보고서의 목적

투자의견 상향

Feb. 7, 2006 / 교육서비스

메가스터디(072870)

주가 매력 발생

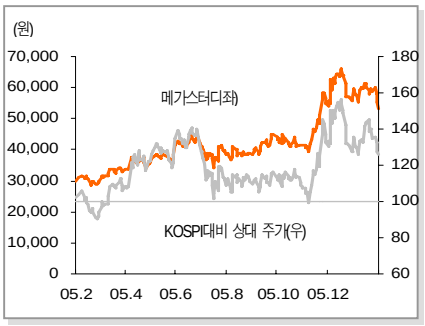
BUY(Upgrade)

목표주가 (6M)	68,000원
현재주가 (2 / 6)	54,500원

Analyst 한국희 3774-1474
cookie@miraeasset.com

발행 주식수(천주)	6,060
액면가(원)	500
시가총액 (십억원)	330
52주 최저 / 최고(원)	28,700/66,000
52주 일간 Beta (KOSPI대비)	0.3
평균거래량(3M, 천주)	56
평균거래대금(3M, 백만원)	2,996
외국인소유지분율 (%)	31.9
05년 주당 배당금(원)	0
05년 주당 예상배당금(원)	0
06년 예상EPS Consensus(원)	4,000
Consensus 차이(%)	5.5
주요주주 지분율(%)	
손주은	31.0
손성은	4.8
김성오	4.1

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	(6.0)	40.8	81.7
KOSPI대비 상대수익률(%)	(1.0)	17.7	38.0



요약

여전히 견고한 펀더멘털 대비 주가 매력 발생하여 투자의견 상향
4/4분기 실적은 여전히 강한 성장 잠재력을 보여줌
사설 학원료 부가세 부과 가능성은 오히려 기회

■ 조정 후 가격 메릿 발생하여 투자의견 BUY로 상향

동사에 대한 목표주가 68,000원을 유지하며 목표주가를 HOLD에서 BUY로 상향함. 최근 한 달간 동사 주가는 6.0% 하락하면서 현주가 대비 상승여력은 24.8%로 확대되었음. 여전히 긍정적인 실적 전망을 고려할 때 충분한 가격 매력이 발생했다고 판단함. 목표주가는 2006년 추정 실적 대비 PER 16.0배에 해당함. 이는 12.4%의 자본비용과 1.0%의 영구성장률을 가정한 현금흐름할인 모형으로 산출된 적정 주가와 유사한 수준임.

■ 강한 성장 잠재력에 주목

4/4분기 잠정실적은 외형과 수익성이 다소 엇갈린 횡보를 보이긴 했으나, 여전한 성장 잠재력을 증명함. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 83.1%, 122.9% 증가. 매출액 성장률은 예상을 상회했으나, 수익성은 예상을 소폭 하회. 오프라인 학원 확대에 따른 비용 증가 및 일회성 비용 발생에 따른 것. 2006년에는 매출액과 영업이익 각각 23.1%, 28.6% 증가하며 강한 성장 모멘텀을 이어갈 전망. 1) 최근 개설한 오프라인 학원 영업 호조, 2) PMP 서비스, 중고생 토익 서비스 출시에 따른 신규 매출 발생, 3) 2008학년도 입시안 변경에 따른 입시 컨텐츠 수요 증가 등이 그 근거임.

■ 사설 학원료 부가세 부과는 오히려 기회가 될 수 있어

언론에 따르면 정부는 중장기 세제 개편안을 검토 중에 있는데, 이 중 사설학원료에 대한 10% 부가세 부과 방안이 포함된 것으로 알려짐. 실시 여부 및 시기가 아직은 불투명하지만, 우리는 이것이 동사 펀더멘털에 긍정적일 것으로 판단함. 이유는 다음 두 가지. 1) 오프라인 학원의 한달 수강료(단과 기준)는 대략 10만원 내외인데, 입시 컨텐츠 특성상 10% 정도의 가격 상승이 수요 감소로 이어질 가능성은 크지 않음. 2) 온라인 교육의 경우 정부 육성 산업이므로 세금 부과 대상에서 제외될 확률이 높아 보이며, 이 경우 상대적 가격 경쟁력 보유한 온라인 교육 업체에 유리함.

결산월 12월	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2003	46.0	20.5	20.9	21.2	15.1	3,218	10.3	N.A	N.A	(0.8)	83.1
2004	50.3	19.8	20.5	21.0	14.8	2,449	(23.9)	9.8	2.2	(0.8)	32.6
2005P	71.1	24.7	26.0	28.8	20.9	3,446	40.7	15.4	3.9	5.4	28.4
2006E	87.5	31.7	33.4	35.3	25.6	4,220	22.5	12.6	3.1	10.3	27.7
2007E	104.6	38.1	40.2	41.6	30.1	4,974	17.8	10.7	2.5	7.9	26.2

※ 본 종목에 대한 이해관계 공지사항은 본 보고서의 마지막 페이지에 있으므로 투자에 참고하시기 바랍니다.

외형과 수익성 다소 엇갈린 4/4분기

오프라인 출점으로 매출은 증대되나 비용 부담 소폭 증가

메가스터디의 /4분기 잠정실적은 외형과 수익성이 다소 엇갈린 횡보를 보였으나, 여전히 강한 성장 잠재력을 증명하였다. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 83.1%, 122.9% 증가하였다. 온라인 강의 매출액이 61.1% 증가하는 등 매출액 성장률은 예상을 상회했으나, 수익성은 예상을 소폭 하회하였다. 전분기에 37.0%에 이르렀던 동사의 영업이익률은 4/4분기에 26.8% 수준으로 하락했다. 이는 1) 오프라인 학원 확대에 따른 감가상각 부담 증가, 2) 온라인 교육 부문에서 성인교육 관련한 일회성 비용 요인 발생, 3) 주식보상비용 발생 등에 따른 것이었다. 2005년 전체 기준으로는 매출액과 영업이익 각각 41.4%, 24.9% 증가하면서 예상 수준의 실적을 달성하였다.

〈표 1〉 메가스터디 2005년 4/4분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)	4Q05E	4Q05P	차이(%)	3Q05	(QoQ)	4Q04	(YoY)
매출액	12.7	15.7	23.3	24.4	(35.8)	8.6	83.1
영업이익	4.8	4.2	(12.1)	10.6	(60.4)	1.9	122.9
경상이익	4.1	4.7	14.7	13.4	(64.6)	2.2	118.6
순이익	3.0	3.4	14.9	9.7	(64.7)	1.5	123.5
EPS	492	566	14.9	1,602	(64.7)	252	124.4
영업이익률	37.7	26.8		43.5		22.0	
경상이익률	32.5	30.2		54.9		25.3	
순이익률	23.5	21.9		39.8		17.9	

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

〈표 2〉 메가스터디 2005년 실적 요약

(단위: 십억원, %)	2005E	2005P	차이(%)	2004	YoY
매출액	68.1	71.1	4.4	50.3	41.4
영업이익	25.3	24.7	(2.5)	19.8	24.9
경상이익	28.2	28.8	2.1	21.2	36.1
순이익	20.4	20.9	2.4	14.8	40.7
EPS	3,372	3,446	2.2	2,449	40.7
영업이익률	37.2	34.7		39.3	
경상이익률	41.4	40.5		42.1	
순이익률	30.0	29.4		29.5	

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

〈표 3〉 메가스터디 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05P
매출액	16.2	9.9	15.6	8.6	16.7	14.4	24.4	15.7
영업이익	7.6	3.2	7.0	1.9	5.0	4.8	10.6	4.2
경상이익	7.9	3.5	7.4	2.2	5.6	5.1	13.4	4.7
순이익	5.6	2.5	5.2	1.5	4.1	3.7	9.7	3.4
영업이익률	46.9	32.5	45.2	22.0	30.2	33.7	43.5	26.8
경상이익률	48.8	35.4	47.3	25.3	33.6	35.3	54.9	30.2
순이익률	34.6	25.0	33.5	17.9	24.5	25.5	39.8	21.9

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

강한 성장 잠재력

신규 매출처 발생으로 2006년에도 성장 모멘텀 이어질 것

2006년에는 매출액과 영업이익 각각 23.1%, 28.6% 증가하며 강한 성장 모멘텀을 이어갈 전망이다. 1) 최근 개설한 오프라인 학원(노량진) 영업이 예상보다 순조롭게 이뤄지고 있어 지속적으로 매출 확대에 기여할 전망이고, 2) 최근 PMP 서비스 및 중고생 토익 강좌 등 신규 서비스 제공에 따른 외형 확대가 기대된다. 3) 특히 2008학년도 입시안 변경이 예정되어 있어, 어떠한 형식으로건 입시 컨텐츠에 대한 수요는 강화될 수밖에 없을 것으로 보인다.

높은 브랜드력과 수익성 대비 낮은 재무리스크의 비즈니스 모델 보유: 컨텐츠 제공 채널의 다양화가 관건

우리는 동사의 비즈니스에 대해 여전히 긍정적 전망을 유지한다. 그 근거는 다음과 같다. 1) 정부의 정책적 지원 등 온라인 교육 시장 확대의 수혜가 예상된다. 2) 그간 동사는 진입장벽(브랜드력)을 효과적으로 구축함으로써 시장 성장의 상당부분을 흡수하고 있다. 3) 높은 수익성(30% 중반의 영업이익률) 유지가 가능한 비즈니스 모델을 보유하고 있다. 컨텐츠가 제공되는 채널의 다양화 가능성이 검증된다면, 동사에 대한 밸류에이션 프리미엄은 더 확대될 수 있을 것으로 판단한다.

사설 학원료 부가세 부과는 오히려 기회가 될 수 있어

가격 경쟁력 우수한 온라인 교육 업체가 사설학원료 부가세 부과의 수혜를 입을 것으로 예상함

언론에 따르면 정부는 중장기 세제 개편안을 검토 중에 있는데, 이 중 사설 학원료에 대한 10% 부가세 부과 방안이 포함된 것으로 알려졌다. 그 정확한 실시 여부 및 시기가 아직은 불투명하지만, 우리는 이것이 동사 펀더멘털에 긍정적일 것으로 판단한다. 이유는 다음 두 가지이다. 1) 오프라인 학원의 한달 수강료(단과 기준)는 대략 10만원 내외인데, 입시 컨텐츠 특성상 10% 정도의 가격 상승이 수요 감소로 이어질 가능성은 크지 않아 보인다. 2) 온라인 교육의 경우 정부 육성 산업이므로 세금 부과 대상에서 제외될 확률이 높아 보이며, 이 경우 오프라인 업체에 비해 상대적으로 가격 경쟁력이 우수한 온라인 교육 업체가 수혜를 볼 수 있을 것이다.

수익 추정 조정

2006년~2007년 수익 추정 소폭 상향 조정

4/4분기 예상보다 강한 매출액 성장을 반영하여 다음과 같이 2006~2007년의 수익 추정을 소폭 상향조정하였다. 매출액은 각각 4.0%, 3.8% 상향조정되었고, 영업이익은 각각 5.4%, 5.2% 상향조정되었다.

〈표 4〉 메가스터디 2006~2007년 수익 전망 수정

	변경전		변경후		차이(%)	
(단위: 십억원, %)	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
매출액	84.1	100.7	87.5	104.6	4.0	3.8
영업이익	30.1	35.7	31.7	37.6	5.4	5.2
경상이익	33.4	38.9	35.3	41.0	5.5	5.4
순이익	24.2	28.2	25.6	29.8	5.5	5.4
EPS	4,000	4,660	4,220	4,911	5.5	5.4
영업이익률	35.8	35.4	36.3	35.9		
경상이익률	39.8	38.7	40.3	39.3		
순이익률	28.8	28.0	29.2	28.5		

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2003	2004	2005P	2006E	2007E
유동자산	22.8	56.1	59.0	68.7	83.6
현금 및 단기금융상품	18.6	30.4	32.0	40.7	54.6
매출채권	0.9	1.5	2.1	2.6	3.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	11.6	16.9	34.3	47.9	60.2
투자자산	3.4	8.2	15.4	18.0	20.7
유형자산	8.2	8.7	18.9	29.9	39.5
무형자산	0.5	0.6	0.9	1.2	1.5
자산총계	34.9	73.6	94.2	117.9	145.3
유동부채	8.0	7.9	11.2	13.9	16.6
매입채무	0.5	0.6	0.9	1.2	1.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.8	0.6	1.0	1.3	1.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8.8	8.5	12.2	15.1	18.1
자본금	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	0.8	24.1	24.1	24.1	24.1
이익잉여금	22.8	37.7	54.9	75.6	100.1
자본조정	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
자본총계	26.0	65.1	82.0	102.7	127.2
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(21.7)	(52.7)	(54.3)	(62.9)	(76.7)

손익계산서

(단위 : 십억원,%)	2003	2004	2005P	2006E	2007E
매출액	46.0	50.3	71.1	87.5	104.6
증가율	125.9	9.3	41.4	23.1	19.5
매출원가	15.7	18.2	27.2	35.2	43.2
매출총이익	30.3	32.1	43.9	52.2	61.4
증가율	123.0	6.1	36.8	19.0	17.5
매출총이익률	65.8	63.9	61.8	59.7	58.7
판매비및일반관리비	9.8	12.3	19.2	20.5	23.3
영업이익	20.5	19.8	24.7	31.7	38.1
증가율	118.1	(3.6)	24.9	28.6	20.0
영업외손익	0.7	1.2	4.1	3.5	3.5
순금융비용	(0.7)	(1.0)	(2.5)	(2.8)	(2.6)
외환관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	1.0	2.5	2.8	2.6	2.9
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
경상이익	21.2	21.0	28.8	35.3	41.6
증가율	121.2	(0.9)	37.4	22.5	17.8
특별손익					
세전순이익	21.2	21.0	28.8	35.3	41.6
법인세비용	6.0	6.1	7.9	9.7	11.4
당기순이익	15.1	14.8	20.9	25.6	30.1
EPS	3,218	2,449	3,446	4,220	4,974
증가율	10.3	(23.9)	40.7	22.5	17.8
EBITDA	209.5	205.1	259.6	333.9	401.8
증가율	119.3	(2.1)	26.6	28.6	20.3

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2003	2004	2005P	2006E	2007E
영업활동 현금흐름	19.8	11.6	23.0	28.7	33.7
당기순이익	15.1	14.8	20.9	25.6	30.1
감가상각비	0.4	0.6	1.1	1.4	1.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	4.0	(4.0)	1.9	1.6	1.6
매출채권의 감소(증가)	(0.2)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
재고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	(0.0)	0.1	0.3	0.3	0.3
기타	0.0	0.1	(0.1)	0.0	0.0
투자활동현금흐름	(7.4)	(29.7)	(7.1)	(10.3)	(9.0)
단기금융상품의 처분(취득)	3.2	(5.8)	5.1	(0.2)	(0.2)
유가증권 처분(취득)	(0.3)	(19.3)	0.1	0.1	0.1
유형자산의 취득	(8.2)	(1.1)	(11.3)	(12.6)	(11.4)
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1
무형자산의 감소(증가)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
투자자산의 감소(증가)	1.7	4.8	(0.7)	2.6	2.7
기타	(0.3)	(0.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	0.4	24.0	(8.8)	(9.8)	(10.8)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.4	25.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	(4.0)	(4.9)
기타	0.0	(0.1)	(0.9)	(0.6)	(0.6)
순현금흐름	12.8	5.9	7.1	8.6	13.8
기초현금	5.9	18.6	24.6	31.7	40.3
기말현금	18.6	24.6	31.7	40.3	54.1
잉여 현금흐름	11.0	9.3	9.0	13.4	19.7

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자지표

(단위 : 원, %)	2003	2004	2005P	2006E	2007E
주당 지표(원)					
EPS	3,218	2,449	3,446	4,220	4,974
BPS		10,745	13,536	16,954	20,983
주당 EBITDA	4,451	3,384	4,284	5,510	6,630
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
PER	0.0	9.8	15.4	12.6	10.7
PBR		2.2	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	(0.8)	(0.8)	5.4	10.3	7.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	65.8	63.9	61.8	59.7	58.7
영업이익률	44.6	39.3	34.7	36.3	36.4
EBITDA이익률	45.6	40.8	36.5	38.2	38.4
경상이익률	46.0	41.7	40.5	40.3	39.8
순이익률	32.9	29.5	29.4	29.2	28.8
ROE	83.1	32.6	28.4	27.7	26.2
ROIC	(3,324.8)	433.6	192.2	126.6	101.5
안정성					
부채비율	34.0	13.0	14.9	14.7	14.3
순차입금비율	(83.4)	(81.0)	(66.2)	(61.2)	(60.3)
유동비율	284.8	710.8	526.7	496.0	503.9
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	1.9	0.9	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	61.1	42.9	39.9	37.6	37.1
재고자산회전율	10,567.0	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	28.1	31.3	34.9	32.9	32.0
순운전자본회전율	(9.1)	(8.7)	(12.8)	(12.0)	(11.8)

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자의견

종목별 투자의견 (6개월 기준)	업종별 투자의견
BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20%초과 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능	Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내 Cautious : 현 업종지수 대비 -10%초과 ※ 업종별 투자의견의 용어를 재정리 함 Overweight→ Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

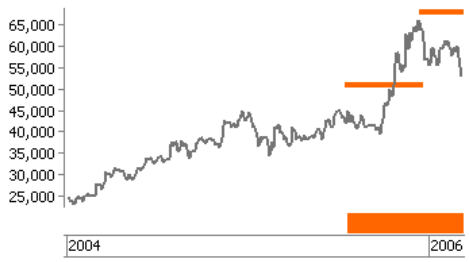
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다.
본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자 : 한 국 희

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
		종류	수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

주가 및 목표주가 변동추이 주가 ■ 목표가격

■Buy ■Hold ■Reduce □Not Rated 이전기준 ■Strong Buy ■Buy® ■Mkt.Perm ■Und.Perm



메가스터디(072870)

날짜	투자의견	목표가격(6개월)
2005/10/10	BUY	55,000원
2005/12/22	HOLD(하향)	68,000원(상향)
2006/02/07	BUY(상향)	68,000원