

아프리카TV(067160)

4Q22 Preview: 반등에는 이유가 필요하다

일회성 비용 영향으로 실적 부진 전망

4Q22 매출액은 852억원(+13.0% YoY, +4.1% QoQ), 영업이익은 174억원(-29.4% YoY, -15.9% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 플랫폼 매출액은 576억원(+4.2% YoY, +0.8% QoQ)으로 추정한다. 3분기 있었던 구글 결제 정책 변경에 따른 부정적 여파로 라이트 결제유저 이탈과 이에 따른 플랫폼 매출 성장을 둔화가 이어질 것이다. 광고 매출액은 260억원(+46.0% YoY, +12.5% QoQ)으로 고성장이 이어질 전망이다. 전체 영업비용은 678억원(+33.5% YoY, +10.9% QoQ)으로 큰 폭의 증가가 예상된다. 4분기는 BJ시상식 및 월드컵 중계권료 등 다양한 일회성 비용이 발생하기 때문이다.

우려요인들이 크게 부각되고 있는 상황

현재 주가 부진은 펀더멘털에 대한 우려 때문이다. MAU가 480만대로 역대 가장 낮은 수준까지 하락했으며 최근에는 PU 또한 감소하고 있다. ARPPU로 확인 가능한 충성유저들의 매출은 꾸준히 증가하고 있으나 플랫폼의 전체적인 성장성에 대한 우려가 커질 수 밖에 없는 상황이다. 여기에 4분기에는 시상식과 월드컵 중계권료 등 실적에 부정적 영향을 미치는 이벤트들이 존재한 점 또한 단기적으로는 주가에 부정적 요인이다. 주가가 반등하기 위해서는 우려 요인들이 해소될 필요가 있는데 일회성 비용은 4분기 한정이고 3분기 MAU 하락세는 우선 일단락 된 것으로 보여지기 때문에 관건은 PU 하락세의 멈춤이 될 것이다.

낮아진 가격 부담 속에서 매수 기회를 찾아야

투자 의견 매수 및 목표주가 100,000원을 유지한다. 현재 밸류에이션은 2022년 실적 추정치 기준 11.2배, 2023년 기준 9.6배로 역사적 최저 수준에 근접했다. 광고 매출의 성장은 올해에도 꾸준히 이어질 것이기 때문에 플랫폼 비즈니스와 관련된 불확실성 해소가 주가 반등의 핵심 요인이 될 것이다. 4분기 PU 트렌드를 확인한 이후 매수 관점으로 접근할 필요가 있다.

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

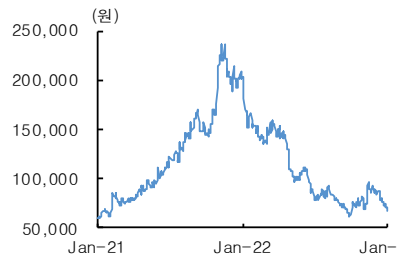
Stock Data

KOSPI(1/2)	2,226
주가(1/2)	67,700
시가총액(십억원)	778
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	202,900/61,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,459
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.0/21.1
주요주주(%)	세인트인터내셔널 외 6인 25.9
	국민연금공단 5.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(23.2)	(14.3)	(66.6)
KOSDAQ 대비(%p)	(14.9)	(6.4)	(31.5)

주가추이



자료: FnGuide

	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	320	84	69	6,323	(2.2)	98	11.2	5.7	2.9	29.0	1.0
2023F	359	92	77	7,089	12.1	104	9.6	4.7	2.2	25.4	1.1
2024F	406	109	92	8,416	18.7	120	8.0	3.8	1.8	24.2	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤

junghy@koreainvestment.com

〈표 1〉 아프리카TV 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	75	78	82	85	83	90	91	95	272	320	359	406
YoY(%)	23.7	20.0	15.2	13.0	10.6	14.9	10.7	11.7	38.5	17.6	12.0	13.2
플랫폼	60	58	58	58	60	61	62	64	213	234	247	273
별풍선	58	56	55	56	57	58	60	62	204	224	237	262
기타	2	3	3	2	3	3	3	3	9	10	10	11
광고	14	18	23	26	23	28	27	30	54	82	108	129
플랫폼광고	3	3	4	5	5	6	6	7	11	16	23	36
기타	11	15	19	21	18	22	21	23	42	66	84	93
멀티플랫폼	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	3
영업이익	23	23	21	17	20	24	24	24	89	84	92	109
YoY(%)	18.0	7.7	(10.6)	(29.4)	(11.7)	1.7	16.3	39.8	76.2	(5.1)	9.5	18.6
OPM(%)	30.7	29.8	25.2	20.4	24.5	26.3	26.5	25.5	32.6	26.3	25.7	27.0
세전이익	24	23	23	16	21	25	25	25	89	86	95	113
YoY(%)	20.4	12.7	(10.4)	(30.1)	(12.4)	5.9	10.1	52.3	87.4	(3.2)	10.6	18.7
순이익	20	20	17	13	17	20	20	20	71	69	77	92
YoY(%)	27.0	4.5	(13.6)	(23.2)	(12.6)	1.6	18.1	54.2	95.4	(2.2)	11.5	18.7

자료: 아프리카TV, 한국투자증권

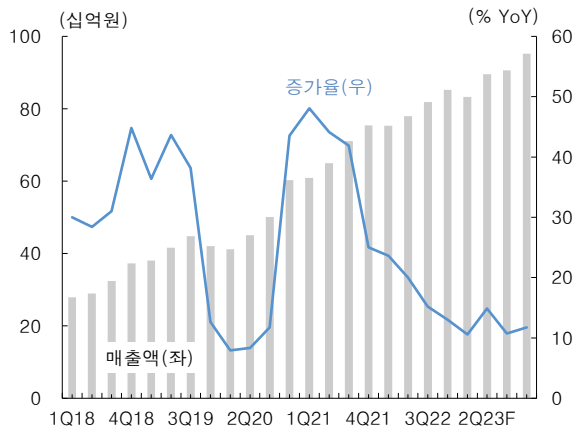
〈표 2〉 아프리카TV valuation

(단위: 십억원, 원, 배)

항목	값
Forward 4Q 순이익	75.9
Target PER	15.0
적정기업가치	1,139
총발행주식수	11,494,767
적정 주당가치	99,055
목표주가	100,000

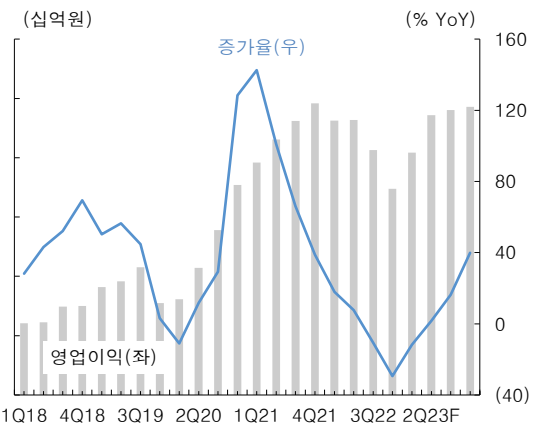
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출 성장률은 서서히 둔화되고 있음



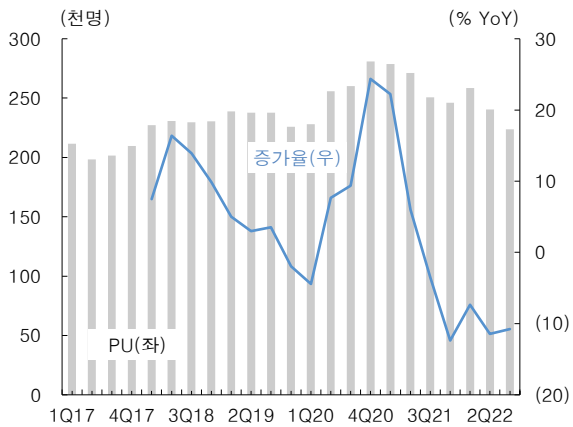
자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 2] 영업이익은 4분기를 저점으로 성장률 회복 전망



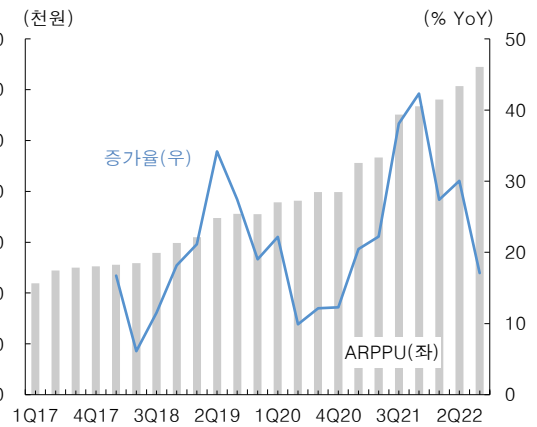
자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 3] PU 감소가 이어지는 중



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

[그림 4] ARPPU는 여전히 고성장세를 이어가고 있음



자료: 아프리카TV, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	197	272	320	359	406
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	197	272	320	359	406
판매관리비	146	183	236	266	296
영업이익	50	89	84	92	109
영업이익률(%)	25.6	32.6	26.3	25.7	27.0
EBITDA	64	104	98	104	120
EBITDA Margin(%)	32.6	38.0	30.5	29.1	29.6
영업외수익	(2)	0	2	3	4
금융수익	2	4	3	3	3
금융비용	1	1	2	1	1
기타영업외손익	(4)	(3)	1	1	1
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	48	89	86	95	113
법인세비용	10	18	17	18	22
연결당기순이익	36	71	69	77	92
지배주주지분순이익	37	71	69	77	92
지배주주순이익률(%)	18.6	26.1	21.7	21.6	22.6
성장성(% YoY)					
매출 증가율	18.0	38.5	17.6	12.0	13.2
영업이익 증가율	35.6	76.2	(5.1)	9.5	18.6
지배주주순이익 증가율	6.5	94.1	(2.3)	11.5	18.7
EPS 증가율	6.4	92.1	(2.2)	12.1	18.7
EBITDA 증가율	35.7	61.6	(5.6)	6.8	15.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	72	133	61	48	56
당기순이익	36	71	69	77	92
유형자산감가상각비	13	14	12	11	10
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	8	27	(22)	(41)	(47)
기타	14	20	1	0	0
투자활동현금흐름	(18)	(113)	(34)	(27)	(34)
유형자산투자	(19)	(9)	3	3	3
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	6	(101)	(5)	(5)	(5)
무형자산순증	(4)	(4)	(4)	(3)	(4)
기타	(1)	0	(29)	(23)	(29)
재무활동현금흐름	(16)	(11)	(1)	1	1
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
현금의증가	39	9	29	28	32
FCF	46	121	58	45	51

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	292	408	803	1,250	1,813
유동자산	196	313	368	412	467
현금성자산	66	75	88	99	112
매출채권및기타채권	65	75	88	99	112
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	95	435	838	1,347
투자자산	22	26	30	34	38
유형자산	38	34	31	27	23
무형자산	16	16	19	21	24
부채총계	144	199	533	912	1,393
유동부채	129	193	529	907	1,387
매입채무및기타채무	107	150	381	785	1,295
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
자본총계	148	209	270	338	421
지배주주지분	147	209	270	338	421
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	53	60	60	60	60
기타자본	(16)	(23)	(23)	(23)	(23)
이익잉여금	106	170	232	301	385
비지배주주지분	1	0	(0)	(0)	(0)
순차입금	(111)	(219)	(253)	(277)	(309)

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,365	6,465	6,323	7,089	8,416
BPS	13,936	19,104	24,362	30,312	37,523
DPS	650	730	730	730	730
수익성(%)					
ROA	13.9	20.2	11.4	7.5	6.0
ROE	27.6	39.9	29.0	25.4	24.2
배당수익률	1.1	0.4	1.0	1.1	1.1
배당성향	19.3	11.3	11.5	10.3	8.7
안정성					
부채비율(x)	97.9	94.9	197.7	269.9	331.1
차입금/자본총계비율(%)	11.2	7.2	8.2	9.1	9.3
이자보상배율(x)	99.5	94.6	110.1	120.5	142.9
순차입금/EBITDA(x)	-1.7	-2.1	-2.6	-2.7	-2.6
Valuation(x)					
PER	18.0	31.4	11.2	9.6	8.0
최고	20.8	38.5	32.3	10.1	8.5
최저	11.6	9.2	9.7	9.6	8.0
PBR	4.3	10.6	2.9	2.2	1.8
최고	5.0	13.0	8.4	2.4	1.9
최저	2.8	3.1	2.5	2.2	1.8
PSR	3.5	8.6	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	8.9	20.3	5.7	4.7	3.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 2023년 1월 3일 현재 아프리카TV 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 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 높이 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.