

## 아프리카TV(067160)

## 콘텐츠 다양화로 제2의 성장기 진입

## 콘텐츠 다양화에 따른 MUV 증가 기대

연예인들 및 다양한 분야의 전문가들이 부가 수익 창출 및 인지도 상승을 위해 개인 방송 플랫폼 진출을 본격화하고 있다. 이에 따라 아프리카 TV도 과거 대비 다양한 콘텐츠를 제공할 수 있어 신규 이용자의 유입이 가속화될 전망이다. 게임 콘텐츠 트래픽 또한 e스포츠 영향력 확대를 기반으로 지속적인 상승세를 시현할 것으로 예상되어 가파른 MUV(Monthly Unique Visitors)의 증가가 예상된다.

## 여성 및 장년층을 위한 콘텐츠 증가

1인 크리에이터들의 공중과 진출 본격화에 따른 인지도 상승으로 여성 및 장년층의 비중 확대가 예상된다. 2017년 3분기 기준 아프리카TV의 여성 및 30대 이상의 이용자 비중은 각각 20%와 22%로 제한적이었다. 하지만 뷰티 등 여성 관련 콘텐츠와 스포츠 관련 스트리밍 콘텐츠들의 인지도가 높아짐에 따라 여성 및 장년층의 비중이 상승할 전망이다.

## 매수의견 유지, 목표주가 56,000원으로 상향

아프리카TV에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가를 56,000원(12MF EPS에 target PER 25.1배 적용)으로 기존 대비 27.3% 상향한다. 콘텐츠 다양화에 따른 신규 이용자 유입으로 MUV의 반등이 예상된다. 2017년을 시작으로 MARPPU(Monthly Average Revenue per Paying User)와 결제 이용자 비율이 빠르게 상승함에 따라 지속적인 실적 개선 또한 기대된다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	80	95	120	145	168
영업이익(십억원)	16	18	28	39	50
세전이익(십억원)	13	18	28	40	51
순이익(십억원)	10	15	23	31	40
EBITDA(십억원)	19	21	31	43	54
순차입금(십억원)	(26)	(33)	(46)	(71)	(101)
영업이익률(%)	20.1	19.4	22.9	27.2	29.9
ROE(%)	19.6	23.2	28.9	31.8	32.3
배당수익률(%)	1.2	2.0	1.4	2.0	2.9
EPS(원)	995	1,418	2,132	2,944	3,774
(EPS증가율, %)	101.8	42.5	50.4	38.1	28.2
BPS(원)	5,817	7,063	8,582	10,630	13,128
DPS(원)	290	380	550	800	1,150
PER(x)	24.8	13.5	18.4	13.3	10.4
PBR(x)	4.2	2.7	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA(x)	12.4	8.3	12.5	8.4	6.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 56,000원(상향)

## Stock Data

KOSPI(5/18)	2,461
주가(5/18)	39,250
시가총액(십억원)	444
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	40,700/16,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,222
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.0/19.7
주요주주(%)	세인트인터넷내셔널 외 2인 26.0

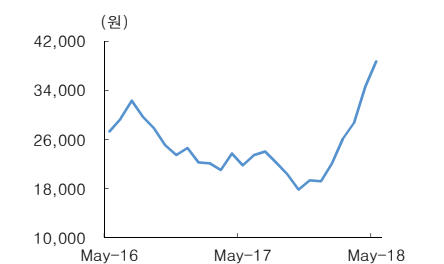
## EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	2,073	2,132	2.8
2019F	2,829	2,944	4.1
2020F	3,595	3,774	5.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.5	102.3	84.7
KOSDAQ 대비(%p)	20.2	90.3	48.5

## 주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

# Contents

I. Valuation	2
<hr/>	
1. 매수의견 유지, 목표주가 56,000원으로 상향	
2. 제한적인 하락 리스크, 충분한 상승 여력	
II. 반등할 수 밖에 없는 MUV	6
<hr/>	
1. 전문화 콘텐츠의 증가가 견인할 MUV의 반등	
2. 여성과 장년층이 시청할 콘텐츠의 증가	
3. 차별화된 지원 정책으로 유명 BJ 확보할 전망	
III. e스포츠 시장 성장의 수혜는 계속된다	10
<hr/>	
1. 아시안게임과 월드컵 등 단기 트래픽 증가 요소 충분	
2. 중국 스트리밍 플랫폼 시장 경쟁 심화도 긍정적	
IV. 실적 개선 또한 지속될 전망	12
<hr/>	
1. MARPPU와 결제 이용자 비율 상승세 지속될 전망	
2. MUV의 증가세 유지될 것	
3. 비용 증가에 대한 부담은 제한적	
기업개요 및 용어해설	14
<hr/>	

## 리포트 작성 목적

- 다양한 분야의 전문가들의 스트리밍 플랫폼 진출 본격화 효과 분석
- 지속 상승 중인 MARPPU와 결제 이용자 비율에 따른 실적 개선 예상
- 중국 게임 스트리밍 플랫폼인 HUYA 상장에 따른 밸류에이션 상승 가능성 분석
- 아프리카TV에 대한 매수의견 유지하며 목표주가를 56,000원으로 상향

# I. Valuation

## 1. 매수의견 유지, 목표주가 56,000원으로 상향

매수의견 유지하며 목표주가  
56,000원으로 기존 대비  
27.3% 상향

아프리카TV에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가를 56,000(12MF EPS에 target PER 25.1배 적용)원으로 기존 대비 27.3% 상향한다. 연예인과 교수 등 이용자 확보를 촉진시킬 수 있는 유명 BJ들의 유입에 따른 MUV 반등 가속화 및 ARPPU의 견고한 상승세를 반영해 2018년과 2019년 EPS를 각각 3.0%, 3.9% 상향했다. 지난 11일 상장한 중국 게임 전문 스트리밍 업체인 HUYA와 향후 상장을 계획 중인 Douyu TV가 부여 받고 있는 밸류에이션 프리미엄을 고려해 적용 멀티플 또한 기존 25.1배(관련업체 평균 PER을 20% 할증, 2016년 BJ 이탈 전 PER 수준)로 상향한다. 국내 대비 경쟁이 심한 중국 동영상 플랫폼 시장에서 향후 수익성 개선에 대한 불투명성이 비교적 높은 HUYA의 2019년 PER이 40 배를 상회한다는 점을 고려할 시 부담스러운 수준이 아니라고 판단한다. 오히려 Douyu TV와 INKE TV 등 게임 스트리밍 플랫폼들의 상장 이후 밸류에이션이 추가적으로 상승할 것으로 예상한다.

〈표 1〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>21.5</b>	<b>22.5</b>	<b>24.8</b>	<b>25.8</b>	<b>27.9</b>	<b>28.9</b>	<b>30.6</b>	<b>32.7</b>	<b>94.6</b>	<b>120.1</b>	<b>145.0</b>
플랫폼 서비스	21.4	22.3	24.3	24.9	27.0	27.8	29.4	31.4	92.9	115.6	139.1
유료아이템	18.1	19.4	19.4	20.6	22.8	23.4	25.1	26.9	77.5	98.2	119.0
광고	3.3	2.9	4.9	4.3	4.2	4.4	4.3	4.5	15.4	17.3	20.1
기타	0.0	0.3	0.5	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.7	4.5	5.9
<b>영업비용</b>	<b>16.8</b>	<b>18.3</b>	<b>19.9</b>	<b>21.3</b>	<b>21.9</b>	<b>22.4</b>	<b>23.8</b>	<b>24.4</b>	<b>76.2</b>	<b>92.6</b>	<b>105.5</b>
인건비	6.0	6.3	6.1	6.9	7.2	7.4	7.6	7.7	25.3	29.9	32.3
회선사용료	1.5	1.9	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	6.8	7.9	9.5
행사비	1.3	0.9	1.6	1.2	1.6	1.0	1.6	1.3	5.0	5.5	5.8
지급수수료	3.7	4.8	6.0	6.4	6.2	6.9	7.2	7.5	20.8	27.8	33.2
과금수수료	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6	7.8	9.6	11.6
기타	2.4	2.5	2.6	3.0	2.8	2.9	3.0	3.1	10.5	11.8	13.2
<b>영업이익</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>8.3</b>	<b>18.3</b>	<b>27.5</b>	<b>39.5</b>
영업이익률	21.9%	19.0%	19.7%	17.2%	21.6%	22.4%	22.0%	25.3%	19.4%	22.9%	27.2%
<b>세전이익</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>6.9</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>8.4</b>	<b>18.1</b>	<b>28.5</b>	<b>39.6</b>
<b>순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>5.6</b>	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>6.6</b>	<b>14.7</b>	<b>22.5</b>	<b>31.1</b>
순이익률	16.8%	14.8%	15.4%	15.2%	20.1%	17.5%	17.2%	20.1%	15.5%	18.8%	21.5%

자료: 아프리카TV, 한국투자증권

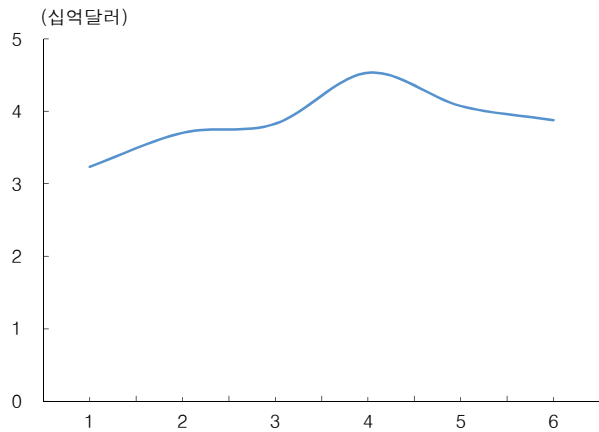
〈표 2〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	120.1	119.7	0.3
	2019F	145.0	142.0	2.1
	2020F	167.6	163.4	2.6
영업이익	2018F	27.5	26.7	3.1
	2019F	39.5	37.9	4.1
	2020F	50.2	47.8	5.0
지배주주순이익	2018F	22.7	22.0	3.0
	2019F	31.3	30.1	3.9
	2020F	40.1	38.2	5.0
EPS	2018F	2,132	2,073	3.0
	2019F	2,944	2,829	3.9
	2020F	3,774	3,595	5.0

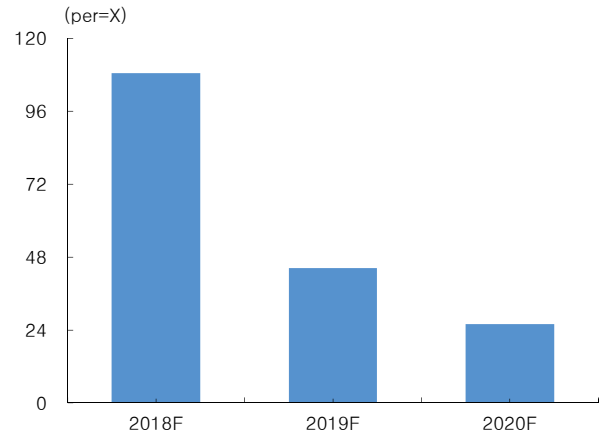
자료: 한국투자증권

[그림 1] HUYA 상장 후 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] HUYA의 향후 예상 PER 밸류에이션



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 HUYA 연간실적 추이 및 전망

(단위: 백만원, X)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	797	2,185	3,902	5,689	7,338
스트리밍	792	2,070			
광고	5	115			
매출원가	1,095	1,930	3,145	4,341	5,327
매출총이익	(298)	255	757	1,348	2,011
영업비용	328	359	568	749	900
R&D	188	170			
마케팅	69	87			
일반경비	71	102			
기타 수익		10			
영업이익	(626)	(95)	189	599	1,111
영업이익률	(78.6%)	(4.3%)	4.8%	10.5%	15.1%
PER			108.6	44.4	26.0

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 2. 제한적인 하락 리스크, 충분한 상승 여력

**높은 MAU 당 매출 창출  
능력. 아프리카 TV는 최근  
상승에도 불구하고 저평가  
국면**

높은 이용자당 매출 창출 능력과 제한적인 경쟁을 바탕으로 한 안정적인 성장세를 감안할 때 아프리카 TV는 글로벌 경쟁 업체들 대비 여전히 저평가되어 있다. 2018년 매출액 추정치 기준 아프리카 TV와 HUYA의 이용자 당 매출액은 각각 20,500원과 7,760원 수준으로 추정된다. HUYA 대비 높은 결제 이용자 비율을 유지 중이며 과금 방식 역시 우수하다고 해석된다. 또한 국내 스트리밍 시장의 경우 지배적인 플랫폼이 아프리카TV와 Twitch로 한정되어 있어 추가적인 경쟁 심화에 따른 실적 악화 가능성도 제한적이다.

유명 BJ 유입에 따른 콘텐츠 다양화, e스포츠 시장 성장을 기반으로 한 신규 이용자 유입, 차별화된 콘텐츠를 활용한 해외 진출 가능성 등을 감안할 때 글로벌 경쟁 업체와 비교해도 충분한 성장 여력이 남아있다. 아프리카 TV의 경우 MAU의 15%가 해외 이용자로 국내 대표 플랫폼들과 비교해도 해외에서 양호한 성과를 유지 중이다. 최근 주가 상승에도 2018년 예상 PER은 18.4배로 추가적인 상승 여력은 충분하다.

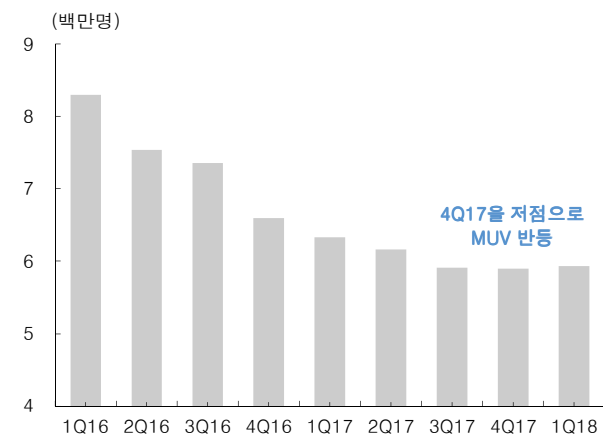
**악재들은 이미 주가에  
반영돼 downside 리스크는  
극히 제한적**

하루 결제 한도 하향과 유명 BJ 이탈에 따른 MUV의 감소 등의 악재는 이미 반영되어 향후 downside risk는 극히 제한적이다. 6월을 시작으로 일 결제 한도가 기존 3,000만원에서 100만원으로 하향될 예정이나 전체 이용자 중 극단적으로 ARPPU가 높은 비중이 제한적이기 때문에 실제 매출액에 미치는 영향은 3% 내외일 것으로 파악된다. 또한 여성 이용자를 중심으로 결제 이용자 비중이 상승하고 있어 결제 한도 하향에 따른 매출 감소도 최소화될 것으로 예상된다. MUV 또한 2017년 4분기를 저점으로 반등 중이다. 지난해를 시작으로 연예인들 또한 BJ로 전향을 본격화하고 있으며 교수 등 전문 지식을 보유한 BJ들도 증가하고 있어 콘텐츠 다양화를 통한 추가 이용자 확보가 순조롭게 진행될 전망이다.

**케이블 채널과의 시너지와  
해외 진출 감안할 등 여전히  
충분한 상승 요인들**

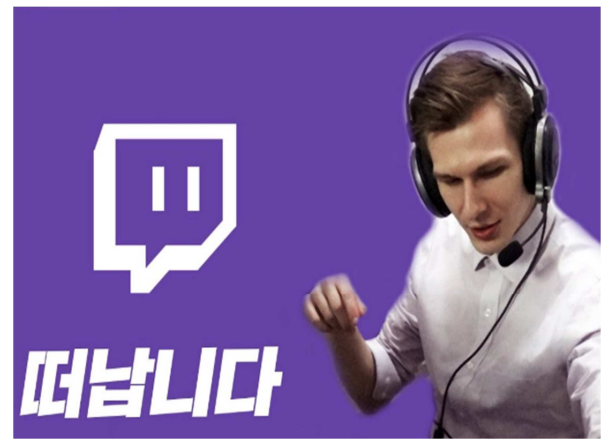
이미 대부분의 악재가 주가에 반영되어 downside 리스크는 제한적인 반면 반영되지 않은 다양한 추가 상승 요인들이 존재한다. 케이블과 IPTV 개국을 통해 추가적인 광고 매출을 창출할 수 있을 전망이며 플랫폼 다양화로 매출 안정성도 강화될 전망이다. 또한 보다 다양한 매출원을 제공함에 따라 신규 BJ 및 경쟁 플랫폼 BJ들의 유입을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 아프리카 TV는 APL(Afreeca TV PubG League) 등 다양한 자체 게임 리그를 운영 중으로 콘텐츠 강화를 공격적으로 진행 중인 중국 스트리밍 플랫폼들에게는 매력적인 투자수단이라고 판단한다. 판권 판매 및 국내 유명 게임 BJ들의 콘텐츠 제휴 등 다양한 경로를 통해 해외 진출도 시도할 수 있을 것이다. 한편 아프리카 TV와 YouTube 등에서 활동 중인 1인 콘텐츠 제작자들의 공중과 진출이 활발하게 진행되고 있다는 점도 스트리밍 플랫폼들의 인지도를 상승시킬 요인이다.

[그림 3] 아프리카TV MUV 추이



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 4] 아프리카TV로의 이동을 발표한 유명 Twitch BJ



자료: Twitch, 한국투자증권

## II. 반등할 수밖에 없는 MUV

### 1. 전문화 콘텐츠의 증가가 견인할 MUV의 반등

유명 연예인들 및 분야별  
전문가들의 개인 방송  
플랫폼 진입 본격화

유명 연예인들 및 다양한 분야의 전문가들이 부가 수익 창출 및 인지도 상승을 위해 아프리카 TV와 YouTube 등 개인 방송 플랫폼 진출을 본격화하고 있다. 이에 따라 아프리카 TV도 과거 대비 다양한 콘텐츠를 제공할 수 있어 신규 이용자의 유입이 가속화될 전망이다. 현재 아프리카 TV에서 가장 많은 트래픽을 창출 중인 게임 콘텐츠 또한 e스포츠 영향력 확대를 기반으로 지속적인 상승세를 시현할 것으로 예상되어 가파른 트래픽의 증가가 예상된다.

일부 연예인들의 추가 수익  
창출 수단으로 진화한 1인  
스트리밍 플랫폼

아이돌 그룹 멤버와 배우 등 다양한 분야의 연예인들이 아프리카TV에 진출함에 따라 양질의 콘텐츠가 증가할 전망이다. 공중파 등 기존 미디어 환경에서는 콘텐츠의 제한 폭이 많았고 팬들과의 소통에도 어려움이 있었다. 그러나 수익 창출 측면에서도 차별화된 능력을 보유한 연예인들은 인기 BJ들 수준의 성과를 거두었다. 과거 인기를 바탕으로 일반 BJ 대비 빠르게 초기 팬층을 확보할 수 있기 때문이다. 또한 제작 콘텐츠는 YouTube 등 다른 플랫폼들을 통해 광고 매출을 창출할 수 있기 때문에 연예인들에게는 안정적인 수익원으로 자리잡을 수 있을 전망이다. 실제로 2017년 아프리카 TV방송을 시작한 배우 강은비의 5월 첫째주 환전액은 1,290만원에 달하며 크레용팝의 엘린과 엠블랙의 정지오는 동기간 각각 914만원과 770만원의 수익을 올렸다.

〈표 4〉 5월 첫째주 별풍선 순위

(단위: 개, 원)

순위	BJ	5월 1일	5월 2일	5월 3일	5월 4일	5월 5일	합계	환전액
1	BJ A	104,031	91,042	64,685	71,000	35,196	365,954	25,616,780
2	BJ B	39,993	84,000	45,226	31,294	28,601	229,114	16,037,980
3	BJ C	17,186	200,214	10,024			227,424	15,919,680
4	BJ D	18,495		33,007	93,253	61,864	206,619	12,397,140
5	BJ E	61,212	48,619		46,269	43,826	199,926	13,994,820
6	BJ F	47,046	93,786		6,400	49,533	196,765	15,741,200
7	<b>강은비</b>	<b>34,959</b>	<b>23,669</b>	<b>55,925</b>	<b>6,701</b>	<b>62,588</b>	<b>183,842</b>	<b>12,868,940</b>
8	BJ G	31,159	28,375	17,907	75,011	22,227	174,679	12,227,530
9	BJ H	97,747	11,596	22,015	4,147	37,425	172,930	12,105,100
10	BJ I	51,492	39,972	40,074	23,284	17,139	171,961	13,756,880
11	BJ J		70,333	16,044	24,206	58,356	168,939	11,825,730
12	<b>크레용팝 엘린</b>	<b>26,530</b>	<b>32,090</b>	<b>26,382</b>	<b>25,576</b>	<b>41,752</b>	<b>152,330</b>	<b>9,139,800</b>
13	BJ K	33,653	50,163	15,323	30,355	18,918	148,412	10,388,840
14	BJ L	10,938	80,346		7,477	47,973	146,734	11,738,720
15	BJ M	68,353	37,075		29,802		135,230	10,818,400
16	BJ N		25,087	24,100	84,000		133,187	9,323,090
17	<b>엠블랙 정지오</b>	<b>51,916</b>	<b>19,729</b>	<b>26,524</b>	<b>30,244</b>		<b>128,413</b>	<b>7,704,780</b>
18	BJ O	24,281		101,263			125,544	8,788,080
19	BJ P	21,331		51,841	41,662		114,834	9,186,720
20	BJ Q	74,134	12,054	14,093	13,091		113,372	7,936,040

자료: 아프리카TV, 한국투자증권

**교육 관련 콘텐츠 또한  
빠르게 증가 중**

대학 강의와 인터넷 방송의 경계 또한 무너지고 있다. KAIST에 이어 숙명여대 등 다양한 대학 교수들이 아프리카TV에서의 활동을 본격화했다. 이는 아프리카TV의 자회사인 프리이 시도하고 있는 ‘아프리칼리지(AfreeCollege)’ 사업의 일환으로 전문 지식을 가진 교수진들이 생방송에 맞게 강의를 진행할 수 있도록 각 대학들과 업무협약을 활발하게 진행하고 있다. 강의 주제는 경영학, 창업 등 다양하며 시청자들의 반응도 긍정적이다. 게임과 먹방 등 비교적 가벼운 콘텐츠 중심의 아프리카TV가 보다 유용한 정보를 제공할 수 있는 플랫폼으로 진화하고 있기 때문이다.

[그림 5] 연예인들의 아프리카TV 진출 가속화



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 6] 아프리카TV의 교육 관련 콘텐츠

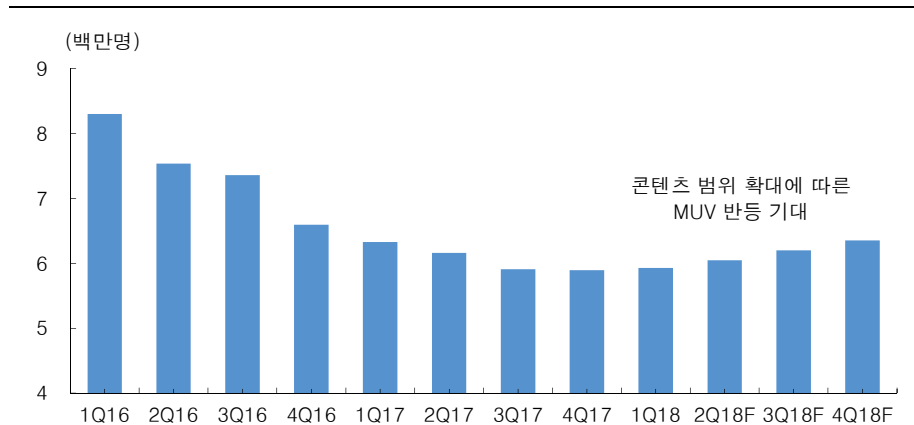


자료: 아프리카TV, 한국투자증권

**양질의 콘텐츠 확보를 통한  
MUV의 반등 기대**

기존 먹방과 게임 등 다소 가벼운 콘텐츠 외에도 교육과 연예인 방송 등 보다 넓은 이용자층이 공감할 수 있는 콘텐츠 비중이 상승함에 따라 MUV의 반등이 가능할 전망이다. 실제로 유명 BJ 이탈 및 Twitch 등 경쟁 플랫폼들의 등장으로 빠르게 감소했던 아프리카TV의 MUV는 2017년 4분기 저점을 기록한 뒤 2018년 1분기를 시작으로 점진적으로 증가 중이다. 또한 콘텐츠 퀄리티의 개선으로 아프리카TV 및 1인 방송에 대한 부정적 선입견도 점차 줄어들 것이다.

[그림 7] 아프리카 TV MUV 추이 및 향후 전망



자료: 아프리카TV, 한국투자증권



## 2. 여성과 장년층이 시청할 콘텐츠의 증가

1인 크리에이터들의 공중파 진출로 스트리밍 플랫폼에 대한 관심 확대될 전망

공중파 방송에서 1인 크리에이터들이 주목 받음에 따라 10~30대의 전유물인 1인 스트리밍 방송에 대한 인지도가 높아질 전망이다. 이로 인해 기존에는 스트리밍을 시청하지 않았던 신규 이용자들의 유입이 기대된다. 실제로 YouTube에서 방송을 진행 중인 유명 뷰티 크리에이터인 이사배의 경우 MBC '라디오 스타' 출연 이후 10만명의 구독자를 추가 확보했다. 또한 아프리카TV의 스포츠 방송 BJ인 '감스트'는 MBC의 월드컵 홍보대사 겸 디지털 해설위원으로 임명되는 등 1인 크리에이터들의 국내 미디어 시장 내 영향력이 빠르게 확대되고 있다.

플랫폼 인지도 상승으로 장년층과 여성 이용자 비중 늘어날 것

1인 크리에이터들의 공중파 진출 본격화에 따른 인지도 상승으로 여성 및 장년층의 비중 확대가 예상된다. 2017년 3분기 기준 아프리카TV의 여성 및 30대 이상의 이용자 비중은 각각 20%와 22%로 제한적이었다. 하지만 뷰티 등 여성 관련 콘텐츠와 스포츠 관련 콘텐츠들의 인지도가 높아짐에 따라 여성 및 장년층의 비중이 상승할 전망이다. 실제로 2018년 1분기 호실적의 주요 원인은 메이크업 등 여성들이 선호하는 콘텐츠 증가에 따른 여성 이용자 비중의 상승이다.

[그림 8] MBC는 '감스트'를 디지털 해설위원으로 영입



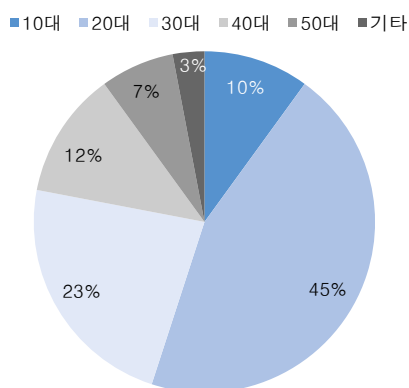
자료: MBC, 한국투자증권

[그림 9] MBC에 출연한 뷰티 크리에이터 이사배



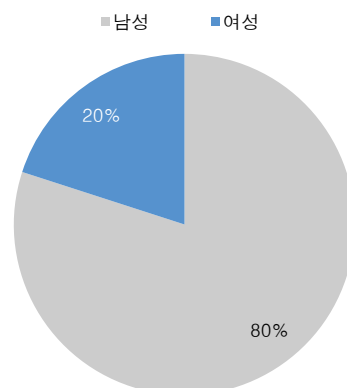
자료: MBC, 한국투자증권

[그림 10] 아프리카 TV 이용자 연령대별 비중(4Q17기준)



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 11] 아프리카TV 이용자 성별 비중(4Q17기준)



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

### 3. 차별화된 지원 정책으로 유명 BJ 확보할 전망

#### 신규 BJ 선점을 통해 경쟁력 강화할 계획

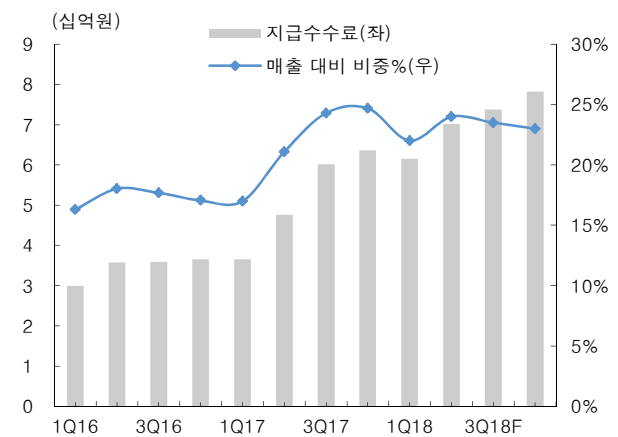
2016년 BJ 이탈 이후 아프리카TV는 공격적인 지원을 통해 신규 BJ들을 발굴 중이다. 아프리카TV는 신인 BJ 방송 콘텐츠 개발, 방송 예산, 방송 홍보까지 전 과정을 지원한다. 지원 요건은 누적 방송 시간 10시간으로 진입장벽이 매우 낮다. 1회 최대 1,000만원까지의 제작비를 지원하며 방송 송출에 필요한 장비 및 기술도 제공한다. 이에 따라 2017년을 시작으로 지급수수료가 큰 폭으로 증가했으나 MUV의 감소폭도 축소되었다. 개인 방송 플랫폼의 경쟁력은 차별화된 콘텐츠의 보유 여부로 공격적인 지원 정책으로 신규 BJ들을 선점할 시 향후 경쟁 구도에서 유리한 위치를 차지할 것으로 예상된다. 한편 아프리카TV는 고화질 기능 도입 및 보조금 확대(연간 최소 5억원)를 통해 기존 BJ의 이탈도 최소화하고 있다.

[그림 12] 아프리카TV의 BJ 지원 정책



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 13] 아프리카TV 지급 수수료 추이 및 전망



주: 지급수수료는 BJ 지원금과 콘텐츠 판권 구입 비용을 포함  
자료: 한국투자증권

#### BJ직업 설명회 주최 또한 신규 BJ 확보의 일환

BJ가 최근 새로운 직업군으로 떠오름에 따라 아프리카TV는 헤어, 메이크업 등 뷰티 전문가를 양성하고 있는 특성화 고등학교인 남인천고등학교에서 직업설명회를 주최했다. 이는 최근 주목받고 있는 'How to 동영상' 시장에서의 경쟁력 강화의 일환으로 판단된다. 이와 같은 지원 정책의 결과로 차별화된 신입 BJ를 확보할 수 있을 전망이며 이는 트래픽 증가 및 아프리카TV의 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다.

#### 케이블TV 채널과의 시너지를 통한 BJ 영입 능력 개선

지난 4월 개국한 케이블 채널과의 시너지를 통한 유명 BJ의 영입이 가능할 전망이다. 케이블 채널이 아직 수익에 미치는 영향은 제한적이지만 BJ들에게는 이용자들과의 또 다른 접점을 제공할 수 있다. 또한 수입이 불규칙한 BJ들에게는 게임 방송 해설자 및 정규 프로그램 제공 등 보다 안정적인 수입원을 제공할 수 있어 유명 BJ들이 다시 아프리카TV를 활용할 것으로 예상된다. 실제로 Twitch의 유명 게임 BJ인 '가브리엘'은 비자 취득 및 향후 케이블 채널 방송 진출을 통한 안정적인 수입원 확보를 위해 아프리카TV로 이동했다. 향후 추가 케이블 채널 개국 및 IPTV 진출을 통해 광고 매출이 확대될 시 아프리카TV의 경쟁력이 지속 강화될 전망이다.

### III. e스포츠 시장 성장의 수혜는 계속된다

#### 1. 아시안게임과 월드컵 등 단기 트래픽 증가 요소 충분

2018년 아시안게임  
시범종목 선정 완료

OCA(아시아올림픽평의회)는 지난 14일 ‘리그오브레전드’, ‘클래시 로얄’, ‘하스스톤’ 등 6개의 종목을 2018년 아시안게임 시범종목으로 채택했다. 6월 중 지역별 예선이 시작될 예정이며 ‘리그오브레전드’의 경우 참가하는 전체 국가인 45개국 이 모두 예선에 참여할 계획으로 글로벌 e스포츠 시청자들의 관심이 뜨거울 전망이다. 한국 e스포츠협회가 대한체육회에 가입돼 있지 않아 아직 한국의 출전 여부가 결정되지 않았다. 하지만 출전 여부와 무관하게 아시안게임 시범 종목 채택으로 대중성이 높아짐에 따라 게임 콘텐츠를 제공하는 아프리카TV의 트래픽에 긍정적으로 작용할 전망이다.

장르와 플랫폼의 다양화로  
e스포츠 대중성 높아질 전망

2018년 아시안게임 시범 종목은 다양한 장르와 플랫폼으로 구성되어 있어 전반적인 시청자 수가 증가할 것으로 예상된다. 현재 스트리밍 시장에서 가장 높은 점유율을 보유 중인 ‘리그오브레전드’ 외에도 ‘클래시로얄’과 ‘아레나 오브 발러’ 등 모바일 게임 기반의 e스포츠 콘텐츠에 대한 관심이 확대될 것으로 예상된다.

〈표 5〉 2018 아시안게임 시범 종목

게임	개발사	장르	플랫폼
리그오브레전드	Riot Games	MOBA	PC
스타크래프트2	Activision Blizzard	RTS	PC
하스스톤	Activision Blizzard	TCG	PC/모바일
PES 2018(위닝일레븐)	Konami	스포츠	콘솔
아레나 오브 발러(펜타스툼)	Tencent	MOBA	모바일
클래시로얄	Supercell	디펜스/TCG/RTS	모바일

자료: OCA 한국투자증권

〈표 6〉 5월 기준 Twitch 평균 시청자수 순위

순위	게임	장르	플랫폼	평균 시청자수
1	포트나이트	배틀로얄	PC	203,014
2	리그오브레전드	MOBA	PC	126,184
3	배틀그라운드	배틀로얄	PC	56,774
4	IRL (In Real Life)	비게임	n/a	53,249
5	DOTA2	MOBA	PC	51,878
6	하스스톤	TCG	PC/모바일	44,324
7	오버워치	FPS	PC	42,440
8	카운터스트라이크	FPS	PC	28,324
9	월드오브워크래프트	MMORPG	PC	16,933
10	Grand Theft Auto	액션 어드벤처	PC/콘솔	15,950

자료: TwitchMetrics, 한국투자증권

월드컵 한국 개최 또한  
트래픽 증가를 견인할 전망

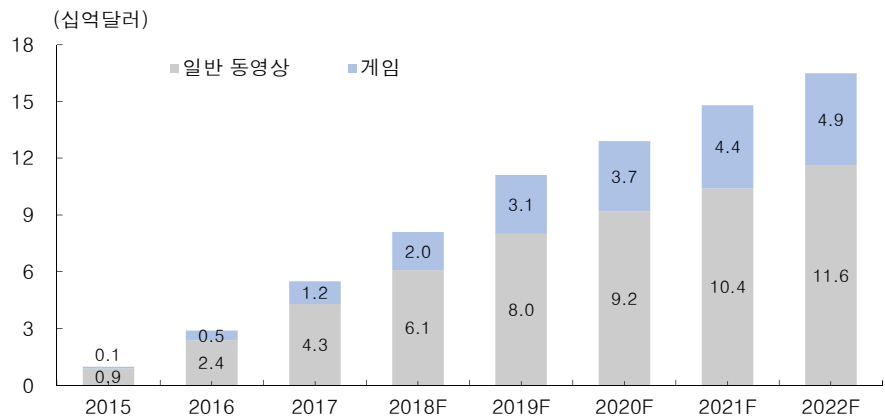
2018년 월드컵(리그오브레전드 월드 챔피언십)이 국내에서 개최된다는 점도 긍정적이다. 2017년 월드컵의 누적 시청 시간은 12억 시간에 달했으며 결승전 총 시청자수는 5,760만명을 기록했다. 2014년 한국에서 개최된 결승전의 경우 4만 명의 유료 관객이 운집할 만큼 인기가 높아 한국 개최에 따른 관련 콘텐츠의 시청자수도 증가할 전망이며 이는 아프리카TV의 게임 관련 트래픽 증가를 견인할 것이다.

중국 스트리밍 시장의 경쟁  
심화 또한 아프리카TV에  
긍정적

## 2. 중국 스트리밍 플랫폼 시장 경쟁 심화도 긍정적

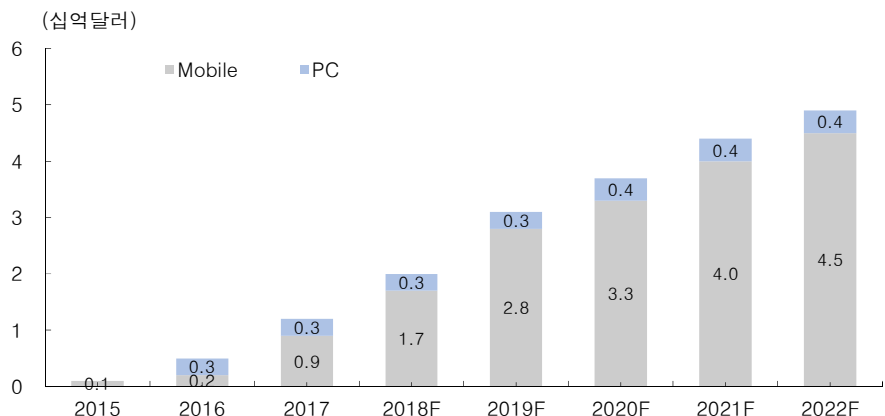
중국 동영상 스트리밍 시장은 2022년 165억달러 규모로 2017년부터 연평균 24.6% 성장할 것으로 예상된다. 게임 관련 스트리밍 시장의 경우 동기간 연평균 33.6% 성장하며 핵심 성장축으로 자리잡을 전망이다. 이에 따라 최근 상장한 HUYA와 상장을 계획 중인 Douyu TV를 중심으로 시장 선점을 위한 경쟁이 빠르게 심화되고 있다. 위에 언급한 바와 같이 스트리밍 플랫폼의 핵심 경쟁력은 콘텐츠의 차별화이다. 따라서 우수한 콘텐츠를 보유한 국내 e스포츠 플랫폼들에 대한 관심이 높아질 전망이며 아프리카TV는 APL 등 다양한 자체 리그에 대한 판권 판매 등을 통한 수익 창출이 가능할 것이다. 더 나아가서는 중국 플랫폼들의 투자 및 제휴를 통한 글로벌 진출도 기대할 수 있다고 판단한다.

[그림 14] 중국 동영상 스트리밍 시장 규모 추이 및 전망



자료: Frost&Sullivan, 한국투자증권

[그림 15] 중국 게임 동영상 스트리밍 시장 규모 추이 및 전망



자료: Frost&Sullivan, 한국투자증권

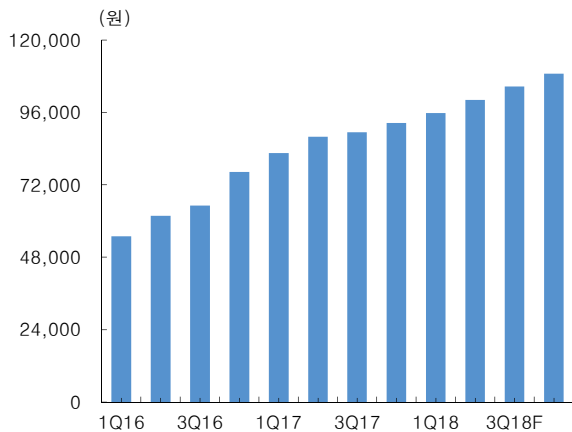
## IV. 실적 개선 또한 지속될 전망

### 1. MARPPU와 결제 이용자 비율 상승세 지속될 전망

**MARPPU와 결제 이용자 비율의 상승에 따른 실적 개선 예상**

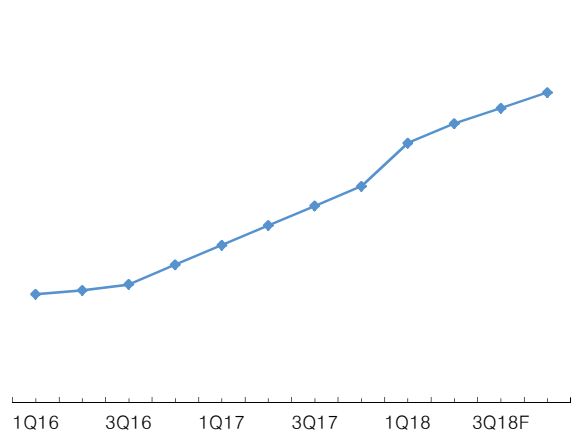
지속 상승 중인 MARPPU의 상승세가 지속될 것으로 예상된다. 또한 여성 결제 이용자 비율의 상승과 콘텐츠 다양화에 따른 신규 이용자 유입으로 결제 이용자 수 또한 견고한 상승세를 시현하며 실적 개선을 이끌 것이다. 2018년 MARPPU는 전년 대비 6.4% 상승할 것으로 추정한다. 글로벌 플랫폼들의 사례를 볼 때 유료화가 가능한 채널의 수가 증가하고 있고 플랫폼 계정 보유 기간이 장기화 될수록 지불액이 증가하고 있기 때문이다. 한편 여성 및 장년층을 위한 콘텐츠가 증가함에 따라 신규 이용자 유입이 가속화될 전망이며 결제율 또한 동반 상승할 것으로 예상된다.

[그림 16] 아프리카TV MARPPU 추이 및 전망



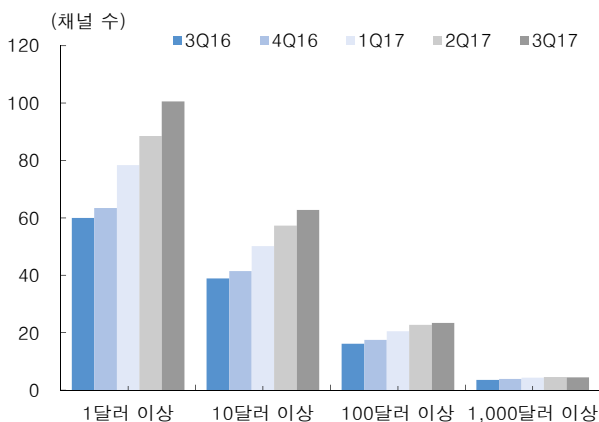
자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 17] 아프리카TV 결제 이용자 비율 상승 추이



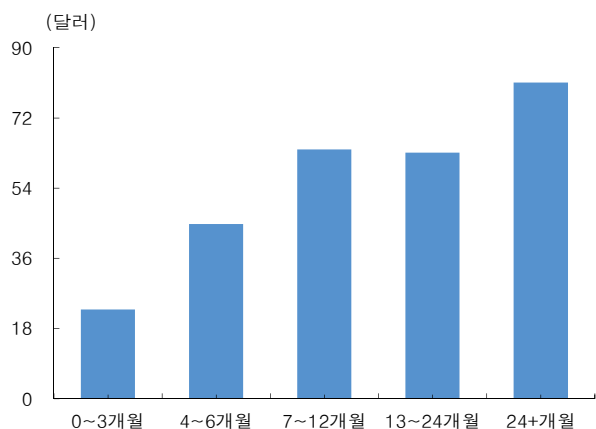
자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 18] 특정 수준 이상의 매출이 발생하는 채널 수



자료: Streamlabs, 한국투자증권

[그림 19] 계정 보유 기간의 장기화 → ARPPU 상승



자료: Streamlabs, 한국투자증권

다양한 스포츠 이벤트와  
콘텐츠 다양화를 통한 MUV  
반등 기대

## 2. MUV의 증가세 유지될 것

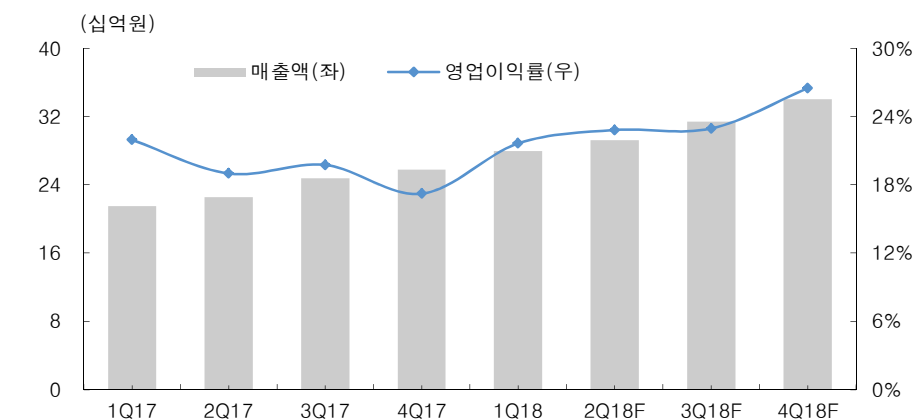
2018년 1분기를 시작으로 반등한 MUV의 증가세가 유지될 전망이다. 2분기의 경우 프로야구 등 주요 스포츠 이벤트가 개막했으며 월드컵 개막도 6월로 예정되어 있어 이용자가 지속적으로 유입될 것이다. 하반기에는 e스포츠가 시범 종목으로 채택된 아시안게임과 월드컵이 예정되어있다. 한편 연예인, 대학 교수, 뷰티 크리에이터 등 차별화된 콘텐츠를 제공할 수 있는 BJ가 꾸준히 증가하고 있어 콘텐츠 다양화에 따른 이용자 유입도 기대된다. 우리는 2018년말 기준 MAU를 전년 대비 7.8% 증가한 635만명으로 추정한다. 다만 아프리카TV의 공격적인 BJ 지원 정책, 다양한 스포츠 이벤트 등 긍정적인 요소들을 감안할 때 우리 추정치를 상회하는 MUV의 증가세 시현도 가능할 것으로 예상된다.

매출 증가에도 비용 증가는  
제한적일 것으로 예상

## 3. 비용 증가에 대한 부담은 제한적

MARRPU와 결제 이용자 비율의 상승을 기반으로 한 가파른 매출 증가가 기대된다. 반면 비용 증가에 대한 부담은 제한적이다. 관련 확보 및 BJ 지원을 위한 투자는 지속될 전망이나 인건비와 마케팅 등의 비용 증가는 제한적이기 때문이다. 평창 올림픽의 관련 비용이 약 8억원 수준이었다는 점을 감안할 때 실제로 관련 구매에 대한 비용도 부담스러운 수준은 아니다. 또한 베스트 BJ 수익 배분율이 낮은 신규 BJ 비중 상승으로 아프리카TV가 지불해야 할 수수료에 대한 부담이 축소될 수 있다는 점도 긍정적이다. 장기적으로는 비용 부담이 제한적인 케이블 및 IPTV의 수익화가 2019년부터 본격화될 것으로 예상된다.

[그림 20] 아프리카TV 분기 실적 추이 및 전망



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

### ■ 기업개요

소셜 미디어 플랫폼 ‘아프리카TV’를 중심으로 인터넷 기반 서비스를 제공하는 회사다. 96년에 설립됐으며 03년 한국거래소에 상장됐다. 11년 원스टे크넷 분할 이후 개인 인터넷 방송을 중심으로 성장했다. 전세계 최초로 개인방송 서비스를 출시했으며 국내 개인방송 부문에서 트래픽 점유율 1위를 유지하고 있다. 빠르게 성장 중인 e스포츠 시장 선점을 위한 선제적인 투자를 진행 중이며 다양한 게임 리그들을 자체적으로 운영하고 있다.

### ■ 용어해설

- BJ(Broadcaster Jockey): 인터넷 방송을 하는 방송인들을 지칭하는 용어
- 별풍선: 아프리카TV에서 사용되는 화폐로 기부금 형식의 시청료. BJ는 일정량의 별풍선을 현금으로 환전 가능
- MUV: Monthly Unique Visitor, 한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수한 이용자 수



## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	50	63	83	111	145
현금성자산	17	23	35	58	87
매출채권및기타채권	23	28	34	38	40
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	33	40	46	51	55
투자자산	14	14	17	19	22
유형자산	12	14	15	16	17
무형자산	3	2	3	3	4
자산총계	83	103	128	162	200
유동부채	26	33	41	52	62
매입채무및기타채무	20	27	35	43	49
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	26	33	41	52	62
지배주주지분	57	70	87	110	138
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	38	41	41	41	41
기타자본	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	17	28	45	68	96
비지배주주지분	0	0	0	0	(0)
자본총계	57	70	87	110	138

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	21	21	26	40	50
당기순이익	10	15	23	31	40
유형자산감가상각비	2	3	3	3	3
무형자산상각비	1	0	0	0	0
자산부채변동	2	2	0	6	7
기타	6	1	0	0	0
투자활동현금흐름	(19)	(11)	(8)	(9)	(9)
유형자산투자	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(16)	(2)	(3)	(2)	(3)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(1)	(5)	0	(2)	(1)
재무활동현금흐름	(3)	(3)	(6)	(8)	(12)
자본의증가	4	4	0	0	0
차입금의순증	(2)	0	0	0	0
배당금지급	(2)	(3)	(4)	(6)	(8)
기타	(3)	(4)	(2)	(2)	(4)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(1)	6	12	23	29

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	80	95	120	145	168
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	80	95	120	145	168
판매관리비	64	76	93	106	117
영업이익	16	18	28	39	50
금융수익	0	0	2	1	1
이자수익	0	0	1	1	1
금융비용	2	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	13	18	28	40	51
법인세비용	3	3	6	9	11
연결당기순이익	10	15	23	31	40
지배주주지분순이익	10	15	23	31	40
기타포괄이익	(1)	0	0	0	0
총포괄이익	9	15	23	31	40
지배주주지분포괄이익	9	15	23	32	40
EBITDA	19	21	31	43	54

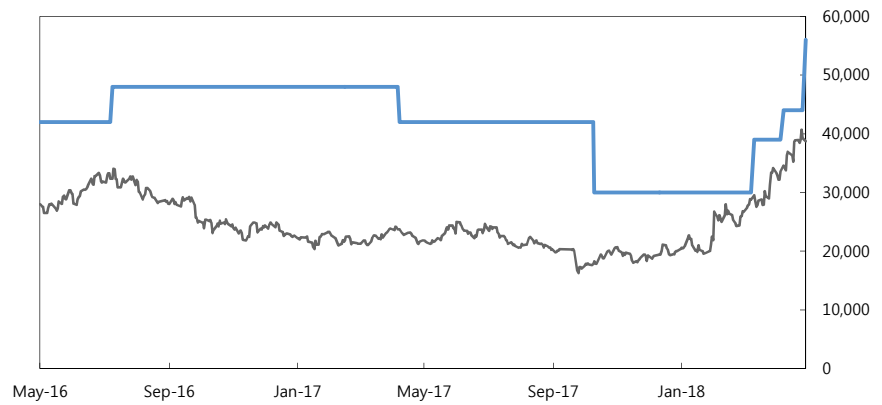
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	995	1,418	2,132	2,944	3,774
BPS	5,817	7,063	8,582	10,630	13,128
DPS	290	380	550	800	1,150
성장성(% YoY)					
매출증가율	27.0	18.4	27.0	20.7	15.6
영업이익증가율	109.8	14.4	50.3	43.3	27.2
순이익증가율	107.5	44.0	53.6	38.1	28.2
EPS증가율	101.8	42.5	50.4	38.1	28.2
EBITDA증가율	77.4	12.9	45.2	39.8	25.7
수익성(%)					
영업이익률	20.1	19.4	22.9	27.2	29.9
순이익률	12.8	15.6	18.9	21.6	23.9
EBITDA Margin	23.5	22.4	25.6	29.6	32.2
ROA	13.3	15.7	19.4	21.4	22.0
ROE	19.6	23.2	28.9	31.8	32.3
배당수익률	1.2	2.0	1.4	2.0	2.9
배당성향	29.5	27.5	25.8	27.2	30.5
안정성					
순차입금(십억원)	(26)	(33)	(46)	(71)	(101)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	24.8	13.5	18.4	13.3	10.4
PBR	4.2	2.7	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA	12.4	8.3	12.5	8.4	6.2



### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아프리카TV(067160)	2016.04.29	매수	42,000원	-29.4	-20.7
	2016.07.31	매수	48,000원	-47.9	-29.1
	2017.04.30	매수	42,000원	-48.3	-40.5
	2017.11.01	매수	30,000원	-28.5	-3.8
	2018.04.02	매수	39,000원	-21.5	-12.4
	2018.04.30	매수	44,000원	-14.3	-7.5
	2018.05.21	매수	56,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 21일 현재 아프리카TV 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.