아프리카TV

067160

Jul 06, 2020

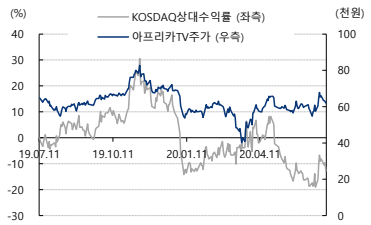
Buy 신규

TP 77,000 원 유지

Company Data

현재가(07/03)	62,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	82,700 원
52 주 최저가(보통주)	40,200 원
KOSPI (07/02)	2,135.37p
KOSDAQ (07/02)	742.55p
자본금	57 억원
시가총액	7,127 억원
발행주식수(보통주)	1,149 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.2 만주
평균거래대금(60 일)	158 억원
외국인지분(보통주)	34.86%
주요주주	
세인트인터내셔널 외 4 인	25.53%
JF Asset 외 2 인	7.75%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	0.8	-5.6	2.5
상대주가	1.0	-14.3	-3.9

미드/스몰캡 김한경
3771-9733, 20200028@iprovest.com

KYOBO 교보증권

스트리머들이 아프리카TV로 넘어온다

2분기 기부경제매출 호조로 이익 성장 재개

2Q20 아프리카TV 실적은 매출액 444억원(+6.8% yoy), 영업이익 100억원(+4.8% yoy) 달성이 예상된다. 기부경제매출 호조가 광고 사업의 부진을 충분히 상쇄할 전망이다. 지난 3월 코로나바이러스 여파로 높아진 이용자 지표들이(트래픽, PU, ARPU) 2분기에도 유지되고 있는 것으로 파악된다. 2Q10 플랫폼 매출은 377억원(+13.9% yoy)로 추정한다. 2분기 광고매출은 45억원(-27.4% yoy)으로 부진할 전망이다. 다만 신규 광고 상품 출시와 광고주 입찰 솔루션 구축 등 성장을 위한 물밑작업은 지속되고 있다. 하반기 광고 시장이 정상화 된다면 잠재력이 본격적으로 발현될 전망이다.

스트리머 활동 지표 개선에 주목하자

스트리머 활동 지표 개선에도 주목하자. 2분기 활동 BJ 수가 순증했으며, 방송 채널수 역시 증가한 것으로 파악된다. 아프리카TV의 적극적인 콘텐츠 투자와 스트리머 지원 정책, 유저들의 높은 과금 성향은 타 플랫폼 대비 강력한 경쟁 우위 요소로 작용하고 있다. 이로 인해 신규로 데뷔하는 BJ 수가 꾸준히 늘어나고 있으며 최근에는 경쟁 플랫폼에서 일부 유명 스트리머들이 아프리카TV로 이동하는 현상까지 나타나고 있다. 대형 플랫폼 회사들의 국내 스트리밍 시장 진입에도 불구하고 동사의 시장 내 지위는 매우 견고하다.

투자의견 매수, 목표주가 77,000원 제시

아프리카TV에 대해 투자의견 매수, 목표주가 77,000원을 제시한다. 목표주가는 2020F EPS 2,766원에 타겟 멀티플 27.7배를 적용했다. 명백한 언택트 수혜주임에도 불구 1분기 실적 둔화로 주가 퍼포먼스는 동종 회사들 대비 상대적으로 부진했다. 2분기 실적 반등을 기점으로 시장 관심도 확대가 예상된다.

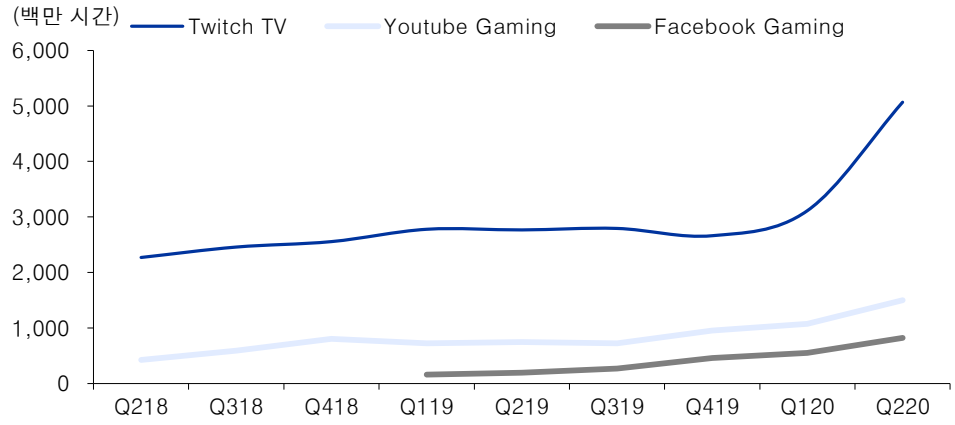
Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12
매출액(십억원)	127	168	183	216	249
YoY(%)	33.9	32.6	9.0	18.2	15.3
영업이익(십억원)	27	37	40	48	56
OP 마진(%)	21.3	22.0	21.9	22.2	22.5
순이익(십억원)	21	34	32	39	45
EPS(원)	1,894	2,990	2,763	3,354	3,921
YoY(%)	40.5	57.9	-7.6	21.4	16.9
PER(배)	20.8	23.0	22.4	18.5	15.8
PCR(배)	13.4	14.2	13.0	11.3	10.3
PBR(배)	4.9	6.7	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA(배)	13.1	15.8	12.1	10.1	8.8
ROE(%)	26.6	32.5	23.6	23.2	22.5

2 분기 기부경제매출 호조로 이익 성장 재개

시장조사기관 Streamlabs에 따르면 2분기 글로벌 주요 게임 스트리밍 플랫폼들의 시청 시간은 전년 동기 대비 폭증(Twitch +83.1%, Youtube +100.8%, Facebook +315.9%)했다. 아프리카TV 역시 언택트 확산 영향으로 이용자 및 스트리머 지표가 동반 개선되고 있는 것으로 파악되며 2분기부터 실적에 훈풍이 불어올 전망이다.

[도표 1] 글로벌 주요 스트리밍 서비스 시청 시간 추이 – 언택트 수혜로 시청 시간 대폭 상승



자료: Streamlabs&Stream Hatchet, 교보증권 리서치센터

2Q20 아프리카TV 실적은 기부경제매출 호조에 힘입어 매출액 444억원(+6.8% yoy), 영업이익 100억원(+4.8% yoy) 달성이 예상된다. 2Q10 플랫폼 매출은 377억원(+13.9% yoy)로 추정한다. 지난 3월 코로나바이러스 여파로 높아진 이용자 지표들이(트래픽, PU, ARPU) 2분기에도 유지되고 있는 것으로 파악된다. 2분기 광고매출은 45억원(-27.4% yoy)으로 부진을 지속하겠으나 분위기는 조금씩 나아지고 있다. 신규 광고 상품 출시와 광고주 입찰 솔루션 구축 등 광고 사업 성장을 위한 작업들은 시장 분위기와 무관하게 지속되고 있다. 하반기 광고 시장 정상화를 가정한다면 잠재력이 본격적으로 발현될 전망이다.

[도표 2] 아프리카TV 2Q20 실적 Table

(십억원)	2Q20E	2Q19	1Q20	YoY	QoQ
매출액	**44.4**	41.6	41.5	6.8%	7.0%
영업이익	**10.0**	9.6	8.1	4.4%	24.4%
순이익	**9.1**	10.1	5.4	-12.7%	69.3%
OPM	**22.6%**	23.0%	19.5%	-0.5%	3.2%
NIM	**20.5%**	24.3%	13.0%	-4.4%	7.6%

자료: 교보증권 리서치센터

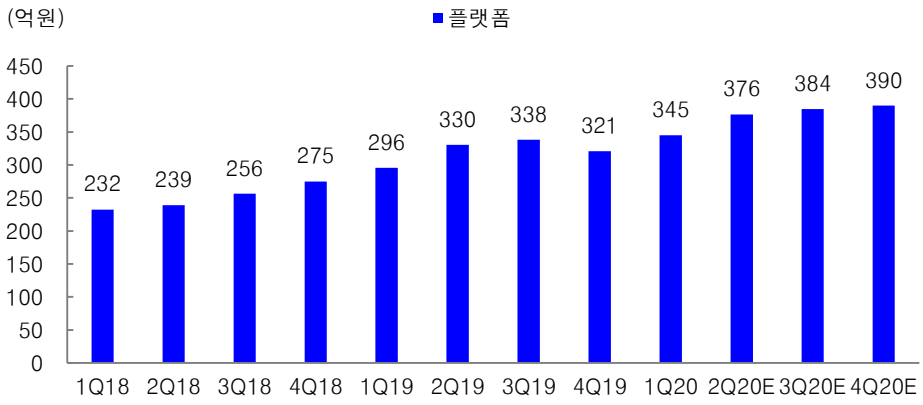
스트리머 활동 지표 개선에 주목하자

스트리머 활동 지표 개선에도 주목하자. 2분기 활동 BJ 수가 순증했으며, 방송 채널 수 역시 증가한 것으로 파악된다. 아프리카TV의 적극적인 콘텐츠 투자와 스트리머 지원 정책, 유저들의 높은 과금 성향은 타 플랫폼 대비 강력한 경쟁 우위 요소로 작용하고 있다.

아프리카TV는 콘텐츠 제작에 있어 직·간접적인 지원을 아끼지 않고 있다. 스트리머들의 콘텐츠 개발을 장려하는 차원에서 BJ 지원금 및 콘텐츠 제작비 지출을 지속하고 있다. 스트리머들은 이를 바탕으로 한층 더 수월하게 방송을 기획할 수 있고 멸망전과 같은 아프리카TV 주관 e스포츠 리그에 참여해 인지도를 높일 수 있게 된다. 아프리카TV가 아닌 타 플랫폼에서는 이러한 지원책들을 기대하기 어렵다. 스트리머들이 지속적으로 유입될 수밖에 없는 구조이다.

이러한 지원책 영향으로 스트리머 활동 지표는 꾸준히 개선되고 있다. 2분기에도 신규로 데뷔하는 BJ 수가 늘어났으며 경쟁 플랫폼에서 일부 유명 스트리머들이 아프리카TV로 이동하는 현상까지 나타나고 있다. 대형 플랫폼 회사들의 스트리밍 시장 진입에도 불구하고 동사의 시장 내 지위는 계속 높아지고 있다는 점이 이를 방증한다.

[도표 3] 아프리카TV 플랫폼(기부경제) 매출 추이 및 전망



자료: 아프리카TV, 교보증권 리서치센터

실적 추정 Table

[도표 4] 아프리카TV 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
영업수익	**38.1**	**41.6**	**44.8**	**43.4**	**41.5**	**44.4**	**47.7**	**49.3**
YoY	*36%*	*44%*	*38%*	*16%*	*9%*	*7%*	*6%*	*14%*
QoQ	*2%*	*9%*	*8%*	*-3%*	*-4%*	*7%*	*7%*	*3%*
플랫폼	29.6	33.0	33.8	32.1	34.5	37.6	38.4	39.5
YoY	*27%*	*38%*	*32%*	*17%*	*17%*	*14%*	*14%*	*23%*
QoQ	*8%*	*12%*	*2%*	*-5%*	*8%*	*9%*	*2%*	*3%*
광고	5.9	6.2	8.0	8.7	4.2	4.5	6.7	7.1
YoY	*59%*	*66%*	*70%*	*21%*	*-29%*	*-27%*	*-17%*	*-18%*
QoQ	*-17%*	*6%*	*29%*	*8%*	*-51%*	*7%*	*47%*	*6%*
기타	2.6	2.3	3.0	2.6	2.8	2.3	2.6	2.7
YoY	*170%*	*79%*	*42%*	*-2%*	*6%*	*-2%*	*-14%*	*2%*
QoQ	*-2%*	*-12%*	*28%*	*-12%*	*6%*	*-18%*	*12%*	*5%*
영업비용	29.0	32.0	34.0	36.1	33.4	34.4	36.2	38.8
YoY	*33%*	*40%*	*36%*	*21%*	*15%*	*7%*	*6%*	*8%*
QoQ	*-3%*	*10%*	*6%*	*6%*	*-7%*	*3%*	*5%*	*7%*
영업이익	**9.1**	**9.6**	**10.8**	**7.3**	**8.1**	**10.0**	**11.4**	**10.4**
YoY	*50%*	*56%*	*45%*	*-3%*	*-11%*	*5%*	*6%*	*43%*
QoQ	*21%*	*6%*	*12%*	*-32%*	*11%*	*24%*	*14%*	*-8%*
OPM	*24%*	*23%*	*24%*	*17%*	*19%*	*23%*	*24%*	*21%*
세전이익	9.8	13.5	11.8	6.9	6.8	11.5	11.5	10.4
당기순이익	**7.8**	**10.1**	**9.1**	**7.2**	**5.4**	**9.0**	**9.0**	**8.2**
YoY	*36%*	*119%*	*37%*	*65%*	*-31%*	*-11%*	*-1%*	*14%*
QoQ	*79%*	*30%*	*-10%*	*-21%*	*-25%*	*67%*	*0%*	*-10%*
NIM	*20%*	*24%*	*20%*	*17%*	*13%*	*20%*	*19%*	*17%*

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 아프리카TV 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E
영업수익	**79.8**	**94.6**	**126.6**	**167.9**	**182.9**	**216.2**
플랫폼	64.1	79.2	100.3	128.5	150.1	172.8
광고	14.8	13.7	19.3	28.8	22.5	31.0
기타	0.9	1.6	7.0	10.6	10.3	12.4
YoY						
영업수익	27%	18%	34%	33%	9%	18%
플랫폼	4%	24%	27%	28%	17%	15%
광고	14%	-8%	41%	49%	-22%	38%
기타	-18%	90%	330%	50%	-2%	21%
매출비중						
플랫폼	80%	84%	79%	77%	82%	80%
광고	19%	14%	15%	17%	12%	14%
기타	1%	2%	6%	6%	6%	6%
영업이익	**16.0**	**18.3**	**27.1**	**36.7**	**40.0**	**48.4**
YoY	110%	14%	48%	35%	9%	21%
OPM	*20%*	*19%*	*21%*	*22%*	*22%*	*22%*
세전이익	13.4	18.1	26.6	42.0	40.2	48.8
당기순이익	**10.6**	**14.7**	**21.3**	**34.2**	**31.8**	**38.6**
YoY	157%	38%	46%	60%	-7%	21%
NIM	*13%*	*16%*	*17%*	*20%*	*17%*	*18%*

자료: 교보증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 77,000 원 제시

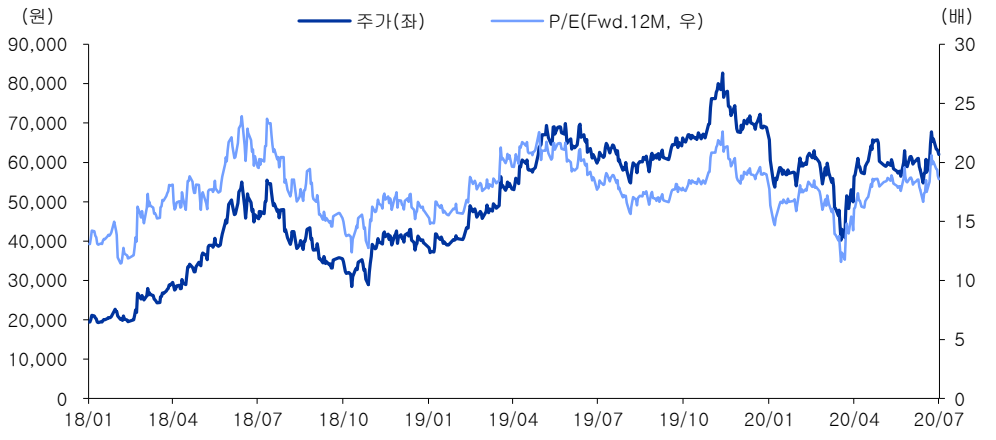
아프리카TV에 대해 투자의견 매수, 목표주가 77,000원을 제시한다. 목표주가는 2020년 EPS 2,766원에 타겟 멀티플 27.7배(HUYA 멀티플)를 적용했다. 기부경제 매출이 고성장을 재개할 전망이며 광고의 경우 현재 주춤하나 분기를 거듭할수록 개선된 모습을 보이겠다. 아프리카TV 2020년 실적은 매출액 1,829억원(+9.0% yoy), 영업이익은 400억원(+8.9% yoy)으로 추정한다. 명백한 언택트 수혜주임에도 불구 1분기 실적 부진으로 주가 퍼포먼스는 상대적으로 부진하다. 2분기 실적 반등을 기점으로 시장 관심도 확대가 예상된다.

[도표 9] 아프리카TV 목표주가 산출

항목	값	
2020E 순이익	31.8	
발행주식수(억주)	0.1	
2020E EPS	2,766	
Target P/E	27.7	HUYA 2020E P/E 멀티플
TP 2020F	76,734	
목표주가	**77,000 원**	
현주가	62,100 원	
Upside	**24.0%**	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 아프리카TV 주가 및 밸류에이션 추이



자료: 퀀티와이즈, 교보증권 리서치센터

[네오위즈 095660]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	127	168	183	216	249
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	127	168	183	216	249
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	100	131	143	168	193
영업이익	27	37	40	48	56
영업이익률 (%)	21.4	21.9	21.9	22.4	22.6
EBITDA	31	47	52	60	66
EBITDA Margin (%)	24.6	28.3	28.5	27.9	26.6
영업외손익	-1	5	0	0	1
관계기업손익	-1	-1	-1	-1	-1
금융수익	1	7	3	1	2
금융비용	-1	0	-2	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	27	42	40	49	57
법인세비용	5	8	8	10	12
계속사업순손익	21	34	32	39	45
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	34	32	39	45
당기순이익률 (%)	16.8	20.3	17.4	17.8	18.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	22	34	32	39	45
지배순이익률 (%)	17.0	20.5	17.4	17.8	18.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	21	33	31	37	44
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	21	33	31	38	44

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	96	145	162	186	218
현금및현금성자산	36	27	53	63	84
매출채권 및 기타채권	45	50	58	63	67
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	15	68	51	59	68
비유동자산	62	84	99	106	112
유형자산	25	28	38	37	39
관계기업투자금	3	6	9	11	12
기타금융자산	15	18	10	11	11
기타비유동자산	18	31	43	47	50
자산총계	158	229	261	292	330
유동부채	64	93	94	92	91
매입채무 및 기타채무	53	73	74	75	76
차입금	1	2	2	0	1
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	11	18	18	17	14
비유동부채	0	14	14	14	14
차입금	0	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	6	6	6	6
부채총계	65	107	107	106	105
지배지분	92	119	150	182	220
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	48	52	52	52	52
이익잉여금	47	76	102	134	172
기타자본변동	-6	-12	-10	-10	-10
비지배지분	0	3	4	4	5
자본총계	93	122	154	186	225
총차입금	1	15	15	13	14

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	39	61	54	61	65
당기순이익	21	34	32	39	45
비현금항목의 가감	12	22	23	24	24
감가상각비	4	10	11	11	9
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	1	1	1	1	1
기타	7	11	11	13	14
자산부채의 증감	7	11	7	8	7
기타현금흐름	-1	-5	-8	-9	-11
투자활동 현금흐름	-27	-70	-46	-22	-23
투자자산	-9	-35	-7	-3	-2
유형자산	-13	-12	-21	-10	-11
기타	-4	-23	-18	-9	-10
재무활동 현금흐름	1	1	-9	-11	-9
단기차입금	0	1	0	-2	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	8	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-5	-6	-6	-7
기타	5	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	13	-8	25	11	20
기초 현금	23	36	27	53	63
기말 현금	36	27	53	63	84
NOPLAT	22	30	32	38	45
FCF	19	39	30	48	51

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,894	2,990	2,763	3,354	3,921
PER	20.8	23.0	22.4	18.5	15.8
BPS	8,041	10,346	13,057	15,803	19,113
PBR	4.9	6.7	4.7	3.9	3.2
EBITDAPS	2,736	4,127	4,534	5,254	5,778
EV/EBITDA	13.1	15.8	12.1	10.1	8.8
SPS	11,124	14,604	15,912	18,809	21,687
PSR	3.5	4.7	3.9	3.3	2.9
CFPS	1,713	3,428	2,594	4,154	4,394
DPS	470	550	600	650	700

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	33.9	32.6	9.0	18.2	15.3
영업이익 증가율	48.0	35.4	8.9	21.1	16.3
순이익 증가율	45.5	60.1	-7.0	21.4	16.9
수익성					
ROIC	144.2	315.6	287.3	165.4	148.0
ROA	16.5	17.8	13.0	14.0	14.5
ROE	26.6	32.5	23.6	23.2	22.5
안정성					
부채비율	69.6	87.7	69.8	56.8	46.7
순차입금비율	0.7	6.5	5.6	4.5	4.3
이자보상배율	3,668.8	88.5	92.1	103.5	141.7

자료: 아프리카TV, 교보증권 리서치센터

아프리카TV 최근 2 년간 목표주가 변동추이

최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2018-07-03	매수	62,000 원							
2020-07-06	담당자변경								
2020-07-06	매수	77,000 원							

자료: 교보증권 리서치센터

■ **Compliance Notice** ■

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며,
어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ **투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항** ■ 기준일자_2020.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	86.1%	13.9%	0.0%	0.0%

[업종 투자의견]
Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)
Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하