



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

**Overweight****Top Picks**

아프리카TV(067160) Buy 65,000원

**관심종목**

넵튠 (217270) Not Rated -

# 인터넷/게임

## Video is Eating the Internet

- ✓ 2018년 인터넷산업의 투자 키워드는 1) 동영상, 2) e스포츠, 3) 1인미디어
- ✓ 그에 적합한 투자안으로 아프리카TV 추천, 관심종목으로 넵튠 제시
- ✓ 아프리카TV는 국내 유일한 개인방송 플랫폼으로써의 가치, 넵튠은 콩두미디어/샌드박스의 각각 1, 3대 주주로서 e스포츠와 1인미디어의 성장을 동시에 영위
- ✓ 카카오는 넵튠을 통해 e스포츠/MCN에 간접 투자, 한편 국내 배틀그라운드 서비스를 통해 배틀그라운드의 e스포츠 성장에 따른 수혜

**동영상, 메가 트렌드**

"I see video as a mega trend, same order as mobile," – Facebook의 Mark Zuckerberg. 동영상은 이제 더 이상 인터넷 서비스의 한 영역이 아니다. 온라인 컨텐츠를 소비하는 지배적인 수단이며 매일 1시간의 디지털 동영상을 시청하며 온라인 영상은 인터넷 트래픽의 3/4을 차지한다.

**1인 미디어, 인플루언서의 영향력**

2018년 글로벌 컨텐츠와 마케팅을 주도하는 인플루언서(Influencer)의 역할이 중요해지고 있다. 과거에는 유명 정치인, 학자, 연예인 등이 중요한 인플루언서였다면 이제는 내가 구독하고 팔로우하는 개인의 '영향력'이 더욱 커졌다.

국내 인플루언서 마케팅 역시 유튜브 크리에이터들을 중심으로 확인되고 있으며 국내 주요 MCN으로 CJ E&M의 다이아TV, 트레져헌터, 샌드박스네트워크 등이 존재한다. 샌드박스의 2018E 매출액은 252억원으로 전년대비 78.7% 성장, 일본 대표 MCN 'UUUM'의 경우 17년 일본 도쿄증권거래소에 IPO에 성공하며 현재 시가총액은 5,000억원 수준이다. 국내 MCN 사업자들 역시 빠르게 성장하고 있어 기업가치 현실화에도 주목할 시점이다.

**e 스포츠, 아시안게임 입성**

2018년 8월 인도네시아 자카르타/팔렘방에서 제 18회 아시안게임이 개최되었으며 e스포츠가 처음으로 시범종목으로 채택되었다. 아시안게임에 선정된 e스포츠 종목은 총 6개(리그오브레전드, 스타크래프트2, 하스스톤, PES2018, 펜타스톰, 클래시로얄)였으며 한국은 LoL과 스타크래프트2에서 각각 은메달, 금메달을 따며 성공적인 성과를 거두었다. 국내 대표 프로게이머 에이전시인 '콩두컴퍼니'에 따르면 한국은 글로벌 e스포츠 종주국으로 훌륭한 선수층 보유하고 있으나 리그운영/스폰서/스트리밍/IP보유에 있어서 산업적인 성장의 수혜를 누릴 준비가 필요하다.

**Top Picks 는 아프리카 TV 추천, 관심종목으로 넵튠 제시**

# 1. 동영상, 메가트렌드

## 동영상, 메가트렌드

"I see video as a mega trend, same order as mobile,"

Facebook의 Mark Zuckerberg

"인터넷시장이 동영상을 중심으로 빠르게 재편되고 있다.

네이버도 이런 변화에 맞춰 투자를 늘려가겠다."

NAVER 한성숙 대표

"유튜버들의 성공을 지원하겠다(Supporting your success),

인플루언서 마케팅은 최근 강력한 마케팅 수단으로 부상하였는데

영상을 보다가 간편하게 구매할 수 있게 할 것"

수잔 워치츠키 유튜브 CEO

동영상은 인터넷 트래픽의 3/4 차지

동영상은 이제 더 이상 인터넷 서비스의 한 영역이 아니다. 온라인 컨텐츠를 소비하는 지배적인 수단이며 미국인들은 매일 1시간의 디지털 동영상을 시청하며(넷 플릭스 구독자는 2배), 온라인 영상은 인터넷 트래픽의 3/4을 차지한다.

동영상을 둘러싼 생태계는 크게 1) Live Verticals, 2) Consumer Tools, 3) Curators로 구성되는데, 첫번째 버티컬 서비스는 트위치, 유튜브, 아프리카TV처럼 게임에서 음악, 뉴스, 스포츠로 동영상 컨텐츠의 수직계열화를 만들어가는 플랫폼 사업자를 일컫는다. 두번째, 이용자 도구(Consumer Tools)는 인스타그램처럼 전문 사진사처럼 일상을 기록하며, 스토리 텔링이 가능한 서비스이다. 동영상 플랫폼을 위한 컨텐츠의 기반이 된다. 세번째, 큐레이팅 서비스는 유튜브, 트위치 등 글로벌 동영상 홍수 속에서 이용자 맞춤형의 컨텐츠를 찾아주는 것, 구독/관심 서비스를 일컫는다.

그림1 동영상 생태계



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 동영상 광고의 성장

2022년까지 동영상 광고  
시장규모는 72% 성장

2018년 글로벌 동영상 광고 시장 규모는 278억 달러로 5yrs CAGR 15%를 시현하며 꾸준한 성장 중이다. 2022년 글로벌 동영상 광고는 478억 달러 규모로 18년대비 72.3% 성장할 것으로 추정한다. 국가별로는 미국 102억 달러 규모로 가장 크며 그 다음에 중국 57억 달러, 일본 20억 달러, 영국 19억 달러, 프랑스 9억 달러 순이다(2018년 기준).

2018년 6월 오픈서베이 조사에 따르면 기억에 남는 동영상 광고 시청은 브랜드에 대한 긍정적 이미지를 형성하거나 구매 의향을 높이는 데 영향을 미친다. 또한 동영상 광고를 기억하는 사람 중 64.7%는 해당 영상을 끝까지 시청하는데 그 이유는 광고의 내용 및 스토리가 궁금해서(35%), 광고의 내용이 마음에 들어서(26%), 광고에 나오는 사람이 마음에 들어서(26%), 광고의 길이가 길지 않아서(20.3%) 등이었다. 따라서 광고의 내용과 등장하는 인플루언서의 이미지에 따라 부담스럽지 않은 광고 시청, 효율성이 높은 광고 전달이 될 수 있다.

그림2 2018년 글로벌 동영상광고 시장 규모 278억 달러



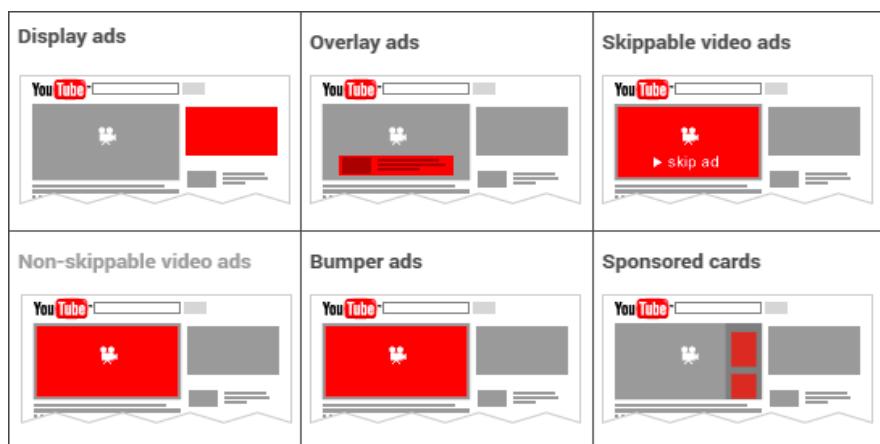
자료: Statistica, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 국가별 동영상광고 시장 비교 – 미국이 최다, 그 뒤를 중국이 빠르게 추격



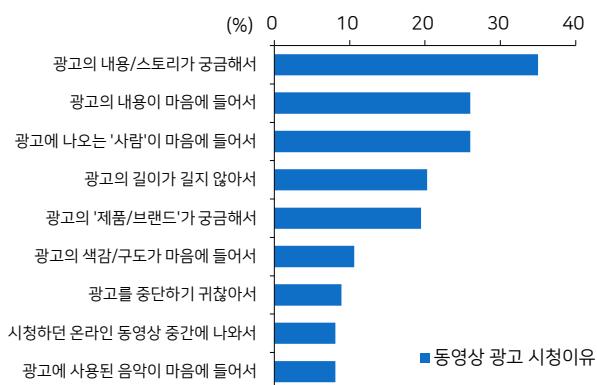
자료: Statistica, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 동영상 광고의 다양한 형태 - 유튜브 사례 참조



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

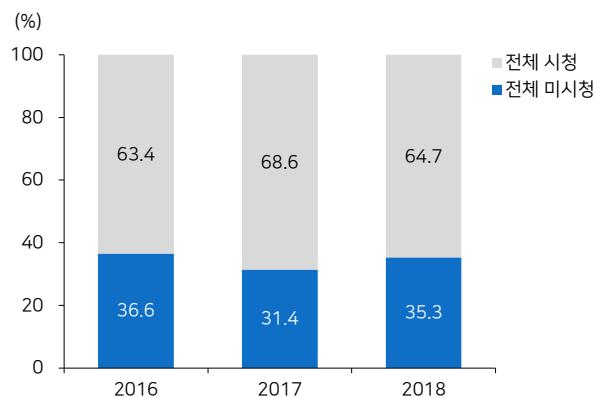
그림5 동영상광고 시청 이유 – 스토리/내용/인플루언서 때문



주: 광고 시청자 기준 복수 응답 가능

자료: 오픈서베이, 메리츠종금증권 리서치센터

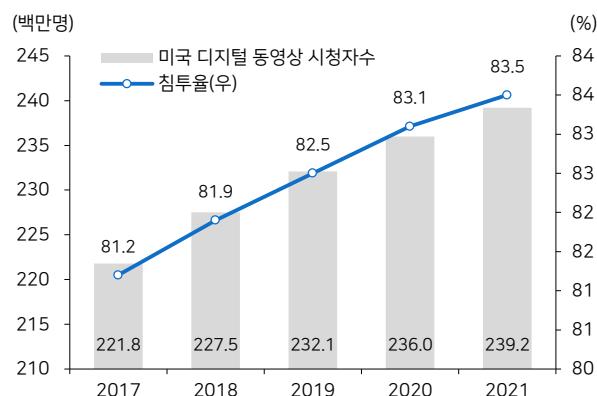
그림6 광고 전체 시청 여부 – 전체 시청 65%에 달해



주: 광고 시청자 기준 복수 응답 가능

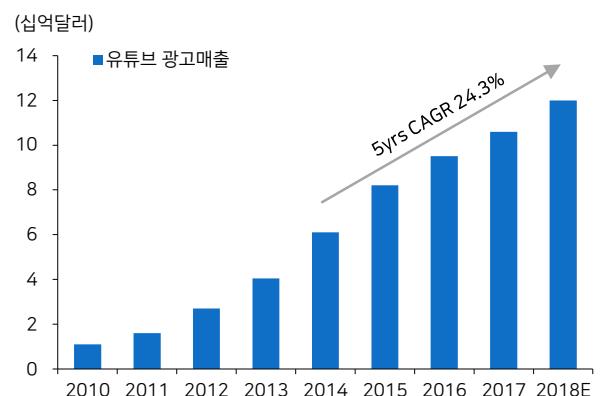
자료: 오픈서베이, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 미국 디지털 영상 시청인구수 및 침투율 84%



자료: eMarketer, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 유튜브 광고매출의 5yrs CAGR은 24%



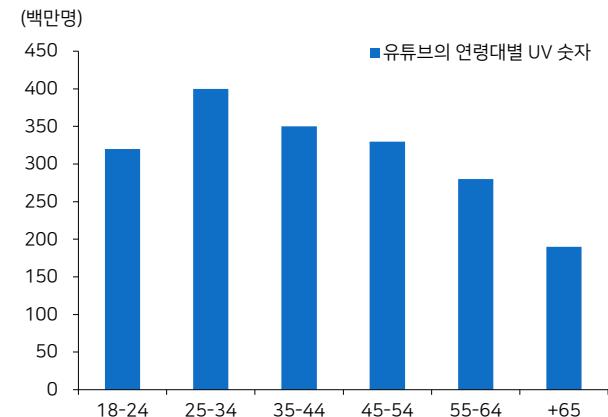
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 유튜브 영상 올라오는 속도 - 1분마다 200시간 분량



자료: On Malik, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 유튜브의 연령대별 UV숫자 – 25~34세가 가장 많아



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### 인플루언서(Influencer)

#### 크리에이터의 '영향력'

2018년 글로벌 컨텐츠와 마케팅을 주도하는 인플루언서(Influencer)의 역할이 중요해지고 있다. 과거에는 유명 정치인, 학자, 연예인 등이 중요한 인플루언서였다면 이제는 내가 구독하고 팔로우하는 개인의 '영향력'이 더욱 커졌다.

에미레이트 항공은 유튜브 스타 '케이시 네이스탯(Casey Neistat)'에게 퍼스트 클래스 항공권을 무상으로 중정했고, 케이시는 에미레이트 항공사의 기내식을 먹는 동영상을 유튜브에 올렸다. 이 영상은 5,200만뷰를 달성하는 등 엄청난 마케팅효과를 낳았다.

2018년 국내 인플루언서 마케팅 역시 유튜브 크리에이터들을 중심으로 확인되고 있다. 국내 대표 유튜버 '대도서관'은 자신의 연간 수익이 17억원이라고 밝히며 화제가 되었으며, 현재 JTBC '랜선라이프' 등 TV 예능프로그램까지 다방면에서 활약하고 있다.

1인 미디어 마케팅은 뷰티업계에서 더욱 극대화되고 있어 유튜버들은 제품 특징이나 사용후기를 올려 소비자들에게 어필한다. 화장품 회사는 전담직원을 두고 유튜버들을 따로 관리하기도 하는데 이사배, 포니, 씬님 등이 대표적이다. 화장품업체 미미박스는 유튜버 '포니(구독자 394만명)'와 협업을 통해 출시한 제품이 40분 만에 2만 5,000개가 팔리기도 하였다.

그림11 인플루언서 이펙트 – ‘좋아요, 공감, 구독’의 네트워크 효과



자료: SKT, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 영향력 기준으로 구분한 인플루언서

구분	내용
메가인플루언서	연예인, 유명 크리에이터 등 적게는 수십만명에서 많게는 수천만명에게 영향력을 미치는 인플루언서
매크로인플루언서	수만명에서 수십만명의 구독자를 확보하고 있는 구 온라인카페, 블로그, 페이스북, 유튜브 채널 운영자
마이크로인플루언서	천명에서 수천명에 이르는 사람에게 영향을 끼치는 인플루언서
나노인플루언서	수십, 수백명의 팔로어를 확보한 개인 블로거 또는 SNS 이용자

자료: 언론 취합, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 뷰티인플루언서 어떻게 돈버나

구분	내용
후기 작성	화장품 업계의 협찬을 받아 제품 리뷰
광고수입	특정제품, 이벤트를 알리는 활동
직접 판매	화장품을 공동기획해 판매수익 공유
뷰티쇼	기업 후원으로 메이크업쇼 동영상 촬영
유튜브 광고	구독자 수에 따라 5초 광고수익 발생

자료: 언론 취합, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림12 유튜브 스타의 기내식 체험  
– 21,000달러로 5,200만뷰를 낳은 마케팅**



자료: 유튜브, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림13 뷰티인플루언서**



자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림14 난닝구 카이저(넥슨) 마케팅**



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림15 BJ 악어의 아프리카TV로 귀환**



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림16 연예인 셀럽들의 1인미디어 활동 (엠블랙 지오)**



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림17 연예인 셀럽들의 1인미디어 활동 (강은비)**



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2. e스포츠 - ‘하는 게임에서 보는 게임으로’

## E스포츠 시장 – 가장 빠르게 성장하는 산업

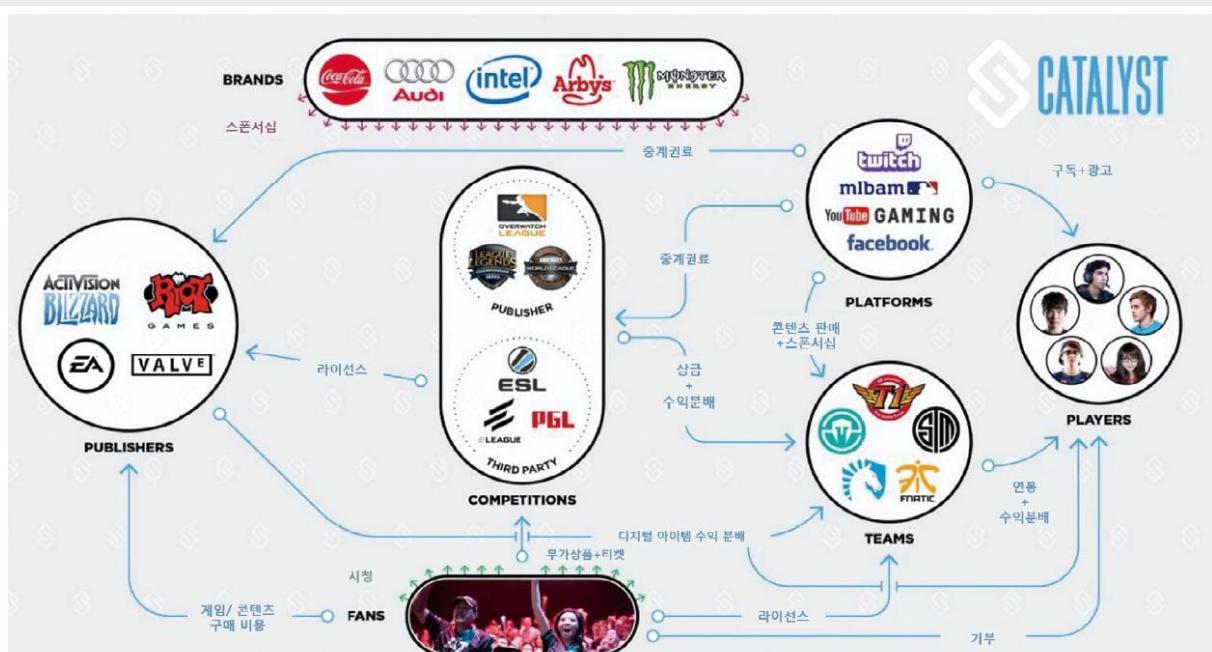
2012~2020 CAGR 36%에 달해

E스포츠 시장은 가장 빠르게 성장하는 산업 중의 하나로 2012년~2020년 CAGR은 35.6%에 달한다. 2018년 E스포츠 시장 규모는 9억 달러 규모이며 2020년에는 15억 달러로 추정, 올해 대비 66.7% 성장이 기대된다.

국가별 현황

①북미 지역은 글로벌 시장점유율 36%의 가장 큰 시장이며 글로벌 기업(코카콜라, 스니커즈, 레드불, 질레트 등)의 스폰서쉽 활동이 활발하다. ②유럽은 전통 스포츠 구단들 중심으로 e스포츠에 대한 투자가 활발하다. 전통의 명문 축구구단은 AS로마, PSG, 맨체스터시티 등은 '피파'와 같은 e스포츠 팀을 창단하거나 프로게이머 선수 영입, 아카데미 설립 등에 나서고 있다. ③중국의 e스포츠 시장은 폭발적으로 성장하고 있으며 2017년 롤드컵 결승전은 글로벌 시청자수가 8천만명을 기록하기도 하였으며 슈퍼셀(클래쉬로얄), 라이엇게임즈(리그오브레전드) 등을 인수하며 e스포츠의 핵심 IP들을 다수 확보해나가고 있다. ④한국은 스타크래프트, 리그오브레전드, 오버워치 등에서 세계 최고 수준의 선수층을 보유한 e스포츠 종주국이나 게임산업에 대한 정부의 규제, 리그운영/스트리밍/스폰서 등 산업적인 성장의 수혜를 누릴 준비가 아직 미흡하다. ⑤일본은 전통적으로 e스포츠에 보수적이었으나 최근 아시안게임, 올림픽 채택 가능성이 대두되며 파이팅/대전액션/축구 게임 위주의 리그 개최를 통해 e스포츠를 육성하기 위한 다양한 노력을 전개하고 있다.

그림18 e스포츠 생태계



---

자료: Catalyst 2017.9.26 메리츠종금증권 리서치센터

표3 전통 스포츠구단들, e스포츠에 많은 투자 집행

국가	스포츠 구단	종목	내용	일시
터키	베식타스 스포츠클럽	종합	리그 오브 레전드 팀 인수	2015년 1월
프랑스	파리 생제르망	축구	프랑스 미디어 기업과 e스포츠 팀 창단	2016년 10월
미국	필라델피아 세븐티식서스	농구	e스포츠 구단 '팀디그니타스' 인수	2016년 9월
미국	보스턴 셀틱스	농구	e스포츠 구단 '프나틱' 700만 달러 투자	2017년 4월
네덜란드	아약스	축구	피파' 프로선수 영입	2016년 9월
네덜란드	PSV 아인트호벤	축구	피파' 프로선수 영입	2016년 8월
포르투갈	스포르팅	축구	피파' 프로선수 영입	2016년 7월
잉글랜드	맨체스터 시티	축구	피파' 프로선수 영입	2016년 7월
이탈리아	AS로마	축구	프나틱'과 파트너쉽 통해 '피파'팀 창단	2017년 2월
독일	FC샬케	축구	피파' 프로선수 영입, 리그오브레전드 팀 인수	2016년 5월
스페인	빌렌시아	축구	'하스스톤' 프로선수 영입	2016년 6월
미국	뉴욕 양키스	야구	Vision eSports와 파트너쉽 통해 에코폭스 e스포츠팀에 투자	2017년 10월
덴마크	FC코펜하겐	축구	e스포츠 구단 '팀노스' 창단	2017년 1월
한국	성남FC	축구	피파' 프로선수 영입	2016년 8월, 2017년 9월
미국	뉴욕 양키스	야구	'비전e스포츠' 투자제휴 진행	2017년 10월
독일	헤르티베를린	축구	독일구단 최초 e스포츠 아카데미 설립	2017년 12월
잉글랜드	맨체스터시티	축구	Nexon과 파트너쉽 체결, 공식 e스포츠선수 선발 진행	2018년 4월

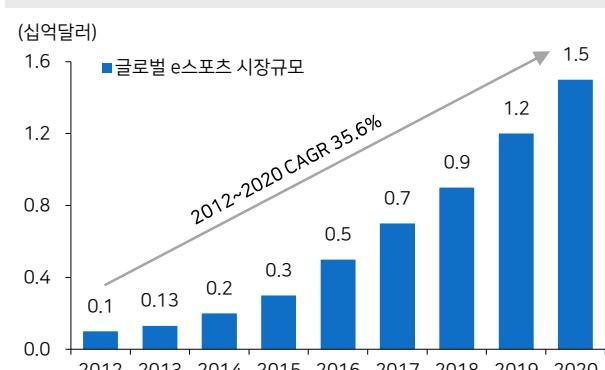
자료: 한국 콘텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 지역별 e스포츠 시장규모 및 점유율 현황

지역	시장규모	시장 규모 점유율
North America	2억 3,760만 달러	36%
Europe	1억 6,500억 달러	25%
China	1억 560만 달러	1 %
Korea	4,620만 달러	7%
Etc	1억 560만 달러	16%

자료: 한국 콘텐츠 진흥원(2017년 3분기), 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 글로벌 e스포츠 시장 규모 추이 및 전망



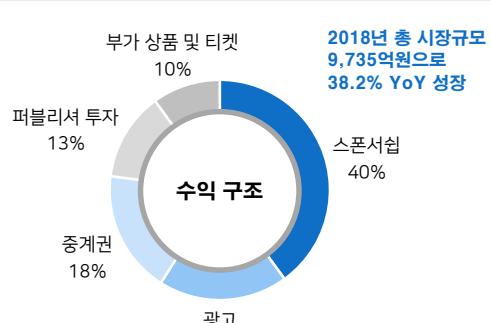
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 글로벌 e스포츠 시청자수, 3.8억명 규모



자료: Newzoo 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 글로벌 e스포츠 시장 수익구조 (2018년 기준)

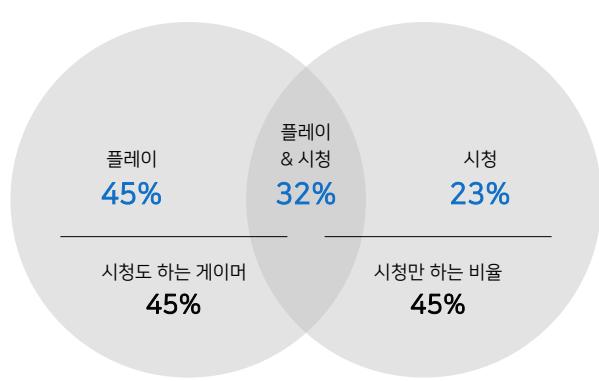


자료: Newzoo 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

### 게임, 플레이 하지 않고 보는 것만도 즐겁다

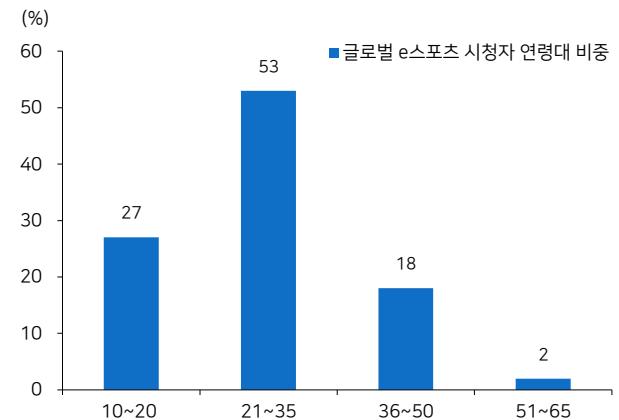
e스포츠는 비게이머들에게도 재미있는 컨텐츠로 진화하고 있어 그 게임을 플레이 하지 않고 시청만 하는 이용자도 23%에 달한다. 젊은 소비세대(35세 이하의 시청자)가 전체 시청자의 80%를 차지하나 향후 성장 잠재력이 매우 크다는 증거기도 하다. 또한 2018년 글로벌 e스포츠 시청자수는 3.8억명으로 예상되며 시장 규모는 9,735억원으로 전년대비 38.2% 성장한다. 2017년 롤드컵 결승 시청자수는 8천만명으로 슈퍼볼 결승 시청자수 1.1억명에 육박한다. e스포츠 시장규모는 유럽 5대 축구 시장규모 대비 4%에 불과해 앞으로 발전 가능성은 무궁무진하다.

그림22 e스포츠 시청자들의 비율 구조



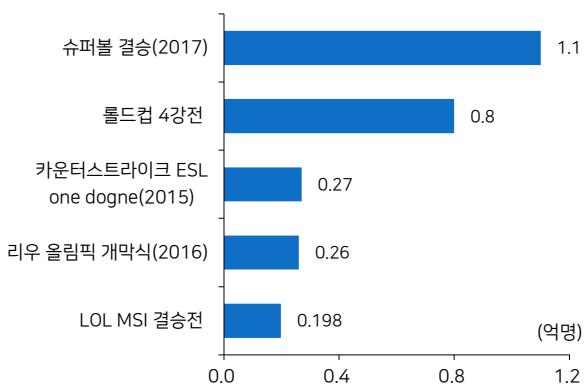
자료: Newzoo 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

그림23 글로벌 e스포츠 시청자의 연령대 비율



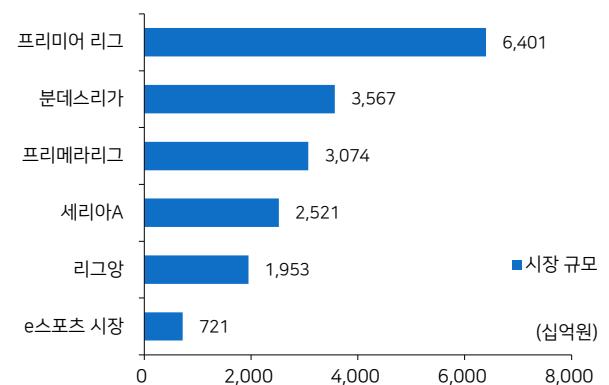
자료: Newzoo 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 빅 스포츠 이벤트와 e스포츠 시청자 비교



자료: Newzoo 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 유럽 5대 축구 시장과 e스포츠 시장 규모 비교

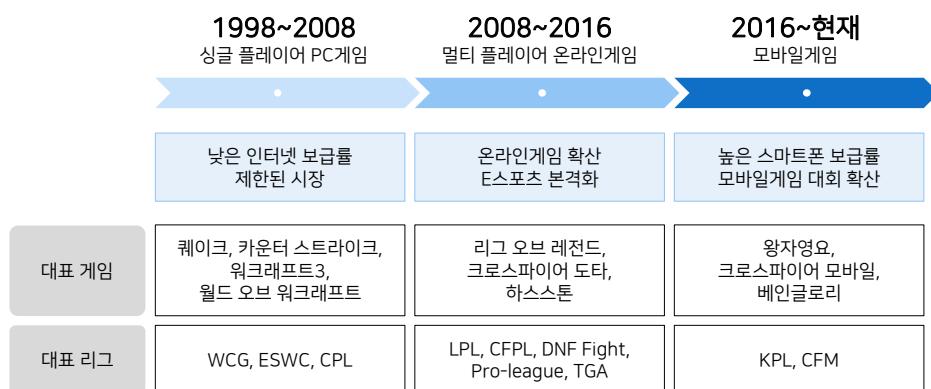


자료: Newzoo 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국, 글로벌 e 스포츠 시장을 이끌다

Newzoo에 따르면 중국 e스포츠 시장 규모는 2017년 1억 560만 달러로 글로벌 시장의 16% 비중 차지, 이용자 규모는 17년 기준 1억 2,600만 명으로 글로벌 이용자 대비 32.7% 비중을 차지하고 있다. 중국 e스포츠 시장은 낮은 인터넷 보급률로 2008년까지 성장이 제한되다가 2008년 이후 리그오브레전드, 도타2 등 멀티플레이어 온라인 게임이 인기를 끌면서 성장하기 시작하였다. 2010년 텐센트의 TGA(Tencent Game Arena), 2011년 완미세계의 PWIC(Perfect World International Championship), 2014년 넷이즈의 NEL(Netease Esports League) 등 주요 게임사들의 자체 e스포츠 리그가 시작된다. 2014년 알리바바는 자회사 알리스포츠를 통해 WESG(World Electronic Sports Games) 설립에 1,450만 달러를 투자하며 2016년 총 550만 달러 규모의 대회를 개최한다.

그림26 중국 e스포츠 시장의 단계별 변화 양상



자료: 한국 콘텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 2018년 글로벌 주요 e스포츠 대회

대회명	게임	특징	총상금 규모	개최장소
2018 DOTA2 TI (The International)	스팀 운영사인 뱸브코퍼레이션의 '도타(DOTA)2'	패키지 상품 '전투패스' 구입 시 금액의 25%가 총상금에 적립. 2017년 역대 최대 상금 규모 간신	2017년 2,477만 달러	캐나다 밴쿠버
WESG (World Electronic Sports Games) 2018	스타크래프트2', '하스스톤', '도타2', '카운터 스트라이크', '베인글로리'	최초로 모바일 게임 '베인글로리'를 종목으로 선정, 알리바바 자회사 알리스포츠가 운영	2017년 550만 달러	중국
LOL(League of Legends) 2018 World Championship	라이엇게임즈의 '리그 오브 레전드(LOL)'	지역 리그 'MSI', 라이벌 대항전 '리프트 라이벌즈', 연말 이벤트 '2018 LOL 올스타전' 함께 진행	2017년 494만 달러	한국
2018 StarCraft2 WCS (World Championship Series) Global Final	블리자드의 '스타크래프트2'	GSL(아프리카TV 운영), SSL 등 하위 대회에서 파이널 진출자 선정	2017년 200만 달러	한국
2018 Overwatch WorldCup	블리자드의 '오버워치'	프리시즌-정규시즌-포스트시즌(챔피언십 결승전)-올스타전 순서로 진행	2018년 100만 달러	미국 LA
FACEIT CS:GO (Counter Strike Global Offensive) Major: London 2018	'카운터 스트라이크'	2017 결승전 중계 트위치TV에서 단일채널 동시 시청자수 110만 명 기록, 최고 기록 경신	2017년 100만 달러	영국 런던

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

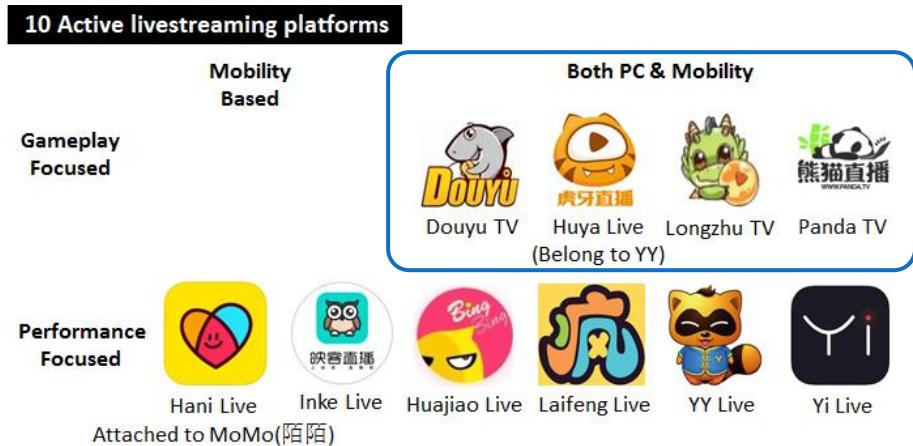
## 중국 게임 생방송 플랫폼의 '핫'한 성장

2015년 스트리밍 플랫폼  
등장하며 e스포츠 성장에 기여

중국 온라인 생방송 플랫폼 사용자 규모는 안정적 증가 추세를 유지하고 있다. iMedia에 따르면 2017년 온라인 생방송 이용자 규모는 3억 9,800만명(28.4% YoY)였으며 2018년 5억 6,700만명으로 증가한다. 온라인 스트리밍 플랫폼을 통한 e스포츠 중계 활성화는 중국 게임시장의 수익구조에도 영향을 미쳤다. KOCCA의 글로벌 게임산업 트렌드 보고서에 따르면 중국 e스포츠의 수익구조가 2016년 기업 스폰서 42.9%에서 2021년에는 스트리밍 광고 46.4%, 기업후원 29.8% 부가상품판매 17.1%, 티켓 판매 6.6% 등으로 다변화될 전망이다.

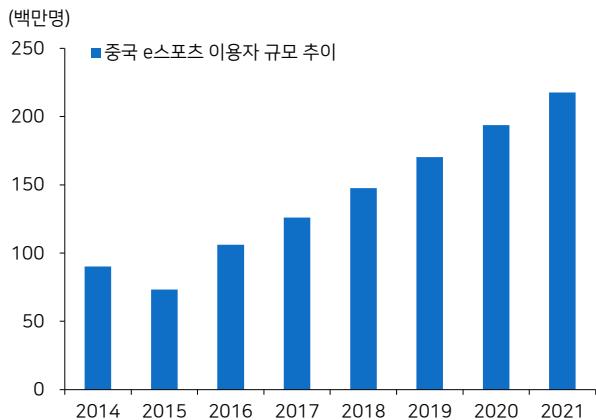
중국의 게임 생방송 시장은 판다TV, 더우위TV, 후야TV 등 3대 플랫폼이 주도한다. 이들 플랫폼은 경쟁적으로 게임BJ와 유명 크리에이터를 전세계적으로 영입하고 있으며 영입후 중국어가 부족할 경우 통역을 붙여주거나 생방송을 하는데 필요한 설비들을 제공하는 등 스트리밍 회사를 넘어선 엔터테인먼트 회사 수준의 복지를 제공하는 경우도 있다.

그림27 중국의 10대 라이브 스트리밍 플랫폼 기업 포지셔닝



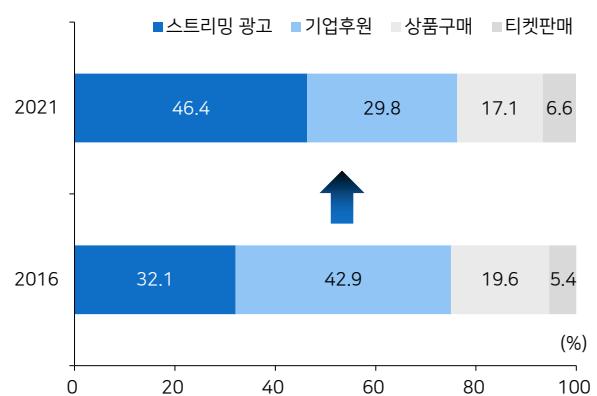
자료:KOCCA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 중국 e스포츠 사용자 규모, 1.5억명에 달해



자료: 한국 콘텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

그림29 중국 e스포츠 수익구조 다변화



자료: 한국 콘텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 중국의 주요 게임 생방송 플랫폼

구분	시작년월	특징
판다TV	2015년 7월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 완다그룹 총수의 아들 왕쓰총이 경영</li> <li>■ 한국과 중국 유명 크리에이터 영입 노력</li> <li>■ 후발 주자임에도 트래픽 랭킹은 후야TV 뛰어넘음</li> <li>■ 17년 기준 MAU 8천만명, 액티브 크리에이터 15만명 넘어섬</li> </ul>
더우위TV	2015년 1월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ VOD 기반 온라인 비디오 스트리밍 서비스 AcFun 전신</li> <li>■ 미국 IT 전문 벤처 캐피탈 '세쿼이어 캐피탈'로 2,300만달러 투자유치</li> <li>■ 게임영상 스트리밍 전문으로 중국판 트위치로 불림</li> </ul>
후야TV	2008년부터 서비스 시작한 YY.Inc의 라이브 스트리밍 플랫폼	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 주요 크리에이터를 가장 많이 확보한 플랫폼</li> <li>■ 게임 스트리밍이 대부분. PC온라인게임, 싱글 플레이 게임, 엔터테인먼트, 모바일 등 다양</li> </ul>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### 중국 동영상 플랫폼 기업들의 IPO 러쉬

더우위(Douyu)는 중국 게임방송 스트리밍 플랫폼으로 후야와 업계 1,2위를 다투는 경쟁기업이다. 이전에는 홍콩 증시 상장 예정으로 알려졌으나 미국 나스닥 상장으로 계획을 변경했다고 밝히고 있다. 파이낸셜타임즈에 따르면 2018년 3분기 Douyu TV는 미국 나스닥에서 7억 달러 규모의 자금을 조달하는 기업공개를 진행할 가능성이 높다고 한다.

Douyu TV는 비디오 플랫폼 AcFun의 라이브 스트리밍 부문으로 출발하여 2013년에 설립되었으며 2015년에 Fighting Fish라는 이름으로 변경되었다. 수익모델은 유료 아이템(상어지느러미, 피쉬볼)과 일부 광고를 통해 발생한다. 참고로 Douyu TV는 2018년 3월 텐센트가 630만 달러 지분투자할 당시 기업가치는 24억 달러에 평가받은 바 있다. 이전에는 세쿼이아캐피탈, CMB 인터내셔널, 텐센트홀딩스 같은 투자자들로부터 5억 달러 이상의 자금 조달한 바 있다.

표7 더우위 개요

구분	내용
대표	장원밍
설립년도	2013년 설립, 2014년 1월 '더우위TV' 서비스 시작
누적 투자 유치 금액	11.3억달러(Crunchbase 통계 수치)
주요지표	DAU 671만명('18.2), 중국 게임방송 시장 M/S 37.9%('17.12)
수익모델	광고, 가상 아이템(상어지느러미, 피쉬볼 등 유료아이템)
상장 시장	미국 증시
목표 조달 금액	약 7억달러

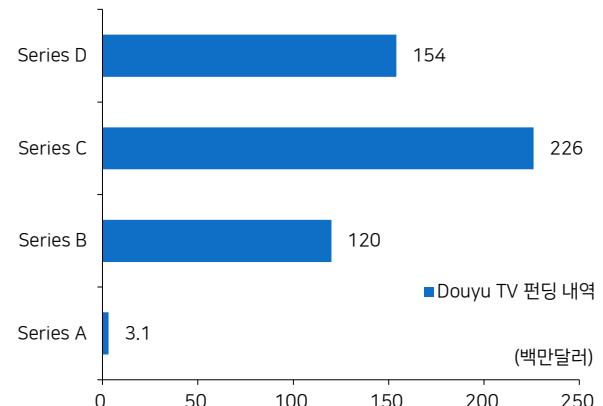
자료: 더우위, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 Douyu TV



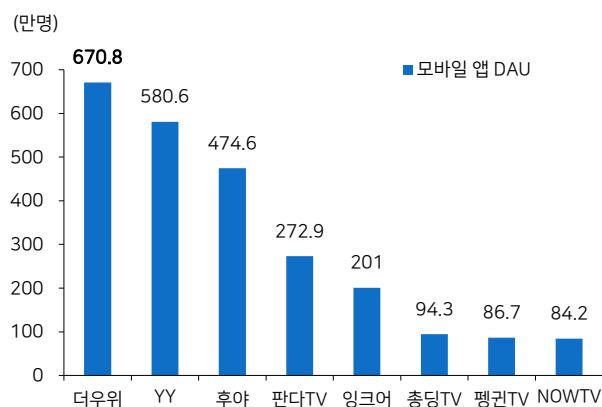
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 Douyu TV –그동안 총 4번에 걸쳐 5억 달러 펀딩받아



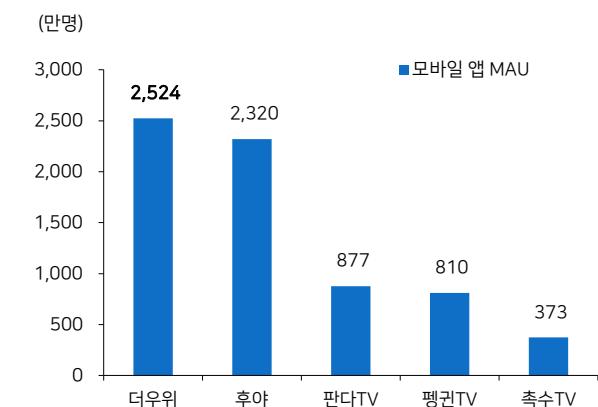
자료: Crunchbase, 메리츠종금증권 리서치센터

그림32 중국 주요 모바일 동영상 생중계 앱 DAU



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림33 중국 주요 모바일 동영상 생중계 앱 MAU



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## e 스포츠, 아시안게임에 성공적으로 입성

게임, 스포츠로 인정

2018년 8월 18일~9월 2일 인도네시아 자카르타/팔렘방에서 제 18회 아시안게임이 개최되었다. e스포츠가 처음으로 시범종목으로 채택되었으며 2022년 중국 항저우 아시안게임에서는 정식종목으로 채택될 가능성이 높다. 아시안게임에 선정된 e스포츠 종목은 총 6개(리그오브레전드, 스타크래프트2, 하스스톤, PES2018, 웅스타스톰, 클래시로얄)로 한국은 LoL과 스타크래프트2 본선에 진출하였으며 각각 은메달, 금메달을 획득하며 좋은 성과를 거두었다. 한국의 게임산업이 사행성 컨텐츠가 아닌 스포츠로 인정받는 전환점이 될 전망이다. 한국은 글로벌 e스포츠 종주국으로 훌륭한 선수층 보유하고 있으나 리그운영/스폰서/스트리밍/IP보유에 있어서 산업적인 성장의 수혜를 누릴 준비가 필요하다.

그림34 아시안게임 e스포츠 한국 대표선수단

2018 자카르타-팔렘방 아시안게임 e스포츠 국가대표 선수단							
종목	리그오브레전드(LoL)				스타크래프트2		
이름	고동빈	김기인	박재혁	이상혁	조용인	한왕호	조성주
닉네임	스코어	기인	룰리	페이커	코어장전	파겟	미루
소속 팀	KT梳士	이프리카 프리스	전지	SKT T1	전지	킹존 드래곤X	진에어 그린윙스
주요 이력	2017 KeSPA컵 우승 2018 LCK 스프링 슬플릿 준우승	2018 롤챔스코리아 LCK 스프링 슬플릿 우승	2017 LoL 월드챔피 연심 결승전 MVP	국내외 메이저 대회 최다 우승 기록	2017 LoL 월드챔피 연심 우승	롤챔스코리아 5회 연속 결승 진출	국내 3대 메이저 대회 우승 경험 보유

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

그림35 한국, 아시안게임 LOL에서 은메달 획득



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

그림36 스타크래프트2는 금메달



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

## 올림픽 입성도 가능할까?

'올림픽의 가치를 높일만한 확실한 방안을 근거로 미래의 e스포츠와 올림픽간 협업에 대한 합의가 있었다. 단순히 e스포츠가 올림픽 종목에 채택되는 것을 넘어 끊임없이 대화하고 약속을 이어갈 계획을 만들겠다'

### IOC 분위기는 긍정적

e스포츠의 올림픽 정식 종목 채택(2024년 파리올림픽 가능성)에 대한 기대는 2018년 7월 21~22일 'e스포츠 서밋' 개최를 통해 더욱 고조되고 있다. 이번 포럼에서 블리자드, 라이엇게임즈, 알리스포츠 등 글로벌 e스포츠 관계자들이 미래 e스포츠 가능성을 토론했다. IOC는 2017년 처음으로 e스포츠의 스포츠 활동을 인정하기 시작했으며 올림픽 가치를 침해하지 않고 IOC의 올림픽 규칙과 규정 준수를 보장하는 조직(도핑 방지, 도박, 조작)이 있어야 한다고 밝혔었다.

e스포츠의 스포츠화를 둘러싼 논란들도 여전히 지속된다. 젊은 이용자들에게 이미 널리 퍼져 있는 e스포츠를 두뇌스포츠로 인정해야 한다는 의견과 함께, 게임의 상업성과 폭력성에 대한 우려, 특정 게임 선택이 한 기업의 수익창출로 이어질 가능성에 대한 걱정이 존재한다. 그러나 e스포츠가 머지않아 주류 문화가 될 것이며 e스포츠가 전통 스포츠 이상으로 인기를 얻게 될 것이라는 점에는 대부분 동의한다.

그림37 7월 21~22일 IOC는 'e스포츠 서밋' 개최



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표8 e스포츠의 스포츠화를 둘러싼 논란들

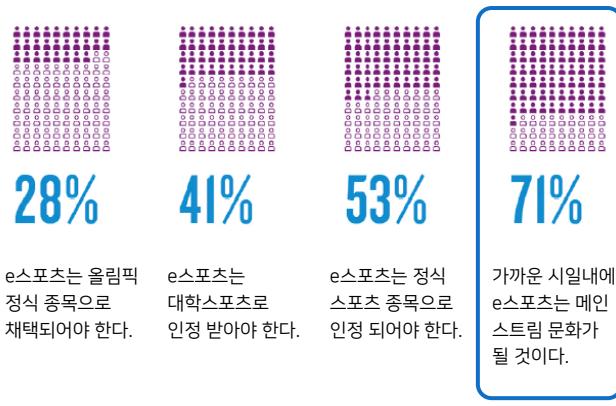
찬성	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 스포츠의 개념 자체가 시간의 흐름에 따라 변화된다</li> <li>▪ 올림픽 종목 역시 지속적으로 변해왔다</li> <li>▪ 청소년 사이에 이미 널리 퍼져있는 문화</li> <li>▪ 두뇌 스포츠' 이기 때문에 포함되어야 함</li> </ul>
반대	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 상업성과 폭력성을 지닌 게임의 채택은 올림픽 정신 훼손</li> <li>▪ 젊은 남성층에 집중되어 있는 소비자 특성은 정당성과 대표성 부족</li> <li>▪ 그러나 복싱, 펜싱, 각종 격투기 종목도 폭력과의 경계 모호함</li> <li>▪ 게임은 사유재 성격이 강하고, 올림픽 종목 채택이 한 기업의 수익창출로 이어져 민감함</li> <li>▪ 게임제작사의 밸런스 수정 및 패치가 일부 선수나 국가에게 유리하게 작용 가능성</li> <li>▪ 아시안게임/올림픽은 최소 2년전에 종목 선정, 빠르게 변화하는 게임 트렌드 미반영 가능성</li> </ul>

자료: 언론 취합, 메리츠종금증권 리서치센터

## E 스포츠에 대한 인식변화 긍정적

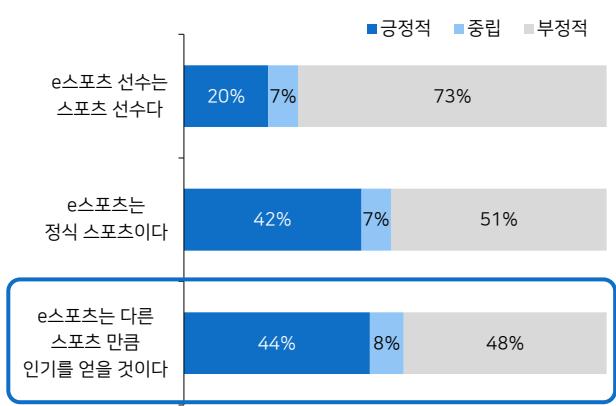
가장 인기있는 e스포츠인 '리그오브레전드'의 생중계 시청자수는 16년 4천만명 → 17년 8천만명으로 100% 이상의 폭발적 성장 잠재력 보여주고 있다. IP를 제작사가 소유해 부가 컨텐츠에 대한 대부분의 권한을 가지고 있어 제작사의 판단에 따라 컨텐츠 영향 받을 수 있다는 것과 프로선수, 구단 등이 성장하고 있으나 구단의 수익성을 어떻게 유지해갈지 문제 등 여러가지 논의가 필요한 시점이다.

그림38 미국, 영국, 프랑스, 독일 이용자의 e스포츠 인식



자료: Nielson 2017, 메리츠증권 리서치센터

그림39 영국/독일/미국/호주/중국/싱가폴 이용자들의 인식



자료: YouGov 2017, 메리츠증권 리서치센터

### 3. 콩두컴퍼니- 프로게이머 매니지먼트 회사

#### 콩두컴퍼니는 어떤회사인가?

##### Gamer Agency

콩두컴퍼니는 2014년 3월 홍진호, 이두희, 서경종씨가 프로게이머들의 권익을 보호할 목적으로 'Gamer Agency'의 개념으로 설립, 시작되었다. 이후에도 콩두컴퍼니는 '게이머를, 게이머를 위한, 게이머에 의한 회사'란 슬로건 아래 각종 e스포츠 대회를 유치, 주관했으며 직접 프로게임단을 운영하고 있다.

콩두컴퍼니의 사업모델은 1) e스포츠 : e스포츠 산업의 핵심은 e스포츠 팀과 리그를 운영 사업, 2) 엔터테인먼트: e스포츠 팀과 개별 선수들의 IP 활용한 컨텐츠 제작 및 기업 마케팅, 3) LAB : E스포츠 데이터 분석 및 아카데미 운영을 통한 선수와 해설자 등 전문인력 육성 등 크게 3가지로 나뉜다.

2017년 매출액과 영업손실은 각각 57억원(+86.1% YoY), 8억원(적자축소)을 기록하였다. 콩두컴퍼니는 ASL 스타리그 및 배틀그라운드(PWM과 A tour) 등 주요 e스포츠 국내 리그를 운영하며 리그 개최시 기업 스폰서쉽 유치를 통해 수익화 보하고 있으며 국내 e스포츠 리그의 중계권을 해외, 특히 중국 스트리밍 플랫폼에 판매한다. 현재 매출의 상당부분은 이러한 VOD 수익에서 발생하고 있으며, 향후 매출 성장이 기대되는 사업은 1) 중계권 배분 수익, 2) 기업 광고 마케팅 등이다.

콩두컴퍼니의 기업가치는 2018년 네뷸러 지분 26.4%를 95억원에 취득하여 359억원으로 평가받았다. 참고로 콩두컴퍼니는 설립 이후 2015년 케이큐브벤처스, 파트너스인베스트먼트, 2016년 스틱인베스트먼트, 케이큐브벤처스, 파트너스인베스트먼트로부터 총 56억원, 2017년 TS인베스트먼트로부터 30억원, 2018년 네뷸러 95억원의 여러 차례 투자를 유치받은 바 있다.

그림40 서경종 대표 - 스타크래프트 프로게이머/해설자 출신



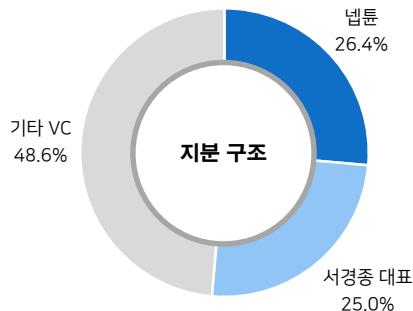
자료: FOMOS, 메리츠종금증권 리서치센터

표9 콩두컴퍼니 기업개요

구분	내용
회사명	콩두컴퍼니
대표이사	서경종
임직원	37명
선수단 규모	44명
주요 사업	e스포츠, 엔터테인먼트, LAB 등

자료: 콩두컴퍼니,  
메리츠종금증권 리서치센터

그림41 콩두컴퍼니 지분구조



자료: 언론취합, 콩두컴퍼니, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

그림42 콩두컴퍼니, e스포츠 아카데미 운영

**The Real e-Sports School**  
프로가 프로를 만든다

**교육과정 안내**

- 교육 일정: 7월 23일 ~ 8월 10일, 오전 9시 30분
- 교육 장소: 서강대학교
- 교육 대상: e스포츠에 관심이 있는 분들(고등학생 이상)
- 교육비: 50만원(3주, 45시간 + 교재 + 프로게이머 기질테스트)
- 교육 분야: e스포츠 프로게이머, e스포츠 구단 운영, e스포츠 방송인, 공동과정
- 교육 문의: KakaoTalk, 카카오톡, kdacademy
- 주최: 콩두컴퍼니 X 서강대학교 게임&평생교육원

자료: 콩두컴퍼니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림43 콩두컴퍼니의 비즈니스 모델

비즈니스 모델	✓ E-SPORTS	✓ ENTERTAINMENT	✓ LAB		
E-SPORTS	스포츠 사업의 핵심인 e스포츠 팀과 리그를 운영하는 사업	5개 종목 6개팀 자체구단 운영 (총 40여명 선수보유)	STARCRAFT REMASTERED	teamKONGDOO x XENICS Conclusion of Sponsorship	Team Care Agency
ENTERTAINMENT	e스포츠 팀과 개별 선수들의 IP 활용한 콘텐츠 제작 및 다양한 기업 마케팅 사업	선수 LIVE 방송 및 VOD 제작 (LCK9계 구단 콘텐츠 매-시먼트 계약 체결)	구단 스폰서십 및 마케팅 영업 (나이Pi, Zowie, 경민대 등 파트너십 진행)	IP 활용한 커머스 사업 (국내 최초 e스포츠 전문 커머스를 운영)	StarCraft I vs StarCraft II
LAB	e스포츠 데이터 분석 및 e스포츠 아카데미를 운영하여 선수와 해설자 등 e스포츠 관련 전문 인력을 육성	E스포츠 DATA 분석 (선수 실력 및 기자적 벤치 측정)	E스포츠 전문인력 양성 아카데미 (성남시 및 서강대학 해설자 양성 교육 진행)	Mental 진단 및 과학적 시스템 도입 (뇌과학 연구자 및 스포츠 심리학 전문 인력 보유)	

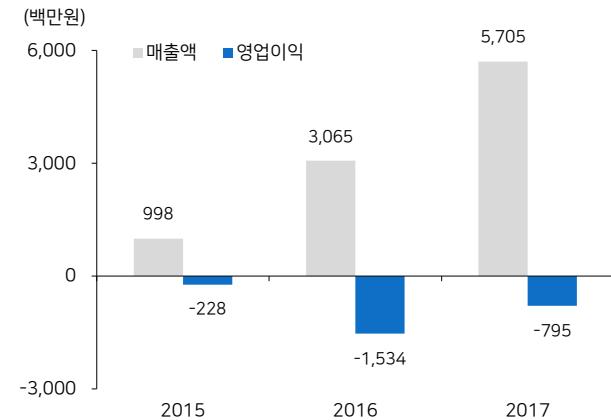
자료: 콩두컴퍼니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림44 주요 수익원인 VOD 사업 – 예) 하우트 영상



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 콩두컴퍼니 영업실적 추이



자료: 콩두컴퍼니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림46 팀콩두 프로게임단 소개

✓ 리그오브레전드		✓ 배틀그라운드		✓ 오버워치	
2nd IEM Season XI - Gyeonggi	2nd AfreecaTV PUBG League Pilot Season - Split 1	2nd 2017 Afreeca TV solo		1st Nexus Cup 2016 - Grand Finals	
2nd 2016 LoL KeSPA Cup	5th AfreecaTV PUBG League Pilot Season - Split 2	1st 2017 PUBG AfreecaTV invitational day2		2nd DW HOTB APEX Season3	
1st 2016 LCK Summer	3rd AfreecaTV PUBG League Pilot Season	1st 2017 PUBG Asia invitational solo		3rd DW HOTB APEX Season4	
1st 2017 LCK Promotion Match	2nd PUBG SURVIVAL SERIES 48Round Amatch 1	2nd PUBG warfare Masters pilot		2nd DGN Seoul Cup Super Match	
2nd 2017 LCK Summer	6th PUBG SURVIVAL SERIES 48Round Amatch 2	1st PUBG Survival SERIES Season 2 Full League		2nd Nexus Cup 2017 - Annual Final	
1st 2018 LCK Promotion Match	2nd AfreecaTV PUBG League Season 3Ground day3	2nd AfreecaTV PUBG League Season 2		1st DW TEAM STORY Chapter 4	

✓ 포트나이트		✓ 도타2	
* 선수 구성 완료 및 프로필 출영 진행 중		* 선수 구성 완료 및 프로필 출영 진행 중	

자료: 콩두컴퍼니, 메리츠종금증권 리서치센터

## e 스포츠 시장에서 잠재력이 기대되는 수익원

### 상금, 중계권과 이적료 시장

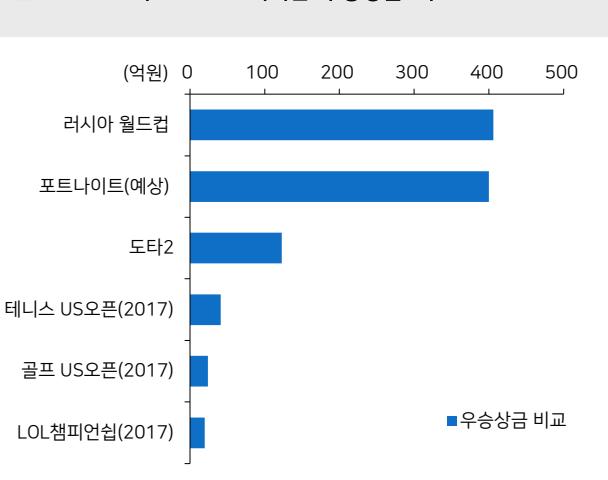
리그의 프랜차이즈화, 리그 참여  
시드권만 수백억원에 달해

2017년 상위 15개 e스포츠 종목의 상금 규모가 1,126억원에 육박하며 2019년부터 대회의 상금규모는 국제대회의 증가로 인해 급격히 커질 전망이다.

2018년 하반기부터 게임개발사들은 프로스포츠처럼 리그 중계권료를 리그 참가팀에게 배분할 예정으로 앞으로 중계권 배분 수익이 커지게 된다. 오버워치 리그는 3대륙, 4개국 총 12팀으로 구성된 세계 최초 도시 연고제 기반 메이저 글로벌 e스포츠 대회로 2018년 그랜드 파이널은 뉴욕에서 개최, ESPN, ESPN2, Disney, 트위치 등에서 생중계된 바 있다. 또한 오버워치 리그는 프랜차이즈화 하면서 시드권을 판매하는 비즈니스 구조가 주목받았는데 리그에 참여하기 위한 시드권이 2017년 200억원에 판매되었다가 2018년 최근에는 350억원 규모로 상승하였다.

그리고 e스포츠 선수들의 이적료 시장도 빠르게 성장하고 있는데 글로벌 e스포츠 시장에서 가장 높은 가치 평가를 받는 한국 선수들의 해외팀으로의 이적이 상시 발생한다. 국내 대표 LOL 플레이어인 '이상혁 선수'의 중국팀으로의 이적 가능성은 항상 대두되는 가능성이며 2018년 '오버워치 리그'를 초대 우승한 팀은 '런던 스페셜파이어'로 전원 한국인으로 구성되어 있어 e스포츠 시장에서 한국 선수의 위상과 실력을 보여주었다. 참고로 현재 오버워치 리그 내 한국인 선수 비중은 52%에 달한다.

그림47 스포츠와 e스포츠 대회간 우승상금 비교



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 2018년 OW 우승한 런던팀은 모두 한국선수  
(총득판테라 인수하여 첫 우승)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 4. 샌드박스 - 유튜브 200만 보유한 초통령 '도티'와 '잠뜰'

### 샌드박스+네트워크란?

#### 유튜버들의 소속사

2014년 11월 CJ E&M의 MCN회사 크리에이터 그룹(현 DIA TV) 소속 파트너였던 '도티(나희선)'크리에이터와 구글 출신의 마케터 이필성씨는 샌드박스를 공동으로 창업한다. 샌드박스(새로운 것을 창조하는 공간)+ 네트워크(크리에이터들의 연결)의 합성어로 크리에이터들에게 친화적인 크리에이터 기획사이자 매니지먼트(MCN, Multi Channel Network)를 만들고자 하였다. 설립 당시 나희선 CCO가 회사 설립 사실을 개인 방송을 통해 알렸는데 이때 최초로 언급했던 회사 이름은 샌드박스 네트워크는 당시 소속 크리에이터들이 주로 플레이했던 샌드박스 게임 '마인크래프트'처럼 크리에이터들이 좀더 자유로운 환경에서 일할 수 있기를 바라며 지은데 기인한다.

표10 샌드박스 기업개요

구분	내용
창립일	2015년 06월 15일
CEO	이필성 대표
CCO	나희선 이사
임직원	102명
소속 크리에이터	200팀
사업내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 크리에이터 매니지먼트 (체계적인 교육 시스템, 컨텐츠 제작환경 제공)</li> <li>▪ 수익모델 개발 (크리에이터 인플루언스 기반 비즈니스 기회 창출 브랜디드 컨텐츠, 머천다이징 등)</li> <li>▪ 프로덕션 (자체 프로덕션 팀에서 수준 높은 컨텐츠 제작 제작용 스튜디오 및 시설 완비)</li> </ul>

자료: 샌드박스, 메리츠증권 리서치센터

#### 샌드박스의 경쟁력

샌드박스의 강점은 1) 크리에이터 친화적인 수익구조, 플랫폼 매출의 대부분이 크리에이터에게 돌아간다는 점, 2) 유튜브 편집 등을 포함하여 크리에이터를 체계적으로 지원하는 시스템, 3) 광고, 스폰서, 머천다이징 등 부가수익으로 연계 능력에 존재한다. 샌드박스는 2018년 7월 현재 게임, 키즈, 엔터테인먼트, 라이프스타일 등 다양한 장르에 걸친 200여팀의 크리에이터가 소속되었다. 도티, 잠뜰, 풍월량, 테드, 챔브링, 말이야와 친구들 등 유명한 크리에이터들이 대거 소속되어 있다.

그림49 국내외 주요 MCN



자료: 샌드박스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 샌드박스 소속 크리에이터 증가



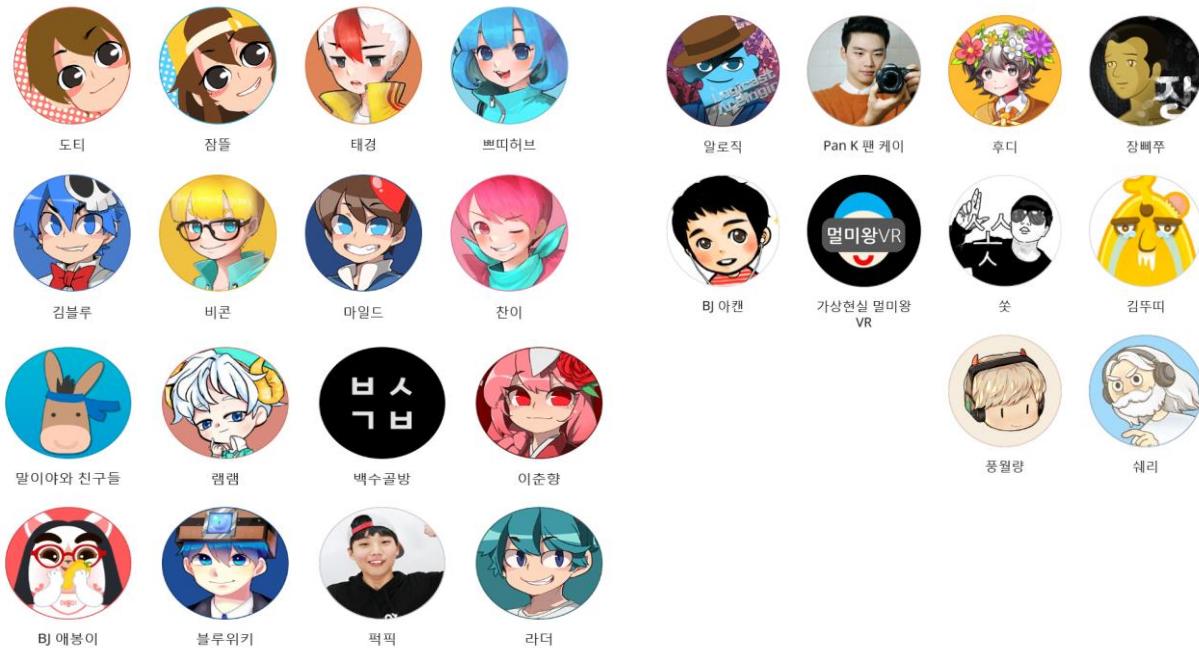
자료: 샌드박스, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 주요 크리에이터 리스트

순위	채널	구독자 (만명)	조회수 (만)	동영상 (개)	장르
1	도티TV	234.7	209,452	3,050	게임
2	태경TV	124.3	125,885	1,584	게임
3	떵개띵	234.7	110,803	2,710	엔터테인먼트
4	잠뜰TV	149.9	103,046	1,618	게임
5	Evan Kids	227.7	85,611	226	교육
6	SonicToy소닉토이	135.3	79,640	357	엔터테인먼트
7	MariAndFriends	112.3	64,055	1,106	엔터테인먼트
8	MariAndToys	125.7	53,125	627	엔터테인먼트
9	MariAndKids	105.7	52,114	774	엔터테인먼트
10	제이제이튜브	58.3	41,310	433	라이프
11	김재원의 즐거운 게임세상	85.6	40,590	903	게임

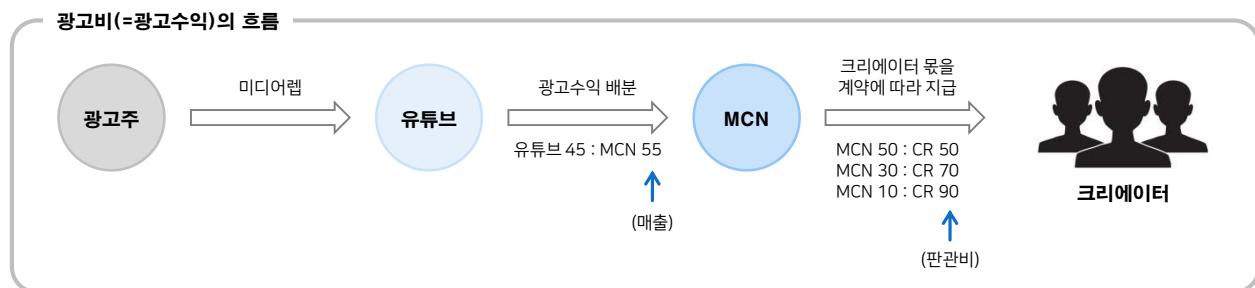
자료: 샌드박스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림51 대표 크리에이터



자료: 샌드박스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림52 플랫폼 매출 수익구조



#### 광고주

- 자사 광고 계획 수립 및 비용 집행
- 미디어렙을 통해 가장 적절한 매체 확보

#### 유튜브

- '콘텐츠+광고'를 타겟 시청자와 정확히 연결
- 광고수익의 일부를 콘텐츠 제작자 측에 배분
- 유튜브는 각 MCN에 CMS\* 서비스 제공

#### MCN

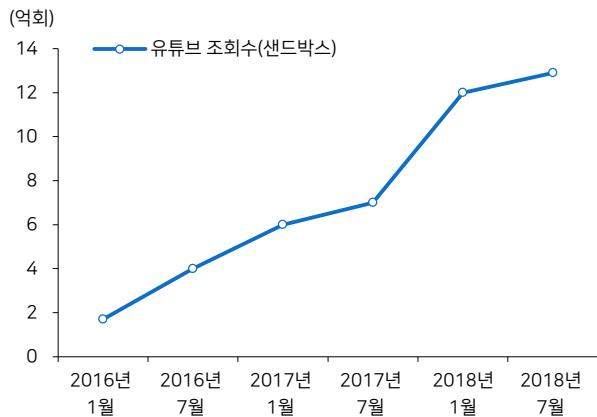
- 크리에이터에게 각종 매니지먼트 서비스 제공, 콘텐츠 제작 지원
- 리소스 투입 정도에 따라 정산 비율 차별화

#### 크리에이터

- 콘텐츠를 통해 트래픽 창출에 기여한 대가로 수익 취득
- MCN으로부터 받는 지원 수준에 따라 수취비율 상이

자료: 업계, 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 유튜브 조회수 (샌드박스 크리에이터 합산)



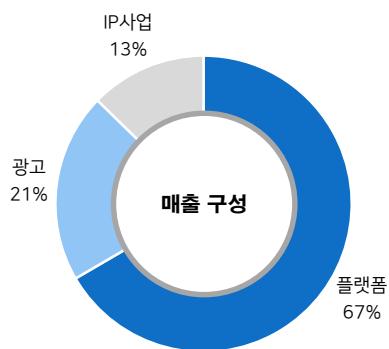
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림54 샌드박스 매출 추이 - 18년 250억원 수준 추정



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림55 샌드박스 매출구성



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림56 국내 유튜브 이용자수, 3천만명 돌파



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### MCN 시장 경쟁상황

MCN은 Multi-Channel Network의 약어로 1인 미디어 플랫폼에서 활동하는 크리에이터들을 육성, 지원, 관리하고 그들의 컨텐츠가 지닌 영향력을 바탕으로 수익을 창출하며 공유하는 사업이다. 유튜브 등 동영상 플랫폼의 영향력이 커지면서 역할이 확대되는 추세이다. 샌드박스와 유사한 국내 MCN으로는 다이아, 트레져헌터 등이 존재한다. CJ E&M의 MCN 자회사 '다이아TV(Digital Influencer & Artist TV)'의 소속 크리에이터수는 1,500명(대도서관, 밴쯔, 씬님 등 Top 크리에이터 중심)으로 17년 연매출 규모는 200억원 수준이었다. 트레져헌터는 CJ E&M 출신의 MCN사업팀장 출신의 송재룡 대표가 창업하였으며 악어, 양띵, 김이브 포함하여 다수의 크리에이터가 소속되어 있다.

그림57 DIA TV



자료: CJ E&amp;M, 메리츠종금증권 리서치센터

그림58 트레저헌터



자료: 트레저헌터, 메리츠종금증권 리서치센터

## UUUM은 어떤 회사인가?

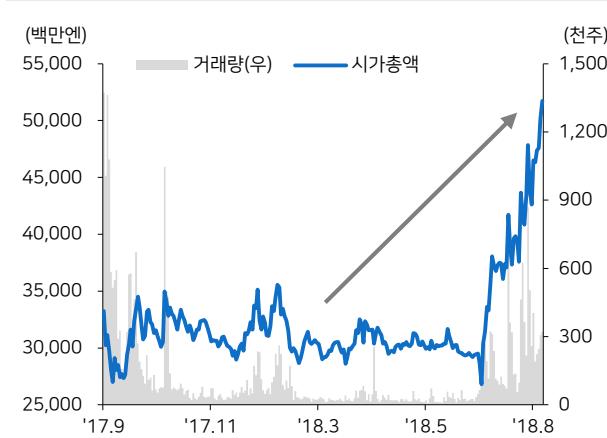
UUUM은 일본의 MCN 기업으로 2013년 6월 설립, 2017년 8월 도쿄증권거래소에 기업공개하였다. 동사는 일본에서 유튜브 3,500개 채널을 운영하는 일본 최대 MCN으로 채널관리/브랜드 협업 외에도 오리지널 컨텐츠를 제작하며 라이브 스트리밍 이벤트도 주최한다. 2017년 동사의 매출액은 3,300억엔, 순이익은 1억 9천만엔을 기록한 바 있다. 2018년 8월 30일 현재 시가총액은 5,000억원 수준으로 2018E PER은 115배 수준에서 거래되며 이익으로 밸류에이션은 불가능하다.

그림59 UUUM - 일본 대표 MCN 기업



자료: UUUM, 메리츠종금증권 리서치센터

그림60 UUUM의 기업가치 - 18년 60% 상승



자료: UUUM, 메리츠종금증권 리서치센터

### 샌드박스의 기업가치는?

2018년 5월 샌드박스네트워크는 넥툰으로부터 111억원의 지분 23.9%에 해당되는 투자에 성공하였다. 설립 이후 시리즈B 투자를 완료한 것이며 피투자기준 전체 기업가치는 466억원 규모로 평가받았다. 2018년 샌드박스의 매출액은 252억원 (+29.3% YoY)로 추정, 영업이익은 8억원으로 전년대비 수익성 향상된다. 샌드박스는 유튜브 등 플랫폼 광고수익의 대부분을 크리에이터에게 배분하는 구조로 스마트폰서/광고/IP 비즈니스에서 대부분의 이익을 창출해야 한다.

**표12 샌드박스 매출액과 영업이익 추이 – 2018년 예상 매출액은 252억원 수준**

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5.9</b>	<b>14.1</b>	<b>25.2</b>	<b>36.2</b>	<b>55.2</b>
Growth(%)		139.6%	79.3%	43.6%	52.5%
플랫폼	4.0	9.4	16.6	22.2	33.3
광고	1.1	2.9	5.9	9.8	15.6
IP사업	0.7	1.8	2.6	4.0	5.9
서비스			0.1	0.2	0.3
<b>영업이익</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>4.1</b>
Growth(%)		-81.3%	817.1%	103.1%	165.5%
OPM(%)	7.5%	0.6%	3.0%	4.2%	7.3%

자료: 샌드박스, 메리츠증권 리서치센터 추정

Industry Brief  
2018. 9.3

▲인터넷/게임  
Analyst 김동희  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr

# 아프리카 TV 067160

## ‘구독은 필수’

- ✓ 국내 유일의 동영상 플랫폼 주식. 컨텐츠/BJ/MUV 회복 등 양적인 성장과 ARPU 상승 등의 질적인 변화가 동시에 이루어지고 있어 긍정적
- ✓ 글로벌 동영상 플랫폼의 재평가. 2018년 아이치이, 후야 상장에 이어 3Q 이후까지 동영상 플랫폼 기업의 IPO 지속. 아프리카TV의 투자매력 부각될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 6.5만원 유지

### Buy

적정주가 (12개월)	65,000 원
현재주가 (8.31)	37,700 원
상승여력	69.9%
KOSDAQ	816.97pt
시가총액	4,334억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.52%
외국인비중	16.27%
52주 최고/최저가	55,500원/16,250원
평균거래대금	204.3억원
주요주주(%)	
쎄인트인터넷내셔널 외 2 인	25.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.3	44.2	69.4
상대주가	-15.8	51.2	36.4

#### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	79.8	16.0	10.2	962	135.1	5,266	25.6	4.7	12.9	19.6	45.6
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018E	117.2	25.9	21.4	1,883	39.6	7,916	20.3	4.8	13.4	26.7	36.7
2019E	137.3	36.4	30.2	2,625	39.7	10,673	14.6	3.6	9.5	28.2	27.5
2020E	166.5	53.2	41.9	3,648	39.2	13,853	10.5	2.8	6.1	29.7	21.4

### 국내 유일의 동영상 플랫폼 투자안

아프리카TV는 ‘포트폴리오 다변화와 별풍선 수익화’를 기반으로 성장세가 가속화되고 있는 국내 대표 동영상 플랫폼이다. 포트폴리오 다변화는 1) 컨텐츠, 2) BJ(Broadcasting Jockey), 3) 신규 이용자 유입으로 구체화되고 있다. 컨텐츠는 ‘게임, 먹방, 보이는 라디오’에서 ‘학습, 전문가방송, 시사, 취미(낚시, 요리), 뷰티, 펫방’ 등으로 확장되며 연예인 셀럽(엠블랙 지오, 강은비, 양동근, 김대균(토익) 등)과 신규 BJ의 유입으로 이용자 저변이 여성과 30~40대 이용자 까지 확대되고 있다.

### 3yrs EPS CAGR 38% 전망

동사의 3yrs EPS CAGR(17~20)은 38%로 추정, 가파른 이익 성장세 시현하고 있다. 별풍선 매출의 성장에 주로 기인하며 향후 이익 증가는 광고사업의 성과가 중요하다. 별풍선 매출액은 빠른 성장세 시현하고 있어 2015년 분기 150억 원 수준에서 2018년 분기 250억원 수준으로 3년 동안 2배에 가까운 성장세 시현했다. 광고 매출액은 지난 3년간 정체인데 향후 VOD 서비스 강화를 통한 광고 인벤토리 추가 확보는 매출 증가로 이어질 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 6.5 만원 유지

동영상 플랫폼 시장의 성장과 e스포츠 중계 플랫폼으로서의 가치 감안시 적극적 비중확대 전략 여전히 유효하다. 적정주가 6.5만원 기준 12M Forward Target PER은 25배 수준으로 과거 역사적 평균 PER과 유사한 수준이다.

## 아프리카 TV – 국내 개인방송의 메카

Anybody can Freely Broadcast

아프리카TV는 1996년 나우콤으로 설립해 2013년 3월 아프리카TV로 사명을 변경했다. 2003년 12월 기업공개하였으며 아프리카TV는 특별한 기술, 장비, 비용 없이도 누구나 PC와 모바일을 통해 언제 어디서나 라이브 방송을 진행할 수 있는 1인 미디어 플랫폼이다. 참고로 Afreeca는 “Anybody can Freely Broadcast”의 약어이다. 동사의 최대주주는 세인트인터넷내셔널(25.8%)로 세인트인터넷내셔널은 서수길 대표가 최대주주(85.4%)인 투자자문회사이다.

### 별풍선의 의미

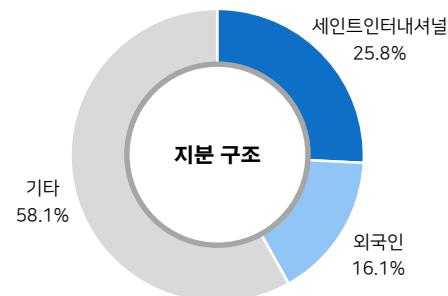
동사의 수익모델은 별풍선, 구독, 쿼류, 골드, 애드벌룬 등으로 별풍선은 BJ에게 후원하는 서비스로 별풍선을 선물하면 게시판 이용, 시청가능 인원이 가득찬 방송 바로 입장 가능, 동영상 광고 없이 시청 가능 등의 특별한 혜택을 누릴 수 있다. 별풍선은 donation을 통한 ‘고객’ 아닌 ‘이용자 참여의 필수 요소/커뮤니티의 일원’으로서의 의미를 가진다. 별풍선은 특정 재화나 아이템을 구매하는 것이 아닌 기부경제에 기반한 사치재이기 때문에 규제나 제약이 사실상 불가능하다. 롱테일 기반의 다양한 컨텐츠가 유지되는 한 국내 유일무이한 개인방송 플랫폼으로의 경쟁력은 지속된다.

표13 기업개요

구분	내용
설립일	1996년 4월 22일
주요주주	세인트인터넷내셔널 25.8%
사업내용	인터넷 방송업
상장일	2003년 12월 19일
주요 수익원	별풍선, 구독, 쿼류, 골드, 애드벌룬 등
임직원수	385명
BJ수	1만 5천명 (베스트&파트너 BJ 1,096명)

자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

그림61 지분구조



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

그림62 별풍선



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

표14 별풍선 가격

개수	금액
10개	1,100원
30개	3,300원
50개	5,500원
300개	33,000원
500개	55,000원
별풍선 자동충전	충전일과 별풍선 개수 설정하면 자동충전 서비스

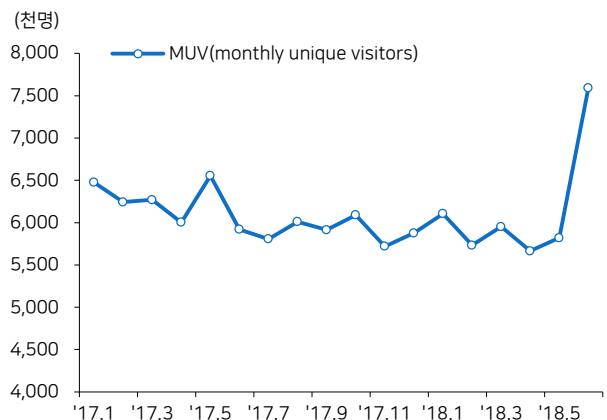
자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이용자도 돌아오고, ARPU 도 성장한다

### P와 Q의 성장

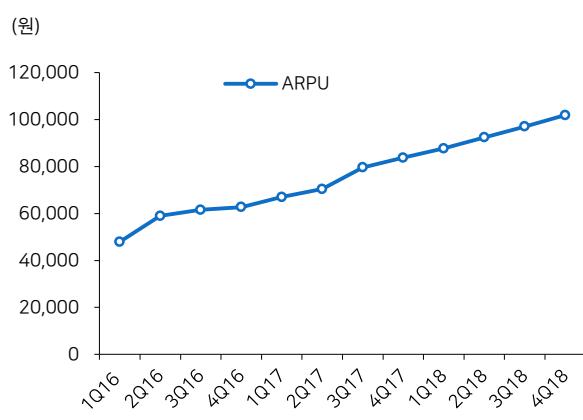
2018년 매출액과 영업이익은 각각 1,172억원(+23.9% YoY), 259억원(+41.5% YoY)으로 전년대비 가파른 성장이 기대된다. 이익의 가파른 성장세는 당분간 지속되는데, 그 이유는 동사의 P와 Q가 동시에 성장하고 있기 때문이다. 동사의 MUV(Monthly Unique Visitors)는 2016년 대도서관 등 유명BJ들이 대거 이탈한 이후 하락세였으나 2018년 동계올림픽, 월드컵 등 이벤트 효과/2017년 이후 BJ지원 프로그램/ 콘텐츠의 다변화(뷰티, 팻방 등) 노력에 힘입어 MUV가 빠르게 개선되고 있다. 참고로 2Q18 MUV는 750만명에 육박하며 2017년 말 600만명 수준에서 빠르게 상승하고 있다. ARPU는 분기 1,000원 가량 꾸준히 증가하며 상승하고 있으며 2Q18 기준 총매출 기준 Paying User의 지출액은 약 9만원 수준으로 추정한다.

그림63 아프리카TV의 MUV(Monthly Unique Visitors)



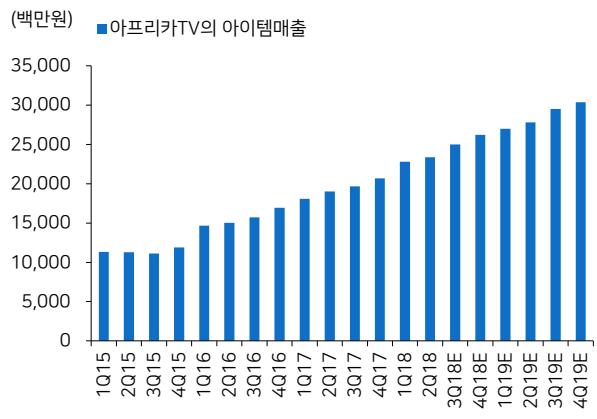
자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

그림64 ARPU는 꾸준한 상승세



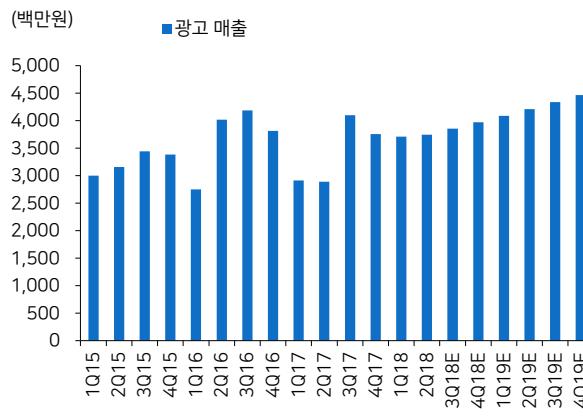
자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

그림65 아프리카TV 별풍선, 꾸준한 성장



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림66 광고매출의 성장성 회복이 관건



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### 3yrs EPS CAGR 38% 추정

#### 가파른 이익성장

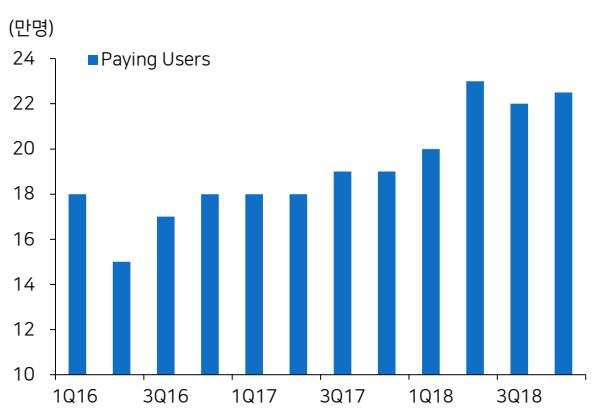
동사의 3yrs EPS CAGR(17~20)은 38%로 추정, 가파른 이익 성장세 시현하고 있다. 별풍선 매출의 성장에 주로 기인하며 향후 이익 증가는 광고사업의 성과가 중요하다. 별풍선 매출액은 빠른 성장세 시현하고 있어 2015년 분기 150억원 수준에서 2018년 분기 250억원 수준으로 3년 동안 2배에 가까운 성장세 시현했다. 광고 매출액은 지난 3년간 정체인데 향후 VOD 서비스 강화를 통한 광고 인벤토리 추가 확보는 매출 증가로 이어질 전망이다.

**표15 아프리카TV 분기별 실적 - 꾸준한 성장세 시현**

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>21.5</b>	<b>22.5</b>	<b>24.8</b>	<b>25.8</b>	<b>27.9</b>	<b>29.0</b>	<b>29.6</b>	<b>30.7</b>	<b>79.8</b>	<b>94.6</b>	<b>117.2</b>
아이템	18.1	19.0	19.7	20.7	22.8	23.4	24.3	25.2	62.4	65.8	95.7
광고	2.9	2.9	4.1	3.8	3.7	3.7	3.9	4.0	14.8	14.9	15.3
기타	0.5	0.6	1.0	1.3	1.4	1.8	1.4	1.5	2.7	2.3	6.2
<b>영업비용</b>	<b>16.8</b>	<b>18.3</b>	<b>19.9</b>	<b>21.3</b>	<b>21.9</b>	<b>22.8</b>	<b>23.1</b>	<b>23.4</b>	<b>63.8</b>	<b>76.2</b>	<b>91.2</b>
인건비	6.0	6.3	6.1	6.8	7.2	7.1	7.3	7.5	-	25.2	29.1
지급수수료	2.4	3.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.5	4.7	-	14.5	17.9
과금수수료	1.8	1.9	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4	2.5	-	7.6	9.5
회선사용료	1.5	1.9	1.7	1.8	2.2	2.3	2.4	2.5	-	6.8	9.4
BJ지원금	1.2	1.3	1.5	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	-	5.4	7.8
컨텐츠제작비	1.1	1.3	1.4	1.0	1.4	1.8	1.8	1.9	-	4.8	6.9
유무형감가상각비	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	-	2.7	3.6
지급임차료	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	-	1.9	2.5
광고선전비	0.4	0.1	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	-	1.2	0.5
기타	1.3	1.0	1.6	2.2	1.1	1.4	1.0	0.6	-	6.1	4.1
<b>영업이익</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.5</b>	<b>7.3</b>	<b>16.0</b>	<b>18.3</b>	<b>25.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>7.0</b>	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>7.1</b>	<b>12.8</b>	<b>18.1</b>	<b>26.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>5.2</b>	<b>5.8</b>	<b>10.2</b>	<b>14.7</b>	<b>21.4</b>

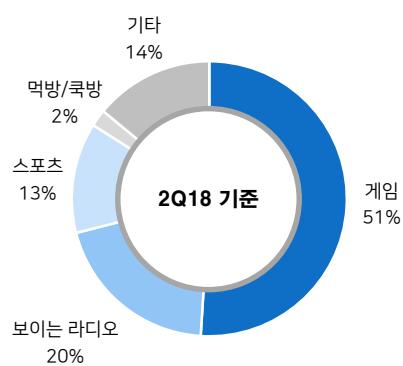
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**그림67 아프리카TV의 유료고객수**



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

**그림68 컨텐츠별 트래픽 비중 (2Q18 기준)**



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## VOD 확충은 광고매출 증가로 이어질 것

2018년 하반기 실시간 개인방송을 VOD로 저장하여 다시볼 수 있는 서비스를 강화한다고 밝혔다. VOD를 강화하기 위해선 검색 기능/개인방송을 저장, 편집 능력/서버 구축 등이 필요하다. 대다수의 아프리카BJ가 실시간 생방송된 내용을 편집해 유튜브로 재업로드하고 있다는 점 감안하면 VOD 서비스에 대한 BJ/이용자의 수요는 충분하다.

2018년 8월 아프리카TV는 라이브방송과 VOD를 연계한 통계분석 ‘방송 별별통계’를 출시하였는데 생방송에서 발생한 데이터, 유저별 라이브 방송 참여 데이터, 인공지능 기술 활용한 데이터 등을 VOD에 누적시켜 BJ와 시청자에게 다양한 통계지표 보여준다. 이를 통해 BJ는 자신의 방송 모니터링 향상되고 시청자 역시 개인화된 컨텐츠에 맞는 영상 찾아볼 수 있어 VOD 활용도 높아진다.

그림69 아프리카TV의 ‘방송 별별통계’



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림70 컨텐츠형 비즈니스 모델 구축 –PPL



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 리스크 – 경쟁, 규제, 인식

### 각종 규제들

아프리카TV와 관련된 리스크 요인은 지속적으로 부각되나 동영상 플랫폼 성장의 메가트렌드를 거스리기는 쉽지 않다. 참고로 동사와 관련된 리스크 요인은 시장경쟁, 규제, 인식이다. 국내 동영상 플랫폼은 유튜브, 트위치, 페이스북과의 경쟁 치열하나 아프리카TV는 롱테일 기반의 게임/뷰티/교육/취미 등 다양한 컨텐츠를 방송하는 실시간 개인방송이라는 측면에서 차별화된다. 또한 방송통신위원회, 공정거래위원회 등에서 아프리카TV를 규제의 대상으로 보고 있으나 올해 6월부터 별풍선 결제한도를 일 100만원으로 제한하며 적극적으로 대처하고 있다. 그리고 개인방송의 특성상 종종 발생하는 BJ들의 돌발/일탈 행위, 그에 따른 브랜드 이미지도 아프리카TV의 자정 노력과 높아진 BJ들의 위상에 기반해 개선되고 있다. 최근 국회 공청회에서 방송법 개정을 통해 OTT 및 MCN 사업자들도 규제의 태두리에 넣자는 논의 진행되고 있으나 지난친 규제로 혁신을 막을 수 있다는 우려와 국내/해외 사업자간 역차별 문제 등도 있어 논의가 쉽게 진행되기 어렵다.

**표16 아프리카TV를 둘러싼 규제이슈들**

시기	주체	내용
2017년 12월	방송통신위원회	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정책발표 기자간담회에서 인터넷방송 과다 결제 해소 방안 발표</li> <li>▪ 아프리카TV의 일 최대 후원한도를 100만원까지 대폭 하향하는 방안을 검토하겠다고 언급</li> <li>▪ 별풍선이 선정적인 방송을 부추긴다는 지적에서 마련된 조치</li> </ul>
2018년 3월	자유한국당 송희경 의원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ '전기통신사업법 일부개정법률안' 대표 발의</li> <li>▪ 아프리카TV의 별풍선 등 개인방송 사이버머니 일일 결제한도 제한</li> <li>▪ 인터넷 개인방송 사업자를 특수유형부가통신사업자로 지정</li> <li>▪ 이를 지키지 않는 방송사업자에 대해 사업 전부/일부 폐지 및 1년 이하의 사업 정지를 명할 수 있으며 2,000만원 이하의 과태료 부과</li> </ul>
	아프리카TV	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 방송통신위원회와 유료아이템 일일 결제 한도 조정안 합의 발표</li> <li>▪ 2018년 6월부터 유료아이템 일간 총전 한도를 현재의 3,300만원에서 100만원 이하로 낮추겠다고 발표</li> </ul>
2018년 7월	보건복지부	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 관계부처 합동으로 '국가비만관리 종합대책(2018~2022)' 발표</li> <li>▪ 발표된 세부 계획 중 '먹방' 등 폭식조장 미디어/광고에 대한 가이드라인을 개발할 계획이라는 내용이 포함</li> <li>▪ 해당 부분이 정부의 '먹방' 규제 의지로 비춰지며 논란 발생</li> <li>▪ 보건복지부, 법으로 '먹방' 규제하지 않을 것이라는 입장 발표</li> </ul>
2018년 8월	공정거래위원회	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 유튜브, 아프리카TV, V라이브 등 주요 1인 미디어 서비스 기업의 전자상거래법 준수 여부 관련 실태조사 진행</li> <li>▪ 소비자 청약철회 방해, 유료아이템 환불거부 등 문제 여부 확인</li> <li>▪ 전자상거래법 위반한 일부 기업에 시정명령 · 과징금을 부과할 전망</li> </ul>
2018년 8월	국회 공청회	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 통합방송법은 온라인 동영상 서비스(OTT)나 멀티채널 네트워크(MCN) 등 1인 방송도 '동일서비스 동일규제' 원칙에 따라 규제의 형평성 꾀하자는 논의</li> <li>▪ 방송의 개념을 기획과 편성 및 제작행위로 규정 여부 삭제 논의</li> <li>▪ 지난친 규제로 혁신을 막을 수 있는 거 아니냐는 우려 및 국내/해외 사업자간 역차별 문제 등도 있어 논의 어려움</li> </ul>

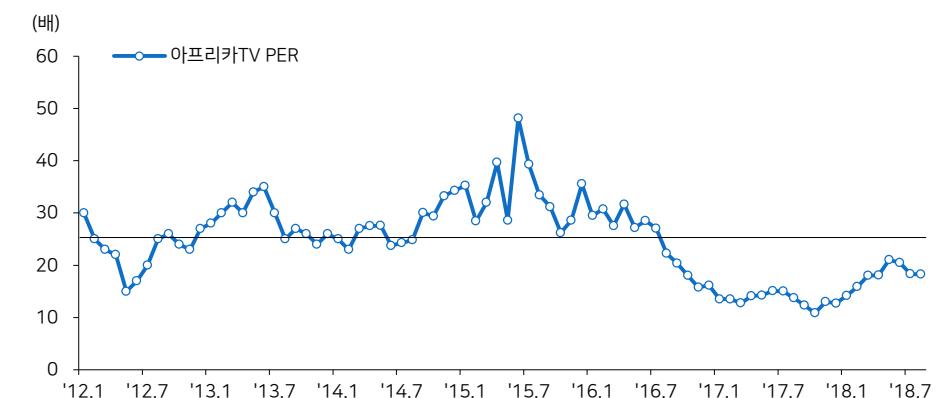
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## Valuation

## 투자의견 Buy, 적정주가 65,000 원 유지

아프리카TV의 역사적 평균 PER은 25배 수준이며 주가는 20~30배 Band Range에서 거래된 바 있다. 1인 미디어, e스포츠 인기, 롱테일기반의 다양한 개인방송에 힘입어 성장세 가속화되고 있다는 점 감안하면 현재 주가 수준은 저평가되어 있다. 글로벌 동영상 플랫폼 기업의 평균 PER은 84배 수준으로 이익으로 밸류에이션 평가하기 힘들며 10.6배의 PSR에서 거래되고 있다는 점 감안시 아프리카TV의 밸류에이션 멀티플은 업사이드 풍부하다. 동사에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 65,000원을 유지한다. 적정주가는 2019F 예상실적 기준 Target PER 25배를 부여하였으며 이는 동사의 과거 평균 PER과 유사하다.

그림71 아프리카TV의 역사적 평균 PER 25배 수준



자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표17 2018E Global Peer Valuation

(십억달러)	시가총액 (8/31)	PER (x)	ROE (%)	매출액	영업이익	순이익
Alphabet	851.9	30.8	10.5	109.8	40.5	36.9
Amazon	981.7	114.8	21.6	234.9	11	13.2
Huya	5.7	118.8	-	0.45	0.04	0.04
Iqiyi	20.7	-	-	25.2	-5.4	-5.9
Neflix	160.1	135.5	-	15.9	1.7	1.4
Afircatv	0.4	19.6	-	0.12	0.03	0.02
<b>글로벌 평균</b>	<b>336.8</b>	<b>83.9</b>	<b>16.1</b>	<b>64.4</b>	<b>8.0</b>	<b>7.6</b>

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표18 동영상 플랫폼의 PSR 비교 – 평균 10.6배

(십억달러)	아프리카TV	유튜브	후야	글로벌 평균
시가총액(기업가치)	0.4	1500	5.7	502.0
2018E 매출액	0.12	120	0.45	40.2
<b>PSR (배)</b>	<b>3.3</b>	<b>12.5</b>	<b>12.7</b>	<b>9.5</b>

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 아프리카 TV(067160)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>79.8</b>	<b>94.6</b>	<b>117.2</b>	<b>137.3</b>	<b>166.5</b>
매출액증가율 (%)	27.0	18.4	23.9	17.2	21.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	79.8	94.6	117.2	137.3	166.5
판매비와관리비	63.8	76.2	91.2	101.0	113.2
<b>영업이익</b>	<b>16.0</b>	<b>18.3</b>	<b>25.9</b>	<b>36.4</b>	<b>53.2</b>
영업이익률 (%)	20.1	19.4	22.1	26.5	32.0
금융수익	-1.5	0.2	1.3	1.0	1.1
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	-0.4	-0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	12.8	18.1	26.1	37.2	53.8
법인세비용	2.8	3.4	3.8	4.7	6.4
<b>당기순이익</b>	<b>10.1</b>	<b>14.7</b>	<b>21.3</b>	<b>30.0</b>	<b>41.8</b>
지배주주지분 순이익	10.2	14.7	21.4	30.2	41.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>21.5</b>	<b>21.3</b>	<b>34.6</b>	<b>26.3</b>	<b>43.3</b>
당기순이익(손실)	10.1	14.7	21.3	30.0	41.8
유형자산감가상각비	2.1	2.6	3.3	2.8	2.2
무형자산상각비	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	1.8	1.9	-5.8	0.8	1.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-18.8</b>	<b>-11.5</b>	<b>-11.3</b>	<b>-11.5</b>	<b>-11.7</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.4	-4.4	-3.9	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-3.8	-0.1	-0.7	-0.7	-0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.3</b>	<b>-7.2</b>	<b>-7.2</b>	<b>-7.2</b>
차입금증감	-2.1	0.0	5.3	0.3	0.3
자본의증가	4.9	3.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-0.6	6.5	16.5	21.8	31.5
기초현금	17.1	16.6	23.0	39.5	61.3
기말현금	16.6	23.0	39.5	61.3	92.8

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>50.2</b>	<b>63.4</b>	<b>91.6</b>	<b>121.4</b>	<b>155.9</b>
현금및현금성자산	16.6	23.0	39.5	61.3	92.8
매출채권	3.5	3.2	30.8	37.8	39.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>33.2</b>	<b>40.1</b>	<b>44.9</b>	<b>49.4</b>	<b>54.8</b>
유형자산	12.1	13.9	14.6	15.3	16.1
무형자산	2.8	2.4	2.7	3.1	3.6
투자자산	13.8	13.8	16.7	20.1	24.2
<b>자산총계</b>	<b>83.4</b>	<b>103.4</b>	<b>125.1</b>	<b>156.9</b>	<b>193.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>26.1</b>	<b>33.3</b>	<b>33.6</b>	<b>33.9</b>	<b>34.1</b>
매입채무	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
단기차입금	0.0	0.0	5.3	5.6	5.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>26.1</b>	<b>33.3</b>	<b>33.6</b>	<b>33.9</b>	<b>34.1</b>
자본금	5.4	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	37.9	41.2	41.2	41.2	41.2
기타포괄이익누계액	-1.3	-0.9	-4.7	-4.7	-4.7
이익잉여금	16.7	28.5	49.9	76.7	112.9
비지배주주지분	0.1	0.4	0.6	0.3	0.1
<b>자본총계</b>	<b>57.3</b>	<b>70.1</b>	<b>91.5</b>	<b>123.0</b>	<b>159.3</b>

### Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	7,498	8,643	10,293	11,945	14,480
EPS(지배주주)	962	1,348	1,883	2,625	3,648
CFPS	1,989	2,087	2,516	3,152	4,196
EBITDAPS	1,760	1,934	2,590	3,431	4,838
BPS	5,266	6,163	7,916	10,673	13,853
DPS	290	380	380	380	380
배당수익률(%)	1.2	2.0	1.0	1.0	1.0
(Valuation(Multiple))					
PER	25.6	14.2	20.3	14.6	10.5
PCR	12.4	9.2	15.2	12.1	9.1
PSR	3.3	2.2	3.7	3.2	2.6
PBR	4.7	3.1	4.8	3.6	2.8
EBITDA	18.7	21.2	29.5	39.4	55.6
EV/EBITDA	12.9	8.7	13.4	9.5	6.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	19.6	23.2	26.7	28.2	29.7
EBITDA 이익률	23.5	22.4	25.2	28.7	33.4
부채비율	45.6	47.5	36.7	27.5	21.4
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	573.8		7,952.0		
매출채권회전율(X)	20.7	28.1	6.9	4.0	4.3
재고자산회전율(X)	-	-	-	-	-

Industry Brief  
2018. 9.3

▲ 인터넷/게임  
Analyst 김동희  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr

넵튠 217270

## 'MCN, e 스포츠'에 투자하고 싶다면?

- ✓ 넵튠은 2012년 한게임, NHN엔터테인먼트 출신의 정욱 대표에 의해 설립된 국내 캐주얼게임사. 대표 게임은 '라인퍼즐탄탄'과 '프렌즈사천성 for Kakao'
- ✓ 포트폴리오 다각화를 위한 투자 진행하며 실적은 과도기. 2018년 하반기부터 약 10개의 신작 타이틀 준비하고 있어 영업 텐어라운드에 주목
- ✓ 또한, 국내 대표 MCN 샌드박스와 e스포츠 에이전시 '콩두컴퍼니' 투자를 통해 투자자산의 가치 부각. 참고로 동사의 보유 투자자산 가치는 약 2,000억원

## Not Rated

적정주가 (12개월)	
현재주가 (8.31)	12,600원
상승여력	-
<b>주요지수(%)</b>	
정욱 외 6 인	44.1
카카오게임즈	11.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.2	-19.5	19.4
상대주가	15.0	-15.5	-3.8

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	10.0	2.9	3.1	315	-169.3	1,776	31.9	5.7	1.9	23.4	18.3
2016	18.3	-3.1	-3.6	-207	-177.7	2,281	-39.6	3.6	-89.1	-10.2	23.0
2017	20.5	-8.6	33.9	1,801	-846.2	4,464	8.2	3.3	-43.5	54.2	33.8

## MCN, e 스포츠에 투자하고 싶다면?

동사의 주요 투자자산은 블루홀 1,300억원(지분율 2.3%), 샌드박스 111억원(23.9%), 콩두컴퍼니 92억원(26.4%) 등 총 2,000억원으로 동사 시가총액 2,617억원 대비 약 77%에 해당된다. 국내 e스포츠 및 MCN 시장의 성장성과 그에 적합한 투자안으로 넵튠에 대한 긍정적 관심 필요하다.

표19 네툰의 매도가능증권 보유내역

법인명	출자목적	지분율 (%)	장부가액 (십억원)
HCN게임즈	우수개발인력 및 게임라인업 확보	100.0	26.8
블루홀	우수개발인력 및 게임라인업 확보	2.3	57.3
타이곤모바일	우수개발인력 및 게임라인업 확보	13.3	0.3
샌드박스	MCN사업 진출	23.9	12.1
콩두컴퍼니	e스포츠 사업 진출	26.4	9.5
기타	우수개발인력 및 게임라인업 확보	-	21.1
<b>합계</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>127.1</b>

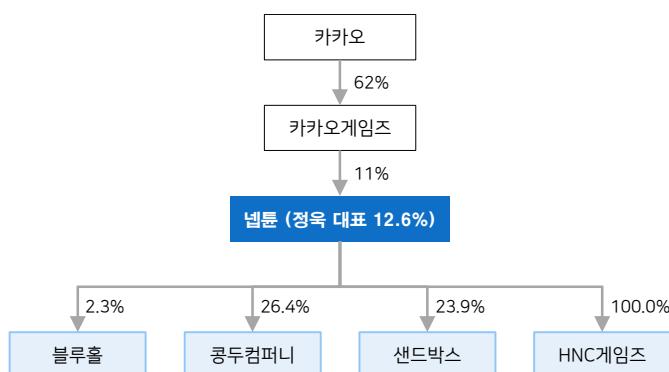
자료: 네툰, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 신작라인업 – 약 10 종의 신규게임 준비

게임명	장르	출시시점	지역
프렌즈스타워	퍼즐	3Q18	한국
R프로젝트	전략 RPG	3Q18	일본
프렌즈대작전	디펜스	4Q18	한국
Shin-chan	퍼즐	4Q18	일본/중국
블랙서바이벌	MOBA	4Q18	중국
프로야구	스포츠	4Q18	해외
Real Casino Renewal	소셜카지노	4Q18	글로벌
Vegas Tower Mobile	소셜카지노	4Q18	글로벌
Jackpot Paradise	소셜카지노	4Q18	글로벌
Hit7 Casino	소셜카지노	4Q18	글로벌
프로젝트 NBT	소셜카지노	4Q18	글로벌
Epic Slots	소셜카지노	4Q18	글로벌
프로젝트 차이나	소셜카지노	4Q18	글로벌

자료: 네툰, 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 네툰의 지분구조



자료: 네툰, 메리츠증권증권 리서치센터

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

