

2016

10월 13일

INDUSTRY

STOCK

COMPANY

커뮤니티 플랫폼 특집

온리원을 꿈꾸는 넘버원

MACRO

▶ Analyst 김병기 bkkim@hanwha.com / RA 유창우 snoways.chris@hanwha.com

인터넷상에는 관심사나 취향, 성향의 동질성을 바탕으로 결집한 수많은 커뮤니티가 존재합니다. 동호회, 클럽, 소모임 등 다양한 이름으로 불리는 이들 커뮤니티를 기반으로 수익 창출에 성공한 기업들이 있는데, 아프리카TV, 한국경제TV, 사람인에이치알 등이 대표적입니다. 이들은 커뮤니티 구성원이 활동하고 소통하는 플랫폼을 제공함으로써 이용자를 끌어들이고, 여기에서 발생하는 트래픽을 활용해 매출을 얻고 있습니다. 커뮤니티 플랫폼 비즈니스의 특징은 일단 넘버원으로 자리잡게 되면 플랫폼 자체의 레버리지 효과, 네트워크 효과, 락인 효과 등으로 인해 2위 이하 업체들이 넘보기 어려운 진입장벽이 구축된다는 점입니다. 아프리카TV, 한국경제TV, 사람인에이치알 등은 넘버원을 넘어 온리원을 꿈꾸는 커뮤니티 플랫폼 기업으로 지속적인 실적 성장이 가능할 것으로 판단됩니다.

| C o n t e n t s |

I. 플랫폼 비즈니스	03
II. 인터넷 커뮤니티란	05
III. 커뮤니티 플랫폼 비즈니스	07
IV. 레버리지 • 네트워크 • 락인 효과	09
V. 리스크 요인: 콘텐츠 오염 문제	10
VI. 투자 전략	12
VII. 분석대상 종목	14
1. 아프리카TV (067160)	15
2. 한국경제TV (039340)	26
3. 사람인에이치알 (143240)	34

I. 플랫폼 비즈니스

플랫폼: 판매를 위해
공통으로 사용하는 기본
구조

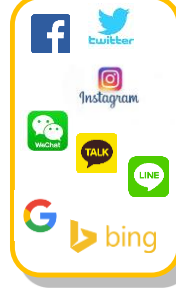
플랫폼의 사전적 의미는 기차역, 무대, 강단 등인데 점차 그 의미가 확대돼왔다. 최근에는 상품이나 서비스를 판매하기 위해 공통으로 사용하는 기본 구조, 반복되는 작업의 주된 공간, 응용 프로그램을 개발할 수 있는 인프라, 사회문화적 합의나 규칙 등을 플랫폼이라고 부르고 있다.

플랫폼을 중심으로
가치 교환이 이뤄짐

이처럼 다양한 의미로 사용되는 플랫폼의 근저에는 ‘공통으로 활용되는 요소를 바탕으로 파생적인 제품이나 서비스를 생산할 수 있는 기반’이라는 원리가 자리 잡고 있다. 플랫폼의 사전적 의미인 승강장은 기차나 버스 등 교통수단과 승객이 만나는 공간이다. 하지만 승강장은 교통과 물류의 중심이라는 본연적 역할 외에도 여러 파생적 상업 활동이 펼쳐지는 장으로서의 역할을 수행하기도 한다. 사람들이 모여들기 때문에 승강장 주변에는 상가가 조성되고, 상가 주변에는 광고가 즐비하다. 무수히 많은 가치 교환이 승강장을 중심으로 이뤄진다.

플랫폼 비즈니스는 관련 그룹을 하나의 장에 모아 생태계를 구축하는 사업 모델을 취하고 있으며, 복수의 그룹을 연결하여 부가가치를 창출하는 것이 사업의 본질이다. 기업 활동에서 공통된 논리와 구조를 찾아낸 후 이를 개방하여 다양한 응용 서비스를 가능하게 함으로써 생태계를 활성화하고, 나아가 지배하는 전략을 수립할 수 있다.

[그림1] 플랫폼 사업의 유형과 사례

플랫폼 유형	제품 플랫폼	유통 플랫폼	서비스 플랫폼	결제 플랫폼
사 례				
수익 모델	제품 판매	판매 수수료	광고	결제 수수료

자료: 한화투자증권 리서치센터

인터넷 기반 서비스 업체들에 있어 플랫폼이 가지는 의미는 다음과 같다.

투자 대비 부가가치를
극대화하는 레버리지 효과

첫째, 레버리지 효과를 일으키기가 용이하다. 공용화 가능한 부분을 플랫폼화함으로써 투자에 비해 높은 성과를 낼 수 있다. 애플의 앱스토어가 대표적인 사례다. 애플은 모바일 앱을 사고팔 수 있는 유통 플랫폼을 만들었고, 앱 개발자와 소비자는 앱스토어라는 플랫폼 위에서 매일 수억 개의 앱을 거래하고 있다. 만약 앱 개발자가 개별적으로 앱을 판매해야 한다면 유통과 마케팅에 지금보다 훨씬 더 많은 자원을 투입해야 할 것이다. 앱스토어는 검증된 판매 방식을 공통으로 사용하게 함으로써 비용절감 효과를 극대화한다.

가입자가 더 많은 가입자를
끌고 오는 네트워크 효과

둘째, 네트워크 효과를 제공한다. 네트워크 효과는 특정 상품에 대한 수요가 다른 사람의 소비에 영향을 받는 것을 말한다. 개인의 소비는 독립적이지 않고 다른 사람의 소비와 연관돼 있다. 다른 사람이 사면 따라 사는 ‘밴드왜건 효과’, 과시하기 위해 소비하는 ‘베블런 효과’ 등이 네트워크 효과의 좋은 예다. 플랫폼은 이용자가 많아질수록 그 플랫폼을 사용함으로써 얻게 되는 효용이 더욱 증가하는 속성이 있다. 카카오톡이 국내 모바일 메신저 플랫폼의 절대 강자로 자리 잡은 배경도 네트워크 효과로 설명할 수 있다.

플랫폼 자체에 대한
충성도가 높아지는
잠금효과

셋째, 잠금(Lock-In)효과가 극대화된다. 지배적인 플랫폼을 이용하는 사람들은 새로운 플랫폼으로 이전하는 데 따르는 전환비용 때문에 기존의 플랫폼 안에 계속 머무르게 된다. 국내 인터넷 1인방송 플랫폼의 대표주자인 아프리카TV는 인기 BJ를 대거 영입한 KOO TV의 등장으로 타격을 입을 것으로 예상됐으나, 오히려 반대의 상황이 연출됐다. KOO TV는 정식 서비스를 시작한 지 3개월 만에 문을 닫았다. 이는 아프리카TV 이용자들의 경우 인기 BJ에 대한 충성도보다 플랫폼 자체에 대한 충성도가 더 높다는 점을 방증한다. 방대한 라이브 채널, 두터운 이용자 수, 차별화된 수익 모델 등의 측면에서 확고한 잠금효과가 나타나고 있는 것이다.

II. 인터넷 커뮤니티란

인터넷 커뮤니티는 말 그대로 오프라인의 커뮤니티가 인터넷에 조성된 것을 말한다. 같은 관심사와 목적을 가진 사람들이 모여 정보를 교환하고 친목을 다지는 장이다.

인터넷 커뮤니티의
원조는 PC통신

우리나라에서 인터넷 커뮤니티가 형성되기 시작된 건 PC와 인터넷이 보급되던 1980년대 후반이다. 하이텔과 천리안 같은 PC통신망에서 인터넷 커뮤니티가 처음 만들어졌다. 컴퓨터로 인터넷에 접속한다는 것 자체가 쉽지 않았던 시절이었기 때문에 컴퓨터, 인터넷, 프로그램 등에 관한 커뮤니티가 주를 이뤘다.

1990년대 후반부터
웹 커뮤니티 활성화

이후 1990년대에 접어들면서 3대 PC통신망인 하이텔, 천리안, 나우누리에 많은 동호회가 결성됐고 유니텔, 넷츠고, 채널아이 같은 후발 PC통신 업체들이 가세하면서 인터넷 커뮤니티는 더욱 다양하게 확산됐다. 1990년대 중반은 인터넷 커뮤니티의 중심이 PC통신에서 웹으로 넘어가는 시기였다. 특히 1990년대 후반부터 초고속 통신망이 보급되면서 인터넷 커뮤니티도 웹 커뮤니티로 이전하는 추세가 뚜렷해졌다.

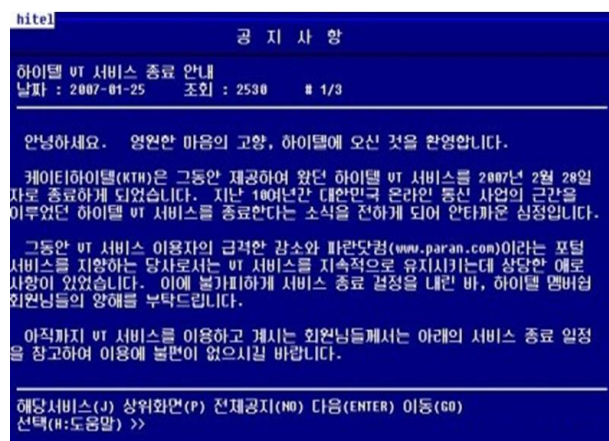
1997년 네띠앙이 개인 홈페이지 계정과 동호회 서비스를 무상으로 제공하면서 개인 홈페이지와 동호회 개설이 붐처럼 일어났다. 많은 동호회가 웹으로 옮겨갔고, 급속도로 위축되던 인터넷 서비스 제공자(ISP)들이 2003년에 PC통신 사업을 모두 정리하면서 PC통신 기반의 동호회도 사라지게 됐다.

[그림2] 나우누리 모뎀 게임 동호회 나모모 초기화면



자료: 인터넷

[그림3] 하이텔 서비스 종료 화면



자료: 인터넷

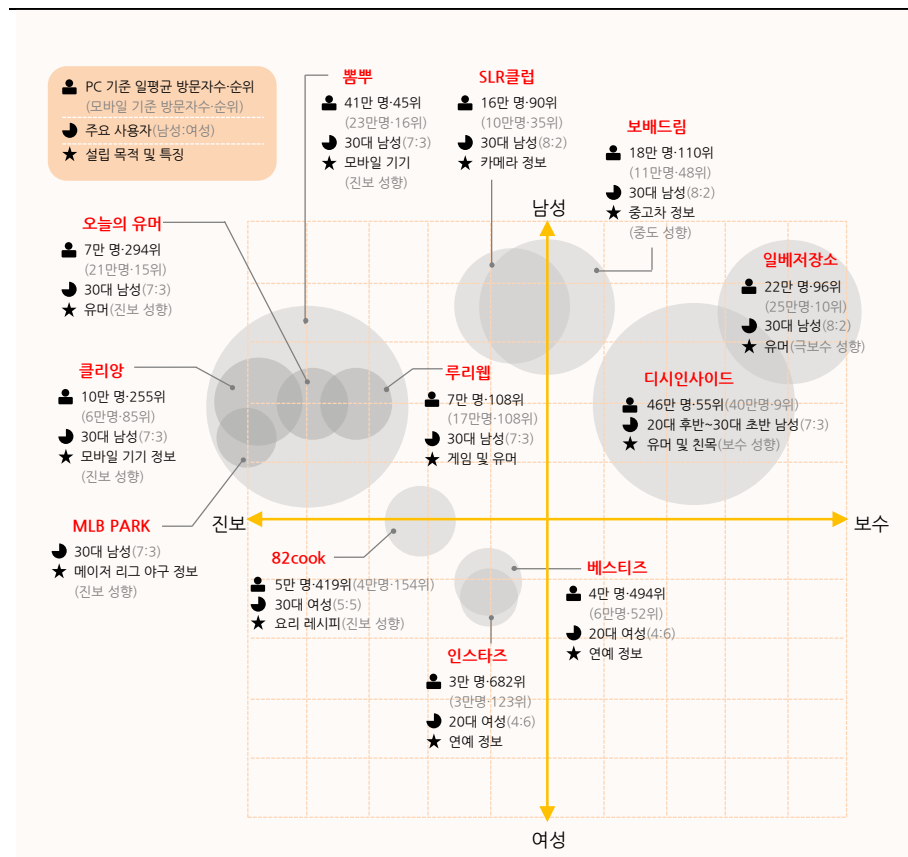
2000년 이후 커뮤니티 서비스 폭발적 성장

PC통신에서 동호회를 개설하려면 20~30명의 발기인과 승인 과정까지의 일정 시간이 필요했으나, 2000년 이후 커뮤니티 서비스 제공 사이트가 우후죽순처럼 생겨나면서 간단한 가입절차만으로 커뮤니티를 개설하는 것이 가능해졌다. ‘다음 카페’, ‘네오위즈 세이클럽’, ‘프리챌’ 등이 네티즌의 큰 인기를 모으며 인터넷 커뮤니티의 대명사로 자리 잡았다. 특히 다음 카페는 서비스 개시 3개월 만에 1만 4000여 개의 동호회가 만들어질 정도로 인기를 끌었다. 당시 인터넷 서비스 사업자들은 인터넷 커뮤니티를 통한 수익 창출 방안에 열을 올렸고, 2002년 프리챌이 여러 가지 기능을 추가로 제공하면서 과감하게 유료화를 선언했으나 사용자들이 외면하며 결국 실패 사례로 기록됐다.

동질성을 기반으로 한 익명 커뮤니티 활성화

인터넷 커뮤니티에는 동호회나 소모임 등 지인들의 모임뿐 아니라 익명 커뮤니티도 활성화되어 있다. 디시인사이드에는 사진을 올릴 수 있는 분야별 게시판이 있는데, 이곳에 방문하는 이들은 회원가입이 필요없는 익명의 상태에서 서로 의견을 교환하며 소위 ‘디시페인’이라고 하는 동질감을 공유하고 있다. 뽐뿌, 보배드림, 일베저장소, 클리앙, 오늘 의유며, 루리웹 등이 관심사와 성향의 동질성을 기반으로 만들어진 커뮤니티 사이트들이다.

[그림4] 주요 인터넷 커뮤니티 현황



자료: 동아일보(2013.5.10), 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 커뮤니티 플랫폼 비즈니스

인터넷 커뮤니티 기반
플랫폼 비즈니스

인터넷 커뮤니티를 비즈니스화한 기업들이 있다. 인터넷상의 각종 커뮤니티를 위한 플랫폼을 제공함으로써 독자적인 비즈니스 모델을 구축한 업체들이다. BJ 중심의 커뮤니티를 기반으로 수익을 창출하는 아프리카TV, 주식 투자자 커뮤니티로부터 매출을 일으키는 한국경제TV, 취업 준비자를 위한 커뮤니티 서비스를 제공하는 사람인에이치알 등이 대표적이다.

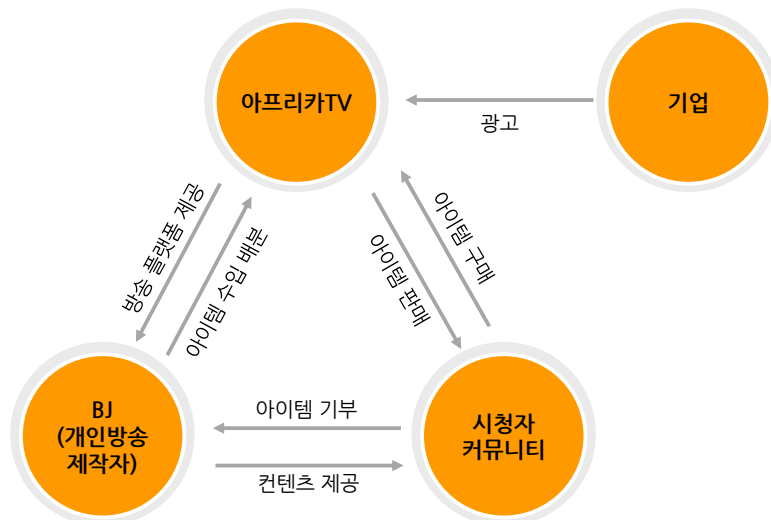
수익모델의 성격이
플랫폼의 성패 좌우

커뮤니티 플랫폼 사업의 성패는 수익모델의 성격에 달려 있다고 판단한다. 플랫폼에서 나오는 수익을 참여자와 사업자가 어떤 비율로 나눠 갖느냐가 중요한 포인트다. 애플은 앱스토어에서 나오는 매출의 70%를 앱 개발자에게 준다. 구독 방식의 유료 서비스 앱은 수익배분 비율을 85%까지 상향 조정했다. 이로써 애플은 보다 많은 앱 개발자의 참여를 유도함으로써 생태계 전반의 건전한 발전을 이끌어내고 있다.

아프리카TV, 사용자들의
자발적 기부에 기반한
수익모델 창조

아프리카TV는 전체 매출액의 75%가 별풍선 등 아이템 매출이다. 별풍선은 시청자가 아프리카TV로부터 구매하여 BJ에게 자발적으로 주는 아이터이다. 별풍선 매출의 55~64%는 BJ의 몫으로, 나머지는 아프리카TV의 매출로 잡힌다. 사용자들의 자발적 기부를 BJ와 아프리카TV(플랫폼 제공자)가 공유하는 모델을 갖추고 있는 것이다.

[그림5] 아프리카TV의 비즈니스 모델

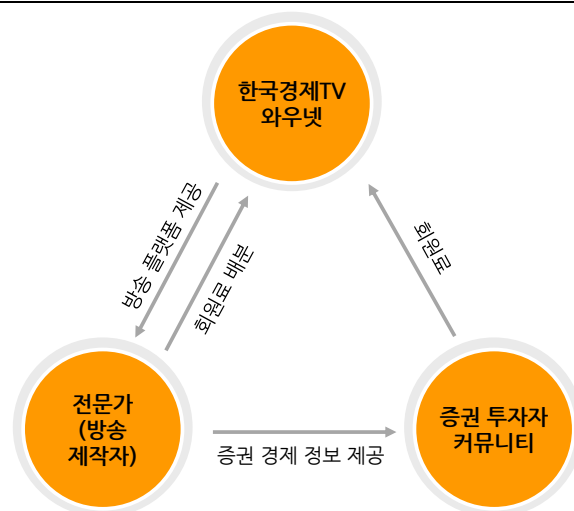


자료: 한화투자증권 리서치센터

와우넷, 강력한 이해관계로
결집된 커뮤니티를 기반으로
매출 창출

한국경제TV가 운영하는 증권 전문가 방송 와우넷은 회원들이 내는 회비가 유일한 수익원이다. 회비의 40%는 콘텐츠를 제공하는 전문가가, 60%는 플랫폼을 제공하는 한국경제TV가 가져간다. 와우넷은 ‘증권투자 수익률’이라는 강력한 이해관계로 결집된 커뮤니티를 기반으로 하고 있어 플랫폼에 대한 충성도가 높은 편이다. 이를 통해 안정적 매출 성장이 가능한 구조를 갖췄다고 판단된다. 회비 자체가 40만~80만 원대로 비싸기 때문에 광고 매출은 제한적일 수밖에 없다. 비싼 회비를 내고 보는 프리미엄 콘텐츠만큼 이용자들이 광고 노출을 꺼린다.

[그림6] 한국경제 TV 와우넷의 비즈니스 모델



자료: 한화투자증권 리서치센터

사람인에이치알,
구인 기업의 광고가
주요 수익원

이에 반해 사람인에이치알은 구인 기업들의 광고가 매출액의 90%를 차지한다. 구인/구직자가 많이 모여 트래픽이 높아야 성공할 수 있는 비즈니스 모델이다. 방문자가 늘어나야 채용 정보가 증가하고, 그래야만 채용 효과가 높아질 수 있기 때문이다. 아프리카TV와 와우넷은 매출이 이용자로부터 직접 나오고, 사람인에이치알의 매출은 광고를 통해 간접적으로 나온다는 차이점이 있다.

[그림7] 사람인에이치알의 비즈니스 모델



자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 레버리지 · 네트워크 · 락인 효과

지배적 플랫폼이 되면
안정적으로 성장하는 구조

아프리카TV, 한국경제TV, 사람인에이치알 등 커뮤니티에 기반한 플랫폼 기업의 공통적인 특징은 해당 영역에서 지배적인 플랫폼으로 자리잡았기 때문에 실적이 안정적으로 성장하는 구조를 갖고 있다는 점이다. 이는 커뮤니티 플랫폼이 레버리지 효과, 네트워크 효과, 락인 효과 등을 일으키기 때문이다.

아프리카TV: 소셜 라이브
미디어의 대명사로 자리잡아

아프리카TV를 예로 들어보자. 아프리카TV가 소셜 라이브 미디어 사업을 시작한 것은 2008년이다. 게임 뉴스와 중계를 실시간으로 전송하는 플랫폼을 가장 먼저 구축한 후 이를 개인 방송 플랫폼 형태로 개방했다. 이후 스포츠, 취미, 먹방, 학습, 컨설팅 등 다양한 콘텐츠가 들어오고, 그에 따른 시청자 커뮤니티가 형성됐다.

레버리지 효과가 발생하면서
콘텐츠의 다양성 확보

BJ 등 방송 콘텐츠 제작자는 저렴한 비용으로 실시간 인터넷 방송을 내보낼 수 있는 도구가 생겼다. 이용자들에게는 5천 개가 넘는 실시간 방송을 취향에 따라 골라서 볼 수 있는 선택권이 보장되고 있다. 아프리카TV가 제공한 방송 플랫폼이 적은 비용으로 콘텐츠의 폭발적인 확장을 가능하게 하는 ‘레버리지 효과’를 발휘한 것이다.

콘텐츠 확장의 결과
더 많은 이용자가 집결하는
네트워크 효과 발생

콘텐츠가 확장되고 이용자가 몰리면서 ‘실시간 인터넷 개인 방송 = 아프리카TV’라는 등식이 성립됐다. 이는 더 많은 사용자들이 몰려오게 만드는 ‘네트워크 효과’를 가져왔다. KOO TV, 다음 팟캐스트, 네이버 라이브캐스트 등 유사한 서비스가 등장했지만, 이를 다 합해도 아프리카TV의 트래픽을 넘보기 어려울 정도의 높은 진입장벽이 구축된 것이다.

콘텐츠가 아닌 플랫폼
자체에 대한 충성도가
높아지는 락인 효과

아울러 콘텐츠 자체가 아닌 플랫폼에 대한 충성도가 높아지면서 사용자의 락인 효과도 발생한다. 커뮤니티 플랫폼의 이와 같은 특성 때문에 아프리카TV는 쉽게 깨지지 않는 수익모델을 갖게 됐다. 한국경제TV의 와우넷 서비스, 사람인에이치알 등도 이와 유사한 경로로 경쟁 플랫폼을 제치고 지배적인 사업자로 올라섰다. 레버리지, 네트워크, 락인 효과는 ‘넘버 원’이 된 커뮤니티 플랫폼 사업자가 그를 넘어 ‘온리 원’으로 자리 잡을 수 있는 비결이다.

V. 리스크 요인: 콘텐츠 오염 문제

콘텐츠 오염 이슈는
플랫폼 사업의 숙명적
리스크

커뮤니티 플랫폼 비즈니스의 숙명적 리스크는 콘텐츠를 직접 생산하지 않는다는 점에서 비롯된다. 플랫폼 기업은 콘텐츠가 유통되는 장을 제공할 뿐이고, 콘텐츠 자체는 커뮤니티의 구성원이 자유롭게 생산하고 공유한다. 플랫폼 사업자가 콘텐츠의 양과 질을 직접 관리하기 시작하면 외려 독이 되어 대중화에 어려움을 겪는 경우가 많다.

건전성과 다양성을
동시에 확보해야

콘텐츠는 자율적인 통제에 맡겨두는 것이 가장 이상적이다. 그러나 콘텐츠 오염으로 인한 피해도 적지 않다. 최악의 시나리오는 콘텐츠 품질 관리에 실패하여 악화가 양화를 구축하는 결과가 초래돼, 커뮤니티가 붕괴되면서 이용자들이 플랫폼을 떠나버리는 상황이다.

자극적 콘텐츠로
이용자 모으는 사례

아프리카TV의 경우 콘텐츠의 대부분이 게임, 보이는 라디오, 스포츠 등에 집중돼 있다. 하지만 도박, 성인물 등 자극적인 콘텐츠로 이용자를 끌어모으는 사례도 있다. 실시간, 쌍방향 미디어의 특성상 이를 직접 통제하기는 쉽지 않다. 물론 플랫폼 사업자가 부적절한 콘텐츠에 대한 책임을 져야 하는지는 여전히 논란거리다. 카카오톡을 통해 명예훼손죄에 해당하는 글이 유포된다고 하더라도 카카오톡에 책임을 묻기 어려운 것과 같은 맥락이다.

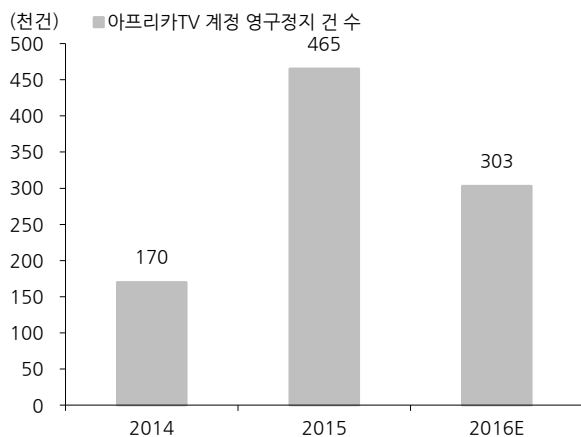
자발적 정화 노력
진행 중

그럼에도 불구하고 아프리카TV는 플랫폼의 대중화를 위해 콘텐츠나 채팅창에 대한 규제 강도를 높여가고 있다. 가장 높은 수위의 규제인 계정 영구정지는 2014년 17만 건에서 2015년 46만 5천 건으로 늘었고, 올해에는 상반기에만 30만 3천 건에 달했다. 이는 10~20대 남성에게 편중된 이용자 기반을 확대하기 위한 자발적 정화 노력의 일환이다.

플랫폼 오남용은
신뢰도에 악영향

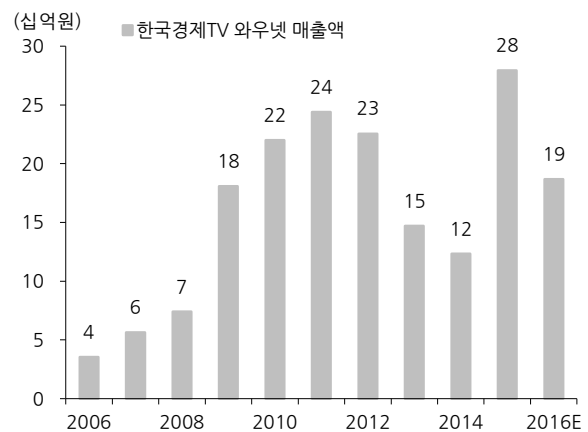
한국경제TV의 와우넷 또한 플랫폼 오남용 문제를 안고 있다. 증권 전문가 방송이라는 플랫폼을 악의적으로 이용해 허위정보 유포, 시세조작 등의 불법적 행위를 자행하는 사례가 간헐적으로 발생하고 있는 것이다. 이는 회원들의 자산에 영향을 미치는 사안이라는 점에서 사고 발생 시 플랫폼의 신뢰도에 적지 않은 영향을 미친다.

[그림8] 아프리카 TV 계정 영구정지 건 수



자료: 아프리카TV, 한화투자증권

[그림9] 한국경제 TV 인터넷 부문 매출액 추이(연도별)



자료: 한국경제TV, 한화투자증권

콘텐츠보다는 커뮤니티의
건전성이 더욱 중요한 이슈

그러나 커뮤니티 플랫폼은 그 커뮤니티가 해체되지 않는 한 생명력을 유지할 수 있다는
점에 주목할 필요가 있다. 수년간 제기돼온 콘텐츠 오염 이슈에도 불구하고 아프리카
TV의 월간 순방문자수(MUV)는 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 아프리카TV의 핵심인
이용자 커뮤니티가 확대되고 있다는 방증이다.

와우넷, 직접 투자가
확산되는 추세에 따라
커뮤니티 강화

와우넷은 2008년을 기점으로 매출액이 본격적으로 성장하기 시작했으나, 2013년 초에
발생한 증권방송 전문가의 선행매매 사건으로 타격을 입었다. 그러나 침체는 일시적이
었다. 와우넷 매출액은 2015년 초에 재차 상승세를 타기 시작해 올해 2분기에는 사상
최대 규모인 101억 원을 기록했다. 주식시장에서 개인의 투자 패턴이 펀드 등 간접투자
에서 직접투자로 이동하고 있는 트렌드가 반영된 것이라고 판단된다. 올해에도 ‘청담동
주식부자 사건’이 이슈가 됐지만, 실적에 미치는 부정적 영향은 크지 않고 단기적일 것
으로 예상된다.

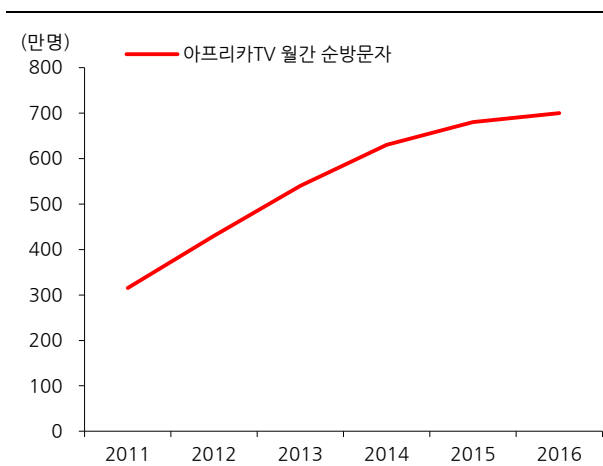
플랫폼 고도화 과정의
성장통

콘텐츠 오염 문제는 장기적 관점에서 볼 때 플랫폼의 고도화 과정에서 빚어지는 성장통
이라고 진단할 수 있다. 일부 악성 유저의 플랫폼 오남용을 원천적으로 차단하기는 어
렵지만, 시간이 지날수록 콘텐츠의 수위는 커뮤니티 구성원이 용인하는 범위 안으로 수
렴할 것이다. 그러지 않을 경우 커뮤니티 구성원으로부터 소외되는 자발적 정화 과정이
뒤따르기 때문이다.

커뮤니티의 결속력 유지
여부가 핵심

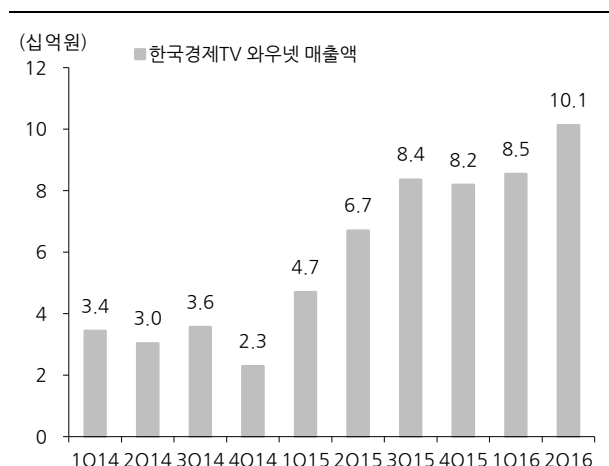
핵심은 커뮤니티 구성원들이 결속력을 유지하면서 그 플랫폼에 계속 머무르느냐는 대목
이다. 아프리카TV와 와우넷은 여러 굴곡을 겪으며 해당 커뮤니티의 지배적 플랫폼으로
자리 잡았다. 이들 기업은 콘텐츠 오염 이슈라는 잔바람에 흔들리지 않는 기초체력을
충분히 갖췄다고 판단된다.

[그림10] 아프리카TV 월간 순방문자수 추이



자료: 아프리카TV, 한화투자증권

[그림11] 한국경제TV 인터넷 부문 매출액 추이(분기별)



자료: 한국경제TV, 한화투자증권

VI. 투자 전략

‘온리원’을 꿈꾸는 ‘넘버원’ 기업	아프리카TV, 한국경제TV, 사람인에이치알 등은 커뮤니티 구성원들이 활동하고 소통하는 플랫폼을 제공함으로써 이용자를 끌어들이고, 여기에서 발생하는 트래픽을 활용해 매출을 일으키고 있다. 커뮤니티 플랫폼 비즈니스의 특징은 일단 넘버원으로 자리 잡게 되면 플랫폼 자체에서 레버리지 효과, 네트워크 효과, 락인 효과 등이 발생하면서 2위 이하 업체들이 넘보기 어려운 진입장벽이 구축된다는 점이다. 아프리카TV, 한국경제TV, 사람인에이치알 등은 넘버원을 넘어 온리원을 꿈꾸는 커뮤니티 플랫폼 기업으로 지속적인 실적 성장이 가능할 것으로 판단된다.
아프리카TV 목표주가 4만4000원 제시	아프리카TV에 대해 목표주가 ‘4만4000원’, 투자 의견 ‘BUY’를 제시한다. 아프리카TV는 소셜 미디어 플랫폼 분야에서 독보적 입지를 확보했고, 이를 보다 대중적인 뉴미디어로 발전시키기 위해 콘텐츠 및 이용자 확충에 역량을 집중하고 있다. 모바일 인터넷 환경의 발달과 다양한 스마트 기기의 보급은 동사가 영위하는 모바일 콘텐츠 산업 발전의 기반이 될 것이다.
	인터넷 산업은 진입장벽이 낮기 때문에 경쟁이 치열하다. 하지만 동사는 다년간 축적된 서비스 노하우와 견고한 커뮤니티 생태계를 바탕으로 국내에선 경쟁자를 찾기 어려울 정도로 확고한 입지를 구축했다. 동사의 비즈니스 모델은 BJ를 중심으로 한 커뮤니티를 기반으로 하고 있다. 커뮤니티의 종류가 다변화, 대중화되면서 지속적으로 성장할 수 있는 기반을 확보하게 될 것으로 판단한다.
한국경제TV 목표주가 7800원 제시	한국경제TV에 대해 목표주가 ‘7,800원’, 투자 의견 ‘BUY’를 제시한다. 한국경제TV는 케이블 방송과 인터넷 사업이 사업의 양대 축이다. 인터넷 사업은 증권경제 전문가 인터넷 방송인 ‘와우넷’이 주력이다. 케이블 방송 사업의 전사 실적 기여도는 종편 채널의 등장으로 인한 경쟁 심화와 방송광고 시장의 성장세 둔화로 갈수록 축소되고 있다. 반면 와우넷 서비스는 성장성 및 수익성 측면에서 명실상부한 주력 사업으로 부상했다.
	와우넷은 증권 투자자 커뮤니티를 기반으로 한 인터넷 방송 서비스다. 증권 투자 수익률이라는 강력한 이해관계로 결집된 커뮤니티인 만큼 결속력이 높고, 플랫폼에 대한 충성도가 높다는 점이 특징이다. 주식시장에서 개인의 직접투자 비중이 늘어나는 추세이고, 이들의 투자정보에 대한 수요도 다변화하고 있다. 와우넷은 전문가 방송 플랫폼을 통해 세분화하고 있는 투자정보 수요를 충족시킴으로써 안정적 성장세를 유지할 수 있을 것으로 예상된다.
사람인에이치알, 2위 이하 업체들과의 격차 확대 가능성에 주목	사람인에이치알은 후발주자였지만 구인/구직 정보 플랫폼의 1등 업체로 올라섰다. 차별화된 콘텐츠 제공을 통해 구직자의 눈길을 사로잡았고, 구직자의 트래픽이 집중되면서 구인 기업도 사람의인 플랫폼을 찾는 선순환 구조가 갖춰졌다. 향후 관련 포인트는 2등 업체와의 격차를 얼마나 벌릴 수 있느냐다. 지속적인 콘텐츠 고도화와 모바일 환경에서의 대응력 확보가 관건이 될 것이다. 플랫폼 비즈니스의 특징은 이용자가 많아질수록 그 플랫폼을 사용함으로써 얻는 효용이 더욱 증가한다는 점이다. 이에 따라 1등 업체인 사람인에이치알이 더 큰 지배력을 확보하게 될 가능성이 높다고 판단한다.

분석대상 업체 비교

구분		아프리카TV	한국경제TV	사람인에이치알
현재 주가(원)		29,250	5,050	18,150
시가총액(억 원)		3,180	1,162	2,112
주가상승률(%)	1M	3.7	8.5	16.3
	3M	-7.1	-22.8	15.6
	6M	8.3	52.6	17.5
	12M	-3.0	39.5	-13.6
P/E(배)	2014A	85.6	22.1	40.1
	2015A	58.6	8.5	30.8
	2016E	26.7	8.1	20.7
	2017E	21.5	7.0	18.3
P/B(배)	2014A	6.5	0.8	2.2
	2015A	6.1	1.1	4.2
	2016E	5.3	1.3	2.7
	2017E	4.4	1.1	2.5
EV/EBITDA(배)	2014A	29.9	5.8	16.1
	2015A	25.9	3.7	21.8
	2016E	17.0	4.6	13.5
	2017E	12.4	3.0	12.0
매출액성장률(%)	2014A	37.6	5.2	5.9
	2015A	24.6	23.6	23.9
	2016E	27.0	9.0	14.3
	2017E	16.4	8.8	15.8
영업이익성장률(%)	2014A	28.8	136.0	-31.8
	2015A	37.3	126.1	141.6
	2016E	87.7	34.4	16.3
	2017E	38.4	24.4	19.2
영업이익률(%)	2014A	11.0	8.7	7.7
	2015A	12.1	15.9	15.0
	2016E	17.9	19.6	15.2
	2017E	21.3	22.4	15.7
순이익률(%)	2014A	5.5	4.0	5.9
	2015A	6.6	12.6	12.7
	2016E	14.2	18.3	12.4
	2017E	15.8	19.4	12.7
ROE(%)	2014A	8.1	3.6	5.4
	2015A	11.0	13.3	14.0
	2016E	21.3	18.0	14.1
	2017E	22.4	17.8	14.7
순부채비율(%)	2014A	-14.0	-11.4	-72.7
	2015A	-31.8	-39.1	-25.9
	2016E	-43.0	-45.6	-26.8
	2017E	-46.7	-51.3	-27.3

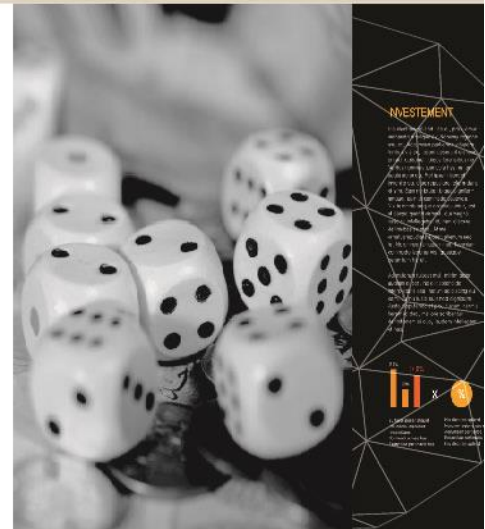
주: 2016년 10월 12일 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터

VII. 분석대상 종목

아프리카TV (067160)

한국경제TV (039340)

사람인에이치알 (143240)



아프리카TV (067160)

작전명, 플랫폼을 대중화하라!



▶ Analyst 김병기 bkkim@hanwha.com / RA 유창우 snoways.chris@hanwha.com

Buy (신규)

목표주가(신규): 44,000원

현재 주가(10/12)	29,250원
상승여력	▲ 50.4%
시가총액	3,180억원
발행주식수	10,872천주
52 주 최고가 / 최저가	34,050 / 19,600원
90 일 일평균 거래대금	30.38억원
외국인 지분율	36.7%

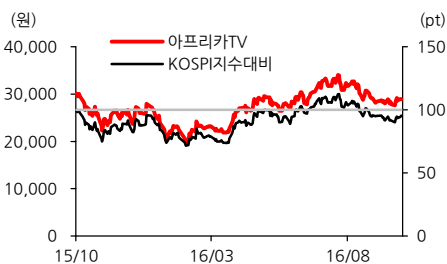
주주 구성	
(주)씨애티인터네셔널 외 3 인	23.6%
T.Rowe Price Hong Kong	9.1%
Morgan Stanley & Co.	6.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.7	-7.1	8.3	-3.0
상대수익률(KOSPI)	1.6	-9.3	5.7	-3.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2014	2015	2016E	2017E
매출액	50	63	80	93
영업이익	6	8	14	20
EBITDA	9	11	17	23
지배주주순이익	3	5	11	15
EPS	313	478	1,095	1,363
순차입금	-6	-15	-26	-33
PER	85.6	58.6	26.7	21.5
PBR	6.5	6.1	5.3	4.4
EV/EBITDA	29.9	25.9	17.0	12.4
배당수익률	0.6	0.7	0.9	1.0
ROE	8.1	11.0	21.3	22.4

주가 추이



동사는 국내 개인방송 시장에서 선도적 위치를 구축한 'Afreeca TV'를 중심으로 SNS 미디어 플랫폼 서비스를 제공하는 회사입니다. 아프리카 TV의 트래픽 선점 효과가 크기 때문에 후발 주자의 위협은 제한적일 것으로 판단됩니다. 동사는 콘텐츠 확대 등을 통해 플랫폼을 대중화하는 데 역량을 집중하고 있습니다. 또한 광고 부문의 성장도 기대되기 때문에 향후 성장 잠재력이 크다고 판단합니다.

트래픽 선점 효과를 통해 시장 지배력 공고해질 것

동사는 국내 개인방송 플랫폼 1위 업체다. 최근 양방향 소통형 방송의 인기가 높아지며 대형 인터넷 기업이 잇따라 개인방송 시장에 진출하고 있다. 하지만 트래픽 선점 효과가 확고하게 나타나면서 동사의 입지는 한층 탄탄해지고 있다. BJ(개인방송 제작자)가 다른 플랫폼으로 이동하더라도 아프리카TV에서만 트래픽을 확보하기가 어렵다. 이에 따라 경쟁력 있는 콘텐츠가 아프리카TV로 모이게 되고, 방대한 콘텐츠가 다시 이용자들의 트래픽을 끌어들이는 선순환 구조가 마련됐다. 경쟁사들의 시장진입 시도는 개인방송 시장의 성장 가능성이 크다는 점을 방증하는 것이며, 이는 오히려 동사에 기회요인이 될 것이라고 판단한다.

플랫폼 대중화가 지상과제

아프리카TV의 약점은 콘텐츠와 이용자층이 편중돼 있다는 점이며, 이 때문에 작년부터 순방문자 증가율이 둔화하는 문제가 나타났다. 이에 대한 타개책은 콘텐츠의 스펙트럼을 확장하는 것이다. 게임, 스포츠에 집중된 방송채널을 취미, 교육 등으로 다변화함으로써 신규 트래픽 증가와 ARPU 상승이라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있을 전망이다.

목표주가 4만4000원, 투자의견 'BUY' 제시

아프리카TV에 대해 목표주가 '4만4000'원, 투자의견 'BUY'를 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입한다. 소통형 개인방송 시장에서의 공고한 시장지배력을 기반으로 플랫폼 대중화를 성공적으로 진행할 것으로 판단한다. 이는 아직까지 비중이 낮은 광고 매출이 추세적으로 성장할 수 있는 기반이 될 것이다.

기업 개요

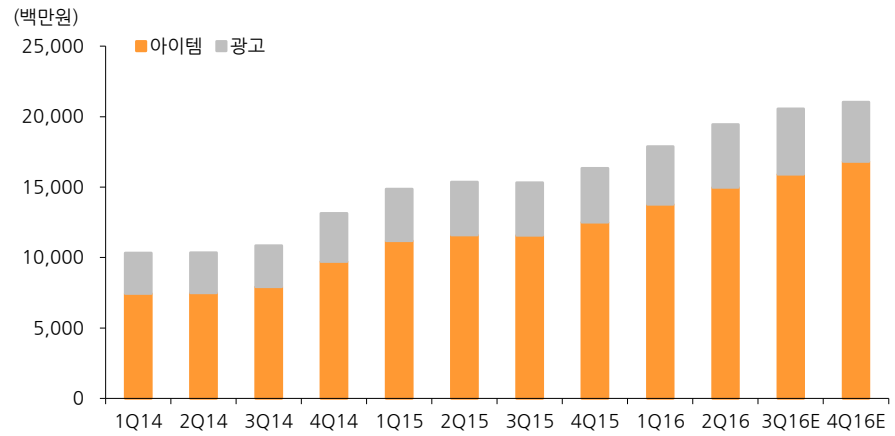
콘텐츠가 아닌 플랫폼을 제공하는 회사	동사는 국내 개인방송 시장에서 선도적인 위치를 확보한 'Afreeca TV'를 통해 SNS 미디어 플랫폼 서비스를 제공하고 있다. 동사는 방송 콘텐츠를 직접 제작하지 않는다. 동사의 역할은 ▶누구나 ▶쉽게 ▶언제 ▶어디서든 방송을 제작할 수 있고, 이를 ▶시청하고 ▶참여할 수 있는 플랫폼을 제공하는 것이다.
BJ와 유저 사이 양방향적 소통을 기반으로 커뮤니티가 형성됨	동사의 플랫폼 안에서 진행자인 BJ(Broadcast Jockey)와 시청자인 유저(User)는 방송 중 채팅창을 통해 실시간으로 소통한다. 누구나 BJ가 될 수 있으며 영역의 제한 없이 콘텐츠를 제공할 수 있다. 이에 따라 아프리카TV라는 플랫폼 안에서 콘텐츠는 무궁하게 확장될 수 있으며, 이 과정에서 BJ를 중심으로 하는 커뮤니티가 자연스럽게 생성된다.
커뮤니티 기반으로 아이템 부문에서 높은 매출 발생	동사의 주된 수익원은 아이템 매출이다. 유저는 별풍선 등의 아이템을 구매해 자발적으로 BJ에게 선물한다. BJ가 받은 별풍선은 아프리카TV와 BJ가 일정한 비율로 나누어 매출로 인식하는 구조다. 동사의 아이템 매출비중은 전체의 75%로 높은 수준이다. 유저가 선물하는 아이템은 단순한 시청료가 아니라, 커뮤니티의 일원으로서 지불하는 자발적 기부의 성격이다. BJ가 콘텐츠를 공유하고 유저가 BJ에게 기부하는, 공유와 기부에 기반한 독특한 비즈니스 모델을 갖고 있다.
광고 부문의 성장은 지금껏 정체돼 있었음	광고 부문에서도 매출은 발생하지만 비중은 20%대로 다른 인터넷 플랫폼 업체보다 낮다. 하지만 달리 보면 이는 광고 매출의 성장 잠재력이 크다는 점을 시사하는 것이기도 하다. 동사는 현재 콘텐츠의 대중화를 통한 방문자 커뮤니티 확대에 주력하며 본격적인 광고 영업은 아직 시도하지 않고 있다. 향후 아프리카TV 플랫폼에 대한 광고주들의 인식이 변화하고, 타깃 광고의 효율성이 입증된다면 광고 부문의 매출비중이 크게 확대될 전망이다.

[그림12] 아프리카TV 플랫폼 구조 및 아이템 부문 매출 발생 과정



자료: 아프리카TV, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 아프리카TV 플랫폼 매출 추이



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 아프리카TV 매출구조 및 주요 상품 분류

	구분	종류	내용
플랫폼 매출 (매출비중 99.3%)	아이템	별풍선	유저들이 BJ에게 방송 중 선물하는 아이템, 별풍선을 선물한 BJ의 팬클럽에 가입되어 팬클럽 공개 게시판을 사용할 수 있음
		퀵 뷰	시청 가능 인원이 가득찬 Full 방도 언제나 입장할 수 있고, 방송 입장 시 동영상 광고 없이 바로 방송을 시청할 수 있는 아이템
		스티커	스티커를 선물하면 해당 BJ의 서포터 회원이 되어 채팅창에 서포터 표시가 나타남, 해당 BJ는 스티커를 스티커 아이템으로 교환하여 방송 중 유용하게 사용
	광고	프리롤 광고	방송 시청에 앞서 자동적으로 재생되는 광고
		디스플레이 광고	방송 시청 중 메인화면, 채팅창 등 광고를 게재할 수 있는 공간에 팝업 형태로 보여지는 광고
		브랜드콘텐츠	인기 BJ가 신규 채널을 개설해 특정 브랜드를 홍보하는 양방향 소통형 광고
기타 매출 (매출비중 0.7%)	인터넷게임 및 사옥 임대수익등을 포함하고 있음		

주: 올해 상반기 기준

자료: Dart, 아프리카TV, 한화투자증권 리서치센터

트래픽 선점 효과 + 시장 성장 가속화

양방향 소통형 방송에 대한 니즈 확산

최근 양방향 소통형 방송에 대한 수요가 점차 확산되고 있다. 그 배경에는 접근성이 높고 시공간적 제약이 없는 스마트 기기의 보편화와 소통을 통해 외로움을 달래고자 하는 1인가구 증가 등이 있다. 실제로 '마이 리틀 텔레비전'의 선풍적인 인기에서 소통을 기반으로 하는 양방향 개인방송에 대한 대중들의 높은 관심을 확인할 수 있다.

경쟁 심화가 동시에 미치는 영향은 제한적이라고 판단

이와 같은 수요 변화에 대응하고자 최근 대형 인터넷 플랫폼 업체들이 앞다투어 개인방송 시장에 진출하고 있다. 네이버 V의 연예인 위주 방송 편성, 다음 TV팟의 지상파 '마이 리틀 텔레비전'과의 연계 방송 등이 대표적 사례다. '페리스코프'를 인수한 트위터를 비롯해 페이스북, 유튜브 등 글로벌 인터넷 기업도 본격적으로 라이브 영상 서비스를 도입하고 있다. 우리는 이 같은 시장 진입자 증가가 경쟁 심화로 인한 위협요인이 되기 보다는 시장 성장을 촉발시키는 기회요인이 될 것이라고 판단한다.

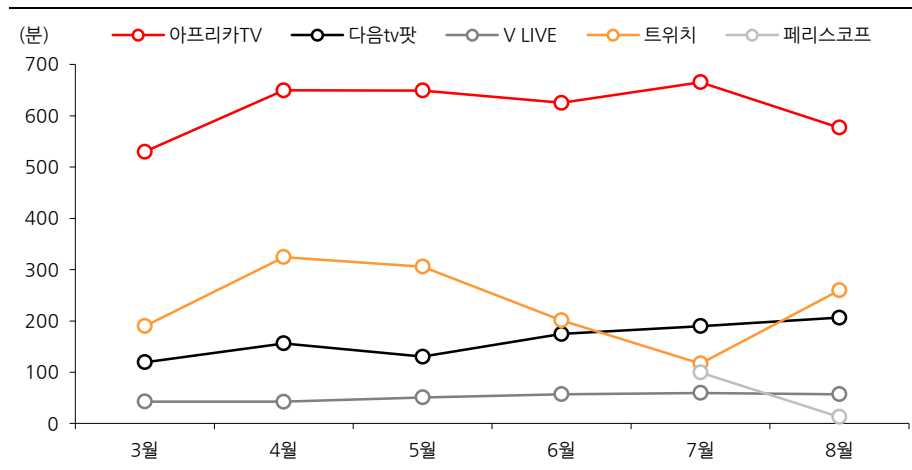
개인방송 시장에서 공고한 시장지배력 구축

아프리카TV는 국내 개인방송 1위 사업자로서 확고한 시장지배력을 갖추고 있다. 동사는 지난 5년간 라이브 개인방송에 최적화된 플랫폼을 구축하고 운영 노하우를 쌓았으며, BJ 중심의 커뮤니티 생태계를 조성해왔다. 그 결과 아프리카TV에서 6개월 동안 활발하게 활동하는 BJ는 10,000명에 달하고, 하루 평균 실시간 방송 채널 수가 5,000개에 이르며, 일평균 방문자 수는 300만 명에 육박하는 등 경쟁 서비스를 압도하는 트래픽 선점 효과를 보여주고 있다.

트래픽 선점을 통한 선순환구조 마련

이 같은 트래픽 선점 효과는 강력한 진입장벽으로 작용한다. BJ들이 인기를 모으고 수익을 극대화하기 위해서는 트래픽이 많은 동사의 플랫폼을 선호할 수밖에 없다. 경쟁력있는 BJ가 아프리카TV로 모여들면 콘텐츠의 양과 질이 풍성해지고, 이는 다시 시청자들의 트래픽을 끌어들이는 선순환 구조가 마련된다. 지난해 KooTV가 시장에 진입한 지 4개월 만에 서비스를 중단한 바 있는데, 이는 인기 BJ를 대거 영입했음에도 불구하고 선발주자가 구축한 트래픽 선점 효과를 극복하지 못했기 때문이다.

[그림14] 플랫폼별 1인당 월평균 사용시간(스마트폰 앱 기준)



자료: 와이즈앱, 한화투자증권 리서치센터

성장 전략: 플랫폼 대중화

트래픽 정체에 직면하며
플랫폼을 대중화할 시점

아프리카TV는 콘텐츠가 게임, 보이는 라디오 등 일부에 편중되어 있고 이용자층도 남성 및 20대에 치우쳐 있다는 것이 약점이다. 또한 단기간에 인기를 끌어모으기 위해 성인물, 도박물 등 선정적이고 자극적인 콘텐츠가 올라오기도 한다는 점도 문제다. 새로운 사용자층을 끌어들이기 어려워지면서 작년부터 순방문자 수의 증가세가 둔화하기 시작했다. 이 때문에 콘텐츠와 플랫폼을 대중적으로 업그레이드하는 것이 한 단계 도약하기 위한 선결과제로 떠올랐다.

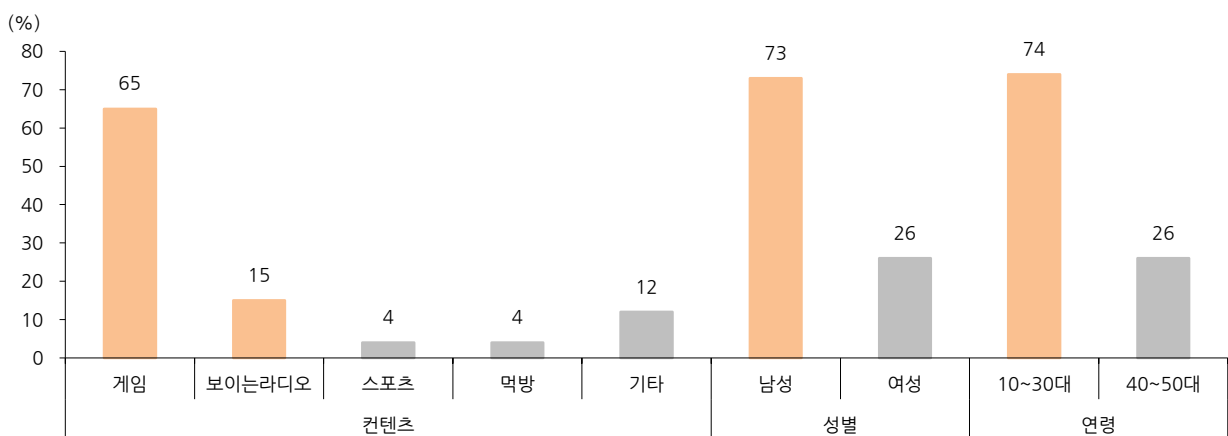
아프리카TV는 플랫폼을 대중화하기 위해 다각도의 노력을 기울이고 있다.

1) 콘텐츠 다양화

첫째, 콘텐츠 다양화에 주력하고 있다. 2015년 3월부터 AOA, 걸스데이 등과 같은 정상급 연예인과 함께하는 실시간 양방향(인터랙티브) 방송을 연간 250회 이상 진행하고 있다. 또한 변호사가 진행하는 법방, 과학자가 진행하는 과학방 등 전문가 방송도 인기를 모으고 있다. 아울러 낚시, 바둑과 같은 취미 방송의 시청자 수도 늘어나고 있으며, 프라모델 조립, 미니어처 제작 등 마이너 커뮤니티의 유입도 지속적으로 이루어지고 있다. 인기 BJ들이 공동으로 진행하는 특별방송 등 다양한 이벤트성 방송도 강화하고 있으며, 최근에는 쇼핑과 소셜트레이딩 같은 신규 서비스도 시작했다.

동사는 올해 상반기 기준 트래픽 및 결제율이 지난해 말과 큰 차이가 없음에도 불구하고 사상 최대 실적을 달성했다. 이는 콘텐츠가 증가하며 게임 등 기존 영역에서 활동하던 유저층이 다른 영역으로 이동해 아이템을 구매한 빈도가 늘어났기 때문인 것으로 풀이된다. 콘텐츠 다양화를 위한 노력이 성과를 거두면서 실적 성장으로 연결되기 시작한 것이다.

[그림15] 콘텐츠 및 유저별 트래픽 비중



주: 2016년 2분기 기준

자료: 아프리카TV, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 다양한 영역으로 확대되는 콘텐츠 확장 진행 중



자료: 아프리카TV, 한화투자증권 리서치센터

2) 플랫폼 클린화

둘째, 선정적·자극적 방송을 막고 채팅창을 정화하는 등 플랫폼 클린화 작업에도 역량을 집중하고 있다. 현재 총 50명의 모니터링 요원이 주간·야간·새벽 3교대로 근무하며 실시간으로 방송을 감시한다. 또한 채팅창의 욕설, 비방을 근절하기 위해 계정 영구정지를 비롯한 강력한 제재를 가하고 있다. 가장 높은 수위의 제재인 영구정지는 2014년 17만 건, 2015년 46.5만 건, 올해는 상반기에만 30.3만 건이 나왔다. 이와 같은 규제 강화 노력 덕분에 지금은 노골적인 성인방송이 대부분 사라진 상태다.

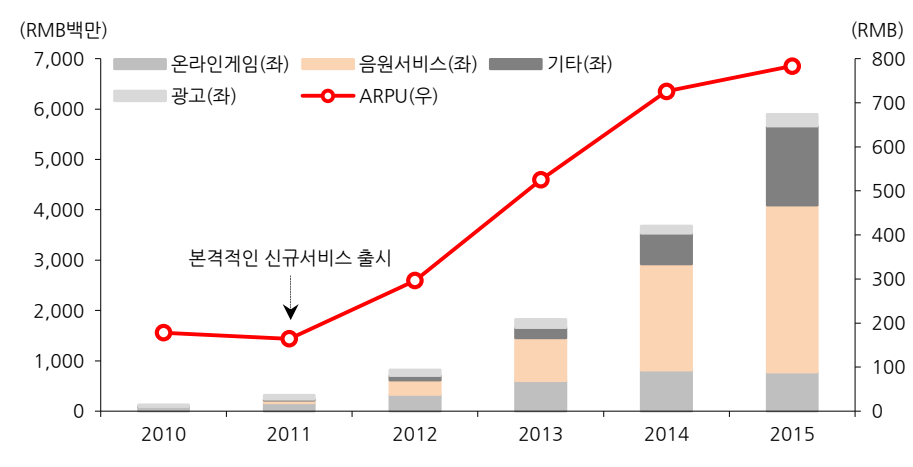
유저층 다변화 및 커뮤니티
확대를 통한
트래픽과 ARPU 상승

플랫폼의 대중화를 통해 기대할 수 있는 것은 ▶유저층 다변화로 인한 트래픽 증가와 ▶ARPU(Average Revenue Per Users, 1인당 평균 매출) 상승이다. 아프리카TV는 남성 시청자의 비중이 73%로 압도적이고, 10~20대의 비중 또한 56%로 과반이 넘는다. 여성 및 장년층 수요에 부합하는 콘텐츠가 더욱 늘어나면 시청자층이 확산되면서 둔화하고 있는 트래픽 증가율도 반전할 수 있을 것이다. 구매력이 높은 시청자층이 유입되면 결제율과 ARPU가 함께 상승하는 선순환 구조가 나타날 전망이다.

해외사례: YY TV

중국 개인방송 1위 업체인 YY의 경우 2008년부터 게임 중심의 방송 콘텐츠를 제공하기 시작했다. 하지만 게임에 편중된 콘텐츠를 다변화하기 위해 2011년부터 음원 서비스, 온라인 만남, 교육 등의 신규 서비스를 출시했다. [그림17]을 보면 신규 서비스를 적극 출시하면서 콘텐츠 다변화에 성공한 결과 2012년부터 YY의 ARPU와 매출액이 급격히 상승한 점을 확인할 수 있다. 즉, 콘텐츠 확장에 성공하면 트래픽과 ARPU가 동반 상승하며 외형성장을 가속화할 수 있다는 것이다.

[그림17] YY의 매출 및 ARPU 추이



자료: YY, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

광고 부문 성장 기대

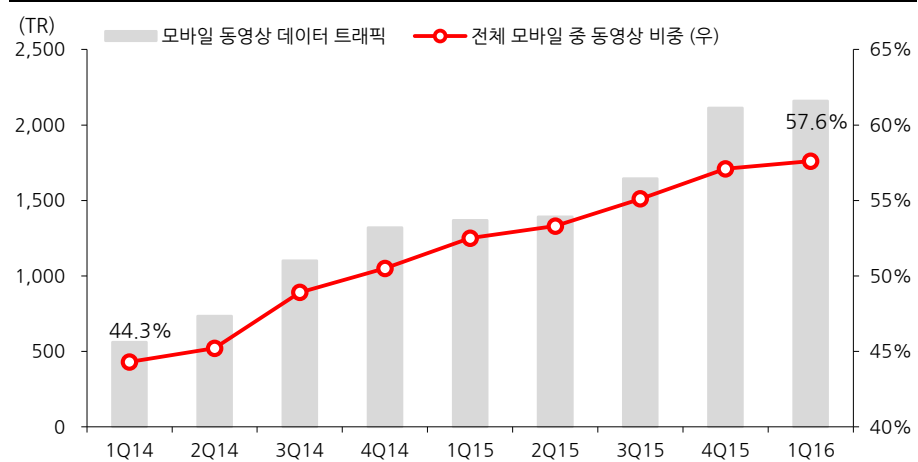
세 가지 이유에서 광고 부문
성장 가능할 것

동사는 올해를 광고 부문 성장의 원년으로 삼고 영업력 강화에 초점을 두고 있다. 우리는 크게 세 가지 근거하에 광고 부문 매출이 2017년부터 본격적으로 성장할 것으로 예상한다.

1) 모바일 동영상 광고 시장
성장에 따른 수혜

첫째, 모바일 동영상 광고 시장의 성장에 따른 수혜가 예상된다. [그림18]을 보면 모바일 동영상 트래픽의 규모와 비중이 지속적으로 증가하고 있음을 알 수 있다. 이는 동영상 서비스가 광고매체로서 영향력을 확보할 수 있다는 점을 시사한다. 동사는 올해 상반기부터 모바일 LTE 광고를 시작했으며 내년부터 모바일 프리롤 광고를 적극 늘려 유희 인벤토리(광고를 게재할 수 있는 공간)를 줄여나갈 것으로 예상된다.

[그림18] 국내 모바일 동영상 데이터 트래픽 추이



자료: 미래창조과학부, 한화투자증권 리서치센터

2) 타기팅 기술 도입을 통한 광고 효율 향상

둘째, 아프리카TV는 ‘애드테크(ADTech)’ 트렌드에 최적화된 플랫폼이다. 아프리카TV를 방문하는 유저들은 하루 평균 2테라바이트 분량의 데이터를 사이트에 떨어뜨린다. 동사는 이 같은 빅데이터를 분석해 이용자의 구매 행태를 예측하고 최적의 구매 대상자를 실시간으로 타기팅할 수 있는 기술을 확보했다. 이는 아프리카TV의 광고 효율을 높이는 데 기여할 것이다. 동사가 플랫폼 대중화에 성공해 구매력이 높은 30대 이상의 시청자층이 확산된다면, 광고 효율이 높은 아프리카TV를 찾는 광고주가 크게 늘어날 전망이다.

3) 콘텐츠 광고 활성화

셋째, 브랜드 콘텐츠 광고가 빠르게 성장할 전망이다. 콘텐츠 광고는 인기 BJ가 신규 채널을 개설해 특정 브랜드를 홍보하는 양방향 소통형 광고다. 작년 초에 시작해 현재 활성화 단계에 접어들었다. 신규 채널을 개설하기 때문에 광고 인벤토리에 대한 제약이 없으며, 실시간으로 시청자와 소통할 수 있어서 잠재적 소비자들의 피드백을 즉각 접수할 수 있다.

2015년에는 유명 BJ 4명이 소리바다 영업팀 직원이 되는 내용의 콘텐츠 광고 방송을 진행했다. 방송 이후 소리바다 가입자가 10배 이상 증가하는 효과가 나타났다. 농식품 부와는 농식품 분야의 정보와 정책을 효율적으로 알리고 홍보하기 위한 업무협약을 체결하기도 했다. 이와 같은 콘텐츠형 광고는 동사가 기획, 제작, 방송을 직접 담당하기 광고단가가 높다. 뛰어난 광고 효과가 입증되고 있어 광고주 입장에서도 만족도가 높은 것으로 파악된다. 콘텐츠 광고는 향후 아프리카TV의 광고 부문 매출 성장에 직접적으로 기여할 것으로 기대된다.

[그림19] 콘텐츠형 광고의 사례



자료: 산업 자료

실적 전망 및 밸류에이션

2016년 영업이익
전년 대비 96% 성장 전망

2016년 매출액과 영업이익은 각각 지난해보다 27%, 88% 증가한 798억 원, 143억 원을 기록할 것으로 예상된다. 1) 콘텐츠가 점차 다변화되며 사용자들의 결제율이 높아지고 있고, 2)이용자층이 확산되면서 신규 트래픽이 증가할 전망이며, 2)매출액 상승에 따른 영업 레버리지 효과가 나타나면서 수익성도 개선될 것으로 판단한다. 동사는 과거 지상파, 종합편성채널 등의 콘텐츠를 소싱하는 경우가 많았으나, 현재는 BJ가 자체 제작한 콘텐츠를 중심으로 커뮤니티를 확대하는 데 초점을 두고 있다. 이에 따라 외부 콘텐츠에 지급하는 판권료 등 수수료의 비중이 추세적으로 하락할 것이며, 이는 영업이익률 개선으로 이어질 전망이다.

2017년부터 광고 부문
성장 본격화

2017년부터는 광고 부문의 매출 비중이 본격적으로 올라오며 성장의 견인차 역할을 할 것이다. 모바일 동영상 광고 시장이 빠른 성장세를 보이고 있는 가운데 아프리카TV가 타기팅 효과가 뛰어난 광고 플랫폼이라는 점이 입증되고 있다. 한편 콘텐츠 광고는 동사만의 특성을 잘 살린 차별화된 광고 전략으로, 최근 게임업체를 비롯한 다양한 광고주의 수요가 크게 늘어나고 있다. 아프리카TV의 광고 매출액(비중)은 올해 175억 원(22%)에서 내년 225억 원(24%)으로 증가할(확대될) 것으로 추정한다.

[표2] 아프리카TV의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	18.3	19.8	20.6	21.1	22.3	22.1	23.8	24.8	50.5	62.9	79.8	93.0
YoY	19%	28%	33%	28%	22%	11%	16%	18%	38%	25%	27%	16%
QoQ	12%	8%	4%	2%	6%	-1%	8%	4%				
아이템	13.8	15.0	15.9	16.8	17.1	16.3	17.7	19.1	32.5	46.8	61.4	70.3
광고	4.1	4.5	4.7	4.2	5.1	5.7	6.0	5.6	12.1	15.0	17.5	22.5
기타 매출	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	5.8	1.0	0.2	0.2
영업이익	3.6	3.8	3.2	3.7	4.6	4.9	4.9	5.4	5.6	7.6	14.3	19.8
YoY	22%	99%	4%	40%	79%	61%	102%	159%	29%	37%	88%	38%
QoQ	69%	17%	-33%	6%	117%	4%	-16%	36%				
세전이익	3.5	4.0	2.9	3.5	4.4	4.7	4.6	5.2	3.1	5.1	13.8	18.8
당기순이익	3.2	2.3	2.8	3.4	3.6	3.5	4.1	5.1	2.5	4.1	11.3	14.7
수익성												
영업이익률	20%	19%	15%	18%	20%	22%	21%	22%	11%	12%	18%	21%
세전이익률	19%	20%	14%	17%	20%	21%	19%	21%	6%	8%	17%	20%
순이익률	17%	12%	14%	16%	16%	16%	17%	21%	5%	7%	14%	16%
부문별 매출비중												
아이템	75%	76%	77%	80%	77%	74%	74%	77%	65%	75%	77%	76%
광고	22%	23%	23%	20%	23%	26%	25%	23%	24%	24%	22%	24%
기타 매출	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	12%	2%	0%	0%

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

목표주가 4만4000원,
투자의견 Buy 제시

아프리카TV에 대해 목표주가 4만4000원, 투자의견 Buy를 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입한다. 목표주가는 향후 12개월 예상실적 기준 EPS 1,274원에 목표 PER 35배를 적용해 산출했다. 우리가 적용한 목표 PER 35배는 동사의 2014~15년 PER 하단의 평균이다.

아프리카TV의 주가는 개인방송 플랫폼이 사회적 이슈가 되기 시작한 2014년에 한 단계 올라섰고, 올해 들어 수익성이 본격적으로 강화되면서 높은 PER 배수가 정당화되고 있다. 내년에 광고 부문의 매출비중이 본격적으로 확대되면 새로운 성장동력을 장착하게 될 전망이다. 이에 따라 과거 2년 하단 수준의 PER 배수를 적용하는 데 무리가 없다고 판단한다.

[표3] 아프리카 TV 밸류에이션

구분		비고
12개월 Fwd. EPS (원)	1,274	
Target PER (배)*	35	*아프리카 TV 2014~15년 PER 하단 평균
적정 주가 (원)	44,588	
목표 주가 (원)	44,000	
현재 주가 (원)	29,250	
상승 여력 (%)	50.4	

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

해외 트위치TV 인수 사례를
통해 동사 기업가치의
상승 여력이 충분하다 판단

아마존은 2014년에 글로벌 인터넷 게임방송 1위 업체인 트위치TV를 약 1조 원에 인수했다. 당시 트위치TV의 DUV(Daily Unique Vistors, 일간 순방문자)는 약 437만 명으로 DUV당 가치는 233,813원이었다. 현재 아프리카TV의 기업가치를 DUV로 나누면 DUV당 가치가 약 106,000원으로 추산된다. 이는 2014년 트위치TV의 절반 수준에 불과하다. M&A 당시 산정된 트위치TV의 기업가치에 경영권 프리미엄이 녹아 있다는 점을 감안하더라도 이 같은 할인율은 과도하다고 판단된다. 우리는 아프리카TV의 국내 개인방송 시장에서의 확고한 입지와 향후 안정적인 성장이 예상된다는 점을 고려할 때 동사의 기업가치 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

[표4] 트위치 TV와 아프리카 TV의 DUV 당 기업가치 비교

	트위치 TV	아프리카 TV	산식
DUV(명)	4,368,639	3,000,000	(a)
기업가치(십억원)	1,021	318	(b)
DUV 당 가치(원)	233,813	106,000	(b)/(a)

주1: 2014년 평균환율 적용함

주2: 아프리카TV 기업가치는 2016년 10월 12일 시가총액 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	50	63	80	93	109
매출총이익	50	63	80	93	109
영업이익	6	8	14	20	27
EBITDA	9	11	17	23	30
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	5	14	19	26
당기순이익	3	4	11	15	20
지배주주순이익	3	5	11	15	20
증가율(%)					
매출액	37.6	24.6	27.0	16.4	17.5
영업이익	28.8	37.3	87.7	38.4	37.0
EBITDA	34.6	16.9	63.1	33.2	32.7
순이익	1,448.1	50.6	172.9	29.6	39.1
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	11.0	12.1	17.9	21.3	24.9
EBITDA 이익률	17.9	16.8	21.6	24.7	27.9
세전이익률	6.1	8.1	17.3	20.2	23.9
순이익률	5.5	6.6	14.2	15.8	18.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금흐름	12	15	15	15	21
당기순이익	3	4	11	15	20
자산상각비	3	3	3	3	3
운전자본증감	1	3	-1	-3	-3
매출채권 감소(증가)	-1	-1	-2	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	1	1
투자현금흐름	-3	-5	-5	-5	-5
유형자산처분(취득)	-2	-2	-2	-3	-3
무형자산 감소(증가)	-3	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
재무현금흐름	-1	-6	-2	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-3	-5	-2	0	0
자본의 증가(감소)	2	-1	1	-3	-3
배당금의 지급	1	2	2	3	3
총현금흐름	11	13	17	18	24
(-)운전자본증감(감소)	-4	-5	0	3	3
(-)설비투자	2	2	2	3	3
(+)자산매각	-3	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	10	14	13	11	17
(-)기타투자	0	4	2	1	1
잉여현금	10	11	11	11	16
NOPLAT	5	6	12	15	21
(+) Dep	3	3	3	3	3
(-)운전자본투자	-4	-5	0	3	3
(-)Capex	2	2	2	3	3
OpFCF	10	11	12	13	19

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	32	37	50	62	79
현금성자산	13	17	26	33	47
매출채권	17	19	23	27	31
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	30	31	32	33	35
투자자산	12	14	15	16	16
유형자산	12	12	12	13	14
무형자산	7	5	5	5	5
자산총계	62	68	82	96	114
유동부채	16	19	23	24	26
매입채무	3	4	4	5	6
유동성이자부채	4	1	0	0	0
비유동부채	3	1	0	0	0
비유동이자부채	3	1	0	0	0
부채총계	19	20	23	24	26
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	33	33	36	36	36
이익잉여금	5	8	18	30	47
자본조정	-1	1	0	0	0
자기주식	-2	-2	-4	-4	-4
자본총계	43	48	60	72	89

주요지표

(단위: 원, 배)

월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표					
EPS	313	478	1,095	1,363	1,896
BPS	4,115	4,600	5,533	6,646	8,242
DPS	150	200	250	300	400
CFPS	1,101	1,267	1,589	1,643	2,191
ROA(%)	5.3	7.6	15.2	16.5	19.4
ROE(%)	8.1	11.0	21.3	22.4	25.5
ROIC(%)	15.0	24.2	48.9	58.7	70.5
Multiples(x, %)					
PER	85.6	58.6	26.7	21.5	15.4
PBR	6.5	6.1	5.3	4.4	3.5
PSR	5.4	4.6	3.8	3.4	2.9
PCR	24.3	22.1	18.4	17.8	13.4
EV/EBITDA	29.9	25.9	17.0	12.4	8.9
배당수익률	0.6	0.7	0.9	1.0	1.4
안정성(%)					
부채비율	45.0	41.5	38.0	33.8	29.0
Net debt/Equity	-14.0	-31.8	-43.0	-46.7	-52.4
Net debt/EBITDA	-66.4	-144.8	-148.5	-145.7	-152.7
유동비율	196.2	198.0	221.8	257.5	308.9
이자보상배율(배)	14.9	56.4	513.2	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	51.7	42.6	37.5	36.4	33.6
현금+투자자산	48.3	57.4	62.5	63.6	66.4
자본구조(%)					
차입금	14.8	4.2	0.0	0.0	0.0
자기자본	85.2	95.8	100.0	100.0	100.0

한국경제TV (039340)

증권정보 플랫폼을 대표하는 기업



▶ Analyst 김병기 bkkim@hanwha.com / RA 유창우 snoways.chris@hanwha.com

Buy (신규)

목표주가(신규): 7,800원

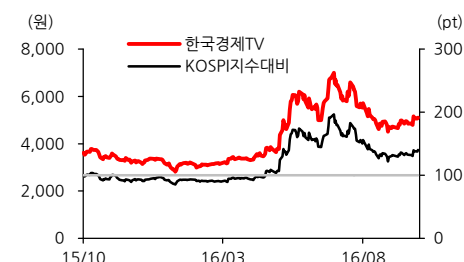
현재 주가(10/12)	5,050원
상승여력	▲ 54.5%
시가총액	1,162억원
발행주식수	23,000천주
52 주 최고가 / 최저가	7,000 / 2,810원
90 일 일평균 거래대금	14.47억원
외국인 지분율	5.9%
주주 구성	
한국경제신문 외 1인	38.1%
박영욱	10.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.5	-22.8	52.6	39.5
상대수익률(KOSPI)	6.4	-24.9	49.9	38.9

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2014	2015	2016E	2017E
매출액	58	72	79	86
영업이익	5	11	15	19
EBITDA	8	13	17	21
지배주주순이익	2	9	14	17
EPS	100	396	624	723
순차입금	-7	-29	-39	-52
PER	22.1	8.5	8.1	7.0
PBR	0.8	1.1	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.8	3.7	4.6	3.0
배당수익률	2.3	1.8	1.6	2.0
ROE	3.6	13.3	18.0	17.8

주가 추이



우리는 한국경제 TV의 와우넷이 안정적인 장기 성장성을 확보할 수 있다고 봅니다. 주식투자 인구가 계속 늘고 있는 가운데 개인 직접투자의 비중이 확대되는 추세여서 투자정보에 대한 수요가 증가할 수밖에 없습니다. 와우넷은 증권정보 인터넷 방송의 대표적 플랫폼으로 자리 잡았기 때문에 꾸준한 실적 성장이 가능할 것으로 판단됩니다.

목표주가 7,800원, 투자의견 Buy 제시

한국경제TV에 대해 목표주가 7,800원, 투자의견 Buy를 제시한다. 동사의 케이블방송 사업은 성장 정체기에 접어들었지만, 증권경제 전문가 방송 와우넷이 새로운 주력사업으로 부상했다. 와우넷은 증권 투자자 커뮤니티를 기반으로 한 인터넷 방송 플랫폼으로, 다양한 층위의 투자정보 수요에 대응함으로써 꾸준히 외형을 확장해가고 있다.

와우넷 사업 안정적 성장세

와우넷은 한국경제TV와 계약한 외부 전문가들이 콘텐츠를 생산하고 시청자들이 이를 유료로 소비하는 구조다. 유료 가입자의 월평균 회원료는 60만 원대이며, 이를 방송 플랫폼을 제공하는 한국경제TV와 콘텐츠를 생산하는 전문가가 6대 4의 비율로 배분하는 것이 비즈니스 모델이다. 동사의 와우넷 부문 매출액(매출 비중)은 2014년 123억 원(21%)에서 2015년 279억 원(39%)으로 급증했고, 올해는 367억 원(47%)을 달성할 것으로 추정된다.

현 주가는 절대적 저평가 수준

와우넷은 1) 주식시장의 개인 직접투자자 비중 증가, 2) 콘텐츠의 고도화, 3) 한국경제TV 케이블 방송과의 시너지 효과 등을 기반으로 지속적인 성장이 가능할 전망이다. 와우넷의 전체 가입자 중에서 유료 회원은 0.8%에 불과해 성장 잠재력이 크다. 일부 전문가가 와우넷 플랫폼을 악용하는 사례가 간헐적으로 발생하고 있으나, 이는 회원들의 플랫폼 자체에 대한 충성도에 큰 영향을 미치지 못하는 개인적 일탈 행위이므로 단기적 이슈에 불과하다고 판단한다.

동사의 올해 및 내년 예상실적 기준 PER은 현재 각각 8.1배, 7.0배에 불과하다. 와우넷 사업의 지속성장 가능성, 올해 상반기 말 기준 340억 원에 달하는 순현금 등을 감안할 때 절대적으로 저평가된 수준이라고 판단한다.

1. 투자 의견 Buy 와 목표주가 7,800 원 제시

목표주가 7,800원 제시

한국경제TV에 대해 목표주가 7,800원, 투자 의견 Buy를 제시한다. 목표주가는 향후 12개월 예상 실적 기준 EPS 6,400원에 목표 PER 12.3배를 적용한 것이다. 목표 PER 12.3배는 동사의 과거 10년간 평균 PER 17.6배를 30% 할인한 수치인데, 이는 최근 불거진 와우넷 전문가 출신 방송인의 일탈행위로 플랫폼의 건전성이 일부 훼손된 점을 반영한 것이다. 하지만 이는 단기적 이슈에 그쳐 실적에 미치는 영향이 크지 않을 전망이다. 때문에 밸류에이션이 역사적 평균 수준까지는 회귀할 가능성이 높다고 판단한다.

현재 주가는 절대적 저평가 수준

동사의 올해 및 내년 예상 실적 기준 PER은 각각 8.1배, 7.0배 수준이다. 올 상반기 말 기준 순현금 340억 원과, 상암동 디지털큐브 자산가치 430억 원(출자 170억 원 + 대여금 262억 원)만으로도 현재 시가총액 1162억 원의 66%를 설명할 수 있다. 2016년 영업이익이 155억 원으로 예상된다는 점을 감안하면 지금의 기업가치는 절대적 저평가 영역에 있다고 판단한다.

주가 저평가 요인 해소될 것

동사 주가의 저평가는 오해에서 비롯된 것으로, 해소될 수 있다고 본다. 우선 케이블방송 시장의 경쟁심화로 인해 성장이 제한될 것이라는 우려가 있다. 케이블 방송 시장이 레드 오션이 되어가고 있는 점은 불가피한 트렌드다. 하지만 동사의 전체 매출액에서 케이블방송 부문이 차지하는 비중이 지난해 이미 50% 밑으로 떨어진 데다, 케이블방송 사업을 대신해 인터넷 부문(와우넷)이 명실상부한 주력사업으로 부상한 점을 감안할 때 이 오해는 곧 해소될 것으로 본다.

와우넷은 장기 성장성 확보할 가능성 높아

와우넷의 장기 성장성에 대한 우려도 상존한다. 틈새시장을 파고들었을 뿐 성장세를 지속하기는 어려울 것이라는 예상이 그 핵심이다. 하지만 주식시장에서 개인 직접투자자의 비중이 확대되는 추세이고, 와우넷은 개인 전업 투자자의 정보유통 플랫폼으로 확고한 입지를 구축하고 있다. 회원 수 증가는 우수한 증권 방송 전문가들을 모여들게 만들고, 이들이 생산하는 양질의 콘텐츠가 다시 회원 수 확대에 이어지는 선순환 구조가 갖춰졌다고 판단한다. 이에 따라 와우넷은 외풍에 크게 흔들리지 않는 장기 성장성을 확보할 가능성이 높다고 본다.

[표5] 한국경제 TV의 밸류에이션 추이

(단위: 배)

구분		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	평균
PER	기말	18.4	9.8	17.2	7.6	6.1	8.0	11.0	53.3	22.1	8.5	16.2
	최고	23.0	13.6	42.9	8.2	9.3	11.7	12.2	60.9	29.3	10.4	22.1
	최저	14.1	8.8	12.2	2.7	5.5	7.7	8.8	49.1	17.9	5.2	13.2
	평균	18.8	10.4	29.3	5.6	7.2	9.4	10.6	54.5	22.2	7.9	17.6
PBR	기말	2.5	2.0	0.8	1.7	1.1	0.8	0.8	0.7	0.8	1.1	1.2
	최고	3.2	2.8	2.1	1.9	1.7	1.2	0.8	0.8	1.1	1.3	1.7
	최저	1.9	1.8	0.6	0.6	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9
	평균	2.6	2.1	1.4	1.3	1.3	0.9	0.7	0.7	0.8	1.0	1.3
PSR	기말	2.5	2.1	0.7	1.5	1.1	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
	최고	3.1	2.9	1.8	1.6	1.7	1.0	0.8	0.9	1.2	1.3	1.6
	최저	1.9	1.9	0.5	0.5	1.0	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9
	평균	2.5	2.2	1.3	1.1	1.3	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	1.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 안정적 성장이 예상되는 와우넷

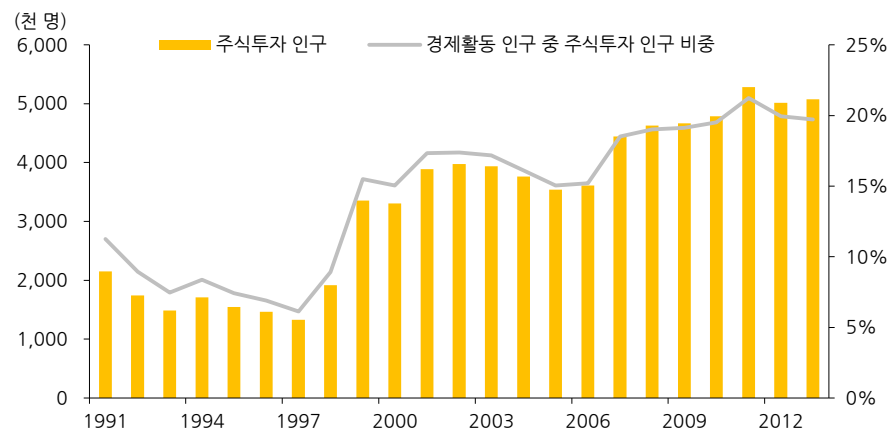
주식투자 인구
꾸준한 증가세

경제 규모가 커짐에 따라 주식투자 인구도 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 한국거래소에 따르면 우리 나라의 주식투자 인구는 2013년 말 주주명부 기준으로 507만 6000명으로 전체 경제활동인구의 19.7% 수준이다. 주식투자 인구는 2000년대 들어 연평균 3.4%의 성장률을 보이고 있으며, 이 같은 안정적 성장세는 앞으로도 유지될 것으로 예상된다.

주식 거래대금 내
개인투자자의 비중도
확대 추세

이에 따라 주식 거래대금 내 개인투자자의 비중도 지속적으로 증가하고 있다. 한국 주식시장에서 개인투자자의 비중은 3분기 기준 68%에 이른다. 기관 13%, 외국인 18%에 비해 압도적이다. 최근 5년간의 트렌드를 보자면, 주식 거래대금 내 개인투자자의 비중은 2013년 평균 57%를 저점으로 2014년 58%, 2015년 66%, 2016년 68%로 추세적 상승세에 있다.

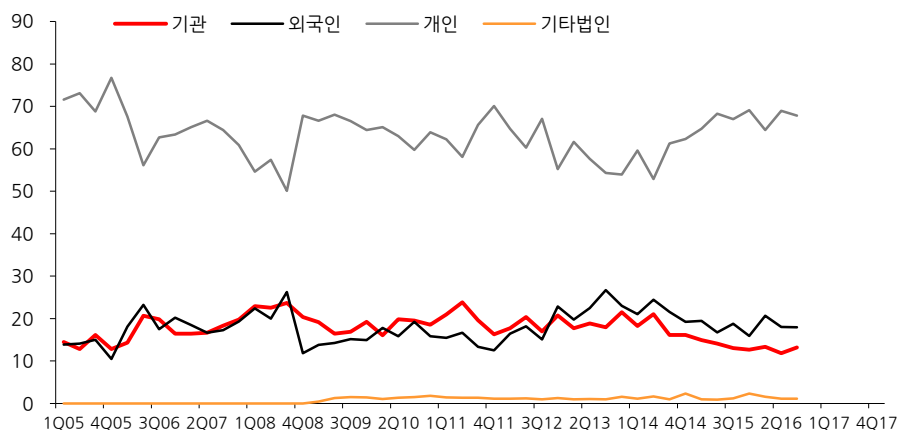
[그림20] 주식투자 인구 추이



주: 주주명부상 동일주주를 합산(주주 수 중복 제거)

자료: 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 투자주체별 주식시장 매수대금 비중 추이



자료: DataGuide, 한화투자증권 리서치센터

개인 직접투자자의
비중 확대는 한국경제TV
실적 성장의 토대

주식시장에서 개인 직접투자자의 비중이 커지는 현상은 한국경제TV 실적 성장의 토대가 되고 있다. 한국경제TV는 개인투자자의 투자정보에 대한 수요를 케이블 방송과 인터넷 전문가 방송 등을 통해 충족시키면서 성장하고 있는 기업이다. 케이블 방송은 제작, 취재 인력을 직접 운영하면서 방송 콘텐츠를 생산한다. 반면 인터넷 사업인 와우넷은 회사가 아닌 외부 전문가로부터 콘텐츠를 조달한다. 한국경제TV는 와우넷이라는 인터넷 방송 플랫폼을 제공하고, 외부의 전문가가 와우넷에 콘텐츠를 올리면 회원들이 이를 유료로 시청하는 구조다.

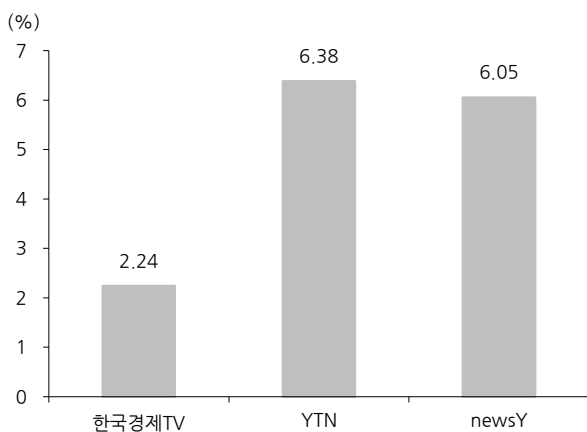
한국경제TV는 와우넷과
강력한 시너지 효과 창출

한국경제TV의 시청점유율은 2.2%대로 뉴스 전문채널인 YTN(6.4%)이나 newsY(6.1%)에 비해서는 낮은 편이다. 하지만 증권/경제 채널만을 대상으로 살펴보면, 한국경제TV의 시청점유율은 63.2%로 경쟁사 6개 채널(SBS CNBC, 이데일리TV, MTN, 이토마토TV, 서울경제TV, 부동산TV)의 합산 점유율 36.8%을 크게 웃돌고 있다. 이처럼 압도적인 시청점유율은 와우넷과 강력한 시너지 효과를 창출한다. 전문가 사업만 하거나 매체력이 낮은 사업자와는 비교하기 어려운 경쟁우위를 확보하고 있다.

흔들리지 않는
수익모델 확보

시청점유율이 독보적인 한국경제TV라는 방송매체가 있기 때문에 우수한 전문가들이 와우넷으로 유입되고, 이들이 제공하는 양질의 콘텐츠가 유료회원을 끌어들이는 선순환 구조가 갖춰졌다. 아울러 동사 실적성장의 토대가 되는 개인 직접투자자의 비중 또한 추세적으로 확대되고 있다. 증권 투자 수익률이라는 강력한 이해관계로 결집된 커뮤니티를 근거로 하고 있기 때문에 와우넷은 쉽게 흔들리지 않는 수익모델을 확보하고 있다고 판단된다.

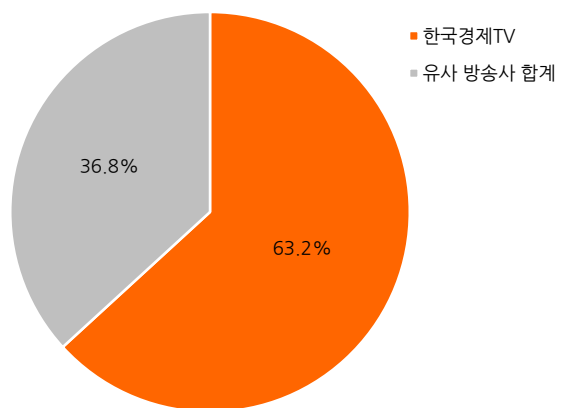
[그림22] 뉴스 전문 채널 시청점유율 (2016년 1~6월)



주: 월~금 09:00~15:00 기준

자료: AGB닐슨미디어리서치, 한국경제TV 반기보고서 재인용, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 케이블 TV 증권/경제 채널 시청점유율



주: 유사 방송사는 SBS CNBC, 이데일리TV, MTN, 이토마토TV, 서울경제TV, 부동산TV 등 6개 채널 합계

자료: 한국경제TV, 한화투자증권 리서치센터

와우넷 사업, 2009년부터 본격적으로 성장

동사가 와우넷 사업을 시작한 것은 2002년이며 본격적인 성장기에 접어든 것은 2009년이다. 2013~14년에는 잠시 침체기를 겪었는데 이는 1) 코스닥 지수가 장기 횡보세를 보인 가운데 2) 플랫폼 오남용 이슈가 불거졌기 때문이다. 하지만 와우넷 사업의 매출액은 2015년 상반기부터 다시 가파른 성장세를 보이고 있다. 와우넷 부문의 분기 매출액은 2014년 4분기 23억 원으로 저점을 찍은 이후 상승해 올해 2분기에는 101억 원으로 역대 최고치를 기록했다.

운영 노하우와 브랜드 가치가 진입장벽

업력이 경쟁사 가운데 가장 길다는 점과 사업의 부침을 한 번 이상 겪었다는 점은 향후 안정적인 성장을 이뤄낼 수 있는 기반이 될 것이다. 증권/경제 정보 플랫폼 사업을 14년째 영위하면서 쌓은 운영기법과 고객 데이터, 브랜드 가치 등은 강력한 진입장벽 역할을 하고 있다. 아울러 위기대응 능력도 한층 업그레이드되면서 외풍에 쉽게 흔들리지 않는 비즈니스 모델을 확보했다.

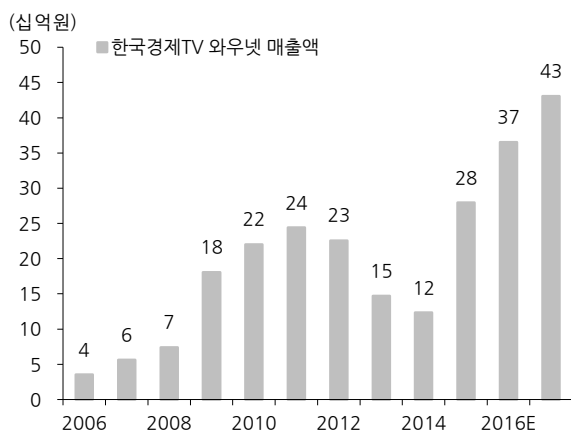
플랫폼 오남용 문제에 대한 대응능력 확보

와우넷 사업의 가장 큰 리스크요인은 플랫폼 오남용 문제다. 이는 콘텐츠를 자체 제작하지 않고 외부의 전문가를 통해 조달하는 구조에서 비롯된 태생적 이슈다. 와우넷 플랫폼의 영향력을 악용해 주식 선행매매, 미확인 정보 유포 등의 편법으로 사익을 추구하는 사례가 간헐적으로 발생하고 있는 것이다. 동사는 2013~14년에 이러한 문제로 인해 위기를 겪었고, 3년 뒤인 올해도 ‘청담동 주식부자’ 사건이 발생하며 우려를 키우는 듯했다.

와우넷 플랫폼의 생명력 재확인

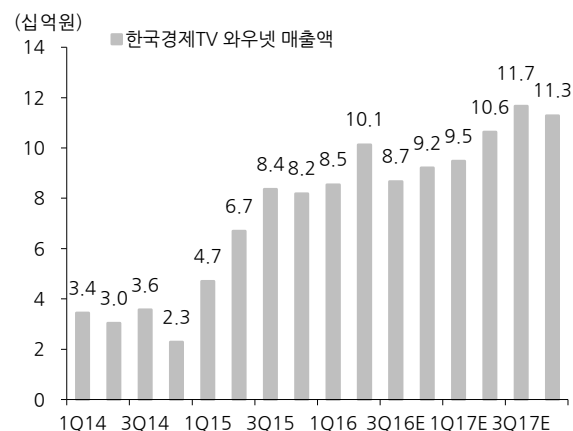
하지만 이번에 불거진 청담동 주식부자 사건은 와우넷 플랫폼의 생명력을 재확인시켜주는 결과로 이어질 전망이다. 이탈했던 유료회원 중 다수가 재가입한 것으로 파악돼, 플랫폼 자체에 대한 충성도가 전문가 개인에 대한 충성도보다 높다는 점이 입증됐다. 이에 따라 와우넷 부문의 실적도 우려와 달리 견조하게 유지될 전망이다. 이는 이슈 초기에 해당 전문가와의 계약을 해지하는 등 대응이 빨랐고, 이탈한 가입자들을 흡수할 수 있는 탄탄한 전문가 풀을 구축하고 있기 때문이다.

[그림24] 와우넷 연도별 매출액 추이 및 전망



자료: 한국경제TV, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 와우넷 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 한국경제TV, 한화투자증권 리서치센터

3. 실적 전망

방송 부문은 한국경제TV의 방송 부문 매출액은 연간 300억 원대 초반으로 하향안정화 추세다. 방송
성장 정체기 광고 시장이 종편의 등장으로 인한 경쟁 심화로 레드 오션이 되어가고 있는 영향이 크다. 다만 증권경제 방송 중에서는 동사가 압도적 1위의 시청점유율을 확보하고 있어 현재 수준의 외형은 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

와우넷이 성장동력은 와우넷 등 인터넷 사업이다. 인터넷 사업부문의 매출액은 2016년에 367억
주력 사업으로 부상 원으로 지난해보다 32% 증가하고, 2017년에는 439억 원으로 올해보다 20% 성장할 것으로 추정한다. 방송 부문은 인건비, 제작비 등 고정비 비중은 높은 반면에 외형은 정체 상태라서 수익성이 높지 않은 것으로 파악된다. 반면에 인터넷 사업은 플랫폼 비즈니스의 특성상 영업 레버리지 효과가 크기 때문에 영업이익에 대한 기여도가 매우 높다.

와우넷 매출비중 확대는 이에 따라 인터넷 부문의 매출비중 확대는 영업이익률 개선으로 직결된다. 동사의 영업
수익성 개선으로 직결 이익률은 2014년 8.7%에서 2015년 15.9%로 크게 개선됐는데, 같은 기간 인터넷 사업부의 매출비중은 21%에서 39%로 늘었다. 전사 매출액에서 와우넷 사업이 차지하는 비중은 지속적으로 확대될 전망이기 때문에 향후 수익성의 우상향 추세가 이어질 것으로 판단된다.

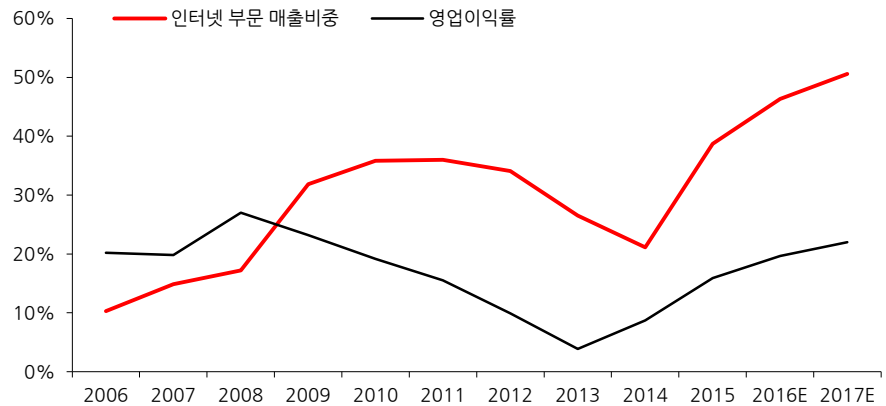
[표6] 한국경제TV의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	19.5	20.1	18.9	20.1	20.5	20.8	22.1	22.2	58.4	72.2	78.6	85.6
YoY	16%	17%	-1%	5%	5%	3%	17%	10%	5%	24%	9%	9%
QoQ	2%	3%	-6%	6%	2%	1%	6%	0%				
방송 부문	8.2	6.6	7.2	8.5	7.9	6.4	7.0	8.3	33.6	33.1	30.6	29.7
인터넷 부문	8.5	10.1	8.7	9.4	9.7	10.9	11.9	11.5	12.3	27.9	36.7	43.9
기타 부대사업	2.8	3.4	3.0	2.2	2.9	3.5	3.2	2.3	12.5	11.2	11.4	11.9
영업이익	4.7	4.4	3.1	3.3	5.1	4.9	5.0	4.2	5.1	11.5	15.4	19.2
YoY	78%	28%	-12%	71%	9%	10%	62%	30%	136%	126%	34%	24%
QoQ	146%	-6%	-30%	6%	56%	-4%	2%	-14%				
세전이익	5.5	5.2	3.8	4.3	5.7	5.6	5.6	5.0	3.6	12.3	18.7	21.9
당기순이익	4.5	3.7	2.9	3.3	4.3	4.3	4.2	3.8	2.3	9.1	14.4	16.6
수익성												
영업이익률	24%	22%	16%	16%	25%	23%	22%	19%	9%	16%	20%	22%
세전이익률	28%	26%	20%	21%	28%	27%	25%	22%	6%	17%	24%	26%
순이익률	23%	19%	15%	16%	21%	20%	19%	17%	4%	13%	18%	19%
부문별 매출비중												
방송 부문	42%	33%	38%	42%	39%	31%	32%	38%	58%	46%	39%	35%
인터넷 부문	44%	50%	46%	47%	47%	52%	54%	52%	21%	39%	47%	51%
기타 부대사업	14%	17%	16%	11%	14%	17%	14%	10%	21%	15%	14%	14%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 인터넷 부문 매출비중과 영업이익률 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

2016년 영업이익
35% 성장할 전망

2016년 매출액과 영업이익은 786억 원, 154억 원으로 지난해보다 각각 9%, 34% 증가하면서 창사 이래 최대 규모의 실적을 달성할 전망이다. 수익성 개선을 이끈 인터넷 사업부의 매출비중은 작년 39%에서 올해 47%로 올라설 것이다. 와우넷 전체 회원 가운데 유료 가입자의 비율은 0.8% 수준인 것으로 파악된다. 이는 내재적으로 매출을 증대할 수 있는 여지가 충분하다는 점을 의미한다.

공격적 확장보다는
기반 다지기에 주력

다만 동사는 올해 불거진 콘텐츠 오염 문제로 인해 당분간은 품질 관리에 주력할 방침이다. 즉, 콘텐츠에 대한 가이드라인을 재정비하고 가입자 커뮤니티의 결속력을 강화하는 등의 기초체력 다지기 작업에 집중할 것으로 보인다. 전문가 숫자를 늘리거나 마케팅에 자원을 투입하면서 공격적인 확장 전략을 펼치는 것은 내년 이후의 과제가 될 것이다.

비 온 뒤에
땅이 굳는 법

하지만 비 온 뒤에 땅이 굳는 법이다. 긴 그림에서 볼 때 이 같은 사건은 콘텐츠의 양과 질이 고도화되는 과정에서 발생한 성장통에 지나지 않는다고 판단된다. 증권 전문가 방송의 운영 노하우가 축적될수록 콘텐츠가 고급화하고 다양해질 것이다. 이는 한국경제 TV 케이블 방송과도 시너지 효과를 만들어내면서 확장성을 극대화할 수 있을 전망이다.

장기 성장성
확보 가능할 전망

우리는 와우넷이 외풍에 흔들리지 않는 장기 성장성을 확보할 수 있다고 전망한다. 주식투자 인구는 계속 늘고 있고, 개인 직접투자의 비중도 확대 추세다. 이 과정에서 투자 정보에 대한 수요가 증가할 수밖에 없다. 와우넷은 증권정보 인터넷 방송의 대표 플랫폼으로 자리 잡았다. 품질 관리에 성공한다면 플랫폼 자체의 레버리지 효과, 네트워크 효과, 락인 효과 등이 발현되면서 꾸준한 외형성장과 수익성 개선이 이뤄질 것으로 판단한다.

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	58	72	79	86	94
매출총이익	58	72	79	86	94
영업이익	5	11	15	19	22
EBITDA	8	13	17	21	25
순이자손익	2	2	2	3	3
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-3	-1	1	1	1
세전계속사업손익	4	12	19	22	25
당기순이익	2	9	14	17	19
지배주주순이익	2	9	14	17	19
증가율(%)					
매출액	5.2	23.6	9.0	8.8	10.4
영업이익	136.0	126.1	34.4	24.4	16.1
EBITDA	60.8	74.0	28.5	27.1	17.6
순이익	191.9	294.0	57.8	15.9	14.5
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.7	15.9	19.6	22.4	23.6
EBITDA 이익률	12.9	18.2	21.5	25.1	26.7
세전이익률	6.1	17.0	23.8	25.6	26.5
순이익률	4.0	12.6	18.3	19.4	20.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금흐름	9	23	14	18	21
당기순이익	2	9	14	17	19
자산상각비	2	2	1	2	3
운전자본증감	-1	7	-3	0	0
매출채권 감소(증가)	-1	0	1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	1	0	0	1
투자활동 현금	-9	-16	-11	-5	-5
유형자산처분(취득)	0	-1	-2	-3	-3
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	2	0	-1	-1	-1
재무현금흐름	2	-4	-1	-2	-2
차입금의 증가(감소)	2	-3	0	0	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-1	-2	-2
배당금의 지급	1	1	1	2	2
총현금흐름	9	15	17	18	21
(-)운전자본증감(감소)	-1	-11	0	0	0
(-)설비투자	0	1	2	3	3
(+)자산매각	2	0	0	0	-1
Free Cash Flow	10	25	15	15	17
(-)기타투자	13	19	11	0	0
잉여현금	-3	6	3	15	17
NOPLAT	3	8	12	15	17
(+) Dep	2	2	1	2	3
(-)운전자본투자	-1	-11	0	0	0
(-)Capex	0	1	2	3	3
OpFCF	6	20	11	14	17

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	21	39	49	63	79
현금성자산	10	29	39	52	67
매출채권	9	9	9	9	11
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	58	57	58	61	63
투자자산	54	54	55	56	57
유형자산	3	2	3	4	5
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	80	96	107	123	142
유동부채	14	21	21	22	23
매입채무	3	4	4	5	6
유동성이자부채	3	0	0	0	0
비유동부채	1	1	0	0	0
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	15	23	21	22	23
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	10	10	10	10	10
이익잉여금	48	56	70	84	101
자본조정	-5	-4	-4	-4	-4
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	64	73	86	101	118

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표					
EPS	100	396	624	723	828
BPS	2,785	3,183	3,747	4,403	5,148
DPS	50	60	80	100	120
CFPS	376	646	739	789	924
ROA(%)	3.0	10.4	14.1	14.4	14.4
ROE(%)	3.6	13.3	18.0	17.8	17.3
ROIC(%)	10.8	33.3	57.6	64.5	69.6
Multiples(x, %)					
PER	22.1	8.5	8.1	7.0	6.1
PBR	0.8	1.1	1.3	1.1	1.0
PSR	0.9	1.1	1.5	1.4	1.2
PCR	5.9	5.2	6.8	6.4	5.5
EV/EBITDA	5.8	3.7	4.6	3.0	1.9
배당수익률	2.3	1.8	1.6	2.0	2.4
안정성(%)					
부채비율	24.1	30.8	24.4	21.8	19.8
Net debt/Equity	-11.4	-39.1	-45.6	-51.3	-56.6
Net debt/EBITDA	-96.8	-218.1	-232.7	-242.4	-265.7
유동비율	149.7	181.7	238.8	289.6	344.3
이자보상배율	65.8	365.6	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	32.8	19.0	18.8	17.9	16.9
현금+투자자산	67.2	81.0	81.2	82.1	83.1
자본구조(%)					
차입금	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본	95.4	100.0	100.0	100.0	100.0

사람인에이치알 (143240)

국가대표 구인 · 구직 플랫폼



Not Rated	
현재 주가(10/12)	18,150원
상승여력	-
시가총액	2,112억원
발행주식수	11,634천주
52 주 최고가 / 최저가	24,200 / 14,150원
90 일 일평균 거래대금	21.95억원
외국인 지분율	3.7%
주주 구성	
다우기술 외 10인	51.1%
삼성자산운용	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.3	15.6	17.5	-13.6
상대수익률(KOSPI)	14.2	13.5	14.8	-14.2

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2014	2015	2016E	2017E
매출액	55	68	78	91
영업이익	4	10	12	14
EBITDA	5	12	13	16
지배주주순이익	3	9	10	12
EPS	279	747	833	989
순차입금	-43	-17	-20	-23
PER	40.1	30.8	20.7	18.3
PBR	2.2	4.2	2.7	2.5
EV/EBITDA	16.1	21.8	13.5	12.0
배당수익률	0.7	0.4	0.5	0.6
ROE	5.4	14.0	14.1	14.7

주가 추이



▶ Analyst 김병기 bkkim@hanwha.com / RA 유창우 snoways.chris@hanwha.com

동사는 후발 업체임에도 차별화된 콘텐츠를 기반으로 빠르게 점유율을 확대하며 구인 · 구직 플랫폼 1위 업체로 올라섰습니다. 채용포털 시장은 고속 성장기를 지나 성숙기에 진입했으나 이직률 상승, 비정규직 상시 채용 확대 등을 배경으로 안정적 성장세를 이어갈 전망입니다. 동사는 플랫폼 선점 효과, 콘텐츠 고도화 등을 통해 시장지배력을 강화하며 2위권 업체들과의 격차를 벌려나가고 있습니다.

구인/구직 플랫폼 1위 업체

경기둔화 등으로 신규 구인 수요 증가율이 주춤해지면서 취업포털 시장의 성장세 역시 완만해지고 있다. 성숙기에 접어든 시장에서 외형을 확장하기 위해서는 단가(P) 상승이 필수다. 취업포털은 부분 유료화 시장으로 유료 고객의 비중이 10% 미만이다. 하지만 무료 구인광고의 비중이 압도적이라는 점이 오히려 기회요인이 될 수 있다. 확고한 1등 플랫폼이 나타나 압도적인 시장지배력을 기반으로 유료화 비중을 높이거나, 혹은 전면 유료화에 성공한다면 성장세가 다시 가팔라질 수 있을 것이다.

선순환 구조 확보에 성공

취업포털 시장의 후발주자였던 동사가 업계 1위로 올라설 수 있었던 원동력은 차별화된 콘텐츠다. 앞으로도 콘텐츠 고도화를 위해 역량을 집중할 전망이다. 이를 통해 구직자 트래픽의 '잠금효과'가 나타날 것으로 예상된다. 아울러 빅데이터를 기반으로 한 채용정보 추천 서비스는 동사만의 킬러 애플리케이션(Killer Application)이 될 수 있을 것으로 판단된다. 동사는 차별화된 콘텐츠를 제공함으로써 구직자의 눈길을 사로잡았고, 구직자 트래픽이 집중되면서 구인 기업도 사람을 찾게 되는 선순환 구조를 마련하는 데 성공했다.

2016년 영업이익 17% 성장할 전망

2016년 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 지난해보다 14%, 17% 증가한 783억 원과 120억 원을 기록할 것으로 추정한다. 실적 성장의 주요 배경은 1) 취업포털 시장에서의 지속적인 점유율 확대, 2) 상품 옵션 다양화를 통한 기업 고객의 평균 광고단가 상승, 3) 모바일 부문 유료화 비중 확대 등이다.

기업 개요

구인·구직 매칭플랫폼 업체

동사는 구인·구직자를 연결해주는 플랫폼 업체로서 HR(Human Resource, 인적자원) 관련 인프라를 모두 갖췄다. 사업의 영역은 취업포털의 온라인 부문과 아웃소싱, 헤드헌팅 등의 오프라인 부문으로 나뉘져 있다. 2016년 5월 오프라인 사업부문을 물적분할해서 종속기업인 (주)사람인에이치에스를 설립했으며 모회사는 온라인 사업부문만을 영위하고 있다.

온라인 사업부문 매출은 LOGO 광고, List 광고, 인재 DB에서 발생함

온라인 포털사업 부문의 매출은 크게 세 가지로 나뉜다. 1) LOGO 매출은 채용공고를 메인화면에 위치할 수 있도록 구인 기업에 포털사이트의 영역을 파는 데 따른 수익이고, 2) List(줄 광고) 매출은 동사 포털사이트에서 관련 기업을 검색할 때 상단에 노출될 수 있게 해주는 데 따른 수익이며, 3) 인재 DB 매출은 구인자가 공개된 구직자의 이력서 열람시 과금을 통해 얻는 수익이다. LOGO 매출이 전체 매출의 90% 이상을 차지할 만큼 비중이 높다.

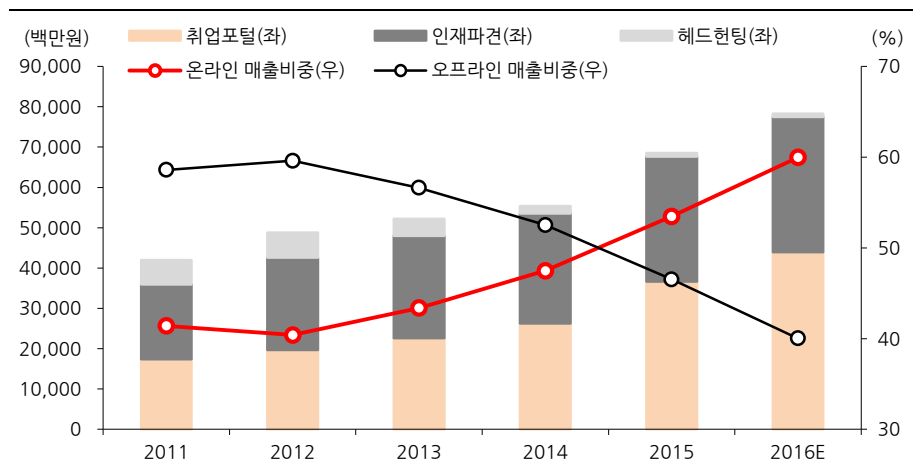
영업 레버리지 효과에 기인해 온라인 사업부문의 마진율 높음

영업 레버리지 효과를 일으키기 용이한 플랫폼 비즈니스의 특성상 온라인 사업부문은 매출액이 손익분기점을 넘어서면 모두 이익이 되는 구조이기 때문에 수익성이 높다. 올해 상반기 기준으로 동사 온라인 부문의 영업이익률은 20%대 중반 수준으로 추정된다. 하지만 오프라인 사업부문은 인건비의 비중이 높아 마진이 5% 미만으로 낮기 때문에 연결법인 전체의 수익성이 다소 낮아지는 효과가 나타난다.

현재 온라인 사업에 역량을 집중하는 중

[그림27]을 보면 온라인 매출비중이 꾸준히 상승하여 2015년부터는 오프라인 매출비중을 앞서는 것으로 나타난다. 올해 상반기 기준 온라인 매출비중은 60%로 오프라인과의 격차가 점점 벌어지고 있는 추세다. 동사가 오프라인 사업부를 물적분할한 이유도 수익성 및 성장성이 높은 온라인 사업에 집중하기 위한 것으로 해석할 수 있다.

[그림27] 사람인에이치알 부문별 매출비중 추이



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

재편이 필요한 온라인 취업포털 시장

2011년 이후 온라인
취업포털 시장 성장세 주춤

2000년대 들어 인터넷의 발달과 청년실업률 상승이 맞물리며 온라인에서 취업 정보를 얻고자 하는 구직자들이 증가했다. 이에 따라 구인 기업들도 동사와 같은 취업포털 플랫폼을 이용해 채용정보를 제공하기 시작하면서 온라인 취업포털 시장은 급격히 성장해 왔다. 하지만 [그림28]을 보면 2011년 이후 시장의 성장세는 이전과 비교해 크게 둔화한 상황임을 확인할 수 있다.

신규 구인 인원 증가폭의
정체로 풀이됨

가장 큰 이유는 신규 구인 인원 증가율이 정체되고 있기 때문이다([그림29] 참고). 취업포털 시장은 전적으로 유료 채용 공고 수에 따라 그 규모가 결정된다. 국내는 부분 유료화 시장으로 무료 서비스를 이용하는 기업 고객의 비중이 압도적으로 높다. 동사의 경우 전체 구인 기업의 약 7%만이 유료 고객으로 파악된다. 2010년 이전까지는 구인 인원 수가 큰 폭으로 증가하면서, 유료 고객 비중이 낮음에도 불구하고 수량 증가 효과에 힘입어 시장 규모가 큰 폭으로 성장했다. 하지만 2011년 이후에는 경기둔화 등으로 인해 신규 구인 수요가 과거보다 크게 늘어나지 않고 있기 때문에 시장의 성장세 역시 둔화한 상황이다.

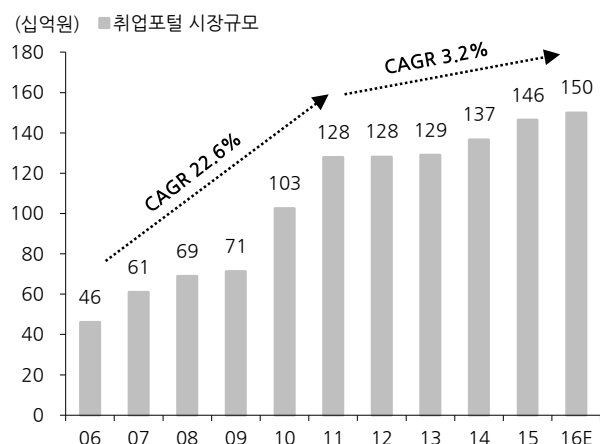
현재 상황에서는 큰 폭의
시장 성장 기대하기 힘들

하지만 취업포털은 구인·구직자를 위한 유일한 플랫폼으로 대체재를 찾기 어렵다. 또한 비정규직, 투잡 등의 증가로 인력 충원에 대한 수요는 꾸준히 늘고 있으며 경력직의 이직률 또한 증가하는 추세다. 즉 구인·구직 시장은 고속 성장기를 지나 성숙기에 접어들었으나, 완만한 성장세는 계속 이어갈 것으로 판단한다.

확고한 1등 업체가 등장해
시장 규모를 확대시켜야
하는 시점

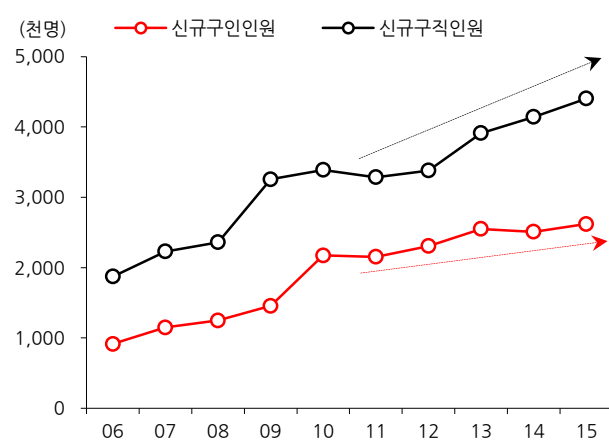
Q 성장이 완만해진 성숙기 시장에서 외형을 확장하기 위해서는 P 성장이 필수적이다. 현재 무료 구인광고의 비중이 압도적이라는 점은 오히려 기회요인이 될 수 있다. 확고한 1등 플랫폼이 나타나 압도적인 시장지배력을 기반으로 유료화 비중을 높이거나, 혹은 전면 유료화에 성공한다면 성장세가 다시 가팔라질 수 있을 것이다.

[그림28] 국내 취업포털 시장규모 추이



자료: 사람인에이치알, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 신규 구인/구직 인원 증가 추이



자료: 고용노동부, 한화투자증권 리서치센터

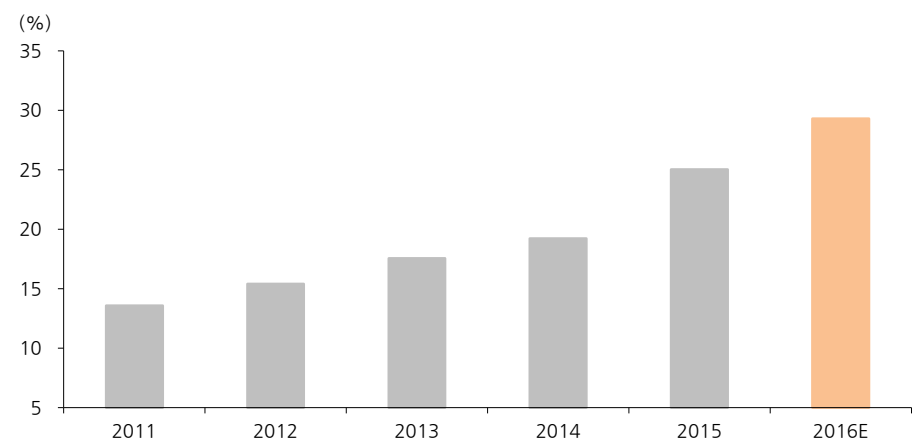
시장을 선도하는 그날을 향해

차별적인 콘텐츠를 배경으로
1위 업체로 발돋움

선점효과가 크게 작용하는 플랫폼 비즈니스 환경에서 동사는 후발주자임에도 불구하고 빠르게 점유율을 확대하며 온라인 취업포털 1위 업체로 발돋움했다([그림30] 참고). 2012년에는 월평균 순방문자(UV) 기준으로 경쟁사인 잡코리아를 추월하기 시작했고 현재 그 격차는 점점 벌어지고 있다([그림31] 참고). 이와 같이 승승장구하는 배경에는 동사만의 차별화된 콘텐츠 제공 능력이 있다.

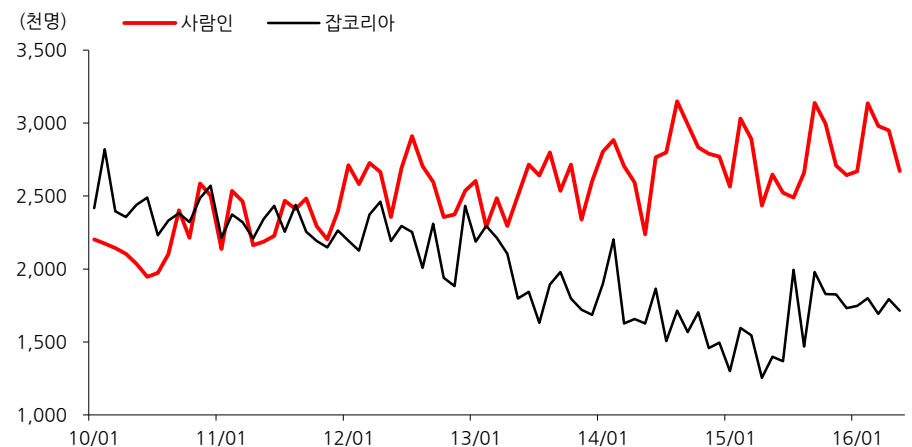
구직자들은 구인 공고를 확인하는 것 외에도 업종/기업 정보, 이력서 쓰는 방법, 합격 노하우 등 다양한 콘텐츠를 중요시한다. 동사는 1000대 기업 공채 속보, 전문채용 속보, 공채 달력 등 차별화된 서비스를 업계 최초로 제공해왔다. 또한 기업체 인사 인터뷰 정보 제공, 채용정보의 시각화 등을 통해 취업포털의 콘텐츠 변화를 선도하고 있다.

[그림30] 사람인에이치알 취업포털 시장 점유율 추이



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 취업포털 순방문자(UV) 수 추이



자료: 코리안클릭, 한화투자증권 리서치센터

1) 시장지배력을 공고히 다지기 위한 투자 단행

결국 동사는 차별화된 콘텐츠를 제공해 구직자의 눈길을 사로잡았고, 구직자의 트래픽이 집중되면서 구인 기업도 동사의 플랫폼을 찾는 선순환 구조가 갖춰졌다. 플랫폼 비즈니스의 주요 특징 가운데 하나는 이용자가 많아질수록 그 플랫폼을 사용함으로써 얻는 효용이 더욱 증가하는 ‘네트워크 효과’가 발생한다는 점이다. 이에 따라 동사의 시장 지배력은 시간이 지날수록 강화될 전망이다. 지속적인 콘텐츠 고도화를 위해 작년부터 매년 50명 이상을 채용하는 등 인적 역량을 강화하는 한편, 올해에는 처음으로 TV광고를 실시하는 등 인지도 상승을 위한 투자도 늘리고 있다.

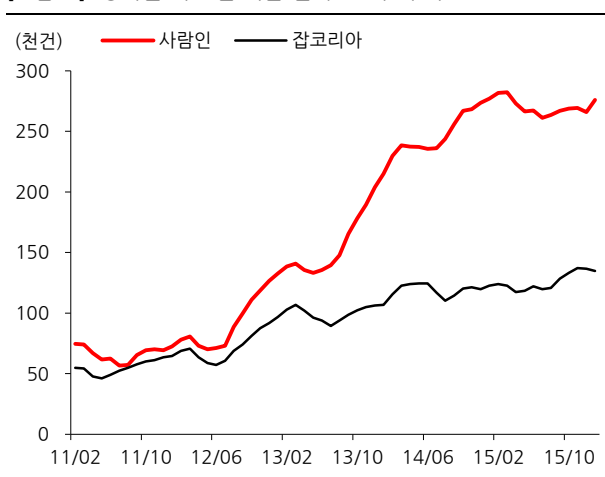
2) 3년 미만 이력서 대거 확보

또한 경쟁사를 압도하는 3년 미만 이력서 등록 건수 역시 동사의 시장지배력을 공고히 해줄 것으로 판단된다. 취업포털에 이력서를 등록한 구직자는 락인된 고객으로 봐도 무방하다. 평생직장의 개념이 사라지면서 이직률이 증가하는 추세다. 이직을 시도할 때마다 이력서 정보를 업데이트해야 하는데, 이 경우 본인의 이력서가 등록돼 있는 사이트를 재방문하게 된다. 동사의 경우 [그림32]와 같이 등록된 지 3년 미만인 인재 DB 수가 경쟁사보다 압도적으로 많다. 그만큼 락인된 고객이 많다는 의미로 향후 2위 업자와의 트래픽 격차를 확대하는 데 기여할 전망이다.

3) 서비스 질 개선

동사는 서비스 질 향상을 위해 업계 최초로 빅데이터 기반 채용정보 추천 기술을 개발했다[그림33]. 이는 구직자의 이력서 정보와 구직활동 내역을 기반으로 구직자에게 최적화된 채용정보를 제공하고, 구인 기업에는 조건에 부합하는 인재를 자동으로 추천하는 서비스다. 동사는 매칭 연구소 ‘사람인 Lab’을 통해 지속적으로 기술 고도화를 진행하고 있다. 같은 채용 공고를 내더라도 사람인에서 양질의 이력서가 더 많이 들어오기 때문에 효율성 측면에서 동사를 찾는 구인 기업이 크게 증가할 수 있을 것이다.

[그림32] 등록된 지 3년 미만 인재 DB 수 추이



자료: 사람인에이치알, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 빅데이터 기반 채용정보 추천 기술



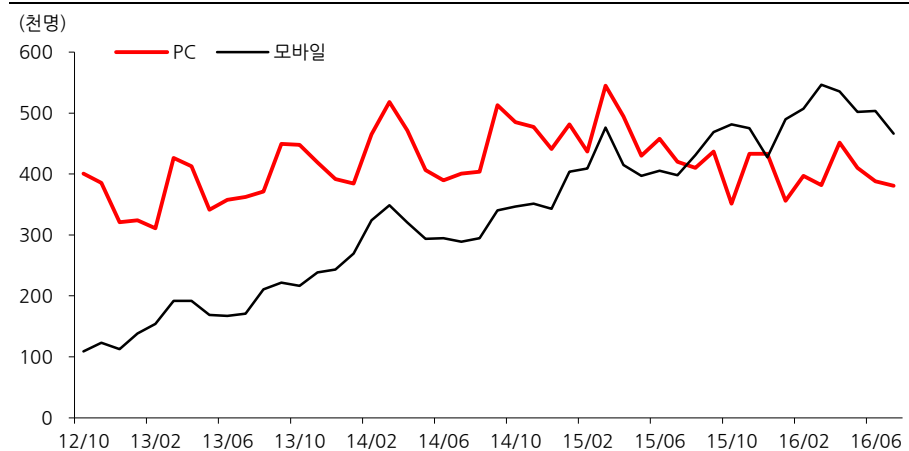
자료: 산업 자료

모바일 부문, 부분적 유료화 도입 시작

모바일 트래픽 증가하며
매출성장 기반 확보

스마트폰 대중화와 맞물려 모바일 앱을 통한 취업사이트 이용자 수가 기하급수적으로 늘고 있다. 동사의 모바일 트래픽은 2015년에 PC 트래픽을 넘어섰다. 이에 따라 모바일 부문에서 유료화를 도입하기 시작하면서 매출을 더욱 늘릴 수 있는 기반이 갖춰졌다. 지금은 PC 상품을 구매할 때 모바일 상품을 50%가량 할인해서 판매하는 구조다. 향후 모바일 부문의 유료화 비중을 점진적으로 확대한다면 견조한 외형성장을 지속할 수 있을 것으로 예상된다.

[그림34] 취업포털 방문 수(SV: Session Visit) 추이



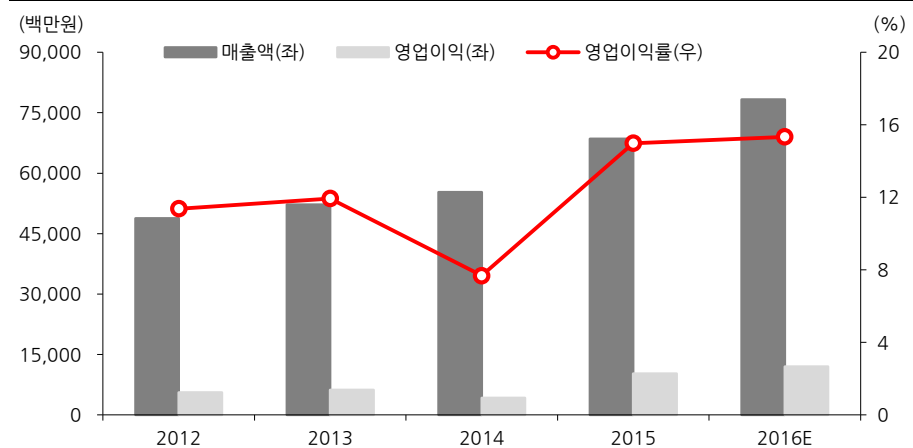
자료: 와이즈로그, 한화투자증권 리서치센터

이익 전망

온라인 사업부문의 호조에
기인해 견조한 실적을
이어갈 전망

2015년 매출액 684억 원, 영업이익 102억 원을 기록했다. 2016년 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 지난해보다 14%, 17% 증가한 783억 원과 120억 원을 기록할 것으로 추정한다. 1) 차별화된 콘텐츠와 서비스로 구인/구직자 트래픽 확보, 2) 지속적인 트래픽 점유율 확대를 통한 유료 고객 수 증가, 3) 모바일 부문 유료화 비중 확대 등이 주요한 성장 배경이 될 것이다.

[그림35] 사람인에이치알 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	55	68	78	91	103
매출총이익	28	38	42	50	57
영업이익	4	10	12	14	18
EBITDA	5	12	13	16	20
순이자손익	1	1	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	11	12	15	19
당기순이익	3	9	10	12	15
지배주주순이익	3	9	10	12	15
증가율(%)					
매출액	5.9	23.9	14.3	15.8	13.9
영업이익	-31.8	141.6	16.3	19.2	28.2
EBITDA	-25.2	114.0	16.1	17.2	25.7
순이익	-33.5	167.2	11.5	18.8	27.6
이익률(%)					
매출총이익률	51.1	55.2	53.2	55.2	54.8
영업이익률	7.7	15.0	15.2	15.7	17.7
EBITDA 이익률	9.8	16.8	17.1	17.3	19.1
세전이익률	7.7	16.2	15.8	16.2	18.1
순이익률	5.9	12.7	12.4	12.7	14.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업현금흐름	5	11	10	12	15
당기순이익	3	9	10	12	15
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	0	0	0	0	0
매출채권 감소(증가)	0	-1	0	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	1	1
투자현금흐름	-6	-6	-6	-7	-8
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	-2	-2
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	8	0	0	0
재무현금흐름	-5	-5	-1	-1	-1
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-1	-1	-1
배당금의 지급	1	1	1	1	1
총현금흐름	5	12	10	12	15
(-)운전자본증가(감소)	0	-1	0	0	0
(-)설비투자	1	1	1	2	2
(+)자산매각	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	5	12	8	10	13
(-)기타투자	4	14	5	6	6
잉여현금	1	-2	4	4	7
NOPLAT	3	8	9	11	14
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	0	-1	0	0	0
(-)Capex	1	1	1	2	2
OpFCF	4	10	9	11	14

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	49	23	26	30	37
현금성자산	44	17	20	23	29
매출채권	5	6	6	7	8
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17	49	55	62	69
투자자산	7	38	43	50	57
유형자산	8	8	8	9	10
무형자산	2	4	4	3	3
자산총계	66	72	81	92	106
유동부채	6	8	8	9	9
매입채무	3	4	4	5	6
유동성이자부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	6	8	8	9	9
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	39	39	39	39	39
이익잉여금	18	26	35	45	59
자본조정	-4	-7	-7	-7	-7
자기주식	-4	-7	-7	-7	-7
자본총계	60	64	73	83	97

주요지표

(단위: 원, 배)

월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당지표					
EPS	279	747	833	989	1,262
BPS	5,139	5,515	6,270	7,169	8,331
DPS	80	90	90	100	130
CFPS	472	995	884	1,021	1,294
ROA(%)	4.9	12.6	12.7	13.3	14.8
ROE(%)	5.4	14.0	14.1	14.7	16.3
ROIC(%)	24.8	50.2	54.9	60.2	70.9
Multiples(x, %)					
PER	40.1	30.8	21.8	18.3	14.4
PBR	2.2	4.2	2.9	2.5	2.2
PSR	2.4	3.9	2.7	2.3	2.0
PCR	23.7	23.1	20.5	17.8	14.0
EV/EBITDA	16.1	21.8	14.3	12.0	9.2
배당수익률	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7
안정성(%)					
부채비율	10.5	12.5	10.7	10.2	9.5
Net debt/Equity	-72.7	-25.9	-26.8	-27.3	-29.7
Net debt/EBITDA	-805.5	-144.0	-145.9	-145.3	-146.1
유동비율	786.8	283.4	329.8	352.8	402.4
이자보상배율(배)	1,230.6	1,642.1	3,820.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	23.5	23.2	22.1	21.0	19.8
현금+투자자산	76.5	76.8	77.9	79.0	80.2
자본구조(%)					
차입금	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본	99.3	100.0	100.0	100.0	100.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2016년 10월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다.
(김병기, 유창우)

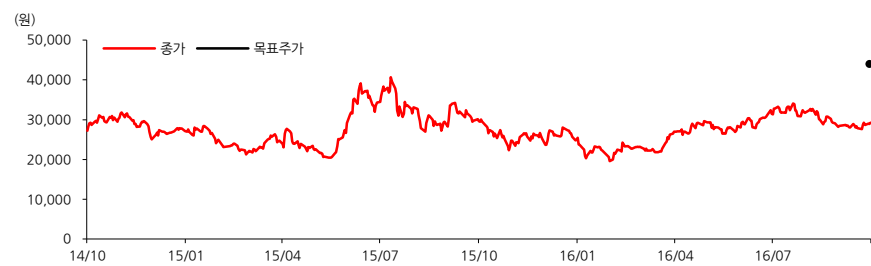
본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

저희 회사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

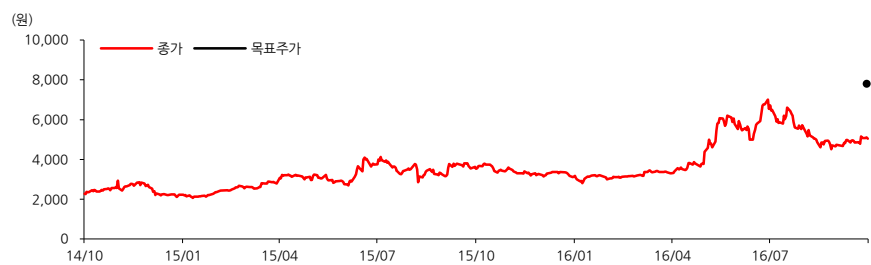
[아프리카TV 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2014.12.08	2016.08.12	2016.10.12	2016.10.12		
투자의견	투자등급변경	투자등급변경	담당자변경	Buy		
목표가격			김병기	44,000		

[한국경제TV 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2014.12.08	2016.08.12	2016.10.12	2016.10.12		
투자의견	투자등급변경	투자등급변경	담당자변경	Buy		
목표가격			김병기	7,800		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2016년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	66.7%	33.3%	0.0%	100.0%