



아프리카 TV

| Bloomberg Code (067160 KS) | Reuters Code (067160.KQ)

2023년 2월 10일

[인터넷]

강석오 책임연구원
☎ 02-3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

김동석 연구원
☎ 02-3772-2677
✉ dongseok.kim@shinhan.com

중요한 건 꺾이지 않는 광고



매수
(유지)



현재주가 (2월 9일)
91,000 원



목표주가
140,000 원 (상향)



상승여력
53.8%

- ◆ 4Q22 Review: 월드컵, 시상식 등 일회성 비용 반영
- ◆ 독보적으로 성장하는 콘텐츠 광고, 올해는 해외 광고주도 유치 계획
- ◆ 해외 사업 확장으로 멀티플 확대되는 구간, 목표주가 상향



투자판단	매수 (유지)
목표주가	140,000 원 (상향)
상승여력	53.8%

KOSPI	2,481.52p
KOSDAQ	784.58p
시가총액	1,046.0십억원
액면가	500 원
발행주식수	11.5백만주
유동주식수	7.9백만주(69.0%)
52 주 최고가/최저가	158,300 원/61,500 원
일평균 거래량 (60 일)	261,103 주
일평균 거래액 (60 일)	22,107백만원
외국인 지분율	20.08%
주요주주	
세인트인테네셔널 외 6 인	25.91%
국민연금공단	8.55%
절대수익률	
3 개월	22.5%
6 개월	2.7%
12 개월	-40.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	11.6%
6 개월	9.1%
12 개월	-30.7%

주가차트



4Q22 Review: 월드컵, 시상식 등 일회성 비용 반영

아프리카TV는 영업수익 799억원(YoY +6%), 영업이익 155억원(YoY -37.1%, OPM 19.3%)을 기록하며 컨센서스 OP 166억원에 부합했다. 월드컵으로 인해 MUV는 QoQ +10% 증가했지만, BJ들의 기부경제 매출 발생에는 부정적이었다. 주요 성장 동력인 콘텐츠형 광고는 YoY +46% 성장하며 광고시장 침체에도 불구하고 동사의 고효율 광고상품에 대한 수요를 증명했다. 비용에서는 월드컵 중계권, BJ대상 시상식 등이 일회성으로 발생하며 영업이익이 QoQ 감소했다. 올해는 이러한 비용이 제거되고, 인건비 상승폭도 줄어 이익단에 긍정적인 전망이다.

중요한 건 꺾이지 않는 광고

2H22 구글의 유튜브 광고매출이 역성장에 들어섰다. 중간광고 슬롯을 늘렸음에도 역성장한 것은 DA 광고 수요 및 단가가 급감하고 있음을 보여준다. 반면 동사의 콘텐츠형 광고는 시장성장률을 크게 상회하는 모습이다. 브랜드 마케팅보다는 게임을 비롯한 프로덕트 마케팅의 비중이 높아 경기민감도가 낮고, BJ들의 콘텐츠에 녹여낸 스폰서십/PPL/라이브커머스는 충성도 높은 고객들을 기반으로 고효율을 보인다. 예산이 한정되어 있는 광고주 입장에서는 효율 낮은 DA보다 고효율의 콘텐츠형 광고를 선택하게 되는 이유다. 올해는 해외 광고주들까지 유치할 계획인데, 예산 규모가 크고 국내에서 영향력이 있는 중국 게임사 광고주들의 유입이 나타난다면 더 가파른 성장이 가능할 전망이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 140,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 및 목표배수를 상향 조정함에 따라 10만원에서 14만원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 6,760원에 목표 PER 20배를 적용했다. 스트리머와의 협력을 통한 고효율 광고 상품을 제공하고, 광고시장 침체로 일부 경쟁사들이 역성장에 들어섰음에도 독보적인 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 또한 베트남/인도네시아/태국 등 해외에서의 스트리밍 기술 지원, 플랫폼 진출을 통한 해외 사업 확장으로 멀티플이 확대되는 구간이라 판단한다. 목표배수 20배는 PER 밴드의 중단에 해당하며, 해외 피어들의 2023F PER이 30~40배라는 점을 고려했을 때 부담스럽지 않다. 인터넷 업종 내 Top Pick을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	196.6	50.4	47.5	36.6	3,184	6.5	12,758	19.0	9.1	4.7	27.6	(75.2)
2021	272.3	88.8	89.1	71.0	6,179	94.1	18,209	32.8	20.4	11.1	39.9	(104.5)
2022F	315.0	82.4	82.6	59.7	5,197	(15.9)	20,354	13.7	5.7	3.5	27.0	(106.7)
2023F	357.0	97.2	97.6	76.3	6,642	27.8	26,304	13.7	6.3	3.5	28.5	(116.2)
2024F	398.5	115.8	116.7	91.0	7,920	19.2	33,531	11.5	4.8	2.7	26.5	(118.8)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

아프리카TV 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023F	
영업수익	60.9	65.0	71.1	75.4	75.3	78.0	81.8	79.9	272.3	315.0	357.0	
(%YoY)	48.1	44.1	41.9	25.0	23.7	20.0	15.2	6.0	38.5	15.7	13.4	
(%QoQ)	1.0	6.7	9.4	6.1	(0.1)	3.5	5.0	(2.4)				
[매출구성]												
플랫폼 서비스	50.8	50.6	55.3	55.9	60.0	58.3	57.7	54.2	212.6	230.2	234.0	
광고	8.4	12.9	14.5	17.8	14.2	18.4	23.1	24.7	53.5	80.4	118.7	
멀티플랫폼	0.7	0.7	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0	2.3	0.5	0.0	
기타	1.0	0.8	0.8	1.3	0.9	1.1	0.9	1.0	3.8	3.9	4.3	
영업비용	41.3	43.4	47.9	50.8	52.2	54.8	61.2	64.4	183.5	232.6	259.8	
(%YoY)	25.6	27.2	33.2	17.8	26.3	26.1	27.6	26.8	25.5	26.8	11.7	
(%QoQ)	(4.3)	5.1	10.4	6.0	2.7	4.9	11.7	5.3				
[비용구성]												
인건비	12.7	12.0	12.8	13.3	16.1	16.6	16.4	13.9	50.8	63.0	66.1	
지급수수료(중계권/기타)	4.0	4.4	5.8	4.4	6.0	5.7	6.5	8.6	18.6	26.8	23.2	
지급수수료(광고)	3.7	6.2	6.9	10.3	7.8	9.9	13.8	15.5	27.2	47.0	67.0	
과금수수료	6.1	6.1	6.9	7.1	7.6	7.5	7.8	7.1	26.3	30.0	30.9	
회선사용료	3.3	3.3	3.5	3.6	3.6	3.7	3.5	4.0	13.7	14.8	15.2	
BJ지원금	1.2	1.2	1.2	1.6	1.4	0.9	1.2	1.8	5.1	5.2	7.5	
콘텐츠제작비	2.1	3.6	3.5	2.5	2.6	3.0	3.9	4.1	11.6	13.6	14.3	
유무형감가상각비	3.6	3.6	3.8	3.8	3.9	4.2	4.2	4.6	14.7	17.0	19.4	
지급임차료	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.3	
행사비	0.2	0.2	0.2	1.2	0.1	0.2	0.2	1.3	1.8	1.9	1.9	
기타	4.3	2.8	3.2	2.9	3.0	2.8	3.5	3.5	13.2	12.9	14.1	
영업이익	19.6	21.5	23.1	24.6	23.1	23.2	20.7	15.5	88.8	82.4	97.2	
(%YoY)	137.3	96.9	64.3	43.4	18.0	7.7	(10.6)	(37.1)	76.2	(7.2)	17.9	
(%QoQ)	14.2	9.9	7.4	6.4	(6.0)	0.3	(10.9)	(25.2)				
(%OPM)	32.2	33.1	32.5	32.6	30.7	29.8	25.2	19.3	32.6	26.2	27.2	
당기순이익	15.4	18.9	19.7	16.8	19.6	19.7	17.0	3.1	70.9	59.5	76.3	
(%YoY)	186.2	84.5	80.0	74.0	27.0	4.5	(13.6)	(81.3)	95.4	(16.0)	28.3	
(%QoQ)	59.5	22.5	4.5	(14.8)	16.4	0.8	(13.6)	(81.6)	0.0	0.0	0.0	
(%NPM)	25.3	29.1	27.8	22.3	26.0	25.3	20.8	3.9	26.0	18.9	21.4	
지배기업순이익	15.5	18.9	19.8	16.8	19.6	19.8	17.2	3.2	71.0	59.7	76.3	
(%YoY)	182.6	83.4	78.4	73.2	26.4	4.4	(13.1)	(81.0)	94.1	(15.9)	27.8	
(%QoQ)	59.7	22.1	4.3	(14.8)	16.5	0.8	(13.1)	(81.4)				

자료: 회사 자료, 신한투자증권

아프리카TV Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2023F	2024F	비고
지배기업 순이익	76.3	91.0	
주식 수 (만주)	1,149	1,149	자기주식수 차감
EPS	6,642	7,920	
12M Fwd EPS (A)		6,760	
목표 PER (B)		20.0	
(A) * (B)		135,208	
목표 주가		140,000	시가총액 기준 1.6조원
현재 주가 (2/9)		91,000	
상승여력 (%)		53.8	

자료: 신한투자증권

아프리카TV 4Q22P 실적 Review

(십억원)	4Q22P	3Q22	%QoQ	4Q21	%YoY	컨센서스	신한 추정
매출액	79.9	81.8	(2.4)	75.4	6.0	83.4	81.6
영업이익	15.5	20.7	(25.2)	24.6	(37.1)	16.6	15.6
순이익	3.2	17.2	(81.4)	16.8	(81.0)	13.0	10.9
영업이익률	19.3	25.2		32.6		19.9	19.1
순이익률	4.0	21.0		22.3		15.6	13.4

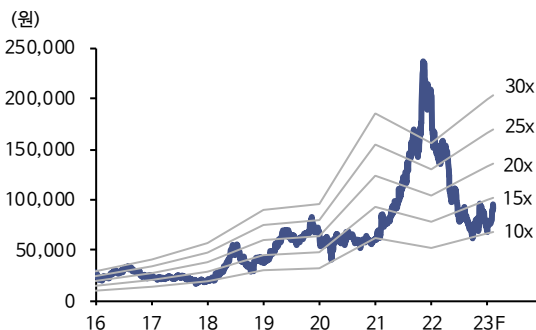
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2월 9일 기준 컨센서스

아프리카TV 2023, 2024년 실적 전망

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한추정	차이(%)	컨센서스	신한추정	차이(%)
매출액	362.6	357.0	(1.5)	417.2	398.5	(4.5)
영업이익	91.9	97.2	5.8	107.8	115.8	7.4
순이익	75.3	76.3	1.4	88.1	91.0	3.3

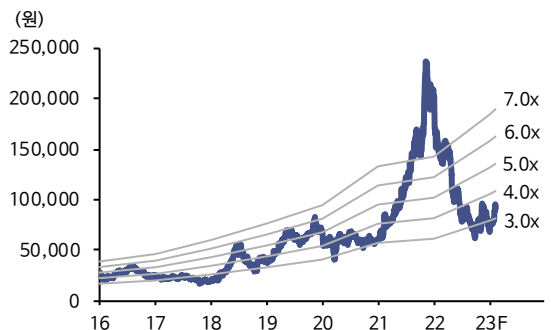
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2월 9일 기준 컨센서스

아프리카TV 12개월 선행 PER band



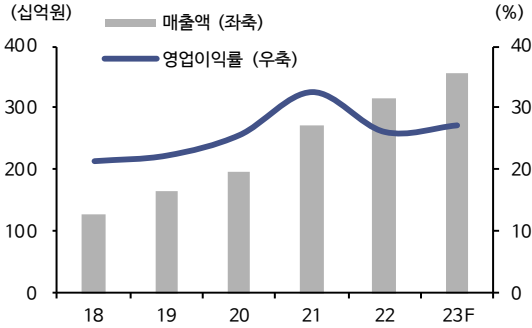
자료: QuantiWise, 신한투자증권

아프리카TV 12개월 선행 PBR band



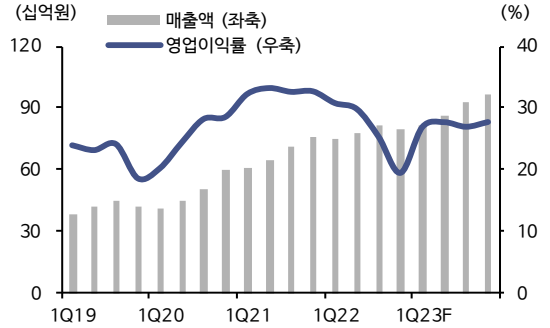
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



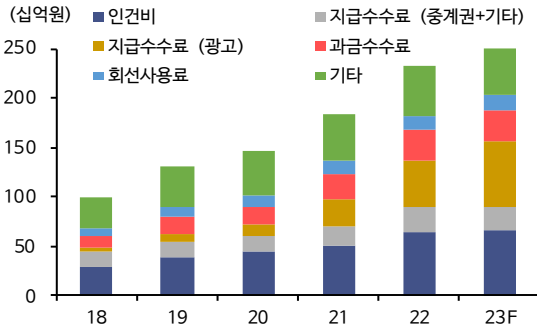
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



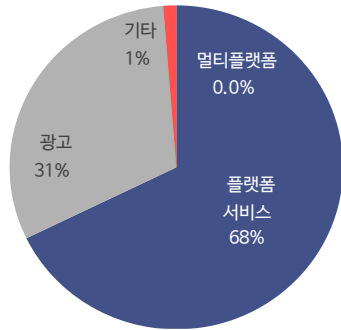
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



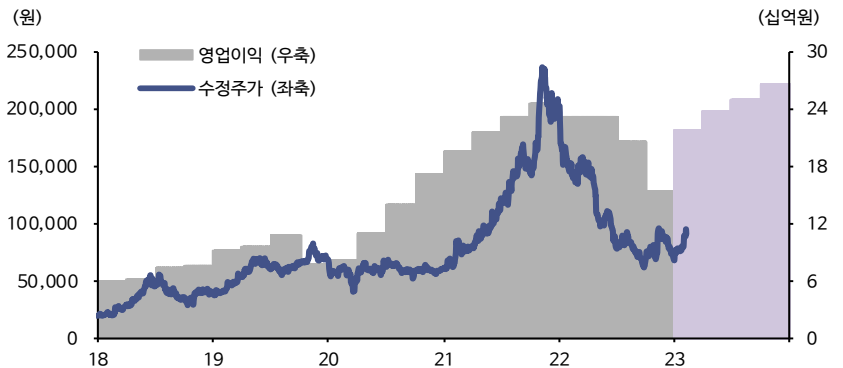
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(4Q22P)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

아프리카TV 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	292.0	408.1	436.7	545.4	657.6
유동자산	195.6	313.0	341.6	461.4	580.5
현금및현금성자산	66.0	75.1	74.2	168.1	268.7
매출채권	10.0	11.5	12.2	14.7	16.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	96.4	95.1	95.1	84.1	77.0
유형자산	38.2	34.4	32.8	21.4	14.2
무형자산	16.3	16.0	16.1	15.3	14.5
투자자산	22.4	25.5	24.6	25.8	26.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	144.5	198.7	202.7	243.1	272.1
유동부채	128.6	193.4	196.1	235.6	264.1
단기차입금	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
매입채무	0.3	0.6	0.6	0.7	0.8
유동성장기부채	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	5.3	6.6	7.5	8.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	11.6	1.5	2.6	2.6	2.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	147.6	209.4	234.0	302.4	385.5
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	53.5	60.0	64.7	64.7	64.7
기타자본	(15.8)	(22.7)	(46.6)	(46.6)	(46.6)
기타포괄이익누계액	(3.1)	(4.1)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
이익잉여금	106.4	170.4	214.1	282.5	365.6
지배주주지분	146.7	209.3	234.0	302.4	385.5
비지배주주지분	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0
*충차입금	16.6	15.1	8.2	9.0	9.5
*순차입금(순현금)	(111.0)	(218.8)	(249.6)	(351.5)	(457.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	72.3	133.5	72.4	111.6	115.6
당기순이익	36.3	70.9	59.5	76.3	91.0
유형자산상각비	12.6	13.9	15.3	11.5	7.1
무형자산상각비	1.1	0.8	1.0	0.8	0.8
외화환산손실(이익)	0.3	(0.0)	(1.1)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.7)	(0.6)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0
운전자본변동	8.0	27.2	5.8	22.9	16.6
(법인세납부)	(11.2)	(9.8)	(37.0)	(21.3)	(25.7)
기타	25.2	31.3	29.7	21.4	25.8
투자활동으로인한현금흐름	(17.8)	(113.4)	(33.9)	(10.0)	(7.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(19.3)	(9.4)	(11.1)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.1	0.8	0.6	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(3.9)	(3.9)	(0.4)	0.0	0.0
투자자산의증가(증가)	6.4	(90.5)	61.3	(1.2)	(0.9)
기타	(1.1)	(10.4)	(84.3)	(8.8)	(6.3)
FCF	54.0	120.8	70.5	109.6	113.6
재무활동으로인한현금흐름	(15.7)	(11.2)	(39.8)	(7.2)	(7.4)
차입금의 증가(감소)	(0.1)	0.0	(8.2)	0.8	0.6
자기주식의처분(취득)	5.9	0.0	(20.0)	0.0	0.0
배당금	(6.0)	(6.9)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
기타	(15.5)	(4.3)	(3.6)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	(0.5)	(0.4)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.2	0.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	38.7	9.1	(0.9)	93.9	100.6
기초현금	27.3	66.0	75.1	74.2	168.1
기말현금	66.0	75.1	74.2	168.1	268.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

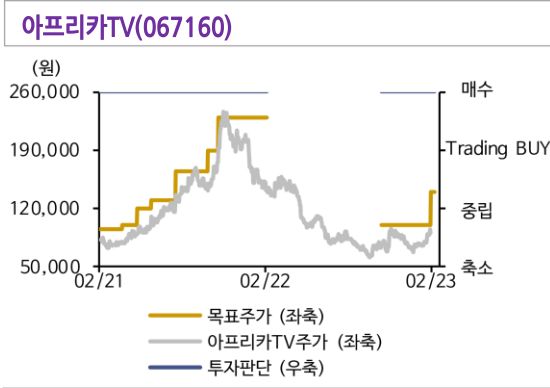
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	196.6	272.3	315.0	357.0	398.5
증감률 (%)	18.0	38.5	15.7	13.4	11.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	196.6	272.3	315.0	357.0	398.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	146.2	183.5	232.6	259.8	282.7
영업이익	50.4	88.8	82.4	97.2	115.8
증감률 (%)	35.6	76.2	(7.2)	17.9	19.1
영업이익률 (%)	25.6	32.6	26.2	27.2	29.1
영업외손익	(2.9)	0.2	0.2	0.4	0.9
금융손익	1.3	2.7	1.0	2.3	3.1
기타영업외손익	(4.2)	(2.6)	(0.9)	(1.8)	(2.2)
종속 및 관계기업관련손익	(0.0)	0.1	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	47.5	89.1	82.6	97.6	116.7
법인세비용	9.7	18.1	23.1	21.3	25.7
계속사업이익	37.9	70.9	59.5	76.3	91.0
중단사업이익	(1.6)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	36.3	70.9	59.5	76.3	91.0
증감률 (%)	6.1	95.4	(16.0)	28.3	19.2
순이익률 (%)	18.4	26.0	18.9	21.4	22.8
(지배주주)당기순이익	36.6	71.0	59.7	76.3	91.0
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
총포괄이익	36.4	69.9	59.6	76.3	91.0
(지배주주)총포괄이익	36.7	70.1	59.8	76.9	91.7
(비지배주주)총포괄이익	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.6)
EBITDA	64.1	103.6	98.8	109.5	123.7
증감률 (%)	35.7	61.6	(4.6)	10.8	13.0
EBITDA 이익률 (%)	32.6	38.0	31.4	30.7	31.0

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	3,155	6,165	5,177	6,642	7,920
EPS (지배순이익, 원)	3,184	6,179	5,197	6,642	7,920
BPS (자본총계, 원)	12,837	18,219	20,357	26,306	33,533
BPS (지배지분, 원)	12,758	18,209	20,354	26,304	33,531
DPS (원)	650	730	730	730	730
PER (당기순이익, 배)	19.2	32.9	13.7	13.7	11.5
PER (지배순이익, 배)	19.0	32.8	13.7	13.7	11.5
PBR (자본총계, 배)	4.7	11.1	3.5	3.5	2.7
PBR (지배지분, 배)	4.7	11.1	3.5	3.5	2.7
EV/EBITDA (배)	9.1	20.4	5.7	6.3	4.8
배당성향 (%)	19.3	11.3	13.3	10.4	8.7
배당수익률 (%)	1.1	0.4	1.0	0.8	0.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	32.6	38.0	31.4	30.7	31.0
영업이익률 (%)	25.6	32.6	26.2	27.2	29.1
순이익률 (%)	18.4	26.0	18.9	21.4	22.8
ROA (%)	13.9	20.2	14.1	15.5	15.1
ROE (지배순이익, %)	27.6	39.9	27.0	28.5	26.5
ROIC (%)	4,464.8	(286.0)	(109.6)	(104.2)	(89.1)
안정성					
부채비율 (%)	97.9	94.9	86.6	80.4	70.6
순차입금비율 (%)	(75.2)	(104.5)	(106.7)	(116.2)	(118.8)
현금비율 (%)	51.3	38.8	37.8	71.4	101.7
이자보상배율 (배)	99.5	94.6	126.3	158.6	178.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.4)	(3.5)	(3.1)	(3.1)	(3.0)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	13.1	14.4	13.8	13.8	14.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 09일	매수	95,000	(17.7)	(10.1)
2021년 03월 31일	매수	100,000	(14.2)	(6.5)
2021년 05월 03일	매수	120,000	(20.7)	(15.6)
2021년 06월 03일	매수	130,000	(11.9)	(1.7)
2021년 07월 27일	매수	165,000	(10.1)	2.7
2021년 10월 06일	매수	190,000	(14.8)	(7.1)
2021년 10월 29일	매수	230,000	(16.8)	3.0
2022년 02월 14일	커버리지제외		-	-
2022년 10월 24일	매수	100,000	(18.6)	(4.0)
2023년 02월 10일	매수	140,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 김동석)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 02월 08일 기준)

매수 (매수)	95.74%	Trading BUY (중립)	2.48%	중립 (중립)	1.77%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------