

Feb.2016



웅진씽크빅(095720KS) | 매수(유지) | TP: 17,000원(상향)

## 교육 플랫폼 기업으로 변신중

김기영 | 3773-8893

4Q 매출액 및 영업이익은 각각 1,755억원, 126억원을 기록해 Surprise 수준을 나타냈다. 회원수 증가와 함께 포인트 소진 증가로 이익률이 상승했기 때문이다. 북클럽 기반 고객이 '15년말에는 23만명을 상회해 영유아 대상 마케팅업체에 대한 협상력이 커졌다. '16년 이후 콘텐츠와 고객이 동반 증가하는 가시적인 성과가 예상된다. 투자 의견 매수 유지하며, 목표주가는 17,000원으로 상향한다.



## 웅진씽크빅(095720/KS)

# 교육 플랫폼 기업으로 변신중

## 매수(유지)

T.P 17,000 원(상향)

### Analyst

김기영

buyngogo@sk.com

02-3773-8893

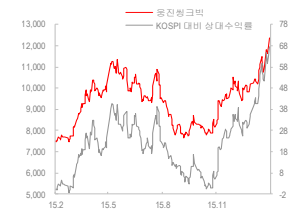
### Company Data

자본금	173 억원
발행주식수	3,462 만주
자사주	100 만주
액면가	500 원
시가총액	4,137 억원
주요주주	
(주)웅진(외12)	30.55%
KB자산운용	17.79%
외국인지분율	3.50%
배당수익률	

### Stock Data

주가(16/02/01)	11,950 원
KOSPI	1912.06 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	11,950 원
52주 최저가	7,450 원
60일 평균 거래대금	21 억원

### 주가 및 상대수익률



	주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.7%	21.1%	
6개월	17.7%	25.5%	
12개월	58.9%	62.2%	

4Q 매출액 및 영업이익은 각각 1,755 억원, 126 억원을 기록해 Surprise 수준을 나타냈다. 회원수 증가와 함께 포인트 소진 증가로 이익률이 상승했기 때문이다. 북클럽 기반 고객이 '15 년말에는 23 만명을 상회해 영유아 대상 마케팅업체에 대한 협상력이 커졌다. '16 년 이후 콘텐츠와 고객이 동반 증가하는 가시적인 성과가 예상된다. 투자의견 매수 유지하며, 목표주가는 17,000 원으로 상향한다.

### Surprise!

매출액 및 영업이익은 1,755 억원, 126 억원으로 6.2%, 137.7% 증가했다. 학습지, 전집부문에서 북클럽 회원수 증가세가 지속되었으며, 누적되었던 포인트 소진이 증가했기 때문이다. 전집 북클럽은 규모의 경제 국면에 진입했으며, 학습지는 북클럽 스터디 비중 상승을 통해 휴회율 안정화로 회원수 증가효과가 나타날 전망이다.

### 플랫폼기업 변신으로 콘텐츠와 고객이 동반 증가

웅진씽크빅은 북클럽 시스템에서 전집, 단행본, 학습지 등의 온, 오프라인 콘텐츠를 제공하고 있으며, 이는 동사의 내재화된 콘텐츠와 협력사 콘텐츠에 기반한다. 북클럽 기반 고객이 '14 년말 3 만 3,426 명에서 '15 년말에는 23 만 4,480 명으로 증가함에 따라 소비재 기업에 대한 마케팅 협상력이 커졌으며, 콘텐츠와 고객이 동반 증가하는 가시적인 성과가 예상된다.

### 투자의견 매수유지, 목표주가 17,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 '16 년 예상 EPS 에 Target P/E 24 배를 적용한 17,000 원으로 상향한다. 북클럽 시스템 안정에 따른 전집, 학습지 시장의 구도변화가 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	6,488	6,429	6,505	7,073	7,606	8,153
yoy	%	-8.9	-0.9	1.2	8.7	7.5	7.2
영업이익	억원	129	180	234	381	474	559
yoy	%	311.6	39.7	30.1	62.9	24.5	18.0
EBITDA	억원	433	464	539	676	753	824
세전이익	억원	-38	125	185	336	432	526
순이익(지배주주)	억원	31	104	127	252	325	396
영업이익률%	%	2.0	2.8	3.6	5.4	6.2	6.9
EBITDA%	%	6.7	7.2	8.3	9.6	9.9	10.1
순이익률	%	0.5	1.6	2.0	3.6	4.3	4.9
EPS	원	-95	339	367	728	938	1,144
PER	배	N/A	22.4	27.8	17.0	13.2	10.4
PBR	배	1.0	1.1	1.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	6.9	6.8	8.2	7.3	6.1	5.0
ROE	%	1.6	4.7	5.1	9.4	11.0	12.0
순차입금	억원	790	360	667	416	32	-312
부채비율	%	127.8	91.2	93.0	81.5	72.2	67.4

---

## ***Contents***

---

1. 4Q15 Review	3
2. 부문별 성장전망	5
3. 북클럽 중간평가	11
4. 후원방문판매	13
5. Valuation	16
6. 재무제표	18

## 1. 4Q15 Review : 18 분기만에 영업이익 100 억원대 탈환

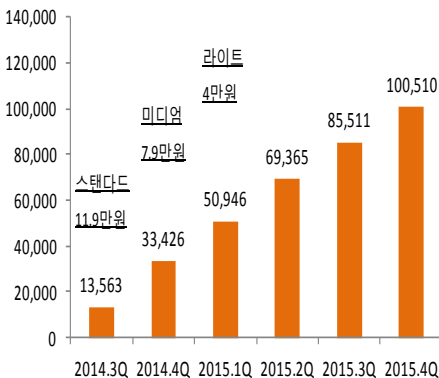
‘15 년 4Q 연결기준 매출액 및 영업이익은 각각 1,755 억원, 126 억원으로 전년동기 대비 6.2%, 137.7% 증가했다. 별도기준 영업이익은 ‘11 년 3 분기 이후 18 분기만에 100 억원대를 탈환했으며, 영업이익률은 7.3%를 기록해 ‘11 년의 최고치 수준에 도달했다. 영업이익이 호조세를 보인 이유는 ‘14 년 8 월 런칭한 북클럽의 지속적인 회원수 유입과 함께 포인트 소진 증가에 기인하며, 교문(학습지)시장에서의 북클럽 스테디 회원 유입 증가로 휴회율이 낮아지고 있기 때문이다.

### 1) 북클럽 회원수 지속성장

미래교육(전집)부문 회원수가 지난 3Q 말 8 만 5,511 명에서 4Q 말에는 10 만 2,565 명으로 증가해 월평균 5 천 과목 증가세를 유지했다. ‘15 년 1Q 와 2Q 의 증가는 5,840 명, 6,139 명에는 미치지 못하지만 3Q 의 5,382 명에 비해서는 견조한 회복세로 판단한다. 판매인력은 3Q 말 2,924 명에서 4Q 말에는 3,132 명까지 증가했으며, ‘16 년말에는 4,000 명까지 확대될 전망이다. ‘15 년 11 월부터 후원방문판매시스템이 도입됨에 따라 기존 판매인들의 신규인력 영입에 대한 메리트가 증가할 것이기 때문이다. 판매인력은 계약 등록된 전체 판매인력중 매출실적이 있는 회원수만을 의미한다. 교육문화(학습지)부문 회원수는 3Q 말 105 만 과목(평균)에서 109 만 과목으로 소폭 증가에 그쳤지만 북클럽 비중이 30.5%까지 증가해 휴회율 하락에 기여했다.

전집 북클럽 회원수

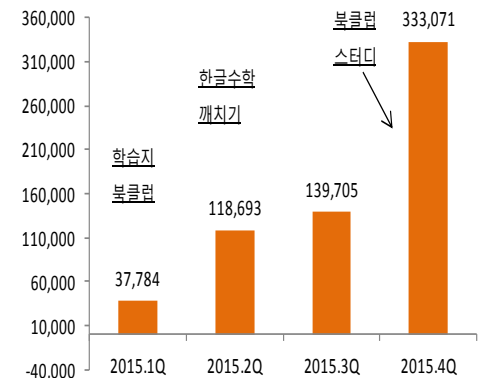
(단위: 과목)



자료: SK 증권

학습지 북클럽 회원수

(단위: 과목)

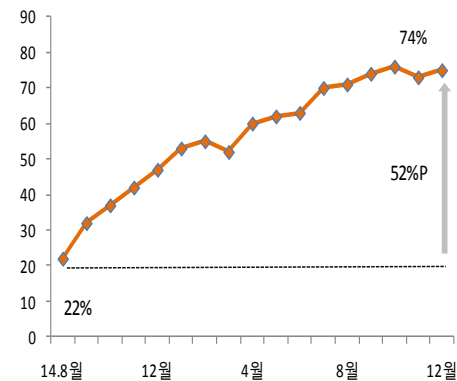


자료: SK 증권

## 2) 포인트 소진 증가

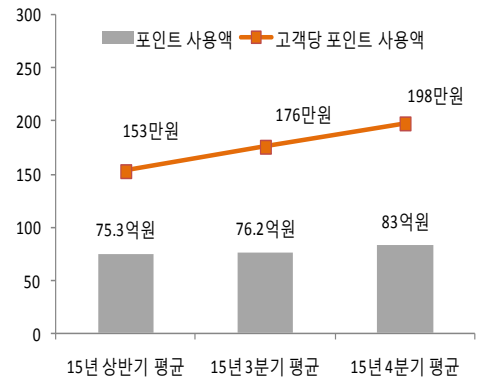
북클럽 런칭 초기에는 기존고객 위주의 가입비중이 높았지만 1년 경과 이후 신규고객 비중이 높아지고 있다. 2014년 8월 런칭때는 신규고객 비중이 22%이었으나 '15년말에는 75%까지 높아져 전집구매여력이 확대된 것으로 판단한다. 기존고객의 가입월 인당 평균 포인트사용은 3.2 세트였지만 1년 4개월이 지난 '15년 4분기 월 평균으로는 4.2 세트까지 증가했다. 이에 따라 신규 고객의 가입월 포인트 소진액은 '15년 상반기 평균 153만원에서 3분기 175만원, 4분기 198만원으로 증가했다.

북클럽 신규고객 비중 추이 (단위: %)



자료: 웅진씽크빅

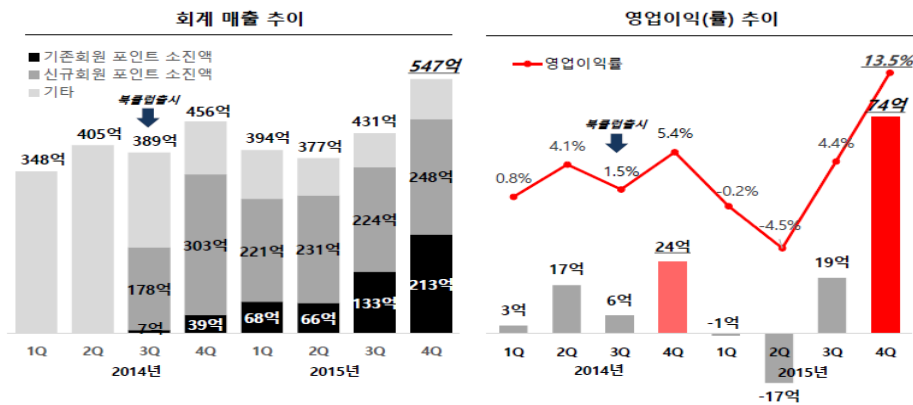
신규고객 가입월 포인트 소진액 (단위: 만원, 억원)



자료: 웅진씽크빅

미래교육 포인트소진 현황과 영업이익률 추이

(단위: %, 억원)



※ 기존회원 인당 포인트 소진액 +10.3% 증가 : 3분기 누적 평균 29만원 → 4분기 평균 32만원

※ 북클럽 잔여 포인트 1,552억 (향후 추가매출 발생) : 15년 12월말 기준, 북클럽 누적 제공포인트 3,245억 중 47.8%

자료: 웅진씽크빅

## 2. 부문별 성장전망

웅진씽크빅 부문별 영업실적 전망

(단위 : % , 억원)

	2014	2015				2015	2016E	2017E
	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	6,332	1,590	1,554	1,528	1,724	6,395	7,073	7,606
교육문화	3,854	1,023	1,007	940	1,019	3,989	4,130	4,420
영업이익	217	32	46	49	46	174	195	235
(OPM)	5.6	3.2	4.6	5.2	4.5	4.3	4.7	5.3
미래교육	1,598	394	377	431	547	1,748	2,213	2,396
영업이익	50	-1	-17	19	73	74	190	228
(OPM)	3.1	-0.2	-4.5	4.4	13.5	4.3	8.6	9.5
홈스쿨	454	108	105	101	100	415	450	475
영업이익	19	4	7	5	5	20	22	25
(OPM)	4.2	3.5	6.4	4.5	4.7	4.8	4.9	5.3
단행본	298	48	47	46	47	188	220	250
영업이익	-39	-7	-5	-6	-2	-19	-5	0
(OPM)	-13.0	-13.9	-9.8	-12.0	-4.2	-10.1	-2.3	0.0
기타	128	17	17	10	11	55	60	65
영업이익	-68	-8	-8	-14	4	-15	-30	-28
영업이익	179	20	23	53	126	223	372	460
(OPM)	2.8	1.3	1.5	3.5	7.3	3.6	5.3	6.0

자료 : 웅진씽크빅 SK 증권 추정

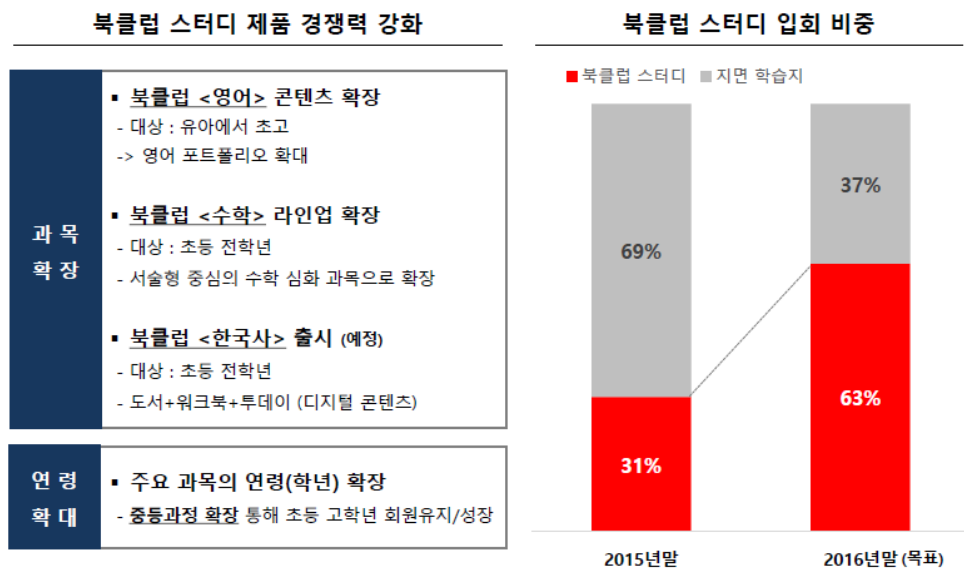
‘15 년 4Q 를 기점으로 미래교육부문 매출액 및 영업이익 턴어라운드가 본격화될 전망이다. BEP 수준의 월 매출액 120 억원이 초과되면서 40%의 공헌이익률이 발생하고 있기 때문이다. ‘16 년은 미래교육부문의 이익률이 정상화되는 시기로 판단한다.

교육문화부문은 전체 회원(북클럽스터디+ 지면 학습지)중 북클럽 스터디 비중이 확대되면서 휴회율이 안정화될 전망이다. ‘15 년말 기준 북클럽 스터디 비중이 31%까지 상승했으며, 이에 따라 6.8%였던 휴회율이 5.2%로 안정화되었다. 콘텐츠가 확대되고 교사수입이 늘어나는 선순환이 나타날 경우 신규회원시장에서 M/S 가 커질 전망이다.

## 1) 교육문화 : 북클럽 콘텐츠 및 서비스 강화

교육문화부문의 북클럽 스테디는 과목확장 및 학습관리 서비스 강화를 통해 기존 회원의 휴회율을 안정시키고, 궁극적으로는 신규회원 유입을 통해 시장점유율을 확대할 전망이다. 북클럽 영어, 수학, 한국사 등의 콘텐츠 확장 및 신규출시를 통해 초등고학년(4~5학년)까지 고객군을 확대하고, 기존 학습지와 차별화된 관리서비스인 투게더(화상교육) 도입을 통해 교사 생산성을 증대하여 신규회원 유입을 적극 모색할 계획이다. 학습지 북클럽 시스템 도입으로 '15년 9월말 대비 4.2만 과목 순증효과가 나타났다. 경쟁 학습지 업체 대부분의 과목수가 정체 내지 감소세인 가운데에서도 의미 있는 성과를 낸 것으로 판단한다. 북클럽 스테디 비중은 3월 3.4%에서 '15년 말에는 30.5%로 높아져 휴회율 안정에 기여할 전망이다.

### 북클럽 스테디 제품 라인업 확장



자료: 웅진씽크빅

## 북클럽 투게더 : 학습관리 서비스 확장

### 출시 배경

#### 1 기존 관리 모델의 한계 극복

- 짧은 방문시간(10분) 극복 → 관리, 비관리 학습지에 화상 관리(투게더 서비스) 도입
- 학습지 업제 최초로 1회 1시간 동안 관리 받는 학습지

#### 2 씽크빅 교사의 관리 부담 해소

- 관리 시간 내 학습 완성, 주요 오프 사유인 교재 밀림 방지
- 오답 관리에 대한 교사의 부담 감소

#### 3 고객 만족도 제고

- 1시간 학습습관 형성과 학습과정 관리로 학습 만족도 제고
- 궁금한 것은 바로 해결할 수 있는 실시간 피드백 학습지
- 친구와 함께 하는 학습을 통해 학습 흥미도 증가

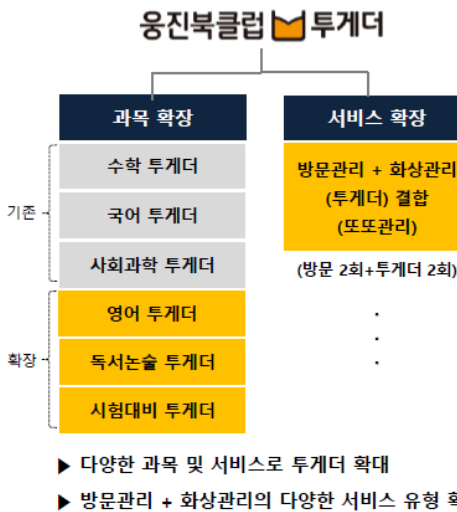
### <북클럽 투게더> 개요

대상	북클럽스터디 기존 회원	북클럽스터디 투게더 전용 회원
서비스 구성	<ul style="list-style-type: none"> <li>주1회 1시간 학습관리 (월4회)</li> <li>학습 콘텐츠 1과목</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주1회 1시간 학습관리 (월4회)</li> <li>북패드</li> <li>북클럽 투데이</li> <li>학습 콘텐츠 1과목</li> </ul>
회비	1) 투게더 추가 : +2만원 2) 투게더+과목 추가 : +2.7만원	4.2만원 (가입비 1만원/24M 약정)
과목	북클럽 국어, 수학, 사회과학 (초등 1~6학년)	
학습 방법	정해진 시간에 투게더 강의실에 접속 → 프로그램 순서에 따라 활동진행 (도입→학습→마무리)	

자료: 웅진씽크빅

## 북클럽 투게더 : 기대효과

### 학습 관리 서비스 확장



### 시행 배경

#### 1 북클럽 및 스터디 사업적 가치 증대

- 학습 흥미와 효과를 높이는 신규 콘텐츠 개발 통해 신규 고객 증대
- 북클럽 및 북클럽 스터디 회원만의 차별화된 서비스로 경쟁력 확보

#### 2 교사 생산성 증대

- 방문 관리 2회 + 투게더 관리 2회 운영 시, 관리 횟수 및 시간 조정에 따라 교사 활동 여력 증대

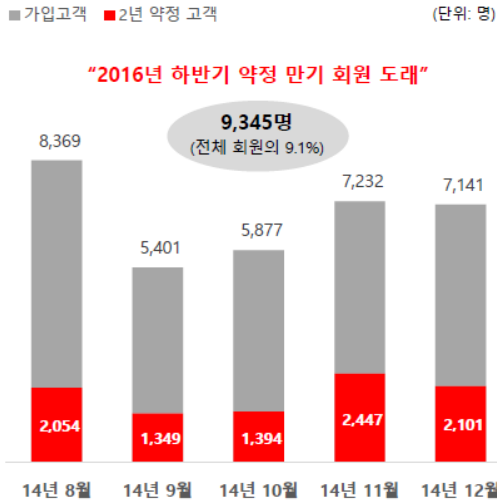
자료: 웅진씽크빅





## 북클럽 가맹고객 확대

### 재가입 회원 추이



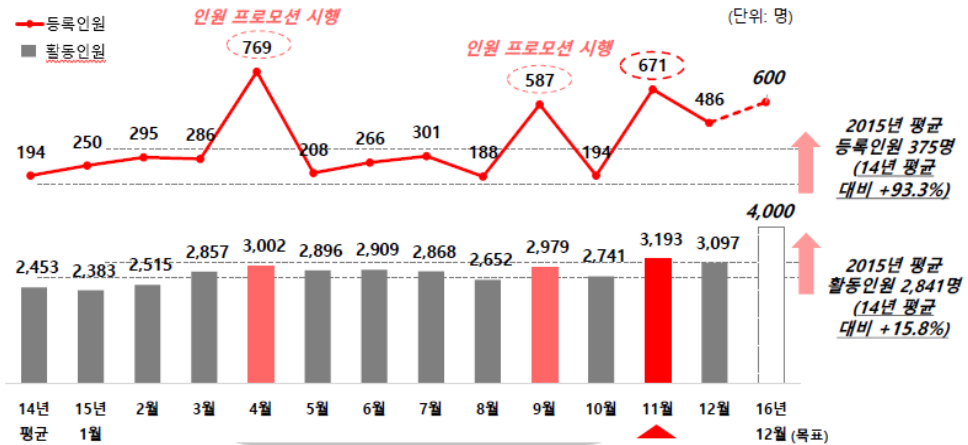
### 주요 전략

#### 재가입률 50% 목표

- 북클럽 활용도 증대를 위한 소통 강화
  - 북클럽 고객 소통 APP 출시 (맞춤형 정보(포인트 현황, 독서/학습이력 등) 및 혜택, 북클럽 FAQ 등 제공)
- 재약정 대상 고객 관리 강화
  - 고객센터 및 현장조직 협업 통한 재약정 활동 진행
- 학습 니즈가 높은 고객 대상 재약정 특화 전략
  - 초등 연령대의 고객들의 재가입률을 높이기 위해 북클럽 스터디 입회 활성화
  - 본부간 재약정 교차 판매

자료: 웅진씽크빅

## 후원방문판매를 통한 영업력 확대



#### 멘토제 도입 (2015년 11월)

- 멘토제 도입 위한 수수료 제도 신설

#### 멘토제 활성화 (2016년)

- 승급기준 조정 통해 멘티 관리 독려
- 멘토제도 활성화 위한 비전교육 신설

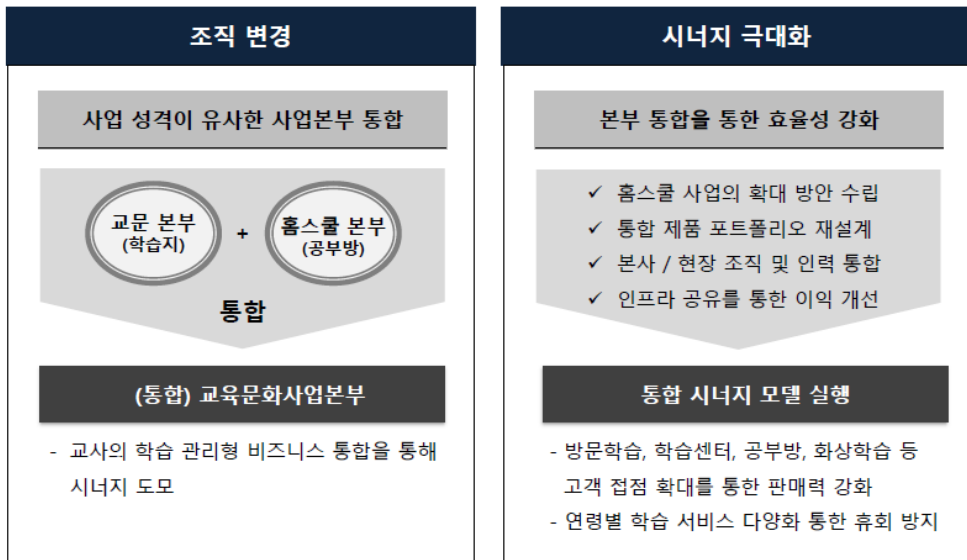
자료: 웅진씽크빅

### 3) 홈스쿨, 단행본

공부방의 홈스쿨사업부문은 오프라인에서의 한계를 벗어나기 위해 ‘16 년 3 월부터 북클럽 공부방으로 전환할 예정이다. 북클럽을 활용한 수준별 맞춤학습과 한년별 모듈학습을 통해 공부습관을 기르는 마켓플레이스로 사용할 것이다. 공부방내 수업용 공용 디바이스를 설치하고, 맞춤형 문제풀이 학습서비스를 제공하며, 융합 프로그램을 통해 모듈학습을 진행할 예정이다.

이를 통해 교사의 수업관리 편의성을 증대하고 학습관리의 표준화를 통해 교사모집을 증대할 수 있을 전망이다. 그동안 교사가 수업역량을 발휘하는 중심역할을 했지만 시스템 공부방으로의 전환을 통해 콘텐츠를 확대하고 학습연령을 확대해 회원수 유입을 증대시킬 수 있을 것으로 기대된다. 장기적으로는 교문본부와의 통합을 통해 시너지를 확대할 수 있을 전망이다.

#### 교문본부와의 통합을 통해 시너지 극대화 추진



자료: 웅진씽크빅

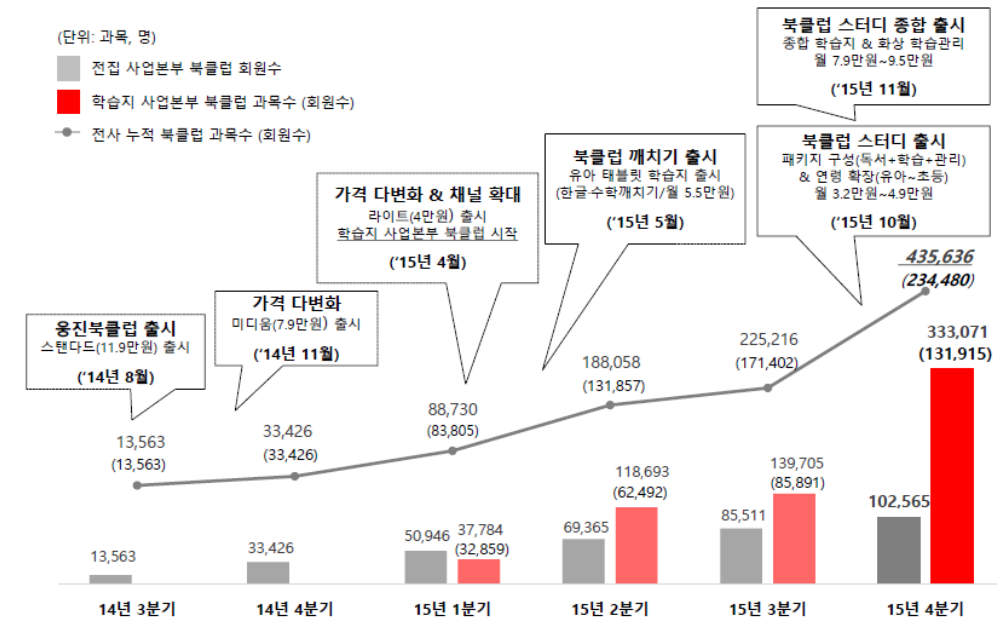
단행본은 독서인구 감소 및 도서정가제 시행에 따른 시장침체로 영업이익 적자가 지속되었지만 인력감축(150 명에서 40 명 수준) 및 적자 임프린트 철수를 통해 ‘16 년 중 적자폭이 5 억원 수준으로 감소할 전망이다.

### 3. 북클럽 중간평가

‘14 년 8 월 전집부문에서 시작한 북클럽 시스템이 가격 다변화(11.9 만원, 7.9 만원, 4 만원)와 함께 학습지부문으로의 채널다변화를 성공적으로 진행하고 있다. 학습지부문에 성공적으로 정착한 북클럽은 국어, 수학, 사회, 과학, 한문뿐 아니라 영어, 한국 사로의 콘텐츠 확장을 통해 고객저변을 넓히고 있다.

전집부문에서의 가시적인 성과는 ①월 5 천명 이상의 고객유입이 지속되고 있으며, ②포인트 미소진액이 ‘15 년말 기준 1,552 억원이 남아 있어 안정적인 매출액 창출이 예상되며, ③’16 년 8 월 이후 만기회원 재유치시 원가부담이 낮아 이익률 상승이 가능하다는 점이다.

#### 북클럽회원수 추이



자료: 웅진씽크빅

---

2 조원 시장으로 추정되는 학습지업계에서 동사의 북클럽 스터디가 정착할 경우 회원수 이동에 따른 지각변동을 가정할 수 있다. 대교, 구몬, 재능을 포함한 학습지업계는 학습지교사를 중심으로 한 영업 및 교육시스템이 구축되어 있으나 동사가 추구하는 문화생태계 조성이 지속될 경우 급속한 시장재편이 가능할 전망이다.

문화생태계 조성의 핵심은 북클럽이라는 플랫폼상에서 회원수를 확대하고 콘텐츠를 확장하여 빠른 시간내에 규모의 경제를 조성하는 것이다. 북클럽에서 제공하는 전집, 단행본, 그리고 학습지는 가장 기본적이고 핵심적인 콘텐츠이며, 이는 웅진씽크빅의 내재화된 자체역량과 외부 협력업체에서 제공되는 콘텐츠로 구성된다.

웅진씽크빅은 '15 년말 기준 23 만 4,880 명의 북클럽 기반고객을 확보하고 있어 영유아를 대상으로 시장을 확대하고자 하는 업체에게 매력적인 마케팅 대상이다. 반대로 웅진씽크빅은 자사 북클럽 고객에게 효율성 높은 소비재 구매제안을 실시할 수 있어 고객확보에 긍정적인 모멘텀이다. 동사는 국내 최대 테마파크를 보유하고 있는 에버랜드, 최대 해외여행업체인 하나투어와의 협업을 추진하고 있어 성사시 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

## 4. 후원방문판매

후원방문판매란 방문판매 및 다단계 판매의 요건에 해당하며, 판매원 자신과 직하위 판매원 실적만 수당을 지급하는 형태인데, 공정거래위원회가 공개한 2014 년 기준 후원방문판매업자는 2,852 개로 2013 년에 비해 199 개가 증가했다.

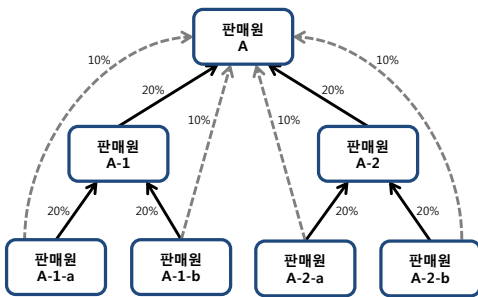
### 다단계 판매와 후원방문 판매의 후원수당 지급구조 비교

#### <다단계 판매>

(가정) 매출액 대비 후원수당 지급비율 30%

- 직하위판매원 실적의 20%
- 차하위판매원 실적의 10%

(예시) 하위판매원 각 100만원 씩 총 600만원 매출 시  
- 판매원 A의 수당비율은 80만원 (개별매출의 80%)

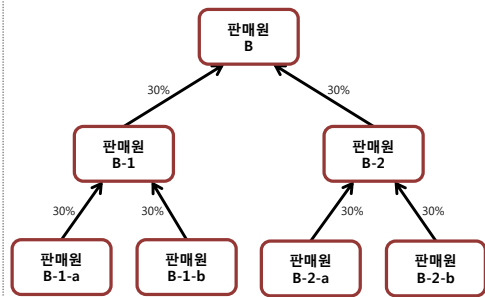


#### <후원 방문 판매>

(가정) 매출액 대비 후원수당 지급비율 30%

- 직하위판매원 실적의 30%
- 차하위판매원 실적 이하로는 수당지급 없음

(예시) 하위판매원 각 100만원 씩 총 600만원 매출 시  
- 판매원 B의 수당비율은 60만원 (개별매출의 60%)



자료 : 공정거래위원회 SK 증권 정리

후원방문판매업자는 ① 본사와 소속 대리점이 모두 후원방문판매업자인 경우(1,115 개), ② 소속 대리점만 후원방문판매업자인 경우(1,676 개), ③소속 대리점이 없는 독립 후원방문판매업자인 경우(61 개)로 구분되며, 코웨이 같은 업체의 경우는 ①번에 해당하는 것으로 판단한다. 등록된 후원방문판매인 수는 32.2 만명으로 다단계시장 689 만명의 4.7% 수준이다.

총 매출액 규모는 2 조 8,283 억원으로 2013 년 대비 39.2% 증가했으며, 아모레퍼시픽, 코웨이 등 주요 5 개 사업자 및 소속 대리점의 매출액이 2013 년 대비 6,678 억 원 증가한 것이 주요 원인으로 작용했다.

**전년대비 주요 5개 사업자 본사 및 대리점 매출액 증감**

(단위 : 개, 백만 원)

순위	사업자명	대리점 수	2014년	2013년	증감률
1	(주)아모레퍼시픽	611	1,050,701	873,642	+20%
2	코웨이(주)	53	411,062	71,286	+477%
3	(주)LG생활건강	434	297,955	260,541	+53%
4	(주)코리아나화장품	13	76,071	65,854	+16%
5	(주)김정문알로에	92	34,267	30,904	+11%
계		1,203	1,970,056	1,302,227	+51%

자료 : 공정거래위원회, SK 증권 정리

후원수당이란 판매업자가 소속 판매원의 거래실적에 따라 지급하는 경제적 이익 및 판매활동을 장려하거나 보상하기 위해 지급하는 경제적 이익을 말하는데, 판매원 1인당 연간 평균 후원수당 수령액은 362 만원으로 2013년 대비 37.6% 증가했다. 등록 판매원중 후원수당을 수령한 판매원 수는 20.7 만명으로 전체 판매원의 64% 수준인데, 다단계 판매시장의 19.4%에 비해 현저하게 높은 수준을 보이고 있다.

**전년대비 주요 5개 사업자 본사 및 대리점 후원수당 증감**

(단위 : 개, 백만 원)

순위	사업자명	대리점 수	2014년	2013년	증감률
1	(주)아모레퍼시픽	611	299,102	182,846	+64%
2	코웨이(주)	53	84,831	27,694	+206%
3	(주)LG생활건강	434	95,321	63,427	+50%
4	(주)코리아나화장품	13	10,544	8,551	+23%
5	(주)김정문알로에	92	22,895	21,148	+8%
계		1,203	512,693	303,666	+69%

자료 : 공정거래위원회, SK 증권 정리

### 매출액 규모별 사업자 현황

(단위 : 백만 원 개 명)

순위	사업자명	매출액	소속 대리점 수	등록 판매원 수	비고
1	(주)아모레퍼시픽	1,050,701	611	57,189	
2	코웨이(주)	411,062	53	7,533	
3	(주)LG생활건강	397,955	434	17,207	
4	(주)아이기스화진화장품	112,953	-	29,799	독립사업자
5	(주)유니베라	108,216	299	13,455	
6	풀무원건강생활(주)	86,791	177	6,793	
7	(주)미애부	81,189	-	9,289	독립사업자
8	(주)타파웨어브랜즈코리아	77,341	36	59,930	
9	(주)코리아나화장품	76,071	13	3,539	
10	(주)프리드라이프	56,036	-	29,741	독립사업자
	기타	370,009	1,161	93,677	
계		2,828,324	2,784	322,457	

자료 : 공정거래위원회, SK 증권 정리

### 후원수당 지급총액별 사업자 현황

(단위 : 백만 원 명)

순위	사업자명	후원수당 지급총액	판매원 수	1인당 지급액
1	(주)아모레퍼시픽	299,102	45,466	6.6
2	(주)LG생활건강	95,321	6,773	14.1
3	코웨이(주)	84,831	15,147	5.6
4	(주)미애부	39,393	8,902	4.4
5	(주)타파웨어브랜즈코리아	28,911	6,143	4.7
6	풀무원건강생활(주)	26,908	47,156	0.6
7	(주)코리아나화장품	22,895	2,190	10.5
8	(주)아이기스화진화장품	18,357	5,631	3.3
9	(주)마임	16,375	13,366	5.9
10	(주)유니베라	12,655	5,136	2.5
	- 기타	104,449	50,889	55.5
계		749,197	206,799	3.6

자료 : 공정거래위원회, SK 증권 정리

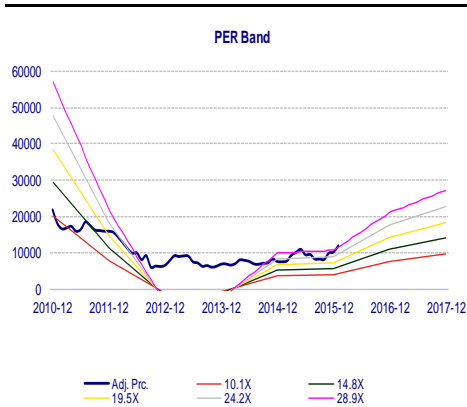


## 5. Valuation

투자자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 '16 년 예상 EPS 728 원에 Target P/E 24 배를 적용한 17,000 원으로 상향한다. 학습지 상장업체인 대교는 우량한 재무구조를 바탕으로 P/E 15~20 배, EV/EBITDA 6 배 수준에서 거래되고 있다. 동사의 수익구조 개선추세를 고려할 때 부담스러운 수준은 아닌 것으로 판단한다. 수익구조가 안정화되는 '16 년 이후부터 배당규모가 확대될 전망이다.

웅진씽크빅 PER 밴드

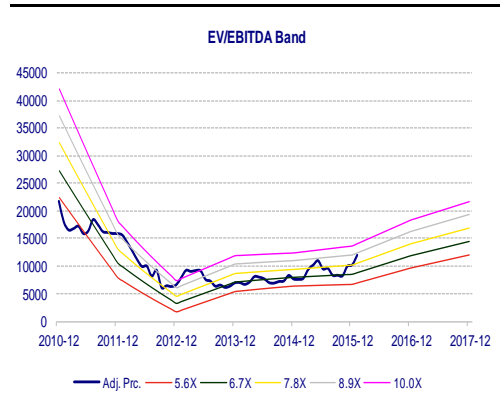
(단위: 배)



자료: SK 증권

웅진씽크빅 EV/EBITDA 밴드

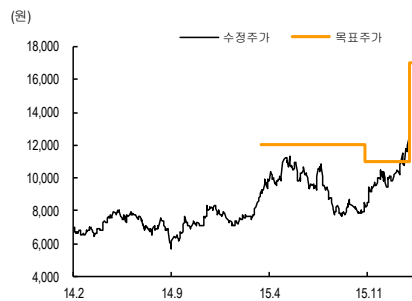
(단위: 배)



자료: SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.02.02	매수	17,000원
2015.10.29	매수	11,000원
2015.04.30	매수	12,000원
2015.03.15	매수	12,000원



## Compliance Notice

- 작성자(김기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 2일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	2,930	2,131	2,326	2,676	2,948
현금및현금성자산	274	397	334	456	628
매출채권및기타채권	958	914	974	1,100	1,174
재고자산	437	364	369	683	707
<b>비유동자산</b>	2,807	2,463	2,331	2,289	2,173
장기금융자산	109	107	45	40	40
유형자산	833	757	747	815	790
무형자산	1,194	886	859	784	724
<b>자산총계</b>	5,737	4,594	4,658	4,965	5,120
<b>유동부채</b>	2,600	1,824	2,028	2,129	2,009
단기금융부채	1,041	700	1,000	1,138	1,058
매입채무 및 기타채무	297	223	219	221	219
단기충당부채	41	23	22	22	24
<b>비유동부채</b>	1,000	753	193	263	290
장기금융부채	800	500	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	40	62	35	33	31
장기충당부채	0	1	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,599	2,577	2,221	2,392	2,299
<b>지배주주지분</b>	1,972	1,996	2,416	2,549	2,795
자본금	145	145	173	173	173
자본잉여금	1,538	1,541	1,859	1,859	1,859
기타자본구성요소	-85	-84	-96	-91	-91
자기주식	-101	-100	-100	-100	-100
이익잉여금	375	394	480	605	849
비지배주주지분	166	21	21	24	27
<b>자본총계</b>	2,138	2,016	2,437	2,573	2,822
<b>부채와자본총계</b>	5,737	4,594	4,658	4,965	5,120

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>영업활동현금흐름</b>	432	531	227	27	509
당기순이익(손실)	-577	31	104	130	255
비현금성항목등	935	486	508	521	421
유형자산감가상각비	87	61	52	77	75
무형자산상각비	258	244	233	228	220
기타	497	118	169	130	8
운전자본감소(증가)	141	24	-388	-607	-106
매출채권및기타채권의 감소(증가)	339	54	0	-132	-74
재고자산감소(증가)	76	55	-6	-344	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	-53	-46	1	-2
기타	-230	-32	-337	-133	-6
법인세납부	-68	-10	3	-17	-61
<b>투자활동현금흐름</b>	-449	260	-374	0	-205
금융자산감소(증가)	-81	-5	-240	295	0
유형자산감소(증가)	12	22	-39	-145	-50
무형자산감소(증가)	-407	-210	-143	-176	-160
기타	27	454	48	26	5
<b>재무활동현금흐름</b>	263	-694	75	94	-131
단기금융부채증가(감소)	19	-426	96	638	-80
장기금융부채증가(감소)	400	-200	-300	-500	0
자본의증가(감소)	74	0	330	0	0
배당금의 지급	-106	0	0	0	-8
기타	-125	-68	-51	-44	-43
<b>현금의 증가(감소)</b>	67	88	-63	122	172
기초현금	242	309	397	334	456
기말현금	309	397	334	456	628
FCF	367	221	-29	-391	250

자료 : 웅진씽크빅, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	7,120	6,488	6,429	6,505	7,073
<b>매출원가</b>	3,416	3,069	3,255	3,276	3,481
<b>매출총이익</b>	3,704	3,420	3,174	3,228	3,592
매출총이익률 (%)	52.0	52.7	49.4	49.6	50.8
<b>판매비와관리비</b>	3,673	3,291	2,995	2,995	3,211
영업이익	31	129	180	234	381
영업이익률 (%)	0.4	2.0	2.8	3.6	5.4
비영업손익	-130	-167	-54	-49	-44
<b>순금융비용</b>	83	51	35	34	36
외환관련손익	0	0	0	3	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-12	0	0	0
세전계속사업이익	-98	-38	125	185	336
세전계속사업이익률 (%)	-1.4	-0.6	2.0	2.8	4.8
계속사업법인세	-23	-10	21	54	81
<b>계속사업이익</b>	-75	-28	104	130	255
중단사업이익	-501	59	0	0	0
*법인세효과	-87	1	0	0	0
당기순이익	-577	31	104	130	255
<b>순이익률 (%)</b>	-8.1	0.5	1.6	2.0	3.6
<b>지배주주</b>	-539	31	104	127	252
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-7.57	0.48	1.62	1.96	3.56
<b>비지배주주</b>	-37	0	0	3	3
<b>총포괄이익</b>	-591	20	86	131	257
<b>지배주주</b>	-552	20	86	128	254
<b>비지배주주</b>	-40	0	0	3	3
<b>EBITDA</b>	376	433	464	539	676

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-6.6	-8.9	-0.9	1.2	8.7
영업이익	-91.5	311.6	39.7	30.1	62.9
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	47.4	82.2
EBITDA	-39.0	15.3	7.1	16.1	25.5
EPS(계속사업)	적전	흑전	-457.2	8.3	98.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-23.4	1.6	4.7	5.1	9.4
ROA	-9.5	0.6	2.3	2.7	5.1
EBITDA마진	5.3	6.7	7.2	8.3	9.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.7	116.8	114.7	125.7	146.8
부채비율	168.4	127.8	91.2	93.0	81.5
순차입금/자기자본	73.0	39.2	14.8	25.9	14.7
EBITDA/이자비용(배)	4.0	6.9	9.9	13.5	16.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-139	-95	339	367	728
BPS	6,603	6,684	6,979	7,363	8,073
CFPS	-715	1,124	1,269	1,249	1,581
주당 현금배당금	0	0	0	25	50
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	24.6	30.9	17.0
PER(최저)	N/A	N/A	16.8	19.2	14.0
PBR(최고)	2.5	1.5	1.2	1.5	1.5
PBR(최저)	0.9	0.9	0.8	1.0	1.3
PCR	-9.0	6.0	6.0	8.2	7.8
EV/EBITDA(최고)	16.3	8.9	7.4	9.0	7.3
EV/EBITDA(최저)	9.1	6.3	4.8	6.2	6.2