

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 컨텐츠와 고객이 동반 증가하는 가시적인 성과가 예상된다. 투자의견 매수 유지하며, 목표주가는 17,000원으로 상향한다.



# 웅진씽크빅(095720/KS)

## 교육 플랫폼 기업으로 변신 중

### 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%   |
| 외국인지분률     | 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 '15년말에는 23만명을 상회해 영유아 대상 마케팅업체에 대한 협상력이 커졌다. '16년 이후 컨텐츠와 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 컨텐츠와 고객이 동반 증가

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

#### 투자의견 매수유지, 목표주가 17,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가를 '16년 예상 EPS에 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   | 224   | 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**

---

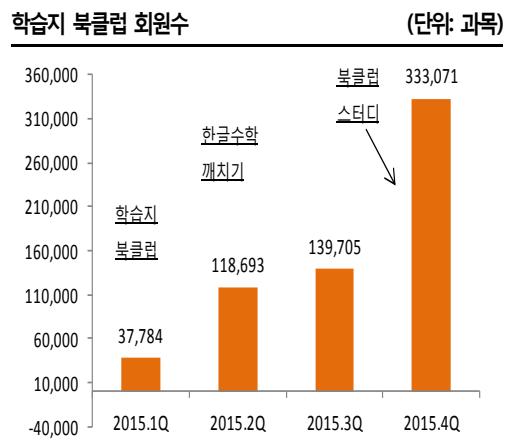
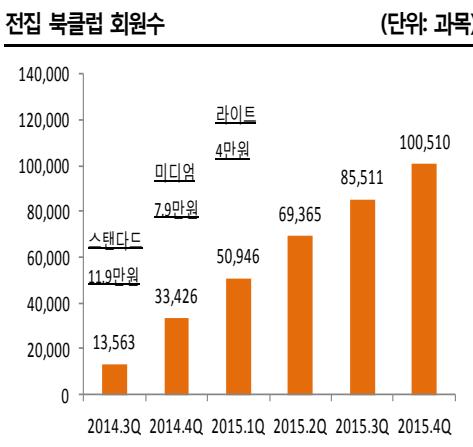
|                |    |
|----------------|----|
| 1. 4Q15 Review | 3  |
| 2. 부문별 성장전망    | 5  |
| 3. 북클럽 중간평가    | 11 |
| 4. 후원방문판매      | 13 |
| 5. Valuation   | 16 |
| 6. 재무제표        | 18 |

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

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

## 1) 북클럽 회원수 지속성장

미래교육(전집)부문 회원수가 지난 3Q 말 8만 5,511명에서 4Q 말에는 10만 2,565명으로 증가해 월평균 5천 과목 증가세를 유지했다. '15년 1Q와 2Q의 증가분 5,840명, 6,139명에는 미치지 못하지만 3Q의 5,382명에 비해서는 견조한 회복세로 판단한다. 판매인력은 3Q 말 2,924명에서 4Q 말에는 3,132명까지 증가했으며, '16년말에는 4,000명까지 확대될 전망이다. '15년 11월부터 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 105만 과목(평균)에서 109만 과목으로 소폭 증가에 그쳤지만 북클럽 비중이 30.5%까지 증가해 휴회율 하락에 기여했다.

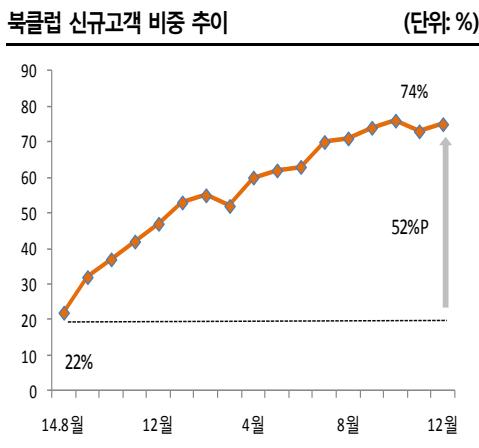


자료: SK 증권

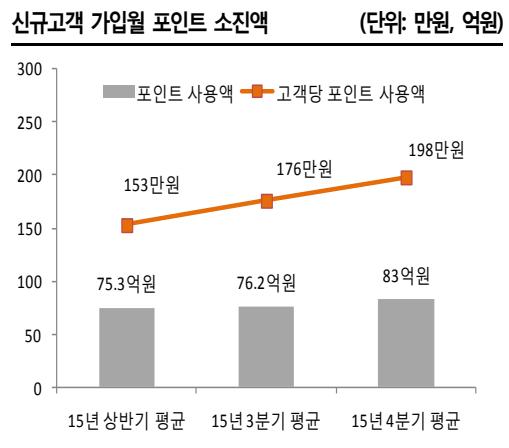
자료: SK 증권

## 2) 포인트 소진 증가

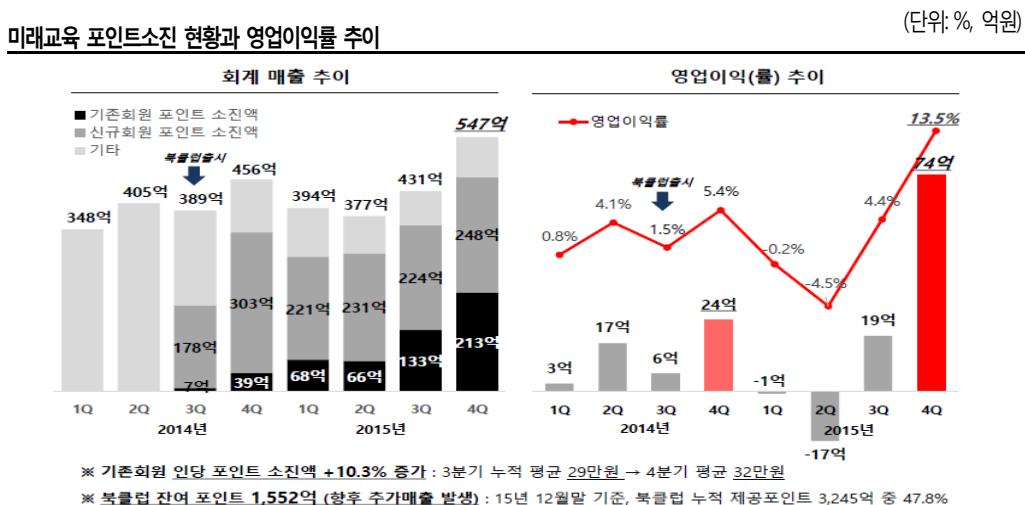
북클럽 런칭 초기에는 기존고객 위주의 가입비중이 높았지만 1년 경과 이후 신규고객 비중이 높아지고 있다. 2014년 8월 런칭때는 신규고객 비중이 22%이었으나 '15년말에는 75%까지 높아져 전집구매여력이 확대된 것으로 판단한다. 기존고객의 가입월 인당 평균 포인트사용은 3.2 세트였지만 1년 4개월이 지난 '15년 4분기 월평균으로는 4.2 세트까지 증가했다. 이에 따라 신규고객의 가입월 포인트 소진액은 '15년 상반기 평균 153만원에서 3분기 175만원, 4분기 198만원으로 증가했다.



자료: 응진씽크빅



자료: 응진씽크빅



자료: 응진씽크빅

## 2. 부문별 성장전망

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

자료 : 웅진씽크빅, SK 증권 추정

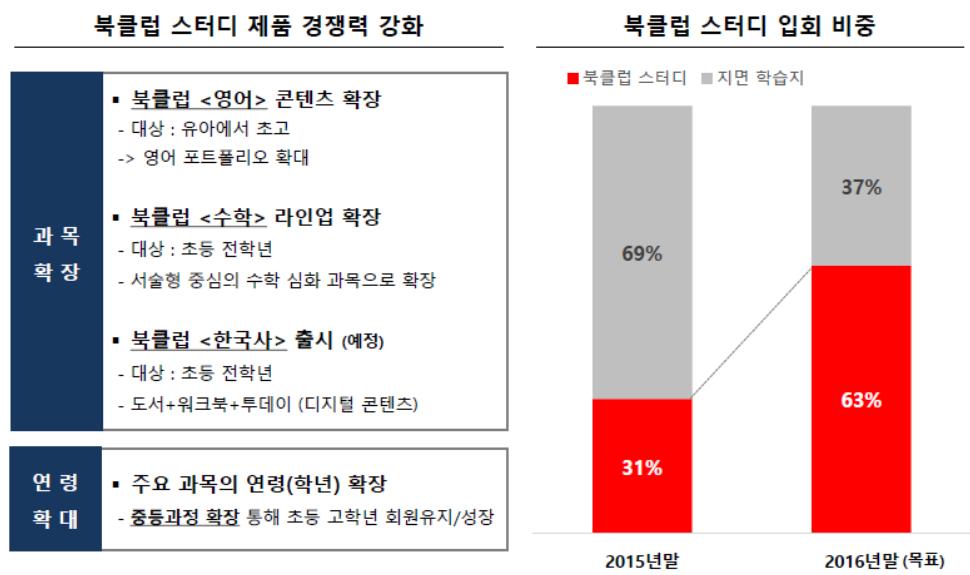
‘15년 4Q를 기점으로 미래교육부문 매출액 및 영업이익 턴어라운드가 본격화될 전망이다. BEP 수준의 월 매출액 120억원이 초과되면서 40%의 공헌이익률이 발생하고 있기 때문이다. ‘16년은 미래교육부문의 이익률이 정상화되는 시기로 판단한다.

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

## 1) 교육문화 : 북클럽 컨텐츠 및 서비스 강화

교육문화부문의 북클럽 스터디는 과목확장 및 학습관리 서비스 강화를 통해 기존 회원의 휴회율을 안정시키고, 궁극적으로는 신규회원 유입을 통해 시장점유율을 확대할 전망이다. 북클럽 영어, 수학, 한국사 등의 컨텐츠 확장 및 신규출시를 통해 초등 고학년(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 스터디 비중은 3월 3.4%에서 '15년 말에는 30.5%로 높아져 휴회율 안정에 기여할 전망이다.

### 북클럽 스터디 제품 라인업 확장



자료: 웅진씽크빅

## 북클럽 투게더 : 학습관리 서비스 확장

| 출시 배경                     |        |  | <북클럽 투게더> 개요   |  |  |
|---------------------------|--------|--|--|--|--|
|                           | 대상     | 북클럽스터디<br>기존 회원  | 북클럽스터디<br>투게더 전용 회원  |  |  |
| <b>1 기존 관리 모델의 한계 극복</b>  |        | <ul style="list-style-type: none"> <li>짧은 방문시간(10분) 극복 → 관리, 비관리 학습지에 화상 관리(투게더 서비스) 도입</li> <li>학습지 업계 최초로 1회 1시간 동안 관리 받는 학습지</li> </ul> |  |  |  |
| <b>2 쌍크빅 교사의 관리 부담 해소</b> | 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     | <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 투게더 추가 : +2만원</li> <li>2) 투게더+과목 추가 : +2.7만원</li> </ul>  | 4.2만원<br>(가입비 1만원/24M 약정)  |  |  |
| <b>3 고객 만족도 제고</b>        | 과목     | 북클럽 국어, 수학, 사회과학 (초등 1~6학년)  |  |  |  |
|                           | 학습 방법  | 정해진 시간에 투게더 강의실에 접속 → 프로그램 순서에 따라 활동 진행 (도입→학습→마무리)  |  |  |  |

자료: 웅진씽크빅

## 북클럽 투게더 : 기대효과

| 학습 관리 서비스 확장  |  | 시행 배경  |
|---|--|--|
|  |  | <p><b>1 북클럽 및 스터디 사업적 가치 증대</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>학습 흥미와 효과를 높이는 신규 콘텐츠 개발 통해 신규 고객 증대</li> <li>북클럽 및 북클럽 스터디 회원만의 차별화된 서비스로 경쟁력 확보</li> </ul> <p><b>2 교사 생산성 증대</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>방문 관리 2회 + 투게더 관리 2회 운영 시, 관리 횟수 및 시간 조정에 따라 교사 활동 여력 증대</li> </ul> |
| <p>▶ 다양한 과목 및 서비스로 투게더 확대</p> <p>▶ 방문관리 + 화상관리의 다양한 서비스 유형 확대</p>                   |  |  |

자료: 웅진씽크빅

## 2) 미래교육 : 기존회원 재가입 유도 및 신규고객 확보

'16년 8월부터 2년 약정 고객의 만기가 본격적으로 도래하기 시작한다. 기존 고객에 대해서는 일정 수준의 컨텐츠 사용료만을 받고 기존에 받던 서비스를 모두 제공하고 있어 재가입률 확대시 이익률 확대에 긍정적일 전망이다. 기존 회원이 보유한 디바이스 원가상각이 마무리 되었고, 수수료율 부담이 낮기 때문이다. 또한 신규회원 유치를 위해 기존 영업인력뿐 아니라 문화센터, 도서관 등과의 연계를 통해 활동성을 높여갈 예정이다. 국내 최대의 테마파크를 보유한 애버랜드, 최대 해외여행업체인 하나투어 등과의 업무협조가 성사될 경우 고객확보에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

### 북클럽 가맹고객 확대

#### <찌요찌요> 개요

|     |   |
|-----|---|
| 대상  | - 북클럽 회원 + 가망고객 (영아~7세)   |
| 콘셉트 | - 생각을 만지는 독서 체험교실   |
| 내용  | - 북 스토리텔러가 들려주는 이야기<br>- 다양한 모둠활동으로 스토리 체험<br>(신체활동, 스피치, 예술활동 등) |
| 채널  | - 이마트 문화센터, 도서관, 주민자치센터, 사업국, 기타 제휴공간 등                           |

- 기존 고객 : 북클럽 활용도 증가 및 브랜드 가치 향상  
- 잠재 고객 : 가망고객 지속 확보로 북클럽 회원 가입  
북클럽 체험 통한 고객 추천 효과 창출

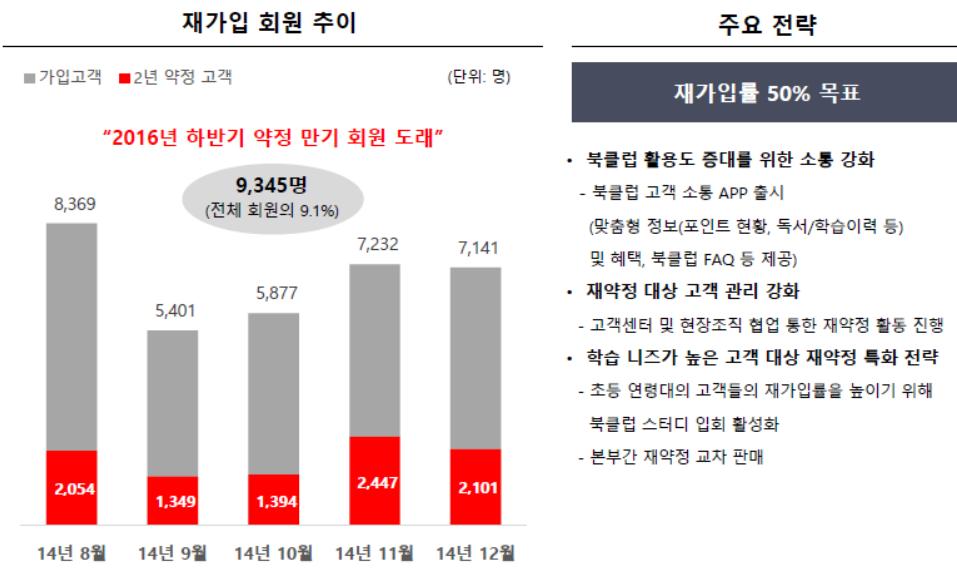
#### 파일럿 테스트

| 구 분  | 1차              | 2차              |       |
|------|-----------------|-----------------|-------|
| 일정   | 15년 8~11월       | 15년 12월~        |       |
| 장소   | 이마트 문화센터<br>20곳 | 이마트 문화센터<br>79곳 |       |
| 대상   | 5~7세            | 수강료             | 2.3만원 |
| 수업시간 | 50분             | 수강 정원           | 12명   |



자료: 웅진씽크빅

## 북클럽 가맹고객 확대

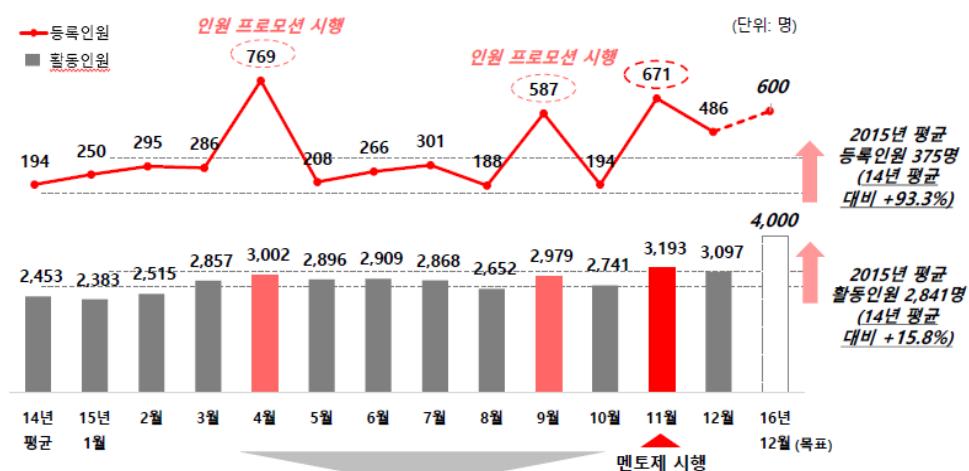


### 주요 전략

#### 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
  - 조동 연령대의 고객들의 재가입률을 높이기 위해 북클럽 스터디 입회 활성화
  - 본부간 재약정 교차 판매

## 후원방문판매를 통한 영업력 확대



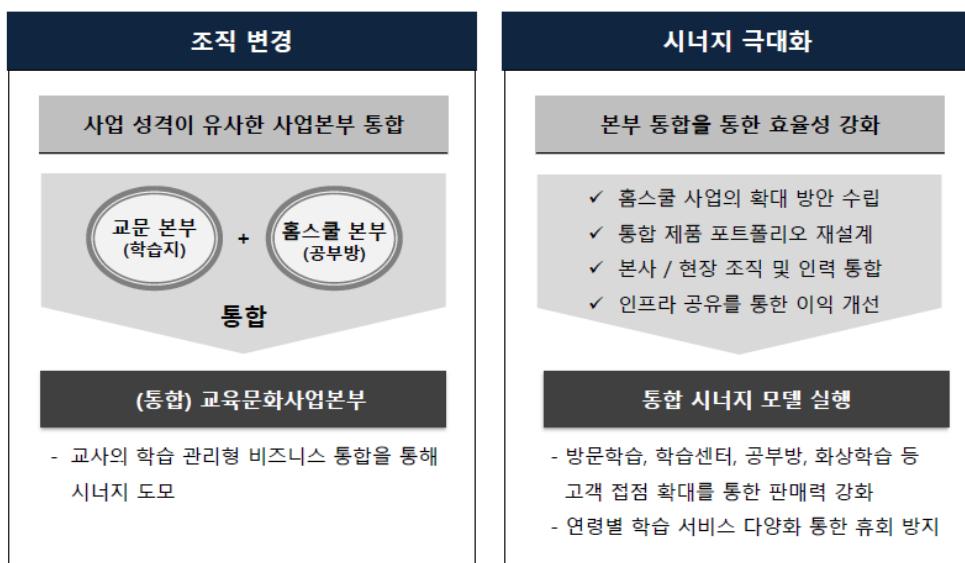
자료: 웅진씽크빅

### 3) 흠크콜, 단행본

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

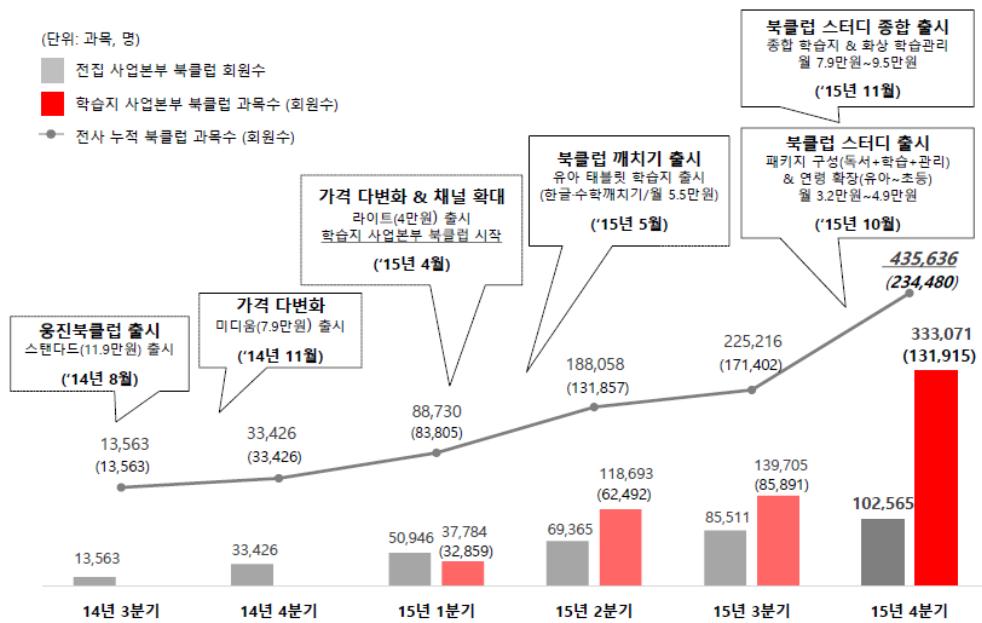
단행본은 독서인구 감소 및 도서정가제 시행에 따른 시장침체로 영업이익 적자가 지속되었지만 인력감축(150명에서 40명 수준) 및 적자 임프린트 철수를 통해 '16년 중 적자폭이 5억원 수준으로 감소할 전망이다.

### 3. 북클럽 중간평가

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

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

#### 북클럽회원수 추이



자료: 응진씽크빅

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 영입 및 교육시스템이 구축되어 있으나 동사가 추구하는 문화생태계 조성이 지속될 경우 급속한 시장재편이 가능할 전망이다.

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

웅진씽크빅은 '15년말 기준 23만 4,880명의 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 2014년 기준 후원방문판매업자는 2,852개로 2013년에 비해 199개가 증가했다.

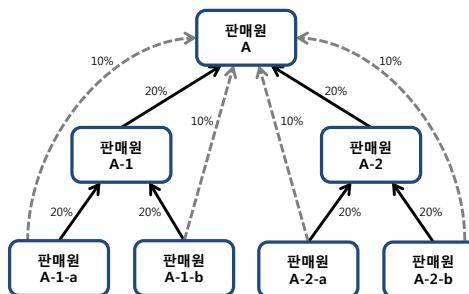
### 다단계 판매와 후원방문 판매의 후원수당 지급구조 비교

#### <다단계 판매>

(가정) 매출액 대비 후원수당 지급비율 30%

- 직하위판매원 실적의 20%
- 차히위판매원 실적의 10%

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

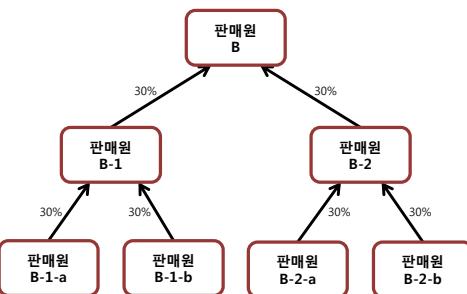


#### <후원 방송 판매>

(가정) 매출액 대비 후원수당 지급비율 30%

- 직하위판매원 실적의 30%
- 차히위판매원 실적 이하로는 수당지급 없음

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



자료 : 공정거래위원회, SK증권 정리

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

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

**전년대비 주요 5 개 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 5 개 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)타파워어브랜즈코리아 | 77,341           | 36           | 59,930            |       |
| 9              | (주)코리아나회장품    | 76,071           | 13           | 3,539             |       |
| 10             | (주)프리드리아이프    | 56,036           | -            | 29,741            | 독립사업자 |
|                | 기타            | 370,009          | 1,161        | 93,677            |       |
|                | <b>계</b>      | <b>2,828,324</b> | <b>2,784</b> | <b>322,457</b>    |       |

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)타파워어브랜즈코리아 | 28,911         | 6,143          | 4.7            |
| 6                 | 풀무원건강생활(주)    | 26,908         | 47,156         | 0.6            |
| 7                 | (주)코리아나회장품    | 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           |
|                   | <b>계</b>      | <b>749,197</b> | <b>206,799</b> | <b>3.6</b>     |

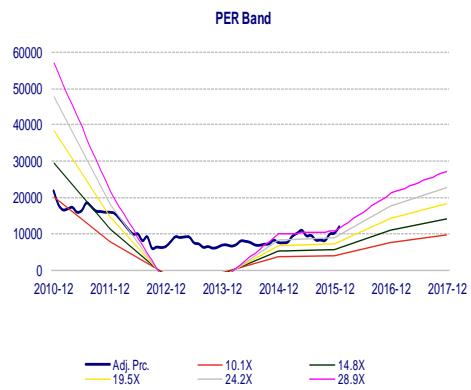
자료 : 공정거래위원회, SK 증권 정리

## 5. Valuation

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 ‘16년 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 ‘16년 이후부터 배당규모가 확대될 전망이다.

웅진씽크빅 PER 밴드

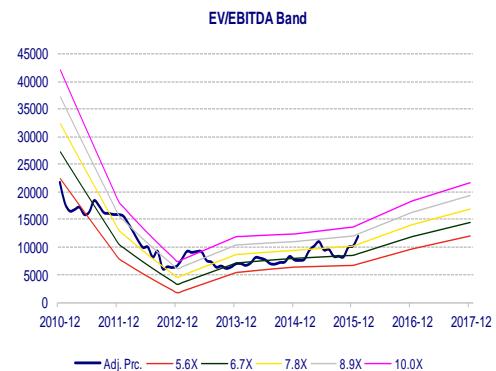
(단위: 배)



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 |

(원)

수정주가      목표주가

18,000  
16,000  
14,000  
12,000  
10,000  
8,000  
6,000  
4,000

14.2      14.9      15.4      15.11

### Compliance Notice

- 작성자(김기영)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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   |
| <b>비자매주주지분</b> | 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  |
| 매출채권및타채권의감소증가      | 339  | 54   | 0    | -132  | -74   |
| 재고자산감소(증가)         | 76   | 55   | -6   | -344  | -24   |
| 매입채무 및 기타채무의증가(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   |
| 현금의 증가(감소)         | 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>순비용비용</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 (%)         | -14   | -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   |
| 지배주주                  | -539  | 31    | 104   | 127   | 252   |
| <b>지배주주구속 순이익률(%)</b> | -7.57 | 0.48  | 1.62  | 1.96  | 3.56  |
| <b>비자매주주</b>          | -37   | 0     | 0     | 3     | 3     |
| <b>총포괄이익</b>          | -591  | 20    | 86    | 131   | 257   |
| <b>지배주주</b>           | -552  | 20    | 86    | 128   | 254   |
| <b>비자매주주</b>          | -40   | 0     | 0     | 3     | 3     |
| EBITDA                | 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   |