이지에서 서비스하고 있으며, 실제로 집중적인 서비스들이 부재했음에도 불구하고 현재 동사 서비스의 구독자 중 38%가 Non-STEM 학문을 공부하는 학생들이다. 즉, Non-STEM 시장 진출을 위한 토대와 수요는 충분히 마련되어있다.



출처: 동사 홈페이지

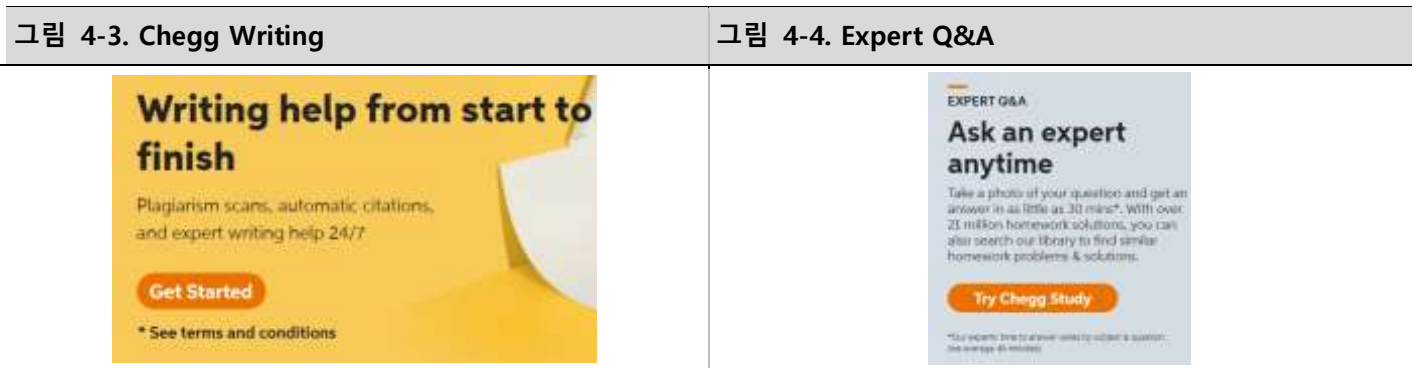
출처: 동사 IR

효과적인 서비스만 마련하면 된다!

그럼에도 침투율이 낮은 수준에 머물러 있는 이유는 앞서 언급한대로 현재 동사가 제공하는 서비스는 주관과 서술이 중시되는 Non-STEM 학문의 특성에는 충분한 솔루션이 되어주지 못했기 때문이다. 따라서 동사가 Non-STEM 시장을 효과적으로 공략하기 위해서는 보다 개인화되고 다양한 관점을 제공해줄 수 있는 새로운 상품이나 서비스가 필요하다.

**동사의 노력 :
1. Chegg Writing:
글쓰기 첨삭 지도**

따라서 동사는 이러한 문제를 해결하여 효과적으로 **Non-STEM** 시장을 확장하기 위해 다양한 노력을 기울이고 있다. 일례로 동사는 2019년 Purdue University Online Writing Lab(OWL)과의 파트너십을 통해 **Chegg Writing** 서비스를 출시하였는데, 기존의 Chegg Study, Math Solver 등이 이공계, 특히 기초학문에 치중했다면 이번에는 문과 계열 학문을 집중 겨냥한 것이다. Chegg Writing은 학생들이 글을 올리면 전문가 평가와 인용문구 및 문법 점검을 제공한다. 작문이 많은 문과, Non-STEM 학생들에게 높은 인기를 자랑하고 있다.



출처: 동사 홈페이지

출처: 동사 홈페이지

**2. Expert Q&A :
1:1 질의응답
서비스**

또한 작년에는 출시해 동사의 주력 서비스 중 하나로 자리매김한 **1:1 질의응답 서비스인 Expert Q&A** 또한 이러한 노력의 일환으로 볼 수 있다. 기존 교과서 위주의 솔루션은 비교적 Non-STEM 분야의 학생들에게는 다소 제한적인 활용도를 가졌지만, 1:1 개인 질의응답 서비스를 통해 이러한 한계를 극복했다.

인문, 사회, 어문 등의 다양한 분야의 질문들에 정성적인 답안을 제공해 Non-STEM 전공생들 또한 동사의 교육 서비스를 효과적으로 사용할 수 있다. 질문을 올리면 평균 46 분 내로 빠르게 답변을 얻을 수 있다는 점 또한 매우 학생들에게 매력적이다. 이러한 서비스의 발전과 더불어 팬데믹으로 학생들이 온라인 교육 환경에 더욱 친숙해지고 의존도 또한 높아지며 Non-STEM 학생들이 앞으로도 장기적으로 꾸준히 유입될 것이다.

3. Uversity : 교육 콘텐츠 공유 플랫폼

나아가 올해 6월, 동사는 교육 콘텐츠 공유 플랫폼인 'Uversity'를 준비 중에 있다고 밝혔다. Uversity를 통해 학생들은 공인된 교육자들로부터 다양한 관점의 설명을 들을 수 있으며, 교육자들 역시 각 학생에게 맞춤형 콘텐츠를 제공할 수 있다. 동사는 이번 3분기 어닝 콜에서도 Uversity를 **personalization** 개념에 가장 합치되는 서비스라고 소개하며 새로운 플랫폼에 대한 기대를 고조시켰다.

Non-STEM으로의 침투가 본격화된다

이와 같은 행보에서 엿볼 수 있듯, 향후 동사가 나아갈 방향성은 명확하다. **Personality & Diversity**라는 슬로건 아래, 동사는 이와 같은 서비스를 그동안 바라왔던 Non-STEM 분야의 학생들에게도 깊이 침투할 수 있을 것이다.

4.2. 미국 외 글로벌 시장

4.2.1 동사의 BM, 미국에 국한되지 않는다.

동사는 현재 학생들에게 구독 형태로 학습 서비스를 제공하고 있다. 이러한 BM은 미국 뿐 아니라 미국 외 지역에서도 높은 확장성을 가지고, 따라서 동사는 꾸준한 구독자 수와 매출의 성장을 기대할 수 있다. 이에 대하여 다음의 두가지 근거를 제시한다.

1) 동사가 현재 가지고 있는 STEM 부문의 강력한 솔루션들과 학습 데이터들은 해외 학생들에게도 언어의 장벽 없이 높은 활용도를 가진다.

동사 서비스, 미국 STEM 학생들의 핵심 학습 도구

현재 미국시장에서 동사 서비스는 STEM 학생들 사이에서 약 70%(자체 추정)라는 높은 침투율을 보일 정도로 핵심 학습 도구로 이용되고 있다. 앞서 1장에서 언급했듯 미국의 교과서들은 많은 연습문제를 수록하고 있고, 이러한 문제들은 각종 과제와 시험에 활용되지만 애석하게도 정답과 풀이가 공개되지 않는 경우가 일반적이며, 공개되더라도 한 과목 당 가격이 최소 \$20 이상에 달한다.

이러한 정답과 풀이의 문제는 특히 STEM 학생들에게 큰 애로사항이었으며 동사는 단계별 솔루션과 1:1 질의응답 서비스를 제공하여 학생들의 학습을 도왔고, 학생들은 불과 연간 \$80, 월평균 \$7라는 금액에 전 과목 솔루션을 제공받을 수 있었다. 이것이 곧 동사 서비스의 높은 인기로 이어지게 된 것이다.

STEM 학생들은 언어적 장벽 x

이는 해외에서도 마찬가지일 것이다. 해외의 경우에도 대부분의 STEM 학생들은 전공특성상 원서 교재를 사용한다는 것이다. 따라서 교과서 솔루션에 대한 니즈는 동일한데,

다른 전공과 달리 애초부터 전공 용어들을 모두 영어로 학습하고, 언어와 무관한 공식 위주의 풀이가 많은 STEM 전공의 특성을 고려하면 언어적 장벽 문제 또한 없다고 생각해도 무방하다.

그림 4-5. 일반적으로 사용되는 원서교재 - 번역판



출처: Google

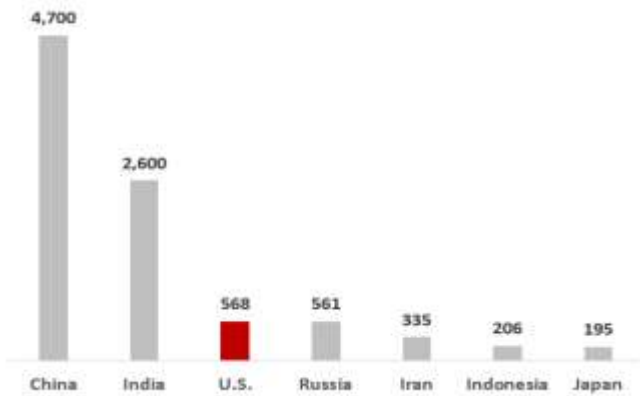
그림 4-6. 전공용어, 수식 위주의 STEM 과목 솔루션



출처: 동사 Q&A 게시판

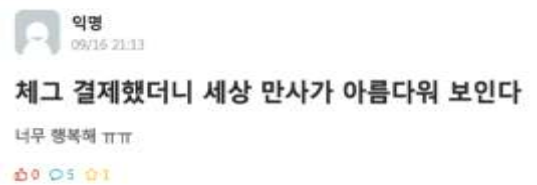
동사는 교과서 솔루션 부문 경쟁사와 비교 불가의 방대한 데이터를 가지고 있으며, 이외에도 Expert의 질의응답을 통해 계속 양질의 문제들과 해답 데이터 베이스를 구축해가고 있다. 동사는 이러한 경쟁 우위를 바탕으로 후발 주자의 진입까지 제한할 것이다.

그림 4-7. 미국보다 높은 해외의 STEM 졸업 생 수



출처: statista, SMIC 1팀

그림 4-8. 에브리타임 게시판 검색 결과



출처: 에브리타임, SMIC 1팀

글로벌 STEM 비중, 미국보다 높다

또한 이러한 글로벌 시장은 STEM 전공생 비중 또한 높다. 2017년 미국 내 대학생 중 STEM 전공생 비중은 22.7%인 반면 OECD 평균은 27%이다. 즉, 미국 외 지역에서 STEM 전공생 목표 시장규모는 미국보다 더 클 것이며, 이는 동사에게 아직 성장 여력이 크게 남았다는 것을 시사한다.

영어권 외 국가에서도 높은 인지도!

이미 영어권 국가에서는 "Chegging"으로 대표되는 높은 인지도를 가지며 시장에 진입해 있는 상태이며, 영어권 외 국가들에서도 상당한 인지도를 가지고 있다. 실제 대학교 커뮤

니티 사이트에서 체크에 대한 학생들의 수요가 매우 높다는 것을 확인할 수 있다.

결론적으로, 언어적 장벽 문제가 없다는 STEM 과목의 특수성과 동사의 경쟁력, 그리고 높은 잠재시장 규모로 인하여 동사 서비스 Chegg Study의 본격적인 확장이 시작될 것이다.

2) 온라인 기반 서비스가 가지는 높은 확장성 및 편의성, 영어권 외 지역의 잠재력

온라인 서비스 → 높은 확장성

동사가 제공하는 교육 서비스는 온라인 기반의 서비스이다. 따라 온라인이라는 특성상 시, 공간의 제약 없이 전세계의 학생들이 쉽게 동사의 서비스를 이용할 수 있다. 따라 앞서 1)에서 언급한 동사의 경쟁우위가 글로벌 시장의 니즈를 충족하며 확장은 시작되었고, 온라인 서비스의 특성상 쉽게 동사의 서비스가 침투될 수 있을 것이다.

게다가 동사 IR에 따르면, 지난해부터 미국 외 주요 국가에 지역별 localization 담당자를 배정했으며, 이로써 더욱 글로벌 시장 전략을 강화하겠다고 밝힌 것을 생각하면 앞으로도 글로벌 시장으로의 침투는 가속될 것으로 보인다.

4.2.2 코로나19가 가져온 글로벌 시장의 확대

해외 학생들은 그동안 몰라서 안 쓴 것이다

코로나19가 끝난 후, 해외 STEM 학생들의 Chegg에 대한 수요는 감소할까? 우리는 그렇지 않다고 생각한다.

우리는 지금까지 미국 STEM 학생들에게 동사 서비스가 거의 필수재에 가까운 성격을 가진다는 것을 증명했고, 이는 논리상 해외 학생들도 마찬가지다. 다만 코로나19 이전까지 확산이 원활하지 않았던 것은 해외 학생들의 동사에 대한 인지도가 부족했던 것일 뿐이다.

하지만 이제는 인지도 높아졌고 해외 학생들도 쓸 것

하지만 때마침 확산된 코로나19의 영향으로 해외 학생들의 동사에 대한 인지도가 높아졌으며, 이를 계기로 글로벌 시장 침투는 더욱 빠르게 진행될 것으로 생각된다. 팬데믹으로 인해 많은 학생들이 온라인 교육에 노출되면서 시장에 구조적인 변화가 일어났다. 이러한 상황 속에서 동사는 탄탄한 교육 서비스와 콘텐츠를 기반으로 학습 보조도구가 필요한 전 세계의 학생들을 유입시킬 수 있었다.

지난 5월 4일, 동사 CEO Dan Rosensweig는 CNBC 인터뷰에서 코로나19 이후로 미국 외 지역에서 구독자 수가 크게 성장했다는 사실을 밝혔다. 실제로, 2018년까지는 동사 사업 보고서에서 미국만을 목표 시장으로 설정해서 발표했었다. 하지만, 2019년에는 영어권, 2020년에는 영어권 외까지 목표 시장을 미국 시장과 구분해서 발표하였다.

미국 외 지역 동사 서비스 침투율 상승

팬데믹으로 인해 많은 학생들이 온라인 교육에 노출되면서 구조적인 시장의 변화가 일어났고, 탄탄한 교육 서비스와 콘텐츠를 기반으로 동사는 보조적인 학습 도구가 필요한 전세계 학생들을 유입시킬 수 있었다.

코로나19 덕분에 인지도 상승

이는 구글 트렌드 웹 검색량을 통해서도 알 수 있는데, 미국의 경우 코로나 전후로 별다른 검색량의 변화가 없었다. 반면, 미국 외 지역들 중 가장 많은 웹 검색을 기록한 중국의 경우 **코로나 전후로 확인한 검색량의 변화가 있었다. 즉, 동사 서비스의 인지도가 높아진 것이다.**



출처: Google Trends, SMIC 1팀

출처: Google Trends, SMIC 1팀

즉, 미국 외 지역에서 시장 초기 진입 단계였던 동사의 구독 서비스는 코로나 덕분에 캐즘 구간을 빠르게 통과하게 된 것이다. 그리고 이제 앞서 서술한 동사의 경쟁력을 바탕으로 빠른 확장이 시작되는 구간이다.

4.3. Academic 부문 매출 추정

Academic 부문 매출 추정은 전체 구독자 수에 인당 평균적으로 지출하는 구독료(ARPU)를 곱하여 추정하였다. 전체 구독자 수는 전체 시장을 US, 영어권(UK, 캐나다, 호주), 비영어권으로 삼분할한 뒤, 각 시장의 STEM, Non-STEM, 고등학생 구독자를 추정하고 합산하여 산정하였다.

구독자 수 및 ARPU 추정, 그리고 이를 통한 매출 추정 논리는 다음과 같다.

4.3.1. 구독자 수 추정

과거 데이터에 의하면, '연간 구독자 수 = 당해 3Q 구독자 수 * 상수 (1.78)'의 관계가 매년 성립하였다. 따라서 2021년의 전체 구독자 수는 위의 공식을 통해 추정하였다.

1) 미국

① STEM

ㄱ. 연도별 STEM TAM은 19년도 STEM TAM에 연도별 미국의 STEM 학위수여자 수 증감율을 적용하여 산정하였다.

ㄴ. 다음으로 2020년도까지의 STEM 구독자 수와 STEM 침투율을 구하였다. 동사가 발표한 연도별 구독자 수에 전체 구독자에서 STEM 전공생이 차지하는 비중을 곱하여 STEM 구독자를 산정하였으며, STEM 침투율은 STEM 구독자를 STEM TAM으로 나누어 계산하였다.

ㄷ. 이에 따른 동사의 2020년 US STEM 침투율은 72%으로 산정되었다. 이미 침투율이 상당한 수준이므로, 앞으로의 침투율 성장세는 크게 둔화될 것으로 판단하였다. 따라서 이후 침투율은 더 이상 성장하지 않는다는 보수적인 관점 하에, 2020년의 침투율 72%를 이후 년도에 flat 적용하여 25년까지의 STEM 구독자 수를 역산하였다.

② Non-STEM

ㄱ. Non-STEM TAM은 대학생 TAM에서 STEM TAM을 차감하여 산정하였다. 대학생 TAM은 Statistica 통계에서 얻을 수 있었으며, 20년과 21년의 경우 코로나 바이러스로 인한 등록자 수 감소율을 반영하여 수치를 하향조정하였다.

ㄴ. STEM과 동일한 방법으로 2020년까지 Non-STEM 구독자 수와 침투율을 산정하였다.

ㄷ. 동사는 다방면에서 Non-STEM 구독자를 유치하기 위해 노력하고 있으며, 과거의 Non-STEM 침투율 성장세가 가파르다는 점에서 이러한 노력이 실적으로 이어지고 있음을 확인하였다. 따라서 앞으로도 침투율의 성장세가 지속될 것으로 판단하였으며, 2020년 침투율의 YOY 35%를 2021년에도 동일하게 적용하고 이후 년도에는 침투율 yoy 15%로 할인하여 각 연도 별 침투율을 산정한 뒤 Non-STEM 구독자 수를 역산하였다.

③고등학생

ㄱ. 고등학생 TAM은 Statista 통계 자료에서 얻을 수 있었다.

ㄴ. STEM과 동일한 방법으로 2020년까지 고등학생 구독자 수와 침투율을 산정하였다.

ㄷ. 고등학생 구독자 수는 2020년까지 가파른 증가세를 보여왔다. 그러나 보수적인 관점에서 2021년도 이후 구독자 수 추정에는 전년도의 침투율 yoy 11%를 flat 적용하여 고등학생 구독자 수를 산정하였다.

3) 영어권

ㄱ. US과 영어권은 언어적 장벽이 없어 솔루션을 비롯한 동사의 서비스에 대한 니즈가 유사하므로 침투율 증가세 추이 역시 비슷할 것이라고 판단하였다. 따라서, 영어권 구독자 수 추정 논리는 미국 구독자 수 추정에서 사용한 논리를 적용하였다.

ㄴ. 2021년 이후의 침투율은 과거 미국의 침투율로부터 추정하였는데, 각 부문별로 침투율이 다른 점을 고려해 이에 해당하는 시기의 침투율을 참고하였다.

4) 비영어권

ㄱ. 비영어권의 전체 TAM은 STEM 전공생으로 한정하였다. 영어권 외 국가는 STEM 이외에는 언어 장벽 등의 이유로 추가적인 현지화 전략 없이는 진입이 어렵기 때문이다.

ㄴ. 2021년 연간 구독자 성장률은 2021년 3분기 YoY 분기 구독자 성장률을 적용하였다.

ㄷ. 2022년 이후의 침투율의 경우에는 점차 그 성장세가 둔화될 것이라는 것을 가정하여 추정하였다.

(단위 : 명, %)			2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Total	TAM		47,469,100	46,937,700	46,527,217	46,409,025	46,493,636	46,423,491	46,271,345	
	구독자 수	yoy	4,557,938	6,520,000	7,846,428	9,730,992	11,902,539	15,085,200	19,570,975	
				43%	20%	24%	22%	27%	30%	
US	TAM		36,376,000	35,844,600	35,434,117	35,315,925	35,400,536	35,330,391	35,178,245	
	구독자 수	yoy	3,942,000	5,100,000	5,707,619	6,579,661	7,180,129	7,847,199	8,589,771	
				29%	12%	15%	9%	9%	9%	
	STEM	TAM	3,535,200	3,641,256	3,750,494	3,863,008	3,978,899	4,098,266	4,221,214	
		구독자 수 침투율	1,986,768	2,631,600	2,710,548	2,791,864	2,875,620	2,961,889	3,050,746	
			56%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	
	Non-STEM	TAM	16,104,800	15,311,344	14,595,623	14,207,917	14,137,637	14,082,125	14,023,032	
		구독자 수 침투율	1,324,512	1,703,400	2,196,488	2,892,273	3,309,661	3,791,165	4,341,545	
			8%	11%	15%	20%	23%	27%	31%	
	고등학생	TAM	16,736,000	16,892,000	17,088,000	17,245,000	17,284,000	17,150,000	16,934,000	
구독자 수 침투율	630,720	714,000	800,584	895,524	994,847	1,094,144	1,197,480			
		4%	4%	5%	5%	6%	6%	7%		
Global	TAM		11,093,100	11,093,100	11,093,100	11,093,100	11,093,100	11,093,100	11,093,100	
	구독자 수	yoy	615,938	1,420,000	2,138,809	3,151,331	4,722,410	7,238,002	10,981,204	
				131%	51%	47%	50%	53%	52%	
	영어권	STEM	TAM	1,508,430	1,508,430	1,508,430	1,508,430	1,508,430	1,508,430	1,508,430
		구독자 수 침투율	307,969	425,000	512,866	678,794	844,721	1,086,070	1,086,070	
			20.4%	28.2%	34.0%	45.0%	56.0%	72.0%	72.0%	
	Non-STEM	TAM	4,414,670	4,414,670	4,414,670	4,414,670	4,414,670	4,414,670	4,414,670	
		구독자 수 침투율	205,313	283,333	397,320	485,614	618,054	750,494	882,934	
			4.65%	6.4%	9.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%	
	고등학생	TAM	5,170,000	5,170,000	5,170,000	5,170,000	5,170,000	5,170,000	5,170,000	
구독자 수 침투율	102,656	141,667	157,250	174,548	193,748	215,060	238,717			
		2.0%	2.7%	3.0%	3.4%	3.7%	4.2%	4.6%		
비영어권	STEM	TAM		19,200,000	19,200,000	19,200,000	19,200,000	19,200,000	19,200,000	
	구독자 수 침투율		570,000	1,071,372	1,812,376	3,065,887	5,186,378	8,773,484		
			3.0%	5.6%	9.4%	16.0%	27.0%	45.7%		

4.3.2. ARPU 추정

ㄱ. 동사의 Academic 구독 부문 ARPU는 2019년 \$72.9, 2020년 \$76.4다. 또한, 2020년 코로나19로 유입된 구독자들의 ARPU는 기존 구독자들의 ARPU보다 낮다고 가정한다. 그 이유는 이 때 유입된 구독자의 상당 수가 동사의 서비스를 단기간(시험기간 한정)동안 사용하는 비정상 유저이기 때문이다.

ㄴ. 하지만 2020년 동사 ARPU는 전년대비 4.8% 증가하였는데, 이는 코로나19로 유입된 구독자들로 감소한 ARPU가 Chegg Study Pack 출시에 따른 구독료 할증효과로 인한

ARPU 증가분이 더욱더 컸기 때문이다

㉔. 2021년 동사 ARPU는 전년대비 3.84% 증가하는 것으로 추정하였다. 그 이유는 2020년 코로나19로 유입되었던 구독자들은 이탈하고, 정상 유저들은 증가하기 때문이다.

㉕. 2022년 이후의 ARPU의 경우에는 합리적인 추정이 어렵지만, 구독 서비스 특성상 가격 인상 등의 이슈가 존재하지 않는 이상 큰 변화가 없기 때문에 2021년의 ARPU를 flat하게 적용하였다.

이와 같은 논리에 따라 추정된 ARPU는 다음과 같다.

(단위: 달러)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ARPU	72.9	76.4	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3

4.3.3. 매출 추정

전체 구독자 수에 ARPU를 곱하여 추정한 매출은 다음과 같다.

(단위: 천 달러)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출	332,221	498,044	622,354	771,832	944,072	1,196,511	1,552,308
yoY	24%	33%	20%	19%	18%	21%	23%

5. Skills: The new growth engine

<Abstract>

동사가 2019년 인수한 Thinkful은 2022년부터 시작되는 Guild Education과의 파트너십과, 부트캠프(직무교육)시장의 구조적인 성장의 수혜를 누리며 동사의 새로운 성장동력이 될 것이다. 또한 동사는 이러한 비즈니스의 확장을 통해 학생들의 교육 전 여정을 포괄하는 종합 온라인 교육 플랫폼으로 자리매김할 것이다.

5.1. Guild Education 과 동사의 파트너십

이번 11월 1일, 동사는 3분기 실적발표에서 Guild Education(이하 Guild) 과의 파트너십 계약 체결을 발표했다. 2022년 1월부터 이 파트너십을 통해 교육 프로그램을 제공한다는 것을 밝혔는데 여기에는 동사가 2019년 인수한 직무 교육 플랫폼 Thinkful 이 활용되어 인수 후 본격적인 사업성 증대가 시작될 것으로 전망된다.

Guild Education 소개

Guild 는 Learning Provider(교육 기관)들과 Employer(고용주 = 기업)을 연해당 기업의 직원들이 양질의 교육을 받을 수 있게 연결하는 교육 플랫폼으로 현재 성인 교육 시장 분야에서 업계 1위를 차지하고 있는 유망한 기업이다.

그림 5-1. Guild Education 의 파트너 기업들	그림 5-2. 미국 기업들의 직원 교육 복지 확대 추세										
	<table border="1"> <tr> <td>Amazon</td> <td>2022년 1월부터 "Career Choice" Benefit 제공</td> </tr> <tr> <td>Macy's</td> <td>2022 2월부터 100% 학비 제공(Guild Education)</td> </tr> <tr> <td>Waste Management</td> <td>2022년 100% 학비 제공(Guild Education)</td> </tr> <tr> <td>Target</td> <td>2021년 8월부터 100% 학비 제공(Guild Education)</td> </tr> <tr> <td>Home Depot</td> <td>직원들의 학비 전액 제공(Bellvue University 한정)</td> </tr> </table>	Amazon	2022년 1월부터 "Career Choice" Benefit 제공	Macy's	2022 2월부터 100% 학비 제공(Guild Education)	Waste Management	2022년 100% 학비 제공(Guild Education)	Target	2021년 8월부터 100% 학비 제공(Guild Education)	Home Depot	직원들의 학비 전액 제공(Bellvue University 한정)
Amazon	2022년 1월부터 "Career Choice" Benefit 제공										
Macy's	2022 2월부터 100% 학비 제공(Guild Education)										
Waste Management	2022년 100% 학비 제공(Guild Education)										
Target	2021년 8월부터 100% 학비 제공(Guild Education)										
Home Depot	직원들의 학비 전액 제공(Bellvue University 한정)										

출처: Guild Education 홈페이지, SMIC 1팀

출처: Dayton Daily News, SMIC 1팀

기업들의 직원 교육을 관리

2021년 기준 Microsoft, Disney, Bloomberg, Chipotle, Walmart 등 미국 유수의 대기업을 포함해 많은 기업들과 협력을 맺어 그들의 직원 교육을 진행하고 있으며, 이들의 직원 규모를 기반으로 2030년까지 400만명의 고객을 확보하는 것을 가이드선으로 제시하고 있다.

Guild 타겟시장의 장미빛 미래

미국의 기업들 사이에서 직원들의 복지혜택의 일부로 교육 복지를 제공하는 경우가 최근 점점 확대되고 있다. 이러한 제도하 직원들의 교육비의 전부 또는 일부를 회사에서 지급하는데 이때 기업들은 Guild Education 을 통해 같은 비용으로 더욱 양질의 교육 프로그램을 직원들에게 제공할 수 있다. 실제로 Guild 프로그램을 거친 직원의 경우 낮은

이직률(일반 직원보다 30% 낮음)과 높은 업무 성과를 보이고 있어 점점 많은 기업들이 프로그램에 참여하고 있다.

Thinkful의 합류

교육기관의 경우, Guild 의 프로그램을 통해 참여자들은 고등학교 학위부터 박사학위를 포함한 다양한 학위를 취득할 수 있어 현재는 Penn Foster University, Bellevue University 와 같은 대학교와 이 학교들의 온라인 학위 프로그램들이 대부분의 비중을 차지하고 있다. 그리고 이번 파트너십을 통해 이제 여기에 **동사의 직무 교육 플랫폼인 Thinkful 이 합류하게 된다.**

그렇다면 동사의 Thinkful 은 어떠한 경쟁력을 바탕으로 이 파트너십에서 큰 수혜를 누리게 될까?

5.2. Thankful to Thinkful!

IT 기반의 교육 역량을 가짐

Thinkful은 **In-demand Skill(실무, 직무 교육)에 특화된 플랫폼으로, 소프트웨어 개발 및 디자인부터 데이터 분석까지 IT 관련 전 직무를 아우르는 교육을 제공한다.** 그리고 이번 파트너십의 배경에는 이러한 Thinkful 의 **IT 기반의 커리큘럼과 교육 역량**이 중심에 있다.

IT 기반의 교육은 기업에게 매우 중요한 과제

Guild 는 기업이 직원들에게 교육복지를 제공할 때 더욱 기업과 직원들이 원하는 방향의 교육을 이수할 수 있도록 가장 적합한 교육기관을 매칭해주고, 전체적인 교육 여정을 관리해주는 서비스를 제공한다. **Thinkful 은 최근 기업과 직원이 가장 원하는 방식의 교육을 제공하는 플랫폼으로 파트너십이 시작되는 2022년부터 Guild의 대표 교육기관으로 자리잡을 것이다.**

그림 5-3. 기술격차가 해소되어야 할 필요성이 높은 분야



출처: 맥킨지 컨설팅, Global Survey 2020, SMIC 1팀

그림 5-4. 미국 부트캠프 Top10(이용자 수 기준)

Bootcamp	2020 Students & Graduates
General Assembly	6,776
Flatiron School	3,347
Springboard	3,170
Lambda School	2,935
ironhack	2,619
BrainStation	2,597
Thinkful	1,840
CareerFoundry	1,808
Product School	1,344
App Academy	991

출처: CareerKarma, SMIC 1팀

최근 들어 빠른 기술의 발달로 인해 조직 내부의 **기술격차(Skill-Cap: 조직에 필요한 기술과 구성원들의 역량 사이 존재하는 간극)이 점점 확대되고 있다.** OECD 의 통계에 따르면 전세계 성인 4명 중 1명이 이러한 스킬캡 문제를 겪고 있고, 미국 정부는 이러한 스킬캡으로 2021년 기준 유휴 일자리 660만개가 발생했다고 발표했다. 실제로 대부분의

직무에서 기술 격차는 큰 병목이 되고 있으며, 이러한 기술 격차의 확대 해결을 위해 기업들 또한 해결책을 모색하고 있다.

Guild에서 Thinkful은 높은 점유율을 가질 수 밖에 없다

그리고 특히 이러한 기술 격차는 디지털 격차, 즉 IT 부분에서의 기술에 대한 격차가 중심이 되기 때문에 Thinkful이 제공하는 IT 직무 교육은 기업들에게도, 그리고 기업의 구원들에게도 높은 선호도를 가질 수밖에 없다. 현재 Guild의 대표적인 교육기업 파트너사들은 보통 일반 대학교이기 때문에 정말 기업에 필요한 실무 교육을 진행하는 데에는 큰 한계가 있다. 따라서 Thinkful이 Guild의 파트너 기관으로 합류하게 된다면 초기부터 높은 교육 점유율을 확보할 수 있을 것이다.

Thinkful이 속한 부트캠프 시장 역시 고성장 중!

또한 Thinkful은 현재도 미국 상위 부트캠프업체 10개 중 하나로 빠른 성장을 보이고 있다. IT 관련 직무가 급격하게 증가하며 코딩 기반의 부트캠프 업체들의 성장세 (2025년까지 예상 CAGR 16.88%)가 가파르고, 또한 Thinkful은 우수한 교육과정을 바탕으로 점유율을 점점 확대해왔다. 실제로 부트캠프 교육과정을 평가하는 웹사이트인 CourseReport를 확인해보면 Thinkful은 2019년부터 꾸준히 인기 부트캠프로 선정되어 왔으며, 졸업생들의 후기 또한 매우 긍정적이다.

<p>그림 5-5. Thinkful의 CourseReport Awards</p>	<p>그림 5-6. 부트캠프 2020-25 CAGR 16.88%</p>
	

출처: CourseReport, SMIC 1팀

출처: TechNavio, SMIC 1팀

따라서 Thinkful은 이러한 시장의 구조적인 성장에서 우수한 커리큘럼을 바탕으로 높은 성장이 예상되며, 2022년부터는 Guild와의 파트너십을 통해 더욱더 수익이 확대되어 동사의 신성장동력이자, 동사 비즈니스의 큰 축으로 자리잡을 것이다.

5.3 동사의 빅픽처, Always put student FIRST with Thinkful.

Thinkful 인수 역시 학생들을 위한 것

앞서 언급한 기술격차와 비슷한 맥락으로 기술의 발전과 직무의 전문화, 다양화에 따라 대학을 비롯한 고등교육을 마친 학생들이 기술이 요구되는 직업에 취직되기에는 자격이 부족한 경우, 즉 고등교육기관에서 제공하는 교육이 실제 고용주들이 원하는 사람들의 능력과 맞춰져 있지 않은 경우가 많다. 따라서 대학에 진학해 교육과정을 밟은 학생이더라도 추가적인 직무 교육의 필요성이 커졌다.

동사는 고등학교 과정보다 취업 전까지의 학생들의 교육 여정을 커버하는 것을 목표로 **'Always put students first'** 라는 목표 하에 비즈니스를 확장하고 변화시켜왔다. 그리고 Thinkful의 인수는 이러한 동사의 일관적인 목표에 부합한다.

직무 교육 플랫폼인 Thinkful의 인수와 통해 현재 Chegg Study의 대부분의 유저를 차지하는 대학생들에게 취업 전 필요한 실무 교육까지 제공하며 모든 교육과정을 포괄하는 direct-to-student online learning platform 으로 비즈니스를 확장하는 중인 것이다.

현재 Chegg Services를 이용하는 사용자는 2020년 기준 660만명이고, 앞서 4장에서 동사가 가진 방대한 데이터와 유용한 학습 도구 제공 등을 통해 앞으로도 꾸준한 구독자수의 성장이 이뤄질 것임을 확인했다. 이러한 동사의 기존 구독자들을 Thinkful 플랫폼으로 유입하여 시너지 효과를 통해 동사의 비즈니스를 더욱 강화할 것으로 기대된다.

5.4 Skills(Thinkful) 부문 매출 추정

Skill education 부문, 즉 Thinkful 플랫폼 매출 추정은 우선 Thinkful의 연간 이용자 (Graduates)수 우선 추정한 뒤, 인당 평균적으로 지불하는 교육 금액인 \$12,600 를 이에 곱해 최종 매출을 추정해주었다.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Thinkful graduates (명)	363	525	762	775	1840	2881	6746	8653	11105	14257
yoy(%)		45%	45%	2%	137%	57%	134%	28%	28%	28%
Boot Camp total graduates	21,310	25,768	32,534	33,959	44,254	64,432	75,308	88,020	102,878	120,244
yoy(%)		21%	26%	4%	30%	46%	17%	17%	17%	17%
Thinkful 시장 점유율	1.7%	2.0%	2.3%	2.3%	4.2%	4.5%	4.8%	5.2%	5.6%	6.0%
Guild Edu graduates					40,000	50,000	62,500	78,125	97,656	122,070
Guild Edu 내 Thinkful 점유율							5%	5%	6%	6%
Skill 부문 Revenue (K\$)					23,184	36,301	85,003	109,031	139,918	179,637
yoy(%)						57%	134%	28%	28%	28%

Thinkful graduates 추정 그리고, 이를 통한 매출 추정 논리는 다음과 같다.

ㄱ. 우선 2020-2025 Bootcamp 시장의 예상 CAGR 인 16.88% 로 2021년부터 2025년까지의 전체 BootCamp 졸업생 수를 추정하였다.

ㄴ. Bootcamp 시장에서 현재 동사가 뛰어난 교육 역량을 바탕으로 점유율을 확대하고 있으며, 총 25개의 유의미한 Vender들 사이에서 top 8의 기관으로 선정되었다는 점에서 지금까지의 추세를 따라 2025년까지 점유율을 확대할 것이라고 판단하였다. 이러한 논리로 2025년 추정된 동사의 시장점유율은 6%이다.

ㄷ. 앞서 언급한 것처럼 2022년부터는 Guild Education 과의 파트너십을 통해 본격적인 이용자 수 확대가 예상할 수 있는데, Guild 사에서 제공하는 2030년까지의 Graduates 수가 이더슨스를 이용하였다. 그 가운데 동사의 Guild 내의 초기(2022년) 점유율 5%를 가정하

여 Guild 와의 파트너십을 통한 추가적인 graduate 수를 구해주었다.

≡. 이렇게 구한 동사의 2025년까지의 Graduates 수에 Thinkful의 평균 교육비인 \$12,600를 곱해 최종적으로 매출을 구해주었다.

6. Potential & Risk

6.1. Potential - 광고 BM 추가 가능성

동사는 2020년 기준으로 650만 명의 구독자를 가지고 있는 플랫폼이다. 동사와 같은 플랫폼 기업들은 광고 매출을 통해 대부분의 매출을 발생시키는데, 동사는 아직 광고를 통한 매출 발생에 소극적인 모습이다.

광고주의 주요 타겟인 동사의 구독자

동사가 광고주에게 있어 매력적인 플랫폼일까? 그렇다. 동사의 구독자들은 광고를 발주하는 기업들이 주요 타겟으로 하는 'MZ 세대'들이다. 또한 동사의 구독자들이 동사 사이트 혹은 어플리케이션에 잠시 머무르는 것이 아니라 학습 과정에서 길게 접속한다는 점은 광고주 기업 입장에서 매력적인 플랫폼이다.

광고 매출 발생 위한 동사의 준비

동사 역시 지금까지는 본질적인 Chegg study 역량에만 투자하며 구독자 수 확대에 집중했으나, 광고 매출을 발생시키고자 하는 의지를 표명하고 있다. 동사 사업보고서에서 광고주의 효용을 극대화하기 위해 데이터 사이언스, 머신 러닝 기술을 포함한 programmatic 광고 기술을 보유하고 있다고 언급하고 있다.

동사의 광고 매출 발생 예측 가능!

상기한 이유로, 동사는 언젠가 동사의 플랫폼을 활용해 광고 매출을 발생시킬 것이 확실하다. 동사가 광고 사업을 시작한다면 보유하고 있는 플랫폼에 광고만 추가하면 되기 때문에 광고 매출은 대부분 공헌이익으로 반영되어 폭발적인 이익 성장에 기여할 것이다.

6.2. Risk 1 - Pearson과의 소송

동사에 대해 Pearson이 소송 제기

2021년 9월 글로벌 최대 대학 교재 출판사 Pearson은 동사에 소송을 제기했다. 소송의 주 내용은 동사가 Pearson 교재의 저작권을 침해했다는 것이다. 구체적으로는 1) 동사가 제공한 답에 Pearson 교재의 문구를 그대로, 혹은 일부 수정한 문구가 포함되며, 2) 동사가 제공하는 답이 Pearson의 문제로부터 파생되는 것이기 때문에 동사가 저작권을 침해하고 있다고 주장하고 있다.

Pearson 주장에 대한 동사의 반박

동사는 Pearson의 이러한 주장에 반박하며 몇 가지 근거를 제시했다. 우선 저작권은 사실에 대한 것에는 적용되지 않으며, 동사가 제공하는 교재에 대한 답은 사실에 해당하기 때문에 저작권 침해에 해당하지 않는다는 것이다. 또한 동사가 제공하는 답들은 동사 서비스 이용자가 제공한 것으로 Digital Millennium Copyright Act(DMCA)에 의해 보호되기 때문에 Pearson에 대한 저작권 침해가 아니라는 것이다.

두 회사의 주장이 첨예하게 대립하여 소송의 결과가 나오는 데까지는 오랜 기간이 소요

될 것이고, 법원이 어느 쪽의 손을 들어줄지는 아직 불확실하다.

소송은 양측의
합의로 끝날
것으로 예측

그러나 동사의 서비스가 교재에 대한 답 뿐만 아니라 풀이를 제공함으로써 학생들은 더 수월하게 학습을 할 수 있고, 따라서 교재로부터 얻을 수 있는 효용을 늘려주는 측면이 있다. 결국 동사의 서비스가 교재에 대한 수요를 줄이기보다는, 보완재의 역할을 하고 있는 것이다. 따라서 전문가들은 해당 소송이 법원 판결까지 진행되거나 동사의 서비스가 없어지지 않을 것이며, 동사와 Pearson 간 합의로 끝날 확률이 높다고 전망한다.

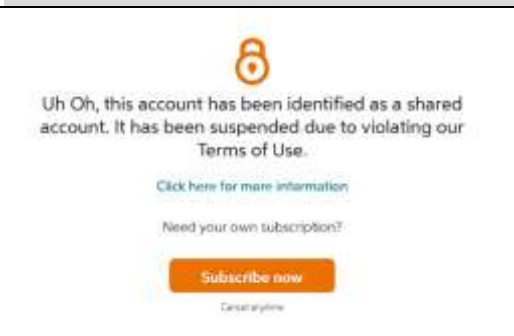
6.3. Risk 2 - 계정 동시 사용 문제

동사 서비스처럼 구독 서비스의 경우 한 계정을 다른 사람과 공유해서 사용하는 문제가 제기될 수 있다. 이는 매출을 직접적으로 감소시키기 때문에 회사에게는 치명적일 수 있다.

계정 공유에 대해
강화되는 규제

그러나 동사는 계정 동시 사용에 대해 점점 더 적극적인 규제를 취하고 있다. 기존에는 한 계정에 대해 동시에 여러 명이 접속하는 것만 금지하고 있었다. 그런데 2020년 8월부터는 등록된 두 개의 디바이스를 통해서만 접속할 수 있도록 했고, 접속한 계정의 IP와 주소를 파악해서 다른 지역에서 접속한 것이 파악되는 경우 경고 없이 계정을 정지시키는 정책을 시작했다.

그림 6-1. 계정 공유 의심 시 계정 정지



출처: Beyond Observer, 동사 홈페이지

그림 6-2. 동사 서비스 계정 공유 규제 사용자 반응



출처: 에브리타임

동사의 강한 규제
의지는 매출 감소
우려 불식시킬 것!

실제로 국내 대학교 커뮤니티 사이트에서 Chegg 서비스에 대한 게시물들을 보면 계정 불법 공유가 현실적으로 불가능하다는 것을 확인 가능하다. 즉, 동사는 계정 공유에 대해 넷플릭스 등과 같은 구독 서비스보다 훨씬 엄격한 규정을 적용하고 있는 것이다. 그러므로 계정 공유에 대한 동사의 강한 규제 의지는 이 문제로 인한 매출 감소 우려를 경감시킬 수 있을 것이다.

7. Valuation – EV/Revenue Method

7.1. Valuation Method 선정 논리

동사는 Chegg 플랫폼의 연간 800만명에 달하는 구독자를 바탕으로 하는 교육플랫폼 기업이다. 동사의 미래 사업 방향은 글로벌 진출, 및 구독자를 활용한 추가 서비스 확대에 있다. 동사는 최근 흑자전환에는 성공했으나, 최근의 이익률이 동사가 충분히 달성할 수 있는 수익성이라고는 생각하지 않는다. 따라서 동사를 PER Method를 활용해 Valuation을 하게 되면, 오히려 동사의 가치를 과소평가할 가능성이 높다.

이에 동사가 보여줄 수 있는 성장성, 즉 매출액에 초점을 맞추는 EV/Revenue Method가 적절한 밸류에이션 방법이라고 생각한다. 시장이 현재 동사의 수익성에 대한 우려가 아닌, 매출액(성장)이 꺾이지 않을까 우려하고 있기 때문이다. 또한 대부분의 교육플랫폼 기업들 또한 현재 적자 상태이고, EV/Revenue Method로 밸류에이션 할 수밖에 없는 상황이라는 점도 고려했다.

7.2. Earning Table

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Net revenues	321,084	410,926	644,338	198,378	198,478	171,942	195,000	763,798	1,064,456	1,342,288	1,707,175	2,184,255
YoY (%)		28.0%	56.8%	50.8%	29.7%	18.5%	-5.2%	18.5%	39.4%	26.1%	27.2%	27.9%
Cost of revenues	79,996	92,182	205,417	71,384	60,708	67,102	53,886	253,080	304,608	487,572	631,711	807,724
Gross profit	241,088	318,744	438,921	126,994	137,770	104,840	141,114	510,718	679,847	854,716	1,075,464	1,376,531
GPM(%)	75.1%	77.6%	68.1%	64.0%	69.4%	61.0%	72.4%	66.9%	63.9%	63.7%	63.0%	63.0%
Operating expenses	247,308	300,927	382,168	110,215	103,000	104,479	126,337	444,031	567,067	699,027	865,390	1,074,771
Research and development	114,291	139,772	170,905	46,131	41,595	43,269	49,615	180,610	220,886	270,144	330,386	404,062
Sales and marketing	34,714	63,569	81,914	26,214	21,886	27,239	28,795	103,934	136,005	164,734	206,206	264,100
General and administrative	78,303	97,586	128,349	37,870	39,719	33,971	47,926	159,486	196,646	242,463	298,955	368,609
Operating expense in textbook library										13,531	21,687	29,844
Income (loss) from operations	-6,220	17,817	56,753	16,770	34,770	361	14,777	66,687	112,780	155,689	210,074	301,760
OPM(%)	-1.9%	4.3%	8.8%	8.5%	17.5%	0.2%	7.6%	8.7%	10.6%	11.6%	12.3%	13.8%
Interest expense, net	-11,225	-44,851	-66,297	-1,929	-1,701	-1,633	-1,754	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017
Other income (expense), net	3,987	20,063	8,693	-77,208	1,920	8,670	5,295	-61,323	10,911	10,911	10,911	10,911
Income (loss) before provision for income taxes	-13,458	-6,971	-861	-62,358	34,969	7,398	18,318	-1,653	116,674	159,582	213,968	305,654
Provision for income taxes	1,430	2,634	5,360	2,821	2,225	747	1,507	7,300	13,184	18,033	24,178	34,539
tax rate(%)	-10.6%	-37.8%	-622.5%	-4.3%	-6.4%	10.1%	8.2%	-441.7%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Net income	-14,888	-9,605	-6,221	-65,179	32,764	6,651	16,811	-8,953	103,490	141,550	189,790	271,115

7.3. Net revenues 추정

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Net revenues	321,084	410,926	644,338	198,378	198,478	171,942	195,000	763,798	1,064,456	1,342,288	1,707,175	2,184,255
Chegg Services	Academic	253,985	332,221	498,044	153,276	164,438	137,715	166,925	622,354	771,832	944,072	1,196,511
	Skills			23,184	9,075	9,075	9,075	9,075	36,300	85,003	109,031	139,918
Required Materials	Textbook distribution fee	67,099	78,705	72,310	25,327	13,865	6,952	5,252	51,396	72,310	72,310	72,310
	Textbook library			50,800	10,700	11,100	18,200	13,748	53,748	135,311	216,874	298,437
YoY(%)		28.0%	56.8%	50.8%	29.7%	11.6%	-5.2%	18.5%	39.4%	26.1%	27.2%	27.9%

동사의 매출은 Academic, Skills, textbook distribution fee, textbook library로 나뉜다.

Academic은 Chegg study와 관련된 매출, Skills는 직무교육플랫폼 thinkful에서 발생하는 매출이다. Academic과 Skills 매출은 앞서 설명한 바 있다.

Textbook distribution fee는 Chegg 플랫폼을 통한 타 사업자의 전공서적 판매수수료이며, Textbook library는 동사의 교과서 직매입을 통한 렌탈 사업이다. 전자는 전체 거래액의 일부를 판매수수료로 수취, 매출로 인식하고, 후자는 렌탈료를 매출로 인식한다.

Textbook distribution fee는 2020년 값을 Flat 하여 적용하였다. Textbook distribution fee는 2019년까지 MAU상승에 힘입어 연간 10% 가량 성장했으나, 2020년 동사의 Library 사업이 등장한 이후 성장률이 꺾이는 모습을 볼 수 있었다. 다만 2020, 2021년 값은 코로나 19로 인한 물류망 차질로 인한 피해가 크다는 점, 동사의 구독자 수는 지속적으로 증가하고 있다는 점을 고려하면, 2020년 값을 그대로 적용하는 것은 무리한 추정이 아니다.

Textbook library 매출은 동사의 과거 사업규모를 참고했다. 동사는 과거 100만명의 구독자를 활용해 1억 9천만달러 가량의 렌탈매출을 올리는 회사였다. 동사의 미국 내 구독자는 2021년 기준으로 490만명에 달하고, 2025년에는 670만명에 이를 것으로 추정된다. 과거에는 동사의 주 사업모델이 렌탈이었지만, 현재는 아니라는 점을 감안하여 2025년 렌탈 매출은 과거 매출규모의 두 배인 3억 8천만달러에 이를 것이라고 가정하였다.

7.4 Gross profit 추정

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Net revenues	321,084	410,926	644,338	198,378	198,478	171,942	195,000	763,798	1,064,456	1,342,288	1,707,175	2,184,255
Cost of revenues	79,996	92,182	205,417	71,384	60,700	67,102	53,886	253,080	384,608	487,572	631,711	807,724
Gross profit	241,088	318,744	438,921	126,994	137,770	104,840	141,114	510,718	679,847	854,716	1,075,464	1,376,531
Chegg Services								460,542	571,155	698,613	885,418	1,148,708
Academic			365,414					17,787	41,651	48,375	61,926	79,314
Skills			11,360									
Required Materials								38,033	53,509	53,509	53,509	53,509
textbook distribution fee			53,054									
textbook library			9,093					-5,644	13,531	54,219	74,609	95,000
GPM(%)	75.1%	77.6%	68.1%	64.0%	69.4%	61.0%	72.4%	66.9%	63.9%	63.7%	63.0%	63.0%

동사의 전체 매출원가는 배송&운반비, 무형자산감가상각, 라이선스비, textbook 감가상각비 등으로 이루어진다. 하지만 연차보고서에 항목별로 구분되어 있지 않아 구체적인 추정은 불가능하다고 판단했다. 따라서 각 매출부문별 GPM을 구해 이를 적용하는 방식을 선택했다.

Academic, Textbook distribution fee GPM 추정

두 사업부문 모두 GPM이 높다. 이는 과거 GPM으로 알 수 있다. Textbook distribution fee 또한 순수한 판매수수료만 매출로 인식하므로 GPM이 높다고 가정해도 무리가 아니다.

(단위: 천 달러)	2017	2018	2019
매출	255,066	321,084	410,926
Academic	185,683	253,985	332,221
textbook distribution fee	69,383	67,099	78,705
매출원가	80,175	79,996	92,182
매출총이익	174,891	241,088	318,744
GPM(%)	68.6%	75.1%	77.6%

사업부문이 다각화되기 전, 2017~2019년 추이를 볼 때, Academic 비중이 늘어날수록 GPM이 상승한다는 것을 볼 수 있다. 다만, 2020~21년 Academic 비중이 늘어남에도 불구하고 GPM이 소폭 하락하였다. 이는 급격한 글로벌화 및 2020년 대규모 인도인 인력 충원 때문이라고 판단된다. 2021년 안정화되는 모습을 보이고, 향후 글로벌에서 규모의

경제를 갖추며 GPM이 상승할 것이라고 판단한다. 하지만 그 시기와 정도를 추정하기 불가능해 2021년 수치를 Flat 처리하였다.

Skill GPM 추정

Skill 교육 부문 GPM의 경우, Thinkful 의 GPM이 공개되지 않아 비슷하게 온라인 교육을 제공하는 Udemy의 2016-2020 평균 GPM인 49%를 사용하였다. 또한 2022년부터 Guild와의 파트너십이 시작되고 Guild 를 통해 발생하는 매출에는 Guild Platform 향 수수료를 10%를 반영해 39%의 GPM을 사용하였다.

이렇게 구해진 49%, 39% 라는 GPM을 통해 일반 졸업생 수, Guild Platform 졸업생 수 비중을 고려해 추정된 2022년부터 2025년까지의 GPM은 44%로 산출되었다.

Textbook library GPM 추정

Textbook library의 GPM은 타 매출부문에 비해 현저히 낮다. 직매입한 교과서를 렌탈하는 유통업이기 때문이다. 2012~2015년 동사의 BM이 렌탈사업일 때의 GPM은 평균 25%에 불과했다. 하지만 그때와 달리 현재는 이미 Chegg플랫폼을 통한 판매망이 갖추어져 있으므로 렌탈 사업으로 인해 추가되는 판관비율 또한 낮다. 그 근거로 동사는 사업 초기인 2020년 library의 OPM이 2.9%라고 밝힌 바 있다. 낮은 GPM에도 불구하고 흑자를 낸 것이다. 비록 2021년에 코로나로 인하여 물류비용이 급증해 적자를 기록했으나, 장기적으로 library의 OPM은 10%에는 달할 것이라고 판단한다. 따라서 GPM 25%, 판관비율 15%를 가정했다.

GPM(%)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Academic+textbook distri	75.1%	77.6%	73.4%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%
Skill			49.0%	49.0%	44.4%	44.3%	44.2%	44.0%
textbook library			17.9%	-10.50%	10.0%	25.0%	25.0%	25.0%

7.5. Operating expenses 추정

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Net revenues	321,084	410,926	644,338	198,378	198,478	171,942	195,000	763,798	1,064,456	1,342,288	1,707,175	2,184,255
Operating expenses	247,308	300,927	382,168	110,215	103,000	104,479	126,337	444,031	567,067	699,027	865,390	1,074,771
Research and development	114,291	139,772	170,905	46,131	41,595	43,269	49,615	180,610	220,686	270,144	330,386	404,063
Sales and marketing	54,714	63,569	81,914	26,214	21,686	27,239	28,795	103,934	136,005	164,734	206,206	264,100
General and administrative	78,303	97,586	129,349	37,870	39,719	33,971	47,926	159,486	196,646	242,463	296,955	368,609
operating expenses in Textbook library									13,531	21,687	29,844	38,000
Operating expenses / Net revenues(%)	77.0%	73.2%	59.3%	55.6%	51.9%	60.8%	64.8%	58.1%	53.3%	52.1%	50.7%	49.2%

동사의 Operating expenses(판매비와 관리비)는 3가지로 구성되어 있다.

R&D금액의 경우 지속적으로 금액을 늘려갈 것이라고 판단하였다. 성장을 위해서는 지속적인 R&D가 필수적이기 때문이다. 다만 매출에 연동되는 비용은 아니라고 판단하여, 2019~20년의 R&D비용의 증가율 22.3%를 적용하였다. 특이하게도 2021년은 1~3분기 R&D비용 증가율이 5%를 기록했는데, 앞서 말한 글로벌 진출을 고려했을 때 지속되기 어렵다고 판단해 제외하였다.

Sales and Marketing 비용은 B2C기업인 동사 특성상 매출에 연동되는 성격이 있다고 판

단하였다. 따라서 4년치 매출액 대비 비용의 평균값 14.6%를 적용하였다.

General and administrative 비용 또한 회사가 성장함에 따라 증가하기는 하지만 매출과 직접적으로 연동되지는 않는다고 판단하였다. 과거 3년 증가율이 24.6%, 22.3%, 23.0%로 변동이 매우 적어 과거 3년 증가율의 평균치인 23.3%를 적용하였다.

별도로, Textbook Library는 교과서라는 유형자산을 렌탈하는 사업으로서, 사업 구조가 기존의 무형자산 기반 사업과 완전히 다르다. 앞서 말했듯이, 해당 사업에는 GPM 25%, 판관비율 15%를 적용하였다.

7.6. Interest expense, net 추정

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Interest expense, net	-11,225	-44,851	-66,297	-1,929	-1,701	-1,633	-1,754	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017
amortization of debt discount	-9,377	-39,838	-60,202									
other	-1,848	-5,013	-6,095	-1,929	-1,701	-1,633	-1,754	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017	-7,017

동사의 금융손익은 거의 대부분(99% 이상) convertible notes에서 발생한다. 이자비용은 실제 지급되는 이자와 전환권 조정에 대한 상각액으로 구분된다.

한편, 동사는 2021년부터 전환사채에 대해 개정된 회계기준(ASU 2020-06)을 적용했다. 개정된 회계기준에 따르면 동사의 전환사채에 대해 전환권 조정 계정을 인식하지 않는다. 이를 소급 적용하여 기존에 발행했던 전환사채에 대한 전환권 조정 계정을 이익잉여금의 감소로 처리했다. 따라서 기존 전환권 조정에 대한 상각액 만큼의 이자비용이 감소하는 효과가 발생한다.

또한 동사가 대규모 시설투자가 필요한 기업이 아니고, EBITDA가 2021년 기준 \$256M에 달하기 때문에 향후 4년간 이자비용은 FLAT 처리하였다.

7.7. Other income(expense), net 추정

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Other income (expense), net	3,987	20,063	8,683	-77,208	1,920	8,670	5,295	-61,323	10,911	10,911	10,911	10,911

2021년 대규모 손실은 전환사채의 상환손실이 크게 발생한 결과이다. 회계상에는 장부금액으로 기록되어 있었지만, 실제 상환액은 공정가치로 계산되고 공정가치가 더 크다면 그 차액이 손실로 인식되는 것이다.

그 외에는 특별한 것이 발견되지 않아 평균 처리하였다.

7.8. Provision for income taxes 추정

(단위: 천 달러)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Income (loss) before provision for	-13,458	-6,971	-861	-62,358	34,989	7,398	18,318	-1,653	116,674	159,582	213,968	305,654
Provision for income taxes	1,430	2,634	5,360	2,821	2,225	747	1,507	7,300	13,184	18,033	24,178	34,539
Net income	-14,888	-9,605	-6,221	-65,179	32,764	6,651	16,811	-8,953	103,490	141,550	189,790	271,115
tax rate(%)	-10.6%	-37.8%	-622.5%	-4.5%	6.4%	10.1%	8.2%	-441.7%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%

동사는 2020년까지 적자상태였기에 유효법인세율 추정이 불가하다. 따라서 미국 기업들

의 실효세율인 11.3%를 일괄 적용하였다.

7.9. EV/Revenue Mutiple 및 EV 추정

7.9.1. Target Mutiple 선정 논리

교육플랫폼 사업을 영위하며, 현재 상장되어 있는 PEER 그룹으로는 Coursera, Duolingo, Instructure, Udemy가 있다. 매출액의 성장성을 볼 때에는 그 기업이 속한 시장의 크기가 중요하다. 시장의 크기가 다르다는 것이 PEER를 선정함에 있어 타 산업은 포함시키지 않은 이유이다.

이 중 동사의 PEER로 선정할 조건은 (1) 동사와 기본적인 Revenue 성장성이 비슷해야 하며, (2) MAU 혹은 시장지배력을 갖추었고 (3) 2021년 매출 성장률이 둔화되어야 하며, B2C플랫폼이어야 한다는 것이다.

야후 파이낸스, Seeking alpha 등을 통해 찾은 매출 성장률, EV는 다음과 같다. 2021, 2022년 수치는 컨센서스를 사용했다.

		2019	2020	2021E	2022E
Coursera	Revenue (\$ thousands)	184,411	293,511	412,170	513,060
	yoy(%)		59.2%	40.4%	24.5%
	EV(\$ thousands)		4,551,122		
	EV/Revenue		8.87		

		2019	2020	2021E	2022E
Udemy	Revenue (\$ thousands)	276,327	429,899	535,224	642,269
	yoy(%)		55.6%	24.5%	20%
	EV(\$ thousands)		4,110,802		
	EV/Revenue		6.4		

		2019	2020	2021E	2022E
Instructure	Revenue (\$ thousands)	258,473	297,918	406,680	453,940
	yoy(%)		15.3%	36.5%	11.6%
	EV(\$ thousands)		3,800,718		
	EV/Revenue		8.37		

		2019	2020	2021E	2022E
Duolingo	Revenue (\$ thousands)	70,800	161,700	246,520	320,750
	yoy(%)		128.4%	52.5%	30.1%
	EV(\$ thousands)		4,510,560		
	EV/Revenue		14.06		

Udemy

Udemy는 온라인 강의 플랫폼으로 주로 학생과 직장인들에게 프로그래밍, 디자인, 경영 등의 다양한 강좌를 제공한다. 누적 가입자 기준 4400만명의 학생들이 15만개의 수업을 받고 있다. Udemy는 인기 및 유명 강의를 10달러에 불과한 매우 싼 가격에 제공하는데, 수익의 대부분을 강사에게 지급하고 일부를 수수료 형식으로 Udemy가 가져간다. 누구나 강의를 올리고 돈을 벌 수 있다는 점에서 Udemy가 따로 노력하지 않아도 강의의 질이 올라간다.

현재 시장점유율 1위이나, Revenue 성장성이 둔화되는 모습을 보인다. 2021년 10월에 상장해 2022년 컨센서스가 아직 없는 상태로, Udemy의 Revenue 성장성이 2022년 크게 둔화된다는 점을 감안해 2022년 예상 Revenue로 YoY +20%를 적용했다.

Coursera

Coursera는 Udemy의 경쟁사로, 개별 강의를 수강할 수 있는 Udemy와 달리 구독 모델을 채택하고 있다. 현재 매출규모는 Udemy에 비해 낮지만 Udemy에 비해 빠른 속도로 성장하고 있고, 이에 EV/Revenue도 더욱 높게 평가받는다.

Instructure

Instructure는 Canvas라는 온라인 학습 관리 시스템을 개발, 현재 미국 1위의 점유율을 차지하고 있다. Canvas 시스템은 각종 대학 등 교육기관에 채택되어 해당 기관에 속한 3000만 명 가량이 사용 중이다. B2C 플랫폼인 Canvas 커뮤니티의 사용자 수는 50만명이다. 하지만 Instructure는 E러닝 시스템을 구축해주는 B2B기업으로 B2C 플랫폼의 성격을 가진 동사와는 성격이 다르기에 PEER에서 제외하였다.

Duolingo

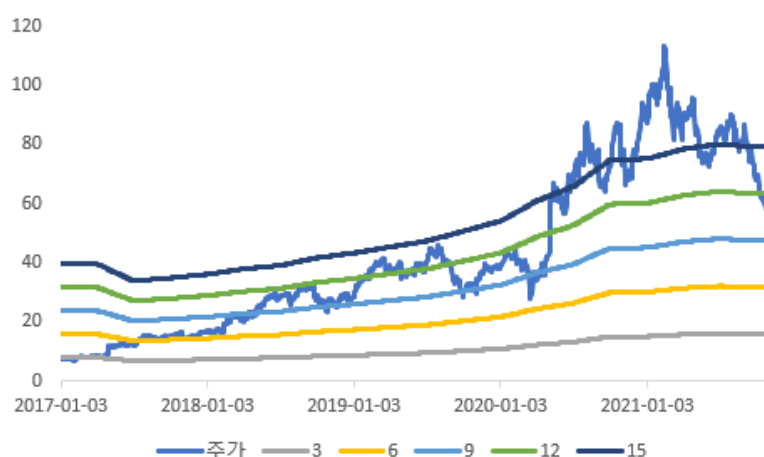
Duolingo는 글로벌 1위 어학 교육 플랫폼이다. 월 \$7라는 저렴한 금액에 구독할 수 있으며, 유료 구독 가입자 수는 180만명에 달한다. 또한 온라인으로, 언제 어디서나 치를 수 있는 자체 공인영어시험을 개발하였는데, 코로나 19를 계기로 글로벌 3000개의 대학들이 Duolingo의 공인영어시험을 인정하였다. 이는 또다른 성장 동력으로 평가받고 있다.

Duolingo의 2020년 Revenue 성장률은 120%로, 타 온라인 플랫폼 업체들을 능가한다. 이는 언어 교육 시장에서 Duolingo의 성장성을 반증한다. 따라서 Duolingo의 EV/Revenue 또한 14.06에 달하여 PEER에서 제외하였다.

이에 PEER로 선정할 수 있는 Udemy, Coursera의 EV/Revenue의 평균치인 **7.64**를 Target EV/Revenue로 제시한다. 이에 따른 동사의 2022E EV는 다음과 같다.

2022E	
Revenue (USD thousands)	1,064,456
EV/Revenue	7.64x
EV (USD thousands)	8,127,120

7.9.2. PSR band



동사는 2018년에 PSR 9를 넘어선 후, 코로나 위기를 제외하고 항상 PSR 9 이상의 Valuation을 받고 있었다. 최근 PSR 9 밑으로 내려왔다는 것은 동사, 혹은 에듀테크 산업의 장기 성장성에 의문이 생겼다는 것을 의미한다.

하지만 최근 매출 성장세가 멈춘 것이 코로나로 인한 기저가 너무 높았기 때문이며, 동사의 서비스에 대한 수요가 여전하다는 것이 2022년 이후의 매출 성장으로 증명된다면 다시 이전의 성장률을 되찾을 것이라고 판단한다.

7.9.3. 순부채 추정

2021. 3Q	
Cash and cash equivalents (USD thousands)	717,837,000
convertible senior notes (USD thousands)	984,096,000
Net debt (USD thousands)	266,259,000

Convertible senior notes는 전환가능성이 있으면 유통주식 수에 더하는 것이 맞다. 하지만 동사이 2026년 만기 Convertible senior notes의 전환가액은 주당 \$107.55로 전환하지 않는다고 판단하는 것이 합리적이다. 따라서 이를 차입금으로 계산하여 순차입금을 산출하였다.

7.9.4. 목표주가 산출

EV에 Net Debt를 차감하여 시가총액을 계산했으며, 이를 유통주식수로 나누어 2022년 목표주가를 산출하였다. 이때 유통주식 수에는 전환 가능한 Convertible senior notes 및 Share compensation으로 인한 주식 수 증가를 포함하였다.

Valuation - EV/Revenue Method	
22E Revenue (USD thousands)	1,064,456
EV/Revenue Multiple	7.64x
EV (USD thousands)	8,127,120
Net Debt (USD thousands)	266,259
Markte Cap. (USD thousands)	7,860,861
유통가능주식수(share)	180,719,318
목표주가(\$)	43.50
현재주가(\$)	27.12
상승여력	60%

Implied PER(2022E)	
Target Price(\$)	43.5
2022E Net income (USD thousands)	103,490
유통가능주식(share)	180,719,318
2022E EPS (\$)	0.57
Implied PER	76.3

이에 따른 2022년 목표주가 \$43.50, 현재주가 \$27.12, 상승여력 60%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.