

# 웅진씽크빅 (095720)

## ARpedia, 미워도 다시 한번

### ARpedia 2023 vs. 2024

ARpedia는 23년도 밸류에이션 상향 요인의 Key로 주목했던 사항이다. 23.7월 대만 스튜디오 오사와의 공급계약, 디즈니 IP 라이선스 계약 등이 연이어 체결되면서 23년 하반기에 관련 매출 성장을 기대했다. 하지만, 국가별 승인에 시간이 소요되면서 본격적인 매출액은 24년으로 연기되었다.

24년에는 다른 양상을 보일 것으로 예상된다. 스튜디오A과 23년말까지 10% 이하의 물량 공급이 이뤄진 상황이라는 점에서 1~3분기 분기 평균 30억원 내외의 매출액이 발생할 것으로 기대된다. 디즈니코리아 캐릭터 사용과 관련된 협의도 24.1분기에 마무리되었다. 3월 4일부터 판매를 시작, 출시 3주만에 초도 물량 8천세트 판매가 매진되었다. 50억원 이상의 매출액이 발생했을 것으로 예상된다. 현재 2차 제작에 돌입된 상황으로 4월 중 추가 국내 물량을 확보하여 판매할 예정이다. 미뤄졌던 ARpedia 관련 매출액이 24년 1분기부터 본격적으로 시작될 것으로 기대된다.

### 또 다른 성장동력인 디지털 교과서

교육부는 2023년 2월 디지털 기반 교육혁신 방안을 발표, 2023년 6월 AI 디지털교과서 추진방안을 발표했다. 2025년부터 디지털 교과서 시장이 개화될 예정이다. 동사는 AI수학-스마트울-매쓰피드의 기능들을 결합한 AI 수학교과서 진출을 모색하고 있다. 진출 시 교과서 산업으로의 진출이라는 점에서 시장에 주목을 받을 수 있을 것으로 기대된다.

이 외에도 글로벌 온라인 교육 플랫폼인 유데미와 랠리즈의 수익화도 진행 중이다. 유데미는 IT 직무 중심의 콘텐츠를 보유하고 있는 오프라인 플랫폼이며, 랠리즈는 학원 교육 서비스 공급자 대상 학원생활 앱 플랫폼이다. 가입자 및 회원을 기반으로 한 수익구조를 고려 중이다.



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 3,500원 (M)

현재주가 (4/11) 2,190원

상승여력 60%

시가총액	2,530억원
총발행주식수	115,505,985주
60일 평균 거래대금	5억원
60일 평균 거래량	181,724주
52주 고/저	3,470원 / 2,190원
외인지분율	5.29%
배당수익률	0.00%
주요주주	웅진 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.0)	(15.0)	(26.3)
상대	(9.6)	(20.2)	(30.6)
절대 (달러환산)	(11.6)	(18.1)	(28.5)

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	8,139	9,333	8,901	9,346
영업이익	268	276	56	273
지배순이익	433	30	-309	129
PER	9.4	102.8	-10.1	19.7
PBR	1.1	0.9	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.2	4.4	5.5	4.4
ROE	11.8	0.8	-9.3	4.1

자료: 유안타증권

## ARpedia, 미워도 다시 한번

### 2023년 실적 리뷰

2023년 매출액 9,053억원, 영업이익 240억원이 될 것으로 실적을 전망했지만, 실제로는 매출액 8,901억원, 영업이익 56억원을 실현했다. 예상치와 실제치와의 차이는 크게 3가지에 기인한다.

첫째, 온라인 교육(스마트올)의 성장은 정체되었던 반면, 오프라인(방문학습)은 감소되었다. 온라인 교육은 타 교육회사와의 경쟁 심화로 가입자의 성장이 정체되었다. 반면, 리오프닝으로 오프라인 교육이 성장할 것으로 전망했었지만 기대에 미치지 못하였다.

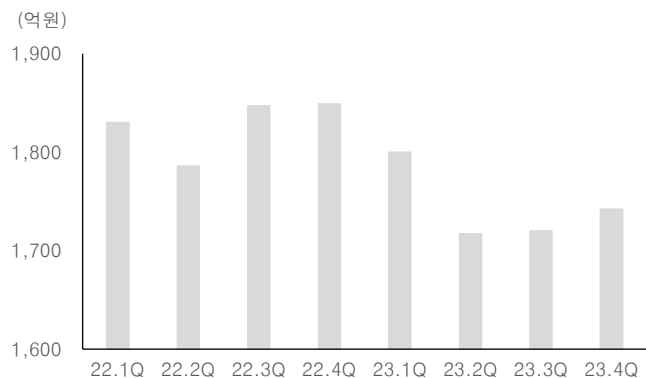
온라인 학습 브랜드인 스마트올은 2022년 1분기 560억원에서 2023년 4분기 635억원으로 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 스마트올은 유아-초등-중등 교육을 대응하며, 하이브리드 형태(관리형 온라인)의 올백에 대한 수요가 확인되면서 매출 성장세가 이어지고 있다.

반면, 씽크빅(단과목 지면학습제품)과 스마트씽크빅(패드 기반 단과목 학습제품)은 매출감소세를 보이고 있다. 지면학습에 대한 수요가 온라인 학습으로 전환되고 있으며, 단과목 학습보다는 전과목 학습에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 기업 입장에서는 전과목 학습 수요자의 이탈율이 낮다는 점에서 스마트올의 전환이 긍정적이다.

둘째, 북클럽에서의 매출 감소이다. 북클럽 관련 매출액은 사업의 성향상 신제품 출시 횟수와 매출액과의 상관관계가 높다. 연초 계획은 분기별 1~2개의 신제품 출시였으나, 2023년 1분기부터 출시가 지연되면서 매출액이 감소되는 모습을 보였다. 2023년 4분기 이후 신제품 출시가 계획대로 진행되고 있어, 2024년에는 전년 대비 개선되는 실적을 보일 것으로 기대된다.

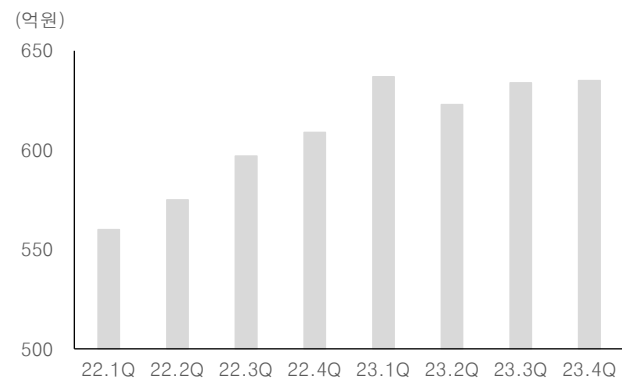
셋째, ARpedia이다. CES2023 수상→스튜디오A와의 계약→디즈니IP 계약 등의 이벤트들이 이어지면서 2023년 ARpedia가 본격적으로 판매, 실적개선에 기여할 것으로 예상했다. 하지만 국가별 승인 등의 이슈로 매출 인식시점은 2024년부터 본격화될 것으로 기대된다.

[그림] 분기별 매출액 추이



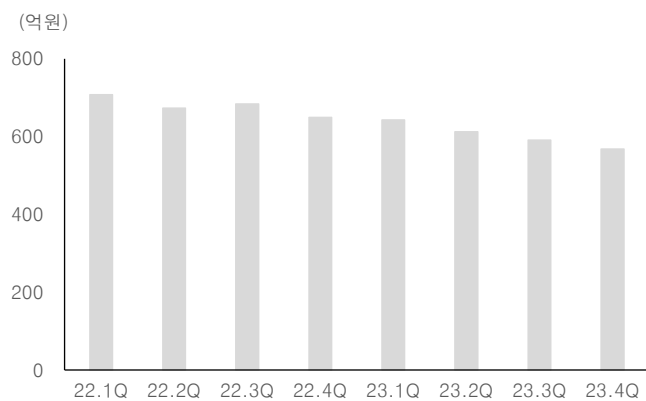
자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

[그림] 스마트올 분기별 매출액 추이



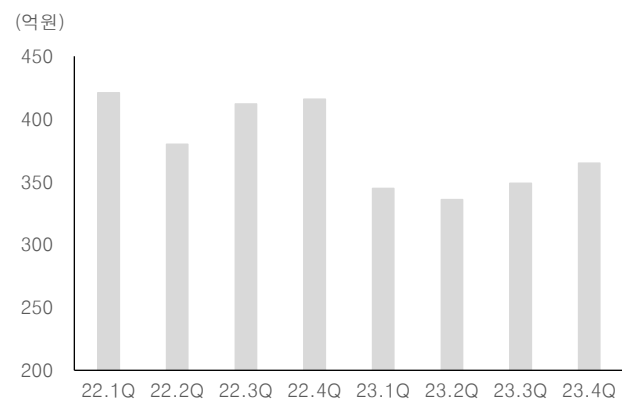
자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

[그림] 스마트씽크빅+씽크빅 분기별 매출액 추이



자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

[그림] 북클럽+슈퍼마켓 분기별 매출액 추이



자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

## ARpedia 2023 VS. 2024

**2023년 ARpedia.** 23년도 밸류에이션 상향 요인의 Key로 주목했던 사항이다. 23.7월 대만 스튜디오A사와의 공급계약(102.4억원)을 체결했으며, 디즈니코리아와 디즈니 IP 사용 라이선스 계약을 체결하였다.

스튜디오A를 통해서 해외 진출 확대, 디즈니코리아를 통해서 신제품 출시 기대감이 높았다. 하지만 스튜디오A사에서는 초기수요는 기대에 미치지 못하였고, 디즈니 IP를 활용을 위해서는 캐릭터에 대한 검수가 필요했다.

**2024년 ARpedia.** 확연히 달라진 모습을 볼 수 있을 것으로 기대된다. 스튜디오A사와의 공급계약 기간은 2024년 7월 30일이다. 2023년 말까지 전체의 10%도 되지 않은 물량이 공급되었다는 점에서 2024년 1~3분기에는 분기 평균 30억원 이상의 매출액이 발생할 것으로 예상된다.

디즈니코리아 캐릭터 사용과 관련된 협의가 2024년 1분기 중에 마무리되었다. 이후 지난 3월 4일부터 판매 시작했으며, 출시 3주만에 초도 물량 8,000세트 판매(36만권, 세트당 45권)가 매진되었다. 아마존에 판매되고 있는 금액으로 추정 시 50억원 이상의 매출액이 발생했을 것으로 예상된다. 현재 2차 제작에 돌입했으며, 4월 중 추가 국내 물량을 확보하여 판매할 예정이다.

스튜디오A의 추가적인 요구사항은 중국어 버전이다. 현재 중국어 버전으로 제품을 기획하고 있어 중국으로의 진출이 기대되는 상황이다. 디즈니코리아와의 계약을 통해 디즈니 ARpedia 제품은 한국뿐 아니라 대만, 베트남에서도 판매가 가능하다. 디즈니에 대한 선호도와 영어에 대한 수요가 큰 국가라는 점에서 대만, 베트남 향으로의 수출 성장을 기대해 볼 수 있다.

[그림] 3년 연속 CES에서 수상한 ARpedia



자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

[그림] Disney IP를 활용한 ARpedia



자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

## 미래를 위한 준비

동사는 수년전부터 국내 학력인구의 감소에 따른 실적 성장의 우려에 대응하기 위해 위에서 언급된 ARpedia뿐만 아니라 디지털화를 통한 변화 및 진화도 모색하고 있다.

**디지털 교과서.** 교육부는 2023년 2월 디지털 기반 교육혁신 방안을 발표, 2023년 6월 AI 디지털 교과서 추진방안을 발표했다. 2025년 수학/영어/정보/국어를 우선 도입하고 2028년까지 단계적으로 확대를 추진한다는 일정이다. 즉, 2025년부터 디지털 교과서 시장이 개화될 예정이다. 2024년 하반기 AI 디지털교과서 검정심사가 진행될 예정이다. 동사는 AI수학-스마트올-매쓰피드의 기능들을 결합한 AI 수학교과서 진출을 모색하고 있다. 진출 시 교과서 산업으로의 진출이라는 점에서 시장에 주목을 받을 수 있을 것으로 기대된다.

**플랫폼.** 글로벌 온라인 교육 플랫폼인 유데미(Udemy)를 국내에서 독점 서비스하고 있다. 유데미는 IT 직무 중심의 콘텐츠를 보유하고 있는 글로벌 No.1 오픈강의 플랫폼이다. 랠리즈(Rally)는 전국 초/중/고등학생 대상 학원 교육 서비스 공급자에게 공급하는 학생생활 앱 플랫폼이다. 기존 파편화된 타사 서비스를 통합 플랫폼으로 제공한다는 장점이 있다. 누적 가입자는 각각 51.3만명, 15.2만명이다. 가입자/회원을 기반으로 한 수익구조를 추진 중이다.

[그림] 유데미



자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

[그림] 랠리즈



자료: 웅진씽크빅, 유안타증권 리서치센터

웅진씽크빅 (095720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	6,461	8,139	9,333	8,901	9,346
매출원가	2,715	3,858	4,658	4,450	4,672
매출총이익	3,746	4,281	4,675	4,451	4,673
판매비	3,607	4,013	4,399	4,395	4,400
영업이익	140	268	276	56	273
EBITDA	599	776	977	828	776
영업외손익	-105	286	-202	-435	-105
외환관련손익	-3	2	4	0	0
이자손익	-93	-34	-46	-77	-71
관계기업관련손익	-4	-3	-23	-22	22
기타	-5	320	-137	-336	-56
법인세비용차감전순이익	35	554	73	-380	168
법인세비용	32	112	39	-58	34
계속사업순이익	4	442	34	-322	134
중단사업순이익	0	0	-3	0	0
당기순이익	4	442	31	-322	134
지배지분순이익	10	433	30	-309	129
포괄순이익	13	454	61	-346	110
지배지분포괄이익	19	446	59	-333	106

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	499	947	946	734	981
당기순이익	4	442	31	-322	134
감가상각비	321	338	458	475	304
외환손익	2	-1	1	0	0
중속, 관계기업관련손익	4	3	23	22	-22
자산부채의 증감	-863	-904	-944	-1,025	-984
기타현금흐름	1,032	1,069	1,376	1,583	1,548
투자활동 현금흐름	14,867	-532	-652	-301	1
투자자산	-245	-259	-38	-39	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-23	-40	-381	-153	0
유형자산 감소	2	400	9	1	0
기타현금흐름	15,134	-633	-242	-110	4
재무활동 현금흐름	-16,485	-781	-445	-601	-526
단기차입금	378	170	-5	19	11
사채 및 장기차입금	-15,524	126	196	18	0
자본	-1,676	-350	0	-25	0
현금배당	-457	-126	-146	-79	0
기타현금흐름	794	-601	-490	-536	-537
연결범위변동 등 기타	1	1	0	0	317
현금의 증감	-1,118	-365	-151	-169	773
기초 현금	1,932	813	448	297	128
기말 현금	813	448	297	128	902
NOPLAT	140	268	276	56	273
FCF	476	907	565	581	981

자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

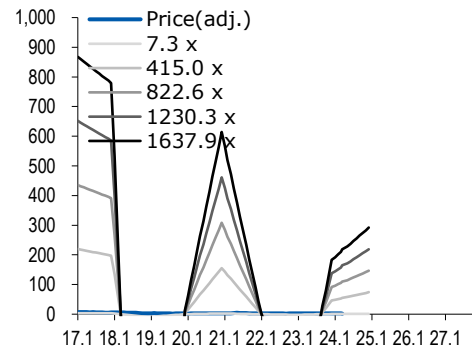
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	4,466	4,612	4,340	3,948	4,693
현금및현금성자산	813	448	297	322	902
매출채권 및 기타채권	1,714	1,984	1,934	1,857	1,936
재고자산	304	517	599	635	667
비유동자산	2,195	3,104	3,568	3,446	2,945
유형자산	525	1,145	1,428	1,456	1,151
관계기업 등 지분관련자산	116	22	15	37	39
기타투자자산	236	121	83	62	62
자산총계	6,661	7,716	7,908	7,394	7,639
유동부채	2,861	3,701	3,798	3,727	3,856
매입채무 및 기타채무	620	1,131	1,098	1,114	1,170
단기차입금	800	935	860	1,118	1,118
유동성장기부채	0	0	0	16	16
비유동부채	53	280	460	456	462
장기차입금	0	0	133	174	174
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,914	3,981	4,259	4,183	4,318
지배지분	3,711	3,628	3,540	3,104	3,208
자본금	587	587	587	587	587
자본잉여금	1,605	1,254	1,254	1,229	1,229
이익잉여금	2,052	2,372	2,286	1,874	2,003
비지배지분	36	108	109	107	112
자본총계	3,747	3,735	3,649	3,211	3,321
순차입금	209	625	1,097	1,318	747
총차입금	1,182	1,478	1,669	1,707	1,718

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	8	375	26	-268	112
BPS	3,307	3,219	3,142	2,754	2,847
EBITDAPS	488	672	846	717	672
SPS	5,265	7,046	8,080	7,706	8,091
DPS	110	130	110	0	0
PER	328.4	9.4	102.8	-10.1	19.6
PBR	0.8	1.1	0.9	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.7	6.2	4.4	5.5	4.4
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	-0.9	26.0	14.7	-4.6	5.0
영업이익 증가율 (%)	-35.4	91.4	2.8	-79.8	390.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	4,444.3	-93.0	적전	-141.8
매출총이익률 (%)	58.0	52.6	50.1	50.0	50.0
영업이익률 (%)	2.2	3.3	3.0	0.6	2.9
지배순이익률 (%)	0.1	5.3	0.3	-3.5	1.4
EBITDA 마진 (%)	9.3	9.5	10.5	9.3	8.3
ROIC	0.1	6.7	3.6	1.4	7.2
ROA	0.1	6.0	0.4	-4.0	1.7
ROE	0.2	11.8	0.8	-9.3	4.1
부채비율 (%)	77.8	106.6	116.7	130.3	130.0
순차입금/자기자본 (%)	5.6	17.2	31.0	42.5	23.3
영업이익/금융비용 (배)	1.3	5.8	4.4	0.6	2.9

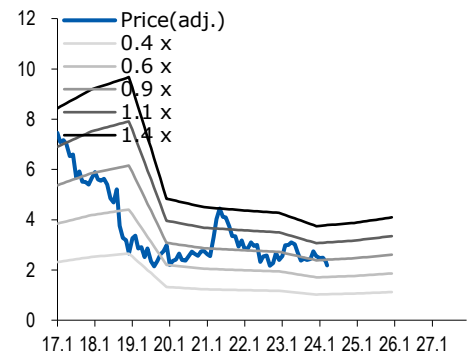
P/E band chart

(천원)

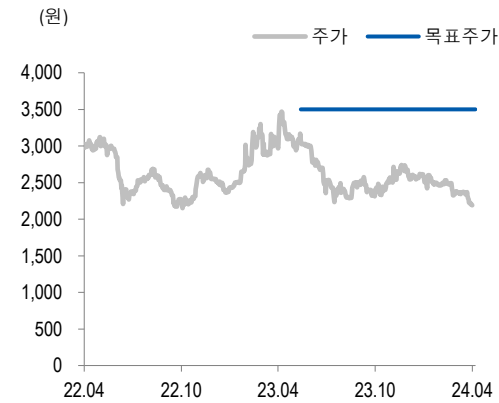


P/B band chart

(천원)



웅진씽크빅 (095720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-04-12	BUY	3,500	1년		
2023-05-24	BUY	3,500	1년		
2023-03-17	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2021-05-27	BUY	4,800	1년	-17.20	-4.06

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	15.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-04-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.