

# 아프리카TV(067160)

## 등대가 필요한 시기

### 높아진 최근 주가 변동성

아프리카TV의 주가 변동성이 높아졌다. 10월 61,000원으로 52주 신저가를 기록한 이후 낮아진 밸류에이션과 트위치코리아의 한국 철수 가능성 등이 새롭게 부각되며 주가가 상승했다. 그러나 트위치의 한국 철수가 이루어지지 않을 것이라는 전망과 4분기 실적에 대한 우려 등이 반영되며 주가가 하락하는 등 불확실성이 확대되고 있다.

### 부진한 펀더멘털과 밸류에이션 상승 요인이 동시에 존재

최근 들어 특히 주가변동성이 높아진 이유는 펀더멘털의 부진과 밸류에이션 상승 요인이 동시에 존재하고 있기 때문이다. 1Q20부터 4Q21까지 아프리카TV는 플랫폼 매출 성장과 함께 외형 성장과 마진 상승을 동시에 달성했다. 같은 기간 MAU는 582만명에서 502만명으로 13.8% 감소했으나 PU가 22.8만명에서 24.6만명으로 증가했다. 또한 코로나19에 따른 시청시간 증가와 팬덤규모 확대로 ARPPU가 15만원에서 23만원으로 크게 상승한 점도 실적 개선을 이끌었다. 반면 1Q22부터는 PU가 지속적으로 하락해 22.3만명으로 2021년 말 대비 9.1% 감소했으며 MAU 또한 485만명으로 2017년 이후 가장 낮은 수준을 보이고 있다. 트위치가 철수할 경우 단번에 BJ풀이 확대되고 MAU와 PU 등 각종 지표가 개선될 수 있어 긍정적이나 아직 상황이 불확실하며 철수가 없다고 가정 시 악화되고 있는 지표들이 부담되는 상황이다.

### 투자의 기준을 찾을 필요가 있음

아프리카TV에 대해 투자자의견 매수와 목표주가 100,000원을 유지한다. 목표주가는 2023년 예상 순이익 749억원에 PER 15.0배를 적용해 산출했다. 업황과 주변 환경에 대한 불확실성이 커졌기 때문에 매수를 위한 기준을 찾을 필요가 있으며 당사는 PU의 하락세 마무리가 중요한 기준이 될 것으로 판단한다. 광고 매출의 성장은 2023년에도 지속될 것이며 PU 하락만 마무리 된다면 플랫폼 또한 2023년에는 성장에 대한 긍정적 전망이 가능하기 때문이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	197	50	37	3,365	6.4	64	18.0	8.9	4.3	27.6	1.1
2021A	272	89	71	6,465	92.1	104	31.4	20.3	10.6	39.9	0.4
2022F	321	85	67	6,066	(6.2)	98	13.1	6.6	3.3	27.9	0.9
2023F	359	91	75	6,876	13.4	103	11.6	6.1	2.7	25.0	0.9
2024F	405	108	89	8,139	18.4	119	9.8	5.0	2.2	23.8	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

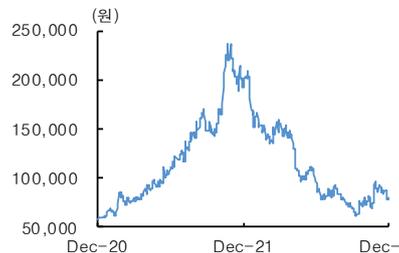
### Stock Data

KOSPI(12/19)	2,352
주가(12/19)	79,500
시가총액(십억원)	914
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	209,100/61,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,512
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.0/20.0
주요주주(%)	세인트인터내셔널 외 6 인 25.9
	국민연금공단 5.2

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.6)	(18.5)	(58.6)
KOSDAQ 대비(%p)	(8.6)	(8.3)	(30.2)

### 주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

## 〈표 1〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	75	78	82	85	83	90	91	95	197	272	321	359
YoY(%)	23.7	20.0	15.2	13.4	10.6	14.9	10.7	11.4	18.0	38.5	17.7	11.9
플랫폼	60	58	58	58	60	61	62	64	160	213	235	247
별풍선	58	56	55	56	57	58	60	62	152	204	225	237
기타	2	3	3	2	3	3	3	3	8	9	10	10
광고	14	18	23	26	23	28	27	30	29	54	82	108
플랫폼광고	3	3	4	5	5	6	6	7	6	11	16	23
기타	11	15	19	21	18	22	21	23	23	42	66	84
멀티플랫폼	0	0	0	0	0	0	0	0	4	2	1	0
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	4
영업이익	23	23	21	18	20	23	24	24	50	89	85	91
YoY(%)	18.0	7.7	(10.6)	(26.7)	(12.8)	0.3	14.8	32.8	35.6	76.2	(4.3)	7.2
OPM(%)	30.7	29.8	25.2	21.1	24.2	26.0	26.2	25.2	25.6	32.6	26.5	25.4
세전이익	24	23	23	17	21	23	24	24	48	89	87	92
YoY(%)	20.4	11.9	(10.4)	(27.6)	(13.9)	0.9	7.1	44.4	11.5	87.4	(2.7)	6.8
순이익	20	20	17	13	17	19	20	20	36	71	70	75
YoY(%)	27.0	3.4	(13.6)	(20.5)	(14.1)	(2.9)	15.0	46.2	6.1	95.4	(1.9)	7.7

자료: 아프리카TV, 한국투자증권

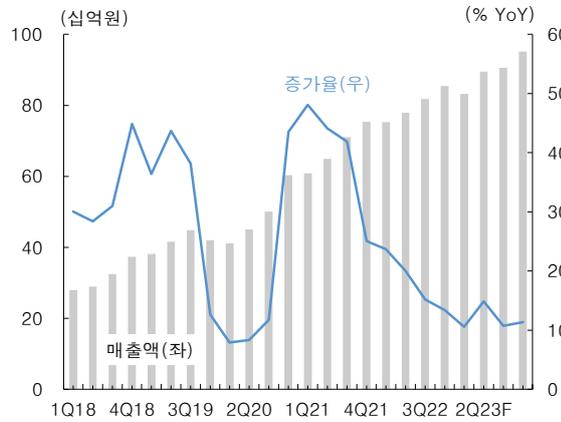
## 〈표 2〉 밸류에이션

(단위: 십억원, 원, 배)

	비고
Forward 4Q 순이익	74.9
Target PER	15.0
적정기업가치	1,124
총발행주식수	11,494,767
적정 주당가치	97,764
목표주가	100,000

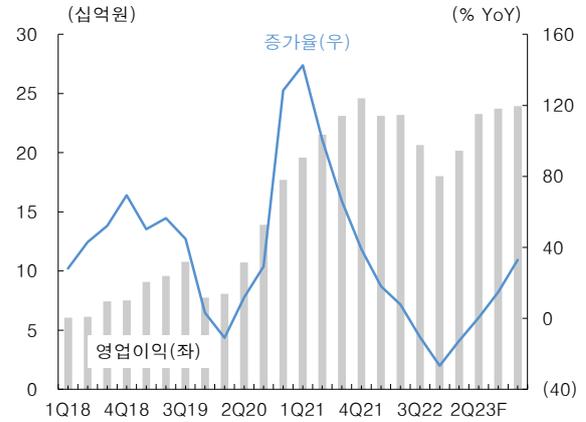
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출 성장은 2022년에도 이어질 전망



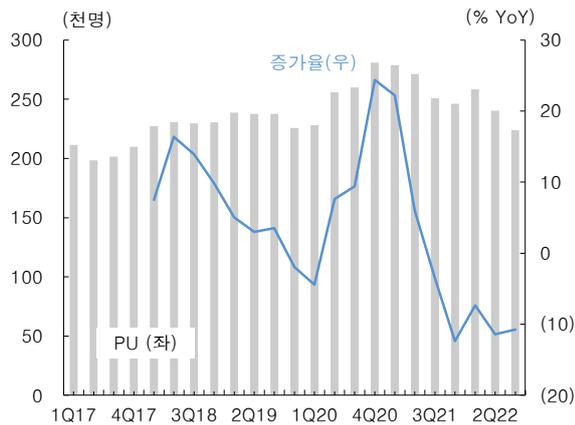
자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 2] 영업이익은 하반기로 갈수록 성장률 회복 전망



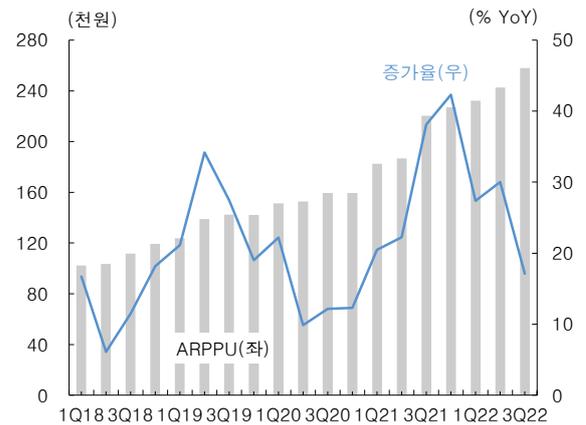
자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 3] PU는 두개분기 연속 역성장세를 기록



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 4] ARPPU는 매분기 고성장 중



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>197</b>	<b>272</b>	<b>321</b>	<b>359</b>	<b>405</b>
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	197	272	321	359	405
판매관리비	146	183	236	268	298
<b>영업이익</b>	<b>50</b>	<b>89</b>	<b>85</b>	<b>91</b>	<b>108</b>
영업이익률(%)	25.6	32.6	26.5	25.4	26.6
EBITDA	64	104	98	103	119
EBITDA Margin(%)	32.6	38.0	30.7	28.8	29.3
영업외수익	(2)	0	(1)	1	1
금융수익	2	4	3	2	3
금융비용	1	1	2	1	1
기타영업외손익	(4)	(3)	(2)	(0)	(0)
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>48</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>109</b>
법인세비용	10	18	17	18	21
연결당기순이익	36	71	66	75	89
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>37</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>89</b>
지배주주순이익률(%)	18.6	26.1	20.8	20.9	21.9
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	18.0	38.5	17.7	11.9	13.0
영업이익 증가율	35.6	76.2	(4.3)	7.2	18.4
지배주주순이익 증가율	6.5	94.1	(6.3)	12.7	18.4
EPS 증가율	6.4	92.1	(6.2)	13.4	18.4
EBITDA 증가율	35.7	61.6	(5.0)	4.9	15.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>72</b>	<b>133</b>	<b>61</b>	<b>48</b>	<b>55</b>
당기순이익	36	71	66	75	89
유형자산감가상각비	13	14	12	11	10
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	8	27	(19)	(39)	(44)
기타	14	20	1	0	(1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(18)</b>	<b>(113)</b>	<b>(35)</b>	<b>(27)</b>	<b>(34)</b>
유형자산투자	(19)	(9)	3	3	3
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	6	(101)	(5)	(4)	(5)
무형자산순증	(4)	(4)	(4)	(3)	(4)
기타	(1)	0	(30)	(24)	(29)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(16)</b>	<b>(11)</b>	<b>(1)</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(4)	(4)	7	9	9
배당금지급	(6)	(7)	(8)	(8)	(8)
기타	(6)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	3	6	9
<b>현금의증가</b>	<b>39</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>31</b>
FCF	46	121	62	46	52

주: K-IFRS (연결) 기준

## 재무상태표

(단위: 십억원)

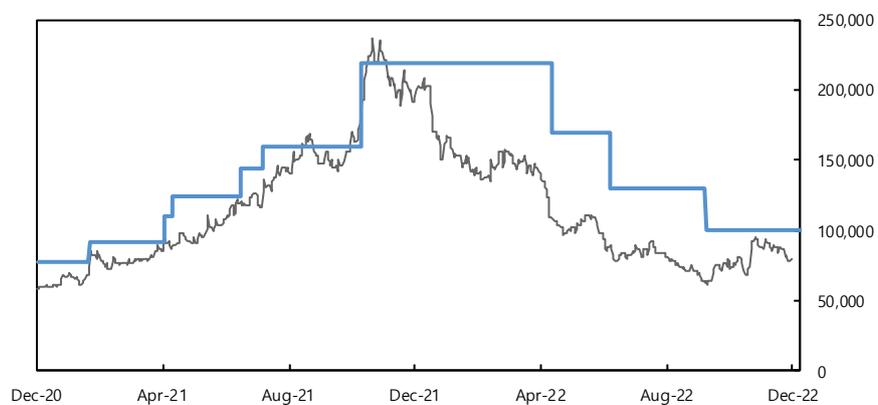
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>292</b>	<b>408</b>	<b>804</b>	<b>1,250</b>	<b>1,811</b>
유동자산	196	313	369	412	466
현금성자산	66	75	88	99	112
매출채권및기타채권	65	75	88	99	112
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	95	435	838	1,345
투자자산	22	26	30	34	38
유형자산	38	34	31	27	23
무형자산	16	16	19	21	24
<b>부채총계</b>	<b>144</b>	<b>199</b>	<b>537</b>	<b>917</b>	<b>1,399</b>
유동부채	129	193	532	912	1,393
매입채무및기타채무	107	150	381	785	1,293
단기차입금및단기사채	2	2	2	2	2
유동성장기부채	0	8	16	24	32
비유동부채	16	5	4	5	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	2	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>148</b>	<b>209</b>	<b>267</b>	<b>333</b>	<b>413</b>
지배주주지분	147	209	267	333	413
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	53	60	60	60	60
기타자본	(16)	(23)	(23)	(23)	(23)
이익잉여금	106	170	229	296	377
비지배주주지분	1	0	(0)	(0)	(0)
순차입금	(111)	(219)	(253)	(277)	(309)

## 주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,365	6,465	6,066	6,876	8,139
BPS	13,936	19,104	24,117	29,866	36,813
DPS	650	730	730	730	730
<b>수익성(%)</b>					
ROA	13.9	20.2	11.0	7.3	5.8
ROE	27.6	39.9	27.9	25.0	23.8
배당수익률	1.1	0.4	0.9	0.9	0.9
배당성향	19.3	11.3	12.0	10.6	9.0
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	97.9	94.9	201.1	275.7	339.1
차입금/자본총계비율(%)	11.2	7.2	8.3	9.2	9.5
이자보상배율(x)	99.5	94.6	94.4	101.2	119.8
순차입금/EBITDA(x)	-1.7	-2.1	-2.6	-2.7	-2.6
<b>Valuation(x)</b>					
PER	18.0	31.4	13.1	11.6	9.8
최고	20.8	38.5	33.6	29.7	25.1
최저	11.6	9.2	10.1	8.9	7.5
PBR	4.3	10.6	3.3	2.7	2.2
최고	5.0	13.0	8.5	6.8	5.5
최저	2.8	3.1	2.5	2.0	1.7
PSR	3.5	8.6	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.9	20.3	6.6	6.1	5.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아프리카TV (067160)	2020.07.13	매수	78,000원	-22.2	-10.9
	2021.02.08	매수	92,000원	-13.0	-2.3
	2021.04.22	매수	110,000원	-18.6	-15.9
	2021.04.30	매수	125,000원	-18.2	-2.2
	2021.07.05	매수	145,000원	-16.5	-12.3
	2021.07.26	매수	160,000원	-5.4	10.3
	2021.10.29	매수	220,000원	-22.3	7.7
	2022.05.02	매수	170,000원	-40.2	-34.6
	2022.06.27	매수	130,000원	-38.7	-28.7
	2022.09.27	매수	100,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2022년 12월 20일 현재 아프리카TV 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2022. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
90.6%	9.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.