



## Bilibili 사서 Billionaire 되자!

### 0. Intro

### 1. 기업분석

### 2. 중국의 YouTube, 그 이상

### 3. BEP 달성!

### 4. Valuation – P/MAU Method

#### <Earning Table>

(in thousand USD)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Net revenues	78,497	370,267	619,340	1,016,688	1,711,048	2,897,297	5,123,413	6,977,348	9,006,692
Mobile games	51,357	308,734	440,450	539,671	740,196	763,182	872,985	998,907	1,143,361
Live broadcasting and VAS	11,948	26,466	87,846	246,156	528,935	1,326,043	2,731,891	3,444,133	3,772,359
Advertising	9,109	23,874	69,524	122,552	271,386	539,571	1,095,781	1,868,679	3,042,938
others	6,082	11,193	21,520	108,308	170,531	268,501	422,756	665,629	1,048,034
YoY(%)		372%	67%	64%	68.3%	69.3%	76.8%	36.2%	29.1%
Cost of revenues	115,922	287,886	491,024	838,151	1,244,499	1,818,519	2,848,299	3,470,027	3,936,512
GPM(%)	-47.7%	22.2%	20.7%	17.6%	27.3%	37.2%	44.4%	50.3%	56.3%
Operating expenses	96,782	116,022	237,662	402,814	640,881	934,865	1,434,875	1,743,574	2,017,439
EBIT	-134,208	-33,641	-109,346	-224,276	-174,332	143,913	840,239	1,763,747	3,052,741
OPM(%)	-171.0%	-9.1%	-17.7%	-22.1%	-10.2%	5.0%	16.4%	25.3%	33.9%
YoY(%)		-75%	225%	105%	-22%	흑전	484%	110%	73%
Other incomes&expenses	-2,046	7,410	28,491	34,121	7,488	7,488	7,488	7,488	7,488
EBT	-136,253	-26,230	-80,855	-190,155	-166,844	151,401	847,727	1,771,235	3,060,229
Income tax	471	1,332	3,898	5,380	5,454	37,850	211,932	442,809	765,057
Net income	-136,724	-27,563	-84,753	-195,536	-172,298	113,551	635,795	1,328,426	2,295,172
NPM(%)	-174.2%	-7.4%	-13.7%	-19.2%	-10.1%	3.9%	12.4%	19.0%	25.5%

#### Rating

## Buy

목표주가: 72.95(USD)

현재주가: 45.90(USD)

상승여력: 59%

#### 주가 추이

Market Cap 159.45억 USD



#### Balance sheet data

Net Asset 14.25억 USD

PBR 11.18

ROE -18.43%

#### Earning data

PER N/A

12M EPS -0.6 USD

Net loss 1.95 억 USD

Operating loss 2.24 억 USD

#### 주요 주주

Rui Chen 14.22%

Tencent entities 12.59%

Taobao China Holding Ltd. 7.16%

Sony Corporation 5.24%

#### SMIC 2팀

팀장 41기 최현순

팀원 41기 임승민

41기 장준성

42기 문인우

42기 심희준

## 0. Intro

동사는 중국의 Z세대를 중심으로 빠르게 성장한 One-stop Entertainment 플랫폼이다. 동사는 현재 중국의 YouTube가 될 수 있을지에 대한 시장의 물음을 받고 있다. 이 물음에 대한 이 보고서의 대답은 'Strong Yes'이다.

전세계에서 유일하게 YouTube가 진출할 수 없는, 전세계에서 가장 인구가 많은 국가인 중국에서 현재 YouTube의 지위를 획득한다면 동사의 기업 가치는 다소 Rough하지만 직관적으로 도출된다.

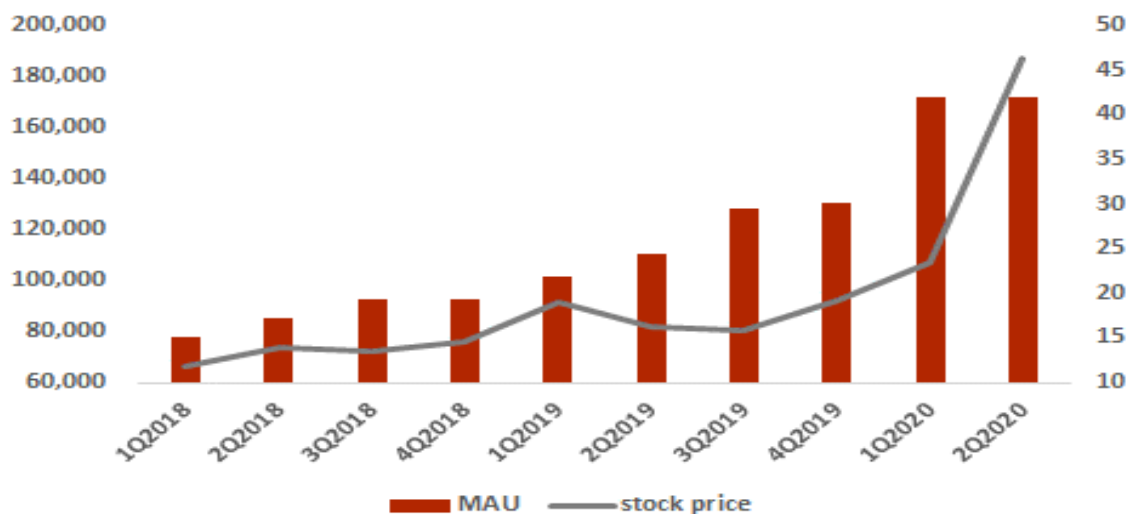
- 1) 현재 YouTube의 기업가치가 230 Billion USD로 추정
- 2) YouTube Target 시장: 중국 제외 62억 인구
- 3) 동사의 Target 시장: 중국 14억 인구
- 4) (동사의 기업가치)= 230 Billion USD\* 14/62 = 52 Billion USD

현재의 동사의 시가 총액이 16.5 Billion USD임을 고려하면, 너무나 매력적인 Stock이 아닐 수 없다.

또한 세계적인 기업인 Tencent, Alibaba 그룹의 Taobao, 그리고 Sony가 동사에 큰 규모의 지분 투자를 하고 있고, 이들 기업과 동사가 발생시킬 시너지를 고려하면 Bili-US Stock의 매력도는 상당하다.

동사는 중국의 YouTube로의 지위를 다지며, MAU(월간활성이용자)를 빠르게 증가시키고 있으며 이에 따라 주가가 빠르게 증가하고 있으므로 Billionaire로 가는 Ticket이 얼마 남지 않았다. 당장 이 주식을 사야 한다!

그림 0-1. 동사의 MAU 및 주가 흐름



출처: 네이버 금융

# 1. 기업분석

## 1.0. 중국 시장의 특성

해외 사이트 접근 금지

중국은 공산당이 이끄는 사회주의 국가로 정부가 막강한 권력을 가지고 있다. 중국 정부는 정치적인 이유로 YouTube, Netflix 등 해외 사이트에 대한 접근을 금지하고 있다.

자국민만으로 성장 가능

또한 중국은 14억 명의 인구를 가지고 있어 자국민만을 고객으로 확보하더라도 세계적인 기업이 될 수 있는 시장이다. 실제로 중국의 3대 IT기업인 텐센트, 알리바바, 바이두는 중국 시장만을 차지했을 뿐임에도 전세계 시가총액 상위권에 랭크되고 있다.

대륙의 YouTube, 아프리카TV= Bilibili

이렇듯 중국 시장은 해외 기업들이 쉽게 접근할 수 없고 자국민만으로도 충분히 성공할 수 있다는 특성이 있다. 이러한 특수성을 가진 중국 시장에서 동영상 콘텐츠의 수요를 감당할, 대륙의 YouTube와 아프리카TV가 될 기업이 바로 'Bilibili'다.

## 1.1. 기업 개요

Full Spectrum Online Entertainment Company

동사는 중국의 동영상 플랫폼으로 2009년 설립되고 2018년 나스닥에 상장되었다. 동사는 애니메이션, 코믹, 게임으로 대표되는 ACG 콘텐츠로 사업을 시작해 현재는 동영상, 라이브 방송, 모바일 게임 등 다양한 장르를 아우르는 Full Spectrum 온라인 엔터테인먼트 기업으로 진화했다.

중국판 YouTube에 걸맞는 많은 MAU

중국 Z세대를 중심으로 성장한 동사는 현재 1억 7천만 명의 MAU(Monthly Active Users)를 보유하고 있다. Bilibili 홈페이지에 올라온 런닝맨 영상을 1억 명이 넘게 시청한 것에서 중국판 YouTube로 성장해 나가는 동사의 인기를 실감할 수 있다.

그림 1-1. 동사 홈페이지



자료: Bilibili 홈페이지

그림 1-2. 1억 뷰가 넘는 런닝맨



자료: Bilibili 홈페이지

## 1.2. 사업부문

동사의 사업부문은 Mobile Game, Live Broadcasting and Value-Added Services, Advertising, E-commerce and others로 나뉜다.

### 1) Mobile Game

사업 초창기 동사는 게임 커뮤니티를 운영하며 MAU를 끌어모았다. 이후 2014년 1월 플랫폼에 모바일 게임을 배급하며 본격적인 모바일 게임 사업에 뛰어들었고 2017년 8월에는 자체 개발 게임을 출시하여 모바일 게임 매출의 성장을 이끌었다.

**자체 개발, 독점 배급, 공동 배급 형태로 운영**

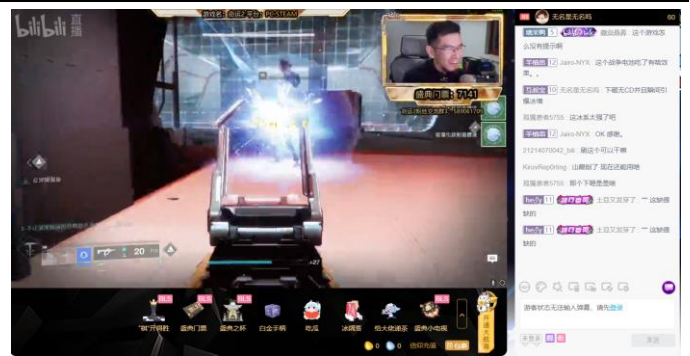
동사는 2019년 12월 31일 기준으로 **1개의 자체 개발 모바일 게임, 29개의 독점 배급 모바일 게임, 750개가 넘는 공동 배급 모바일 게임을 운영**하고 있다. 동사는 자체 개발 모바일 게임에서 가상 아이템 판매를 통해, 공동 혹은 독점 게임 배급에서 유통, 결제, 판촉 서비스 제공을 통해 수익을 얻는다.

모바일 게임 사업 부문은 배급하는 게임의 수를 늘리며 꾸준히 성장하고 있고, 동사의 활기찬 게임 커뮤니티는 유저들을 유지하여 더 많은 콘텐츠 소비를 이끌어낸다.

그림 1-3. 동사가 개발 및 배급하는 모바일 게임 수

	2018	2019
자체 개발	1	1
독점 배급	11	29
공동 배급	300	750

그림 1-4. Bilibili 홈페이지의 Live Broadcasting



자료: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

자료: Z总来袭, Bilibili 홈페이지

**2) Live Broadcasting and VAS**

**Live Broadcasting =아프리카TV**

모바일 게임 사업이 동사의 Cash Cow라면 동사의 현재 관측되고 있는 Upside는 Live Broadcasting과 VAS에 있다. **Live Broadcasting은 아프리카TV나 Twitch와 같은 Live Streaming 사업으로 크리에이터와 시청자가 실시간으로 상호작용할 수 있는 콘텐츠**이다. 인기 크리에이터들의 확보는 동사의 Live Broadcasting 사업 부문 성장을 빠르게 이끌고 있으며 동사는 향후 더 많은 크리에이터들과 협력 계약을 체결할 계획을 가지고 있다.

**VAS는 Value-Added Service로 프리미엄 멤버십 및 동영상 수익을 의미한다.** 동사의 프리미엄 회원들은 여러 동영상 콘텐츠에 독점적이거나 더 높은 품질로 접근할 수 있다. 즉 동사의 **VAS 매출은 동사의 콘텐츠가 다양해지고 매력적일수록 높아질 것이다.** 동사의 동영상 콘텐츠는 PUG Videos, Licensed Videos, Original Contents 등이 있다.

**PUG Videos =YouTube**

**PUG Videos는 Professional User Generated Videos로 사용자가 직접 동영상 콘텐츠를 제작해 업로드하는 것으로 YouTube에 올라오는 동영상과 같다.** PUG Videos의 콘텐츠는 사업 초기 애니메이션, 게임 위주였지만 현재는 음악, 패션, 일상 등 주제가 다양해지며 더 많은 MAU들을 이끌고 있다. 2019년 기준 PUG Video의 시청 수는 전체 Video 시청 수에서 90.1%를 차지할 정도로 높으며, 일일 동영상 업로드 수 또한 2018년 7,200개에서 2019년 4분기 9만 4,700개로 빠르게 증가하고 있다.

**Licensed & Original Videos =Netflix**

Licensed Videos와 Original Videos는 Netflix가 제공하고 있는 영상들과 같다. Licensed Videos는 인기 애니메이션, 드라마, 영화 등의 라이선스를 구입하여 동사 플랫폼에서 제공하는 비디오이며, Original Videos는 동사가 직접 제작한 애니메이션, 다큐멘터리, 버라이어티 쇼 등이다. 인기 라이선스의 꾸준한 확보는 동사의 성장동력으로 작용해왔으며 참신하고 재밌는 Original Video의 제작은 향후 더 많은 VAS 매출을 이끌어낼 것이다.

**3) Advertising**

**광고 매출이 중요한 동영상 플랫폼**

대표적인 동영상 플랫폼인 YouTube의 경우 2019년 광고 매출만 18조 원을 기록했을 정도로 동영상 플랫폼에서 광고 매출은 상당히 중요하다. YouTube는 현재 동영상 시작이나 중간에 광고를 삽입해 사용자가 어쩔 수 없이 광고에 노출되는 환경을 만들어 광고의 수익성을 높였다. 하지만 YouTube도 사업 초기에는 광고를 최소화하여 MAU를 늘렸던 시기가 있었다.

**광고 정책 변화를 통한 매출 고성장 기대**

동사는 중국의 YouTube로 성장해 나가고 있으며 광고 정책 역시 YouTube의 전철을 밟을 것으로 예상된다. 현재 동사의 광고는 1) 동영상 주변의 배너 광고, 2) 모바일 어플을 실행할 때 등장하는 광고, 3) 브랜드의 광고 영상 게재 등의 방식으로 진행되며 In-Video 광고를 넣지 않고 있다. 최소한의 광고는 사용자의 편의성을 높여 동사의 MAU를 늘리는 데 큰 도움을 주었다. 하지만 높은 MAU를 보유하고 동영상 플랫폼으로써의 독점적 지위를 확보한 지금 동사의 광고 정책은 YouTube처럼 변할 가능성이 매우 높게 점쳐진다. 그리고 그렇게 될 경우 동사의 광고 매출은 YouTube의 사례와 마찬가지로 증가할 것이다.

**4) E-commerce and others**

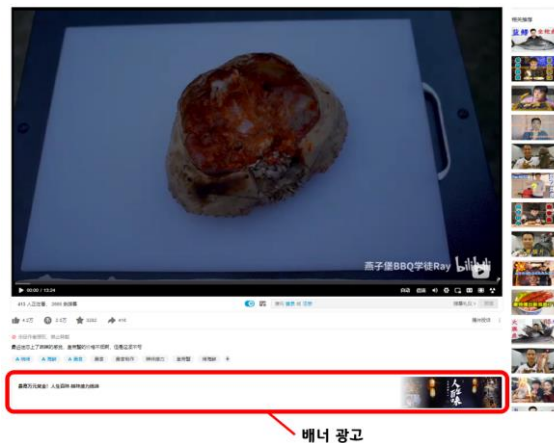
**크리에이터와 연결된 상품 판매 시스템 개발 예정**

동사는 플랫폼 내에서 ACG 관련 상품과 오프라인 이벤트 티켓 등을 판매하고 있다. 또한 2018년 12월 Taobao와의 업무협약을 통해 크리에이터와 상품을 연결하여 판매할 수 있는 시스템을 개발할 예정이다. 현재는 가시화되지는 않았지만 향후 이러한 시스템이 도입되면 E-commerce 사업이 동사의 신성장동력으로 작용할 가능성도 있다.

그림 1-5. 동사 Original Video



그림 1-6. 동사 플랫폼에 게재된 배너 광고



자료: Bilibili 홈페이지

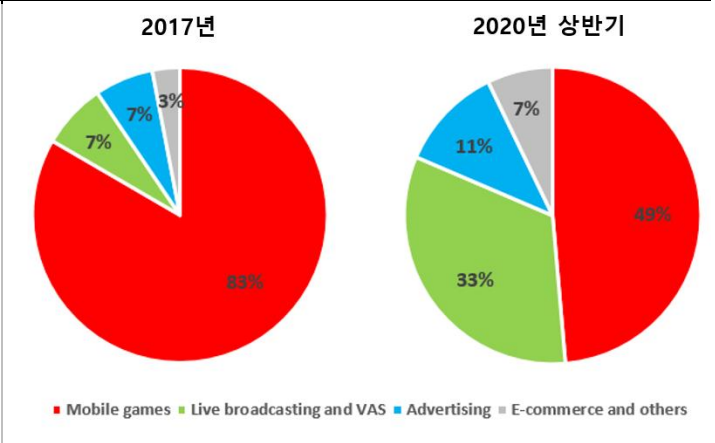
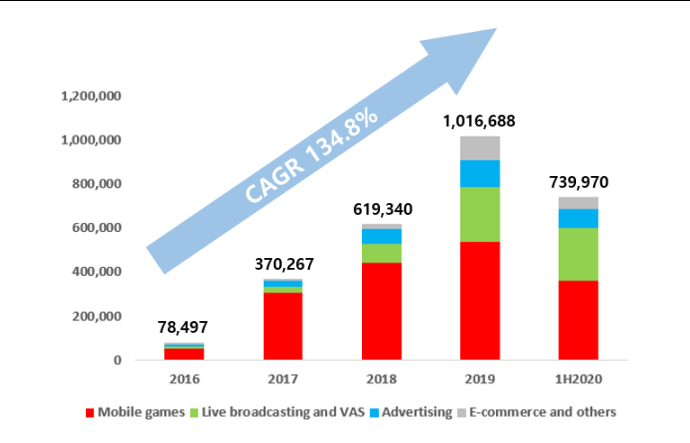
자료:燕子堡BBQ学徒Ray, Bilibili 홈페이지

1.3. 매출 추이 및 구성

빠른 매출 성장을 이끄는 Live Broadcasting and VAS

동사는 2016년부터 CAGR 134.8%로 매우 빠른 매출 성장을 보여주고 있다. 특히 매출 구성을 보면 2019년 Live Broadcasting and VAS 매출 비중이 2017년 7%에서 2020년 33%로 증가하며 매출 성장을 견인하고 있다. 심지어 2020년에는 Live Broadcasting and VAS 매출이 상반기에 이미 2019년의 매출과 거의 같아 올해에도 전년대비 높은 성장이 예상된다.

그림 1-7. 사업부문별 매출 추이 (단위: 천 달러)      그림 1-8. 사업부문별 매출 비중



자료: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

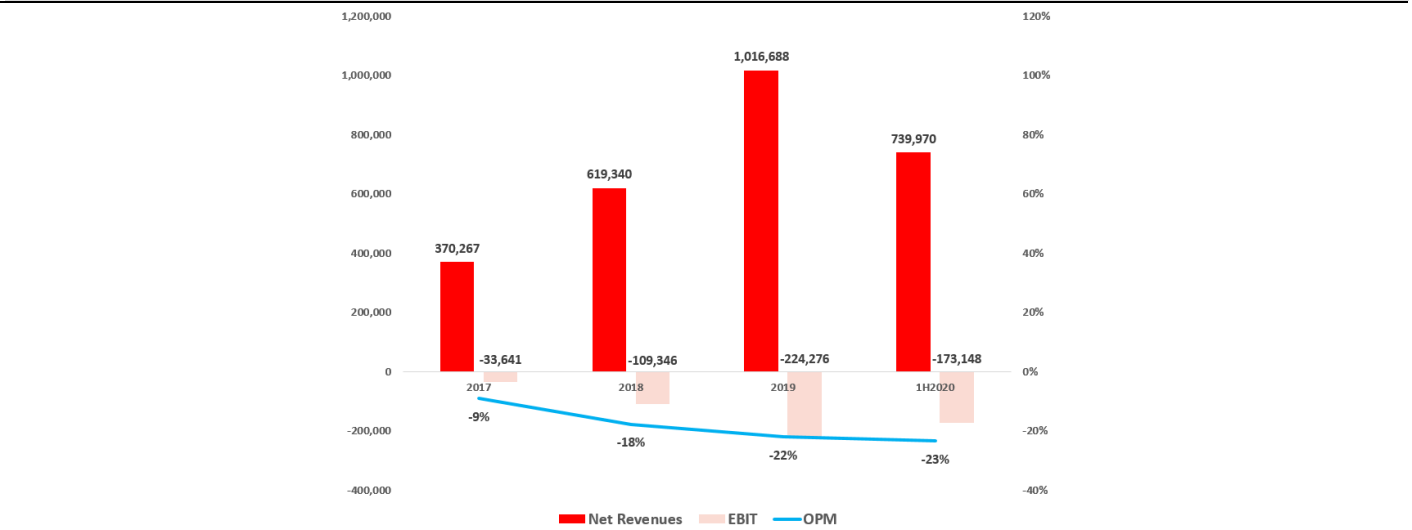
자료: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

1.4. 재무 분석

영업손실 기록 중 But 흑자전환 예상

동사는 빠른 매출의 증가에도 불구하고 영업손실 또한 증가하고 있는 추이를 보인다. 동사의 OPM을 보면 2020년 상반기까지도 -20%대의 적자를 기록하고 있는 것이 확인된다. 하지만 동사는 곧 흑자전환을 이룰 것으로 보이며 이에 대한 자세한 논리는 [3. BEP 달성]에서 후술하겠다.

그림 1-9. 매출, EBIT, OPM 추이 (단위: 천 달러, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

## 2. 중국의 YouTube, 그 이상

동사가 '중국의 YouTube'로 성장한다면 중국 인구 14억, 즉 세계 시장 5분의 1을 차지할 수 있다. 이번 절에서는 동사가 중국 내 YouTube로서의 역할과 동시에 아프리카 TV의 역할까지 수행할 수 있는 이유를 설명하고자 한다.

### 2.1. 중국판 YouTube, Bilibili

#### 2.1.1. 매니아 플랫폼에서 대중 플랫폼으로의 확장

##### 1) 매니아 플랫폼에서 출발

중국 대표 ACG 플랫폼에서 출발

2009년 애니메이션(Anime), 코믹(Comic), 게임(Game) 콘텐츠 영상을 올리는 커뮤니티 사이트로 출범한 동사는 2010년대 중반 이후 중국을 대표하는 ACG 플랫폼으로서 입지를 공고히 했다. 동사가 꾸준히 구매해온 일본 애니메이션 IP와 타국 사이트를 차단하는 중국의 방화장성 정책이 맞물린 결과다. 유저와의 소통을 중시한 동사가 꾸준히 진행한 애니메이션 행사나 게임 유통 역시 여기에 기여했다. 그 결과, 2019년 2D 영상 플랫폼 업계 동사의 독점 비율은 87.3%에 도달했다.

현재까지도 동사는 매니아층 유지를 위해 적극적으로 노력하고 있다. 게임 부문에서는 'Fall Guys' 모바일 버전을 독점 배급 예정이며, 애니메이션 및 코믹 부문에서도 2018년부터 코믹스 사업들을 인수하며 애니메이션과 만화 콘텐츠 제품군 업그레이드 및 다양화에 힘쓰고 있다. 프리미엄 회원에게는 애니메이션과 코믹 콘텐츠 모바일 앱 Bilibili Comics의 모든 콘텐츠를 제공하고 있다.

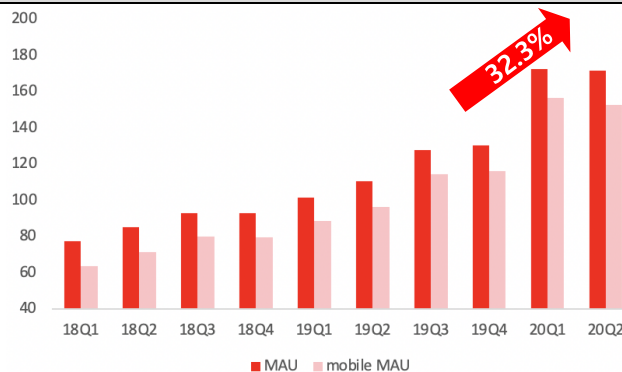
##### 2) '펑티모(冯提莫)'와 COVID-19 여파로 MAU 급증

펑티모 + COVID-19 = MAU 급증

여기에 더해, 인기 왕홍(网红) '펑티모(冯提莫)' 영입을 통한 Live Broadcasting 활성화와 COVID-19 여파로 2019년에서 2020년 상반기 동사 플랫폼의 사이트 MAU(Monthly Active User, 월간활성이용자)와 모바일 앱 MAU 모두 급증했다. 여기서 왕홍이란 중국어로 인터넷을 뜻하는 "왕(网)"과 유명하다는 홍(络)이 합쳐진 단어로, SNS스타 및 인플루언서를 의미한다.

그림 2-1. 분기별 MAU 증가 추이

(단위: 백만 명)

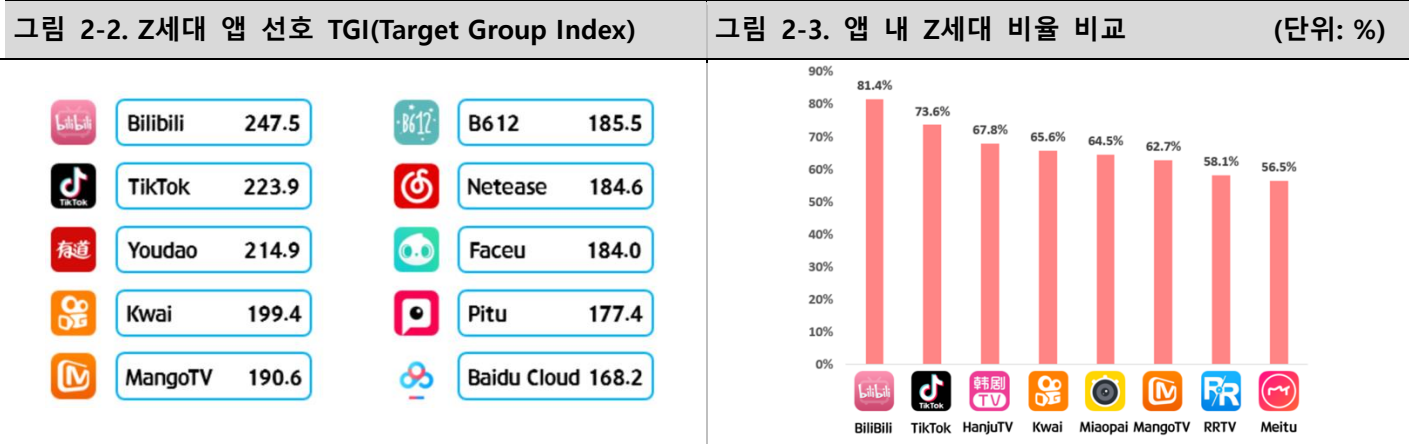


자료: 동사 IR, SMIC 2팀

3) 동사 MAU 80%를 차지하는 Z세대

Z세대가 동사 MAU 80% 차지

급증한 동사의 MAU 약 80%를 Z세대가 차지하고 있다는 점을 눈여겨 봐야 한다. 꾸준히 Z세대로부터 선호됐던 동사는 유저층 내 Z세대 비중이 타 온라인 엔터테인먼트 플랫폼에 비해 압도적으로 높다. 결국, 동사 MAU의 핵심에는 Z세대가 있다.



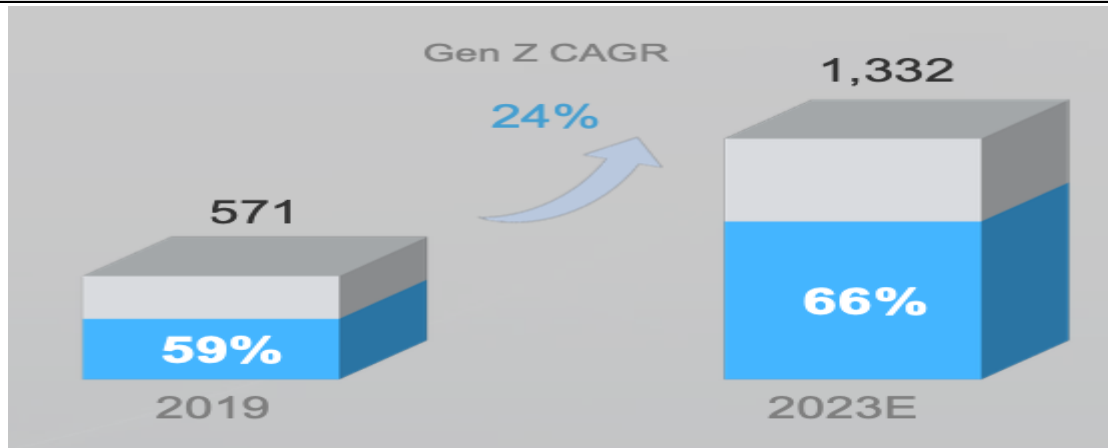
자료: QuestMobile, SMIC 2팀

자료: QuestMobile, SMIC 2팀

시장의 핵심, Z세대

중국 Z세대는 1990년부터 2009년에 태어난 세대를 통칭하는 말로, 이들은 온라인 상에서 강력한 지불 의지와 능력을 보인다. 이들은 2019년 기준 중국 온라인 엔터테인먼트 시장의 59%를 차지한다. 약 3.69억 명에 달하는 중국 Z세대의 월 가처분소득은 3,501위안(약 60만원)이다. 즉, 동사가 Z세대를 핵심 유저로 타겟한 것 자체가 중국 온라인 엔터테인먼트 시장을 이끄는 플랫폼으로서의 도약을 준비한 것이나 마찬가지다.

그림 2-4. Z세대 시장 견인 (단위: 십억 RMB)



자료: 동사 IR, SMIC 2팀

4) 대중 플랫폼으로의 확장

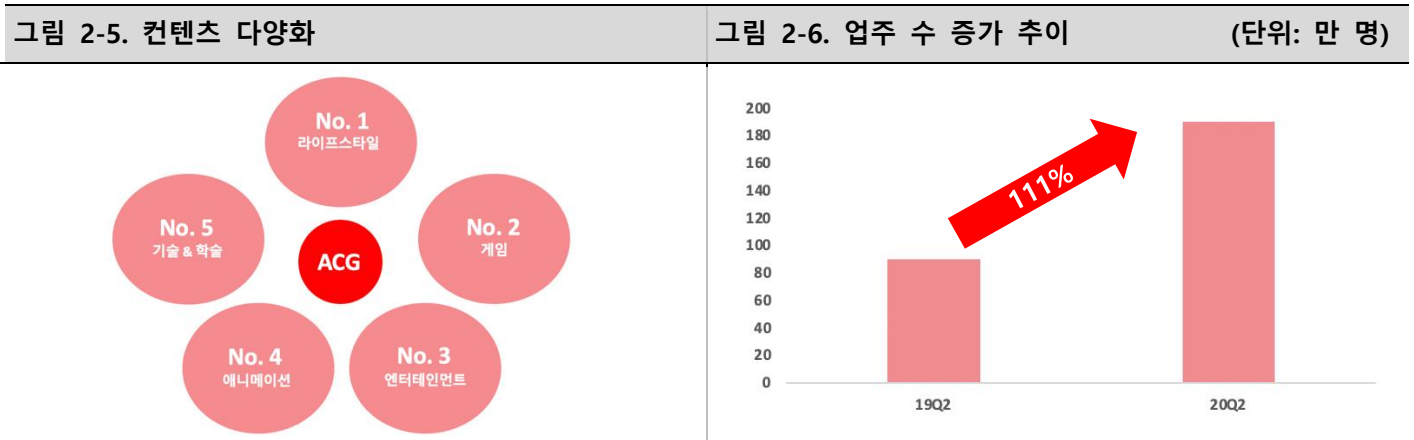
다양한 PUG 콘텐츠로 대중성 확보

Z세대는 온라인 엔터테인먼트 시장에서 ACG 장르 중심 매니아 플랫폼이었던 동사가 다양한 장르를 포괄하는 대중 플랫폼으로 성장하게 만들었다. 독창성, 공유성, 상호작용성을 중시하는 Z세대는 간편한 업로드 도구와 레이아웃을 제공하는 동사 플랫폼 안에서

UGC(User Generated Content)/PUGC(Professional User Generated Content) 제작량 증가와 종류의 다양화를 가져왔고, 대중성을 확보했다. UGC, PUGC 모두 PGC(Partner Generated Content)와는 달리, 유저들이 직접 제작하는 콘텐츠이며, UGC보다 전문적인 콘텐츠를 PUGC라고 부른다.

유튜브는 '크리에이터'  
동사는 '업주'

애니메이션, 코믹, 게임 콘텐츠에서 출발했던 PUGC 영상은 라이프스타일, 엔터테인먼트, 기술 및 지식 등 다양한 콘텐츠를 아우르고 있다. UGC와 PUGC를 포함한 월평균 업로드 영상 수, 조회 수 모두 급증했다. 동사 업주 수 역시 증가했다. 업주란, '업로드'와 '주'를 합친 신조어로, 자체 제작 콘텐츠를 플랫폼에 업로드하는 사람들을 일컫는다. 유튜브의 '크리에이터'와 유사하다. 2019년 기준, 중국 전체 Z세대 중 약 35%가 업주이며, 동사 월평균 업주 수는 2019년 2분기 90만명에서 2020년 2분기 190만명으로 증가했다.



자료: 동사 IR, SMIC 2팀

자료: 동사 IR, SMIC 2팀

2.1.2. 중국 내 독보적인 PUGC 영상 플랫폼

업주와 플랫폼 간  
선순환 구조 구축은  
PUGC 생태계의 핵심

PUGC 영상 성장으로 동사 플랫폼은 대중성을 확보했고, 이는 다시 플랫폼의 유저 기반 확대에 이어졌다. 결국, 업주와 플랫폼 간 선순환 구조를 구축 및 유지하여 PUGC 영상을 만들고 업로드하는 업주가 동사 플랫폼에 1) 지속적으로 머무르며 2) 양질의 영상을 업로드하게 만드는 것이 중요하다.

YouTube 역시  
PUGC 생태계로  
성장과 수익 창출

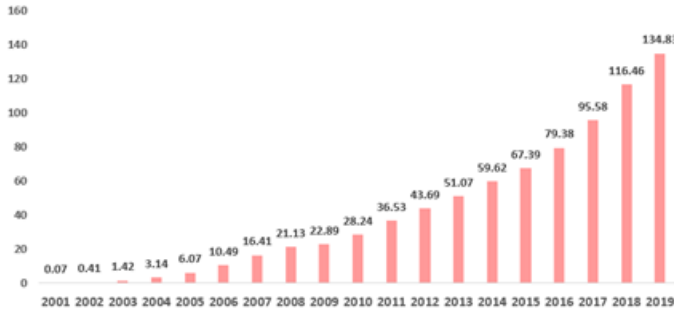
YouTube의 폭발적인 성장과 수익 창출의 핵심이 바로 이와 같은 크리에이터와 플랫폼 간 선순환 구조에 기인한 풍부한 PUGC 영상 생태계에 있다. 크리에이터는 영상을 업로드하고, 유저는 영상을 소비하고, 플랫폼은 광고를 통해 수익을 창출하고, 다시 크리에이터는 수익을 공유받아 지속적으로 영상을 제작한다. 실제로 크리에이터와 구글의 본격적인 광고 수익 배분은 YouTube가 개인 채널에 광고 수익을 선지급하고 제작을 맡긴 2012년 'YouTube Original Channel Initiative 10'부터 시작됐으며, 이후 본격적으로 콘텐츠 크리에이터들이 대거 YouTube로 유입돼 상업 활동을 주도했다.

YouTube와 유사한  
PUGC 영상 플랫폼은  
중국에서 동사뿐!

YouTube와 유사한 PUGC 영상 생태계를 구축한 기업은 중국 플랫폼 시장에서는 동사 뿐이다. 영상 콘텐츠를 중심으로 삼는 플랫폼으로는 Youku, Iqiy, Xiguashipin이 있다. 그러나 Youku와 Iqiy의 경우, PGC 영상에 주력하고 있기 때문에 직접적인 경쟁사로 남는 것

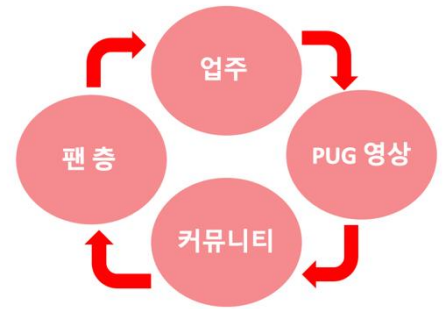
은 Xiguashipin(西瓜视频)뿐이다. 그러나 Xiguashipin은 숏클립 플랫폼으로 초기 정체성을 확립했으며, 내년 PGC 영상 보조금으로 최소 20억 위안(한화 3,400억 원)을 투자할 예정이라는 점을 고려할 때, PUGC 영상에 주력하고 있는 플랫폼은 동사 뿐이다. 동사는 **업주 인센티브, 콘텐츠 제작 지원, 콘텐츠 다각화** 등을 통해 업주들로 하여금 양질의 PUGC 영상을 생산하게 하는 생태계를 구축하고 있다.

그림 2-7. 2001년~2019년 Google 광고 수익 추이 (단위: 10억 USD)



자료: Statista, SMIC 2팀

그림 2-8. 동사 업주-플랫폼 선순환구조



자료: 동사 IR, SMIC 2팀

1) 업주 인센티브

조회수 1만 회  
약 6,800원까지 가능

업주가 1만회 가량 조회수를 기록할 경우, Xiguashipin에서는 약 25위안(약 4,250원)을 벌 수 있지만 동사에서는 약 40위안(약 6,800원)까지 벌 수 있다. 이는 동사가 제공하는 다양한 업주 인센티브로 설명 가능하다.

업주의 경제성을  
보완하는 다양한  
Incentive 계획들

2016년 'Up Main Charge Plan'이 시행됐다. 유저들이 자신이 좋아하는 업주를 위해 코인 등을 '충전'할 수 있게 만든 계획이다. 이를 통해 업주가 지속적으로 양질의 영상을 올리게 자극함과 동시에 업주의 경제적 독립성도 보완할 수 있게 하였다. 2018년 'Creative Incentive Plan', 'New Star Project' 등으로 업주가 더 많은 인센티브를 누리는 생태계를 구축했다. 이를 바탕으로 많은 인기 업주가 탄생했으며 양질의 오리지널 영상이 제작됐으며 동사만의 독특한 PUGC 생태계 균형이 유지되는 중이다.

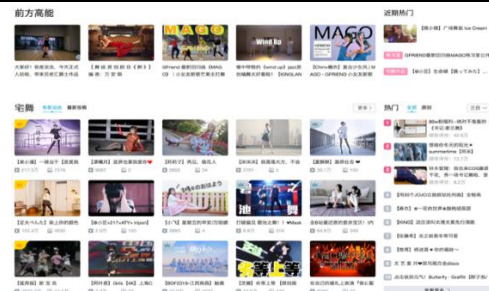
연간 업주 Top 100 선정은 동사 플랫폼 접속 시 상단에 보여주며 홍보 효과를 가져오며, Up 랭킹 페이지 추가는 신규 업주들이 플랫폼에서 적절한 노출이 될 수 있게 돕는다.

그림 2-9. 코인 충전 화면



자료: Bilibili 홈페이지

그림 2-10. Up 랭킹 페이지



자료: Bilibili 홈페이지

2) 콘텐츠 제작지원

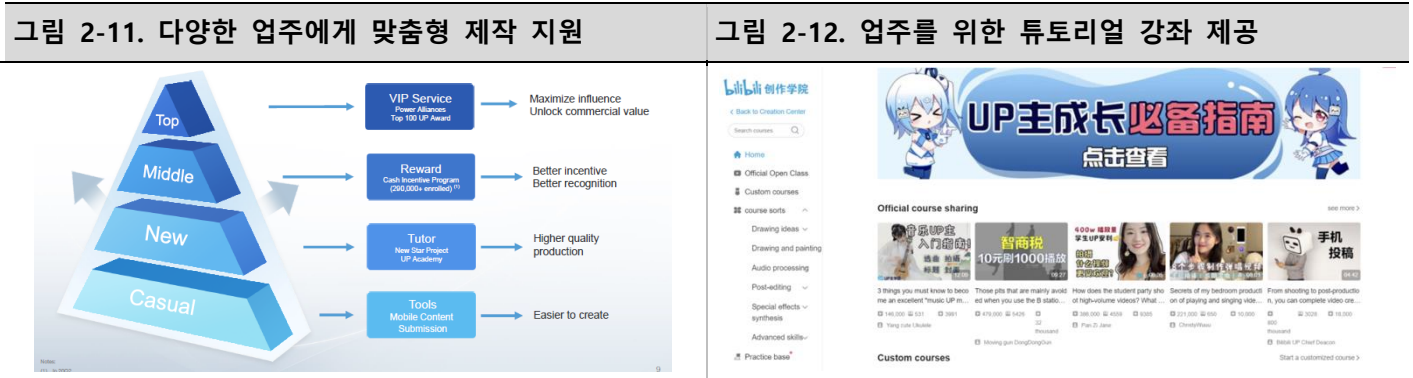
동사는 업주가 양질의 PUGC 영상을 제작할 수 있도록 **업로드 및 분석 툴 제공, 지원 및 보상 프로그램, 업주 영입, 콘텐츠 공동 제작** 등을 통해 지원하고 있다.

효율성과 편리성을 높여주는 업로드 및 분석 툴

동사는 업주에게 **업로드 및 분석 툴**을 제공하며 **쉽고 효율적으로 영상을 제작**하게 돕는다. 다양한 길이의 영상, 사진, 블로그 등 멀티미디어 콘텐츠를 **효율적으로 업로드**할 수 있도록 업로드 툴들이 개발되어 있으며 일부 업로드 툴에는 유저가 **다양한 시각 및 오디오 효과를 콘텐츠에 추가**하는 데 도움이 되는 편집 기능도 포함되어 있다. **분석 툴**은 팔로워와 뷰어의 인구 통계와 같은 **백스테이지 데이터**와 팔로잉, 팔로워, 논평, 채팅과 같은 **유저 행동 데이터**를 업주에게 제공해 **자체 피드백**이 가능하게 만든다.

지원 및 보상 프로그램도 운영 중

다양한 **지원 및 보상 프로그램**도 업주의 콘텐츠 제작에 도움이 된다. **경험과 기술을 공유**하는 세미나를 개최하거나 **양질 및 인기 콘텐츠에 대한 보상**을 하는 등 업주를 지원하기 위해 2018년부터 일련의 프로그램을 시작했고, **다양한 레벨의 업주들에게 맞춤형 지원**을 하고 있다.



자료: 동사 IR

자료: Bilibili 홈페이지

활발한 업주 영입

**활발한 업주 영입**도 콘텐츠 제작 지원 노력에 해당된다. 계약이 체결된 업주들은 대부분 개인이나 스튜디오 팀으로 플랫폼에서 큰 인기를 누리고 있다. **대중적이고 호소력 있는 PUGC**를 지속적으로 창출할 수 있도록 동사는 **더 많은 업주 계약을 체결할 계획**이다.

공동제작 진행

동사는 **콘텐츠 공동 제작**도 진행한다. 특히, 동사는 업주에게 수익을 창출할 기회를 제공하기 위해 **광고주에게 창의적인 PUGC와 업주를 소개**해준다. 업주는 광고주와 사업 제휴로 수익을 얻을 수 있고, 상업용 영상인 만큼 팬들이 철저한 피드백을 제공하기 때문에 업주는 양질의 영상을 제작하려 노력한다. 더 나아가, 동사는 **춘절이나 새해 특집 영상**도 다양한 업주들과 함께 제작하고 있다.

3) 콘텐츠 다각화

기존 ACG 콘텐츠에서 다양한 콘텐츠로 확장

초반에 애니메이션, 게임, 음악 위주 콘텐츠에서 시작한 동사는 현재 라이프스타일, 지식, 패션, 디지털 등 15개 이상의 카테고리 섹션을 추가하며 다양성을 확보했다. 중국의 많은 학교와 교육기관들이 온라인 학습 콘텐츠를 제공하는 플랫폼으로 동사를 선택하고 있으며, 동사는 **Z세대를 겨냥한 교육 관련 다큐멘터리, 학술 콘텐츠 제공**자로서 입지를

다지는 중이다. 이와 같은 콘텐츠 다각화는 PUGC 생태계 유지 및 확장에 필수적이다.

**High Quality  
다큐멘터리**

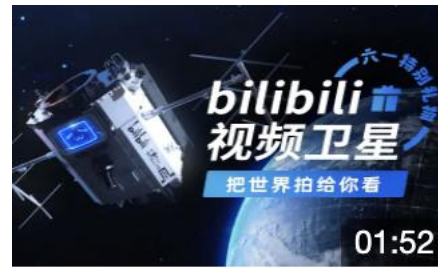
우선, **다양하고 수준 높은 다큐멘터리**가 꾸준히 제공되고 있다. 2016년, 동사는 "중국의 다큐멘터리 프로모터 Top 10"상을 수상했으며 2019년 National Geographic과 제휴해 야생동물 다큐멘터리 시리즈를 제공했다. 지난 2월에는 우한 시를 기록한 다큐멘터리를 선보이며 방역 당일에만 조회수 9만을 돌파했다. 올해는 다기능 원격 감지 교육 위성을 띄워 하루에 15회 지구를 선회하며 지구 500km 밖 상공에서 고해상도 영상을 촬영하는 우주과학 콘텐츠를 제작하였다.

그림 2-13. 우한 다큐멘터리



【转载】CGTN武汉战疫纪  
录片 《The lockdown- One  
▶ 61.2万 ⌚ 2020-02-29

그림 2-14. 위성 콘텐츠 영상



B站的儿童节礼物：哔哩哔哩视频卫星，把世界拍给你  
▶ 645.5万 ⌚ 2020-06-01

자료: Bilibili 홈페이지

자료: Bilibili 홈페이지

**수업 및 교육자료  
플랫폼으로도 적합**

학술 콘텐츠에서도 강점을 가진다. 대학 및 교육기관들은 동사 플랫폼에 **수업 영상**이나 **교육 자료**를 업로드하는 경우가 많고, **중국의 문화 관련 교육 콘텐츠** 역시 인기 영상 중 하나다.

그림 2-15. 학술 카테고리 메인 페이지



자료: Bilibili 홈페이지 학술 카테고리

그림 2-16. 대학 수업 영상



자료: Bilibili 홈페이지, 王敬强

**2.1.3. '탄막(弹幕)', 재미의 핵심**

**YouTube와는  
차별화된  
재미요소, 탄막!**

동사가 사업 초기부터 제공했던 '탄막' 기능은 **영상 자체의 재미를 배가**시키고 유저 간, 유저와 업주 간 **결속력을 다지는 동사의 핵심 기능**이다. 탄막이란 간단히 말해 영상에

총알처럼 날아다니는 자막을 말한다. 동사의 '공식회원'이라면 누구나 영상에 탄막을 입힐 수 있다. 2019년 기준, 1분에 12,000개, 1일에 419만개, 1년에 총 14 억개 이상의 탄막이 생성되었다. 탄막을 통해서 유행어가 만들어지며 일종의 '밈(meme)'이 형성된다. 이는 결국, 일반회에서 공식회원으로의 유저 전환을 일으키고, 동일한 영상을 재가공하며 조회 수를 폭발적으로 늘리는 요인으로 작용한다. 탄막을 통해 유저가 업주에게 직접적인 피드백을 할 수 있다는 것도 장점이다.

**공식회원이면 누구나 탄막 기능 사용 가능**

이러한 탄막을 달려면 일반회원이 아닌, 공식회원으로서의 자격이 필요하다. 공식회원이 되기 위해서는 돈이 아니라 노력이 필요하다. 총 100개 문항으로 구성된 객관식 회원시험을 통과하거나 기존 공식회원의 추천을 받아야 한다. 시험은 영상 업로드와 탄막 관련 커뮤니티 예절 문제, 애니메이션, 음악, 게임, 기술 등 유저의 관심 주제 문제로 구성된다. 시험에 합격하려면 60점 이상을 받아야 한다. 2019년 12월 31일 기준, 시험에 합격한 공식회원은 6,790만 명이었다.

그림 2-17. 공식회원 달성 화면



자료: Bilibili 홈페이지

그림 2-18. 탄막 자료 화면



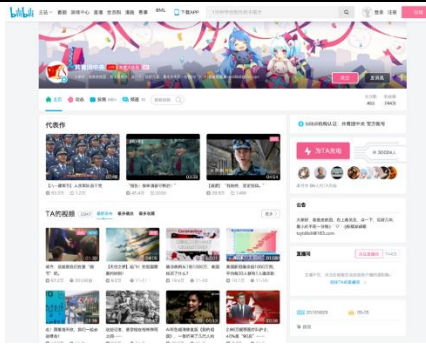
자료: Bilibili 홈페이지, Bettysays

**2.1.4. 우호적인 중국 정부**

**중국 정부도 우호적**

정부 관련 공식 계정이 동사 플랫폼에서 운영되고 있다는 것은 동사에게 상당히 유리하게 작용할 수 있다. 2017년에는 중국 공산주의 청년단 중앙지부가 계정 운영을 시작했으며 이 외에도 광둥, 절강 등 타 지부 공산주의 연맹도 계정을 운영 중이다.

그림 2-19. 중국 공산주의 청년단 중앙지부 계정



자료: Bilibili 홈페이지

그림 2-20. 시진핑 김정은 교류 영상



자료: Bilibili 홈페이지

## 2.2. 중국판 아프리카TV, Live Broadcasting 사업

### YouTube + 아프리카TV

동사는 YouTube 생태계를 조성할 수 있는 유일한 중국 기업이다. 하지만, 동사는 업주들이 제공하는 양질의 콘텐츠 외에도, **Live Broadcasting**을 기반으로 더 많은 트래픽과 **유저 참여(interaction)**를 유도할 수 있다는 강점을 가지고 있다. Live Broadcasting을 통해 주력 연령 층인 Z세대의 충성도(loyalty)를 높이고, 라이브 이벤트 다각화로 Z세대 외 유저 비중도 점차 늘려나갈 수 있을 것으로 기대된다.

### 2.2.1. 종합 Live Broadcasting 플랫폼으로의 변모

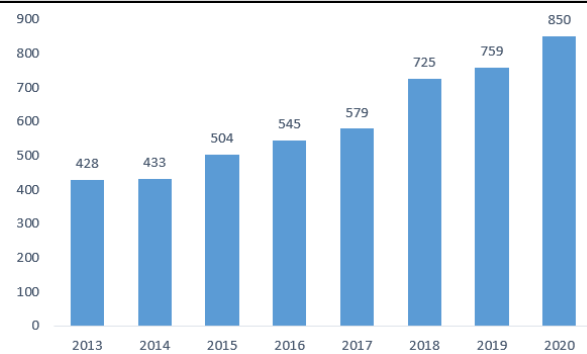
### Broadcasting 시장 성장 가속화된 배경: COVID-19와 5G

2020년에 들어 **COVID-19가 확산되고, 5G 인프라 구축이 본격화되며, Live Broadcasting 시장이 급격하게 성장하는** 모습을 보인다. 특히 5G의 상용화로 끊김 없는 고화질 방송이 가능해져, 향후 Live Broadcasting 시장의 성장은 더욱 가속화될 것으로 전망된다. 2020년 3월 기준, 이미 8.5억 명으로 인터넷 유저들이 늘어난 실정이다.

### 경쟁사 분석: 게임 전문 Broadcasting 경쟁사

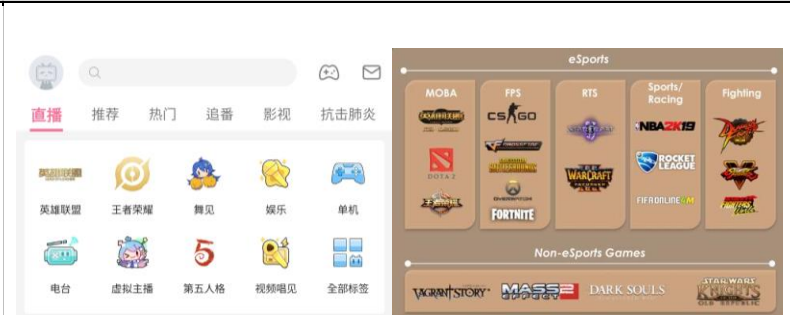
종합 Live Broadcasting 시장에는 크게 동사 Bilibili와 Huya(虎牙), Douyu(斗鱼) 등의 경쟁사들이 포진해 있다. **하지만, Huya와 Douyu는 수익의 대부분이 게임 방송에서 오는, E-sports Live Broadcasting 전문화 플랫폼으로 동사의 직접적인 경쟁자라고 볼 수는 없다.** 반대로 동사의 Live Broadcasting 카테고리는 경쟁사와 달리 온라인 모바일 게임, 엔터테인먼트, 음악, 라디오 스테이션, virtual(2차원 가상) Broadcasting, 라이프, 교육 등으로 다각화되었다. 특히, 최근에는 학교와 교육 기관들이 학습 콘텐츠를 동사 Live Broadcasting으로 제공하기도 하며, 교육 카테고리에서도 두각을 드러내고 있다. **따라서, 경쟁사들과는 콘텐츠 면에서 상당히 다르다는 것을 확인할 수 있다.**

그림 2-21. 중국 온라인 동영상 유저 (백만 명)



자료: 동사 IR 자료, SMIC 2팀

그림 2-22. Live Broadcasting 동사 vs Douyu 카테고리 비교



자료: 동사 모바일 앱

### 스타 업주와 계약으로 Broadcasting 사업 본격적 확장

Douyu(斗鱼)에서 가장 팔로워 수가 많았던 왕홍(网红) 핑티모(冯提莫)는 2019년 말, 동사와 전속 계약을 맺으며 동사의 Broadcasting 플랫폼을 옮겨왔다. 핑티모는 원래 게임 스트리머였으나, "고양이 송" 동영상으로 유명세를 타게 되며 팔로워 수가 급증하였다. 게임 Broadcasting이 주 콘텐츠였던 Douyu에서는 음악 중심으로 콘텐츠를 다각화한 핑티모와의 시너지 효과를 기대하기는 어려웠다. 이에 2019년 12월 23일 동사에서 첫 Live

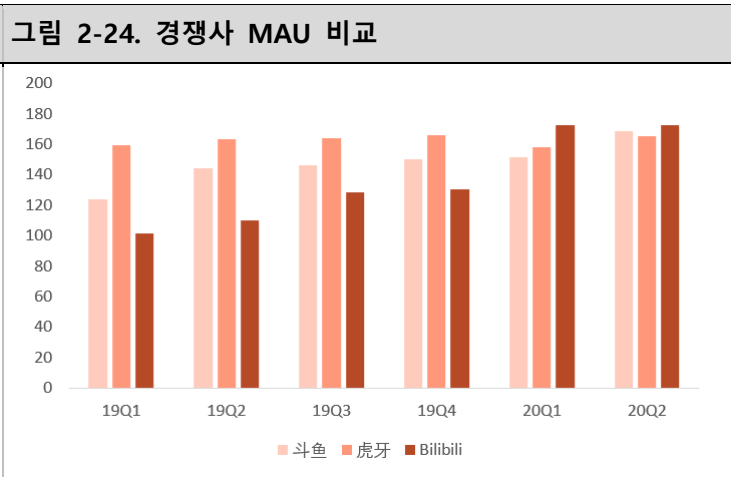
Broadcasting을 시작하였으며, 동사의 Broadcasting 플랫폼 트래픽 급증에 크게 기여하였다. 한국 기준 밤 12시 20분 실시간 시청 회원 수가 약 351만 명에 달했으며, 2020년 1월 4일 기준 구독자 기준 117만, 현재는 약 260만명의 팔로우 수를 기록하고 있다.

동사는 이처럼 스타 업주들과 계약을 하여 팬들을 유입하고, Live Broadcasting 사업을 본격적으로 확장했다. 실제로, 2019년 4분기 대비 2020년 1분기 동사의 MAU는 약 32% 성장하였다. 2019년 1분기 기준 Huya가 1억 5900만명으로 가장 높은 MAU를 차지하였고, 동시기에 동사는 1억명을 겨우 넘기는 수준이었다. 하지만, 본격적 사업 확장과 트래픽 증가로, 라이브 브로드캐스팅의 경쟁사들을 제치고, 2020년 2분기 기준 1억 7200만명의 MAU를 자랑할 수준으로 급격하게 성장했다.

경쟁사 Huya, Douyu  
보다 높은 MAU  
증가세



자료: 테레비 김보리 YouTube



자료: Bilibili 홈페이지

롤드컵 독점 생중계권 획득

여기에 덧붙여 2020년에도 모멘텀을 더 가속화할 이벤트들이 다수 포진해 있었다. 가장 대표적으로 동사는 약 1,300억 원 (8억 위안)에 'League of Legend' 롤드컵 글로벌 파이널 중국 독점 중계권을 획득하였다. 이외에도 "2019년 가장 아름다운 밤" 선달 그림 파티, 울스타게임즈 대상 방송(실시간 98만명 접속), 해외 아티스트 공연 Bilibili MacroLinkSP 등 다양한 이벤트를 생중계로 제공하여, 다양한 세대의 니즈에 맞게 Broadcasting 콘텐츠를 확장하고 있다.

2.2.2. 플랫폼 커뮤니티의 활성화

Live Broadcasting 커뮤니티 기능 활성화: 고착도 ↑

동사의 Live Broadcasting 카테고리는 경쟁사 Douyu, Huya에 비해 커뮤니티 성격이 특히나 강하다. 업주(up主)-플랫폼-콘텐츠 유저 사이의 커뮤니티로 선순환 구조는 유저 충성도와 플랫폼 고착도(stickiness)를 높이는 역할을 한다. YouTube도 최근에 커뮤니티 기능을 만들려고 시도했는데, 결국 '어떻게 더 오래 머물게 하고, 끈끈하게 만들 것인가' 라는 고민 때문이다. 동사는 끈끈한 멤버십 커뮤니티를 만들어내, 충성도 높은 고객을 관리할 수 있는 유저 친화적인 플랫폼을 조성했다.

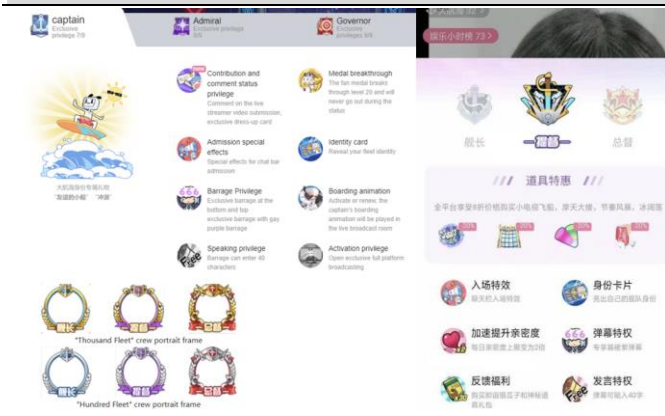
1) 팬클럽 문화와 소속감

팬클럽-소속감 형성

우선, 온라인상의 커뮤니티(Community)를 만들어, 유저들의 소속감을 형성하였다. Broadcasting 카테고리의 커뮤니티는 업주를 중심으로 형성된 일종의 팬 클럽이다. 유저는 좋아하는 업주에게 눈에 띄고 싶어 하는 심리를 가지고 있고, 상호 소통(interaction)이 활발할수록 플랫폼에 더 적극적으로 참여하는 경향이 있다.

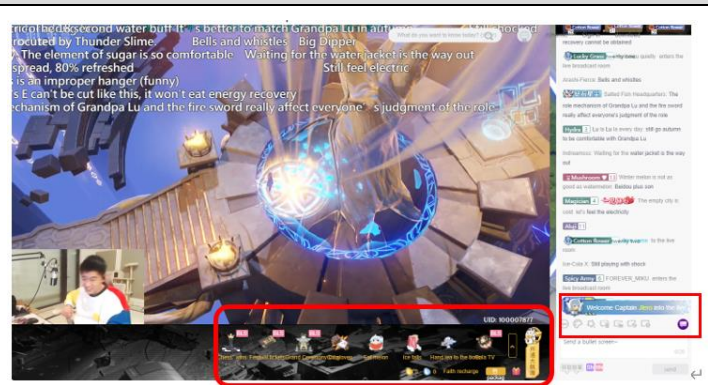
동사는 팬클럽의 활성화를 위해, 팬클럽 제도 혜택과 팬 배지 등 아이템을 배포한다. 마음에 드는 업주의 팬클럽에 들어가기 위해서는, 각각 다른 금액을 내고, Captain, Admiral, Governor의 세 가지 중 하나의 직급을 획득해야만 한다. 팬클럽 회원이 라이브 중 코멘트를 남기거나 입장할 시, 회원의 직급이 표시되고 특수 효과(special effect)가 나타난다. 이와 같이 동사는 유저들에게 팬 커뮤니티의 일원이 될 유인을 제공하고 있다.

그림 2-25. 동사 팬클럽 제도와 팬 배지, 프레임



자료: Bilibili 홈페이지

그림 2-26. Flying Message 회원 직급 표시



자료: Bilibili 홈페이지, SMIC 2팀

플랫폼 정화 기능과 주인의식 양성

더불어, 동사는 Bilibili 플랫폼 유저들 사이의 소속감도 강화하였다. 영상 위에 날아다니는 자막인 탄막(彈幕)은 단순히 참여 유도의 역할만 하는 것이 아니라, 유저들이 플랫폼에 대한 주인 의식을 갖게끔 한다. 부적절한 탄막을 신고하면 플랫폼 내 “감옥 (검은 방)”에 가둘 수 있는 기능이 있는데, 이에 대한 심사는 “징계위원회” 4등급 이상의 회원들에게만 주어진다. 회원들이 직접 꾸러가는 커뮤니티라는 의식을 심어주는 동시에 커뮤니티의 중독성을 가미하여, 더욱 적극적인 참여를 유도하는 것이다.

그림 2-27. Live Broadcasting 팬 기여도 표시



자료: Bilibili 홈페이지

그림 2-28. 감옥 (검은 방)



자료: Bilibili 홈페이지

2) 업주-유저의 끈끈한 관계

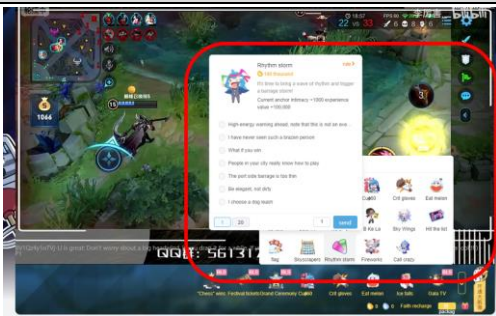
업주 후원 문화:  
기프트 기능

업주와 커뮤니티 (혹은 팬) 사이의 긴밀함을 형성하기 위해 동사에서는 기프팅(Gifting) 기능을 활용한다. 플랫폼의 가상 통화는 유저들이 업주에 대한 지지를 표현하는 방법으로, 후원하는 유저에게 직접적인 혜택이 없더라도 업주-유저 관계에 크게 기여한다.

기프트 통해 업주-유저 사이 소통 활발

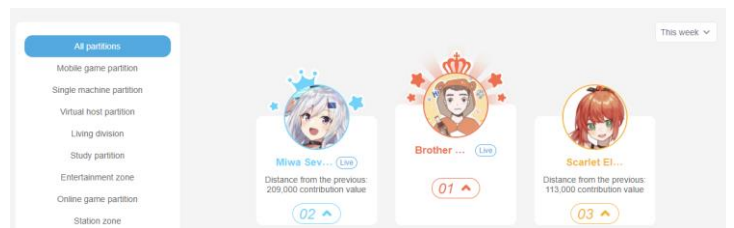
동사의 기본 통화는 코인으로, 업주의 라이브 중 다양한 기프트를 구매하여 업주에게 던질 수 있다. 기프트는 업주와 유저 사이의 긴밀한 소통이 가능하도록 디자인되어 있다. 업주가 참여하는 이벤트에 특화된 기프트, 업주의 라이브에 참여하고 있는 유저들 모두가 참여할 수 있는 기프트 등 종류는 다양하다. 동사는 특히나, 다른 중국 Live Broadcasting 플랫폼들보다 팬 커뮤니티에 강점이 있기 때문에, 업주-유저 사이 반응도 활발한 편이다.

그림 2-29. Interactive Gifting



자료: Bilibili 홈페이지, SMIC 2팀

그림 2-30. Live Broadcasting 순위 보드

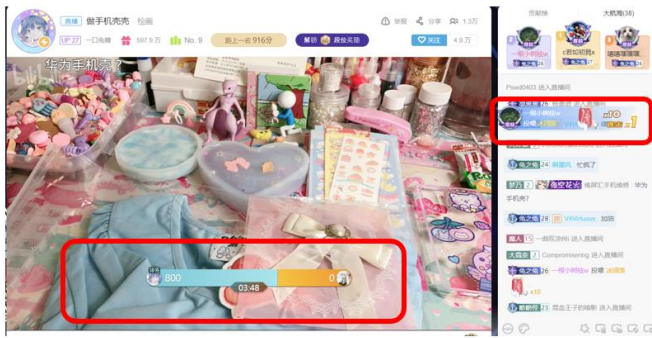


자료: Bilibili 홈페이지

라이브 이벤트로 유저의 적극적 참여 유도

동사는 후원 문화를 더 확고히 하기 위해 각종 이벤트와 PK(Player Killing)모드 등의 기능들을 활용한다. PK 모드는 생방송 중 두 업주가 5분 이내로 팬에게 받은 코인 수로 승부를 겨루는 시스템이다. 그 외, 일주일 누적 랭킹 및 단기간 이벤트들을 진행해 유저들이 적극적으로 라이브 이벤트에 참여하게끔 만든다. 순위를 명시해 경쟁 구도를 생성하고, 이벤트에 참여할 인센티브를 부여함으로써 업주-유저 친화적인 인센티브 시스템을 구축하고 있는 것이다.

그림 2-31. PK 모드



자료: Bilibili 홈페이지, SMIC 2팀

그림 2-32. 각종 이벤트



자료: Bilibili 홈페이지

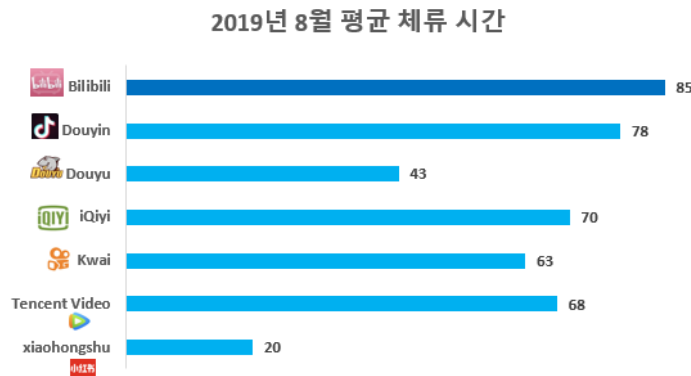
3) 커뮤니티의 유저 Lock-in 효과

커뮤니티  
Lock-in 효과

플랫폼은 업주들이 양질의 콘텐츠를 제작하고 배포할 수 있도록 인센티브를 주어야 하며, 시청자들이 유입되어 플랫폼에서 더 많은 시간을 보낼 유인을 제공해 주어야 한다. 동사는 커뮤니티를 통해 업주-유저 관계를 견고히 하여, 플랫폼 내 유저 Lock-in 효과를 누리고 있다. 현재 Bilibili 홈페이지의 유저 일일 평균 이용 시간은 게임 외 가장 높은 약 85분, 일일 평균 동영상 재생수는 7억 3천만 회, 월평균 상호작용 횟수(댓글 량)는 25억 회, 그리고 1년 후 정회원 유지 비율은 약 80% 이상이다. 타 플랫폼보다 업주와 팬들의 친밀감 지수와 고착도(stickiness)도 상당히 높은 편이다.

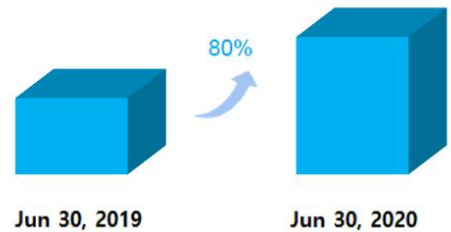
그림 2-33. 플랫폼 평균 체류 시간

(단위: 분)



자료: QuestMobile, SMIC 2팀

그림 2-34. 1만명 이상 팬 보유한 업주 80% 증가

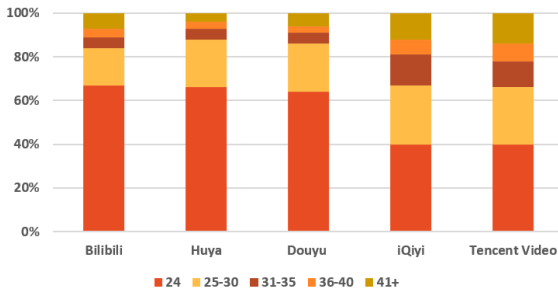


자료: 동사 IR 자료, SMIC 2팀

제작-소비 선순환 생태계와 커뮤니티

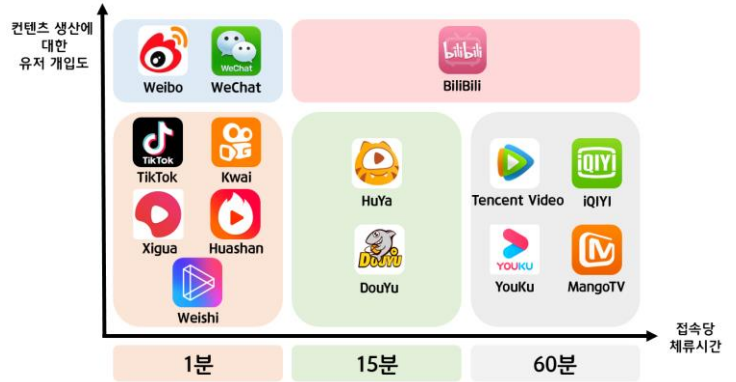
또한, Bilibili 홈페이지의 업주들은 PUGC 영상, 그리고 Live Broadcasting을 통해 팬들과 다양한 방법으로 소통 가능하다. 동영상 스트리밍을 하려고 들어온 유저들이 Live Broadcasting을 시청하며 유입될 수 있으며, 그 반대의 경우도 가능하다. Live Broadcasting은 특히나 Z세대를 적극적으로 유치/유지할 가능성을 가지고 있다. 중국 Z세대를 중심으로 Bilibili 라이브를 보고, 공유하고, 댓글을 달고, 직접 콘텐츠를 제작하거나 라이브를 켜는, 유저가 자발적으로 나서 참여하는 선순환 생태계가 조성된 것이다.

그림 2-35. Bilibili 라이브 연령대 구성



자료: QuestMobile, SMIC 2팀

그림 2-36. 중국 주요 스트리밍 기업과 동사 포지셔닝



자료: 삼성증권, SMIC 2팀

2.2.3. MAU 추이 전망

MAU 증가 구간

동사와 같은 플랫폼 사업에서는 전체 트래픽을 나타내는 MAU 지표가 매우 중요하다. 동사는 현재 1) YouTube과 유사한 업주-플랫폼 생태계 구축과 2) 아프리카TV 이상으로 활성화된 업주 후원 커뮤니티를 중심으로 MAU가 증가하는 구간이다.

동사의 MAU를 구하기 위해 Z세대 보급률과 동사 전체 유저 중 Z세대 구성 비중, 이 2가지를 고려하였다. MAU 추정 논리는 다음과 같다.

① Z세대의 보급률 추가 상승 여력

Z세대 급증 구간

동사는 전체 유저의 80%가 Z세대로, 현재 약 1.37억 명의 Z세대가 동사의 플랫폼을 사용하고 있다. 이는 인터넷을 사용하는 전체 Z세대 인구 3.69억 명의 약 37%에 불과하기 때문에, 앞으로 Bilibili의 z세대 보급률은 증가할 여지가 있다. 중국은 도시 수준과 교육적 배경으로 인해 일부 Z세대 사이에서는 인터넷 사용 습관과 선호도에 차이가 있다. 이 점을 고려하였을 때, 완전한 보급은 어려울 것이라고 예상하였다. 따라서, 현재 전체 Z세대 인터넷 유저 중 Z세대 보급률 최대 85%를 차지한 Douyin (抖音, 중국판 Tik Tok)의 약 3.14억 명을 Z세대 최대 보급 가능 상한선으로 삼았다.

Z세대의 성장률 역시 Douyin을 벤치마킹하였다. 동사의 콘텐츠 내용은 Xiguashipin(西瓜视频)과 가장 유사하지만, MAU가 큰 차이가 나지 않고 유저 연령대가 상이해 동사의 미래 MAU 추이를 예측하기에는 적절치 않다고 판단하였다. 동사의 성장 저력이 Z세대임을 고려하여 Douyin의 과거 MAU 성장 추이를 벤치마크로 삼았다. 다만, Douyin은 짧은 동영상 플랫폼이라는 것을 고려하여 상대적으로 보수적인 성장률을 반영하였다.

② Z세대 구성 비율 완만하게 감소

다양한 연령층으로 확대

동사에 앞서 MAU 성장을 이루어 낸 YouTube와 Douyin은 플랫폼에 전체 Z세대 인구의 80~90%를 유입한 후에 본격적으로 다른 연령대를 통해 추가 성장을 하는 양상을 띤다. 동사의 경우 아직 Z세대 시장 점유율이 37%로 Z세대 보급률을 늘려가는 구간에 있기 때문에, Z세대가 동사 MAU에서 차지하는 비중은 향후 3~4년간 완만하게 감소할 것이라고 전망한다. Z세대 구성 비율 하방은 Douyin의 2019년 비중인 73.6%로 잡았다.

그림 2-37. MAU 추정

(단위: 천 명)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Z세대 MAU:	53694	69602	93968	139958.3	187194.2	250372.3	287177	308040.4
YoY%		29.63%	35.01%	48.94%	33.75%	33.75%	14.70%	7.27%
전체 대비 비중 %	80%	80%	80%	80%	80%	78.35%	78.35%	76.73%
Z세대 외 MAU:	13424	17400	23492.03	34990	46799	69185	79356	93402
YoY%		29.63%	35.01%	48.94%	33.75%	47.84%	14.70%	17.70%
전체 대비 비중 %	20%	20%	20%	20%	20%	21.65%	21.65%	23.27%
총 MAU	67118	87002	117460	174948	233993	319558	366533	401443
YoY%		29.63%	35.01%	48.94%	33.75%	36.57%	14.70%	9.52%

자료: SMIC 2팀

### 3. BEP 달성!

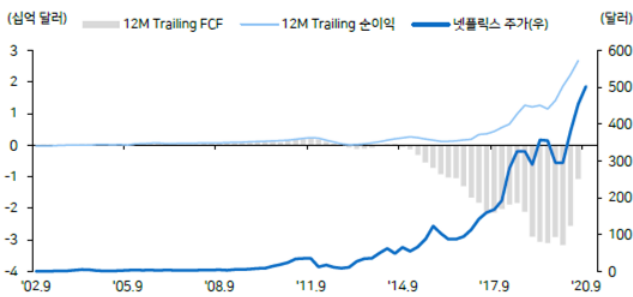
영업적자가 주가의  
저평가 요인

동사는 2018년 NASDAQ 상장 이후 꾸준히 영업손실을 기록해 왔으며, 이로 인한 우려가 동사의 주가에 위험 요소로 작용해 왔었다. 그러나 이는 곧 동사의 주가 upside를 가로막아 왔던 영업손실 우려가 사라질 경우 동사의 주가는 매출과 동행하여 폭발적으로 증가할 수 있다는 의미다. 실제 Netflix 등 여러 성장주들의 경우, 순이익 급증과 동시에 주가가 큰 폭으로 성장하는 일들이 많았다.

수익성 창출이  
주가의 Key Factor

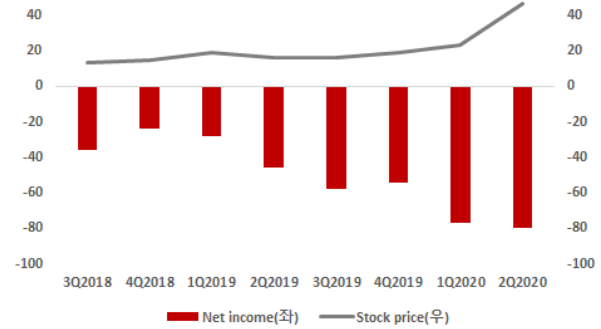
성장주들은, 1) 매출의 급성장과 함께 새 시장을 개척하고, 2) 자금회수를 위해 Free Cash Flow(FCF)를 창출하기 시작하며, 3) 압도적인 시장 지배력을 통해 고수익성을 유지해 나가는 단계를 밟는다. 앞서 살펴본 바와 같이 동사는 중국 시장에서 매출의 급성장세를 통해 큰 시장을 창출했으므로, 수익성 창출이 주가의 Driver가 될 수 있다. 이에 향후 동사의 수익성 개선에 대해 논하여, 주가에 남아 있는 마지막 우려를 불식시키고자 한다.

그림 3-1. Netflix의 주가와 매출, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠 증권

그림 3-2. 동사 주가와 Net Income 추이 (백만 달러/달러)



자료: Yahoo finance, Amazon, SMIC 2팀

#### 3.1. 매출 성장

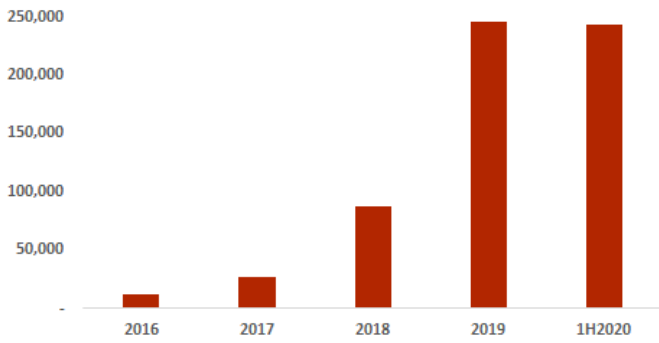
앞서 논했듯이 동사는 중국에서 가장 급격히 MAU가 늘어나는 플랫폼이며, 그 성장세는 앞으로도 지속될 것이기 때문이다. 이에, 흑자 전환에서 가장 직관적이고도 중요한 부분인 매출 성장에 대해, 앞서 살펴본 동사의 거대 플랫폼을 바탕으로 논하고자 한다.

##### 3.1.1. Live broadcasting and VAS & Mobile games

Live Broadcasting  
and VAS  
=Live broadcasting  
+ 멤버십

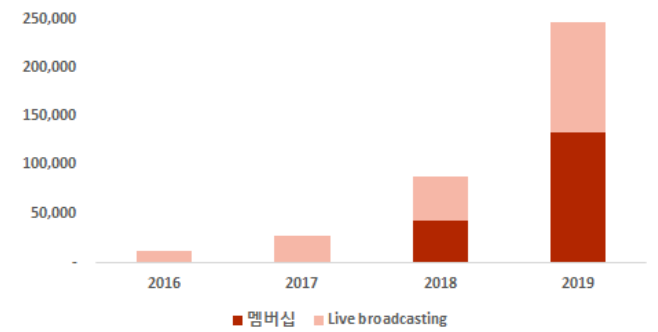
동사의 Live broadcasting and VAS 매출은 동사의 매출 항목 중 가장 빠르게 성장하는 부문으로, 2016년부터 연평균 174%씩 초고속 성장을 해 왔다. 올해 또한, 작년 한 해 매출을 상반기만에 달성했을 정도로 끊임없는 성장세를 보여주고 있는 부문이다. Live broadcasting and VAS 매출은 크게 Live broadcasting과 멤버십 매출로 나눌 수 있다. Live broadcasting은 스트리밍과 영상 업로드와 관련된 매출이며, 멤버십 매출은 2018년 1월부터 런칭한 동사 premium membership 회원권 매출이다.

그림 3-3. 동사 Live broadcasting, VAS 매출 추이 (천 달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-4. Live broadcasting, 멤버십 매출 (천 달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

**동사 매출은 MPU와 ARPPU의 곱으로 산출**

동사 Live broadcasting and VAS과 Mobile games 매출의 합은 크게 MPU(월간 유료 이용자)와 ARPPU(유료 이용자당 월평균 지출액)에 의해서 결정된다. 즉, 동사의 월간 매출은 MPU와 ARPPU의 곱으로 구해지기 때문에, MAU 중 MPU로 전환되는 비율과, MPU가 평균적으로 지출하는 금액인 ARPPU가 높아질수록 동사의 매출이 증가한다.

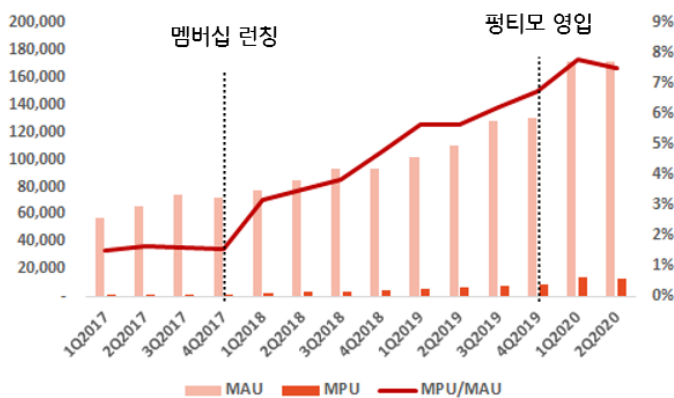
아울러 Mobile games 매출은 MPUGU와 ARPPGU의 곱으로 산출된다.

**1) MPU 증가**

**동사의 MPU/MAU 상승 여력 충분**

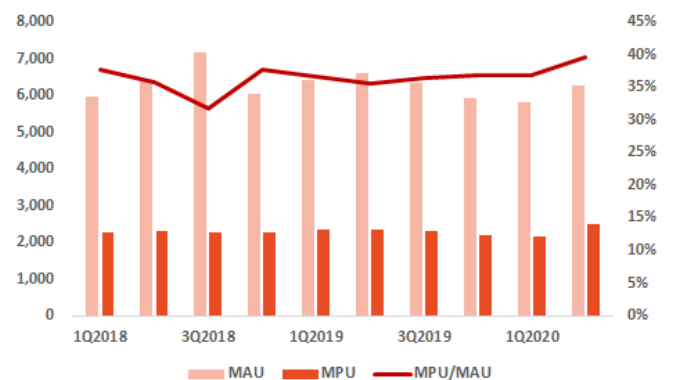
동사의 MAU 대비 MPU 비율은 2018년 1분기 멤버십 런칭으로 4Q2017 대비 가파르게 증가한 후, 꾸준한 상승세를 보여 왔다. 아울러 이러한 증가세는 꾸준히 지속될 전망이다. 아프리카TV의 MPU/MAU 추이를 보면, 2Q2020 기준 39.64%로 동사에 비해 확연히 높다. 동영상 업로드와 스트리밍을 함께 하는 동사와, 라이브 스트리밍을 하는 아프리카TV와의 직접적인 비교는 어려울지라도, 평티모와 같은 왕홍들의 영입으로 동사의 라이브 스트리밍 비중이 폭증하는 현 상황에서, 추가적인 MPU/MAU 상승 여력은 충분하다는 점은 설명된다. 멤버십 서비스 구매를 통한 유료 이용자 전환, 동사 플랫폼 내의 업주 수 증가, 동사의 독점적인 콘텐츠 증가 등도 그 근거이다.

그림 3-5. 동사 MAU, MPU 추이 (천 명)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-6. 아프리카TV MAU, MPU 추이 (천 명)

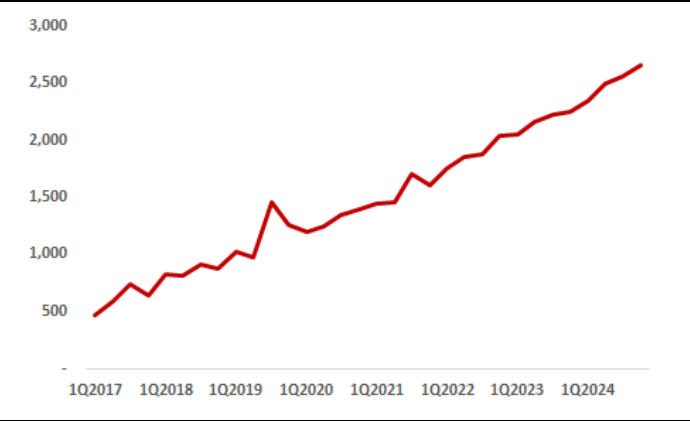


자료: 아프리카TV, SMIC 2팀

**MPGU 또한 성장!**  
- Fall Guys

MPU의 일부를 차지하는 MPGU의 성장세도 확실하다. 동사 MPGU는 1Q2017 이후 꾸준히 증가했는데, 이는 동사 배급 게임들이 증가하고, 앞서 다룬 바와 같이 동사 커뮤니티를 통한 Lock-in 효과가 증가했기 때문이다. 게다가, 동사는 Fall Guys Mobile의 중국 내 독점 배급이 확정되었다. Fall Guys는 STEAM에서 올 8월 기준 700만 다운로드를 돌파하였으며, Playstation에서 역사상 가장 많이 다운로드된 게임이다. Fall Guys 모바일 버전의 중국 내 독점 배급권은, 향후 동사의 MPGU 성장성을 강하게 뒷받침할 것이다.

그림 3-7. 동사 MPGU 추이 및 전망 (천 명)      그림 3-8. Fall Guys



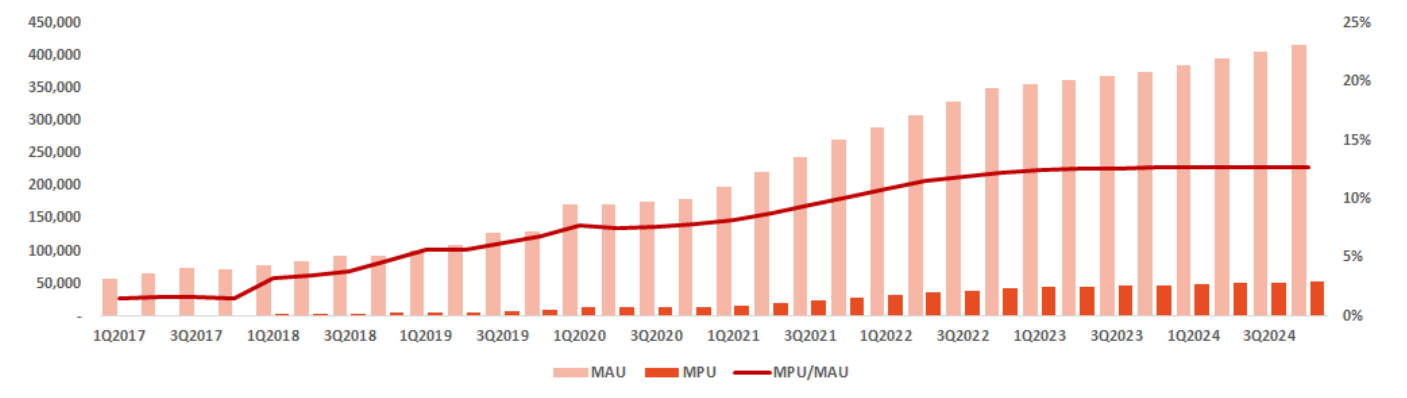
자료: Bilibili, SMIC 2팀

자료: Google

**MAU도 성장**  
-> MPU 성장 가속화

이에 따라 동사의 MPU/MAU 비율은 꾸준히 성장해, 2Q2020 7.5%에서 4Q2024에 14.82%까지 급증할 것이다. 따라서 [2. 중국의 YouTube, 그 이상]에서 다루었듯이 동사 MAU의 지속적인 고성장이 예상되기 때문에, 동사의 MPU는 더욱 더 가파르게 증가하여, 2Q2020 기준 약 1,290만 명에서 4Q2024 기준 약 6,184만 명까지 폭증할 전망이다.

그림 3-9. 동사 MAU, MPU, MPU/MAU 전망 (천 명)



자료: SMIC 2팀

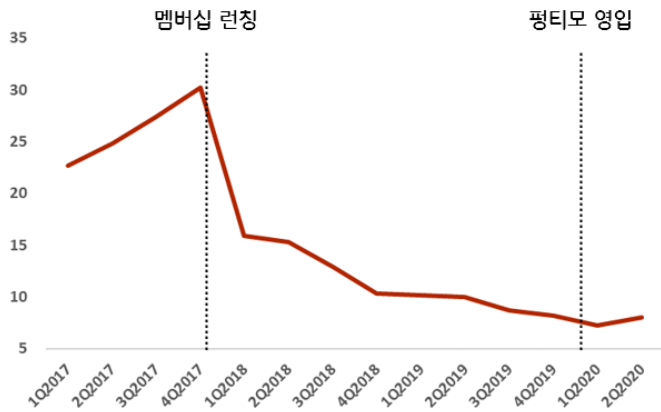
**2) 안정적인 ARPPU**

동사 ARPPU는 멤버십 서비스 런칭 후, 멤버십으로 유료서비스를 이용할 수 있게 되면서 감소했다. 그러나 2019년 12월 핑티모 영입과 함께, 라이브 스트리밍이 크게 확대되면서 업주에 대한 후원이 폭증했다. 이에 동사의 ARPPU는 다시 증가세로 돌아섰다.

**안정적인 ARPPU 하방**

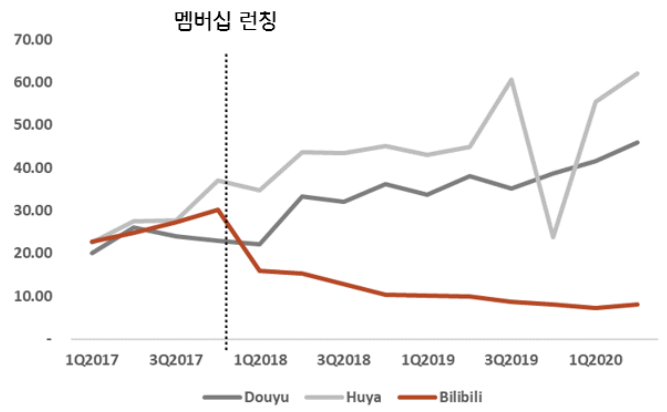
동사 ARPPU의 하방은 굉장히 안정적일 것이다. 스트리밍 사업을 영위하는 Huya와 Douyu의 ARPPU를 살펴보면, 원래 3사의 ARPPU가 비슷한 추이를 보였으나, 동사는 멤버십 서비스로 인해 ARPPU가 감소하며 격차가 벌어졌다. 그러나 **멤버십으로 인한 ARPPU 감소 효과는 그 효력을 다했으며, 라이브 스트리밍 확대, 인기 왕홍 유입, Huya와 Douyu ARPPU와의 괴리를 감안할 때, 동사 ARPPU의 추가적인 하락은 없을 것이다.**

그림 3-10. 동사 ARPPU 추이 (달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-11. 동사, Huya, Douyu의 ARPPU 비교 (달러)



자료: 아프리카TV, Bilibili, SMIC 2팀

**ARPPGU의 안정성: ARPPU 하방 안정성**

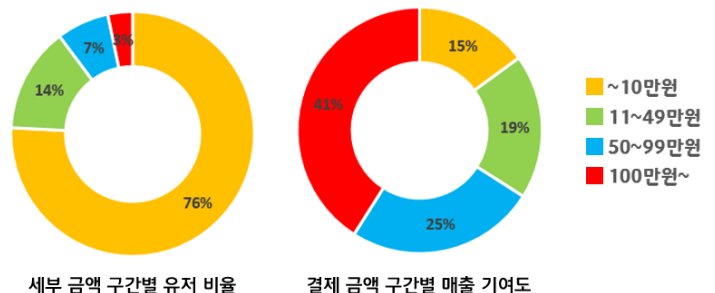
더불어, 게임 부문의 ARPPGU 또한 ARPPU 하방 안정성에 크게 기여할 것이다. 동사 ARPPGU는 1Q2017 이후 40달러 내외로 안정적으로 유지되어 왔으며, 향후에도 동사 ARPPGU의 하방 안정성은 견고할 것으로 판단되는데, 이는 **게임 산업의 특성상 고과금 유저가 게임 전체 매출의 대부분을 차지하기 때문이다.** 실제 구글플레이 게임 카테고리에서, 100만원 이상을 결제한 일명 '고래' 유저의 매출 기여도는 41%에 달하며, 50만원 이상으로 범위를 확대하면 매출 기여도는 66%에 달한다. 즉, **게임에 대한 충성도가 높은 고과금 유저가 게임 매출의 대부분을 차지하기 때문에, ARPPGU의 하방은 안정적으로 유지될 수 있는 것이다.** 이러한 흐름은 앞으로도 지속될 것이고, 동사 ARPPGU는 향후 꾸준히 유지되며 Cash cow 역할을 할 것이다.

그림 3-12. 동사 ARPPGU 추이 (달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-13. 게임 과금 구간별 매출 기여도



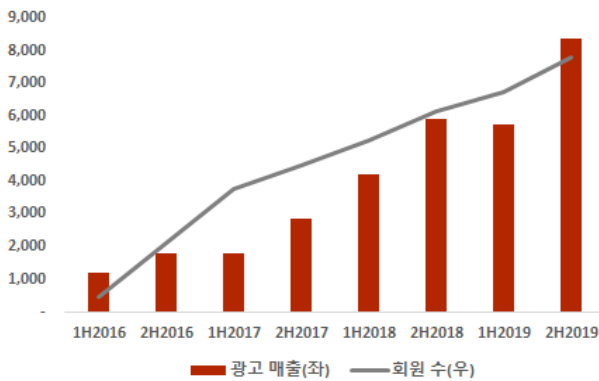
자료: 모바일인덱스, SMIC 2팀

### 3.1.2. Advertising

Advertising 매출  
급증 예상!!

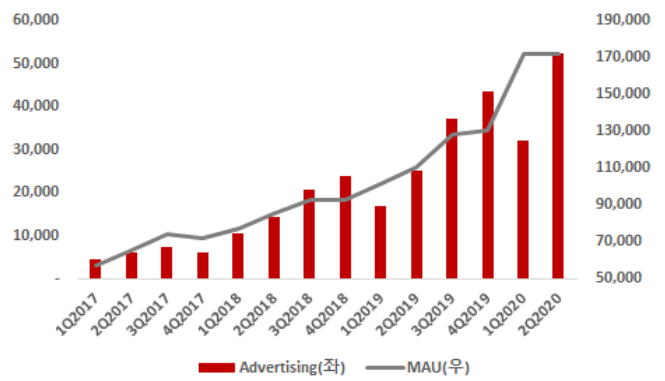
또다른 성장성은 바로 Advertising 매출이다. Advertising 매출은 동사가 플랫폼 확장을 통해 누리는 가장 큰 수혜라고도 할 수 있다. 실제, 플랫폼 기업의 광고 매출은 플랫폼 사용자 수로 대표되는 플랫폼의 크기에 비례한다. 대표적인 플랫폼 기업인 Amazon을 보게 되면, Amazon의 유료 회원 서비스인 Amazon prime 회원 수와 광고 매출은 동일한 증가세를 보여주는 것을 확인할 수 있다. 동사의 MAU와 광고 매출 또한 동행해 왔다.

그림 3-14. Amazon prime 회원수, 광고 매출 (백만달러/백만명)



자료: Amazon, SMIC 2팀

그림 3-15. 동사 MAU, Advertising 매출추이(천달러/천명)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

광고 확장은  
플랫폼 성장에 기여

현재 동사의 광고 매출은 배너 광고인 Display advertisement, 광고 영상 페이지가 따로 존재하여, 광고 영상을 원하는 사용자들이 광고 영상을 시청하면, 이때 동사의 광고 수익이 인식되는 Performance-based advertisement로 나뉜다.

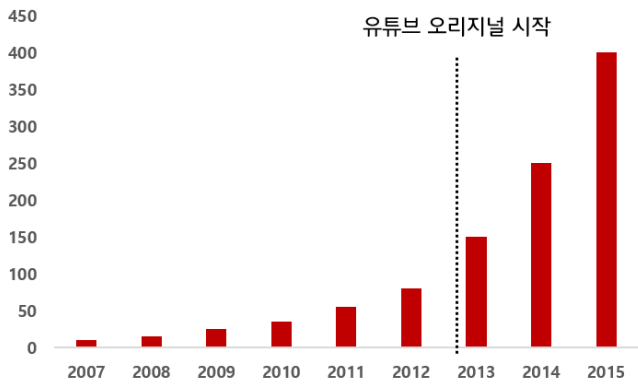
그러나 동사는 향후 광고 매출을 훨씬 다각화, 확장할 것이다. 그 이유로는, 1) 광고의 다각화와 비중 확대는 업주의 수익을 높여 주어 플랫폼으로의 유입을 촉진하며, 2) 광고가 증가하더라도 플랫폼의 규모가 일정 수준 이상이면 사용자 감소는 없기 때문이다.

여기에는 YouTube가 좋은 예시로 작용한다. YouTube는 2012년 9월과 10월, 100개 채널을 선정하여 광고 수익을 선지급하고 오리지널 콘텐츠를 만들도록 하였다. YouTube가 이들과 광고 수익을 나누기 시작하면서 많은 콘텐츠 공급자들이 유입되었고, YouTube는 급속한 성장을 이루었다. 이처럼, 광고를 확장하고 수익을 배분하면 다양한 제작자의 유입을 촉진하고, 이렇게 증가된 콘텐츠는 사용자의 유입을 불러와 플랫폼의 확장성을 더욱 증가시킨다.

광고 확대해도  
이용자 유출 X

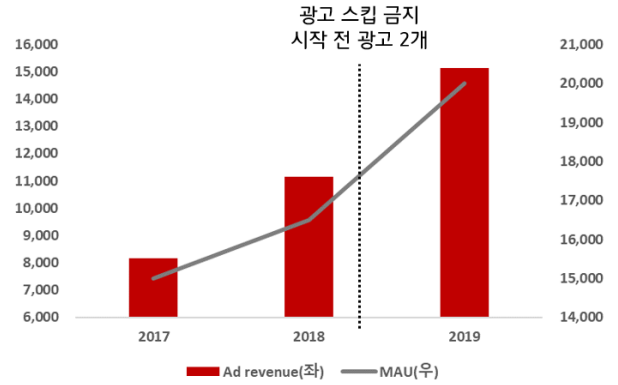
이렇게 플랫폼이 일정 수준 이상 확장되면, Lock-in 효과로 인해 플랫폼이 광고 정책을 확대해도 이용자들의 유출 유인이 작아진다. 실제 Youtube는 2018년 8월 광고 스킵 버튼을 없애고, 영상 시작 전 광고를 1개에서 2개로 늘렸으나 오히려 MAU는 증가했다. 이로 인해, Youtube의 광고 매출 또한 급증할 수 있었다.

그림 3-16. YouTube-1분당 업로드되는 영상길이 (Hour)



자료: YouTube, SMIC 2팀

그림 3-17. YouTube MAU와 광고 매출 (백만 달러/백만 명)



자료: Alphabet, Statista, SMIC 2팀

**향후 비디오 광고 확대할 것!**

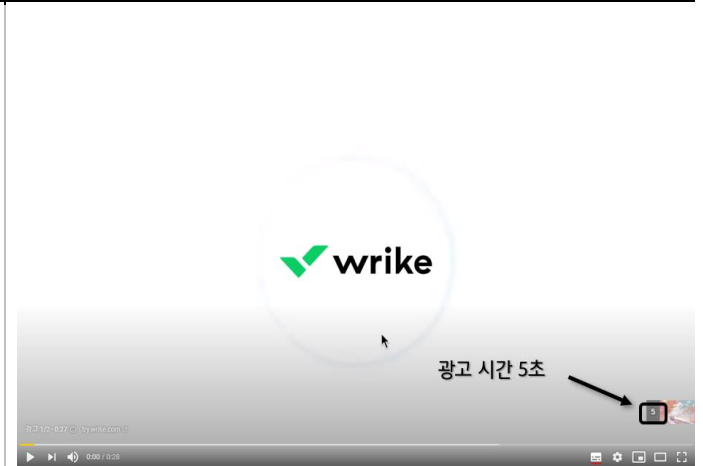
따라서, 동사는 광고를 다각화 및 확대할 유인이 충분하다. 따라서 동사는 현재 업로드된 영상 내에는 광고를 삽입하고 있지 않으나, 향후 수익성 확대를 위해 In-video 광고를 삽입할 것이다. 중국 내 다른 영상 업로드 플랫폼인 Youku는 이미 영상 시작 전 광고를 30초 동안 의무적으로 시청하도록 하고 있기 때문에, YouTube와 같이 5초 정도의 광고를 삽입한다고 하여 동사가 Youku에 대한 경쟁 우위를 잃을 우려는 없다.

그림 3-18. Youku의 영상 시작 전 30초 의무 광고 시청



자료: Youku, SMIC 2팀

그림 3-19. YouTube의 영상 시작 전 5초 광고 시청

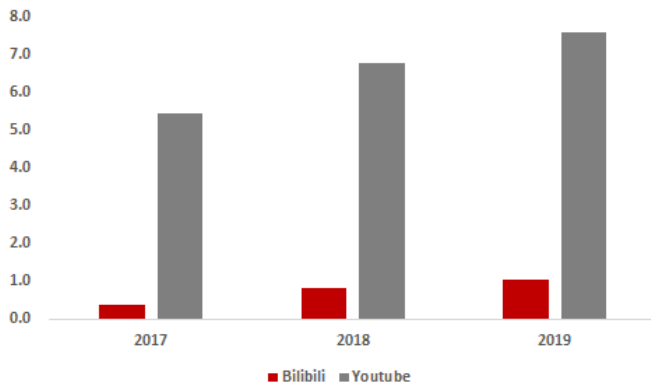


자료: YouTube, SMIC 2팀

**동사의 MAU당 광고 수익 급증 예상**

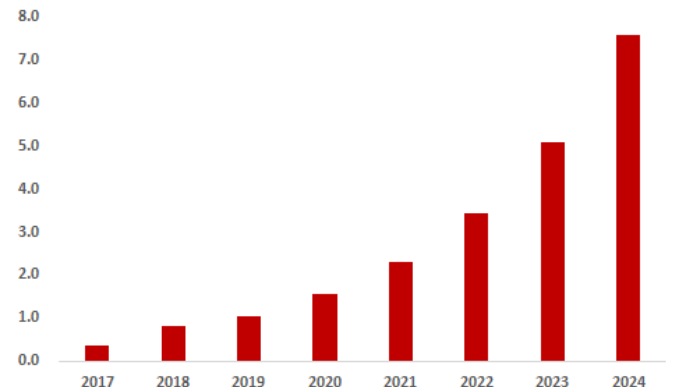
결론적으로, 동사는 향후 광고 확대, 비디오 광고 도입으로 MAU당 창출되는 광고 수익을 늘려 나갈 것이다. 이에 따라, 동사 Advertising 매출은 동사의 MAU 증가, MAU당 광고 수익 증가라는 두 상승 요인이 복합적으로 작용하여 폭발적인 증가세가 예상된다. 현재 동사는 단가가 높은 비디오 광고가 없기 때문에 MAU당 광고 수익이 YouTube에 비해 낮은 수준이다. 그러나 향후 동사의 광고 다각화로 인해, 동사의 MAU당 광고 수익은 큰 폭으로 증가하여 2024년에는 현재 YouTube 수준인 7.58달러까지 증가할 것이다. 비디오 시청 전 의무 시청하는 광고의 단가가 압도적으로 높다는 점을 감안할 때, 현재 Youtube의 수준까지 근접하는 데에는 전혀 무리가 없다.

그림 3-20. 동사와 YouTube의 MAU당 광고수익 비교 (달러)



자료: Bilibili, YouTube, SMIC 2팀

그림 3-21. 동사의 MAU당 Advertising 매출 추정 (달러)



자료: SMIC 2팀

### 3.1.4. 매출 추정

앞에서 논한 바와 같이, 동사의 매출은 Live broadcasting and VAS와 Advertising의 급속한 성장에 힘입어 향후 급격하게 성장할 것이다. 앞선 논리를 바탕으로 한 매출 추정 과정은 다음과 같다.

$$\text{Live broadcasting and VAS + Mobile games} = \text{MPU} \times \text{ARPPU} \times 12$$

$$\text{Mobile games revenues} = \text{MPGU} \times \text{ARPPGU} \times 12$$

$$\text{Advertising revenues} = \text{MAU} \times \text{Target Advertising revenues per MAU ratio}$$

Others revenues: CAGR 고려하여 추정

이를 바탕으로 한 동사의 매출 전망은 다음과 같다.

그림 3-22. 동사 2020-2024 Revenues 추정 (천 달러)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
MPU(천 명)	13,491	21,666	37,384	46,076	50,978
ARPPU(달러)	7.84	8.04	8.04	8.04	8.04
Live broadcasting and VAS + Mobile games	1,269,131	2,089,225	3,604,876	4,443,040	4,915,720
MPGU(천 명)	1,493	1,540	1,761	2,015	2,307
ARPPGU(달러)	41.31	41.31	41.31	41.31	41.31
Mobile games revenues	740,196	763,182	872,985	998,907	1,143,361
Live broadcasting and VAS revenues	528,935	1,326,043	2,731,891	3,444,133	3,772,359
MAU(천 명)	174,948	233,993	319,558	366,533	401,443
Target Advertising revenues per MAU(달러)	1.55	2.31	3.43	5.10	7.58
Advertising revenues	271,386	539,671	1,095,781	1,868,679	3,042,938
Others	170,531	268,501	422,756	665,629	1,048,034
YoY	68.30%	69.33%	76.83%	36.19%	29.08%
Total	1,711,048	2,897,398	5,123,413	6,977,348	9,006,692

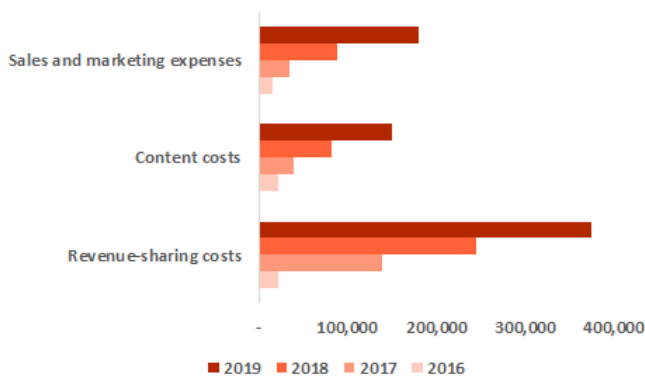
자료: SMIC 2팀

### 3.2. 비용 구조 개선

**Revenue-sharing, Content, Sales and marketing 핵심!!**

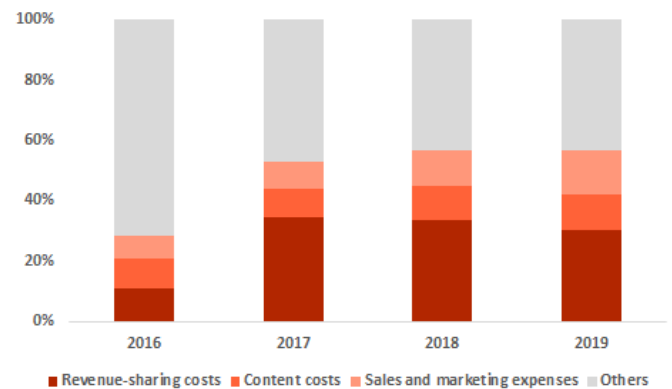
앞서 확인한 바와 같이, 동사의 매출은 확장될 거대 플랫폼을 바탕으로 꾸준히, 폭발적인 성장을 계속할 것이다. 그렇다면, 동사가 수익성을 개선하기 위해서는 어떠한 부분에서 비용 개선이 이루어져야 할까? 동사의 비용 계정을 살펴보면, **Revenue-sharing costs와 Content costs, Sales and marketing expenses가 동사의 매출 성장세에 따라 급격히 확대되어 온 것을 볼 수 있다.** 더불어 이 비용들이 동사의 총 비용 중 차지하는 비중 또한 2016년 28%에서 2019년 57%로, **비중의 급격한 상승세와 더불어 현재 이들 세 계정만으로 동사 비용의 과반 이상이 설명 가능하다는 사실 또한 확인된다.** 이에, **이들 세 가지의 개선은 궁극적인 동사의 비용 구조 개선을 가져올 수 있다.** 따라서 [3.2. 비용 구조 개선]에서는 이들을 통해 동사의 수익성 개선 가능성을 밝혀낼 것이다.

그림 3-23. 동사 비용의 핵심 계정 추이 (천 달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-24. 동사 비용의 계정별 비중



자료: Bilibili, SMIC 2팀

#### 3.2.1. Revenue-sharing costs

**Revenue-sharing은 게임 수수료와 크리에이터 수수료**

Revenue-sharing costs는 2019년 동사 총 비용의 30%를 차지했으며, 2015년부터 연평균 155%의 증가율을 보일 정도로 중요하다. **Revenue-sharing costs는 크게 두 부분으로 구성되는데, 동사가 게임 개발사, 유통 채널, 결제 서비스 등에게 제공하는 수수료와, 동사 수익을 창출해 내는 Host와 Creator들에게 수익의 일정 부분을 돌려주는 몫이다.**

**Live streaming GPM =60%**

이 중 중요한 것은 **Creator들에게 돌아가는 비용이다.** 이는 스트리밍을 할 때 여러 virtual item(e.g. 아프리카TV의 별풍선) 후원 금액의 일부, 그리고 동영상 업로드 후 시청자가 coin을 통해 후원한 금액의 일부이다. 스트리밍 후원금은 타사와 비슷한 30% 수준이지만, 업로드 동영상에 대한 후원 수익은 동사가 90%를 수익으로 인식한다. 동사의 Live broadcasting 후원금과 coin 후원금은 비슷하므로, **Live broadcasting GPM은 60% 정도로 추정이 가능하다.**

그림 3-25. 타사 Live broadcasting 수익의 배분 비율

플랫폼	KakaoTV	AfreecaTV	Twitch	Youtube
후원금 명칭	쿠키	별풍선	캐시	슈퍼챗
수수료	PD 30% 루키PD 20% 프로PD 15% 스타PD 10%	파트너BJ 20% 베스트BJ 30% 일반BJ 40%	1%	30%

자료: 각 사, SMIC 2팀

그림 3-26. 동사 후원 수익의 배분 비율

**Video upload**  
3. UP masters can get more coins by submitting videos (10% of the coins invested by the audience will be rewarded as UP masters' coin income)

**Live broadcasting**  
B station channel. During the trial operation, after deducting external payment costs and taxes, station B will charge a 30% channel service fee (including network bandwidth, IDC, customer service and other operating costs). UP's monthly battery income will be converted into shells on the 5th of next month. The settlement

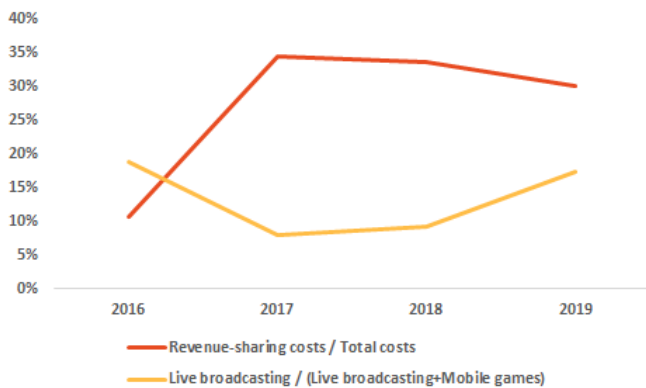
자료: Bilibili, SMIC 2팀

**수익성:**  
**Live broadcasting**  
**> Mobile games**

한편, **Live broadcasting and VAS 매출 중 순수 방송 수익을 Live broadcasting**이라고 하면, 매출 중 Live broadcasting 비중과, 비용 중 Revenue-sharing costs 비중은 역의 상관 관계를 보여주는데, 이는 **Live broadcasting 수익성이 게임보다 좋다**는 사실을 반증한다.

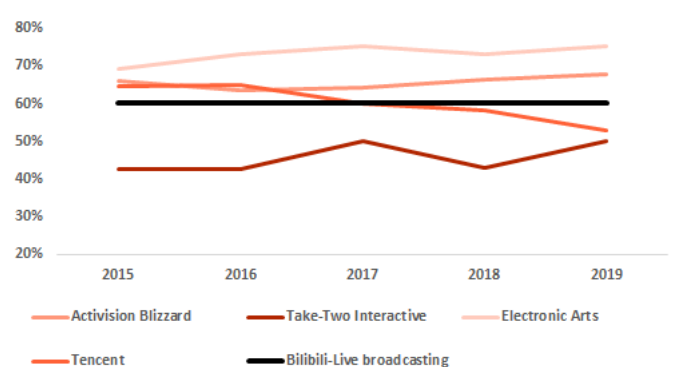
또다른 근거도 있다. 동사가 유통하는 게임은 게임 개발사로부터 판권을 받아 배급하는 게임이 대부분이며, 동사가 자체 개발한 게임 유통은 1개 게임밖에 되지 않는다. 자체 개발 게임의 수익성이 훨씬 더 좋다는 점을 감안할 때, **자체 개발 게임이 많은 글로벌 게임 배급사의 GPM보다 동사의 Mobile games 부문 GPM이 낮을 수밖에 없다**. 따라서 글로벌 게임 유통 4개사의 5년 평균 GPM이 61.17%라는 점을 볼 때, **동사의 Mobile games GPM보다 Live broadcasting GPM 60%가 높을 수밖에 없다**.

그림 3-27. Live broadcasting의 수익성



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-28. Live broadcasting과 게임 배급사 GPM 비교



자료: 각 사, SMIC 2팀

\*Tencent는 게임 부문만의 GPM

**게임 GPM 감소는**  
**배급 게임 비중**  
**증가 때문**

그렇다면, 동사의 Revenue-sharing costs의 비중 감소는 어느 정도로 일어날까? 우선, 동사의 Live broadcasting GPM 60%를 통해, 동사의 Mobile games 부문 GPM을 추정할 수 있다. 그 결과 **GPM의 꾸준한 감소를 관찰할 수 있는데, 이는 배급 게임의 비중이 증가했기 때문이다**. 수익성이 좋은 자체 개발 게임이 1개로 유지되는 상황에서 배급 게임의 수가 증가한 것이 Mobile games GPM의 감소에 영향을 미쳤을 것이다.

**게임 GPM 하락 X**  
**Live streaming ↑**  
**Revenue-sharing ↓**

그러나, **Mobile games GPM의 추가 하락 여력은 거의 없다**. 2018년과 2019년에 걸쳐, 독점/공동 배급 게임의 비율은 거의 일정했다. 즉, **동사 Mobile games GPM은 자체 제작**

게임과, 배급 게임의 비율에 따라 결정된 것이다. 대부분 게임을 자체 제작, 배급하는 Electronic Arts의 5년 평균 GPM 73.24%를 감안할 때, 배급 게임 GPM, 곧 **Mobile games GPM** 하방은 27.35%이다. 2019년 **Mobile games GPM** 추정치 39.08%를 감안할 때, 추가적인 GPM 하락 여력은 굉장히 적다. 따라서, 향후 **Live broadcasting** 매출 비중이 더욱 확대됨에 따라, **Revenue-sharing costs**의 비중은 꾸준히 감소할 수 있을 것이다.

그림 3-29. 부문별 GPM 추정 (천 달러)					그림 3-30. 배급 유형별 GPM 추정				
연도	2016	2017	2018	2019		2018		2019	
						개수	비율	개수	비율
Mobile games:					공동 배급	300	96.46%	750	96.28%
매출	51,357	308,734	440,450	539,671	독점 배급	11	3.54%	29	3.72%
매출원가	17,908	128,361	226,558	328,788	합계	311	100.00%	779	100.00%
GPM	65.13%	58.42%	48.56%	39.08%		GPM	매출 비중	GPM	매출 비중
Live broadcasting:					개발 게임	73.24%	46.22%	73.24%	25.55%
매출	11,948	26,466	45,186	113,436	배급 게임	27.35%	53.78%	27.35%	74.45%
매출원가	4,779	10,587	18,075	45,375	Mobile games	48.56%	100.00%	39.08%	100.00%
GPM	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%					
Revenue-sharing costs	22,688	138,947	244,632	374,162					

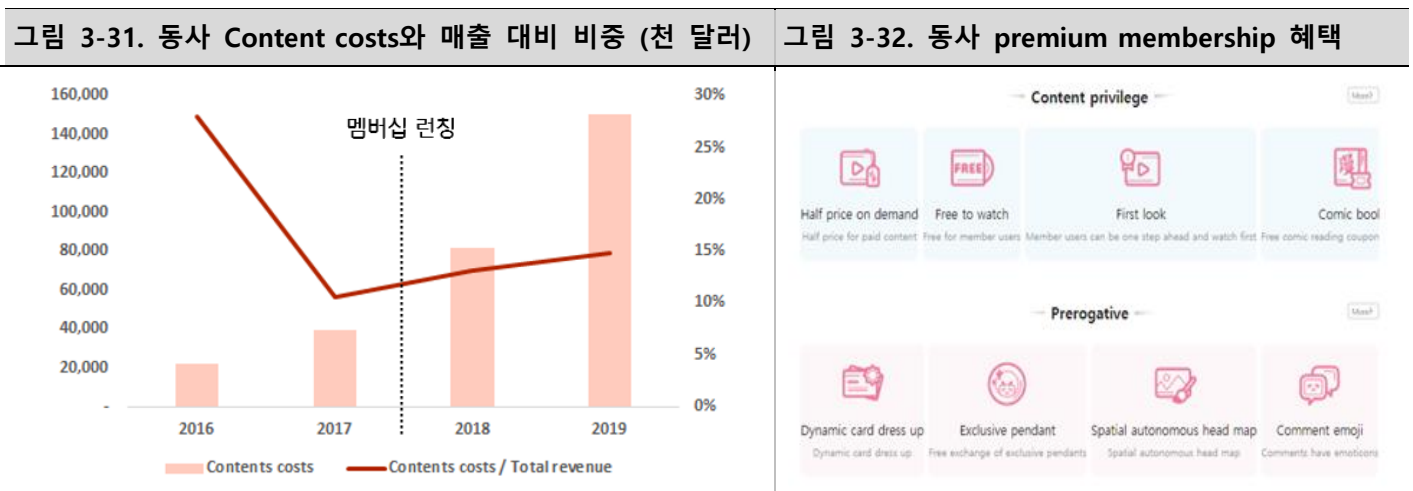
자료: Bilibili, SMIC 2팀

자료: SMIC 2팀

### 3.2.2. Content costs

#### Content costs: 개선될 여지 충분!

Content costs는, 동사가 구매한 콘텐츠에 대해 원작자에게 지불하는 비용으로 구성된다. 동사의 Content costs의 절대 액수는 꾸준히 증가해 왔으나, 매출 대비 Content costs의 비중은 2017년 크게 감소한 후 점차 증가하는 모습을 보여준다. 이는, **2018년 1월 런칭된 동사 멤버십 서비스** 때문이다. 동사의 멤버십은 다큐멘터리, 영화, 애니메이션, 만화 등을 보다 더 다양하게 즐길 수 있는 혜택을 제공하는데, 이를 위한 Contents cost가 급증한 것이다. 그러나, **Content costs의 매출 대비 비중은 향후 개선될 여지가 충분하다.**



자료: Bilibili, SMIC 2팀

자료: Bilibili

#### 멤버십 런칭 이후 Content costs 추가

앞서 언급한 바와 같이, 동사의 Content costs는 멤버십 런칭 전 Live broadcasting과 함께 사용되는 여러 콘텐츠의 비용이었으나, **멤버십 런칭 이후에는 Netflix와 같이 멤버십으로 이용할 수 있는 여러 독보적 콘텐츠를 위한 투자 비용이 추가되었다.**

**General content cost 증가율 감소할 것**

동사의 Live broadcasting and VAS 매출 중 방송, 멤버십 수익을 제한 콘텐츠 부문 매출을 General Content 매출이라 하자. 2016년과 2017년, 동사의 General Content costs는 매출 대비 적자였으나, 적자율은 감소하는 추세였다. 이는 초기 투자 콘텐츠 관련 비용이 많았기 때문이다. 스트리밍과 자체 콘텐츠를 같이 제공하고 있는 Douyu, Huya, 아프리카 TV의 경우, 콘텐츠 비용 증가율이 꾸준히 감소한다. 이들은 동사와 같이 꾸준한 외형 성장을 보이는데, 특히 Douyu의 경우 2018년과 2019년 스트리밍 매출이 연평균 108.5%씩, Huya는 2016년부터 연평균 116%씩 성장하였는데, 이는 지난 3년간 Live broadcasting 매출이 연평균 117.8%씩 급성장한 동사와 굉장히 유사하다. 따라서, 동사 General Content costs의 증가율은 Douyu, Huya, 그리고 아프리카TV의 추이와 유사할 것이다.

그림 3-33. 동사 Content costs 비중 추이 (천 달러)

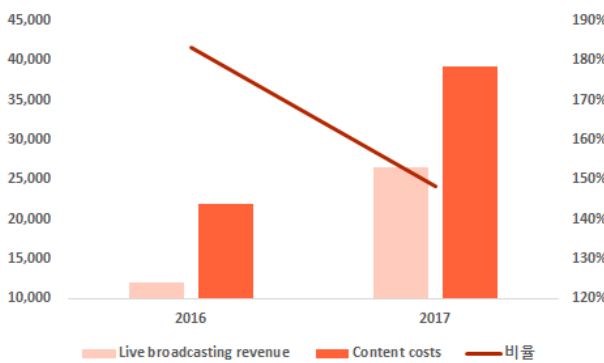
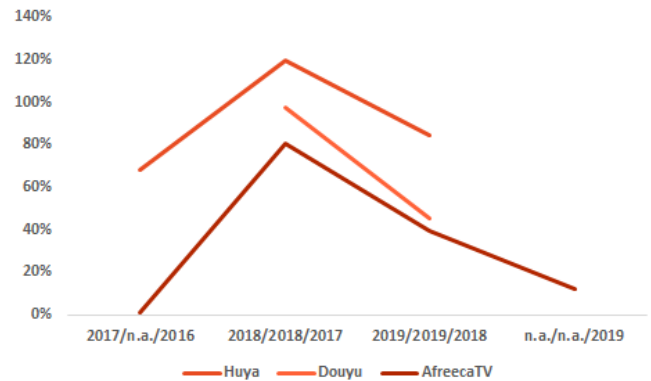


그림 3-34. Huya, Douyu, 아프리카TV 콘텐츠 비용 증가율 추이



자료: Bilibili, SMIC 2팀

자료: 각 사, SMIC 2팀

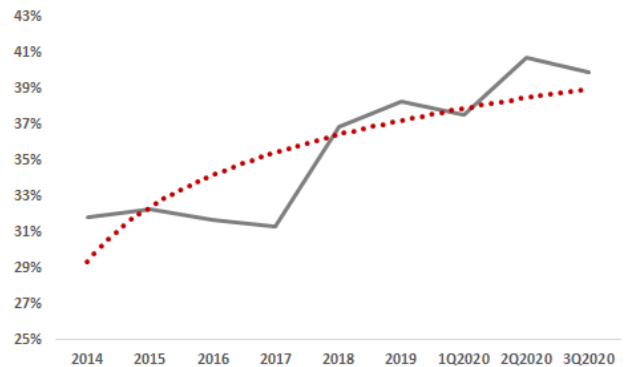
**멤버십 GPM 상승할 것**

따라서, 멤버십 관련 Content costs가 추가되는 2018년과 2019년, General Content costs의 성장률을 Huya, Douyu, 아프리카TV의 평균치로 하여 추정된 동사의 2018년과 2019년의 멤버십 GPM은 각각 52.71%, 24.73%이다. Netflix GPM이 2019년부터 평균 39.13%로 수렴하므로, 동사의 멤버십 GPM은 향후 약 15%p 정도 상승할 여지가 있다. 이와 더불어, General Content costs 증가율 또한 Douyu와 아프리카TV의 추이를 따라 더욱 하락할 것으로 추산되며, 이는 Content 매출의 전반적인 수익성을 개선할 것이다.

그림 3-35. 동사 멤버십 GPM 추정(천 달러)

	2016	2017	2018	2019
멤버십 가격(달러)	N/A	N/A	23.7	23.7
이용자 수(천 명)	N/A	N/A	1,800	5,600
멤버십 매출	-	-	42,660	132,720
Content costs:				
General Content	21,913	39,230	44,817	63,755
증가율	N/A	79.02%	56.20%	12.33%
Huya, Douyu, AfreecaTV	34.39%	99.18%	56.20%	12.33%
멤버십	-	-	20,173	99,897
멤버십 GPM	N/A	N/A	52.71%	24.73%

그림 3-36. Netflix의 GPM 추이



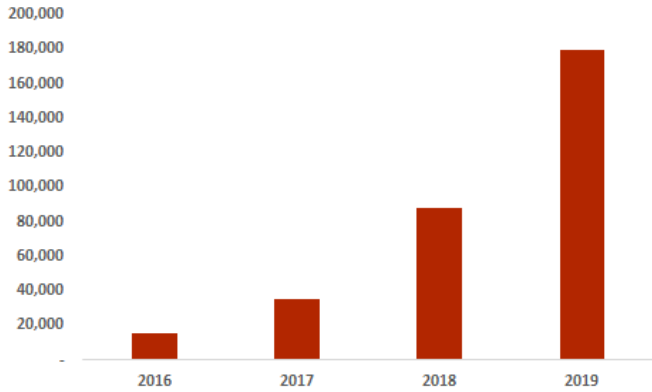
자료: Bilibili, SMIC 2팀

자료: Netflix, SMIC 2팀

3.2.3. Sales and marketing expenses

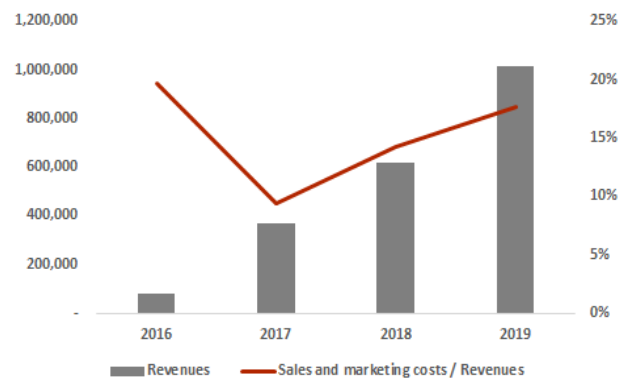
동사의 Sales and marketing expenses는 2016년 1,500만 달러에서 2019년 1억 8,000만 달러로 급증했다. 총 매출 대비 비중 또한 2017년을 제외하고 꾸준히 증가해 왔다. 이에, 급증하는 마케팅 비용이 향후 안정화될 수 있다는 사실에 대해 논하고자 한다.

그림 3-37. 동사 Sales and marketing expenses 추이 (천달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

그림 3-38. 매출 대비 마케팅 비용 비중 추이 (천달러)



자료: Bilibili, SMIC 2팀

동사의 마케팅 비용은 동사의 핵심 사업인 Live broadcasting and VAS와 Mobile games의 매출 확대를 위해 사용된다. 따라서, 동사의 Sales and marketing expenses를 예측하기 위해서는 스트리밍과 게임 사업을 영위하는 기업들의 마케팅 비용 추이를 살펴볼 필요가 있다.

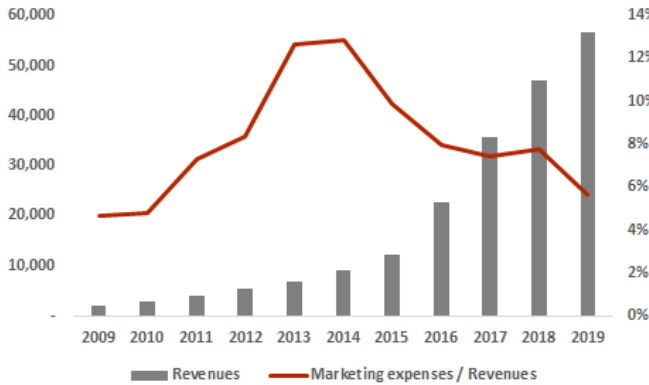
Netflix, Tencent, Amazon이 peer

우선 게임의 경우, 동사는 게임 배급, 관련 커뮤니티, 이를 통한 스트리밍 사업까지 영위하고 있다. 이에, 게임 배급, 스트리밍, 커뮤니티 사업까지 영위하며, 동일한 중국 기업인 Tencent를 peer로 선정하였다. 한편 스트리밍의 경우, 동사가 2018년부터 멤버십 서비스를 통해 독자 콘텐츠를 제작하고 있으며 이것이 큰 매출임을 감안하여, Netflix를 peer로 선정하였다. 아울러, 동사는 커뮤니티, 멤버십, 스트리밍, 영상 공유 등 모든 분야를 망라하는 거대한 플랫폼으로 성장하고 있는 바, 플랫폼 기업의 성장 시 마케팅 비용 추이를 보기 위해 Amazon 또한 참조할 필요가 있다.

Tencent: 사업 다각화 안정화, 마케팅 비용 감소

Tencent의 Marketing expenses 추이는 매출 급성장기에 크게 증가하여 2014년 12.86%에 이르렀다가, 매출 성장 안정화에 따라 감소하여 2019년 5.67%까지 감소한다. 이는, Tencent가 게임 제작과 스트리밍의 모든 value chain에 걸친 사업 다각화를 통해 매출을 성장시켰기 때문이다. 즉 사업을 다각화하는 시점에 마케팅 비용이 큰 폭으로 증가하였다가 이후 사업 다각화가 안정기에 접어들며 그 비중이 줄어든 것이다.

그림 3-39. Tencent Marketing expenses 추이



자료: Tencent, SMIC 2팀

그림 3-40. Tencent 사업 영역

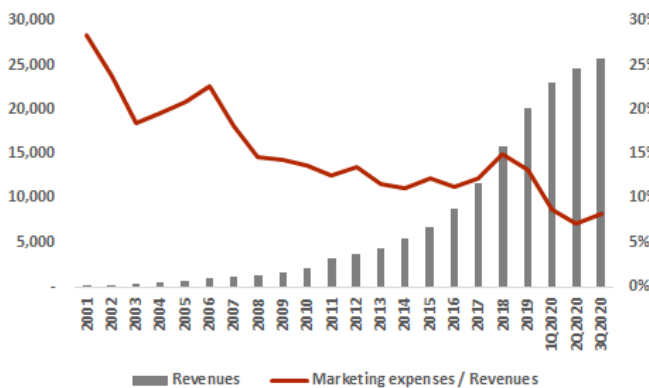


자료: Tencent, SMIC 2팀

**Netflix:**  
초기 투자 중요,  
꾸준한 마케팅 감소

한편 Netflix의 Marketing expenses 비중은 꾸준히 감소해 왔으나, 2019년 매출 성장의 변곡점을 지나면서 큰 폭으로 감소하였다. 스트리밍의 특성상 초기 구독자 확보가 중요하기에, 매출 성장이 안정기에 접어들게 되면 마케팅비 비중이 작아지는 것이다. 이와 더불어 Amazon 또한 플랫폼 기업의 특성상 초기 많은 이용자를 확보하고 난 후에는 자체적인 확장 효과가 있어, 마케팅비 비중이 점차 줄어드는 추이를 보여준다.

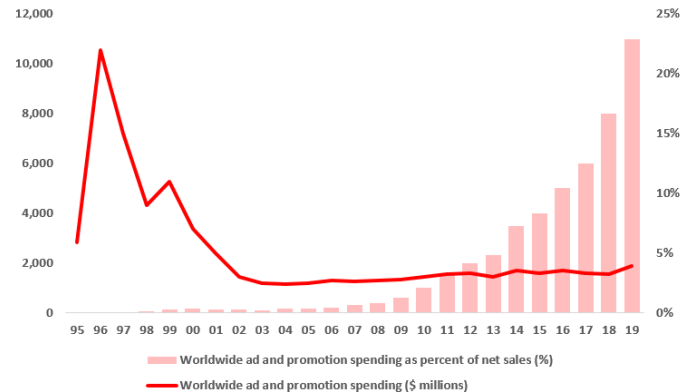
그림 3-41. Netflix Marketing expenses 추이



자료: Netflix, SMIC 2팀

\*분기 매출의 경우 연간으로 환산한 수치임.

그림 3-42. Amazon Advertising spending 추이



자료: Amazon, SMIC 2팀

동사의 충분한 MAU,  
사업 다각화 안정  
-> 마케팅 비중 감소

Tencent와 Netflix, Amazon의 특성을 모두 지니고 있는 동사의 경우, 이 기업들의 추이를 따라갈 것이다. 다시 말해, 동사의 Sales and marketing expenses는 Tencent와 같이 사업 다각화가 안정기에 접어들고, Netflix와 같이 멤버십 구독자 확보가 안정화되어 Amazon과 같은 자체 플랫폼 효과를 내기 시작한다면 비중 감소세로 돌아설 것이다.

그러나, [2. 중국의 YouTube, 그 이상]에서 다룬 바와 같이, 현재 동사는 자체 플랫폼으로써 기능하기 위한 충분한 MAU를 확보했다. 이 성장세는 꾸준히 지속될 전망이며, Live broadcasting과 멤버십 매출 또한 올해부터 본격적인 성장세를 지속하며 사업 다각화에

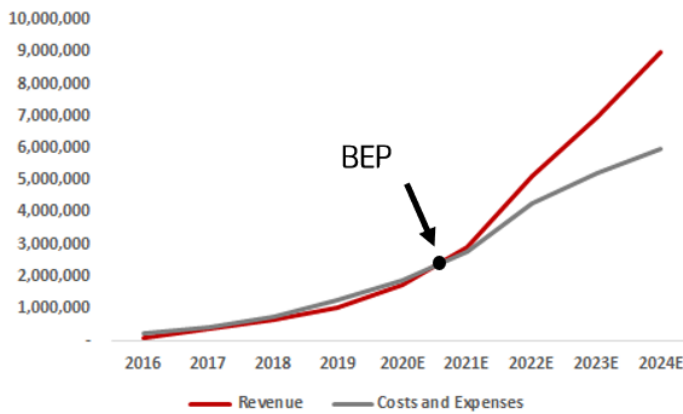
기여할 것이다. 이러한 추이를 고려할 때, 동사의 Sales and marketing expenses 비중은 위 조건들이 안정적인 성장 구간에 접어드는 **2021년부터 감소세로 돌아설 것이다.**

### 3.3. BEP 달성

이에, [3. BEP 달성]의 논의를 종합하여, 동사는 향후 큰 폭의 매출 성장에 힘입어, **2021년 BEP를 달성한 후 큰 폭의 영업이익 성장을 이뤄낼 것이다.**

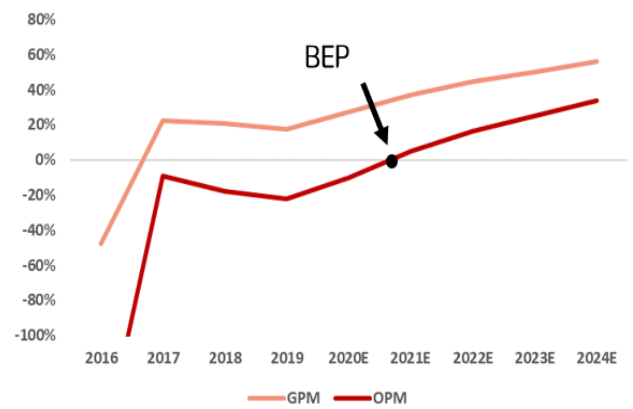
이를 위해서는, 2021년 예상 MAU인 약 **2억 3,000만명 수준의 MAU를 확보**해야 할 것이다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이, 이는 보수적으로 추정된 수치이기 때문에 BEP 달성에 대한 우려는 없을 것이다.

그림 3-43. 동사 Revenues와 Costs and Expenses (천 달러)



자료: SMIC 2팀

그림 3-44. 동사 GPM과 OPM



자료: SMIC 2팀

## 4. Valuation – P/MAU Method

### 4.0. Valuation method 선정 논리

Valuation method로 P/MAU Method를 선정했다. 동사의 기업 가치는 동사의 핵심 자산인 MAU, 이를 통한 매출과 이익, FCF를 통해 결정된다. 본 보고서의 논리에 따르면, 동사의 주가 추이와 MAU 추이가 동행해왔고, 동사가 중국 내 YouTube와 아프리카TV의 입지를 다지면서, 동사의 MAU가 앞으로 가파르게 성장할 것임을 보였다. 따라서 동사의 MAU를 이용하여 기업 가치를 설명하는 것이 가장 직관적이고 합리적인 추정 방식이라 판단하였다.

또한 동사는 지금까지 성장성에 초점을 두고 기업을 운영해왔기 때문에, 비용 구조가 Robust하지 못하다. 이에 2021년 흑자로 내기 시작함에도 불구하고, 일반적인 방식인 PER valuation의 방식으로 동사의 기업 가치를 설명하기에는 역부족이라고 판단하였다.

### 4.1. Earning Table

(in thousand USD)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Net revenues	78,497	370,267	619,340	1,016,688	1,711,048	2,897,297	5,123,413	6,977,348	9,006,692
Mobile games	51,357	308,734	440,450	539,671	740,196	763,182	872,985	998,907	1,143,361
Live broadcasting and VAS	11,948	26,466	87,846	246,156	528,935	1,326,043	2,731,891	3,444,133	3,772,359
Advertising	9,109	23,874	69,524	122,552	271,386	539,571	1,095,781	1,868,679	3,042,938
others	6,082	11,193	21,520	108,308	170,531	268,501	422,756	665,629	1,048,034
YoY(%)		372%	67%	64%	68.3%	69.3%	76.8%	36.2%	29.1%
Cost of revenues	115,922	287,886	491,024	838,151	1,244,499	1,818,519	2,848,299	3,470,027	3,936,512
GPM(%)	-47.7%	22.2%	20.7%	17.6%	27.3%	37.2%	44.4%	50.3%	56.3%
Operating expenses	96,782	116,022	237,662	402,814	640,881	934,865	1,434,875	1,743,574	2,017,439
EBIT	-134,208	-33,641	-109,346	-224,276	-174,332	143,913	840,239	1,763,747	3,052,741
OPM(%)	-171.0%	-9.1%	-17.7%	-22.1%	-10.2%	5.0%	16.4%	25.3%	33.9%
YoY(%)		-75%	225%	105%	-22%	흑전	484%	110%	73%
Other incomes&expenses	-2,046	7,410	28,491	34,121	7,488	7,488	7,488	7,488	7,488
EBT	-136,253	-26,230	-80,855	-190,155	-166,844	151,401	847,727	1,771,235	3,060,229
Income tax	471	1,332	3,898	5,380	5,454	37,850	211,932	442,809	765,057
Net income	-136,724	-27,563	-84,753	-195,536	-172,298	113,551	635,795	1,328,426	2,295,172
NPM(%)	-174.2%	-7.4%	-13.7%	-19.2%	-10.1%	3.9%	12.4%	19.0%	25.5%

### 4.2. Cost of Revenues 추정

1) Revenue-sharing의 경우 [3. BEP 달성]의 논의를 종합하여, Revenue-sharing costs = Game distribution costs + Live broadcasting costs의 방식으로 추정해주었다. 이에 참고한 수치는 다음과 같다.

- Game distribution GPM = Distributed games share × 27.35% + Developed games share × 73.24%

- Live broadcasting GPM = 60%

2) Content costs의 경우 [3. BEP 달성]의 논의를 종합하여, Content costs = Membership content costs + General content costs의 방식으로 추정해주었다. Membership content는 Netflix GPM 39.13%를 참고하여 추정해주었고, General content costs는 AfreecaTV, Huya, Douyu의 Content costs 증가율 참고하여 추정해주었다.

3) Server and bandwidth costs의 경우 MAU × Target costs per MAU ratio의 방식으로 추정해주었다.

4) 나머지 Staff, others의 경우, 매출대비 비중, YoY 증가율을 함께 이용하여 적절히 추정해주었다.

(in thousand USD)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Cost of Revenue	115,922	287,886	491,024	838,151	1,244,499	1,818,519	2,848,299	3,470,027	3,936,512
Revenue-Sharing	22,688	138,947	244,632	374,162	582,376	859,795	1,377,506	1,679,347	1,867,321
Content	21,913	39,230	81,451	150,240	251,431	357,385	548,376	642,245	686,712
Staff	13,291	19,240	35,819	53,503	66,598	83,145	106,036	119,786	132,271
Server and bandwidth	48,397	70,335	92,811	137,963	191,816	260,335	360,413	407,687	448,640
others	9,632	20,133	36,311	122,282	152,278	257,859	455,968	620,962	801,568

### 4.3. Operating expenses 추정

Sales and marketing expenses의 경우 매출 대비 비중이 감소할 것이라 판단하였으며, 그 근거는 [3. BEP 달성]에서 서술하였다. 이에 매출 대비 비중이 감소하는 폭은 Tencent와 Netflix의 감소 비율의 평균치를 이용하여 추정해주었다. 나머지 계정들은 매출대비 비중, YoY 증가율을 함께 이용하여 적절히 추정해주었다

(in thousand USD)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020.1H	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Operating expenses	96,782	116,022	237,662	402,814	343,320	640,881	934,865	1,434,875	1,743,574	2,017,439
Sales and marketing	15,399	34,873	87,864	179,777	192,157	337,787	510,734	806,403	980,594	1,130,239
General and administration	67,700	39,135	69,175	88,875	56,968	97,314	106,554	116,672	127,750	139,881
Research and development	13,683	42,014	80,623	134,162	94,194	205,780	317,577	511,800	635,230	747,319

### 4.4. Other income & expenses 추정

1) Investment income과 Exchange gains의 경우, net 값의 최근 4개년치 평균값을 이용하여 추정해주었다.

2) Interest income의 경우, 지난 2개년에 비해 최근 2개년간의 규모가 크게 늘어나 최근 2개년치 평균값을 이용해 추정해주었다.

3) Interest expenses의 경우, 2026 Notes issued in 2019로 발생하고 있으며 이에 2020.1H 상반기값\*2로 Flat하게 추정해주었다.

4) others의 경우, net 값의 최근 4개년치 평균값을 이용하여 추정해주었다.

(in thousand USD)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020.1H	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Other income&expenses	-2,046	7,410	28,491	34,121	9,937	7,488	7,488	7,488	7,488	7,488
Investment income(net)	1,469	3,444	14,466	14,492	741	8,468	8,468	8,468	8,468	8,468
Interest income	225	222	10,306	24,417	7,523	17,362	17,362	17,362	17,362	17,362
Interest expenses	0	0	0	-6,981	-5,676	-11,353	-11,353	-11,353	-11,353	-11,353
Exchange gains(net)	-3,190	967	-249	-1,768	2,538	-1,060	-1,060	-1,060	-1,060	-1,060
others(net)	-550	2,778	3,968	3,962	4,810	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539

### 4.5. Income tax 추정

2020년 EBT에서 손실을 기록할 것이라 추정되었고, 지금까지 꾸준히 적자를 기록해왔기

때문에 최근 4개년치 Effective tax rate을 이용하여 2020E income tax를 추정해주었다. 그러나 2021년부터 동사는 흑자를 내는 기업으로 turn-around하여 2021E- 2024E income tax의 경우, 중국의 법인세율 25%를 적용하여 추정해주었다.

(in thousand USD)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBT	-136,253	-26,230	-80,855	-190,155	-166,844	151,401	847,727	1,771,235	3,060,229
Effective tax rate(%)	-0.3%	-5.1%	-4.8%	-2.8%	-3.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
income tax	471	1,332	3,898	5,380	5,454	37,850	211,932	442,809	765,057

#### 4.6. Target Multiple 선정

동사의 Target P/MAU Multiple을 선정하는데 있어서 Peer P/MAU method를 적용하였다. 동사의 Peer로 보고서 논리에 맞춰, YouTube와 아프리카TV를 선정하였다. 두 기업 모두 P/MAU Multiple을 100배 정도 받고 있는데, 이는 MAU 1명이 설명하는 기업 가치가 100\$정도로 비슷한 수준이다(아프리카TV: 101.6배, YouTube 115배). 동사는 현재 P/MAU Multiple이 89배 정도이다. 이는 그동안 지속된 적자로 인한 저평가 때문일 것으로 판단했으며, [3. BEP 달성]을 통해 이러한 저평가 우려는 해소될 것이라 판단하였다. 이에 2021년부터 흑자로 전환하고, 빠르게 성장하는 Earning을 내뿜는 동사의 2021E Forward P/MAU Multiple로 YouTube와 아프리카TV의 P/MAU 평균 Multiple 108.3배를 부여하는 것이 무리한 추정이 아니라고 판단하였다.

이에 본 보고서의 논의를 종합하여 2021년 목표주가 72.95 USD, 현재 주가 대비 상승여력 59%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

Valuation - P/MAU Method	
2021E MAU(명)	233,993,000
Target P/MAU	108.3
2021E Market Cap(USD)	25,342,951,532
유통가능주식수(주)	347,391,304
목표주가(USD)	72.95
현재주가(USD)	45.90
상승여력	59%

## 5. APPENDIX

동사 비용의 세부적인 추정 사항은 다음과 같다.

**Revenue-sharing costs = Game distribution costs + Live broadcasting costs**

**Game distribution GPM**

**= Distributed games share × 27.35% + Developed games share × 73.24%**

**Live broadcasting GPM = 60%**

**Content costs = Membership content costs + General content costs**

**Membership content GPM: Netflix GPM 39.13%로 수렴**

**General content costs: AfreecaTV, Huya, Douyu의 Content costs 증가율 반영하여 추정**

**Sales and marketing expenses:**

**2021년 매출 대비 비중 감소세로 전환**

**매출 대비 비중의 감소 비율은 Tencent와 Netflix의 감소 비율의 평균치 적용**

**Server and bandwidth costs = MAU × Target costs per MAU ratio**

**기타 비용은 YoY 증가율의 매출 대비 상대적 비중을 고려하여 추정**

이에 따른 동사의 비용 전망치는 다음과 같다.

## 동사 2020-2024 핵심 Costs and Expenses 추정 (천 달러)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Distributed games share	53.78%	74.45%	80.18%	81.41%	81.66%
Game distribution GPM	36.45%	35.88%	35.77%	35.75%	35.74%
Game distribution costs	470,397	489,322	560,726	641,837	734,707
Live broadcasting and VAS revenues	528,935	1,326,043	2,731,891	3,444,133	3,772,359
Membership users(천 명)	10,506	16,872	29,111	35,880	39,697
Membership price(달러)	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
Membership revenues	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
Live broadcasting revenues	279,948	926,184	2,041,950	2,593,774	2,831,534
Live broadcasting costs	111,979	370,474	816,780	1,037,510	1,132,614
Revenue-sharing costs	582,376	859,795	1,377,506	1,679,347	1,867,321
Membership content GPM	27.78%	30.74%	33.62%	36.41%	39.13%
Membership content costs	179,814	276,936	458,006	540,732	572,680
General content costs	71,617	80,449	90,369	101,513	114,032
YoY	12.33%	12.33%	12.33%	12.33%	12.33%
Content costs	251,431	357,385	548,376	642,245	686,712
MAU(천 명)	174,948	233,993	319,558	366,533	401,443
Target costs per MAU(달러)	1.10	1.11	1.13	1.11	1.12
Server and bandwidth costs	191,816	260,335	360,413	407,687	448,640
Sales and marketing expenses	337,787	510,734	806,403	980,594	1,130,239
매출 대비 비중	19.74%	17.63%	15.74%	14.05%	12.55%
비중 증감률	11.64%	-10.71%	-10.71%	-10.71%	-10.71%

자료: SMIC 2팀

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.