

2020. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 95,000 원

현재주가 (2.12) 61,400 원

상승여력 54.7%

KOSDAQ 686.59pt

시가총액 7,058억원

발행주식수 1,149만주

유동주식비율 69.54%

외국인비중 35.39%

52주 최고/최저가 82,700원/43,300원

평균거래대금 110.5억원

주요주주(%)

세인트인터넷네셔널 외 4 인 25.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	3.9	41.6
상대주가	8.3	-10.1	50.7

주가그래프



아프리카TV 067160

성장은 지속된다

- ✓ 4Q19 실적, 클린화 작업으로 기부경제 매출 감소하며 예상수준
- ✓ 2020년에도 매출 15~20% 성장, 영업이익률 20%, 광고매출의 경우 전년과 유사한 50% 수준의 성장 목표. 1Q20 기부경제 매출의 회복, 2020년 선거/올림픽 등의 트래픽 증가 이벤트, 잔존율/로그인유저 비중 확대, 광고플랫폼으로 성장성 지속될 것으로 추가조정은 언제나 비중확대의 기회
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 95,000원 유지

4Q19 실적, 예상대로 부진

4Q19 매출액과 영업이익은 각각 434억원(+16.2% YoY), 73억원(-3.0% YoY) 기록하며 당사 추정치(매출액 438억원, 영업이익 71억원)에 대체로 부합하였다. 부문별 매출액은 플랫폼 321억원(+16.7% YoY), 광고 87억원(+21.4% YoY), 멀티플랫폼 20억원(+40.3% YoY), 기타 6억원을 기록하였다. 기부경제 매출액은 별풍선강, 아이템 결제 대손율 감소를 위한 RM(리스크 매니지먼트), 카카오페이 PG사 변경 등의 이슈가 발생하며 일시적으로 감소하였다. 광고 매출액은 21.4% QoQ 증가한 86억원을 기록하였는데 플랫폼 광고는 16억원(-28.4% QoQ)으로 다소 부진했지만 콘텐츠광고가 48억원(+17.7% QoQ)으로 양호하였다. 영업이익률은 16.8%로 3.3%p YoY 하락하였는데 지스타/BJ어워드 등의 이벤트 비용 24억원, 프릭스 재계약/콜로세움(잠실) e스포츠 전용경기장 리모델링 비용 등 8~9억원의 일회성 비용 발생 때문이다.

1Q20 실적은 완벽히 회복 전망

1Q20 매출액과 영업이익은 455억원(+4.9% QoQ), 103억원(+41.6% QoQ)으로 전분기 기부경제 매출의 부진을 완벽히 회복한다. 별풍선, 구독 등의 매출 꾸준히 성장하고 있으며 비게임 콘텐츠형 광고수주도 확대되고 있어 긍정적이다. 1Q20 기부경제 매출의 회복, 2020년 선거/올림픽 등의 트래픽 증가 이벤트, 잔존율/로그인유저 비중 확대, 광고플랫폼으로 성장성 지속될 것으로 추가조정은 언제나 동사에 대한 비중확대 기회이다.

주주환원 정책도 긍정적

동사는 2019년 주당 550원, 총 60억원의 배당과 30억원 규모의 자기주식취득을 발표하였다. 주주가치 제고를 위한 노력 꾸준히 전개하고 있다는 점도 긍정적이다.

(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	13.0	26.6	69.6
2019P	167.9	36.7	34.2	2,973	52.9	10,794	22.0	6.1	15.0	31.6	26.7
2020E	199.1	48.6	39.3	3,416	18.4	13,742	18.0	4.5	11.2	27.8	21.3
2021E	227.7	61.2	46.0	3,998	17.2	17,283	15.4	3.6	9.0	25.8	17.1

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	43.4	37.3	16.2%	44.8	-3.3%	43.8	-1.0%	45.4	-4.5%
아이템	32.1	27.5	16.7%	33.8	-5.1%	32.3	-0.7%		
광고	8.7	7.1	21.4%	8.0	7.9%	8.3	4.4%		
멀티플랫폼	2.0	1.4	40.3%	2.0	1.1%	2.2			
기타	0.6	1.3	-49.5%	1.0	-37.0%	1.1	-41.7%		
영업이익	7.3	7.5	-3.0%	10.8	-32.3%	7.1	2.7%	8.6	-15.2%
세전이익	6.9	5.8	19.6%	11.8	-41.5%	7.9	-12.7%		
지배순이익	7.3	4.3	70.1%	9.0	-19.4%	6.0	20.9%	7.0	3.6%
영업이익률	16.8%	20.1%	-3.3%p	24.0%	-7.2%p	16.2%	0.6%p	18.9%	-2.1%p
순이익률	16.7%	11.4%	5.3%p	20.1%	-3.3%p	13.7%	3.0%p	15.4%	1.3%p

	별풍선 10개 1,100원	구매하기		별풍선 30개 3,300원	구매하기
	별풍선 50개 5,500원	구매하기		별풍선 100개 11,000원	구매하기
	별풍선 300개 33,000원	구매하기		별풍선 500개 55,000원	구매하기
 별풍선 매일 자동충전 송신기간과 별풍선 개수는 설정하면 편하게 자동으로 별풍선 발송을 송신해드립니다.				신청하기	

●●● 아프리카TV **별풍선 최고가 ★최고65%*** 구매 합니다 ●●● [24시간 삽니다]

[판매] [상업](#) ●

→ → → → → ○ **별풍선 50원** 삽니다 별풍선 ◀ ← ← ← ← ← [판매] ●

■ □ ■ □ **별풍선 50%** 삽니다 ♥♥ **별풍선 ♥♥** 랑귀트켓24시 ■■■ □ ■ □ [판매] ●

스토브 캐시 토아 캐시 로스트아크 캐시 패이레터 65% 수당 관계없이 삽니다!!

[판매] ●

★ 중니최고가 정 책/미 날★ **별풍선** 갱당 67% 무한매일 ★ [24시간매일] ➡ 달
입금 ➡ 정식인증업체 [판매] [완전](#) ●

●●●●● 아프리카TV **별풍선** 전부 갱당최고60원까지 삽니다!!!!!!!

●●●●● [판매] [안전](#) ●

★아프리카TV - **별풍선**[선물식] 갱당 40원 (소량/대량) 무제한 매입합니다! [판매] ●

환이★아프리카TV **별풍선** 최고 60% 구매합니다 ★24시 빠른상담 ★최고가구매★

[판매] [안전](#) ●

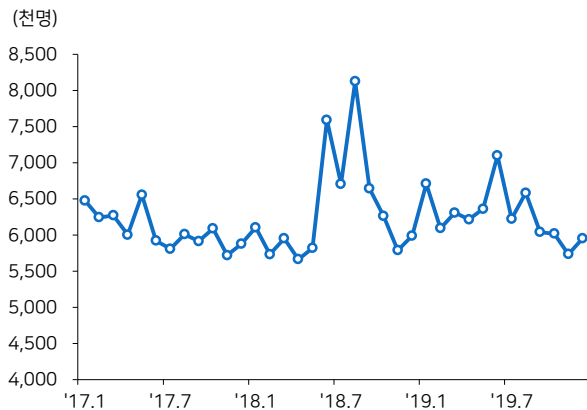
일자	내용
2019.3	▪ 아프리카TV, 별풍선강과 관련 비정상적인 서비스 이용을 경기남부청 사이버팀에 사안을 먼저 의뢰
2019.9.2-2019.12.10	▪ 경찰청, 아프리카TV에서 '별풍선'을 판매하는 '별풍선강' 등 사이버범죄자 25명(업자 16명, BJ 9명) 검거
2020.1.1	▪ 경찰청, 인터넷 개인방송에서의 불법행위에 대한 집중단속 결과 발표 ▪ 검거된 업자들의 대부분 거래는 상품권 등 소액결제를 통하여 거둬들인 전체 수익 59억원
2020.1.2	▪ 아프리카TV, 비정상적으로 서비스를 이용하는 행위 이용제재 또는 환전정지 등의 조치 중 ▪ 소액결제를 통한 자금유통 범행이 적발된 이들에 대해 영구 정지 조치

표3 아프리카TV 분기별 실적 - 2020년 1분기부터 완벽히 회복할 것

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	38.1	41.6	44.8	43.4	45.5	48.5	51.1	54.1	126.6	167.9	199.1
아이템	29.6	33	33.8	32.1	33.6	35.7	37.9	40.2	100.3	128.5	147.4
광고	5.9	6.2	8.0	8.7	9.1	9.9	10.4	11.0	19.3	28.8	40.4
멀티플랫폼	1.8	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2	2.0	2.1	4.3	7.6	8.4
기타	0.9	0.5	1.0	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	2.7	3.0	2.9
영업비용	29.0	32.0	34.1	36.1	35.1	36.6	38.1	40.7	99.5	131.1	150.6
인건비	9.7	9.6	9.9	9.9	10.1	10.3	10.4	10.6	29.2	39.1	41.4
지급수수료	4.7	5.0	4.4	4.3	4.4	4.5	4.5	4.6	19.6	18.3	18.0
과금수수료	3.8	4.1	4.2	4.0	4.2	4.3	4.4	4.5	11.5	16.2	17.4
회선사용료	2.4	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	8.9	9.3	10.1
BJ지원금	1.7	2.1	0.9	1.1	1.6	2.0	2.0	2.1	7.1	5.8	7.7
콘텐츠제작비	1.4	2.9	2.8	2.1	2.5	2.6	2.7	2.7	8.1	9.3	10.5
유무형감가상각비	2.3	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	4.0	10.7	11.7
지급임차료	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.6	0.4	0.3
광고선전비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.8
기타	2.8	3.1	6.4	9.1	6.9	7.3	8.4	10.1	8.1	21.4	32.7
영업이익	9.1	9.6	10.8	7.3	10.3	11.8	13.0	13.4	27.1	36.7	48.6
세전이익	9.7	13.5	11.8	6.9	11.0	12.5	13.7	14.2	26.6	41.9	51.4
지배순이익	7.8	10.2	9.0	7.3	8.4	9.6	10.5	10.8	21.6	34.2	39.3

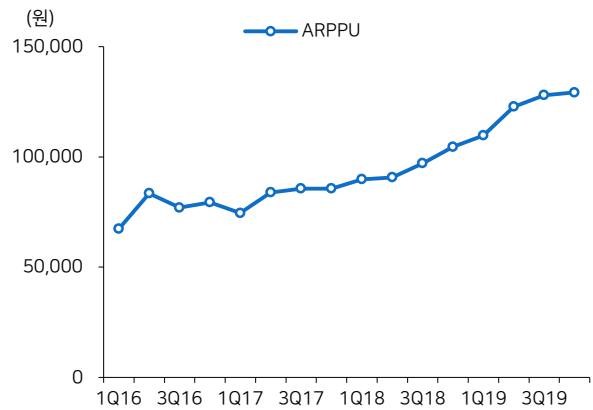
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 아프리카TV MUV, 600~700만명 기준함



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 아프리카TV ARPPU 꾸준히 성장



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

아프리카TV 컨퍼런스콜 Q&A

Q 올해 기부경제와 광고매출 전망?

- A
- 매출 성장률 15~20%, 영업이익률 20%에 대한 목표 지속하고 있음. 1인미디어 시장은 여전히 가파르게 성장하고 있어서 15% 성장은 목표하고 있음
 - 기부경제 매출의 4분기 일회성은 1월에 어느정도 회복되었음. 12월 한달의 특수성이 반영되었다고 판단

Q 향후 ARPPU 추이 및 이용자 확대전략?

- A
- 4분기 기부경제 매출 관련해서 페이유저가 소폭 감소하였고 ARPPU는 비슷. 카카오페이, 휴대폰 소액 결제 관련해서 RM 올려서 신용도 안 좋은 유저 결제 제한되었기 때문
 - 길게 보면 ARPPU가 3만원에서 12만원 수준까지 올라오고 있는데 계속 커뮤니티 요소를 강조하고 있어서 상승 여력 있다고 생각
 - 이용자 유입에 있어서 신규유저 모으는 것보다는 로그인 유저비중을 끌어올리는 게 더욱 쉽다고 생각. 로그인 유저보상 제도 등이 있다고 생각함

Q 2020년 선거, 올림픽 등 이벤트 기대효과?

- A
- 매해 스포츠 이벤트 중계하고 있으며 선거도 있어서 긍정적 영향 있을 것. 새로운 유저들이 들어왔을 때 남아있을 요소들을 잘 준비할 것
 - 과거 월드컵때 이용자 많이 들어왔는데 리텐션이 많이 안되었음. 지금보다 추천/VOD 시스템이 많이 부족했고 현재 많이 개선되어서 올해 좀더 좋은 영향 기대

Q BJ 광고수익 의존도가 높아짐에 따라 기부경제 매출영향?

- A
- BJ 중심으로 봤을 때 전체적인 흐름이 워낙 유튜브가 방대해져서 그런 현상이 가속화되면 어떻게 될 것인가에 대한 고민. 아프리카TV는 기부경제를 더욱 발전시키는 것 준비하고 있음. 스토리텔링으로 별풍선이 시그니처 풍선과 같은 형태로도 바뀌고 있으며 이모티콘도 있고 구독 등을 고도화 시키면서 VOD 시장에서의 영향력 갖추는게 기본이 되어야함
 - 현재 아프리카TV에서 VOD 수익 가장 많이 나오는 BJ가 월 500만원~1천만원 이하 발생되고 있음

Q 유저포인트 사용처 확정 시기 및 관련 지표 타겟?

- A
- PC 방 이용요금이나 식음료는 기본으로 준비하고 있으며 유저포인트는 재무적으로 부채로 인식하는 민감도 있어서 신중하게 준비하고 있음. 사용처가 없으면 유저들에게 무용지물이라서 정교하게 준비하고 있음

- 비로그인 유저가 60% 정도됨. 비로그인 유저를 50%까지 올리자는 계획. 중장기적으로 로그인 유저 50%면 높은 수치로 판단

Q 콜로세움 운영과 전용경기장 마련 배경?

- A**
- 작년 케이아트홀 사용했는데 전용 경기장 아니어서 설치/철수 비용, 시간의 낭비 많았음. e스포츠 시장은 계속 커지고 있어서 우리만의 경기장 필요하다 생각
 - 경기운영 뿐 아니라 BJ들이 더 큰 무대에서 안정적으로 방송하는 환경 마련

Q e스포츠 기타수익 창출 위한 비즈니스 모델 구축계획?

- A**
- 광고가 수익내기 가장 용이한 비즈니스 모델

Q 올해 광고 사업전략?

- A**
- 기존 아프리카TV 광고 사업은 플랫폼 광고가 대세. 플랫폼은 트래픽에 따른 영향 받아서 게임사를 중심으로 콘텐츠형 광고 시작했고 다양한 영역으로 확대하면서 일종의 제휴/PPL 광고 성장하고 있음
 - 현재 플랫폼 광고는 거의 제자리. 콘텐츠 중심으로 광고전략이 바뀌고 있다 생각. 그 이후에는 BJ에 대한 광고, BJ 자체가 상품가치를 갖고 있음
 - 광고매출 성장률은 지난 2년간 성장률 이상으로 키우고 싶다고 생각

Q 배당성향 하락하였는데 향후 정책?

- A**
- 배당을 늘리는 것보다는 투자가 필요한 시기라고 생각.

Q 해외 동영상 플랫폼과의 협업 고려하나?

- A**
- 해외 서비스에 대한 키포인트는 동영상 쪽으로 가져가 봐야 한다고 생각. 해외플랫폼과의 협업도 필요하다고 생각

Q VOD 현황과 지표?

- A**
- VOD 현황과약은 축적/삭제 동시에 일어나서 정확도가 떨어짐. 유저클립이 빠른 속도로 올라오고 있음. 올해 상반기에는 VOD와 유저클립 현황 업데이트 예정

아프리카 TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	94.6	126.6	167.9	199.1	227.7
매출액증가율 (%)	18.4	33.9	32.6	18.6	14.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.6	126.6	167.9	199.1	227.7
판매관리비	76.2	99.5	134.1	150.6	166.5
영업이익	18.3	27.1	36.7	48.6	61.2
영업이익률	19.4	21.4	21.9	24.4	26.9
금융손익	0.3	0.3	5.6	4.4	-0.9
종속/관계기업손익	-0.0	-0.7	-0.0	-1.3	-0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.2	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.1	26.6	41.9	51.4	59.8
법인세비용	3.4	5.3	7.8	11.9	13.8
당기순이익	14.7	21.3	32.9	39.0	45.7
지배주주지분 순이익	14.7	21.6	34.2	39.3	46.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	21.3	38.8	30.3	40.7	47.4
당기순이익(손실)	14.7	21.3	32.9	39.0	45.7
유형자산상각비	2.6	3.7	9.3	6.8	4.2
무형자산상각비	0.3	0.3	0.7	0.4	0.4
운전자본의 증감	1.9	6.8	-2.1	10.6	15.4
투자활동 현금흐름	-11.5	-26.6	-12.2	-12.4	-12.6
유형자산의증가(CAPEX)	-4.4	-13.1	-13.8	-14.4	-15.2
투자자산의감소(증가)	-0.1	-5.1	-0.9	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	-3.3	0.6	-7.2	-7.2	-7.2
차입금의 증감	0.0	1.1	12.0	0.0	0.0
자본의 증가	3.5	7.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	12.7	14.6	28.1	34.4
기초현금	16.6	23.0	35.7	50.3	78.4
기말현금	23.0	35.7	50.3	78.4	112.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	63.4	95.8	116.8	147.9	185.4
현금및현금성자산	23.0	35.7	50.3	78.4	112.8
매출채권	3.2	7.6	37.8	39.7	41.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	40.1	61.7	66.3	70.7	76.3
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	17.7	20.3	24.0
자산총계	103.4	157.5	160.8	194.7	235.3
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	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	8.1	8.1	8.1
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	75.1	108.7	149.0
비지배주주지분	0.4	0.5	2.9	2.6	2.2
자본총계	70.1	92.9	127.0	160.6	200.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,643	11,124	14,604	17,321	19,807
EPS(지배주주)	1,348	1,894	2,973	3,416	3,998
CFPS	2,087	2,915	4,762	5,775	6,904
EBITDAPS	1,934	2,736	4,062	4,852	5,727
BPS	6,163	8,041	10,794	13,742	17,283
DPS	380	470	550	550	550
배당수익률(%)	2.0	1.2	0.8	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	20.8	22.0	18.0	15.4
PCR	9.2	13.5	13.8	10.6	8.9
PSR	2.2	3.5	4.5	3.5	3.1
PBR	3.1	4.9	6.1	4.5	3.6
EBITDA	21.2	31.1	46.7	55.8	65.8
EV/EBITDA	8.7	13.0	15.0	11.2	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.2	26.6	31.6	27.8	25.8
EBITDA 이익률	22.4	24.6	27.8	28.0	28.9
부채비율	47.5	69.6	26.7	21.3	17.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)		3,668.8	107.2	117.4	145.1
매출채권회전율(x)	28.1	23.5	7.4	5.1	5.6
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-36.5	-14.6	
2018.11.01	기업브리프	Buy	55,000	김동희	-26.6	-15.3	
2019.02.15	기업브리프	Buy	60,000	김동희	-11.3	6.5	
2019.05.02	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-9.8	-6.8	
2019.05.29	산업분석	Buy	85,000	김동희	-24.2	-2.7	
2019.11.14	산업분석	Buy	95,000	김동희	-	-	