

2023. 4. 7

Tech팀

오동환

Senior Analyst

dh1.oh@samsung.com

아프리카TV (067160)

단기 실적은 부진, 트위치와 격차 축소 긍정적

- 경기 부진과 대작 게임 출시 지연으로 1분기 매출 및 영업이익 성장률 둔화 예상
- 단기 실적 부진에도 국내 스트리밍 플랫폼 경쟁 강도 약화로 트위치와 트래픽 격차가 축소되고 있는 점에 주목
- 2분기 UI/UX 개편으로 트래픽과 매출 반등이 예상되는 만큼 장기적으로 매수 추천

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	120,000원	48.1%
현재주가	81,000원	
시가총액	9,311.0억원	
Shares (float)	11,494,767주 (69.0%)	
52주 최저/최고	61,500원/148,000원	
60일-평균거래대금	171.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
아프리카TV (%)	-9.0	7.0	-44.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-14.1	-12.7	-39.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	120,000	120,000	0.0%
2023E EPS	6,140	5,987	2.6%
2024E EPS	7,257	6,888	5.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	116,667
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

별풍선 성장과 광고 감소: 1분기 매출은 플랫폼(별풍선) 매출 성장 둔화와 광고 역성장으로 전년 동기 대비 성장이 어려울 전망이다. 경기 둔화와 구글 인앱결제 중단 영향으로 감소세가 지속되던 플랫폼 매출은 1분기 QoQ 12.1% 반등이 예상됨. 그러나 주요 광고주인 게임사의 대작 출시 연기로 콘텐츠 광고가 지연되며 전체 광고 매출은 QoQ 3.4%, YoY 45% 감소, 전체 매출은 QoQ 5.5% 감소할 전망이다. 여기에 인건비, 콘텐츠 제작비 등 전반적인 비용 증가로 영업이익은 YoY 21.6% 감소, 컨센서스를 10.1% 하회할 것으로 예상됨.

2분기 UI/UX 개편으로 유저 유입 확대: 2분기 진행 예정인 UI/UX 개편은 유저와 매출 확대의 열쇠. 특히, 시청자의 선호에 따라 각기 다른 초기 화면을 보여주는 개인화 작업은 주요 시청자층을 기존 30~40대 남성에서 10~20대 및 여성 유저들로 확대하는 효과가 있을 전망이다. 트위치 국내 사업 축소로 아프리카TV로 넘어오는 스트리머가 꾸준히 늘어나고 있는 만큼 UX/UI 개편이 완료되는 하반기부터는 유저 유입도 가시화될 것으로 판단됨.

실적 개선보다 트래픽 유입에 주목: 광고 및 별풍선 매출 성장 둔화와 콘텐츠 투자 증가로 아프리카TV의 영업이익 감소세는 2분기까지 이어질 전망이다. 다만, 트위치의 국내 서비스 축소로 트위치와 트래픽 격차는 빠르게 축소되고 있음. 이익 반등까지는 시간이 필요하나, 트위치 이용자 유입이 확인되면 투자 심리는 이보다 빠르게 개선될 수 있을 전망이다.

장기 관점 매수 유지: 아프리카TV에 대해 기존 BUY 투자 의견과 목표주가 12만원(23년 예상 EPS에 목표 P/E 19.7배 적용. 목표 P/E는 글로벌 영상 스트리밍 플랫폼 23년 P/E 평균에 성장률 둔화 감안하여 10% 할인율 적용)을 유지함. 단기적으로 이익 성장 둔화가 나타나고 있으나, 하반기 경기 회복이 예상되고, 비용 증가 역시 콘텐츠 경쟁력 강화 위한 투자가 원인인 만큼 중장기 성장성은 오히려 강화될 전망이다. 국내 스트리밍 시장 경쟁 축소는 아프리카TV 성장성에 매우 긍정적인 요소인 만큼 장기적으로 매수 관점을 유지함.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	315	351	419	499
영업이익 (십억원)	82	88	104	119
순이익 (십억원)	60	71	84	95
EPS (adj) (원)	5,138	6,140	7,257	8,354
EPS (adj) growth (%)	-16.8	19.5	18.2	15.1
EBITDA margin (%)	31.6	30.9	30.4	28.8
ROE (%)	26.5	26.1	24.7	22.7
P/E (adj) (배)	13.8	14.1	11.9	10.3
P/B (배)	3.2	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA (배)	6.9	7.4	5.7	4.3
Dividend yield (%)	1.0	0.9	1.1	1.2

자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

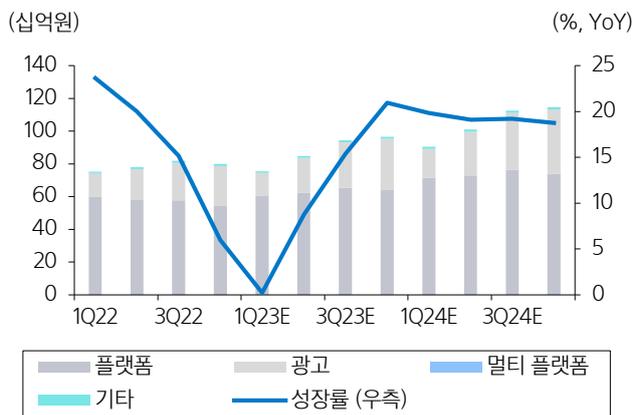
1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E			차이 (%)		1Q22	4Q22	증감 (%)	
	신규	기존	컨센서스	기존	컨센서스			전년도 대비	전분기 대비
매출액	75.5	79.4	78.2	(5.0)	(3.5)	75.3	79.9	0.2	(5.5)
플랫폼	60.7	58.4		4.0		60.0	54.2	1.2	12.1
광고	13.7	20.0		(31.5)		14.2	24.7	(3.4)	(44.6)
멀티 플랫폼(오픈스튜디오)	0.0	0.0		n/a		0.2	0.0	n/a	n/a
기타	1.0	1.0		0.0		0.9	1.0	20.4	4.0
영업비용	57.3	61.2		(6.2)		52.2	64.4	9.9	(11.0)
인건비 및 복리후생비	16.1	16.8		(4.4)		16.1	13.9	(0.2)	15.7
지급수수료	15.0	18.6		(19.3)		13.8	24.1	8.8	(37.5)
결제수수료	8.0	7.8		2.6		7.6	7.1	4.7	12.3
감가상각비	4.6	4.6		0.0		3.6	4.3	25.5	5.0
기타	13.7	13.4		2.4		11.0	15.1	24.4	(8.8)
영업이익	18.1	18.3	20.1	(0.9)	(10.1)	23.1	15.5	(21.6)	17.2
세전이익	18.7	17.8	20.7	5.2	(9.9)	24.1	12.5	(22.6)	49.5
당기순이익	14.0	13.3	15.9	5.2	(12.1)	19.6	3.1	(28.5)	345.9
지배주주순이익	14.1	13.4	16.7	5.2	(15.4)	19.6	3.2	(28.1)	340.8
이익률 (%)									
영업이익률	24.0	23.0	25.8			30.7	19.3		
세전이익률	24.7	22.3	26.5			32.0	15.6		
순이익률	18.6	16.8	20.4			26.0	3.9		
지배주주순이익률	18.7	16.9	21.3			26.0	4.0		

참고: * KIFRS 연결기준

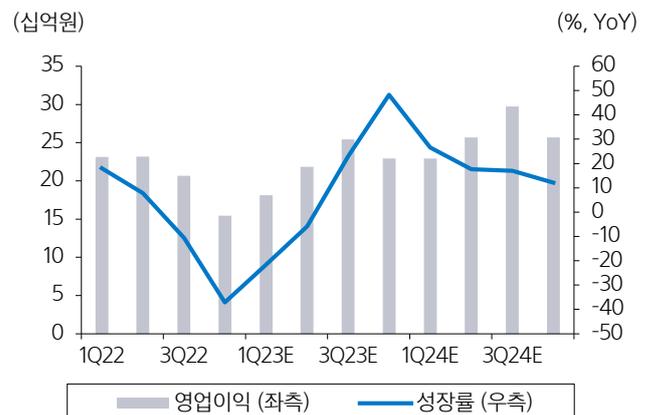
자료: 아프리카TV, 와이즈에프엔, 삼성증권 추정

아프리카TV 부분별 매출 추이



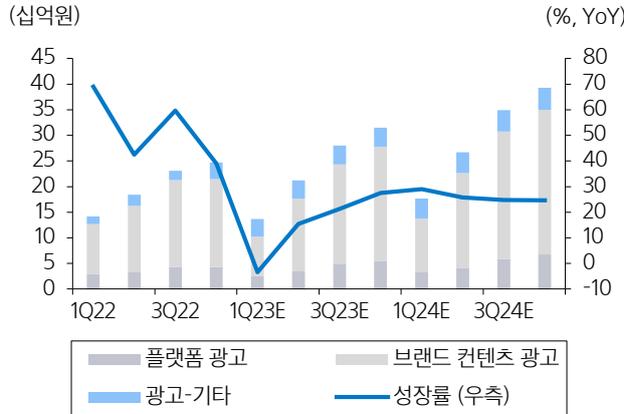
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

아프리카TV 영업이익 추이



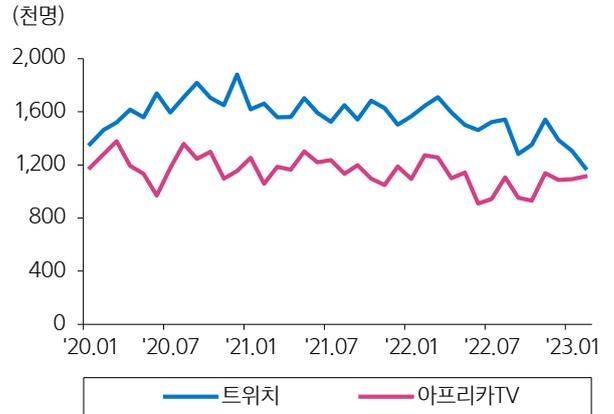
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

광고 매출 1분기 역성장 전망



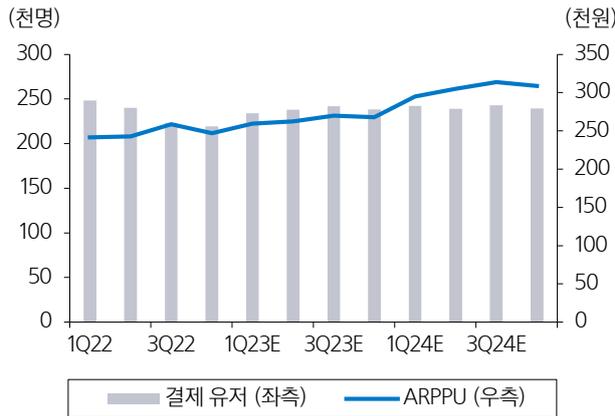
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

아프리카TV vs 트위치: 월별 순이용자수 추이



참고: 모바일 앱 안드로이드 기준
자료: 닐슨코리야클릭, 삼성증권

결제 이용자 수 및 ARPPU는 성장세



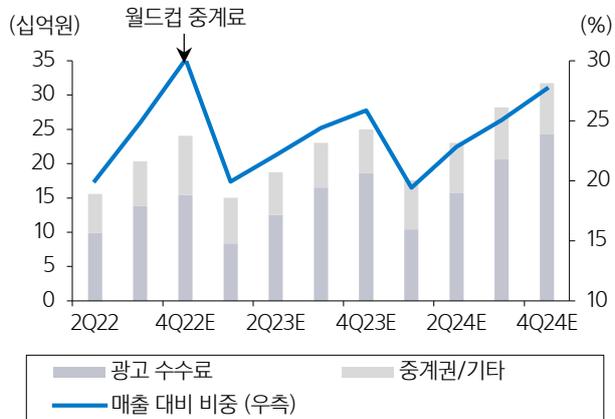
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

2분기 개인화 서비스 도입 예정



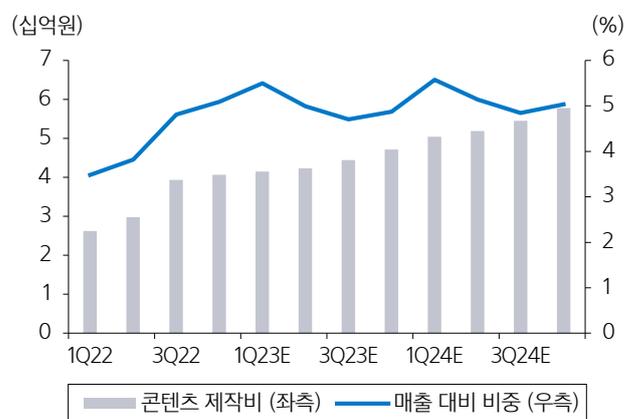
자료: 아프리카TV

중계권 관련 지급수수료 증가세



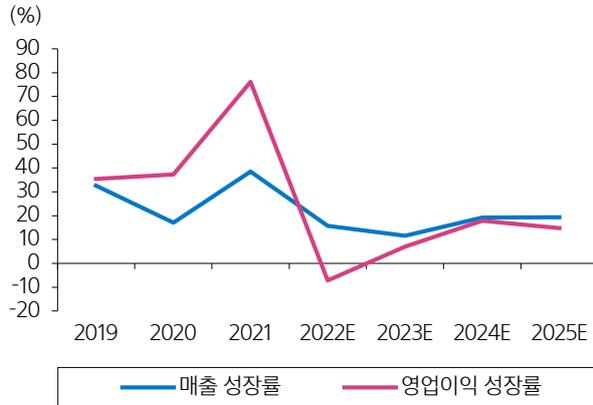
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

콘텐츠 제작비 증가세



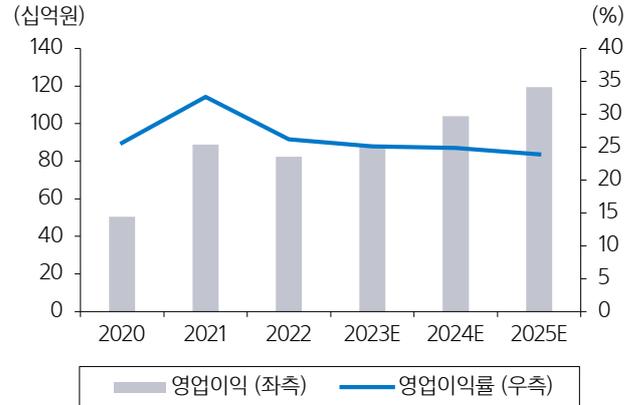
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

연간 매출 및 영업이익 성장률 추이



자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

연간 영업이익 전망



자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

아프리카TV 밸류에이션

	(원)
2023E EPS	6,140
목표 P/E (배)*	19.7
적정 주가	121,054
목표주가	120,000
현재 주가	81,000
상승 여력 (%)	48.1%

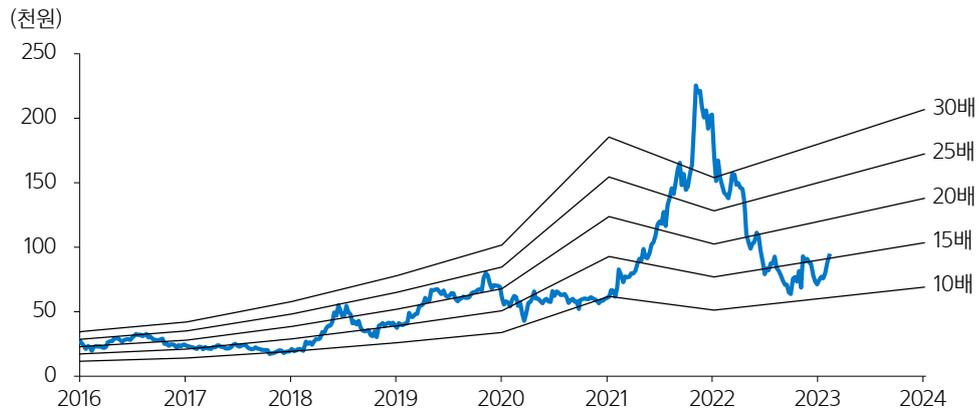
참고: * 글로벌 영상 스트리밍 플랫폼 23년 P/E 평균에 10% 할인율 적용; 4월 6일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

주요 실시간 스트리밍 플랫폼 P/E

(x)	2023E	2024E
IQIYI	22.5	14.2
JOYY	15.3	12.2
넷플릭스	26.5	21.7
디즈니	23.2	17.3
평균	21.9	16.4
할증/할인율(%)	(10.0)	(10.0)
목표 P/E	19.7	14.7

참고: 4월 6일 종가 기준
자료: Bloomberg

아프리카TV 12개월 forward P/E 밴드



자료: QuantiWise, 삼성증권 추정

분기 수익 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	75.3	78.0	81.8	79.9	75.5	84.8	94.4	96.6	90.4	101.0	112.6	114.8
플랫폼	60.0	58.3	57.7	54.2	60.7	62.4	65.3	63.9	71.5	72.9	76.2	74.0
광고	14.2	18.4	23.1	24.7	13.7	21.2	28.0	31.5	17.7	26.7	34.9	39.3
멀티 플랫폼(오픈스튜디오)	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
영업비용	52.2	54.8	61.2	64.4	57.3	62.9	69.0	73.7	67.5	75.3	82.8	89.1
인건비 및 복리후생비	16.1	16.6	16.4	13.9	16.1	16.6	17.2	18.2	18.4	19.2	20.0	20.8
지급수수료	13.8	15.6	20.3	24.1	15.0	18.8	23.0	25.0	17.6	23.0	28.2	31.8
결제수수료	7.6	7.5	7.8	7.1	8.0	8.2	8.6	8.4	9.5	9.7	10.2	9.9
감가상각비	3.6	3.9	4.0	4.3	4.6	4.7	4.9	5.0	5.2	5.4	5.5	5.7
기타	11.0	11.1	12.7	15.1	13.7	14.6	15.3	17.1	16.9	18.0	18.8	20.8
영업이익	23.1	23.2	20.7	15.5	18.1	21.8	25.4	22.9	22.9	25.7	29.7	25.7
세전이익	24.1	23.4	22.6	12.5	18.7	23.2	27.3	24.9	24.7	27.6	31.8	27.8
당기순이익	19.6	19.7	17.0	3.1	14.0	17.4	20.5	18.6	18.5	20.7	23.8	20.9
지배주주순이익	19.6	19.8	17.2	3.2	14.1	17.5	20.6	18.8	18.6	20.9	24.0	21.0
수정 EPS (원)*	1,651	1,720	1,395	373	1,269	1,517	1,757	1,598	1,604	1,789	2,062	1,802
이익률 (%)												
영업이익률	30.7	29.8	25.2	19.3	24.0	25.8	26.9	23.7	25.4	25.4	26.4	22.4
세전이익률	32.0	30.0	27.6	15.6	24.7	27.4	28.9	25.7	27.3	27.4	28.2	24.3
순이익률	26.0	25.3	20.8	3.9	18.6	20.5	21.7	19.3	20.4	20.5	21.2	18.2
지배주주순이익률	26.0	25.4	21.0	4.0	18.7	20.7	21.9	19.4	20.6	20.7	21.3	18.3

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; KIFRS 연결 기준
자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

아프리카TV 연간 수익 추정 변경

(십억원)	2023E			2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
매출액	362.8	351.3	(3.2)	431.2	418.7	(2.9)	515.6	499.5	(3.1)
플랫폼	254.4	252.3	(0.8)	297.0	294.6	(0.8)	346.8	344.0	(0.8)
광고	103.8	94.4	(9.1)	128.7	118.6	(7.9)	162.0	148.7	(8.2)
멀티 플랫폼(오픈스튜디오)	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n/a
기타	4.5	4.5	0.0	5.5	5.5	0.0	6.7	6.7	0.0
영업비용	274.0	263.0	(4.0)	329.2	314.7	(4.4)	396.8	380.0	(4.2)
인건비 및 복리후생비	70.9	68.1	(4.0)	84.3	78.4	(7.0)	99.3	93.6	(5.8)
지급수수료	88.6	81.8	(7.7)	107.5	100.6	(6.4)	132.7	123.6	(6.8)
결제수수료	34.1	33.2	(2.7)	39.7	39.3	(0.8)	46.3	45.9	(0.8)
감가상각비	19.2	19.2	0.0	21.8	21.8	0.0	25.3	25.3	0.0
기타	61.2	60.8	(0.7)	76.0	74.5	(1.9)	93.3	91.6	(1.8)
영업이익	88.8	88.3	(0.6)	102.0	104.0	2.0	118.7	119.5	0.6
세전이익	89.5	94.1	5.1	103.8	111.9	7.8	119.9	127.1	6.0
당기순이익	67.1	70.5	5.1	77.9	83.9	7.8	89.9	95.4	6.0
지배주주순이익	67.6	71.0	5.1	78.4	84.5	7.8	90.6	96.0	6.0
수정 EPS (원)*	5,987	6,140	2.6	6,888	7,257	5.4	7,879	8,354	6.0
이익률 (%)									
영업이익률	24.5	25.1		23.6	24.8		23.0	23.9	
세전이익률	24.7	26.8		24.1	26.7		23.3	25.5	
순이익률	18.5	20.1		18.1	20.0		17.4	19.1	
지배주주순이익률	18.6	20.2		18.2	20.2		17.6	19.2	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; KIFRS 연결 기준

자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	272	315	351	419	499
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	272	315	351	419	499
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	183	233	263	315	380
영업이익	89	82	88	104	119
(영업이익률, %)	32.6	26.2	25.1	24.8	23.9
영업외손익	0	0	6	8	8
금융수익	4	4	7	9	9
금융비용	1	1	1	0	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-1	-0	-0
세전이익	89	83	94	112	127
법인세	18	23	24	28	32
(법인세율, %)	20.4	27.9	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	71	60	71	84	95
중단사업이익	-0	0	0	0	0
순이익	71	60	71	84	95
(순이익률, %)	26.0	18.9	20.1	20.0	19.1
지배주주순이익	71	60	71	85	96
비지배주주순이익	-0	-0	-0	-1	-1
EBITDA	104	99	109	127	144
(EBITDA 이익률, %)	38.0	31.6	30.9	30.4	28.8
EPS (지배주주)	6,179	5,197	6,180	7,352	8,354
EPS (연결기준)	6,165	5,177	6,137	7,301	8,296
수정 EPS (원)*	6,179	5,138	6,140	7,257	8,354

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	313	370	456	558	700
현금 및 현금등가물	75	77	122	173	259
매출채권	12	20	24	29	34
재고자산	0	0	0	0	0
기타	226	273	310	357	407
비유동자산	95	95	91	84	76
투자자산	26	23	24	24	25
유형자산	34	38	34	29	22
무형자산	16	12	11	9	7
기타	19	22	22	22	22
자산총계	408	465	546	642	777
유동부채	193	217	236	256	304
매입채무	1	1	1	1	1
단기차입금	2	1	1	1	1
기타 유동부채	191	216	234	254	302
비유동부채	5	7	7	7	8
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	5	7	7	7	8
부채총계	199	224	243	263	312
지배주주지분	209	241	304	380	466
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	60	65	65	65	65
이익잉여금	170	222	285	361	447
기타	-27	-51	-51	-51	-51
비지배주주지분	0	0	-0	-1	-2
자본총계	209	241	304	379	464
순부채	-101	-129	-191	-264	-368

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	133	101	84	96	131
당기순이익	71	60	71	84	95
현금유출입이없는 비용 및 수익	43	49	37	43	48
유형자산 감가상각비	14	16	19	22	23
무형자산 상각비	1	1	1	2	2
기타	29	32	17	19	23
영업활동 자산부채 변동	27	24	-5	-9	11
투자활동에서의 현금흐름	-113	-57	-34	-39	-36
유형자산 증감	-9	-14	-16	-16	-16
장단기금융자산의 증감	-10	-20	-18	-23	-20
기타	-95	-23	0	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-11	-42	-7	-8	-9
차입금의 증가(감소)	-1	-8	0	1	1
자본금의 증가(감소)	6	5	0	0	0
배당금	-7	-8	-8	-9	-10
기타	-9	-31	0	0	0
현금증감	9	1	45	51	87
기초현금	66	75	77	122	173
기말현금	75	77	122	173	259
Gross cash flow	114	109	108	127	143
Free cash flow	124	86	68	80	115

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	38.5	15.7	11.5	19.2	19.3
영업이익	76.2	-7.2	7.1	17.9	14.8
순이익	95.4	-16.0	18.5	19.0	13.6
수정 EPS**	82.5	-16.8	19.5	18.2	15.1
주당지표					
EPS (지배주주)	6,179	5,197	6,180	7,352	8,354
EPS (연결기준)	6,165	5,177	6,137	7,301	8,296
수정 EPS**	6,179	5,138	6,140	7,257	8,354
BPS	18,988	22,106	27,888	34,832	42,712
DPS (보통주)	730	730	803	923	1,062
Valuations (배)					
P/E***	32.8	13.8	14.1	11.9	10.3
P/B***	10.7	3.2	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	21.5	6.9	7.4	5.7	4.3
비율					
ROE (%)	39.9	26.5	26.1	24.7	22.7
ROA (%)	20.2	13.6	13.9	14.1	13.4
ROIC (%)	-884.2	-133.4	-119.8	-146.9	-147.4
배당성향 (%)	11.3	13.3	12.3	11.9	12.1
배당수익률 (보통주, %)	0.4	1.0	0.9	1.1	1.2
순부채비율 (%)	-48.1	-53.6	-62.9	-69.6	-79.3
이자보상배율 (배)	94.6	129.6	166.0	182.9	195.4