2023. 10. 31

▲ 인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

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

아프리카TV 067160

엇갈린 지표

- ✓ 3분기 영업이익은 219억원으로 기대치 10% 하회하며 주가 유사한 수준으로 하락
- ✓ 플랫폼 광고 및 기부경제 예상 하회한 데 반해 영업 비용은 추정 수준으로 집행
- ✓ 기부경제 결제액 QoQ 상승했으나 상위 스트리머 비중 증가하며 관련 매출 감소
- ✓ 장기 성장성 유효하나 관련 지표 확인까지 기존 이익에 집중할 가능성 높은 시기
- ✓ 추세 반등 위해서는 MUV와 기부경제 매출의 정방향성 확인 필요

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**100,000 원**
현재주가 (10.30)	**78,000 원**
상승여력	**28.2%**
KOSDAQ	757.12pt
시가총액	8,966억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	67.29%
외국인비중	30.54%
52주 최고/최저가	96,000원/62,200원
평균거래대금	155.3억원
주요주주(%)	
쎄인트인터내셔널 외 7 인	26.35
국민연금공단	8.61
JF Asset Management Limited 외 7	5.15

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-7.3	0.6	-4.2
상대주가	3.0	12.0	-13.0

주가그래프

3Q23 Review: 기대치 하회

3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 879억원(+7.4% YoY)과 219억원(+6.0% YoY)으로 예상치를 10% 하회했다. 광고와 기부경제 모두 예상을 하회했다. 예정되었던 바와 같이 컨텐츠 광고는 광고주 수주 상 집행 시기에 맞춰 4분기로 다소 이연되었으나 BJ 배분율이 높은 항목에 속해 영업이익 하회의 주요인은 아니었다. 플랫폼 광고가 QoQ, YoY 감소하였고 스트리머 배분 비율이 blended로 상승한 점이 이익에 주요한 영향을 미쳤다. 반면 영업비용은 예상 수준으로 집행되었다.

동사는 3분기 아시안게임 영향으로 추석의 비우호적 영업 환경이 완화되었다고 밝혔다. 플랫폼 광고의 경우 추석 후 임시 공휴일 지정으로 9월 움츠러든 광고 경기 영향이 있었을 것으로 추정되어 4분기를 지켜볼 필요가 있다. 그러나 상위 BJ의 기부 경제 비중 증가에 따른 전환율 하락은 추세적 반전이 쉽지 않다. 특히 투자자들이 눈여겨 보는 트위치 스트리머의 이동을 위해서는 동사 입장에서 제시해야 할 카드가 필요한데 이 때 가장 유력한 인센티브가 배분율로 예상되기 때문이다.

트래픽과 기부 경제 매출의 정방향성 재확인이 추세 전환 만들 것

동사 주가는 실적에 민감하게 반응한다. 4분기 컨텐츠 광고는 수주된 물량이 많아 증가할 것으로 예상되나 매출 성격상 이익 기여는 제한적이다. 동사는 베트남 플랫폼 OnLive를 런칭했고 2024년에는 자체 글로벌 플랫폼 런칭을 위해 인력풀을 확대했다. MUV 상승세가 다소 주춤해지며 비용 증가가 부각되는 시기다. 글로벌 런칭 등 장기 성장성은 유효하나 신사업 지표 확인까지 투자자들은 기존 사업의 이익 체력에 집중할 가능성이 높다. 3분기 기부경제 거래액이 QoQ 3% 증가했음에도 전환율 하락으로 QoQ 매출 하락했는데 관련 지표의 반전이 필요해 보인다. 23-24년 매출 주요 지표 하향 조정을 반영하여 적정주가를 10만원으로 하향한다.

(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	342.7	84.5	70.9	6,171	18.9	24,563	12.6	3.2	5.2	27.1	77.9
2024E	381.4	90.7	72.9	6,342	2.9	29,920	12.3	2.6	4.5	23.3	64.0
2025E	397.2	99.4	81.0	7,047	11.1	35,935	11.1	2.2	3.4	21.4	55.4

표1 아프리카TV 3Q23 Review

(십억원)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	**87.9**	81.8	7.4	86.7	1.4	92.0	-4.4	92.5	-5.0
영업이익	**21.9**	20.7	6.0	23.6	-7.3	23.9	-8.3	24.4	-10.1
세전이익	**24.7**	22.6	9.2	27.2	-9.5	26.3	-6.2	25.2	-2.2
지배순이익	**19.3**	17.2	12.5	22.7	-14.9	19.6	-1.6	19.5	-1.1

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

표2 아프리카TV 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	6,291	12M Fwd 순이익
적정배수(X)	16.0	과거 5년 평균
적정주가	100,000	100,656원 반올림
현재주가	78,000	
상승여력(%)	28.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 아프리카TV 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	**75.3**	**78.0**	**81.8**	**79.9**	**72.7**	**86.7**	**87.9**	**95.5**	**272.3**	**315.0**	**342.7**	**381.4**
플랫폼 서비스	60.0	58.3	57.7	54.2	60.5	65.2	64.9	66.1	212.6	230.2	256.5	286.4
광고	14.2	18.4	23.1	24.7	11.4	20.0	21.6	28.0	53.5	80.4	81.0	90.1
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	1.5	1.5	1.4	3.8	3.9	5.2	4.9
% YoY												
매출	*23.7*	*20.0*	*15.2*	*6.0*	*-3.4*	*11.2*	*7.4*	*19.5*	*38.5*	*15.7*	*8.8*	*11.3*
플랫폼 서비스	*18.0*	*15.2*	*4.5*	*-3.1*	*0.8*	*11.7*	*12.3*	*22.0*	*33.0*	*8.3*	*11.4*	*11.7*
광고	*69.0*	*42.4*	*59.7*	*39.0*	*-19.2*	*8.6*	*-6.6*	*13.2*	*82.2*	*50.1*	*0.8*	*11.3*
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*	*45.6*	*58.4*	*39.7*	*6.9*	*1.4*	*34.8*	*-6.4*
영업비용	**52.2**	**54.8**	**61.2**	**64.4**	**54.3**	**63.0**	**66.0**	**74.9**	**183.5**	**232.6**	**258.2**	**290.7**
% to sales	*69.3*	*70.2*	*74.8*	*80.7*	*74.7*	*72.7*	*75.1*	*78.4*	*67.4*	*73.8*	*75.3*	*76.2*
% YoY	*26.3*	*26.1*	*27.6*	*26.8*	*4.1*	*15.1*	*7.8*	*16.2*	*25.5*	*26.8*	*11.0*	*12.6*
인건비	16.1	16.6	16.4	13.9	17.9	19.3	20.1	22.1	50.8	63.0	79.4	99.6
지급수수료	25.0	26.8	31.6	35.2	23.6	25.7	27.0	32.2	85.7	118.6	108.5	116.4
컨텐츠	4.0	3.9	5.1	5.8	4.2	8.7	8.2	8.8	16.7	18.8	29.9	31.1
상각비	3.9	4.2	4.2	4.6	4.7	4.8	5.1	5.1	14.7	17.0	19.8	21.2
기타	3.2	3.2	3.9	4.9	3.8	4.6	5.6	6.6	15.6	15.2	20.7	22.4
이익 추정												
영업이익	**23.1**	**23.2**	**20.7**	**15.5**	**18.4**	**23.6**	**21.9**	**20.6**	**88.8**	**82.4**	**84.5**	**90.7**
% YoY	*18.0*	*7.7*	*-10.6*	*-37.1*	*-20.5*	*1.9*	*6.0*	*33.3*	*76.2*	*-7.2*	*2.5*	*7.3*
영업이익률(%)	*30.7*	*29.8*	*25.2*	*19.3*	*25.3*	*27.3*	*24.9*	*21.6*	*32.6*	*26.2*	*24.7*	*23.8*
세전이익	24.1	23.4	22.6	12.5	21.8	27.3	24.7	16.2	89.1	82.6	89.9	93.8
% YoY	*20.4*	*12.7*	*-10.4*	*-45.9*	*-9.8*	*16.9*	*9.2*	*29.9*	*87.4*	*-7.3*	*8.9*	*4.2*
지배주주순이익	19.6	19.8	17.2	3.2	16.7	22.8	19.3	12.2	71.0	59.7	70.9	72.9
% YoY	*26.4*	*4.4*	*-13.1*	*-81.0*	*-15.1*	*15.3*	*12.5*	*280.5*	*94.1*	*-15.9*	*18.7*	*2.8*

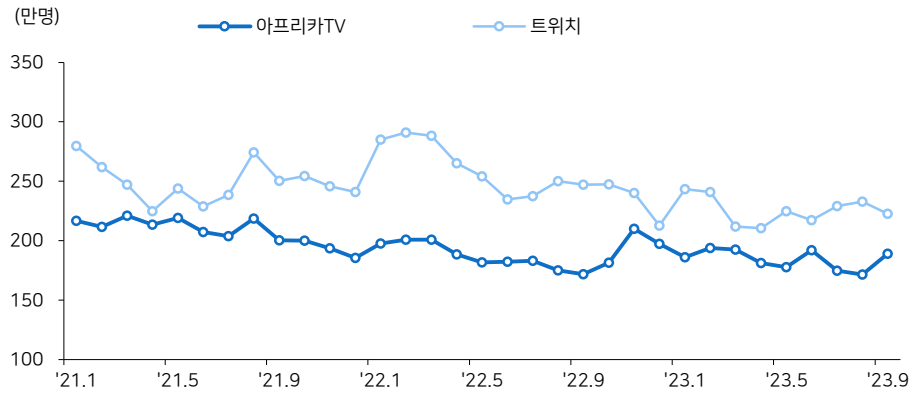
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

표4 광고경기 동향 지수: 8월 크게 반등했으나 길어진 추석 연휴로 재차 하락

(p)	22.09	22.10	22.11	22.12	23.01	23.02	23.03	23.04	23.05	23.06	23.07	23.08	23.09
종합	**106.8**	**106.3**	**101.4**	**99**	**101.6**	**102**	**102.9**	**105**	**102.8**	**100**	**99.1**	**108.4**	**106.7**
지상파TV	106.1	104.5	101.9	99.7	104.5	102.1	102.9	104.3	101.7	100	99.3	102.1	103.9
케이블TV	107.5	104.3	101.6	98.4	103.7	102.5	103	103	102.4	100.7	100.7	102.7	104.2
종합편성TV	104.8	102	100	99.1	103	101.8	101.8	101.8	101.4	99.1	99.8	101.6	101.2
라디오	104.3	101.8	100.5	101	101.6	100.7	101.2	102.3	100.3	99.6	100.9	100.9	101.9
신문	105	105.5	100.5	100.9	103	102.1	101.6	103	100.7	99.8	99.5	102.1	102.8
온라인(모바일)	105.4	107.3	103.4	100.7	103.8	103.6	103.9	102.5	102.9	101.8	101.3	110.4	103.9
% YoY													
종합	*-3.7*	*5.9*	*-0.9*	*-3.1*	*3.7*	*-0.3*	*0.6*	*-0.9*	*-4.3*	*-1.6*	*-4.6*	*5.0*	*-0.1*
지상파TV	*0.4*	*0.0*	*-1.5*	*-3.3*	*1.7*	*-0.2*	*0.9*	*-1.2*	*-2.5*	*-0.2*	*-2.6*	*-1.6*	*-2.2*
케이블TV	*3.3*	*2.0*	*-0.9*	*-4.4*	*2.7*	*-0.4*	*0.5*	*-1.3*	*-1.8*	*-0.9*	*-2.6*	*-0.7*	*-3.3*
종합편성TV	*-0.3*	*0.9*	*-2.5*	*-3.4*	*2.1*	*-0.9*	*-0.3*	*-2.0*	*-0.7*	*-1.3*	*-2.3*	*-0.9*	*-3.6*
라디오	*1.2*	*-0.3*	*-2.9*	*-1.0*	*1.9*	*-0.7*	*0.3*	*0.4*	*-0.6*	*-2.0*	*-0.7*	*-1.6*	*-2.4*
신문	*-1.4*	*5.7*	*-2.9*	*-0.2*	*2.0*	*0.5*	*-1.2*	*0.2*	*-3.5*	*-2.3*	*-2.4*	*0.1*	*-2.2*
온라인(모바일)	*-4.9*	*3.4*	*-3.0*	*-2.7*	*2.6*	*0.6*	*1.4*	*-3.2*	*-5.2*	*-2.7*	*-4.3*	*7.4*	*-1.5*
사업체 규모별													
상위	106.8	104.1	102.7	92.5	104.1	102	103.2	106	103.3	98.5	98.8	110.3	106.9
중위	105.8	104.3	100.5	97.3	104.3	100	100.8	107.2	102.9	103	99.8	104.6	107.7
하위	107.7	109.3	101.3	104.1	97.9	103.4	104.3	97.7	101	101	100	107.1	104.6
% YoY													
상위	*-1.1*	*6.3*	*4.2*	*-5.3*	*2.9*	*-9.8*	*-2.5*	*-8.3*	*-11.4*	*-1.5*	*-8.3*	*5.5*	*0.1*
중위	*-4.2*	*1.7*	*-5.6*	*-8*	*8.4*	*-8.7*	*0.3*	*3.1*	*-4.8*	*-0.9*	*-1.8*	*6.7*	*1.9*
하위	*-7.2*	*8.8*	*-1*	*1.3*	*0.6*	*9*	*2.9*	*-4.0*	*-0.7*	*0.2*	*-3.3*	*0.0*	*-3.1*

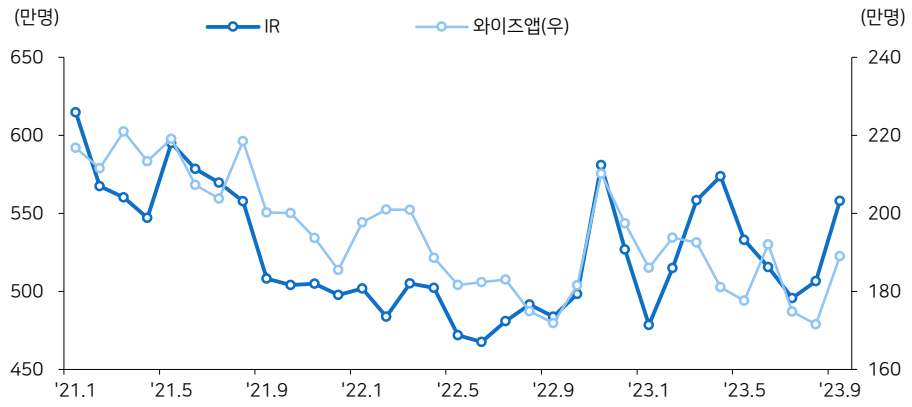
자료: 한국방송광고진흥공사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 와이즈앱 기준 아프리카TV, 트위치 추정 MAU



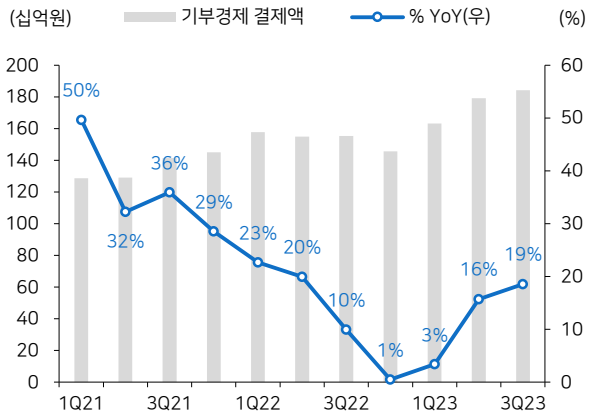
주: 한국인 안드로이드+iOS 앱 사용자 추정
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림2 와이즈앱 추정 아프리카TV 사용자 수 vs. 아프리카TV IR MUV



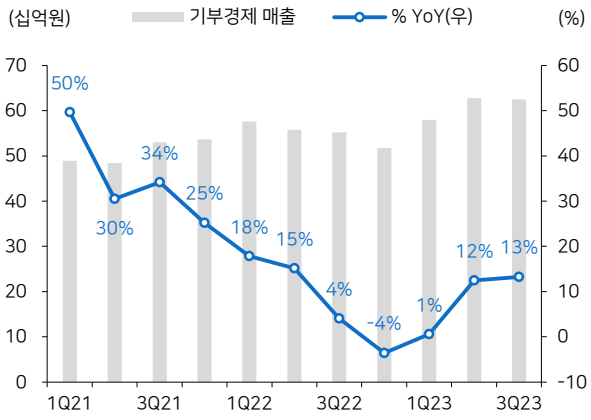
주: 한국인 안드로이드+iOS 앱 사용자 추정
자료: 아프리카TV, 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림3 기부경제 결제액 및 성장률



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림4 기부경제 매출 및 성장률



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

아프리카 TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**272.3**	**315.0**	**342.7**	**381.4**	**397.2**
매출액증가율(%)	38.5	15.7	8.8	11.3	4.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	272.3	315.0	342.7	381.4	397.2
판매관리비	183.5	232.6	258.2	290.7	297.8
영업이익	**88.8**	**82.4**	**84.5**	**90.7**	**99.4**
영업이익률(%)	32.6	26.2	24.7	23.8	25.0
금융손익	2.7	3.2	5.7	5.6	6.6
종속/관계기업손익	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-2.6	-3.2	-0.4	-2.7	-0.4
세전계속사업이익	89.1	82.6	89.9	93.8	105.7
법인세비용	18.1	23.1	19.2	20.9	24.8
당기순이익	**70.9**	**59.5**	**70.8**	**72.8**	**80.9**
지배주주지분 순이익	71.0	59.7	70.9	72.9	81.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**133.5**	**100.9**	**127.6**	**76.9**	**109.7**
당기순이익(손실)	70.9	59.5	70.8	72.8	80.9
유형자산상각비	13.9	15.9	19.8	21.2	22.6
무형자산상각비	0.9	1.1	0.8	0.7	0.7
운전자본의 증감	27.2	23.5	36.7	-17.8	5.5
투자활동 현금흐름	**-113.4**	**-57.2**	**-24.6**	**-21.2**	**-18.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-9.4	-14.6	-20.0	-22.0	-24.2
투자자산의감소(증가)	-3.0	2.3	-4.9	0.8	6.1
재무활동 현금흐름	**-11.2**	**-42.0**	**-29.0**	**-8.6**	**-11.3**
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	74.1	47.2	80.3
기초현금	66.0	75.1	76.6	150.7	197.9
기말현금	75.1	76.6	150.7	197.9	278.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	313.0	370.3	403.1	465.5	548.5
현금및현금성자산	75.1	76.6	150.7	197.9	278.2
매출채권	11.5	20.3	22.1	24.6	25.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	95.1	94.9	99.3	98.6	93.4
유형자산	34.4	37.6	37.9	38.6	40.2
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**	**502.4**	**564.0**	**641.9**
유동부채	193.4	217.4	217.5	217.5	226.2
매입채무	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
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**	**228.8**
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	284.2	345.8	414.9
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**209.4**	**241.2**	**282.4**	**344.0**	**413.1**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	23,689	27,402	29,814	33,182	34,554
EPS(지배주주)	6,179	5,197	6,171	6,342	7,047
CFPS	9,941	9,456	9,178	9,582	10,652
EBITDAPS	9,009	8,646	9,136	9,800	10,676
BPS	18,209	20,979	24,563	29,920	35,935
DPS	730	730	800	1,050	1,100
배당수익률(%)	0.4	1.0	1.0	1.3	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	32.8	13.7	12.6	12.3	11.1
PCR	20.4	7.5	8.5	8.1	7.3
PSR	8.6	2.6	2.6	2.4	2.3
PBR	11.1	3.4	3.2	2.6	2.2
EBITDA(십억원)	103.6	99.4	105.0	112.7	122.7
EV/EBITDA	20.4	5.5	5.2	4.5	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	39.9	26.5	27.1	23.3	21.4
EBITDA 이익률	38.0	31.6	30.6	29.5	30.9
부채비율	94.9	92.9	77.9	64.0	55.4
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	94.6	129.6	203.7	218.6	239.6
매출채권회전율(x)	25.3	19.8	16.2	16.3	15.8
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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

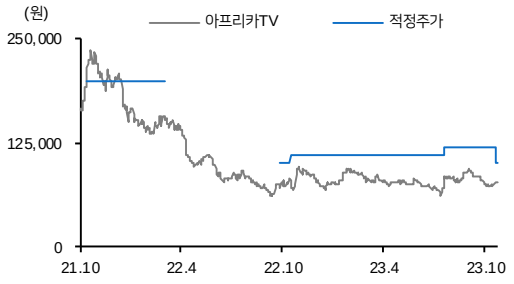
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 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	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.11.01	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-11.1	18.5
2022.03.31				Univ Out		
2022.10.11	Indepth	Buy	100,000	이효진	-24.3	-18.6
2022.10.31	기업브리프	Buy	110,000	이효진	-27.6	-12.7
2023.07.31	기업브리프	Buy	120,000	이효진	-31.8	-21.8
2023.10.31	기업브리프	Buy	100,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이