

# 아프리카TV (067160)

## 외부요인과 내부요인

### 3Q23 Review

매출액 879억원(YoY +7.4%), 영업이익 219억원(YoY +6.0%), 지배순이익 193억원(YoY +12.5%). 시장기대치 하회

플랫폼 매출은 649억원(YoY +12.3%)으로 견조했으나, 광고시장 침체, 상대적으로 적었던 게임리그, 신규 게임 부족 등의 외부환경 요인으로 인해, 신규 연결 편입된 자회사 매출이 추가되었음에도 불구하고 광고매출 216억원(YoY -6.6%) 기록

비용 측면에서는 근본적 성장(트래픽 증가)을 위한 아시안게임 중계권 수수료, 오리지널 콘텐츠 제작비 등이 증가(내부요인)하며 시장기대치 하회의 주된 요인으로 작용함

### 4분기 및 2024년 전망

아시안게임 효과 등으로 10월 트래픽이 양호하고, 4분기 광고 성수기, 신작게임 출시 증가, 지스타 오프 광고 등 광고 매출 회복이 예상되는 바, 4분기 실적 개선 전망

2024년은 아직 광고시장 및 국내 게임시장 회복을 낙관할 수 없고(외부요인), 10~20대에 갇힌 사용자 및 트래픽 증가를 위한 국내 콘텐츠 및 해외사업 확장, 이를 위한 투자가 불가피한 상황이기 때문에 마진율 하락은 불가피 할 것으로 예상됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 9만원 하향조정

성장둔화, 이를 극복 위한 비용증가, 마진율 하락으로 동사에 대한 멀티플 하락이 불가피. 목표주가를 9만원으로 하향 조정함. 하지만, 여전히 견조한 실적을 유지하고 있는 가운데, 콘텐츠 다양화로 트래픽 상승 중이며, 2024년 해외사업 (기술지원 - 베트남, 자체플랫폼 - 태국 등 동남아) 본격화하며 새로운 성장이 준비되고 있음. 반면 2024년 기준 ROE 24%, PER 9.3배는 여전히 저평가된 상황이라는 판단임

#### Quarterly earning Forecasts

|            | 3Q23E | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스 | 컨센서스대비   |
|------------|-------|----------|----------|------|----------|
| 매출액        | 879   | 7.4      | 1.4      | 922  | -4.7     |
| 영업이익       | 219   | 6.1      | -7.3     | 240  | -8.7     |
| 세전계속사업이익   | 247   | 9.3      | -9.6     | 263  | -6.1     |
| 지배순이익      | 193   | 12.5     | -15.2    | 197  | -2.1     |
| 영업이익률 (%)  | 24.9  | -0.3 %pt | -2.4 %pt | 26.0 | -1.1 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 22.0  | +1.0 %pt | -4.3 %pt | 21.4 | +0.6 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

|           | 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       |          | 2,723 | 3,150 | 3,439 | 3,765 |
| 영업이익      |          | 888   | 824   | 878   | 910   |
| 지배순이익     |          | 710   | 597   | 783   | 826   |
| PER       |          | 20.5  | 20.3  | 9.8   | 9.3   |
| PBR       |          | 6.7   | 4.8   | 2.3   | 1.9   |
| EV/EBITDA |          | 11.9  | 9.5   | 4.2   | 3.3   |
| ROE       |          | 39.9  | 26.5  | 28.6  | 24.0  |

자료: 유안타증권



이창영 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **90,000원 (D)**

현재주가 (10/31) **66,900원**

상승여력 **35%**

시가총액 7,690억원

총발행주식수 11,494,767주

60일 평균 거래대금 158억원

60일 평균 거래량 192,491주

52주 고/저 96,000원 / 62,200원

외인지분율 30.54%

배당수익률 1.03%

주요주주 세인트인터넷내셔널 외 7인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (20.5) (8.4) (16.0)

상대 (9.1) 16.5 (20.6)

절대 (달러환산) (20.5) (13.5) (11.4)

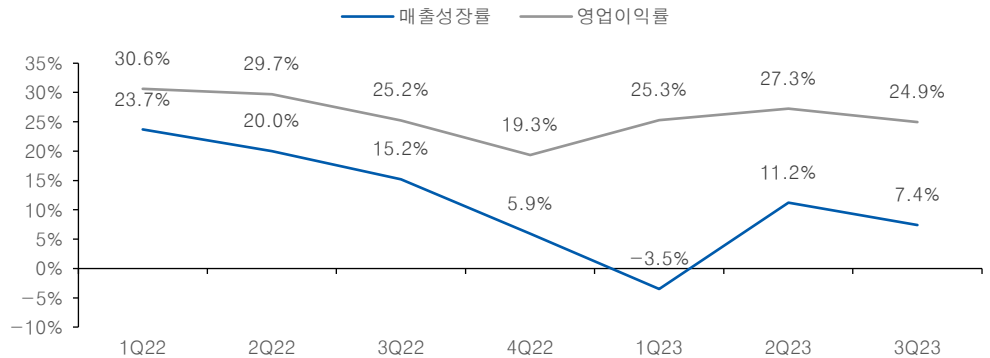
아프리카TV 실적 전망

(단위: 억원)

|                   | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23P | 4Q23E | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 753   | 779   | 818   | 799   | 727   | 867   | 879   | 966   | 2,723 | 3,150 | 3,439 | 3,765 |
| YoY               | 24%   | 25%   | 24%   | 20%   | 15%   | 6%    | -3%   | 11%   | 39%   | 16%   | 9%    | 9%    |
| 플랫폼 서비스           | 600   | 583   | 577   | 542   | 605   | 652   | 649   | 677   | 2,126 | 2,302 | 2,582 | 2,766 |
| YoY               | 18%   | 15%   | 4%    | -3%   | 1%    | 12%   | 12%   | 25%   | 33%   | 8%    | 12%   | 7%    |
| QoQ               | 7%    | -3%   | -1%   | -6%   | 12%   | 8%    | 0%    | 4%    |       |       |       |       |
| 광고                | 142   | 184   | 231   | 247   | 114   | 200   | 216   | 274   | 535   | 804   | 803   | 928   |
| YoY               | 69%   | 42%   | 60%   | 39%   | -20%  | 9%    | -7%   | 11%   | 82%   | 50%   | 0%    | 16%   |
| - 플랫폼광고           | 30    | 33    | 42    | 43    | 36    | 37    | 34    | 43    | 113   | 148   | 150   | 165   |
| - 콘텐츠형광고          | 97    | 129   | 170   | 171   | 68    | 149   | 128   | 166   | 347   | 567   | 511   | 521   |
| - 광고기타            | 15    | 22    | 18    | 33    | 10    | 14    | 54    | 65    | 76    | 88    | 142   | 242   |
| 기타                | 9     | 11    | 9     | 10    | 8     | 15    | 15    | 15    | 38    | 39    | 53    | 69    |
| 영업비용              | 522   | 548   | 612   | 644   | 543   | 631   | 660   | 728   | 1,835 | 2,326 | 2,561 | 2,854 |
| - 인건비             | 161   | 166   | 164   | 139   | 179   | 193   | 201   | 216   | 508   | 630   | 788   | 875   |
| - 지급수수료 (중계권 +기타) | 60    | 57    | 65    | 86    | 57    | 51    | 68    | 64    | 186   | 268   | 240   | 252   |
| - 지급수수료 (광고)      | 78    | 99    | 138   | 155   | 57    | 76    | 73    | 99    | 272   | 470   | 306   | 370   |
| - 과금수수료           | 76    | 75    | 78    | 71    | 85    | 96    | 97    | 100   | 263   | 300   | 378   | 411   |
| - 회선사용료           | 36    | 37    | 35    | 40    | 38    | 33    | 31    | 34    | 137   | 148   | 136   | 138   |
| - BJ 지원금          | 14    | 9     | 12    | 18    | 13    | 19    | 16    | 19    | 52    | 52    | 66    | 77    |
| - 콘텐츠 제작비         | 26    | 30    | 39    | 41    | 30    | 68    | 66    | 69    | 116   | 136   | 233   | 263   |
| - 유무형 감가상각비       | 39    | 42    | 42    | 46    | 47    | 48    | 51    | 51    | 147   | 170   | 197   | 219   |
| - 지급임차료           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 6     | 4     | 4     | 4     |
| - 행사비             | 1     | 2     | 2     | 13    | 3     | 5     | 3     | 20    | 17    | 19    | 31    | 31    |
| - 기타              | 30    | 28    | 35    | 35    | 35    | 40    | 52    | 55    | 132   | 129   | 181   | 214   |
| 영업이익              | 231   | 232   | 207   | 154   | 184   | 236   | 219   | 239   | 888   | 823   | 878   | 910   |
| YoY               | 18%   | 8%    | -11%  | -37%  | -20%  | 2%    | 6%    | 54%   | 76%   | -7%   | 7%    | 4%    |
| 영업이익률             | 30.6% | 29.7% | 25.2% | 19.3% | 25.3% | 27.3% | 24.9% | 24.7% | 32.6% | 26.1% | 25.5% | 24.2% |

자료: 유안타증권 리서치센터

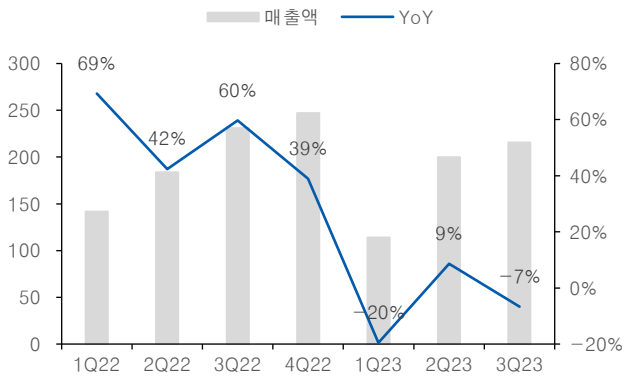
아프리카TV 매출 성장률 & 영업이익률



자료: 아프리카TV, 유안타증권 리서치센터

광고매출액 & 성장률

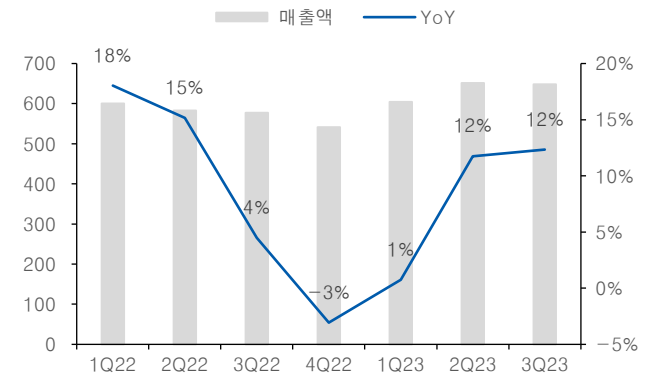
(단위: 억 원)



자료: 아프리카 TV, 유안타증권 리서치센터

플랫폼 매출액 & 성장률

(단위: 억 원)



자료: 아프리카 TV, 유안타증권 리서치센터

아프리카 TV 목표주가 변경내역

(단위: 억 원)

| 목표주가 변경전 산정내역   |            | 목표주가 변경후 산정내역   |            |
|-----------------|------------|-----------------|------------|
| 2023년 예상 지배 순이익 | 722.4      | 2024년 예상 지배 순이익 | 826        |
| Target P/E      | 17.4       | Target P/E      | 12.5       |
| Target 시가총액     | 12,588     | Target 시가총액     | 10,325.00  |
| 발행주식수           | 11,494,767 | 발행주식수           | 11,494,767 |
| 목표주가 (주당가액, 원)  | 109,511    | 목표주가 (주당가액)     | 89,823     |

자료: 유안타증권 리서치센터

플랫폼 기업 밸류에이션 비교

|          | P/E  | P/B | ROE  | P/S | EV/EBITDA |
|----------|------|-----|------|-----|-----------|
| ALPHABET | 19.5 | 4.9 | 27.1 | 6.0 | 12.2      |
| META     | 17.0 | 3.9 | 24.9 | 5.1 | 9.0       |
| iQIYI    | 11.9 | 3.1 | 23.3 | 1.0 | 10.8      |
| 아프리카 TV  | 12.4 | 2.7 | 24.8 | 2.6 | 6.2       |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

아프리카TV (067160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)     | 2021A    | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액         | 2,723    | 3,150 | 3,439 | 3,765 | 4,047 |
| 매출원가        | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익       | 2,723    | 3,150 | 3,439 | 3,765 | 4,047 |
| 판매비         | 1,835    | 2,326 | 2,561 | 2,854 | 3,036 |
| 영업이익        | 888      | 824   | 878   | 910   | 1,011 |
| EBITDA      | 1,036    | 994   | 1,094 | 1,158 | 1,245 |
| 영업외손익       | 2        | 2     | 121   | 150   | 168   |
| 외환관련손익      | 1        | 5     | 8     | 4     | 4     |
| 이자손익        | -1       | 20    | 54    | 62    | 79    |
| 관계기업관련손익    | 1        | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 기타          | 2        | -25   | 59    | 84    | 84    |
| 법인세비용차감전순이익 | 891      | 826   | 999   | 1,060 | 1,178 |
| 법인세비용       | 181      | 231   | 216   | 234   | 282   |
| 계속사업순이익     | 709      | 595   | 782   | 826   | 897   |
| 중단사업순이익     | -1       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 709      | 595   | 782   | 826   | 897   |
| 지배지분순이익     | 710      | 597   | 783   | 826   | 897   |
| 포괄순이익       | 699      | 581   | 776   | 817   | 888   |
| 지배지분포괄이익    | 701      | 583   | 778   | 820   | 891   |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표           | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A    | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름       | 1,335    | 1,009 | 1,028 | 1,407 | 1,467 |
| 당기순이익           | 709      | 595   | 782   | 826   | 897   |
| 감가상각비           | 139      | 159   | 202   | 230   | 219   |
| 외환손익            | 0        | -2    | -4    | -4    | -4    |
| 중속, 관계기업관련손익    | -1       | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | 272      | 235   | -2    | 291   | 293   |
| 기타현금흐름          | 216      | 21    | 51    | 64    | 62    |
| 투자활동 현금흐름       | -1,134   | -572  | -487  | -366  | -288  |
| 투자자산            | -905     | -221  | -66   | -41   | -28   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -94      | -146  | -224  | -240  | -200  |
| 유형자산 감소         | 8        | 7     | 1     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -143     | -211  | -198  | -86   | -59   |
| 재무활동 현금흐름       | -112     | -420  | -76   | -103  | -73   |
| 단기차입금           | 4        | -7    | 36    | -8    | 4     |
| 사채 및 장기차입금      | -19      | -71   | 54    | -17   | 1     |
| 자본              | 65       | 47    | 11    | 0     | 0     |
| 현금배당            | -69      | -80   | -80   | -79   | -79   |
| 기타현금흐름          | -93      | -309  | -98   | 0     | 0     |
| 연결범위변동 등 기타     | 2        | -3    | -290  | -367  | -225  |
| 현금의 증감          | 91       | 15    | 176   | 570   | 881   |
| 기초 현금           | 660      | 751   | 766   | 942   | 1,512 |
| 기말 현금           | 751      | 766   | 942   | 1,512 | 2,393 |
| NOPLAT          | 888      | 824   | 878   | 910   | 1,011 |
| FCF             | 1,240    | 863   | 805   | 1,167 | 1,267 |

자료: 유안타증권

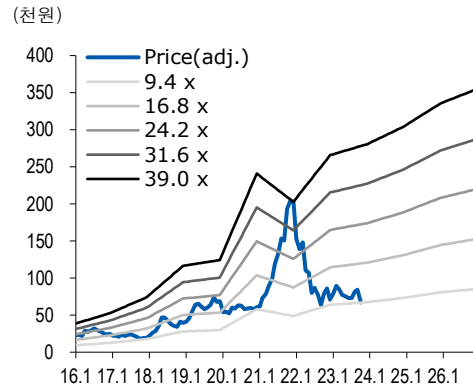
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표         | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)       | 2021A    | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
| 유동자산          | 3,130    | 3,703  | 4,350  | 5,215  | 6,207  |
| 현금및현금성자산      | 751      | 766    | 942    | 1,512  | 2,393  |
| 매출채권 및 기타채권   | 749      | 842    | 1,018  | 1,110  | 1,156  |
| 재고자산          | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산         | 951      | 949    | 1,111  | 1,164  | 1,169  |
| 유형자산          | 344      | 376    | 426    | 436    | 417    |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 40       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타투자자산        | 215      | 233    | 206    | 247    | 275    |
| 자산총계          | 4,081    | 4,651  | 5,461  | 6,379  | 7,377  |
| 유동부채          | 1,934    | 2,174  | 2,266  | 2,459  | 2,641  |
| 매입채무 및 기타채무   | 1,505    | 1,854  | 1,874  | 2,043  | 2,196  |
| 단기차입금         | 19       | 8      | 35     | 23     | 23     |
| 유동성장기부채       | 81       | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 비유동부채         | 53       | 65     | 127    | 115    | 121    |
| 장기차입금         | 0        | 0      | 41     | 21     | 21     |
| 사채            | 0        | 0      | 12     | 12     | 12     |
| 부채총계          | 1,987    | 2,240  | 2,394  | 2,574  | 2,762  |
| 지배지분          | 2,093    | 2,411  | 3,068  | 3,807  | 4,616  |
| 자본금           | 57       | 57     | 57     | 57     | 57     |
| 자본잉여금         | 600      | 647    | 658    | 658    | 658    |
| 이익잉여금         | 1,704    | 2,220  | 2,921  | 3,669  | 4,487  |
| 비지배지분         | 1        | 0      | -1     | -1     | -1     |
| 자본총계          | 2,094    | 2,412  | 3,067  | 3,806  | 4,615  |
| 순차입금          | -2,188   | -2,727 | -3,096 | -3,887 | -4,822 |
| 총차입금          | 151      | 73     | 163    | 138    | 144    |

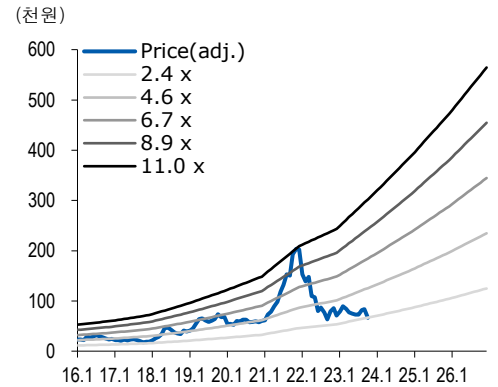
| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)      | 2021A         | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
| EPS          | 6,179         | 5,197  | 6,815  | 7,188  | 7,801  |
| BPS          | 18,988        | 22,106 | 28,506 | 35,369 | 42,887 |
| EBITDAPS     | 9,009         | 8,646  | 9,517  | 10,072 | 10,835 |
| SPS          | 23,689        | 27,402 | 29,917 | 32,750 | 35,206 |
| DPS          | 730           | 730    | 730    | 730    | 730    |
| PER          | 20.5          | 20.3   | 9.8    | 9.3    | 8.6    |
| PBR          | 6.7           | 4.8    | 2.3    | 1.9    | 1.6    |
| EV/EBITDA    | 11.9          | 9.5    | 4.2    | 3.3    | 2.3    |
| PSR          | 5.3           | 3.9    | 2.2    | 2.0    | 1.9    |

| 재무비율          | (단위: 배, %) |        |        |        |        |
|---------------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)       | 2021A      | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
| 매출액 증가율 (%)   | 38.5       | 15.7   | 9.2    | 9.5    | 7.5    |
| 영업이익 증가율 (%)  | 76.2       | -7.2   | 6.5    | 3.7    | 11.0   |
| 지배순이익 증가율 (%) | 94.1       | -15.9  | 31.1   | 5.5    | 8.5    |
| 매출총이익률 (%)    | 100.0      | 100.0  | 100.0  | 100.0  | 100.0  |
| 영업이익률 (%)     | 32.6       | 26.2   | 25.5   | 24.2   | 25.0   |
| 지배순이익률 (%)    | 26.1       | 19.0   | 22.8   | 21.9   | 22.2   |
| EBITDA 마진 (%) | 38.0       | 31.6   | 31.8   | 30.8   | 30.8   |
| ROIC          | -275.0     | -96.4  | -118.6 | -152.3 | -129.5 |
| ROA           | 20.3       | 13.7   | 15.5   | 14.0   | 13.0   |
| ROE           | 39.9       | 26.5   | 28.6   | 24.0   | 21.3   |
| 부채비율 (%)      | 94.9       | 92.9   | 78.0   | 67.6   | 59.8   |
| 순차입금/자기자본 (%) | -104.5     | -113.1 | -100.9 | -102.1 | -104.5 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 94.6       | 129.6  | 103.5  | 84.8   | 100.4  |

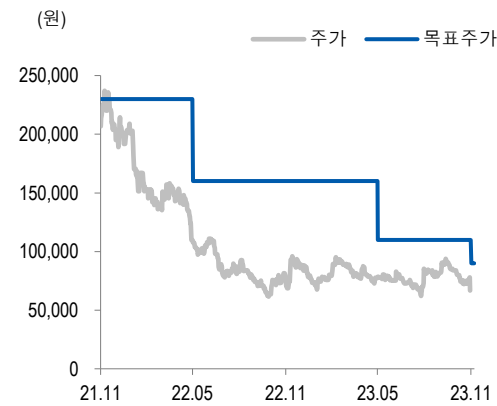
P/E band chart



P/B band chart



아프리카TV (067160) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2023-11-01 | BUY   | 90,000  | 1년        |         |              |
| 2023-05-02 | BUY   | 110,000 | 1년        | -28.95  | -14.64       |
| 2022-05-02 | BUY   | 160,000 | 1년        | -47.78  | -30.56       |
| 2021-11-01 | BUY   | 230,000 | 1년        | -25.82  | 3.04         |
| 2021-07-27 | BUY   | 163,000 | 1년        | -6.59   | 18.40        |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자이견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 89.9       |
| Hold(중립)       | 10.1       |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2023-11-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.