

2023. 5. 2



▲ 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 (4.28) 77,500 원

상승여력 41.9%

KOSDAQ 시가총액	842.83pt
발행주식수	8,908억원
유동주식비율	1,149만주
외국인비중	68.99%
52주 최고/최저가	20.42%
평균거래대금	124,200원/61,500원
	169.8억원

주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 6 인	25.91
국민연금공단	8.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	-4.8	-37.6
상대주가	-0.6	-22.3	-33.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	272.3	88.8	71.0	6,179	95.4	18,209	32.8	11.1	20.4	39.9	94.9
2022	315.0	82.4	59.7	5,197	-16.0	20,979	13.7	3.4	5.5	26.5	92.9
2023E	350.5	90.7	75.3	6,550	26.2	26,769	11.8	2.9	4.7	27.4	71.5
2024E	397.8	112.8	90.4	7,866	20.1	33,639	9.9	2.3	2.9	26.0	57.0
2025E	439.6	131.7	106.8	9,289	18.1	41,884	8.3	1.9	2.3	24.6	50.4

아프리카TV 067160

1분기 실적 뒤에 숨겨진 긍정적 신호들

- ✓ 1분기 영업이익은 기대치 부합. 콘텐츠 광고는 부진했으나 플랫폼 광고 성장 고무적
- ✓ 특히 시장 CPM 10% 이상 하락 보이는 것으로 추정되는 데 반해 동사는 방어 성공
- ✓ 아프리카TV 스트리머 수익 증가→트위치 스트리머의 이동→시청자 증가→광고 협상력 증가 및 기부경제 증가로 이어지는 선순환 구조가 연내 이어질 것으로 전망
- ✓ 변화 즐기기엔 매력적 주가, Buy 투자조건 유지

4Q22 시작된 트래픽 반전이 불러온 나비효과

아프리카TV의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 727억원(-3.4% YoY)과 184억원(-20.5% YoY)으로 기대치에 부합한 실적을 발표했다. 기부경제는 턴어라운드 성공, 광고는 예상과 같이 게임사 마케팅 축소 영향으로 콘텐츠형 광고 중심으로 부진했다. 그러나 플랫폼 광고 성장은 고무적으로 해석된다. 1Q23 시장 DA CPM은 YoY 10%~20%대 하락한 것으로 추정되는 데 반해 동사 CPM은 YoY flat을 기록, 방어에 성공했다. 지난해 4분기부터 본격화된 트래픽 반전 효과로 인해 광고 물량은 YoY 20% 가까운 상승을 기록하며 플랫폼 광고 매출 증가에 영향을 미쳤다. 1분기 어려운 환경 속에서 지켜진 단가는 광고 시장 반등 시 빛을 발할 전망이다.

이제는 탑라인 선순환 구조 보일 연중 변화에 집중할 때

상반기 내 베트남 국영 방송사 VTVcab과 현지 플랫폼 출시 계획 또한 순항 중이다. 관련하여 기술적 보조를 위한 경력 신입 대거 채용 비용이 1분기 프리뷰 시즌 이후 컨센서스에 반영된 만큼 이제는 탑라인에 집중할 시기다.

아마존의 비용 절감에 따른 트위치코리아의 소극적 행보가 이어질 전망이다. 지난 4분기부터 동사 트래픽은 반등에 성공했으나 우회 결제로 인해 반응하지 않았던 기부경제 또한 1분기 반전에 성공했다. 동사는 기부경제 정상화를 위한 업데이트를 최근 시작, 연내 결제와 기부경제의 단계를 최소화하는 수준까지 확대 예정이다. 기부경제 증가에 따른 동사 콘텐츠 공급자들의 수익 인 증은 환경이 불리해진 트위치 스트리머들을 움직일 동인이 될 것으로 예상된다. 콘텐츠 공급자 움직임은 시청자를 이끌 것이며 이로 인해 기부경제, 광고가 다시 성장하는 선순환 구조가 예상된다. 현 주가는 연중 변화를 즐기기엔 매력적인 주가로 판단된다.

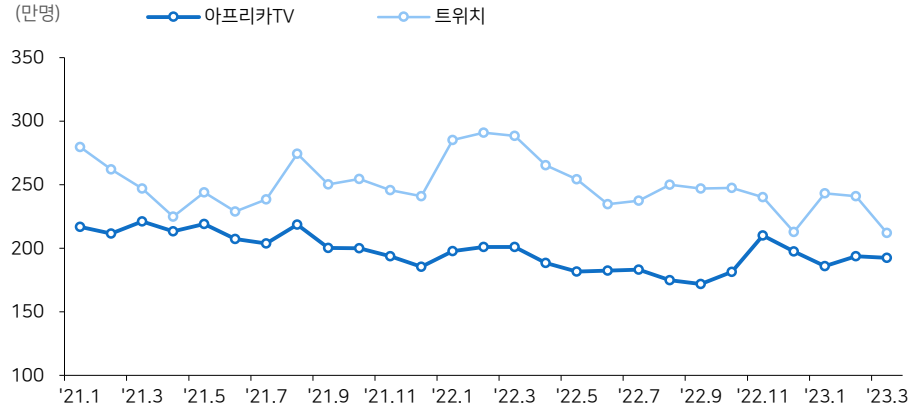
(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	72.7	75.3	-3.4	79.9	-9.0	76.0	-4.3	76.3	-4.7
영업이익	18.4	23.1	-20.5	15.5	19.0	19.0	-3.4	18.9	-2.7
세전이익	21.8	24.1	-9.8	12.5	74.2	20.6	5.7	20.6	5.4
지배순이익	16.7	19.6	-15.1	3.2	420.4	15.5	7.1	16.5	1.1

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	75.3	78.0	81.8	79.9	72.7	81.9	95.6	100.3	272.3	315.0	350.5	397.8
플랫폼 서비스	60.0	58.3	57.7	54.2	60.5	61.5	66.7	68.6	212.6	230.2	257.2	289.5
광고	14.2	18.4	23.1	24.7	11.4	19.3	27.7	29.7	53.5	80.4	88.1	99.0
멀티플랫폼	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	0.5	0.0	0.0
기타	0.9	1.1	0.9	1.0	0.8	1.1	1.3	2.0	3.8	3.9	5.2	9.3
% YoY												
매출	23.7	20.0	15.2	6.0	-3.4	5.1	16.8	25.5	38.5	15.7	11.3	13.5
플랫폼 서비스	18.0	15.2	4.5	-3.1	0.8	5.4	15.5	26.7	33.0	8.3	11.7	12.5
광고	69.0	42.4	59.7	39.0	-19.2	4.9	19.9	20.0	82.2	50.1	9.6	12.4
멀티플랫폼	-65.8	-71.6	-82.7	-100.0	N/A	N/A	N/A	N/A	-37.4	-77.6	N/A	N/A
기타	-9.1	39.8	19.0	-23.2	-8.9	8.4	36.1	101.3	6.9	1.4	35.5	78.8
영업비용												
% to sales	69.3	70.2	74.8	80.7	74.7	72.7	74.1	74.9	67.4	73.8	74.1	71.7
% YoY	26.3	26.1	27.6	26.8	4.1	8.7	15.8	16.5	25.5	26.8	11.7	9.7
인건비	16.1	16.6	16.4	13.9	17.9	17.8	18.2	18.5	50.8	63.0	72.4	83.5
지급수수료	25.0	26.8	31.6	35.2	23.6	28.9	38.8	40.4	85.7	118.6	131.6	141.4
콘텐츠	4.0	3.9	5.1	5.8	4.2	4.4	5.4	6.0	16.7	18.8	20.0	21.3
상각비	3.9	4.2	4.2	4.6	4.7	4.8	4.8	5.2	14.7	17.0	19.6	21.7
기타	3.2	3.2	3.9	4.9	3.8	3.6	3.6	5.0	15.6	15.2	16.1	17.1
이익 추정												
영업이익	23.1	23.2	20.7	15.5	18.4	22.4	24.8	25.2	88.8	82.4	90.7	112.8
% YoY	18.0	7.7	-10.6	-37.1	-20.5	-3.6	20.0	63.1	76.2	-7.2	10.1	24.3
영업이익률(%)	30.7	29.8	25.2	19.3	25.3	27.3	25.9	25.1	32.6	26.2	25.9	28.3
세전이익	24.1	23.4	22.6	12.5	21.8	22.9	25.9	24.9	89.1	82.6	95.5	115.3
% YoY	20.4	12.7	-10.4	-45.9	-9.8	-2.0	14.5	99.8	87.4	-7.3	15.6	20.7
지배주주순이익	19.6	19.8	17.2	3.2	16.7	19.9	20.0	18.8	71.0	59.7	75.3	90.4
% YoY	26.4	4.4	-13.1	-81.0	-15.1	0.5	16.6	486.2	94.1	-15.9	26.0	20.1

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아프리카TV, 트위치 MAU



주: 한국인 안드로이드+iOS 앱 사용자 추정
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아프리카TV 12M Fwd PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 아프리카TV Trailing PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

아프리카 TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	272.3	315.0	350.5	397.8	439.6
매출액증가율 (%)	38.5	15.7	11.3	13.5	10.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	272.3	315.0	350.5	397.8	439.6
판매관리비	183.5	232.6	259.8	285.1	307.8
영업이익	88.8	82.4	90.7	112.8	131.7
영업이익률	32.6	26.2	25.9	28.3	30.0
금융손익	2.7	3.2	6.6	6.6	8.5
종속/관계기업손익	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-2.6	-3.2	-2.0	-4.2	-2.0
세전계속사업이익	89.1	82.6	95.5	115.3	138.4
법인세비용	18.1	23.1	20.4	25.1	31.9
당기순이익	70.9	59.5	75.1	90.2	106.5
지배주주지분 순이익	71.0	59.7	75.3	90.4	106.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	133.5	100.9	109.6	138.2	115.8
당기순이익(손실)	70.9	59.5	75.1	90.2	106.5
유형자산상각비	13.9	15.9	19.6	21.7	-8.4
무형자산상각비	0.9	1.1	0.8	0.7	0.7
운전자본의 증감	27.2	23.5	14.5	25.6	17.0
투자활동 현금흐름	-113.4	-57.2	55.5	-8.5	7.0
유형자산의증가(CAPEX)	-9.4	-14.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.0	2.3	-4.9	0.8	6.1
재무활동 현금흐름	-11.2	-42.0	-8.0	-8.7	-11.5
차입금의 증감	-1.5	-7.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	6.5	4.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	9.1	1.5	157.1	121.0	111.3
기초현금	66.0	75.1	76.6	233.7	354.7
기말현금	75.1	76.6	233.7	354.7	466.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	313.0	370.3	448.1	550.1	665.0
현금및현금성자산	75.1	76.6	233.7	354.7	466.0
매출채권	11.5	20.3	44.2	3.2	3.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	95.1	94.9	79.5	56.3	57.9
유형자산	34.4	37.6	18.1	-3.7	4.7
무형자산	16.0	11.9	11.1	10.4	9.8
투자자산	25.5	23.3	28.3	27.5	21.4
자산총계	408.2	465.1	527.6	606.4	722.9
유동부채	193.4	217.4	217.5	217.6	239.6
매입채무	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
단기차입금	1.9	0.8	0.8	0.8	0.8
유동성장기부채	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.3	6.6	2.6	2.6	2.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	198.7	224.0	220.0	220.1	242.1
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	60.0	64.7	64.7	64.7	64.7
기타포괄이익누계액	-4.8	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	170.4	222.0	288.6	367.5	462.3
비지배주주지분	0.1	0.0	-0.2	-0.4	-0.7
자본총계	209.4	241.2	307.6	386.3	480.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	23,689	27,402	30,495	34,609	38,239
EPS(지배주주)	6,179	5,197	6,550	7,866	9,289
CFPS	9,941	9,456	9,626	11,411	10,632
EBITDAPS	9,009	8,646	9,659	11,763	10,789
BPS	18,209	20,979	26,769	33,639	41,884
DPS	730	730	800	1,050	1,100
배당수익률(%)	0.4	1.0	1.0	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	32.8	13.7	11.8	9.9	8.3
PCR	20.4	7.5	8.1	6.8	7.3
PSR	8.6	2.6	2.5	2.2	2.0
PBR	11.1	3.4	2.9	2.3	1.9
EBITDA	103.6	99.4	111.0	135.2	124.0
EV/EBITDA	20.4	5.5	4.7	2.9	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	39.9	26.5	27.4	26.0	24.6
EBITDA 이익률	38.0	31.6	31.7	34.0	28.2
부채비율	94.9	92.9	71.5	57.0	50.4
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	94.6	129.6	218.6	271.8	317.5
매출채권회전율(x)	25.3	19.8	10.9	16.8	130.7
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 추천 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 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.02.09		Buy	85,000	김동희	-4.4	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	-	-	