

2022. 10. 31



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (10.28) 81,400 원

상승여력 35.1%

KOSDAQ	687.63pt
시가총액	9,357억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	69.11%
외국인비중	25.33%
52주 최고/최저가	237,000원/61,500원
평균거래대금	171.4억원

주요주주(%)

세인트인터내셔널 외 6 인	25.79
국민연금공단	5.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	32.4	-34.5	-53.8
상대주가	29.7	-15.0	-32.7

주가그래프



아프리카TV 067160

2023년 광고 성장률 26%에 이를 것

- ✓ 3분기 연결 영업이익은 207억원으로 기대치 하회. 그러나 발표 후 동사 주가 상승
- ✓ 이는 매크로와 달리 동사의 3분기 광고 매출이 60% 성장을 기록한 까닭
- ✓ 모바일 게임 업체들의 기존 게임 라이프 사이클 장기화를 위한 마케팅 증가와 First-party 데이터를 보유해 동사의 광고 매출 성장률 2023년 26%에 이를 것
- ✓ 트위치 정책 변화로 이용자 감소 바닥 다지고 콘텐츠 다양화 가능성 높아져
- ✓ 기존 기부경제에서 광고로 성장의 축 이동하는 시기. 적정주가 11만원으로 상향

3분기 실적의 핵심은 매크로와 동떨어진 광고 매출 60% YoY 성장

동사의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 818억원(+15% YoY)과 207억원(-11% YoY)으로 추정치를 하회했다. 구글 인앱결제 적용 영향이 예상보다 컸지만 광고 성장이 예상을 상회해 전체 매출은 예상 수준에 부합했다. 이익 측면에서는 매출 믹스 변경에 따른 마진율 변화가 영향을 미친 실적이었다고 평가된다. 영업이익 기준 기대치를 하회했음에도 실적 발표 후 동사 주가는 크게 상승했다. 이는 매크로 환경과 달리 높았던 광고 성장률(60% YoY)에 기인한다고 판단된다. 플랫폼 광고와 콘텐츠 광고 각각 YoY 30%, 79% 증가하며 고른 성장세를 보였다.

플랫폼 광고의 경우 애플/구글 개인정보 정책 변화로 인해 First-party 데이터 보유 업체의 수혜로 이어졌기 때문으로 해석된다. 콘텐츠 광고의 경우, 기존 게임의 라이프 사이클 장기화를 위해 마케팅비가 증가한 데 따른 영향으로 보인다. 콘텐츠 광고의 성과는 플랫폼 광고 수요 증가로 이어지는 선순환 구조를 이룰 것으로 예상된다. 이를 반영하여 2023년 광고 성장률을 기존 19%에서 26%로 상향한다.

성장의 동력, 기부 경제에서 광고로 본격적 이동

트위치의 화질 저하로 인해 아프리카TV의 이용자 감소는 바닥을 본격적으로 다지고 있다. BJ의 이동으로 콘텐츠 다양성이 증가하며 주시청자 연령대도 하락할 가능성이 높아졌다. 광고 성장률 상향으로 매출 추정치는 높아졌지만 BJ의 이동이 의미하게 발생하는 시기인 점을 감안하여 지급 수수료를 상향, 2023년 영업이익 추정치는 기존과 유사한 수준을 전망한다. 동사의 적정주가를 기존 10만원에서 11만원으로 상향한다. 적정주가 산정의 기준이 되는 2023년 예상 EPS는 기존과 유사한 수준이나 광고 매출 성장률이 신규 성장 동력으로 작용하는 점을 감안하여 5년 평균 PER 16배 대비 할인율을 기존 20%에서 10%로 조정한 데 따른다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	196.6	50.4	36.6	3,184	6.1	12,758	19.0	4.7	9.1	27.6	97.9
2021	272.3	88.8	71.0	6,179	95.4	18,209	32.8	11.1	20.4	39.9	94.9
2022E	324.9	86.4	72.6	6,318	2.1	23,834	12.9	3.4	7.9	30.1	14.9
2023E	376.5	108.9	88.8	7,729	21.9	30,737	10.5	2.6	6.1	28.3	11.6
2024E	446.0	135.2	111.6	9,705	25.6	39,446	8.4	2.1	4.1	27.7	17.1

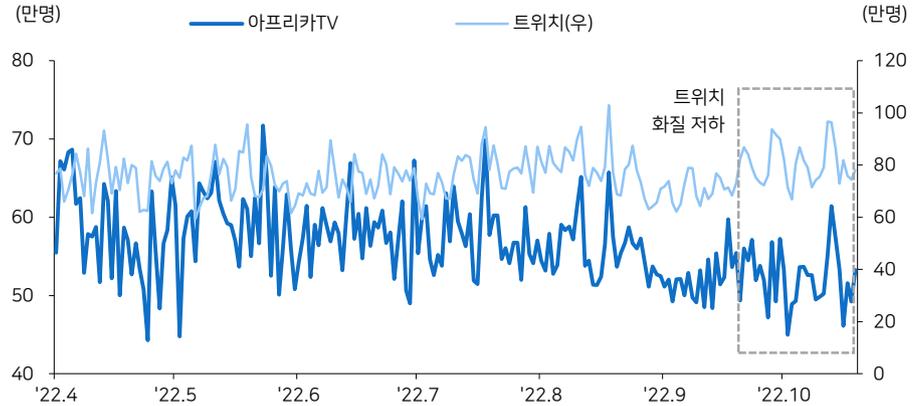
(십억원)	3Q22P	3Q21	% YoY	2Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	81.8	71.1	15.2	78.0	5.0	78.9	3.7	81.2	0.8
영업이익	20.7	23.1	-10.6	23.2	-10.9	22.5	-8.0	24.0	-13.8
세전이익	22.6	25.2	-10.4	23.4	-3.3	23.0	-1.9	24.4	-7.3
지배순이익	17.2	19.8	-13.1	19.8	-13.1	18.2	-5.6	19.2	-10.4

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정												
매출	60.9	65.0	71.1	75.4	75.3	78.0	81.8	89.8	272.3	324.9	376.5	446.0
플랫폼 서비스	50.8	50.6	55.3	55.9	60.0	58.3	57.7	62.7	212.6	238.8	266.9	301.8
광고	8.4	12.9	14.5	17.8	14.2	18.4	23.1	25.7	53.5	81.4	102.9	132.3
멀티플랫폼	0.7	0.7	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	2.3	0.6	0.8	0.8
기타	1.0	0.8	0.8	1.3	0.9	1.1	0.9	1.3	3.8	4.2	6.0	11.1
% YoY												
매출	46.7	43.5	41.5	26.6	23.7	20.0	15.2	19.2	38.5	19.3	15.9	18.5
플랫폼 서비스	47.3	29.6	33.2	24.7	18.0	15.2	4.5	12.2	33.0	12.3	11.8	13.1
광고	99.1	200.1	105.6	28.6	69.0	42.4	59.7	44.7	82.2	52.0	26.4	28.6
멀티플랫폼	-52.3	-22.4	-25.5	-36.7	-65.8	-71.6	-82.7	-77.2	-37.4	-73.5	23.3	0.0
기타	5.8	-11.3	-3.5	31.9	-9.1	39.8	19.0	0.0	6.9	9.4	43.4	86.6
영업비용	41.3	43.4	47.9	50.8	52.2	54.8	61.2	70.4	183.5	238.5	267.6	310.8
% to sales	67.8	66.9	67.5	67.4	69.3	70.2	74.8	78.4	67.4	73.4	71.1	69.7
% YoY	23.5	25.7	32.0	21.4	26.3	26.1	27.6	38.6	25.5	30.0	12.2	16.1
인건비	12.7	12.0	12.8	13.3	16.1	16.6	16.4	16.5	50.8	65.6	69.9	77.3
지급수수료	17.1	20.0	23.2	25.4	25.0	26.8	31.6	37.6	85.7	121.1	138.2	168.9
컨텐츠	3.3	4.7	4.7	4.1	4.0	3.9	5.1	7.1	16.7	20.1	21.3	23.0
상각비	3.6	3.6	3.8	3.8	3.9	4.2	4.2	4.2	14.7	16.6	17.0	17.7
기타	4.7	3.1	3.5	4.2	3.2	3.2	3.9	4.9	15.6	15.2	21.3	23.9
이익 추정												
영업이익	19.6	21.5	23.1	24.6	23.1	23.2	20.7	19.4	88.8	86.4	108.9	135.2
% YoY	142.5	100.8	66.2	38.9	18.0	7.7	-10.6	-20.9	76.2	-2.7	26.0	24.2
영업이익률(%)	32.2	33.1	32.5	32.6	30.7	29.8	25.2	21.6	32.6	26.6	28.9	30.3
세전이익	20.0	20.7	25.2	23.1	24.1	23.4	22.6	19.7	89.1	89.8	110.2	137.7
% YoY	194.7	74.0	82.7	53.7	20.4	12.7	-10.4	-14.6	87.4	0.8	22.7	25.0
지배주주순이익	15.5	18.9	19.8	16.8	19.6	19.8	17.2	16.1	71.0	72.6	88.8	111.6
% YoY	182.6	83.4	78.4	73.2	26.4	4.4	-13.1	-4.4	94.1	2.2	22.3	25.6

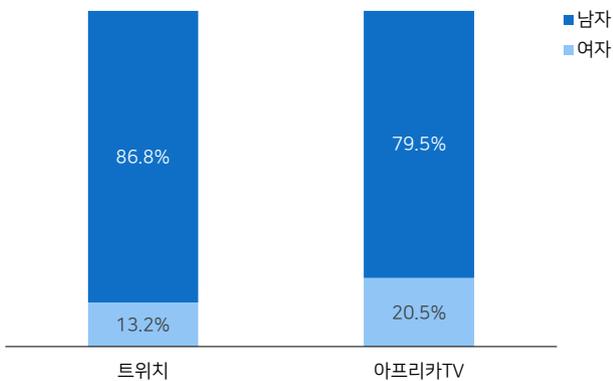
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림1 트위터와 아프리카TV DAU 추이



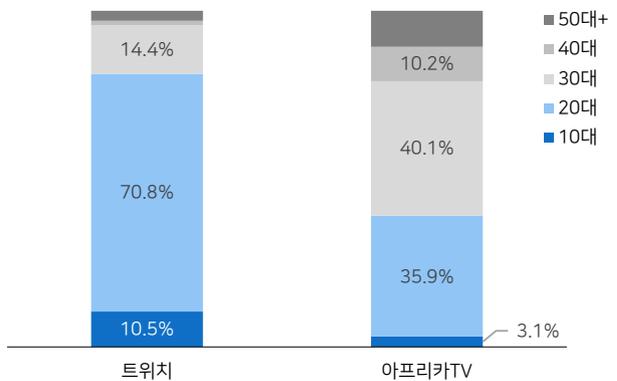
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림2 트위터와 아프리카TV 모두 남성 비율 높아



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림3 다만 연령대는 아프리카TV가 다소 높은 특징 보여



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아프리카TV 12M Fwd PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

실적 발표 Q&A

Q 버추얼 인플루언서 유입에 대한 회사의 생각

A

- 트위치 이슈로 인한 반사 효과, 버추얼 서비스 더 발전시키기 위해서는 준비하고 보완해야 할 것, 좋은 계기라고 생각
- 형상을 보여주지 않는다는 면에서 진입 장벽을 낮추는 등 효과 있을 것

Q 오리지널 콘텐츠 ‘철감봉’ 반응?

A

- 현재 VOD랑 비교했을 때 반응 괜찮음
- 시간 지나면서 내용 더 탄탄해지고 참여강도 올라가는 등 더 좋아질 수 있을 것

Q 3분기 PU 수치, QoQ 변동 요인

A

- 전분기 대비 6.9% 감소, 3분기 트래픽 2분기와 유사, 전체 paying rate 4.6%
- 구글 인앱 결제 정책 변화에도 불구하고 6.9% 감소 긍정적으로 판단
- 4분기, 앞으로 6개월 동안은 PU보다는 전체적인 트래픽 추이에 집중
- PU 강하게 드라이브 걸 수 있는 정책은 현재로서는 어려움
- 구글 결제 실패로 결제 포기한 40% light PU에게 메신저 송부하고 있으며 자동충전 서비스 출시 예정

Q 브랜드형 광고 매크로 대비 잘 나왔는데 요인?

A

- 기존 광고주들의 불륜 확대, 중대형 이상의 신규 광고주 확보하고 있음
- 신작게임 부재로 4분기 광고매출 하락은 충분히 커버할 수 있을 것, 4분기도 현재 추세 이어질 것으로 예상

Q 트위치 정책 변화 이후로 플랫폼에 감지된 가장 큰 변화?

A

- 트래픽 조금씩 영향, 트위치에서 아프리카TV로 넘어온 BJ 꽤 있음
- 4분기 가시화되면 활동 BJ 숫자와 이에 따른 시청 트래픽 변화 있을 것
- 서비스 이용자들이 늘어나면서 생기는 요구사항 적극적으로 대응 중, 서비스적 변화도 있을 것

Q 트위치에서 넘어온 BJ 수 추정치, 영입 유인책?

A

- 아직 초기라 명확하게 공개하기는 어려움, 몇십명 단위
- 1) 사용 환경 변화에 따른 전방위적인 지원 및 커뮤니케이션
- 2) 트위치 파트너십 프로그램을 아프리카TV에서 어떻게 소화시켜줄 수 있는지 논의

Q 내년 광고 매출 YoY 전망

A

- 장기적으로 별풍선 매출을 광고매출로 커버할 수 있는 것 목표
- 플랫폼 성장을 위해서 별풍선 매출 의존도 낮춰야 할 것
- 브랜드 광고 공격적으로 진행하고 있는데, 연말 지나고 나면 퍼포먼스 공유드릴 수 있을 것
- 내부적으로 확정하지 않았지만 천억대 이상으로 목표

Q 4분기, 2024년 광고 신상품 계획

A

- VOD 중간 광고, 오리지널 콘텐츠 광고 등

Q 광고 기능 고도화에 따른 마진율 개선이나 탑라인 그로스 영향?

A

- CPM 단가 상승, 실질적 수요도 많이 올라움, 중간 대행사 없이 직접 판매로 수익성 강화
- AAM 카테고리 세분화, 콘텐츠형 광고 현재 인력으로 리포팅 커버하고 있는데 이를 시스템화 하는 등 효율화 노력 중

Q 라이브커머스 사업 업데이트

A

- 내년에는 BJ IP 기반 상품, 셀러 중심의 상품, 커머스 서비스가 광고와 어떻게 연결될 수 있는 지 보여줄 수 있을 것, 현재는 레퍼런스 구축을 위한 작업

Q 광고매출 믹스, 오리지널 VOD 투자 등 고려한 OP 마진 전망

A

- 현재는 OPM에 집중할 시기 아니라고 생각, 20%대 유지하면서 성장 도모할 수 있는 투자 확대할 것

Q 내년 MUV 믹스 현재와 비교했을 때 어떻게 개선될 것으로 전망

- A**
- 현재 준비중인 콘텐츠 고려하면 단기적 연령 변화는 크게 없을 것
 - 종합 게임 BJ 유입, 라이트한 콘텐츠 확대 등 콘텐츠 다양화로 장기적으로 연령, 성별 MUV 변화할 것
 - 게임 비중 유지되겠지만 그 안에서 게임별 비중 변화, 비게임 측면에서도 장르 다변화될 것

Q 월드컵 시즌 신규 시청자 유입 예상되는데 정착 위한 전략?

- A**
- 라이브 방송에 대한 허들 높을 수 있음, 아프리카TV 성격이 강한 콘텐츠 추천 어려움
 - 숏폼, 오리지널 콘텐츠가 큐레이션 전략이 될 것

Q 트위치 유저들이 겪는 불편한 점인 본방, 중계방송 형태로 이어지는 중계구조의 기술적 변화 계획?

- A**
- 중계방 가지고 있는 장점 없음, 향후 없앨 것

Q E스포츠나 관련 게임 콘텐츠 투자 계획?

- A**
- E스포츠는 게임사와의 파트너십 강화될수록 관련 콘텐츠 사업 확장
 - 게임사들과의 파트너십 강화되고 있음. 글로벌 사업에 있어서도 E스포츠 중요
 - E스포츠 사업(대회 기획, 유치 등)과 서비스 동시에 진행 중

아프리카 TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	196.6	272.3	324.9	376.5	446.0
매출액증가율 (%)	18.0	38.5	19.3	15.9	18.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	196.6	272.3	324.9	376.5	446.0
판매관리비	146.2	183.5	238.5	267.6	310.8
영업이익	50.4	88.8	86.4	108.9	135.2
영업이익률	25.6	32.6	26.6	28.9	30.3
금융손익	1.3	2.7	2.8	2.5	3.7
중속/관계기업손익	-0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-4.2	-2.6	0.9	-0.9	-0.9
세전계속사업이익	47.5	89.1	89.8	110.2	137.7
법인세비용	9.7	18.1	17.5	22.0	27.0
당기순이익	36.3	70.9	72.3	88.2	110.8
지배주주지분 손이익	36.6	71.0	72.6	88.8	111.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	72.3	133.5	-77.7	96.3	152.5
당기순이익(손실)	36.3	70.9	72.3	88.2	110.8
유형자산상각비	12.6	13.9	14.6	8.8	5.3
무형자산상각비	1.1	0.9	0.6	0.6	0.6
운전자본의 증감	8.0	27.2	-165.0	-1.3	35.8
투자활동 현금흐름	-17.8	-113.4	-3.7	34.0	-8.5
유형자산의증가(CAPEX)	-19.3	-9.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	9.4	-3.0	1.0	-6.8	0.8
재무활동 현금흐름	-15.7	-11.2	6.6	-10.7	20.5
차입금의 증감	-1.5	-1.5	14.6	-2.7	30.0
자본의 증가	1.3	6.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	38.7	9.1	-74.9	119.6	164.4
기초현금	27.3	66.0	75.1	0.3	119.8
기말현금	66.0	75.1	0.3	119.8	284.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	195.6	313.0	230.7	312.2	454.5
현금및현금성자산	66.0	75.1	0.2	119.7	284.2
매출채권	10.0	11.5	13.8	47.4	3.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	96.4	95.1	83.9	81.2	74.6
유형자산	38.2	34.4	24.8	16.0	10.7
무형자산	16.3	16.0	15.3	14.7	14.2
투자자산	22.4	25.5	24.5	31.3	30.5
자산총계	292.0	408.2	314.6	393.4	529.1
유동부채	128.6	193.4	19.3	19.4	25.7
매입채무	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9
단기차입금	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
유동성장기부채	0.0	8.1	2.7	0.0	0.0
비유동부채	15.8	5.3	21.6	21.6	51.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.1	0.0	20.0	20.0	50.0
부채총계	144.5	198.7	40.8	41.0	77.2
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	53.5	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	-3.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
이익잉여금	106.4	170.4	235.0	314.4	414.5
비지배주주지분	0.9	0.1	-0.2	-0.8	-1.6
자본총계	147.6	209.4	273.8	352.5	451.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	17,101	23,689	28,268	32,752	38,800
EPS(지배주주)	3,184	6,179	6,318	7,729	9,705
CFPS	6,500	9,941	8,875	10,183	12,171
EBITDAPS	5,575	9,009	8,845	10,290	12,272
BPS	12,758	18,209	23,834	30,737	39,446
DPS	650	730	730	870	1,050
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.9	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	19.0	32.8	12.9	10.5	8.4
PCR	9.3	20.4	9.2	8.0	6.7
PSR	3.5	8.6	2.9	2.5	2.1
PBR	4.7	11.1	3.4	2.6	2.1
EBITDA	64.1	103.6	101.7	118.3	141.1
EV/EBITDA	9.1	20.4	7.9	6.1	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.6	39.9	30.1	28.3	27.7
EBITDA 이익률	32.6	38.0	31.3	31.4	31.6
부채비율	97.9	94.9	14.9	11.6	17.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
이자보상배율(x)	99.5	94.6	65.1	64.8	54.4
매출채권회전율(x)	27.8	25.3	25.7	12.3	17.6
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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.02	기업브리프	Buy	85,000	김동희	-17.1	10.0	
2021.05.03	기업브리프	Buy	110,000	김동희	-14.1	-10.5	
2021.06.01	산업분석	Buy	120,000	김동희	-7.2	2.9	
2021.07.15	산업브리프	Buy	137,000	김동희	8.6	40.9	
2021.11.01	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-11.1	18.5	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	100,000	이효진	-24.3	-18.6	
2022.10.31	기업브리프	Buy	110,000	이효진	-	-	