Analyst 손예희
3774-1681
angie.sohn@miraeasset.com

MIRAE ASSET

목표주가 상향

메가스터디 (072870)

Korea / 교육서비스

Oct 23 2007

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight
Earnings Quality Score : Medium
Price Volatility : Low

더욱 더 길게 보자!

■ 목표주가 360,000원으로 상향 조정, 투자의견 BUY 유지

메가스터디의 목표주가를 기존 280,000원에서 360,000원으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지함. 1) 이는 2008년과 2009년의 매출 및 영업이익을 추정치를 상향 조정하였고, 2) 밸류에이션 방법을 기존 PEG에서 간과된 높은 ROIC 및 견고한 현금창출력을 감안, DCF Valuation(g=5.0%, WACC=9.5% 가정)로 변경하였기 때문임.

■ 3/4분기 역시 기대 이상의 실적, 전부문 이상 無

동사의 3/4분기 매출 및 영업이익은 yoy 각각 60.4%, 67.9% 성장한 554억원 및 250억원을 기록. 이는 영업이익률 45.1%를 의미하며 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 크게 상회하는 실적. 1) 중등온라인: 본격적인 침투율 확대로 90% 성장하며 高성장을 견인. 2) 고등온라인: 성장 둔화 우려를 불식시키며 전년동기 대비 32% 성장. 3) 고등 오프라인: 강북학원 확장, 남양주학원 개원 효과 지속되며 47% 성장.

■ 2008년에도 온라인 침투율 확장은 지속, 중등 부문이 고성장 견인 할 것

전년동기 90% 라는 높은 성장세에도 불구하고 동사의 중등 부문 온라인 침투율은 약 3.0% 정도에 불과 할 것으로 추정됨(2007년 기준). 이는 잠재 수요자를 중1~중3으로 산출한 것으로, 초등생 고학년도 중등 사교육의 수요자라는 점을 감안하면 향후 침투율 확장 여지는 더욱 풍부. 당사가 강조하여왔듯, 시장 후발 주자들의 성공적인 시장 안착 가능성은 여전히 낮음.

■ 다가올 추가 성장 동력 장착에 대비할 시점: 성공 가능성 높은 Line-up에 주목

동사는 연내에 고등 오프라인 학원을 2개 추가 오픈(수도권)을 계획 중임. 중기적으로는 고등 오프라인의 지방으로의 침투를 계획 중에 있음. 또한 장기적으로는 참고서사업, 중등 오프라인 사업, 성인교육, 초등 온라인 사업 등 다양한 신규사업을 모색 중에 있음. 상기한 동사의 신규사업 대부분은 기존 사업부문에서 구축한 확고한 브랜드力의 영향권에 속해 있다는 점을 주목할 필요가 있음.

결산월	12월	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	(십억원)	71.0	101.3	158.8	204.8	250.6
영업이익	(십억원)	24.7	32.3	58.0	76.7	96.7
EBITDA	(십억원)	26.0	34.5	61.8	82.2	103.2
세전순이익	(십억원)	28.9	36.6	60.2	82.2	104.3
순이익	(십억원)	21.0	26.5	43.6	59.6	75.6
EPS	(원)	3,464	4,356	6,882	9,397	11,921
증감률	(%)	41.4	25.8	58.0	36.6	26.9
P/E	(x)	16.5	31.5	43.6	31.9	25.2
P/B	(x)	3.8	7.6	12.4	9.4	7.2
EV/EBITDA	(x)	11.4	23.5	28.5	21.0	16.4
ROE	(%)	27.0	25.7	32.0	32.7	31.7

Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W 360,000
컨센서스 목표주가	W 256,000
현재가 (10/22)	W 300,000
예상 주당배당금 (07E)	W 1,480
예상 주가 상승률 (6M)	20.0%
예상 배당 수익률 (12M)	0.5%

Fundamental Data

예상 EPS (07E/08E)	W 6,882 / W 9,397
컨센서스 EPS (07E/08E)	W 7,048 / W 8,758
예상 EPS 성장률 (3년, CAGR)	39.9%
과거 EPS 성장률 (5년, CAGR)	NA
순부채비율 (07E)	-47.3%

Earnings Quality Score

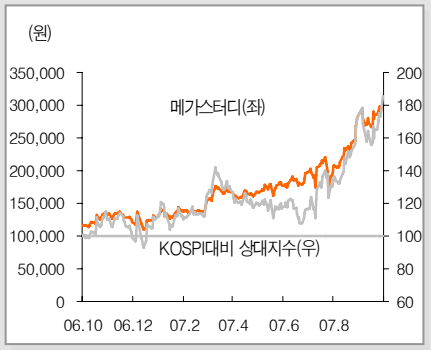


Trading Data

시가총액 (W bn / US$ mn)	1,902 / 2,073
발행주식수	6 Mil
유동주식비율	64.2%
수정베타(3년, 월간수익률)	0.9
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	44.4%
52주 최고가 / 최저가	W 109,500 -
최근 3개월 일평균 거래량	26 Ths
최근 3개월 일평균 거래대금	W 5,949 Mil
외국인 지분율	51.3%
주요주주 지분율	1,902 / 2,073
손주은 외 특수관계인	25.8

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	6.8	78.7	158.6
KOSPI대비 상대수익률(%)	7.6	54.5	119.1



Analyst 손예희 · 3774-1681 · angie.sohn@miraeasset.com

목표주가 360,000원으로 상향하며 투자의견 BUY 유지

목표주가 360,000원으로 상향 조정

메가스터디의 목표주가를 기존 280,000원에서 360,000원으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지한다. 1) 이는 2008년과 2009년의 매출 및 영업이익을 추정치를 상향 조정(<표 1>참조)하였고, 2) 밸류에이션 방법을 기존 PEG에서 간과된 높은 ROIC 및 견고한 현금 창출력을 감안하여, DCF Valuation(g=5.0%, WACC=9.5% 가정)로 변경하였기 때문이다. 영구성장률 5%는 1) 당분간 지속적으로 GDP 성장률을 상회할 것으로 전망되는 국내 사교육 산업에서 2) 큰 비중을 차지하는 중고등 분야에서 압도적인 점유율을 확보하고 있으며, 더욱 그 위치를 확고히 할 것으로 전망되는 점을 감안 시 적정한 수준으로 판단된다.

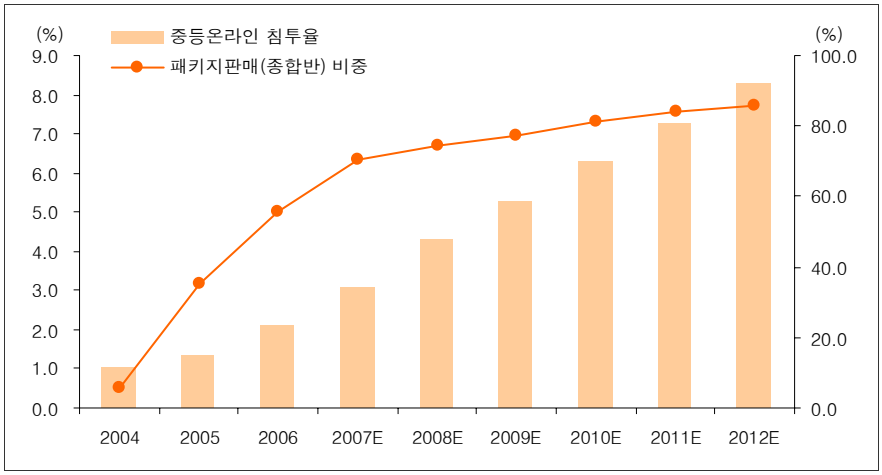
<표 1> 메가스터디의 수익 전망 변경

(단위: 십억원, %)	변경전		변경후		차이(%)	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
매출액	195.4	238.3	204.8	250.6	4.8	5.2
영업이익	71.2	88.6	76.7	96.7	7.7	9.1
세전순이익	76.8	96.3	82.2	104.3	7.0	8.3
순이익	55.7	69.8	59.6	75.6	7.0	8.3
영업이익률	36.4	37.2	37.5	38.6		
세전순이익률	39.3	40.4	40.1	41.6		
순이익률	28.5	29.3	29.1	30.2		

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정
주: 주식보상비용 관련된 비용의 추정은 배제하였음

매출 및 영업이익 추정치 상향의 근거는 중고등 온라인 부문의 침투율의 기존 가정을 높였기 때문이다. 여러 차례 언급해왔듯, 동사의 2008년 성장의 가장 큰 주역은 중등온라인 부문이 될 것으로 전망한다. 전년 대비 88% 의 성장이 전망되는 올해말 기준으로도 동사 중등온라인 부문의 침투율은 3.0% 수준에 불과할 것으로 추정된다. 이는 중1~중3학년을 대상으로 산출한 침투율로서, 초등학교 5~6학년의 일부가 중등 사교육의 수요자라는 점을 감안하면 실질적인 수치는 더욱 낮을 것으로 판단한다. 수익 기여도가 높은 패키지 판매(종합반) 비중 역시 15.0%p 성장한 71.0%에 달할 것으로 전망된다. 2010년 중등 온라인 부문의 침투율은 약 6.3% 수준이 될 것으로 판단한다.

<그림 1> 중등 부문 온라인 침투율: 아직 갈길이 멀다



자료: 크레듀, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Analyst 손예희 · 3774-1681 · angie.sohn@miraeasset.com

〈표 2〉 DCF Valuation

(단위: 백만원)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBIT	57,980	76,659	96,745	115,999	134,270	157,345	180,531	207,133	237,655
Noplat	42,179	55,465	70,002	84,420	97,713	114,075	130,885	150,171	172,300
감가상각+무형자산상각	3,852	5,514	6,450	5,634	6,416	8,861	10,063	11,134	12,345
CAPEX	22,380	7,037	8,663	10,116	11,641	11,513	13,210	15,156	17,389
FCF	26,416	53,483	69,265	80,751	93,032	118,588	129,067	148,986	170,856
Discount factor	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PV of FCF	26,416	48,843	57,768	61,505	64,711	75,331	74,874	78,931	82,664
Sum of PV	658,013								
Continuing Value									
Noplat as of 2015	237,655								
Growth rate	5.0%								
ROIC	30.0%								
CV at the end of 2014	3,843,949								
Discount factor	0.40								
PV of Continuing Value	1,551,088								
Enterprise Value	2,209,101								
Non-operating investment									
Cash & cash equivalents	24,639								
St. financial products	13245.91								
Marketable securities	22798.179								
Investment assets	15,424								
Debts	-								
Appraised equity value	2,285,208								
Appraised share value(원)	360,405								

Key Assumptions	
WACC	9.5%
g	5.0%
Rf	5.0%
Rm	5.0%
Beta	0.9

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정
주: 베타는 52 주 평균 베타를 사용.

Analyst 손예희 · 3774-1681 · angie.sohn@miraeasset.com

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	57.1	73.1	85.5	118.6	158.0
현금 및 단기금융상품	15.1	37.9	45.0	69.7	93.9
매출채권	2.0	4.2	2.6	3.4	3.2
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
고정자산	48.2	70.3	101.6	119.9	145.4
투자자산	23.9	39.0	48.5	61.6	81.0
유형자산	23.7	30.7	50.1	53.4	58.1
무형자산	0.5	0.7	3.0	4.9	6.3
자산총계	105.2	143.4	187.1	238.5	303.4
유동부채	12.3	22.4	24.0	24.7	26.3
매입채무	1.1	1.7	2.1	1.9	2.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	2.4	5.7	6.1	6.6	7.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14.7	28.1	30.1	31.3	33.5
자본금	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	24.1	28.3	28.3	28.3	28.3
이익잉여금	58.7	80.5	118.5	168.7	231.4
자본조정	4.8	3.3	7.0	7.0	7.0
자본총계	90.5	115.4	157.0	207.2	269.9
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(50.6)	(60.7)	(74.2)	(106.2)	(145.4)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동 현금흐름	20.3	31.4	54.4	59.1	71.6
당기순이익	21.0	26.5	43.6	59.6	75.6
감가상각비	1.1	1.9	2.9	3.7	4.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.9	1.8	2.5
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	(0.7)	1.2	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(0.1)	(1.7)	2.1	(1.0)	0.9
매출채권의 감소(증가)	(0.6)	(2.0)	1.7	(0.8)	0.2
재고자산의 감소	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
매입채무의 증가(감소)	0.5	0.4	0.4	(0.2)	0.8
기타	(1.9)	5.2	3.6	(5.0)	(11.3)
투자활동현금흐름	(29.9)	(21.9)	(36.1)	(27.0)	(38.4)
단기금융상품의 처분(취득)	5.7	(12.1)	5.5	(1.9)	(4.0)
유가증권 처분(취득)	(7.3)	12.7	(2.6)	(7.3)	(15.0)
유형자산의 취득	(16.1)	(8.4)	(22.4)	(7.0)	(8.7)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(3.3)	(3.7)	(3.9)
투자자산의 감소(증가)	(3.9)	(8.0)	(8.4)	(7.0)	(7.0)
기타	(8.2)	(5.9)	(4.9)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	0.0	(4.5)	(5.7)	(9.4)	(12.9)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	(4.5)	(5.7)	(9.4)	(12.9)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	(9.6)	9.7	12.6	22.8	20.3
기초현금	24.6	15.0	24.6	37.2	60.0
기말현금	15.0	24.6	37.2	60.0	80.3
잉여 현금흐름	(9.6)	9.5	18.3	32.1	33.2

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원,%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	71.0	101.3	158.8	204.8	250.6
증가율	41.4	42.6	56.8	29.0	22.4
매출원가	27.1	38.2	59.3	75.3	92.1
매출총이익	43.9	63.1	99.5	129.5	158.4
증가율	36.9	43.6	57.7	30.1	22.4
매출총이익률	61.9	62.3	62.7	63.2	63.2
판매비및일반관리비	19.3	30.8	41.5	52.8	61.7
영업이익	24.7	32.3	58.0	76.7	96.7
증가율	25.0	30.9	79.3	32.2	26.2
영업외손익	4.2	4.3	2.2	5.5	7.5
순금융비용	(1.1)	(1.0)	(2.7)	(5.1)	(7.0)
외환관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.7	(1.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	3.1	2.6	0.7	0.4	0.5
세전순이익	28.9	36.6	60.2	82.2	104.3
법인세비용	7.9	10.1	16.6	22.6	28.7
당기순이익	21.0	26.5	43.6	59.6	75.6
EPS	3,464	4,356	6,882	9,397	11,921
증가율	41.4	25.8	58.0	36.6	26.9
EBITDA	26.0	34.5	61.8	82.2	103.2
증가율	26.7	32.6	79.4	32.9	25.6

투자지표

(단위 : 원, %)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당 지표(원)					
EPS	3,464	4,356	6,882	9,397	11,921
BPS	14,851	18,088	24,284	31,901	41,572
주당 EBITDA	4,288	5,672	9,752	12,960	16,275
주당 현금배당금	750	900	1,480	2,030	2,570
PER	16.5	31.5	43.6	31.9	25.2
PBR	3.8	7.6	12.4	9.4	7.2
EV/EBITDA	11.4	23.5	29.6	21.9	17.0
배당수익률	1.3	0.7	0.5	0.7	0.9
수익성					
매출총이익률	61.9	62.3	62.7	63.2	63.2
영업이익률	34.8	31.9	36.5	37.4	38.6
EBITDA이익률	36.6	34.0	38.9	40.1	41.2
순이익률	29.5	26.1	27.5	29.1	30.2
ROE	27.0	25.7	32.0	32.7	31.7
ROIC	40.8	40.5	52.8	49.2	47.2
안정성					
부채비율	16.2	24.3	19.2	15.1	12.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	462.9	326.1	356.2	480.9	599.9
이자보상배율(배)	(23.2)	(31.9)	(21.2)	(15.0)	(13.8)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	40.5	32.3	46.5	68.9	76.6
재고자산회전율	0.0	2,421.1	1,707.9	2,115.7	2,567.3
매입채무회전율	81.9	72.6	84.0	103.4	112.0
순운전자본회전율	NA	NA	NA	NA	NA

자료: 메가스터디, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Analyst 손예희 · 3774-1681 · angie.sohn@miraeasset.com

투자의견

종목별 투자의견 (6개월 기준)
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

업종별 투자의견
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

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

1. Historical Earnings Stability
   - 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
   - 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
   - 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 동 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty
   - 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
   - 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
   - 견해차가 작을수록 동 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy
   - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
   - EPS surprise는 '(연말 실제치 - 연초 추정치)/연초 추정치'로 산정.
   - Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 지표값이 높음.

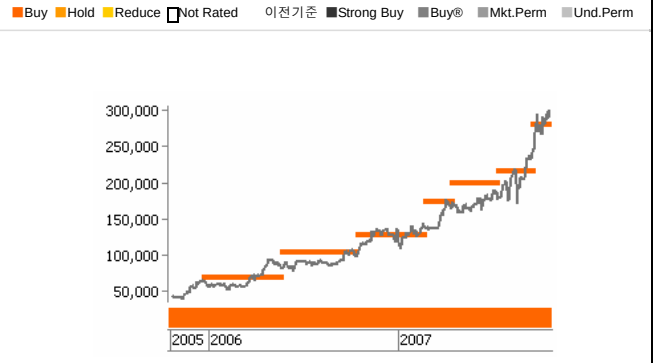
* 참고사항
1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

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 : 손 예 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



메가스터디(072870)

날짜	투자의견	목표가격(6개월)
2006/09/07	BUY	87,600원
2006/10/17	BUY	87,600원
2006/11/02	BUY	100,000원(상향)
2006/12/04	BUY	108,000원(상향)
2007/02/22	BUY	108,000원
2007/04/16	BUY	200,000원(상향)
2007/04/23	BUY	200,000원
2007/06/12	BUY	200,000원
2007/07/12	BUY	215,000원(상향)
2007/09/18	BUY	280,000
2007/10/23	BUY	360,000