

메가스터디교육 (215200)

이런 성장가치주 없습니다

매수 (유지)

주가 (3월 6일)	34,600 원
목표주가	49,000 원 (상향)
상승여력	41.6%

윤창민

☎ (02) 3772-1579
✉ changmin.yoon86@shinhan.com

김규리

☎ (02) 3772-1549
✉ kimkyuri@shinhan.com

KOSPI	2,175.60p
KOSDAQ	746.70p
시가총액	407.0 십억원
액면가	100 원
발행주식수	11.8 백만주
유통주식수	7.5 백만주(63.4%)
52 주 최고/최저가	37,000 원/12,780 원
일평균 거래량 (60 일)	102,712 주
일평균 거래액 (60 일)	3,205 백만원
외국인 지분율	31.83%
주요주주	손주는 외 9 인
	FIDELITY MANAGEMENT & 외 4 인
절대수익률	3개월 13.3%
	6개월 20.8%
	12개월 206.2%
KOSDAQ 대비	3개월 5.5%
상대수익률	6개월 29.1%
	12개월 258.7%

- ◆ 4분기 영업이익 10억원(흑전) 기록. 컨센서스 상회
- ◆ 과점 시장내 독보적 1위 업체. 가격(P), 학생수(Q)가 동반 증가하는 구간
- ◆ 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 49,000원으로 상향

4분기 영업이익 10억원(흑전) 기록. 컨센서스 상회

4분기 매출액 745억원(+27.1% YoY), 영업이익 10억원(흑전)을 기록했다. 영업이익 추정치 1억원을 상회했다. 4분기는 계절적 비수기다. 수능 종료부터 새 학기까지 오프라인 주요 강좌들이 휴강하기 때문이다. 기숙학원 신규 출점에 따른 일회성 비용(약 30억원)을 감안하면 호실적이다.

18년 연말 기준 선수수익은 전년 대비 46.7% 증가한 641억원이다. 80% 이상이 올해 11월까지 확정적으로 매출에 반영되는 메가패스 결제액으로 추정된다. 메가패스 결제액은 11월~2월 누적 전년 대비 +28%, 교재 매출은 40% 이상 증가한 것으로 추정된다. 18년에 이어 올해도 고성장은 담보됐다.

과점 시장내 독보적 1위 업체. 가격(P), 학생수(Q)가 동반 증가하는 구간

수능 입시 온라인 시장은 메가스터디, 이투스, 디지털대성, 스카이에듀 4개 업체가 과점하고 있다. 과거에는 정채된 시장내 M/S 경쟁(스타강사 경쟁사 이적, 과도한 마케팅비 투입 등)이 심했다. 하지만 16년 패스 상품 출시로 시장 판도가 180도 바뀌었다. M/S 경쟁을 통한 개별 업체 성장이 아닌 시장 성장에 따른 수혜를 받고 있다. 패스 상품을 통한 단가 인상(P), 온라인 교육 참여율 확대에 따른 학생수 증가(Q)가 동반되는 구간이다.

최근 경쟁사 개인정보유출이 부각되면서 상위업체로 과점화가 더욱 심해질 전망이다. 과점 시장 내 독보적 1위업체인 메가스터디교육이 가장 큰 수혜다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 49,000원으로 상향

추정치 변경을 반영해 목표주가를 4.3% 상향한다. 19F P/E는 7.7배다. Peers 평균 P/E는 12.6배다. 주가는 연초 이후 33% 급등했지만 여전히 저평가다. 추가적인 주가 리레이팅이 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	174.5	3.5	3.9	3.2	271	N/A	14,755	33.2	5.7	0.6	1.8	(0.7)
2017	252.1	14.4	13.0	9.7	831	206.2	15,364	13.7	4.2	0.7	5.5	(4.6)
2018P	356.9	48.2	52.9	40.9	3,473	317.9	17,810	7.5	3.9	1.5	21.1	(22.0)
2019F	406.6	61.4	67.7	53.0	4,508	29.8	21,131	7.7	4.0	1.6	23.2	(38.1)
2020F	441.1	70.5	73.9	57.8	4,915	9.0	24,760	7.0	2.9	1.4	21.4	(51.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

메가스터디교육의 18년 4분기 영업실적 요약

(십억원, %)	4Q18	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	신한 추정치
매출액	74.5	58.6	27.1	107.5	(30.7)	79.4
영업이익	1.0	(2.0)	흑전	24.6	(95.8)	0.1
순이익	2.7	(2.7)	흑전	17.7	(84.7)	(0.3)
영업이익률	1.4	(3.4)		22.9		0.2
순이익률	3.6	(2.7)		16.4		(0.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

메가스터디교육의 연간 실적 전망 변경

(십억원, 원, %)	변경전		변경후		변경률	
	2018P	2019F	2018P	2019F	2018F	2019F
매출액	361.7	408.1	356.9	406.6	(1.3)	(0.4)
영업이익	47.3	60.1	48.2	61.4	1.9	2.1
순이익	38.9	50.0	40.9	53.0	5.0	6.0
영업이익률	13.1	14.7	13.5	15.1		
순이익률	10.7	12.3	11.4	13.0		

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

메가스터디교육의 P/E Valuation

		비고
EPS (원)	4,508	2019년 예상 EPS
Target P/E (배)	10.8	Peer 그룹 19년 평균 P/E 10% 할인
목표주가 (원)	49,000	
현재가 (원)	34,600	
상승여력 (%)	41.6	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: Peer 그룹은 대교, 웅진씽크빅, 씨엠에스에듀, 디지털대성, 웅진씽크빅 5개 업체 평균 P/E 12.0배 대비 10% 할인

할인 이유는 1) 추가 괴리를 정책, 2) 17, 18년 대비 19년 이익 성장률 둔화 때문.

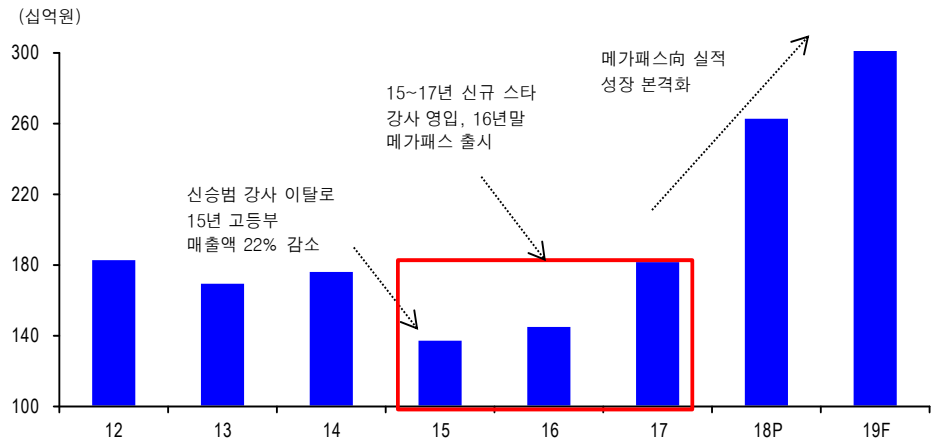
독보적인 수능 입시 시장 1위, 피어 대비 높은 실적 성장성 감안하면 할인 요소 해소 가능

메가스터디교육의 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018P	2019F
매출액	47.3	65.1	81.1	58.6	83.8	91.1	107.5	74.5	94.1	104.2	120.7	87.6	174.5	252.1	356.9	406.6
고등부	38.3	47.9	58.6	36.8	62.8	69.4	82.0	49.0	71.2	80.5	93.5	60.5	144.3	181.6	263.2	305.6
초중등부	8.4	8.3	8.8	8.6	10.5	10.8	11.3	11.4	11.5	11.7	12.2	12.3	28.1	34.1	43.9	47.7
일반성인	0.0	8.4	12.9	12.5	9.9	10.7	13.7	13.7	10.8	11.5	14.6	14.3	-	33.7	48.0	51.2
기타	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.2	0.4	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	2.0	2.7	1.8	2.1
영업이익	(6.4)	6.1	16.7	(2.0)	5.2	17.3	24.6	1.0	6.2	20.2	29.9	5.0	3.5	14.4	48.2	61.4
지배주주순이익	(5.4)	4.9	12.8	(2.7)	6.9	13.6	17.7	2.7	5.5	16.9	24.2	6.8	3.2	9.7	40.9	53.4
영업이익률(%)	(13.5)	9.3	20.6	(3.4)	6.3	19.0	22.9	1.4	6.6	19.4	24.8	5.7	2.0	5.7	13.5	15.1
순이익률(%)	(11.4)	7.5	15.8	(4.6)	8.2	14.9	16.4	3.6	5.9	16.2	20.0	7.8	1.8	3.8	11.4	13.1
성장률(% YoY)																
매출액	20.1	39.1	52.6	66.8	76.9	39.9	32.6	27.1	12.3	14.4	12.3	17.6	39.4	44.5	41.5	13.9
영업이익	적지	11.5	85.5	적지	흑전	185.9	47.5	흑전	19.0	16.6	21.5	385.4	(59.1)	316.8	235.1	27.3
순이익	적지	9.3	77.3	적지	흑전	177.2	38.0	흑전	(19.8)	24.0	37.0	153.6	(62.3)	258.7	295.2	26.5

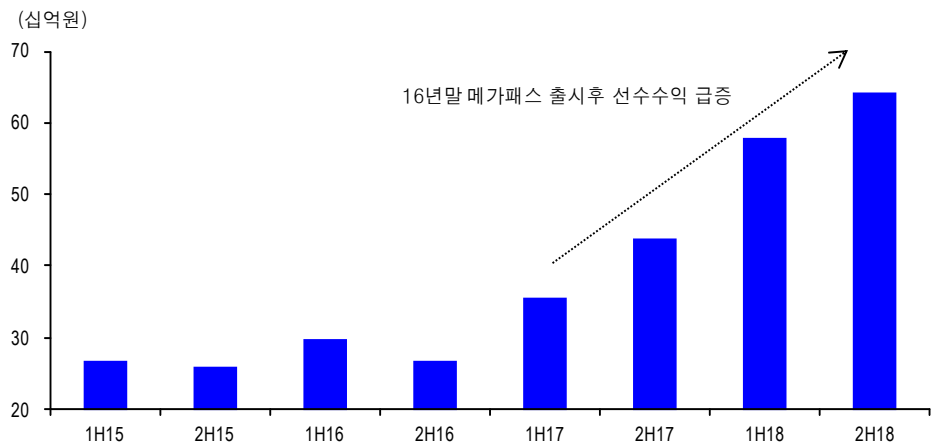
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

메가스터디교육의 고등부 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2015년 이후 반기별 선수수익 계정 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Peer 그룹 실적 전망 및 Valuation

종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액 증가율 (%)		영업이익 (십억원)		영업이익 증가율 (%)		P/E (배)		P/B (배)	
			2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
A067280	멀티캠퍼스	310.0	236.2	308.8	17.4	28.7	20.5	28.5	35.7	30.6	18.8	13.6	3.2	2.6
A095720	웅진씽크빅	241.0	643.8	664.1	3.1	3.3	34.7	39.1	1.5	14.9	5.4	7.2	0.4	2.6
A068930	디지털대성	190.7	104.1	137.0	15.9	31.6	13.9	22.8	38.9	64.0	25.0	13.3	2.2	1.9
A225330	씨엠에스에듀	145.4	72.7	81.2	7.5	15.3	12.6	14.5	3.9	92.9	14.5	12.9	2.7	1.5
A040420	정상제이엘에스	110.5	86.0	89.5	1.9	2.8	10.5	11.5	1.6	5.6	14.2	13.1	1.6	0.6
A215200	메가스터디교육	407.0	356.9	406.6	41.5	13.9	48.2	61.4	235.1	27.3	7.5	7.7	1.5	1.6

자료: WISEfn, 신한금융투자 추정 주: 2019년 3월 6일 시가총액 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	231.8	284.4	359.1	419.1	476.8
유동자산	25.9	55.4	95.3	150.5	211.4
현금및현금성자산	0.9	13.5	24.0	69.2	123.3
매출채권	5.4	12.4	16.2	18.4	20.0
재고자산	0.9	1.7	2.4	2.8	3.0
비유동자산	205.9	229.1	263.8	268.6	265.3
유형자산	126.5	126.1	158.6	164.4	163.5
무형자산	16.4	29.1	29.8	28.1	25.3
투자자산	2.9	3.6	5.1	5.8	6.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	60.1	106.6	148.4	168.3	182.1
유동부채	53.6	93.3	129.6	146.8	158.7
단기차입금	2.8	6.0	6.0	6.0	6.0
매입채무	3.1	6.7	9.5	10.8	11.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.5	13.3	18.9	21.5	23.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	171.7	177.8	210.7	250.8	294.8
자본금	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
자본잉여금	163.0	163.0	163.0	163.0	163.0
기타자본	(0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7.6	14.4	45.3	84.4	127.1
지배주주지분	171.5	178.5	209.5	248.5	291.2
비지배주주지분	0.2	(0.7)	1.2	2.3	3.6
*총차입금	2.8	6.0	6.0	6.0	6.0
*순차입금(순현금)	(1.3)	(8.3)	(46.4)	(95.6)	(152.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	11.3	47.2	93.7	80.9	86.5
당기순이익	3.0	10.8	42.8	54.1	59.1
유형자산상각비	6.4	7.9	10.5	11.2	11.1
무형자산상각비	8.5	7.1	7.3	5.7	7.8
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(11.2)	10.5	33.1	9.8	8.5
(법인세납부)	(0.3)	(1.6)	(10.1)	(13.5)	(14.8)
기타	4.7	11.6	10.1	13.6	14.8
투자활동으로인한현금흐름	(12.9)	(26.7)	(80.2)	(25.7)	(18.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(14.5)	(12.6)	(43.0)	(17.0)	(10.2)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.7)	(6.9)	(8.0)	(4.0)	(5.0)
투자자산의감소(증가)	3.0	(10.1)	(1.5)	(0.7)	(0.5)
기타	0.3	2.8	(27.7)	(4.0)	(2.7)
FCF	N/A	29.6	46.2	59.2	72.3
재무활동으로인한현금흐름	0.3	(7.9)	(3.0)	(9.9)	(14.0)
차입금의 증가(감소)	2.8	(5.6)	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.8)	(2.3)	(3.0)	(9.9)	(14.0)
기타	0.3	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(1.3)	12.6	10.5	45.3	54.1
기초현금	2.2	0.9	13.5	24.0	69.3
기말현금	0.9	13.5	24.0	69.3	123.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	174.5	252.1	356.9	406.6	441.1
증가율 (%)	N/A	44.5	41.5	13.9	8.5
매출원가	76.2	103.9	153.5	173.6	185.7
매출총이익	98.3	148.3	203.4	233.0	255.4
매출총이익률 (%)	56.3	58.8	57.0	57.3	57.9
판매관리비	94.9	133.9	155.2	171.6	184.8
영업이익	3.5	14.4	48.2	61.4	70.5
증가율 (%)	N/A	316.8	235.1	27.3	15.0
영업이익률 (%)	2.0	5.7	13.5	15.1	16.0
영업외손익	0.4	(1.4)	4.7	6.3	3.3
금융손익	0.7	0.2	1.8	2.0	1.3
기타영업외손익	(0.3)	(1.6)	2.9	4.3	2.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	3.9	13.0	52.9	67.7	73.9
법인세비용	0.8	2.2	10.1	13.5	14.8
계속사업이익	3.0	10.8	42.8	54.1	59.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.0	10.8	42.8	54.1	59.1
증가율 (%)	N/A	258.7	295.2	26.5	9.2
순이익률 (%)	1.7	4.3	12.0	13.3	13.4
(지배주주)당기순이익	3.2	9.7	40.9	53.0	57.8
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	1.2	1.9	1.1	1.3
총포괄이익	2.3	10.2	42.8	54.1	59.1
(지배주주)총포괄이익	2.4	9.1	38.1	48.2	52.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	1.1	4.7	5.9	6.5
EBITDA	18.3	29.4	66.0	78.2	89.5
증가율 (%)	N/A	60.4	124.8	18.6	14.3
EBITDA 이익률 (%)	10.5	11.6	18.5	19.2	20.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	260	932	3,639	4,602	5,025
EPS (지배순이익, 원)	271	831	3,473	4,508	4,915
BPS (자본총계, 원)	14,776	15,299	17,911	21,327	25,065
BPS (지배지분, 원)	14,755	15,364	17,810	21,131	24,760
DPS (원)	200	260	850	1,200	1,300
PER (당기순이익, 배)	34.6	12.2	7.1	7.5	6.9
PER (지배순이익, 배)	33.2	13.7	7.5	7.7	7.0
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.7	1.4	1.6	1.4
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.7	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	5.7	4.2	3.9	4.0	2.9
배당성향 (%)	73.6	31.2	24.3	26.3	26.2
배당수익률 (%)	2.2	2.3	3.3	3.5	3.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	10.5	11.6	18.5	19.2	20.3
영업이익률 (%)	2.0	5.7	13.5	15.1	16.0
순이익률 (%)	1.7	4.3	12.0	13.3	13.4
ROA (%)	1.3	4.2	13.3	13.9	13.2
ROE (지배순이익, %)	1.8	5.5	21.1	23.2	21.4
ROIC (%)	-	8.8	34.1	43.9	54.6
안정성					
부채비율 (%)	35.0	60.0	70.5	67.1	61.8
순차입금비율 (%)	(0.7)	(4.6)	(22.0)	(38.1)	(51.7)
현금비율 (%)	1.7	14.5	18.5	47.2	77.7
이자보상배율 (배)	-	-	-	-	-
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.7)	(7.5)	(6.2)	(5.2)	(5.0)
재고자산회수기간 (일)	2.0	1.9	2.1	2.3	2.4
매출채권회수기간 (일)	11.3	12.9	14.6	15.5	15.9

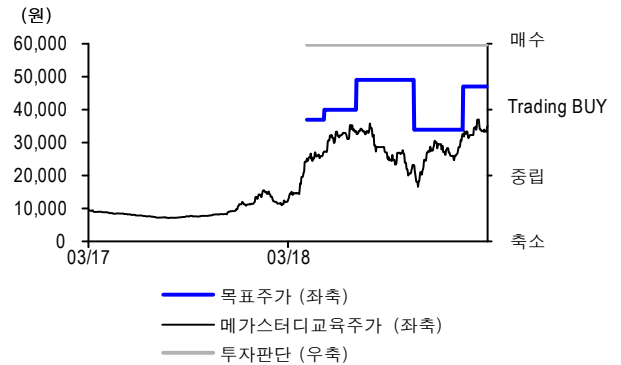
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

메가스터디교육 (215200)

주가차트



투자 의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 윤창민, 김규리)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 04월 09일	매수	37,000	(30.3)	(26.8)
2018년 05월 11일	매수	40,000	(20.0)	(11.7)
2018년 07월 09일	매수	49,000	(42.7)	(27.0)
2018년 10월 23일	매수	34,000	(22.7)	(4.3)
2019년 01월 21일	매수	47,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		매수	비중확대
매수	■	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	■	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	■	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	■	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 03월 04일 기준)

매수 (매수)	95.35%	Trading BUY (중립)	2.33%	중립 (중립)	2.33%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----