

2019.5.2



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 75,000 원

현재주가 (4.30) 63,900 원

상승여력 17.4%

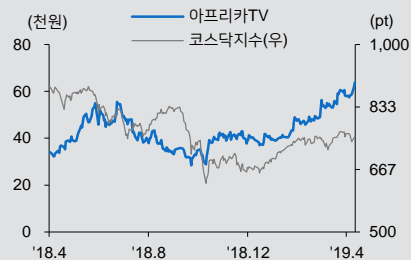
KOSDAQ	754.74pt
시가총액	7,345억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.51%
외국인비중	35.42%
52주 최고/최저가	63,900원/28,450원
평균거래대금	95.7억원

주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 3인	25.56
국민연금	7.67
제이에프 에셋 매니지먼트 외 2인	6.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.8	99.1	84.7
상대주가	12.9	69.9	114.3

주가그래프



아프리카TV 067160

이보다 더 좋을 순 없다

- ✓ 1Q19 실적, 3분기 연속 어닝서프라이즈, 결제자수와 객단가의 상승
- ✓ 콘텐츠 다변화로 트래픽 증가, ARPPU 같이 상승하는 선순환 국면 진입
- ✓ 국내 동영상 시장 성장의 유일한 투자안, 적정주가 7.5만원으로 상향 조정

1Q19 어닝서프라이즈 달성

1Q19 매출액과 영업이익은 각각 381억원(+36.4% YoY), 90억원(+48.9% YoY) 기록하며 당사 추정치(매출액 383억원, 영업이익 89억원)에 부합하는 호실적 달성하였다.

또 한번의 어닝서프라이즈 달성 이유는 1) P(객단가)와 Q(방문자수)가 동시에 증가, 1월 아시안컵과 롤챔스코리아(LCK) 개막으로 방문자수 6% QoQ 증가, 분기 ARPPU 역시 5% QoQ 증가한 11만원 수준으로 추정된다. 2) 콘텐츠 광고매출 성장이 고무적인데, 성형외과, 스포츠, 낚시, 의류 등 다양한 분야에서 스폰서십 기반의 광고 모델 시도하고 있으며 성장세 지속 강화된다. 3) 그 밖에도 3월 프리캣 출시 등 숏클립 강하고 있으며 e스포츠 기반의 오리지널 콘텐츠 제작하며 플랫폼 사업자로의 영향력 확대된다. 한편 기타 광고 매출액은 BR캠페인 연결효과로 60.9% QoQ 증가하였다.

영업이익률 역시 외형 확대로 23.6% 기록하며 2.0%p YoY 향상되었다. 주요 영업비용은 인건비 97억원(+34.7% YoY), 지급수수료 47억원(+9.3% YoY), BJ지원금 17억원(-6.2% YoY), 콘텐츠제작비 14억원(-1.7% YoY) 등이었으며 전분기 발생한 BJ대상과 지스타 관련비용은 제거되었다.

투자의견 Buy, 적정주가 7.5만원으로 상향

2019년 매출액과 영업이익은 각각 1,641억원(+29.6% YoY), 425억원(+56.8% YoY)으로 추정하며 콘텐츠 다변화로 트래픽 증가, ARPPU가 같이 상승하는 선순환 국면에 진입하였다. 동영상은 인터넷 서비스 카테고리 중 하나가 아니라 온라인 콘텐츠 소비의 지배적 수단이다. 동영상 시장에서 개인생방송 플랫폼으로의 경쟁력 강화되고 있어 대표 동영상 기업, 아프리카TV에 대한 적극적 비중확대 필요하다. 참고로 적정주가 7.5만원의 2019년 Target PER은 23.5배 수준으로 동사의 역사적 평균 밸류에이션 반영하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018	126.6	27.1	21.6	1,894	39.9	8,041	20.8	4.9	13.1	26.6	69.6
2019E	164.1	42.5	36.3	3,153	67.5	11,509	20.3	5.6	13.5	32.3	25.7
2020E	201.2	62.1	51.0	4,434	40.8	15,587	14.4	4.1	9.2	32.7	19.3
2021E	238.4	86.1	69.8	6,070	37.0	21,354	10.5	3.0	6.1	32.9	14.3

표1 아프리카TV의 1Q19 실적, 어닝서프라이즈 기록

(십억원)	1Q19P	1Q18	% YoY	4Q18	% QoQ	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	38.1	27.9	36.4%	37.3	2.1%	38.3	-0.5%	36.5	4.4%
아이템	27.9	23.2	20.0%	27.5	1.4%	27.9	-0.1%	-	-
광고	7.5	3.7	101.8%	7.1	5.0%	7.5	-0.1%	-	-
멀티플랫폼	1.6	0.7	136.8%	1.4	15.0%	1.6	-	-	-
기타	1.1	0.3	275.2%	1.3	-12.8%	1.3	-15.0%	-	-
영업이익	9.0	6.0	48.9%	7.5	19.8%	8.9	1.2%	8.5	5.9%
세전이익	9.7	7.0	37.6%	7.4	31.4%	9.9	-2.2%	-	-
지배순이익	7.8	5.8	34.4%	6.2	26.1%	8.3	-6.5%	7.3	6.4%
영업이익률	23.6%	21.6%	2.0%	20.1%	3.5%	23.2%	0.4%	23.3%	0.3%
순이익률	20.4%	20.7%	-0.3%	16.5%	3.9%	21.7%	-1.3%	20.0%	0.4%

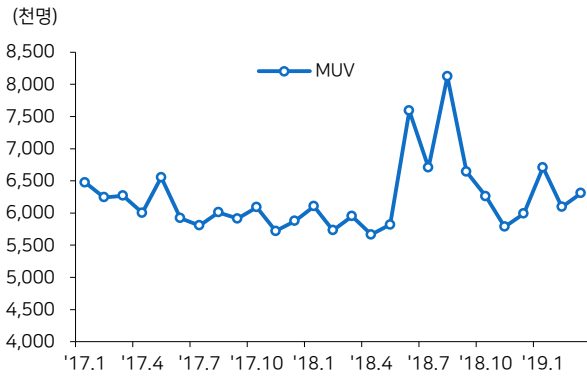
자료: 아프리카TV, Wifefn, 메리츠증권 리서치센터

표2 아프리카TV의 분기별 실적 - 꾸준한 성장세 시현할 것

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	27.9	29.0	32.4	37.3	38.1	40.0	41.8	44.3	94.6	126.6	164.1
아이템	23.2	23.9	25.6	27.5	29.1	30.6	32.2	34.1	79.2	100.3	126.0
광고	3.7	3.7	4.7	7.1	5.9	6.5	6.8	7.2	13.7	19.3	26.5
멀티플랫폼	0.7	0.9	1.3	1.4	1.8	1.9	1.9	1.9	0.9	4.3	7.5
기타	0.3	0.4	0.8	1.3	1.3	0.9	0.9	1.0	0.7	2.7	4.1
영업비용	21.9	22.8	25.0	29.8	29.1	29.9	30.5	32.0	76.2	99.5	121.6
인건비	7.2	7.1	7.5	7.5	9.7	9.9	10.1	10.3	25.2	29.2	40.0
지급수수료	4.3	4.4	4.8	6.1	4.7	4.8	5.0	5.1	14.5	19.6	19.7
과금수수료	2.2	2.3	3.1	3.8	3.8	3.9	4.0	4.2	7.6	11.5	15.9
회선사용료	2.2	2.3	2.4	2.0	2.4	2.5	2.5	2.6	6.8	8.9	10.0
BJ지원금	1.8	1.9	1.6	1.8	1.7	2.0	2.5	2.6	5.4	7.1	8.8
콘텐츠제작비	1.4	1.8	1.7	3.3	1.4	1.8	2.0	3.5	4.8	8.1	8.7
유무형감가상각비	0.2	0.3	0.3	1.3	1.6	0.3	0.3	0.3	0.8	2.1	2.5
지급임차료	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.9	2.6	3.5
광고선전비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.7	1.2	0.4	2.2
기타	1.7	2.0	3.0	3.3	2.8	3.2	2.5	1.8	8.0	9.9	10.3
영업이익	6.0	6.1	7.4	7.5	9.0	10.0	11.2	12.2	18.3	27.1	42.5
세전이익	7.0	5.5	8.3	7.4	9.7	10.9	12.1	12.9	18.1	28.2	45.5
지배순이익	5.8	4.7	6.6	5.9	7.8	8.6	9.6	10.3	14.7	23.0	36.2

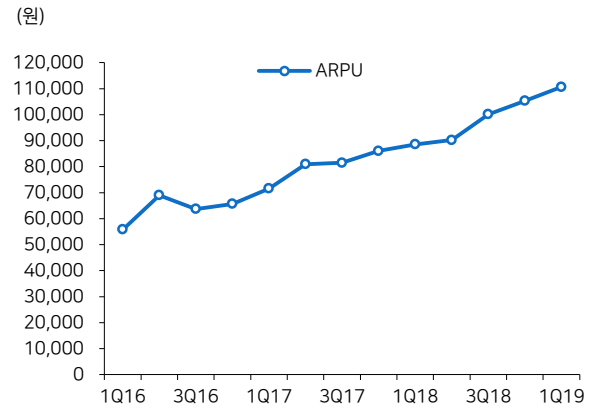
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q19 아프리카TV 평균 방문자수 631만명 기록



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

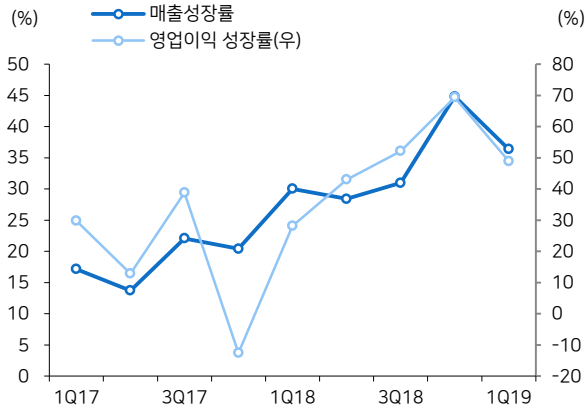
그림2 견조한 ARPPU -1Q19 5% QoQ 증가



주: ARPU는 분기 매출액/MUV로 계산한 값

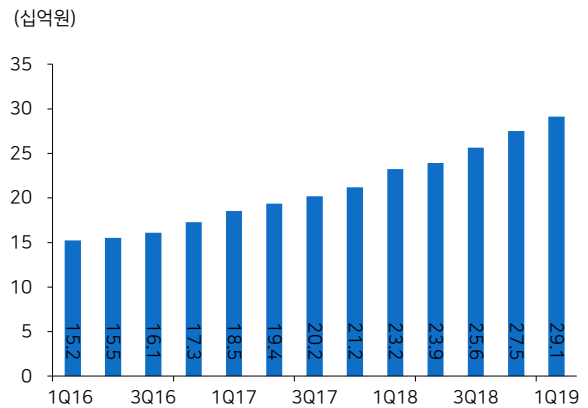
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 분기 매출/영업이익 성장률 확대국면



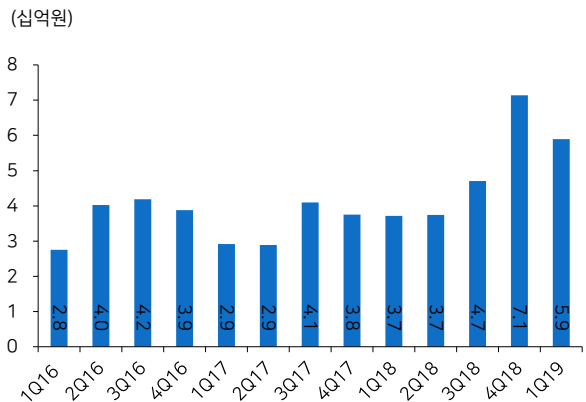
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 아이템(별풍선) 매출 추이



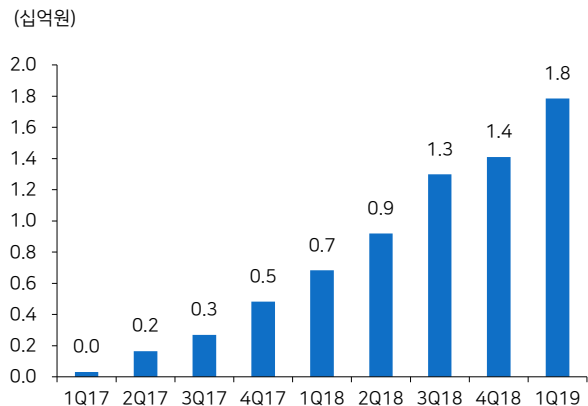
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 광고 매출 추이



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 멀티플랫폼(오픈스튜디오) 매출 추이



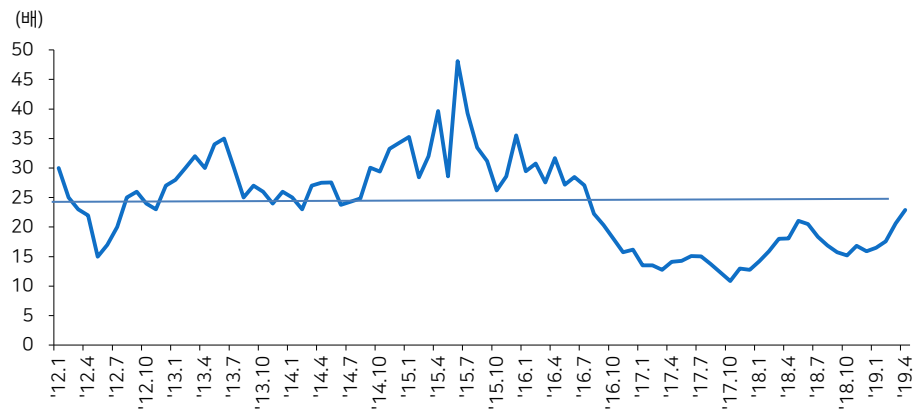
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 실적추정치 조정내용

(단위:십억원, 원)		2019E	2020E	2021E
매출액	수정후	164.1	201.2	238.4
	수정전	158.0	188.3	223.2
	% diff	3.9%	6.8%	6.8%
영업이익	수정후	42.5	62.1	86.1
	수정전	37.8	55.0	76.4
	% diff	12.5%	12.9%	12.7%
지배순이익	수정후	36.2	51.0	69.8
	수정전	31.7	42.9	59.5
	% diff	14.2%	18.8%	17.2%

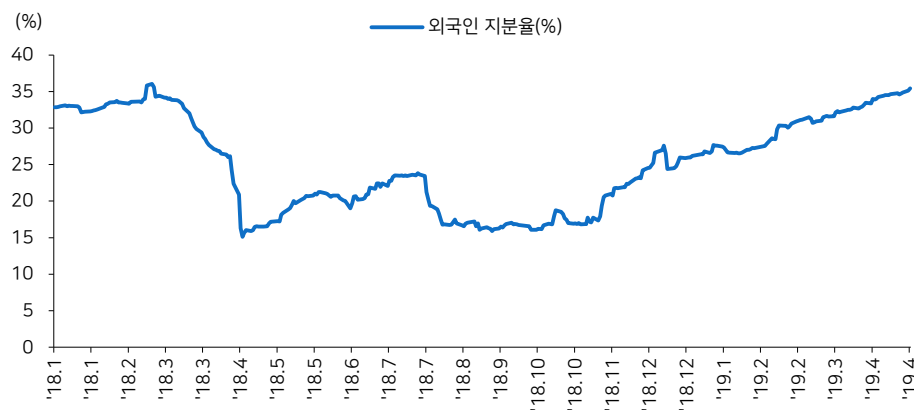
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림7 아프리카TV Historical 평균 PER은 23.8배



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 아프리카TV 외국인 지분율, 최근 6개월 동안 18.3%p 증가



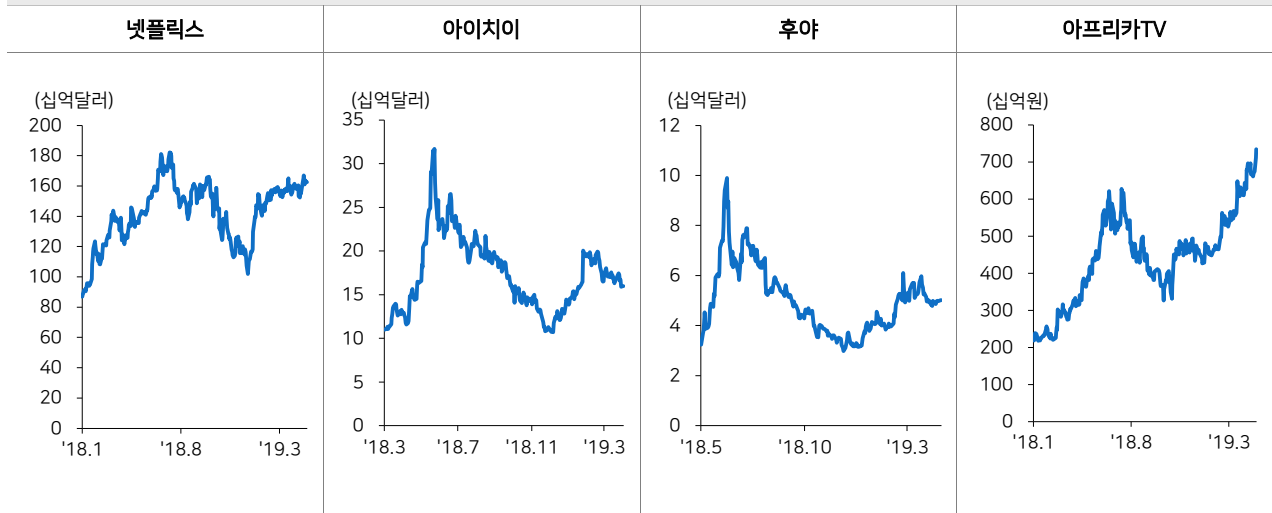
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 Global Peer Valuation – 글로벌 동영상 기업의 평균 PSR 7.6배 수준

십억원, 억달러, 배	아프리카TV	유튜브	후야	글로벌 평균
시가총액(기업가치)	6.8	1,000.0	50.0	352.3
2019E 매출액	1.5	120.0	5.0	42.2
2019E PSR	4.5	8.3	10.0	7.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 동영상 기업들의 시가총액 추이 비교 – 2019년 평균 47% 상승



주: 아이치이는 2018년 3월 상장, 후야는 2018년 5월 상장

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q e스포츠 시장의 성장성 전망은? ?

- A** ■ 최근 BJ 멸망전 통해 오리지널 콘텐츠 강화. 올해 여름에는 아프리카 프리스의 성과도 기대하고 있음

Q 오픈스튜디오 현황과 전망은? VOD 강화하는 사업의 진행 속도?

- A** ■ 1분기 현재 12개점 운영하고 있으며 2분기 광주와 제주도 오픈 통해 14개까지 확대 계획

Q Paying User와 ARPPU 지속 상승중인데 이유?

- A** ■ 1분기 페잉유저는 3.6% QoQ 증가. ARPPU 역시 5% QoQ 상승
- 건강한 기부경제선물의 상승이 이루어지고 있음
- 지속적인 콘텐츠 다변화와 플랫폼 다변화했던 노력, 새로운 콘텐츠들이 생기면서 팬클럽의 Paying 커지고 있으며 새로운 유저 유입시키려는 노력하고 있음

Q 2분기 광고 전망?

- A** ■ 더 많은 서비스 확대 될수록 광고주 확대될 것. 게임사들은 중요한 광고주인데 게임사업만 별도로 하는 본부 통해 콘텐츠와 광고 협력 같이 하고 있음
- 내부적으로 광고 사업은 따로 하나 게임만 유일하게 같이 하고 있어서 콘텐츠 제휴 통한 광고까지 같이 진행하고 있음
- 2분기 신규게임 출시하면 더 많은 기회 있을 것

Q 브랜드 콘텐츠 광고 사업 업데이트. 1분기 수주금액?

- A** ■ 전체 광고 매출 59억에서 콘텐츠 광고가 29억, 플랫폼 광고 18억원, 기타 11억 원 정도임, 브랜드 콘텐츠 광고 매출에 게임 리그 매출 포함되어 있음
- 1분기 수주금액은 공개 안함

Q 아이템 매출 3월에 증가한 이유?

- A** ■ 3월에 특별한 이벤트 있었다기 보다는 1~3월 전반적으로 증가하는 추세
- 스포츠 관련해서 딜라이브가 길거리농구 대회, 낚시도 낚시대회 후원하는 등 각 사업본부가 콘텐츠광고에 대한 사업하고 있음. 작년에 인수한 오디오 광고 대행사 및 랩사 하고 있는 BR캠페인과 함께 콘텐츠광고 시도 병행하고 있음

Q 콘텐츠 광고매출 증가 고무적, 주로 어떤 광고주들이 있나?

- 성형외과, 스포츠, 낚시, 의류 등 다양한 분야에서 스폰서쉽 기반의 광고 시도 중. 당사의 BJ, 제휴, 게임, 광고, 오디오 사업부 모두 각각 콘텐츠 광고에 대한 시도 진행

Q e스포츠 사업 관련 글로벌 전망?

- 해외 파트너사들과 해외경기. 배틀그라운드 멸망전에 8등까지 한일전 온라인경기 예정되어 있는데 글로벌대회가 규모가 크진 않지만 자체리그가 글로벌로 확장되는 콘텐츠적인 시도 있을 것임
- e스포츠 역량이 보유 선수나 플랫폼 유저들 포함해서 최근에 일본에서 리그 기획제작도 의뢰받은적 있음. e스포츠 자체 리그 제작에 있어서는 뛰어난 역량 갖고 있어서 해외로 확장하면서 해외파트너사랑 협력 기회도 있음
- 서울시와의 e스포츠 경기장 문제는 서울시 자산을 좀더 가치있게 활용도 높이는 측면에서 '프릭업'이라는 사업장에서 e스포츠 사업을 꽤 오랫동안 해왔기 때문에 그 공간이 충분하게 활용되지 않고 있어서 입찰 참여.

Q BJ콘텐츠 활용한 미디어 커머스 사업 확장 계획은?

- A**
- 커머스 영역이 국내 환경 고려하면 쉽게 접근할 수 있는 부분은 아님
 - 애드벌룬이라는 광고상품 존재하며 커머스 염두에 둔 포석. 애드버룬의 성장률 추후 공개할 것

Q 프리캐트의 VOD 사업 진행 상황과 전략?

- A**
- VOD 사업은 유튜브가 글로벌 시장지배력 갖고 있어 본사업은 콘텐츠 확보 구조 개선하고 프리캐트 통해 VOD 기능적 부분 보완하고자 함. 현재는 프리캐트는 별도 앱으로 다운로드라는 허들 존재하며 업로드할 편집 영상 확보에도 시간 걸려, 3분기 VOD 사업은 리뉴얼 통해 가속화될 것

Q 1분기 방문자수 반등 이유는?

- A**
- 1분기 아시안컵과 롤챔스코리아 개막에 근거

Q 올해 인력 가이드نس?

- A**
- 올해 10~30% 인력 충원 계획하며 작년말 480명이며 1분기 현재 520명으로 연말까지 550명 계획하고 있음. 참고로 1분기 신입공채로 상당수 채용

아프리카 TV(067160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	94.6	126.6	164.1	201.2	238.4
매출액증가율 (%)	18.4	33.9	29.6	22.6	18.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.6	126.6	164.1	201.2	238.4
판매비와관리비	76.2	99.5	121.6	139.1	152.4
영업이익	18.3	27.1	42.5	62.1	86.1
영업이익률 (%)	19.4	21.4	25.9	30.9	36.1
금융수익	0.3	0.3	1.5	2.8	4.5
종속/관계기업관련손익	-0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.1	26.6	44.0	64.9	90.5
법인세비용	3.4	5.3	9.2	14.4	19.7
당기순이익	14.7	21.3	36.1	50.8	69.6
지배주주지분 순이익	14.7	21.6	36.3	51.0	69.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	21.3	38.8	32.4	52.4	71.2
당기순이익(손실)	14.7	21.3	36.1	50.8	69.6
유형자산감가상각비	2.6	3.7	6.2	4.5	3.2
무형자산상각비	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	1.9	6.8	6.1	8.8	12.8
투자활동 현금흐름	-11.5	-26.6	-12.2	-12.4	-12.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.4	-13.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-5.1	-0.9	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	-3.3	0.6	-7.2	-7.2	-7.2
차입금증감	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
자본의증가	3.5	7.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	6.5	12.7	63.0	39.8	58.2
기초현금	16.6	23.0	35.7	55.0	94.8
기말현금	23.0	35.7	55.0	94.8	153.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	63.4	95.8	105.9	148.2	209.1
현금및현금성자산	23.0	35.7	55.0	94.8	153.0
매출채권	3.2	7.6	11.0	15.9	23.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	40.1	61.7	45.4	49.8	55.4
유형자산	13.9	25.1	26.3	27.7	29.0
무형자산	2.4	8.1	3.1	3.6	4.1
투자자산	13.8	18.3	5.7	8.3	12.0
자산총계	103.4	157.5	165.5	211.1	275.5
유동부채	33.3	64.3	33.9	34.1	34.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
단기차입금	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.3	0.4	0.6	0.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	33.3	64.7	33.9	34.1	34.4
자본금	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	41.2	48.2	48.2	48.2	48.2
기타포괄이익누계액	-0.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	28.5	46.9	90.1	153.8	244.5
비지배주주지분	0.4	0.5	-0.6	-2.2	-4.4
자본총계	70.1	92.9	131.7	177.0	241.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,643	11,124	14,276	17,502	20,743
EPS(지배주주)	1,348	1,894	3,153	4,434	6,070
CFPS	2,087	2,915	4,669	6,151	8,134
EBITDAPS	1,934	2,736	4,289	5,837	7,805
BPS	6,163	8,041	11,509	15,587	21,354
DPS	380	470	470	470	470
배당수익률(%)	2.0	1.2	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	20.8	20.3	14.4	10.5
PCR	9.2	13.5	13.7	10.4	7.9
PSR	2.2	3.5	4.5	3.7	3.1
PBR	3.1	4.9	5.6	4.1	3.0
EBITDA	21.2	31.1	49.3	67.1	89.7
EV/EBITDA	8.7	13.1	13.5	9.2	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.2	26.6	32.3	32.7	32.9
EBITDA 이익률	22.4	24.6	30.0	33.4	37.6
부채비율	47.5	69.6	25.7	19.3	14.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		3,668.8	1,286.4	1,879.4	2,603.6
매출채권회전율(x)	28.1	23.5	17.7	15.0	12.2
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 5 월 02 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 5 월 02 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 5 월 02 일 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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1 년

