

아프리카TV를 향한 우려의 풍선, 터뜨릴 때가 되었다 ✨!

2023F EPS 9,780원에 PER 10.38x를 적용한 101,500원을 목표주가로 제시한다. 동사는 경쟁사로 유출되었던 유저들이 다시금 동사의 품으로 돌아오며 하락하는 MAU에 대한 시장의 인식을 보기 좋게 터뜨릴 것이다. 이에 더해 새로이 제시되었던 P x Q식인 '광고'가 풍선을 타고 날아오르며 전사적으로 탑라인 성장의 기울기를 올려나갈 것이다.

왕의 귀환 - 활기를 되찾는 MAU

본 보고서는 기존 MAU 하락 추세에서도 견조한 탑라인 성장을 지켜온 동사의 비결과, ARPPU를 끌어올린 '별풍선 인플레이션'이 꺼지지 않을 이유, 그리고 증익의 기울기를 더욱이 가파르게 할 트위치 사건을 통해, 꺾인 적 없는 동사가 비상할 준비를 마쳤음을 보이고자 한다.

적토마는 속력을 내는 중 - P x Q공식의 확장, 광고

이미 5년전부터 존재하던 광고 BM을 지금 조명해야 하는 이유는 무엇일까? 과거에는 MAU가 줄어드는 상황에서 돌파구로써 광고를 착안했다면, 지금은 트위치발 사건으로 MAU 감소추세가 상향 전환하는 기로에 놓인 상황이다. 상이한 환경 속 과거와 현재 광고를 보는 건 질적으로 다르다. 여기에 핵심 고객인 게임사들의 발주 Up-cycle의 물살이 동사에게 밀려 들어오므로써 동사의 광고 영업수익은 한 단계 level-up해나갈 것이다.

손익계산서							
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	94,552	126,628	167,869	196,566	272,295	328,550	448,003
YoY (%)	18.4%	33.9%	32.6%	17.1%	38.5%	20.7%	36.4%
영업비용	76,229	99,505	131,143	146,153	183,473	236,685	313,734
영업이익	18,323	27,123	36,726	50,414	88,822	91,865	134,269
OPM (%)	19.4%	21.4%	21.9%	25.6%	32.6%	28.0%	30.0%
영업외손익	-257	-531	5,212	-2,879	241	1,270	-1,522
법인세비용차감전순이익	18,066	26,592	41,938	47,535	89,063	93,135	132,747
법인세비용	3,407	5,257	7,778	9,684	18,125	17,647	25,153
당기순이익	14,659	21,335	34,160	36,260	70,869	75,488	107,594
NPM (%)	15.5%	16.8%	20.3%	18.4%	26.0%	23.0%	24.0%

Rating

Buy

목표주가: 101,500 원
 현재주가: 75,500 원
 상승여력: 34%

12M 추가추이

시가총액 8,679 억 원



B/S data (2021)

자산 총계 4,081 억원
 부채 총계 1,987 억원
 자본 총계 2,094 억원

Earning data

PER (2021A) 32.81x
 EPS (2021A) 6,179 원
 EPS (2023F) 9,780 원

주요 주주

세인트인터내셔널 25.33%
 국민연금공단 8.32%
 자사주 5.10%

SMIC 4 팀

팀장 45 기 김용혁
 팀원 45 기 정재완
 46 기 김종원
 46 기 박재현
 46 기 정진호

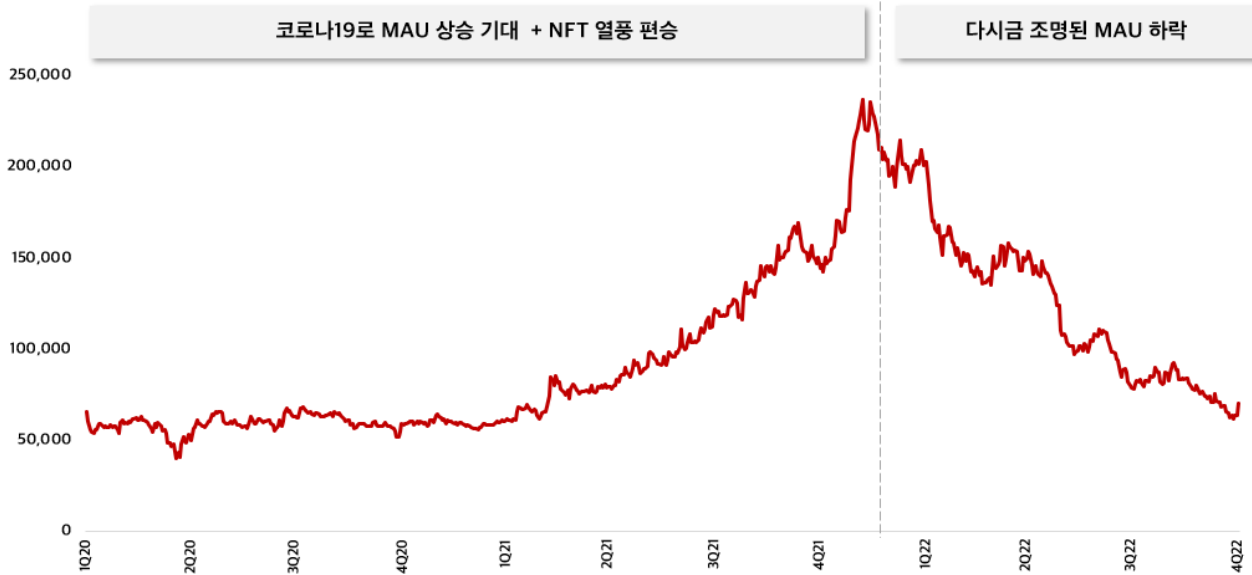
CONTENTS

1. 동사의 주주가 되기 위한 준비 - 기업분석	03
2. 왕의 귀환 - 활기를 되찾는 MAU	07
Ch.1: 필승의 엑스칼리버, 별풍선	07
Ch.2: '16 데칼코마니, 재림의 시기가 도래했다 - 트위치 720p 사건 그 후	10
3. 적토마는 속력을 내는 중 - P x Q 공식의 확장, 광고	17
4. Valuation - Historical PER Valuation	26
Appendix	31

동사의 주주가 되기 위한 준비 - 기업분석

그림 1-1. 동사 주가 추이

(단위: 원)



출처: 한국거래소, SMIC 4팀

1.1. 아프리카TV, 지금 봐야하는 이유는?

유동성 장세 속 동사의 입지

‘20년 유동성 장세에서 시장 참여자들은 언택트라는 새로운 키워드를 동사에게 던졌다. 야외활동 제한으로 감소 추세에 있던 MAU(월간 활성유저수)가 다시금 상승 전환될 것으로 예상되어 증익 기대감이 고조되었다. 이러한 기조 속 동사는 NFT사업 진출을 꾀하여 미래 청사진을 제시하였고, 11개월만에 4배 이상의 주가 상승을 선보이며 PER 30x가 넘도록 Re-rating을 받은 바 있다.

그리고, 다시금 조명된 우려들

그러나 기쁨도 잠시, 엔데믹이 가시화되고 각국의 긴축정책 기조가 지속됨에 따라 동사를 바라보는 시선도 180도 바뀌었다. 시들해지는 NFT사업과 리오프닝으로 다시금 조명된 MAU의 구조적 감소 우려로 시장의 평가는 냉혹해져만 갔고, 주가는 고점 대비 63% 하락하였다.

그렇다면 우려가 많이 섞여 있는 이 시점, 동사를 바라볼 이유는 무엇인가?

본 보고서는 아래를 근거로 이 시점 동사에 투자해야 함을 강력히 제안한다:

- 1) 동사의 타라인은 MAU와 무관하게 지속적으로 성장해왔고, 경기와 무관하게 성장할 모멘텀이 여전히 유효하며,
- 2) 경쟁사로 유출되었던 MAU가 다시금 동사에게 돌아올 이벤트를 맞이하였고,
- 3) 이로 인해 시장이 주목하지 않는 P x Q의 다항식이 재조명될 것임을 제시한다

1.2. 아프리카TV의 주요 돈벌이 breakdown

(1) 기부경제수익 - 별풍선

일평균 1,500만 개의 별풍선, 원화로 약 16억 5천만 원. 지난 6월부터 현재까지 매일 동사 BJ들에게 시청자들이 기부한 평균 금액이다.

누구나 무료로, 그리고 무제한으로 즐길 수 있는 라이브스트리밍 서비스에서 거의 업계 최초로 도입한 별풍선은 동사의 돌파구였다. 시청자들은 개당 110원의 별풍선을 원하는 만큼 구입하여 보관하며, BJ를 향한 애정도에 따라 선물한다. 단순히 콘텐츠를 즐길 목적이라면 굳이 구매하지도 않아도 되는 아이템을 수고스럽게 구매하여 주는 것이다.

영업수익의 70% 이상 담당하는 기부경제수익

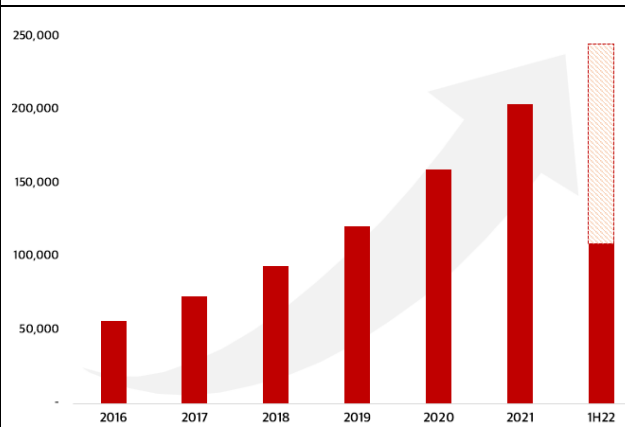
역사적으로, 그리고 현재도 동사 영업수익의 탄탄한 지지대는 기부경제, 소위 일컫는 별풍선 수수료이다. 동사의 전체 영업수익에서 기부경제 비중이 항상 70%를 상회하였음을 아래 그래프를 통해 쉽게 확인할 수 있다.

그림 1-2. 동사 방송 화면



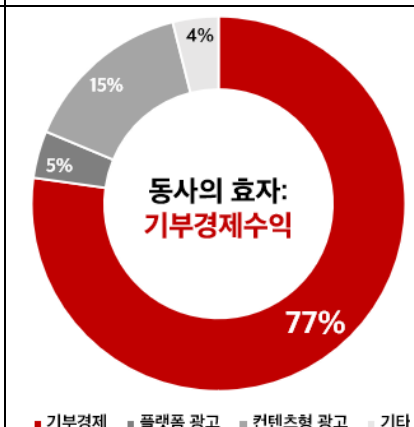
출처: 동사, SMIC 4팀

그림 1-3. 동사 기부경제수익 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 1-4. 1H22 부문별 수익 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

BJ에게 한 번이라도 별풍선을 선물하게 되면 해당 BJ의 '팬'이 된다. '팬'이 되고 채팅을 입력하면 자신의 닉네임 옆에 '팬'이라는 작은 이미지가 붙는다. 나아가 특정 BJ에게 선물한 별풍선이 그 BJ의 '팬'들 중에서 상위 20위 안에 위치하게 되면 '열혈팬'이 되는데, '열혈팬'에 대한 대우는 타 시청자들이 필적할 수 없을 만큼 차별화된다.

'열혈팬'이 방송에 입장하면, 누구나 알 수 있도록 붉은색 글씨로 닉네임과 입장사실이 공시된다. 동사는 [그림1-2]과 같이 자체적으로 별풍선을 유도하기 위한 장치들을 마련해 놓았다. 또한, 선물한 시청자의 닉네임과 개수를 채팅창에서 타 시청자들이 볼 수 있도록 했다.

여기에 BJ들도 가세하여 직접 커스터마이징한 프로그램을 다운받아 기부경제 수익을 유도한다. 대표적인 예로 [그림1-2]을 다시 살펴보면, 지출 상위 10명의 닉네임과 선물 개수를 공시하기도 하며, 그들의 이름을 기억하고 방송 중간에 언급하기도 한다. 이러한 장치들은 시청자들 사이에서도 경쟁을 유도하여 더 많은 금액을 지출하게끔 한다.

뿐만 아니라, 시청자들이 1회에 선물한 별풍선의 개수에 따라 다양한 **감사 표시(리액션, 미션)**를 선보인다. 시청자들은 본인이 BJ들과 소통하고 있을 뿐만 아니라, **방송에 유의미한 영향력을 끼친다**는 효용감을 느끼기 위해 거금을 쓰기도 하는 것이다.

(2) 광고 - 동사의 원투펀치!

광고도 잊지마...

영업수익의 큰 부분을 기부경제수익이 차지하는 것은 맞지만, 광고수익 또한 무시할 수 없다. 동사의 광고 사업은 크게 두 가지로 나뉜다. 첫째는 **플랫폼 광고**, 둘째는 **콘텐츠 광고**이다.

플랫폼 광고 - 배너광고, 프리롤광고, 중간광고 등

흔히 생각하는 그 광고, '플랫폼 광고'

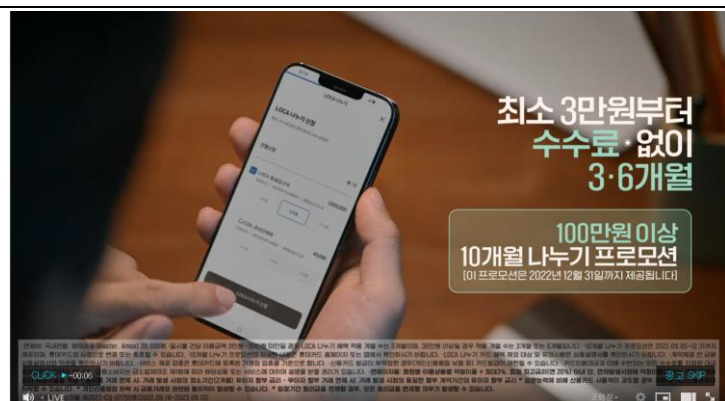
플랫폼 광고는 동사의 인터페이스에 뜨는 **배너광고**를 포함하며, 최근에는 방송 입장 시에 15초의 영상광고(프리롤 광고)를도 삽입되었다. 또한, BJ는 방송 중간에 자신의 수익을 위하여 시청자들에게 **중간광고**를 송출할 수도 있다. 동사는 AAM(Africa Ads Manager) 시스템을 통해 광고주들이 상기 광고들을 직접 원하는 카테고리의 방송이나 특정 BJ에 배정하기 위해 입찰하는 형식의 경매 플랫폼을 제공하고 있다.

콘텐츠형 광고 - 우리 광고도 콘텐츠야

동사만의 차별점, 콘텐츠형 광고

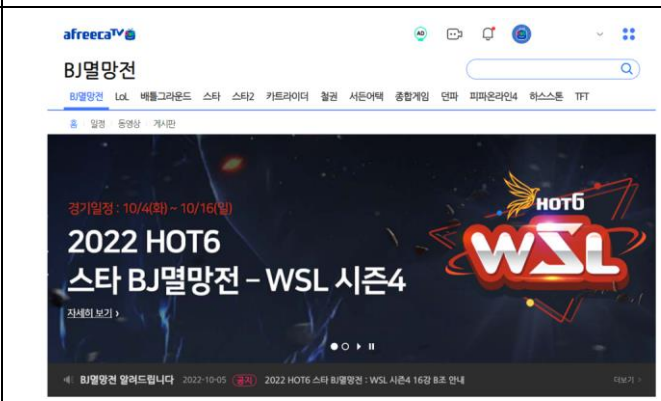
콘텐츠형 광고란 말 그대로 동사가 광고를 받고, 그것을 직접 혹은 BJ들과 협업하여 콘텐츠로 제작 및 송출하는 것이다. 광고주 입장에서는 직접 광고를 제작하는 부담을 덜 수 있으며 친근한 BJ들의 이미지를 통해 **광고에 대한 시청자의 심리적 거부감을 줄일 수 있다**.

그림 1-5 방송 입장 전 의무시청 광고 (프리롤 광고)



출처: 동사, SMIC 4팀

그림 1-6 대표적인 콘텐츠형 광고 LoL 멸망전



출처: 동사, SMIC 4팀

1.3. 주요 수익지표 훑아보기

(3) 논란의 중심: 'MAU'

뜨거운 감자, MAU

MAU(Monthly Activity User)란, 월간 활성 사용자로서 한 달 동안 접속한 유저들의 숫자를 중복 없이 나타낸 숫자이다. 시장의 우려 또한 여기에서 파생되는데, 동사의 기부경제 수익과 잠재적 광고 시청자의 감소로 인한 성장동력 상실을 염려하는 것이다.

(4) 그러나 실질적으로 수익은 'PU'로부터 창출된다.

근데 더 뜨거워야 할,
PU

동사의 기부경제 수익은 결국 '결제'를 하는 사용자, 즉 PU(Paying User)로부터 나온다. 때문에 기부경제수익을 직접적으로 결정하는 변수는 MAU가 아닌 PU이다.

(5) 그리고 여기에, 'ARPPU'를 곱하면 기부경제수익이 도출된다

PU*ARPPU =
기부경제수익

기부경제수익은 앞서 언급한 PU에 ARPPU(Average Revenue Per Paying User)를 곱하여 산출된다. 이는 지불 유저 1명당 한 달에 결제하는 평균 금액이다. ARPPU가 커질수록 동사의 기부경제 수익이 증가하는 되는 구조인 것이다.

이제 모든 준비는 끝났다. 다시 동사를 향한 시장의 핵심적인 우려를 되짚어보자.

"PU의 모집단인 MAU의 감소는 광고수익과 PU의 감소로 직결될 것이며, 물가 상승과 긴축 정책 기조로 인한 공포감은 ARPPU의 하락까지 초래할 것이다. 이로써 동사의 증익에 제동이 걸렸으며, 미래는 불투명해졌다."

그리고, 본 보고서가 주장하고자 하는 바도 되짚어보자.

- 1) 동사의 **타라인은 MAU와 무관하게 지속적으로 성장**해왔고, 경기와 무관하게 성장할 모멘텀이 여전히 유효하며,
- 2) 경쟁사로 유출되었던 **MAU가 다시금 동사에게 돌아올 이벤트**를 맞이하였고,
- 3) 이로 인해 시장이 주목하지 않는 **P x Q의 다항식(광고)이 재조명**될 것임을 제시한다

왕의 귀환 - 활기를 되찾는 MAU

동사의 실적은 막대한 별풍선을 쏟아내는 유료이용자와 일명 '별풍선 큰손'에게서 나온다. 그렇기에 동사는 다른 플랫폼과 달리, **MAU에 대한 탐라인 하방경직성이** 근본적으로 탄탄하다. 심지어 때마침 기존의 MAU 하락 우려를 완전히 지워버릴 **트위치 사건**이 등장하니, 어찌 동사의 비상을 의심할 수 있겠는가!

본 장에서는 기존 MAU 하락 추세에서도 견조한 탐라인 성장을 지켜온 동사 별풍선 사업의 비결과, ARPPU를 끌어올린 '별풍선 인플레이션'이 꺼지지 않을 이유. 그리고 증익의 기울기를 더욱이 가파르게 할 트위치 사건을 통해, 꺾인 적 없는 동사가 비상할 준비를 마쳤음을 보이 고자 한다.

Ch. 1: 필승의 엑스칼리버, 별풍선 - 믿어 의심치 않을 이유

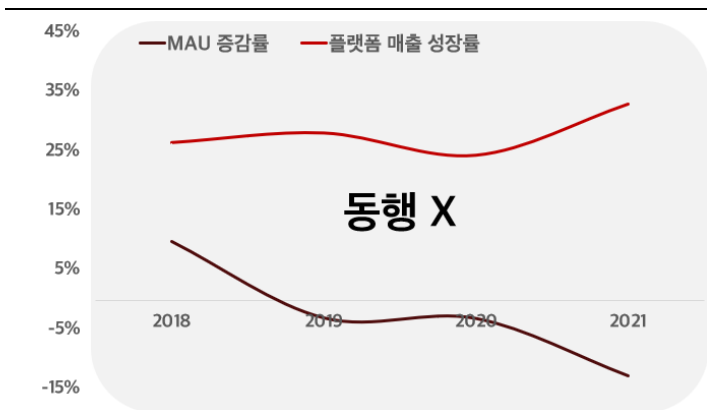
2.1. MAU 하락 우려를 지워온 탄탄한 실적

동사의 하방은 MAU에 흔들리지 않았다

동사는 라이브스트리밍 플랫폼이다. 이 '플랫폼'이라는 키워드 때문에 지난 4년간의 MAU 하락 추세는 투자자들 사이에서 동사 실적을 꺾을 가장 **위험적인 요소**로 인식되곤 했다.

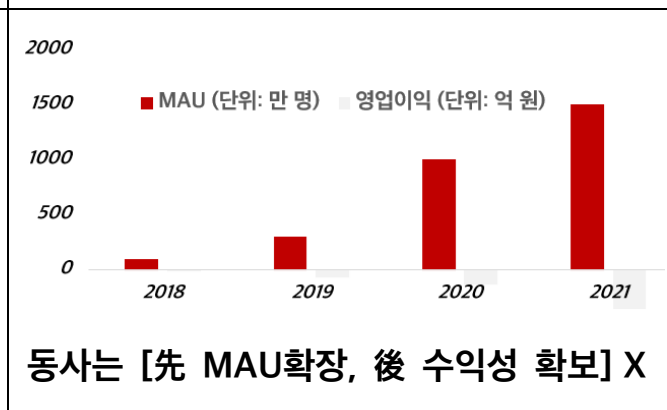
일반적으로 플랫폼 사업에서 MAU가 중요한 이유는 이를 기반으로 한 수익창출원을 찾아가기 **위함**이다. 통상적인 플랫폼들은 먼저 체류 고객들을 쌓고 몸집부터 키운 다음, 그 안에서 수익화를 통해 돈을 벌 방법을 찾는다. 그러나 동사는 [선 MAU 확장 - 후 수익성 확보]의 승자독식식 생리를 지닌 여느 플랫폼 기업들과는 달리, 사업초기 '07년부터 이미 수익화를 달성해놓았다. 그 비결은 바로 별풍선 BM이다.

그림 2-1. 동사 MAU 및 실적 현황



출처: 동사, 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-2. 당근마켓 MAU 및 영업이익 현황



동사는 [先 MAU확장, 後 수익성 확보] X

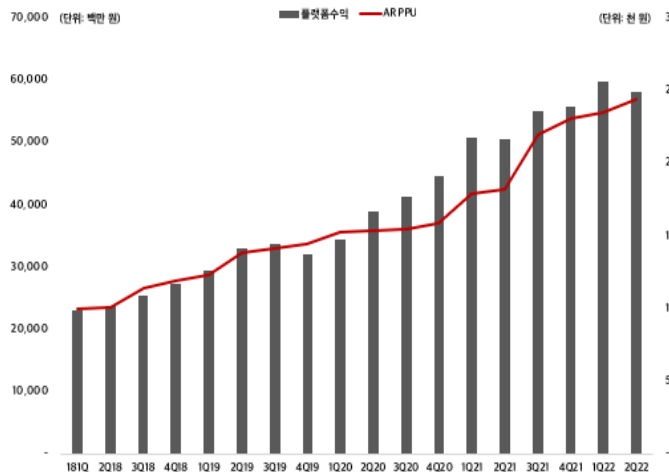
출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

동사는 플랫폼 사업이라는 인식 때문에, 지난 4년간 감소해온 MAU 추세에서 본 사업이 꺾인 것은 아닌지에 대한 오해를 받아왔다. 그러나 동사는 체류자 전체가 아닌, **별풍선을 쓰는 실질 고객들을 사로잡을 콘텐츠와 전략을 15년 넘게 고민해온 기업**이며 지난 4년간 동사의 플랫폼 사업 실적은 꺾인 적이 없다.

견고한 성장을 지켜온 “큰손”들

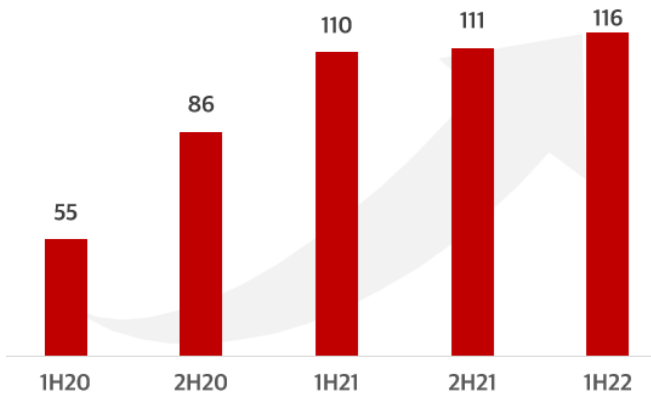
동사의 단단한 하방경직성의 중심에는 인기 BJ에게 쏟아지는 막대한 양의 최상위권 ‘큰손’들의 별풍선이 있다. 실제로 동사의 플랫폼 서비스 매출의 85% 이상을 별풍선 기준 상위 10% 열혈팬 및 큰손들이 차지하고 있으며, [그림 2-4.]에서도 볼 수 있듯이 이들 **큰손들이 쓰는 별풍선의 크기는 구조적 성장세를** 보이고 있다. 그리고 이것이 꺾이지 않을 이유는, 후술할 동사의 별풍선이 자극하는 **‘인간 본성’**에 기인한다. 이에, 동사의 경쟁력을 알기 위해서는 **인문학적 접근이** 요구된다.

그림 2-3. 동사 ARPPU 및 플랫폼 매출 실적 추이



출처: 동사 사업보고서, 대신증권, SMIC 4팀

그림 2-4. 큰손 상위 10명 별풍선 합계추이 (단위: 백만 개)



‘큰손’ 별풍선 소비금액, 우상향 추세

출처: 폰투데이, SMIC 4팀

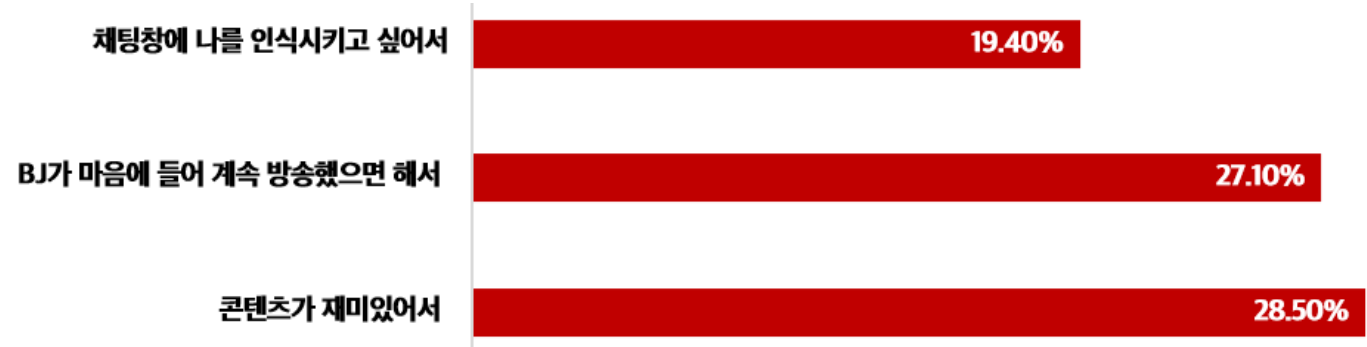
2.2. 인간 본성을 자극하는 견고한 소비재, 별풍선

흔들리지 않는, 인간 본성을 자극

별풍선은 아프리카TV의 본업이자 성장의 역사 그 자체이다. 그리고 이 별풍선은 인간의 본성을 자극하며, 특히 계속 그 경쟁이 치열해질 수밖에 없는 치명적인 중독성을 가지고 있기에 견고하다. 이를 바탕으로 실제로 별풍선 수익에 따라 좌우되는 동사 플랫폼 서비스 매출 실적은 경기변동에 흔들린 적이 없으며, 앞으로도 동사 실적의 지속가능성을 보장할 것이다.

별풍선이 자극하는 인간 본성의 핵심은 바로 BJ의 ‘리액션’이다. BJ의 리액션은 크게 3가지, 1) 재미에 대한 욕구, 2) 관계에 대한 욕구, 3) 지위에 대한 욕구가 종합된 결정체로 구성되어 있으며 특히 지위와 관계의 측면에서 시청자의 지갑을 강하게 자극한다.

그림 2-5. 별풍선 주요 구매 동기



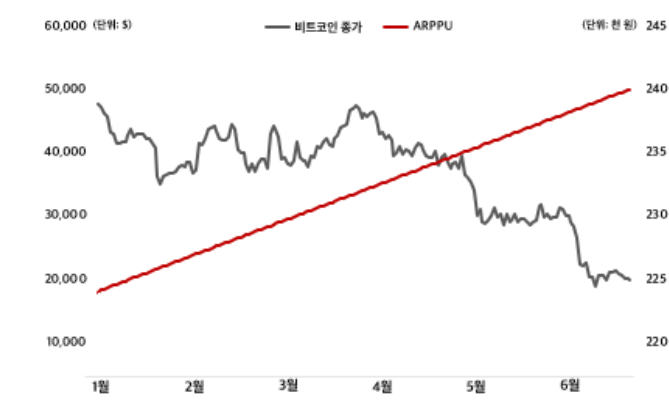
출처: '인터랙티브미디어 아프리카TV 사례로 본 사이버 머니 소비 동기에 관한 연구' (고려대학교 글로벌비즈니스대학), SMIC 4팀

별풍선은 지위와 관계 욕구가 결합된, 중독적 결정체

또한, BJ의 팬덤은 철저한 등급제, 별풍선 자본주의다. 별풍선을 많이 쓸수록 팬들 사이에서도 인정받으며 열혈팬 나아가 직접 팬클럽 회장과 매니저까지 지위 상승이 끝없이 가능한 구조이다. 이는 복합적으로 인간본성을 자극하며, 강한 중독성을 지닌다.

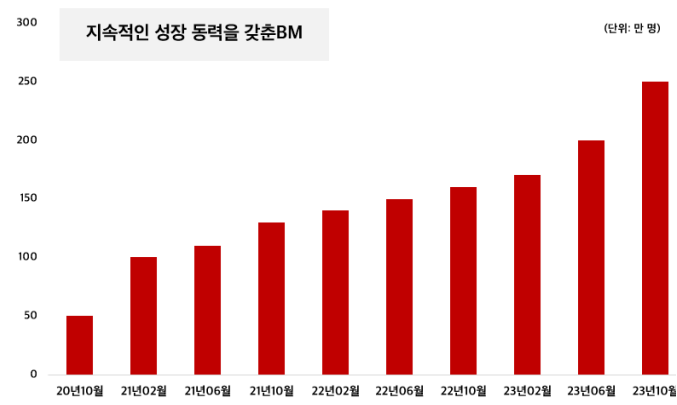
이렇듯 별풍선은 줄을 서서라도 수백만원 이상을 호가하는 명품을 구입하는 행위에 내재된 지위 소비에 대한 욕구, 스타와 직접 소통하기 위해 아낌없이 지갑을 여는 엔터테인먼트(팬더스토리, 디어유 등) 산업 BM이 한 곳에 결합된, **막강한 비즈니스 모델**이라고 할 수 있다. 이러한 점은 동사의 ARPPU가 경기나 자산시장(비트코인 시세) 등에 연동되지 않은 채 꾸준한 성장을 보인다는 점에서 증명된다.

그림 2-6. 22년 자산붕괴 당시 동사 ARPPU 변화



출처: 동사, Investing.com, SMIC 4팀

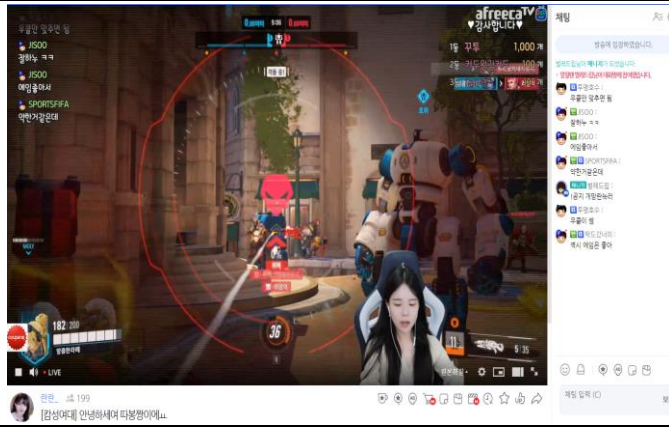
그림 2-7. 디어유 구독자 수 추이와 전망 (단위: 만 명)



출처: 언론사 종합, SMIC 0팀

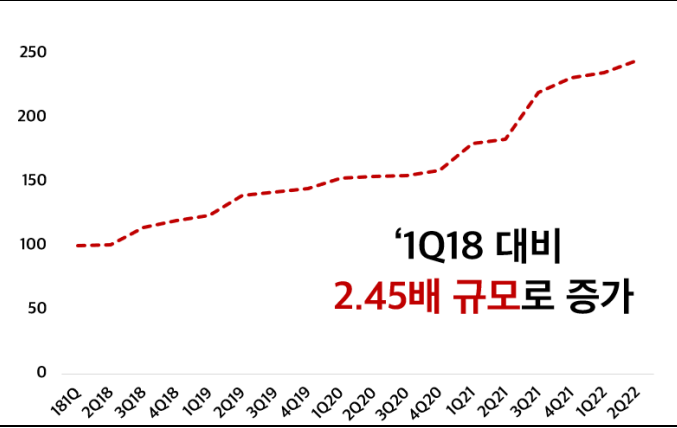
상기된 바가 별풍선 금액 경쟁으로 이어지는 이유는 바로 BJ리액션의 '희소성'이다. 우리 일상에 깊이 녹아 있고, 이 사회를 지탱하는 경제학의 논리가 동사 플랫폼 안에서도 동일하게 발현되는 것이다. BJ가 제공할 수 있는 '리액션'은 희소하고, BJ의 인기와 함께 리액션과 친밀한 관계를 원하는 시청자들의 수요는 구조적으로 늘어난다. 이는 곧 희소한 자원에 대한 WTP(지불용의)가 올라갈 수밖에 없음을 뜻한다. 이러한 추세 속에 동사의 P인 ARPPU는 '18년 대비 4년 간 2.45배 규모로 증가(CAGR 17.78%)하였다.

그림 2-8. 아프리카TV 라이브 방송 자료화면



출처: 동사, SMIC 4팀

그림 2-9. 최근 4년간 ARPPU 증가 추이 (단위: 천원)



출처: 동사, SMIC 4팀

치열한 경쟁과
높아지는 눈높이,
희소재의 경제학

BJ는 한정된 방송시간 내 끊임없이 들어오는 채팅과 별풍선에 반응해야 하는데, BJ는 챗봇이 아니므로 1:1 대응이 불가능하다. 이 때문에 자신의 이목을 사로잡는 채팅 혹은 별풍선에 선별적으로 반응할 수밖에 없고, 이때 쏟아지는 수많은 메시지 중 가장 힘을 실어주는 절대적인 기준은 '별풍선의 수량'이 될 수밖에 없다.

이러한 이유에서 BJ의 이목을 끄는 경쟁은 기존 엔씨소프트 등 MMORPG 게임 BM이 지녔던 힘인 '집단 내 지위 경쟁'을 넘어, 중독성을 기반으로 한 경쟁으로까지 이어지게 된다. ARPPU의 구조적 상승이 앞으로도 이어질 이유다.

Ch. 2: '16 데칼코마니, 재림의 시기가 도래했다 - 트위치 720p 사건 그 후

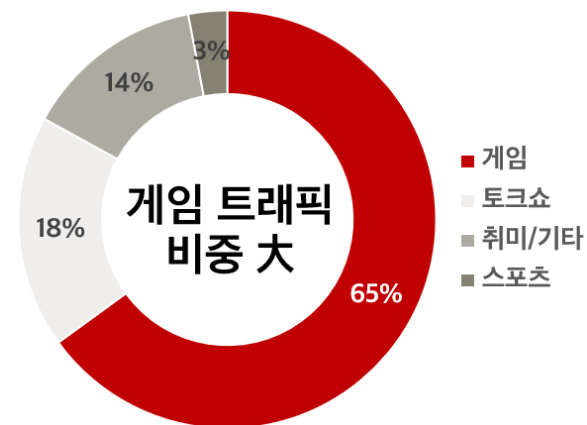
이렇듯 동사의 본업은 꾸준히 상승하는 P인 ARPPU와 함께 탄탄한 실적이 구축된 사업이다. 그러나, 이와 별개로 동사에게는 매년 Q를 담당하는 PU의 지속가능성에 대한 투자자들의 우려가 존재했다. 이는 높은 화질과 좋은 장비를 무기로 빠르게 국내 게임 스트리머들을 침투한 트위치와의 경쟁 때문이다.

우려를 정반대로
뒤집을 모멘텀이
다가온다.

후술할 2016년 '그 사건' 이후, 많은 게임 스트리머들이 화질과 수수료 등 경제적 측면에서 매력적이었던 트위치로 넘어가고 있었고, 동사의 탄탄한 BM과 실적과는 무관하게 이러한 흐름은 게임 콘텐츠의 트래픽이 전체의 절반 이상을 차지하는 동사에게 이는 지울 수 없는 고질적 부담이었다.

그러나 최근, 지난 우려를 지우는 것을 넘어 그 역사가 완전히 정반대로 뒤집히는 흐름이 시작됐다. 특히 그 흐름을 완전히 굳힌 시발점은 근래 가장 뜨거운 감자인, '트위치 국내 화질 제한 사건'이다. 동사가 과거의 영광을 되찾을 거대 수혜 모멘텀이 시작된 것이다.

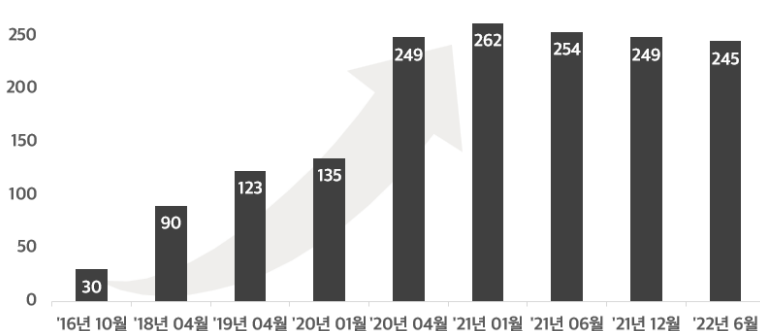
그림 2-10. 동사 콘텐츠별 트래픽 비율



출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 2-11. 트위치 MAU 추이

(단위: 만 명)



트위치, 동사의 막강한 경쟁자로 부상

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

2.3. 트위치 국내 화질 제한 사건

'22년 9월 29일, 트위치는 사전예고 없이 단 하루만에 국내 시청자 한정으로 **영상 시청 최대화질을 720p로 고정**하는 방안을 발표, 익일 일괄 적용하였다. 이는 수많은 스트리머와 시청자들에게 충격을 안겨주었으며, 특히 게임 시청에 있어 가장 중요한 화질 저하로 롤드컵 등 거대 esports 행사와 게임 스트리머들의 혼란과 불만이 가중되고 있다.

국내 화질 제한, 지각변동의 시작

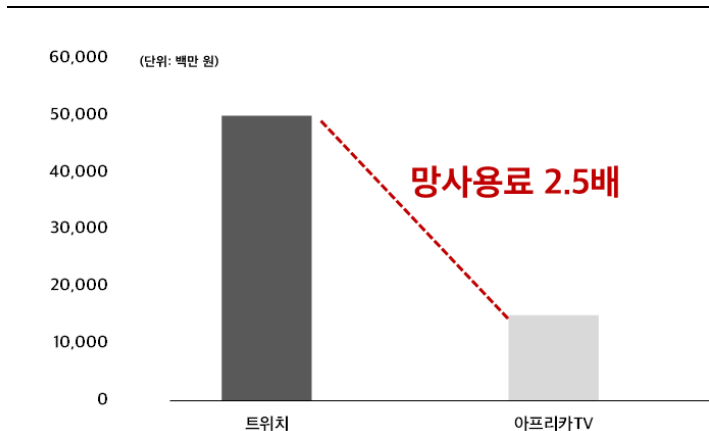
트위치가 이러한 선택을 내린 동인을 면밀히 분석하기 위해서는 외연 확장에 가려진 트위치 코리아의 처참한 수익성에 주목하여야 한다. 트위치 코리아는 **크게 2가지 이유로** 수수료 수익을 거의 챙겨갈 수 없는 구조였고, 동시에 비용 부담이 가중되고 있다.

1) 후원 수수료 수취가 어려운 결제 시스템

트위치의 잃어버린 후원 결제 수익

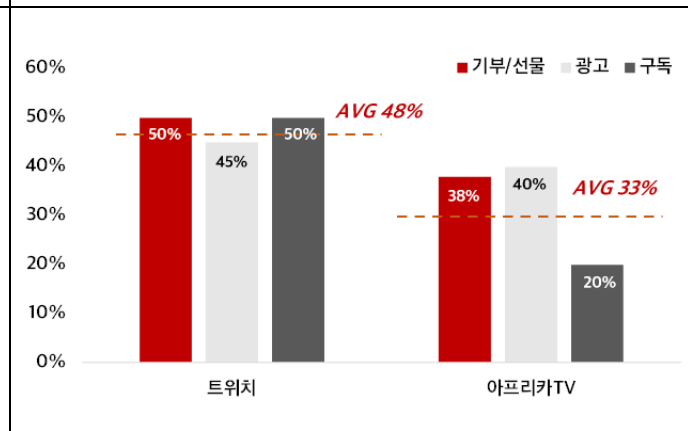
트위치 코리아는 시청자들의 후원이 대부분 **서드파티 톨로** 이루어진다. 때문에 본사로 유입되는 수수료 수익이 거의 없다. 특히 트위치 코리아는 사업 시작부터 빠르게 몰려드는 스트리머들을 수용하기 위해 트윅, 투네이션과 같은 서드파티 결제 시스템 회사들을 적극 장려 및 활용했다. 그 과정에서 이러한 시스템이 **트위치만의 후원 방식으로 고착화**되었다. 이렇기에 현실적으로 본사가 직접 나서서 수수료 수취 구조 일원화를 이루기는 어렵다.

그림 2-12. '22년 양사 추정 망 사용료 비교 (단위: 백만 원)



출처: 대신증권, SMIC 4팀

그림 2-13. 아프리카와 트위치 수수료 비교



출처: 대신증권, SMIC 4팀

2) 망 사용료 부담 가중 중

비대해진 트래픽에 가중되는 비용부담

국내 통신사들은 이미 인터넷 트래픽에 비례하는 **망 사용료**를 국내 콘텐츠사들에게 부과하고 있으며, 업계에 따르면 트위치 또한 이 망 사용료를 이미 연 500억 원 이상을 지불하고 있다. 특히 트위치는 지금까지 공격적으로 플랫폼을 확대해왔기에 그 비용은 점차 가중되고 있으며 현재 트래픽 기준으로 **900억원에 가까운 비용이 발생할 것으로** 예측되고 있다.

이렇듯 트위치 입장에서 한국시장은 마진단의 기여도가 낮을 수밖에 없으므로, 국내에서 자행한 보이콧 행위에 따른 부작용에 크게 연연치 않음을 합리적 유추할 수 있다.

2.4. 트위치의 실수, 상대를 잘못 건드렸다.

스트리머에게 수익성 부담 toss..

트위치의 실수는 문제의 해결방안을 잘못 찾은 것이다. 비용부담을 전가하기 위해 게임 스트리머에게 가장 중요한 '화질'을 무너뜨린 결정은 스트리머에게 수익성 부담을 떠넘긴 셈이며, 시청자와 스트리머들의 반발과 당혹감은 심해질 수밖에 없었다.

트위치, 잘못된 비용 전담, 핵심 경쟁력 상실

이 행동이 실수인 본질적 이유는 트위치가 독점기업이 아니라는 점이다. 유튜브와 같이 스트리머가 다른 선택지가 없을 정도의 독점적 지위를 차지하고 있는 플랫폼이었다면, 이러한 방식의 비용전가는 일부 가능했을 것이다. 그러나 트위치는 동사라는 강력한 대체재가 있다.

총성심보다는 사익이 더 중요한 개인 사업자 스트리머

또 다른 핵심은 트위치 스트리머는 본질적으로 개인 사업자이며 직업의 수명주기가 불투명한 바, '플랫폼에 대한 총성심'보다는 사익을 좇을 가능성이 농후하다는 점이다. 기본적으로 스트리머들의 수익원은 시청자들이고, 시청자들은 "플랫폼 자체"보다는 스트리머와 그들이 제공하는 콘텐츠에 따라 움직인다. 이 구조 속에서 트위치의 화질 저하 결정은 시청자들에게 불편함을 야기해 자신의 '밥줄'에 타격을 줄 수 있는 치명적인 요소다.

구독 수수료 30% → 50%, 스트리머 밥줄 재차 위협

앞친데 덮친 격으로 트위치는 기존 파트너 스트리머에 대한 30% 구독 수수료마저 '23년 5월부터 50%로 인상시켜 버리며, 스트리머들의 이익을 또 한번 위협했다. 구독은 트위치 내에서 스트리머의 안정적 수입을 책임져준 만큼, 이러한 인기 파트너 스트리머들에 대한 인센티브 철회는 화질문제와 더해져 상위 스트리머들의 '탈 트위치' 움직임을 증폭시킬 것이다. *그런데 잠깐, 지금 트위치에서 일어나고 있는 이 흐름, 어디서 본 적 있지 않은가?*

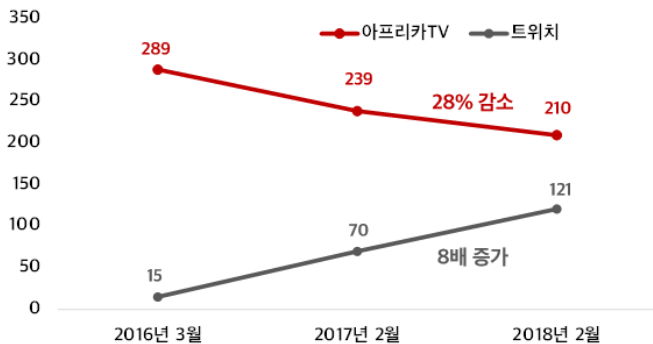
2.5. 완벽한 데칼코마니, 2016!

화질문제, # 수익분배 이슈, # 대형 스트리머의 이적 움직임,

데칼코마니 '16년 2년간 30% MAU 이탈

'16년 스트리머들이 동사에서 트위치로 넘어간 사례는 이번 흐름과 데칼코마니다. 당시 국내 라이브 스트리밍 시장을 독점하던 동사의 많은 BJ들은 타 플랫폼 콘텐츠 송출제한, 개인광고 수취 논란 등 동사의 수익분배 구조에 불만을 품었다. '16년 "대도서관 사건"으로 간판 BJ였던 대도서관을 필두로 수많은 BJ들이 동사를 이탈한 결과, '16년 4분기부터 2년간 동사는 약 30%의 MAU가 이탈했다.

그림 2-14. '16년~'18년 양사 안드로이드 앱 MAU 추이



출처: 와이즈앱, SMIC 4팀

그림 2-15. 아프리카TV로 이적 선언한 트위치 스트리머

아프리카TV로 이적 선언한 트위치 스트리머			
BJ	별종선 수(개)	최대 시청자(명)	누적 시청자(명)
로나***	34,262	11,636	209,80
북**	97,500	7,811	222,90
최**	104,143	7,447	605,65
*	20,707	6,770	60,34
BJ 손**	102,326	6,590	267,10
하나**	6,525	5,586	46,28
우**	35,780	4,790	105,34
냐**	11,805	4,054	51,84
단*	15,967	3,617	45,43

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

위기를 기회로!
트위치처럼 이번엔
동사 차례!

트위치는 이 기회를 놓치지 않았다. 당시 파격적인 **수수료 할인**과 **고화질 프리미엄**으로 이탈한 BJ들 및 시청자들을 빠르게 흡수한 결과 2년간 8배의 MAU 성장을 거두었다. 동일한 맥락에서 선술한 **트위치 국내 화질 제한 사건**은 절대 일회성 이슈로 끝나지 않을 것이며 판세를 뒤집을 **거대한 전환점**일 것이다. 동사, 과연 준비됐는가?

준비된 동사!
화질도 OK!
BJ 지원도 OK!

그렇다. 동사는 이 ‘탈 트위치’ 효과를 그대로 흡수할 준비를 다했다. ‘16년 BJ 대거 이탈사건 이후 BJ에 대한 지원을 강화하고, 17년부터 Full HD 화질을 도입해 **1080p 이상**의 자체 고화질 스트리머를 보급해 지금껏 불만이 제기됐던 화질을 개선했다. 나아가 e스포츠 내 가장 큰 대회인 LCK 중계권, 프로게이머의 전설이자 트위치를 상징하던 **페이커**, 그리고 그가 속한 T1 구단 스트리밍 계약까지 확보하며 반격의 서막을 알렸다.

고화질 경쟁력 확보
+ 가벼운 트래픽,
모두 준비된 동사

이에 더해 최근 핫이슈인 **망 사용료로부터 자유로운 구조**도 갖췄다. 중앙 서버에 콘텐츠 트래픽이 쌓이는 구조가 아닌 P2P로 트래픽이 분산되는 형태로 제공되기에, 동사는 중앙 서버에 담아야 할 트래픽이 가벼워지고 이에 비례하는 망 사용료 통제가 가능하다. 준비된 동사가 트위치의 거대한 실수의 최대 수혜자가 될 수밖에 없는 이유다.

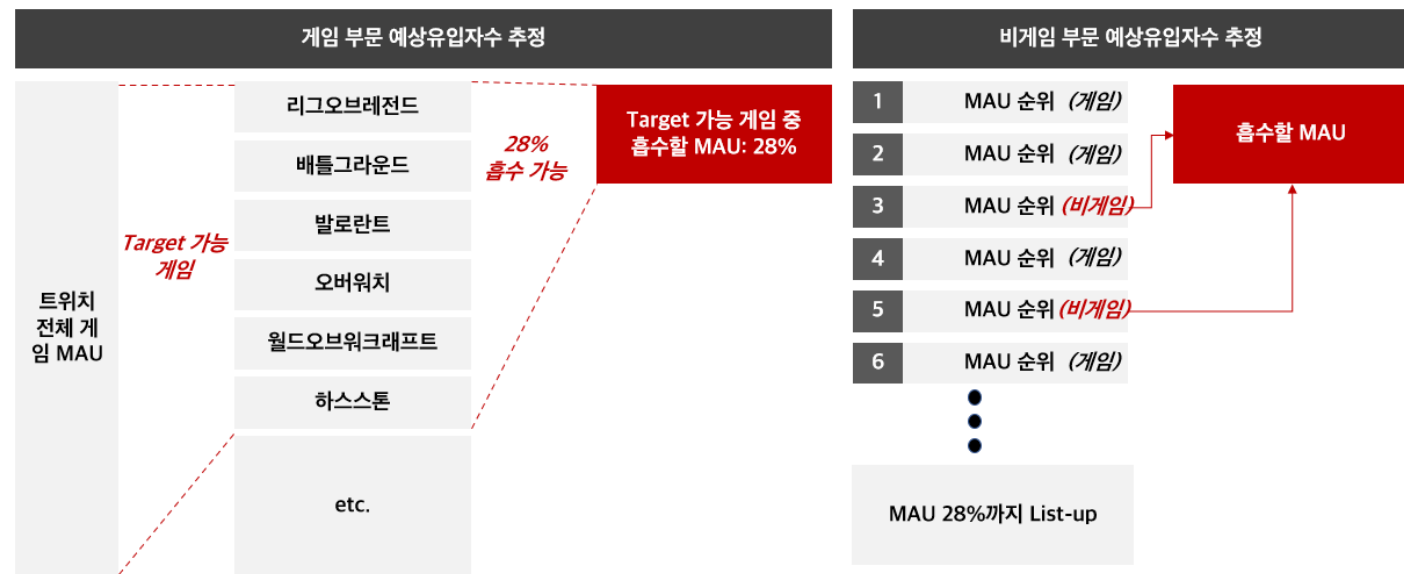
다시 돌아올
거대 스트리머 팬덤,
모멘텀 신대륙이다!

동사는 지금껏 동사에게 불리한 BJ 이탈 흐름 속에서도 인간본성을 자극하는 강력한 별풍선 메커니즘을 통해 ARPPU와 PU 비율을 증가시켜왔다. 수익화에 있어서는 월등히 뛰어난 동사가 이제는 이에 더해 기존의 우려였던 MAU 감소 추세마저 완전히 뒤집어 놓을 대변환까지 맞이하게 된 것이다.

데칼코마니, 이번엔
우리 차례
얼마만큼의 기대효과?

종합해보면, 표면적으로 화질을 낮춘 트위치의 결정 이면의 본질은 1) 업계에서 독점적 지위에 있지 않고 2) 개인 사업자인 스트리머들의 밥줄을 위협해 3) 스트리머들의 이탈을 촉발하는데 있다. **화질 저하, 수익 분배 이슈, 그리고 대형 스트리머**라는 위 세 특징은 ‘16년 동사가 출혈을 입었던 때와 데칼코마니다. 따라서 과거에는 트위치에게 빼앗겼던 동사가 이번에는 얼마만큼 빼앗을 수 있는지, 그 증분을 계산하여 **기대효과를 수치화**해보고자 한다.

그림 2-16. 총 유입예상 시청자 추정 논리



출처: SMIC 4팀

(0) 트위치 시청자의 28% 흡수 예상

2년동안 전체 시청자의 28%를 잃은 동사의 Historical 추세를 통해, 구체적으로 게임과 비게임 부문으로 나누어 동사에 얼마나 많은 예상 시청자들이 유입될지 그 수를 추정해보고자 한다.

(1) 게임부문 총 유입예상 시청자

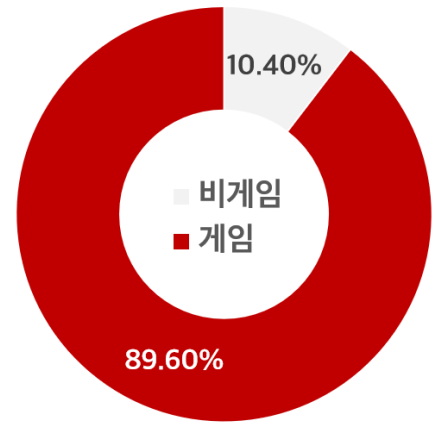
그림 2-17. '20년 트위치 G-STIVAL 랭킹쇼 스트리밍 비중

그림 2-18. 트위치 내 게임, 비게임 비중

2020년 트위치 G-STIVAL 랭킹쇼 리뷰

(단위: 백만 분 / %)	스트리밍 시간	비중
리그오브레전드	9,189	49.2%
하스스톤	1,668	8.9%
마인크래프트	1,377	7.4%
데드바이데이라이트	1,091	5.8%
전략적 팀전투	988	5.3%
오버워치	971	5.2%
월드오브워크래프트	966	5.2%
발로란트	855	4.6%
배틀그라운드	797	4.3%
메이플스토리	764	4.1%
합계	18,666	100.0%

출처: 트위치, SMIC 4팀



출처: 트위치, SMIC 4팀

게임 부문 추정 논리는 다음과 같다. 트위치 내 전체 게임 종목(이하 카테고리) 중 동사가 흡수 가능한 카테고리를 기준으로 예상 유입 시청자 수를 추정하였다.

게임 부문 예상 유입 시청자 수

(A) '22년 2분기 전체 트위치 시청자 수	7,350,000 명
트위치 전체 게임 시청 비중	89.6 %
(B) 유입 가능 게임 부문 비중	77 %
(C) 동사 유입 가능 비중	28 %
2년간 유입될 게임 부문 시청자 수	1,419,855 명

(A) '22년 2분기 전체 트위치 시청자 수

'22년 6월 트위치 전체 MAU인 245만 명의 3배에 해당하는 약 735만 명을 '22년 2분기 트위치 전체 시청자 수로 가정한 후 그 중 동사가 Target 가능한 게임 카테고리 시청자 수를 추정하였다. 이때 트위치 게임 부문 중 동사 플랫폼 내에도 그 게임 관련 프로게이머 BJ, 시청 배너 등 관련 인프라 존재 여부를 그 기준으로 판단했다.

(B) 유입 가능 게임 부문 비중

전체 스트리밍에서 그 게임 부문의 트래픽이 차지하는 비중을 전체 시청자 중 각 게임 부문 시청자 수 비중에 적용하여, 동사가 흡수가능한 시청자 수를 추정하였다.

전체 시청자 중 부문별 시청 비중은 '20년 트위치의 G-STIVAL 랭킹쇼 당시 게임별 스트리밍 시간을 기준으로 조사하였다. 화질에 민감한 게임 스트리머가 동사 내로 이적할 유인은 충분하지만 보수적으로 판단하여, 앞서 서술한 인프라가 존재하는 게임 부문 시청 비중들만 종합하였다.

[그림 2-17.]에 있는 게임들 중 동사가 흡수 가능한 게임은 '리그오브레전드, 배틀그라운드, 하스스톤, 오버워치, 월드오브워크래프트. 발로란트'로 파악하였고, 그 스트리밍 비중은 종합 약 77% 정도를 차지하고 있었다.

(C) 동사 유입 가능 비중 (28%)

'16년 당시 동사 플랫폼 BJ들이 이탈한 속도를 그대로 대입하여, 2년 후인 '24년 말까지는 '22년 2분기 전체 트위치 시청자 수 중 77% 중 28%는 무난하게 흡수 가능하다고 판단하였고, 그렇게 총 산출한 향후 2년 간 동사에게 유입될 게임부문 총 유입예상시청자 수를 산출하였다.

(2) 비게임부문 총 유입예상 시청자

비게임 부문 예상 유입 시청자 수	
(A) 트위치 전체 상위 250명 중 비게임 스트리머 MAU 총합	309,447 명
(B) 분기로 환산	X 3
2년간 유입될 비게임 부문 시청자 수	928,342 명

비게임 부문은 이적에 있어 게임처럼 특정 카테고리과 관련된 플레이어와 인프라 등에 국한되지 않기 때문에, 유입 예상 스트리머에 비례하여 유입 예상 시청자 수를 예측해보았다. 먼저 전체 스트리머들을 스트리머별 MAU 수 기준으로 상위부터 내림차순으로 나열한 후, 트위치 전체 MAU 250만 명 중 28%인 종합 약 70만 명의 시청자 수를 차지하는 상위 스트리머들을 하나씩 추적해보았다.

다만 트위치 애널리틱스 전체에서 제공하는 MAU 데이터가 상위 스트리머 250명에 대해서만 제공되었고, 이 중 비게임 스트리머들이 보유한 MAU를 다 합산해본 결과 종합 33만 9839명으로 트위치 전체 MAU 중 약 12% 정도를 차지하고 있었다.

현실적 여건과 보수적 산출 관점에서 이 이상의 시청자는 충분히 동사가 흡수 가능하므로 이 수치를 바탕으로 '22년 2분기 해당 비게임 스트리머들의 분기 종합 시청자 수를 예측하였고, 앞서 언급한 데칼코마니 논리에 따라 이를 향후 2년 간 동사로 유입될 비게임 부문 총 예상 유입자로 추정하였다.

플랫폼 서비스 수익 추정

플랫폼 서비스 수익 추정								
(단위:백만원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
플랫폼 서비스	60,016	58,323	55,173	60,562	212,607	234,073	300,347	371,936
<i>yoy</i>						10%	28%	24%
기부경제선물	57,610	55,770	52,923	58,117	204,028	224,420	288,729	358,090
기능성 아이템	2,080	2,083	1,835	1,996	6,940	7,994	9,621	11,466
플랫폼 기타	326	470	414	450	1,640	1,659	1,997	2,380

1) 기부경제선물 수익 추정

기부경제선물 수익 추정은 본 장에서 서술한 트위치 사건의 수해를 반영하며 이루어졌으며, P인 ARPPU와 Q인 PU를 각각 추정하여 향후 수익 추정을 진행하였다.

먼저 P인 ARPPU는 지난 4년간 한번도 그 성장이 멈춘 적이 없다는 점, 그리고 큰 변화폭 없이 꾸준히 그 추세를 유지했다는 점에서 최근 4분기 중 최저 분기 성장률인 1.7%를 분기 성장률로 보수적으로 flat 적용하였다.

ARPPU 추정				
(단위: 천원)	3Q22E	4Q22E	2023E	2024E
	249	252	262	273

이후 동사의 Q인 PU는 앞서 산출한 신규 시청자 유입 추정치에 '22년 2분기 동사의 전체 시청자 대비 PU 비율인 5.2%를 대입하여 향후 2년간 예상 총 PU 증가분을 추정하였다. 또한 그 유입 추세는 '16년에서 '18년까지 동사에서 게임 BJ들이 이탈된 흐름에 따라 분기별로 안분하였다. 다만 당시 이탈 흐름이 연도별 외에 분기별로는 분석되어 있지 않아, 합리적으로 분배할 기준이 없어 균등 분배하였다. '24년 4분기의 경우 1~3분기에 분배된 증가분을 그대로 적용하였다.

그 다음 '22년 2분기 동사 PU에서 분기별 PU 증가분을 가산하여 '24년 말까지 분기별 Q를 추정하였다.

게임부문 PU 증가분 추정										
	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
PU 증가분	-	11,207	11,207	11,207	11,207	7,251	7,251	7,251	7,251	7,251

비게임부문 PU 증가분 추정										
	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
PU 증가분	-	7,327	7,327	7,327	7,327	4,741	4,741	4,741	4,741	4,741

이렇게 산출한 분기별 PU에 앞서 추정한 ARPPU를 곱하여, 최종 기부경제선물 수익을 추정하였다.

2) 기타 수익 추정

이외 기능성 아이템과 플랫폼 기타 수익은 Paying user 수 성장세에 비례하여 증가한다고 가정하여 추정 후 이를 합산하여 최종 플랫폼 서비스 수익을 추정하였다.

적토마는 속력을 내는 중 - P x Q 공식의 확장, 광고

단물 빠진 성장주:
광고로 혈을 뚫다

오랜 기간 동사가 '단물 빠진 성장주'로 낙인 찍혔던 이유는 1) **별풍선 One-Tool**이라는 오인과 2) **라이브스트리밍의 언어적 성격상 해외 진출이 어렵다는 점** 때문이었다. 이에 동사는 이 Cap을 뚫을 활로로 '광고'를 내놓았다. 그러나 이미 5년전부터 존재하던 광고 BM을 지금 조명해야 하는 이유는 무엇일까? 과거에는 MAU가 줄어드는 상황에서 돌파구로써 광고를 착안했다면, 지금은 트위치발 사건으로 MAU 감소추세가 상향 전환하는 기로에 놓인 상황이다. **상이한 환경 속 과거와 현재 광고를 보는 건 질적으로 다르다.**

따라서 본 장에서는 아래의 사안들을 차례로 규명함으로써 **P X Q식이 단항식에서 다항식으로** 탈바꿈한 동사의 성장성에 시장 참여들이 왜 주목해야 하는지를 보이고자 한다.

왜,

- a. 광고가 새로운 성장동력이며
- b. 게임사들의 광고 발주가 많아질 수밖에 없는지
- c. 이게 동사로 이어지는지, 나아가 연쇄적으로 게임 외 광고로의 선순환 구조를 보이며
- d. 이제는 마진까지 개선해 체질 개선이 일어날 수밖에 없는지

알아보자.

3.1. 별풍선: 과거의 영광이자 미래의 우려

동사의 실적을 이끈
별풍선! 그럼에도
소외된 게임 스트리머

30%에 달하는 영업이익률과 단 한번의 예외 없이 매년 성장하는 탑라인. 그 핵심은 무엇인가? 바로 별풍선이다. 지금까지 동사의 실적은 별풍선에 크게 연동됐다. 아래 표에서 확인할 수 있듯, 최근 5개년 전사 매출에서 별풍선에 해당하는 **기부경제 매출은 70% 이상**이었다. 탑라인뿐만 아니라 특별한 비용 없이 BJ별로 수수료를 수취한다는 점에서 이익의 질마저 높다. 그러나 눈부신 실적에도 **아쉬움**은 존재하기 마련이다. **가장 높은 트래픽**을 차지함에도 별풍선이라는 직접적인 매출로 이어지지 못한 **'게임 스트리머'**가 그 장본인이다. 이는,

- 1) 2Q22 기준 **게임 트래픽이 59%에 육박**함에도 매출 비중이 미미하다는 점,
- 2) **동시 접속사**가 게임에서 가장 많이 발생하는 반면 **별풍선에서는 10%도 안** 된다는 점
- 3) **별풍선 Top Ranking은 토크/캠방**이 지배적이라는 점에서 확인할 수 있다.

그림 3-1. 전사 매출과 기부경제 매출 (단위: 원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-2. BJ 등급별 수수료 표

BJ 등급별 수수료 구분		
(단위: %)	별풍선 수수료	선발 방식
일반	40%	: Default로 설정
베스트	30%	: 상위 80인 매달 선정
파트너	20%	: 매년 소수 선발, BJ마다 계약 상이

Cost-heavy하지 않은 BM = 별풍선!

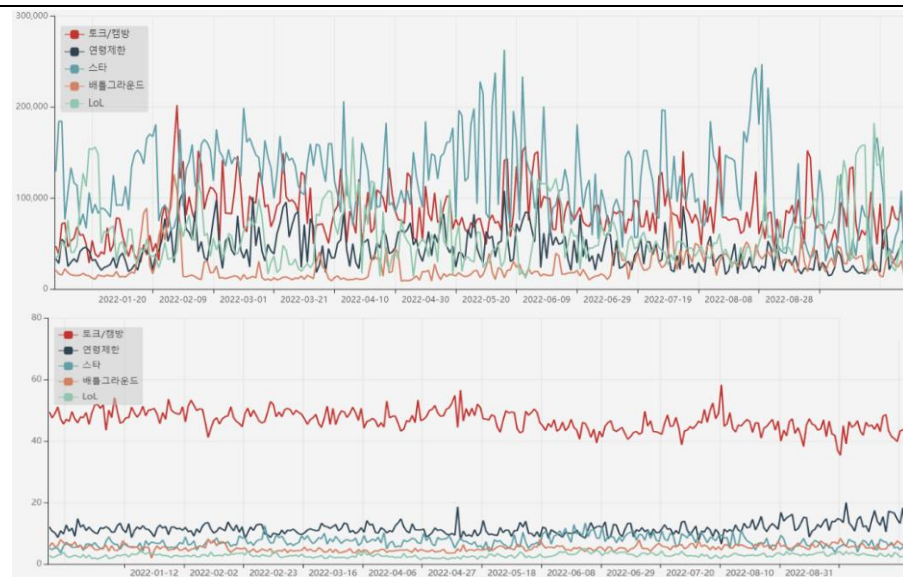
출처: 언론 종합, SMIC 4팀

게임 vs 토크/캠방 : 통제력의 차이!

이에 본 보고서는 별풍선이 사람의 '심리'와 결부된 '돈'을 쓰는 행위인 바, 보다 인문학적인 관점에서 게임과 토크/캠방의 차이점을 바라보고자 한다. 선결하자면 둘의 차이는 '통제력 (Sense of Control)'에 기인한다. 별풍선을 쓰는 개인들은 자신이 그 콘텐츠에 실질적인 '영향력'을 행사하고 싶어한다. BJ가 자신의 닉네임과 댓글을 언급해주거나, 리액션을 해주는 등의 보상이 그 예시다. 토크/캠방에서는 이런 영향력을 행사할 수 있는 반면, 게임에서는 그럴 수 없다. 한 번의 마우스로도 승패가 갈리는 게임 특성상 스트리머들이 본인을 호명해주거나, 자신이 콘텐츠에 영향을 줄 수 없기에 별풍선이 덜 터지는 것이다.

그림 3-3. 콘텐츠 카테고리별 최대 동시접속사 비율(위), 콘텐츠 카테고리별 별풍선 통계(아래)

(단위: %)



트래픽:

게임>토크/캠방

But

별풍선 비율:

토크/캠방- 40~60%

주요 게임- 23%

출처: 팜투데이, SMIC 4팀

결국 동사는 1) 트래픽이 높음에도 직접적 수익으로 이어지지 않던 게이밍 스트리머들을 적극적으로 활용해 2) P x Q식을 확장할 유인이 다분하다. 따라서 다음 절에서는 역으로 동사의 후방인 게임 업체들이 왜 동사를 선택할 수밖에 없는지를 명명함으로써 둘의 이해관계가 합치함을 보이고자 한다.

3.2. 신작 날씨 흐림... Mega Game에 집중 호우!

“게임사의 탐라인 Cycle: 메가게임이 밀어주고, 신작이 당겨주고”

게임사의 고민 : 어떤 광고를 어디에, 얼마만큼?

게임사가 수익을 지속적으로 창출하기 위해서는, 당장의 실적을 책임질 Mega Game과 중단 기적인 실적 모멘텀인 신작이 톱니바퀴처럼 맞물려 돌아가야 한다. 이 둘에 공통적으로 기여하는 것이 '광고'이기에, *어떤 광고를 어디에, 얼마만큼 배분할지*는 매우 중대한 사안이다. 그렇다면 이 중대한 의사결정을 하는 기준은 무엇일까?

기준은 신작!

정답은 '신작'이다. 그 아무리 대단한 흥행을 한 게임이라도 그 인기는 식어가기 마련이며, 퇴장하는 유저들을 다시 모아 매출에 성장 모멘텀을 불어넣어줄 원동력은 신작에 있기 때문이다. 신작이 게임사에 얼마나 중요한 Factor인지는 1) [그림 3-4] 나날이 증가하는 인건비와 2) [그림 3-5] 신작 출시시 기존의 몇배가 되는 마케팅비에서 확인할 수 있다. 실제로 넥슨은

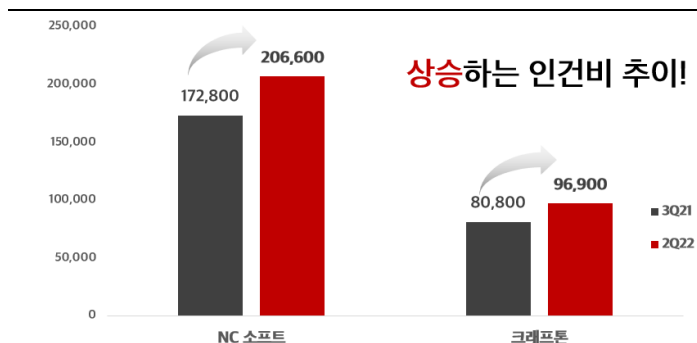
전체 직원 6,808명 중 절반 이상이 개발 직군에 속할 정도다. 인건비가 제조업체들의 CAPA 확장하듯, 성공적인 신작을 창출하기 위한 투자라는 점에서 어찌보면 당연한 현상이다.

게임사의 Cycle!
메가게임이 버터주고
신작이 끌어올리고~

이렇듯 게임사의 시계는 신작 타임라인에 맞추어 돌아간다. 게임사는 신작이 출시되기 전까지는 손익을 유지하기 위해 기존 Mega Game의 점유율을 수호하되, 신작의 출범이 확정되면 평소 마케팅비의 2~3배를 쏟아붓는 Cycle 속에 있다.

그림 3-4. 주요 게임사별 인건비 추이

(단위: 원, %)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-5. 주요 게임사 집행 마케팅비

(단위: 백만 원)

주요 게임사 마케팅비				
단위: (백만 원)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
NC 소프트	118,100	41,800	49,800	53,200
넷마블	117,700	112,900	126,900	135,800
카카오게임즈	21,400	14,900	44,100	46,000
컴투스	13,800	6,700	14,500	22,900

신작 출시 분기에 평소 2~3배의 마케팅비 지출

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

그렇다면, 현재 상황은 어떠한가:

신작들의 출시를 계속해서 연기되고, 게임사들의 영업이익률은 높은 인건비로 감소하고 있다.

신작→ 무기한 Delay
or 초라한 성적표

특히 주요 게임사들(엔씨소프트, 넷마블, NHN, 더블유게임즈, 컴투스, 펄어비스 등)은 저번 해 하반기부터 실적 발표 이후 영업이익 컨센서스를 매년 하회했는데, 이는 신작들이 나오는 즉 즉 투자한 금액 대비 성과가 미비했던 데서 기인한다.

명실상부 국내 게임 1위 League of Legends(LoL)를 보유한 라이엇 게임즈 역시 신작 흥행 실패에 고개를 떨굴 수밖에 없었다. '20년 6월 야심차게 내놓은 신작 "발로란트"는 출시 직후 10위권을 간신히 유지하다 반년째인 12월 기준 PC 방 점유율 0.53%를 기록하며 순위권에서 한참 멀어졌다. 대개 출시 1년 안에 신작의 흥행 여부가 판가름나는 게임 산업에서 발로란트는 사망선고를 받은 점이나 마찬가지다.

믿었던
'뉴스테이트' 너마저..

배틀그라운드(PUBG)라는 히트작을 보유한 크래프톤 역시 마찬가지다. '21년 4분기 내놓은 "뉴스테이트" 역시 처절하게 외면 받았다. 이 게임은 출시 전부터 국내 게임 역사상 최다 사전 등록자인 5,500만명을 기록하며 기대를 온 몸에 받았으나, 4Q21 전체 모바일게임 매출 3,037억 중 고작 3.5%에 해당하는 106억의 매출만을 올렸다. 심지어 1Q22에는 108억, 2Q22에는 101억의 매출을 기록하며 반등의 기미조차 보이지 않았다. [그림 2-5]이 보이듯 신작 출시 분기에 기존 마케팅비 대비 3~5배를 지출했다는 점에서 더욱더 뼈아픈 성적표다.

신작 출시 부담
→ 기존 히트작으로
수명 연장 도모

수많은 데이터와 성공 노하우를 갖춘 Mega 게임사들이 내놓은 신작들도 연이어 실패하는 상황 속에서, 히트작이 없는 게임사들이라고 다를까? 이들 역시 신작 출시를 무기한 연기하고 감소하는 OPM에 허덕이는 현상장은 당연지사다. 이런 환경일수록 게임사들은 엄청난 마케팅비를 요하는 신작보다는, 기존의 히트작들에 더욱 많은 마케팅비를 쏟아 수명을 연장함으로써, 또 한번의 신작 Cycle을 도모하고자 할 유인이 충분하다.

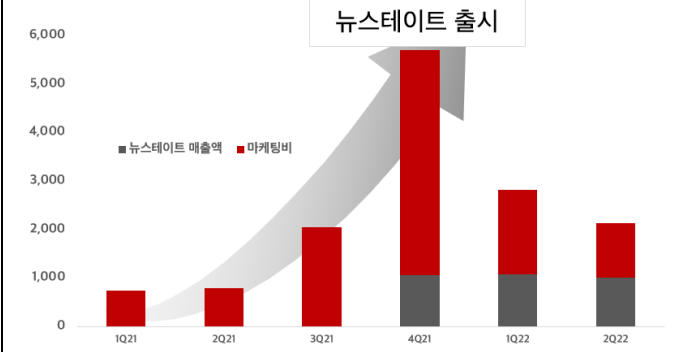
그림 3-6. 신작 출시 연기 사례

신작 기존 일정 및 연기 여부			
회사명	신작	기존 일정	연기 여부
NC 소프트	리니지 클래식	2021년 6월	무기한 연기
라이엇게임즈	발로란트	2020년 6월	연기 x, 반응 미미
넥슨	아크 레이더스	2022년 초	2023년
유비소프트	아바타	2022 상반기	2023년 4월

게임사 신작 연기 추세!

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

그림 3-7. 뉴스테이트 마케팅비와 매출 (단위: 백만 원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

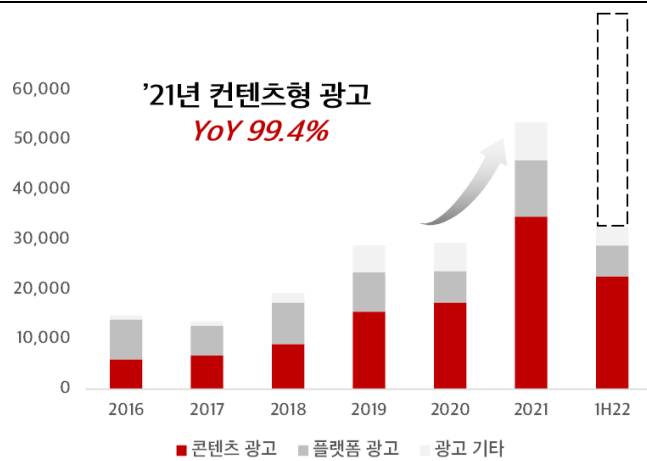
결론은 동사로의 Mega Game 발주 증가

상기 논의를 종합해보자. ① 게임사 성장의 본질은 신작이다 → ② 그러나 최근 업황은 신작을 출시하기에는 너무나 많은 Risk가 도사리고 있으며 그렇다고 신작을 개발할 인건비를 줄일 수도 없는 노릇이다 → ③ 따라서 게임사들이 할 수 있는 최선은 기존 Mega Game 작품들의 점유율을 유지하는 데에 마케팅비를 집중시키는 것이다. →④ 즉, **동사와 같이 효율적인 광고 채널에 기존 Mega Game의 발주가 늘 수밖에 없다.**

3.3. 그래서 숫자로 증명돼?

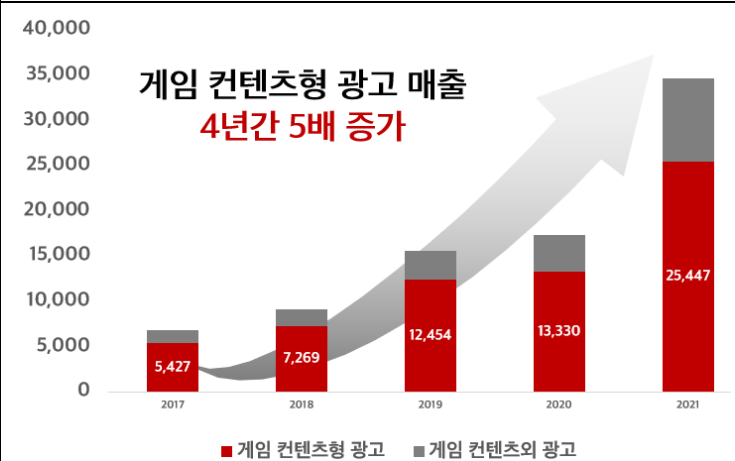
이러한 발주 니즈 트렌드는 동사의 실적에서 직간접적으로 증명된다. 우선, 지속적으로 성장하고 있는 동사의 콘텐츠형 광고 매출을 살펴보자.

그림 3-8. 동사 광고 사업부 매출 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 Fact Sheet, SMIC 4팀

그림 3-9. 최근 5개년 게임 콘텐츠 매출 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 Fact Sheet, SMIC 4팀

게임 콘텐츠형 광고 4년간 5배 '21년 YoY 91%

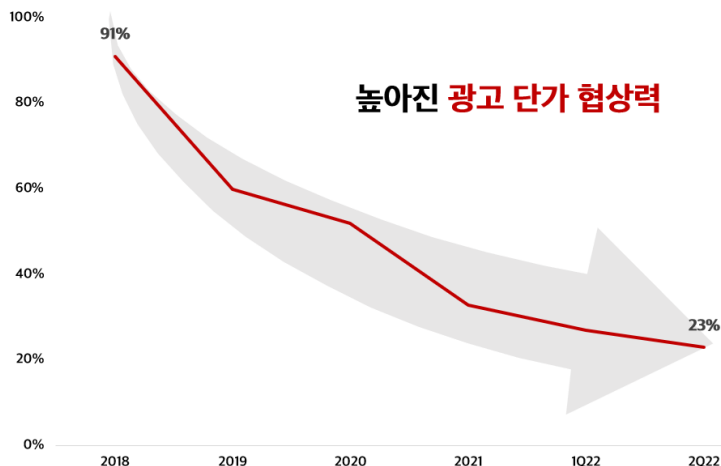
위 표에서 확인할 수 있듯, 콘텐츠형 광고는 '16년 이후 빠르게 그 덩치를 키워가고 있으며, 1H22 기준 전사 매출의 14.8%에 달할 정도로 빠르게 확장하고 있다. 특히 이 중에서도 **게임 콘텐츠형 광고 매출은 4년간 무려 5배나 증가했고, 특히 '21년은 +YoY 91%**라는 어마무시한 성장세를 기록했다. 이는 모두 **게임 광고사들의 발주 니즈 트렌드는 물론, 그 중에서도 동사에게 몰리고 있음**을 방증하는 대목이다.

게임사들의 광고 발주 증가가 동사로 이어지고 있음을 확인할 수 있는 또 다른 부분은 과거 대비 높아진 동사의 **협상력**이다. 아래 표에 주목해보자.

‘% of 콘텐츠형 광고 매출’ 감소
→ 협상력 상승!

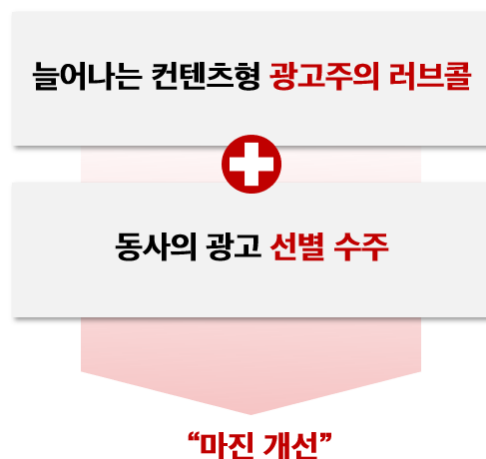
[콘텐츠 제작비/ 콘텐츠형 매출]을 의미하는 ‘% of 콘텐츠형 광고 매출’은 ‘20년까지 매우 높은 수준에 머물렀으나, 2Q20부터 꾸준히 하락하더니 ‘22년에 들어서는 20%를 웃도는 수준까지 감소했다. 이는 곧 동사가 콘텐츠형 광고 수주에 있어 단가 협상력을 높여가고 있음을 의미한다. 요컨대 ① 늘어나는 콘텐츠형 광고주들의 러브콜에 → ② 동사는 광고를 선별 수주 받고 있으며 → ③ 이를 기반으로 마진개선까지 이뤄지고 있는 셈이다.

그림 3-10. 콘텐츠형 광고 매출 대비 콘텐츠 제작비 비중 (단위: %)



출처: 동사 Fact Sheet, SMIC 4팀

그림 3-11. 동사의 마진개선 논리



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

3.4. 아프리카 너, 어떻게 한거니?

① 게임 콘텐츠형 광고의 핵심: e스포츠 리그, 그리고 멸망전

희귀성 → 희소성
비법 ①: e스포츠 리그

OGN, 스포티비 등이 이탈하며 게임-specific한 채널은 더욱이 희귀해지고 있는 상황 속, 동사가 이 희귀성을 희소성으로 탈바꿈시킨 첫번째 비법은 e스포츠 리그에 있다.

게임사: Needs 노출도
그러나 Worries 비용

동사는 일찌감치 게임사들의 니즈와 고충을 공략했다. 전술했듯, 게임사들은 게임 IP의 Life-Cycle을 연장시키기 위해 Mega Game 위주의 e스포츠 경기를 지속적으로 개최함으로써 노출도를 높여야 하는데, 직접 개최를 하기에는 경기장 대관, 경기 운영 등의 비용이 부담스러워 제 3자에게 의뢰하는 추세다. 일례로 세계 1위 e스포츠 종목인 LoL조차도 매년 1,000억 원 이상의 순손실에 머리를 감싸고 있는 실정이다.

가장 많은, 가장 유명한
e스포츠 개최!

이에 동사는 보유하고 있는 각종 방송 인프라(자체 해설진과 스튜디오)와 BJ 라인업을 적극 활용해 국내에서 가장 많은 e스포츠 리그를 주최함으로써 화제성을 확보했다. “양”뿐만 아니라 “질”마저도 우수하다. LoL, 배틀그라운드, 스타크래프, 서든어택 등 가장 오래, 가장 많은 사랑을 받고 있는 Mega-Game 총 18개를 하루 평균 2회씩, 300일 이상 생방송 중계하기 때문이다. 그 결과, ‘21년 기준 e스포츠 리그의 생방송 누적 시청자 수는 무려 9,098만명에 이르며, VOD 뷰어십도 8,816만 회에 육박한다.

하이라이트는 멸망전!
화제성 + 신규 유입
+ 새롭게 콘텐츠화!

대망의 하이라이트는 각양각색의 BJ들이, 대규모로 참여하는 아프리카TV 멸망전이다. 프로 게이머들만이 참여할 수 있는 e스포츠 리그와 달리, 장르를 불문한 인기 BJ들이 대거 참여하

기 때문에, **화제성과 신규 시청자들 유입 가능성**에서 큰 장점을 지닌다. 나아가 게임 중 BJ들이 새롭게 창출해낼 콘텐츠 속 광고 효과까지 기대할 수 있다.

Trend에 따른

신규 편성과 경기 수 유연한 조정

아래 표에 주목하자. 실제로 동사는 그해 반응이 뜨거운 종목과 경기수들을 BJ 멸망전에 유동적으로 편성하여, 위 효과를 극대화하는 System을 갖추었다. 가령, '17년에는 일반 BJ 멸망전 리그와 올스타전만 진행하던 LoL을, '18년에는 풀리그로의 확장과 패자부활전 도입, '19년 와일드카드전 추가, '2년에는 예선전 경기 수 확대 등 규모와 콘텐츠를 키웠다. 또한, '22년에는 게임 트렌드를 반영하여 스타크래프트 1을 확대하고, LoL을 축소했다.

그림 3-12. BJ멸망전과 공식 리그전 규모

(단위: 회)

그림 3-13. BJ 멸망전의 유연한 편성과 리그수 조정 추이

BJ 멸망전과 공식 리그전(추정) (단위: 회)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
LOL	-	52	62	111	111	41	52
SA	35	28	26	28	28	6	-
PUBG	-	5	100	50	11	21	8
스타크래프트1	10	-	19	9	31	16	99
스타크래프트 2	-	-	27	51	28	22	-
철권	-	-	15	30	20	-	1
피파	-	-	-	12	7	10	-
던전 파이터	-	-	-	7	-	-	-
카트라이더	-	-	22	10	-	-	-
종합게임	-	-	-	12	-	-	-
TFT	-	-	-	-	11	18	11
HS	-	-	-	-	4	5	-

출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

종목	연도	내용
LOL	2018	시즌 3까지 확대, 풀리그 방식 도입
	2019	지상계/천상계 BJ로 구분하여 경기수 확대
	2020	앙코르 이벤트전 추가 실시
PUBG	2018	배틀그라운드 전성기를 맞아 시즌 5개로 대폭 확장
	2020	게임 동시접속자 급감에 따라 규모 축소
스타1	2022	떡참집 스타 멸망전 대학대전 신규 기획
스타2	2019	시즌 3개까지 확대 (* 동사는 스타 방송 동시접속자가 게임 방송 중에서 가장 높음)
피파4	2018	피파4 신규 출시로 '19년부터 대회 개최

출처: 동사 ICA, SMIC 4팀

② 돌아온 SKT1, 오프라인 CAPA도 확대!

FAKER + Gen.G

동사의 품으로 와라!

동사는 올해 6월 LOL 역사상 기념비적인 팀인 T1과 전속 스트리밍 파트너십을 체결했다. 특히 프로게임의 전설 페이커가 9년만에 동사로 돌아오자, 자연스럽게 동사를 향한 관심도 커졌다. 이 기세를 이어받아 7월에는 LOL 세계 랭킹 1위 Gen.G 팀까지 단독으로 계약해 e스포츠 시청자들을 또 한 번 설레게 했다.

CAPA 확장!

상암 콜로세움

드루와~드루와~

위 ①에서 다룬 온라인뿐만 아니라 오프라인에서 CAPA를 확보하기 위한 전사적 노력도 눈여겨볼 만하다. 기존 프리업 스튜디오(300석), 비타 500 콜로세움(600석)에 이어 가장 규모가 큰 상암 콜로세움 경기장(756석)을 '22년 2월 추가로 개장하며, 기존 리그를 확대할 Room을 확보하고, 현장 관람 수요가 큰 결승전들을 더욱 화려하게 장식할 수 있게 됐다.

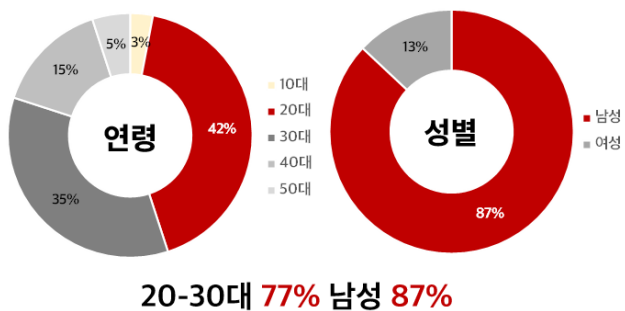
③ 확실한 고객층 20-30대 남성!

20-30대 남성

놓치지 않을 거예요..

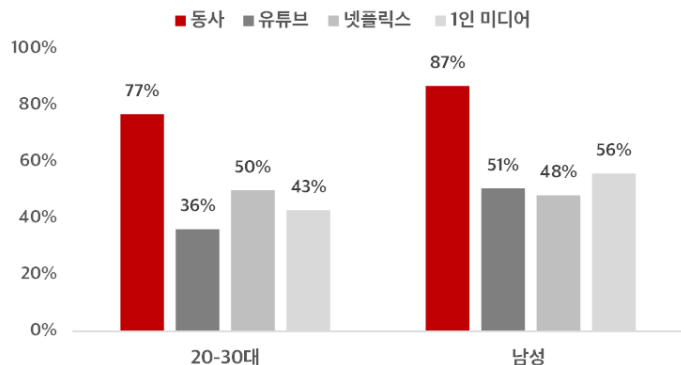
동사는 20-30대 남성을 짝 쥐고 있다. 1H22 기준으로 남성은 전체 이용자의 87%에 해당하며, 연령대별로는 20대 및 30대가 77%를 차지한다. 아래 표가 시사하듯, 동사만큼 20-30대 남성이 집중적으로 포진해 있는 뉴미디어 플랫폼은 없다. 동사의 시청자 분포 중 20-30대 남성층은 유튜브, 넷플릭스를 압도하며, 1인 미디어끼리 비교하더라도 남성은 30%p, 20-30대는 32%p 높다.

그림 3-14. 1H22 동사 이용자 성별/연령 분포 (단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

그림 3-15. 플랫폼별 연령, 성별 분포 추이 (단위: %)



출처: 동사 IR과 정보통신정책연구원, SMIC 4팀

특정 데모그래픽 편중 타 광고사들에게도 매력적!

광고를 올릴 플랫폼에 특정 데모그래픽이 편중되어 있다는 점은 리그 개최를 의뢰하는 게임사 뿐만 아니라, 해당 고객층을 겨냥하는 광고사들에게도 매우 매력적인 요소다. "16년 동사 e스포츠 대회 후원을 시작한 '핫식스'는 중계진들이 음료를 대놓고 마시며 어색하게 광고하자 '핫식스 타임'이 밈화 됐다. 독특한 광고 효과 덕에 현재까지도 매년 동사에서 광고 중이다. 게임 외에도 IT, 자동차, 스포츠 등 20-30대 남성이라는 확실한 고객층을 바탕으로 꾸준한 광고 레퍼런스를 쌓아가고 있는 것이 이를 뒷받침한다. 명확한 타겟층을 보유한 '효율적인 광고 채널'의 특성상, 동사는 경기 둔화에 따른 광고 발주 down-cycle에서 비교적 자유롭다.

그림 3-16. 동사의 2030 남성 타겟팅 사례

동사의 20-30대 남성 타겟팅한 일반 광고 사례	
광고주	내용
핫식스	2016년부터 현재까지 동사의 e스포츠 리그 공식 후원 게임 중간 중계진들의 핫식스 원샷 타임 진행
로지텍	BJ 김민교와의 콜라보를 통해 게이밍 키보드, 마우스 판매 방송 90분만에 전량 완판, 판매 수익 1억원 달성
LG전자	LG 울트라기어 게이밍 모니터 체험 기회 제공 동사 BJ들이 전국 PC방을 순회하며 시청자들과 스페셜 매치

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-17. 20-30대를 타겟팅한 핫식스 선전 사례



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

정리하자면, 게임사의 입장에서 동사는

- 1) 막강한 IP(BJ 라인업과 열망전)로 대체 불가능한 콘텐츠를 만들어낼 수 있는 '제작사'이자,
- 2) Target 고객층에 가장 직접적으로 접근하게 해주는 '광고대행사'로서 역할한다.

늘어나는 발주에 발빠르게 대응하는 동사, 안정적 대안이 아닐 수 없다.

3.5. 광고 사업부 매출추정

상기 논의를 종합한 매출 테이블은 아래와 같다. 매출추정의 논리는 다음과 같다.

광고매출 추정 (단위:백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022E	2023E
영업수익	79,830	94,552	126,628	167,869	196,566	272,295	75,298	77,951	87,329	85,510	328,550	448,003
광고	14,836	13,667	19,302	28,815	29,378	53,541	14,168	18,393	30,751	23,600	89,375	142,106
		yoY										
플랫폼 광고	7,999	5,941	8,315	7,852	6,317	11,292	2,976	3,270	4,639	4,482	15,367	21,874
a) MAU (단위: 백만 명)	28.3	24.5	25.1	26.0	24.5	23.7	5.3	5.1	5.1	5.3	20.8	23.3
b) MAU 대비 플랫폼 광고 영업수익	282.67	242.47	331.27	302.01	257.84	476.46	561.45	641.26	909.66	843.20	738.27	938.27
c) b)의 YoY 증감률		-14.22%	36.62%	-8.83%	-14.63%	84.79%	60.49%	46.47%	53.48%	53.48%	53.48%	27.09%
콘텐츠형 광고	5,988	6,784	9,086	15,567	17,380	34,669	9,678	12,943	21,520	15,756	60,993	99,088
		yoY										
게임형 광고	4,790	5,427	7,269	12,454	13,382	25,309	8,104	13,884	16,228	13,416	51,632	89,727
e스포츠 리그 광고	431	706	3,198	6,476	10,037	16,451	2,812	8,592	10,935	8,123	30,463	52,939
멸망전 개최 수	45	85	271	320	251	139	18	55	70	52	195	244
공식 e 스포츠 리그 수	81	153	487	576	432	250	32	99	126	94	351	439
총 개최 경기수	126	238	758	896	683	389	50	154	196	146	546	683
단가(ASP)	3.4	3.0	4.2	7.2	14.7	42.3	55.8	55.8	55.8	55.8	55.8	77.5
e스포츠 리그 외 광고	4,359	4,722	4,071	5,978	3,346	8,858	5,292	5,292	5,292	5,292	21,169	36,788
비게임형 광고	1,198	1,357	1,817	3,113	3,997	9,361	2,340	2,340	2,340	2,340	9,361	9,361
광고 기타	849	943	1,901	5,396	5,682	7,579	1,515	2,180	4,592	3,362	13,015	21,144
콘텐츠형 광고 연동	14.18%	13.89%	20.92%	34.66%	32.69%	21.86%	15.65%	16.84%	21.34%	21.34%	21.34%	21.34%

1. 플랫폼 광고 영업수익 = (가) MAU x (나) MAU 대비 플랫폼 광고 영업수익

(가) MAU는 상기된 투자포인트 1에서 추정된 값을 차용하였다.

(나) 동사는 '21년 1분기에 광고주들이 직접 원하는 BJ에 타겟팅하여 광고를 입찰하는 시스템인 AAM을 도입했고, '21년 3분기에는 생방송 중간 광고 삽입을 단행했다. 그 결과 '21년 부터 광고 단가가 구조적으로 크게 상승한 바, '22년까지 그 추세가 이어질 것이라고 판단하여 올해 1, 2분기 YoY의 평균값을 적용하였다. '23년 값은 다소 하향 안정화될 것으로 기대되어 BJ 대거 이탈 '17년, 코로나19 '20년, 광고 BM 도입 '21년 등 특수한 상황을 제외한 3개년치 YoY 평균값을 적용하였다.

2. 콘텐츠형 광고 영업수익

(가) 게임형 광고 영업수익

1) e스포츠 리그 광고 영업수익 = 총 경기수 x 추정 단가

동사의 홈페이지에 기재된 BJ 멸망전과 공식 e스포츠 리그의 총 경기 수를 구하였다. 게임사들의 Mega-Game 광고선전비 Up-cycle의 수혜와 더불어 신설 스타디움 CAPA 확장으로 미리 대응한 바, 총 경기 수는 '23년에 '20년 수준까지 회복할 수 있을 것이라고 판단했다. 또한 동사는 게임사와의 협상에서 점차 유리한 지위를 점해 광고 단가를 높여가고 있는 추세를 반영해주었다.

2) 동사 IR 문의 결과, e스포츠 리그 외 게임형 광고 영업수익은 동사의 개별 광고 수주

상황에 따라 단가가 모두 상이해 합리적 추정이 현실적으로 어렵다. 그러나, 사측에서 '22년 e스포츠 리그 외 게임형 광고 영업수익이 전체 게임형 광고 영업수익의 41%까지 상승할 것이라는 점을 반영해주었으며, '23년은 이 비율을 flat처리했다. 이는 본 보고서의 논리대로 동사의 광고 협상력이 증대되었다는 점을 감안하면 보수적인 추정치이다.

(나) 사측에서는 비게임형 광고 영업수익을 별도로 구분하여 공시하지 않지만, 콘텐츠형 광고 대비 20%대 수준을 유지하고 있다고 했다. 비록 사측에서도 비게임형 광고도 구조적으로 성장하고 있음을 공언했지만, 보수적인 추정을 위해 '21년 값을 flat 처리했다.

3. 광고 기타 영업수익은 동사 프로 게임 구단 광동 프릭스 스폰서, 매니지먼트와 관련된 광고 매출로 콘텐츠형 광고의 일종이다. 따라서 콘텐츠형 광고에 연동시켰다.

3.6. 최종 매출 Table

본 보고서의 논의를 종합한 최종 매출추정 Table은 아래와 같다.

최종 매출 Table												
(단위:백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022E	2023E
영업수익	79,830	94,552	126,628	167,869	196,566	272,295	75,298	77,951	87,329	85,510	328,550	448,003
플랫폼 서비스	64,130	79,245	100,278	128,500	159,882	212,607	60,016	58,323	55,173	60,562	234,073	300,347
기부경제선물	56,155	72,838	93,338	120,868	152,198	204,028	57,610	55,770	52,923	58,117	224,420	288,729
기능성 아이템	6,199	4,640	4,898	5,932	5,999	6,940	2,080	2,083	1,835	1,996	7,994	9,621
플랫폼 기타	1,777	1,768	2,042	1,699	1,684	1,640	326	470	414	450	1,659	1,997
광고	14,836	13,667	19,302	28,815	29,378	53,541	14,168	18,393	30,751	23,600	89,375	142,106
플랫폼 광고	7,999	5,941	8,315	7,852	6,317	11,292	2,976	3,270	4,639	4,482	15,367	21,874
콘텐츠형 광고	5,988	6,784	9,086	15,567	17,380	34,669	9,678	12,943	21,520	15,756	60,993	99,088
광고 기타	849	943	1,901	5,396	5,682	7,579	1,515	2,180	4,592	3,362	13,015	21,144
멀티플랫폼		949	4,312	7,561	3,755	2,350	242	185	242	185	855	855
기타	864	692	2,736	2,992	3,551	3,797	872	1,050	1,162	1,162	4,246	4,695

Valuation - Peer PER Valuation

4.1. 영업비용 추정

영업비용 추정												
(단위:백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
영업수익	79,830	94,552	126,628	167,869	196,566	272,295	75,298	77,951	87,329	85,510	328,550	448,003
영업비용	63,810	76,229	99,505	131,143	146,153	183,473	52,180	54,759	68,021	61,726	236,685	313,734
Operating Margin (%)	20.1%	19.4%	21.4%	21.9%	25.6%	32.6%	30.7%	29.8%	22.1%	27.8%	28.0%	30.0%
인건비	24,862	25,300	29,259	39,043	43,537	50,767	16,111	16,625	18,625	18,237	69,598	95,548
영업수익 대비 비중 연동	31%	27%	23%	23%	22%	19%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
지급수수료 (광고)	2,301	4,076	5,227	8,417	12,023	27,170	7,789	9,919	15,444	11,948	45,100	65,924
a): 플랫폼+컨텐츠 광고 영업수익	13,987	12,724	17,401	23,419	23,697	45,961	12,654	16,213	26,159	20,238	76,360	120,962
b): [지급수수료(광고) ÷ a)]에 연동	16%	32%	30%	36%	51%	59%	62%	61%	59%	59%	59%	55%
과금수수료	6,872	7,794	11,493	16,225	18,440	26,281	7,598	7,535	6,761	7,422	29,316	36,807
플랫폼 서비스 영업수익 대비 비중 연동	11%	10%	11%	13%	12%	12%	12.7%	12.9%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
지급수수료 (중계권 등)	8,915	10,511	14,426	15,488	15,757	18,564	6,020	5,678	6,826	5,456	23,981	26,003
+YoY값 적용		1,596	3,914	1,062	269	2,807	2,058	1,302	1,028	1,028	1,930	2,022
유무형감가상각비	2,719	2,838	4,021	10,717	13,665	14,732	3,877	4,221	4,725	4,626	17,449	24,238
영업수익 대비 비중 연동	3.4%	3.0%	3.2%	6.4%	7.0%	5.4%	5.1%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
회선사용료	5,225	6,849	8,162	9,292	11,793	13,669	3,602	3,684	4,366	4,275	15,928	22,400
영업수익 대비 비중 연동	6.5%	7.2%	6.4%	5.5%	6.0%	5.0%	4.8%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
컨텐츠제작비	2,055	4,141	8,279	9,325	8,965	11,611	2,623	2,976	5,391	3,947	14,937	18,043
c): 컨텐츠형 광고 영업수익 대비 비중	34%	61%	91%	60%	52%	33%	27%	23%	25%	25%	25%	18%
d): c)의 YoY 증감율 연동 (23E~24E)		78%	49%	-34%	-14%	-35%	-38%	-44%	-31%	17%	-8%	-27.3%
BJ지원금	2,311	5,453	6,808	5,794	5,497	5,121	1,352	924	1,597	1,597	5,471	5,471
최근 3개년('19~'21) 평균치 적용	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471	5,471
행사비	1,755	1,616	2,280	3,168	1,207	1,752	142	248	982	982	2,355	2,355
코로나19 이전 3개년 average값 적용	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355
기타	6,795	7,652	9,549	13,674	15,269	13,804	3,066	2,948	3,303	3,234	12,552	16,945
영업수익 대비 비중 연동	8.5%	8.1%	7.5%	8.1%	7.8%	5.1%	4.1%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%

(1) 인건비

인건비는 동사의 비용계정 중 가장 큰 금액적 중요성을 보이는 계정이다. 플랫폼 기업의 특성상 본래 고정비로 작동하여야 하나, 지속적인 외연확장과 신사업 진출에 따른 인력충원, 서버안정을 위한 10% 인력배치률 등의 이유로 변동비적 성격을 띠는 것이 특징이다. 최근 26개 분기의 [영업수익 대비 인건비 비중]을 확인하여 이 같은 사실을 재점검, 최근의 비중을 영업수익에 연동하여 추정해주는 것이 가장 보수적이라 판단하였다.

(2) 지급수수료(광고)

지급수수료(광고)는 플랫폼&컨텐츠형 광고 유치 시 참여 BJ들에게 환원하는 금액을 뜻하며, '19년부터 컨텐츠형 광고 매출이 본궤도에 올라 플랫폼 광고를 넘어섬에 따라 그 금액이 매섭게 늘어났다. 비용의 특성상 [플랫폼+컨텐츠형 광고 영업수익]에 연동하는 것이 가장 적절하다고 판단, 그 비중을 고려하여 추정해주었다. 컨텐츠형 광고의 외연확장을 위해 지금껏 광고 수익 대비 비중이 높아져온 것이 특징이었으나, 본 보고서의 논리대로:

- 1) 광고 의뢰자(게임사)와의 협상에서 유리한 고지를 선점할 수 있다는 점과,
- 2) 사측에서 실제로 높은 단가를 부르는 업체들을 선별수주하기 시작했다는 점을 감안하여

[플랫폼+컨텐츠형 광고 매출 대비 비중]이 축소될 여지는 다분하다고 판단되어 이를 반영해 주었다.

(3) 과금수수료, 회선사용료

과금수수료는 유저 결제 시 모바일스토어 내지 PG(전자결제대행사)에 지급하는 수수료를 의미하며, 매년 플랫폼 서비스 수익 대비 비중이 일정한 수준으로 유지되어왔다. 회선사용료는 트래픽에 연동되는 변동비적 성격이 강하고, 그리드 시스템을 도입한 이래 영업수익 대비 5% 수준으로 효과적으로 통제해왔음을 확인하였다.

(4) 지급수수료(중계권)

지급수수료(중계권)의 경우, 계약조건을 상세히 파악하기 어려워 정밀추정이 불가능하다. 그러나 전사적으로 중계권 확보를 통한 라이트유저 유입의 중요성을 인지하여 꾸준히 노력하고 있는 바, 최근 6개 분기의 +YoY 평균치를 적용하여 추정해주었다.

(5) 유무형감가상각비

유무형감가상각비의 경우 동사가 기초/기말 총장부가액을 별도 공시하지 않아 합리적 추정이 어려우나, 기계장치 상각비가 전체 상각비의 70%대 비중을 차지해왔음을 미뤄보아 서버장치 및 스튜디오 내 장치의 영향이 주를 이룰 것으로 판단된다. 이 장치들은 탑라인이 성장함에 따라 지속적으로 확대된다고 판단, '21년 수준의 비중대로 영업수익에 연동하여 추정하였다.

(6) 콘텐츠제작비

콘텐츠제작비는 콘텐츠형 광고 제작에 투입되는 비용으로서, [콘텐츠형 광고 매출 대비 비중]이 구조적으로 줄어드는 추세를 보인다. 이는 본 보고서의 논의대로 고객사 선별수수료로 인한 마진율 확보, 써드파티 광고 추가 등의 요인으로 P*Q 확장분이 제작비 증분보다 더욱 가파르기 때문이다. 따라서, 지급수수료(광고) 추정논리와 동일하게 추정해주었다.

4.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
영업수익	126,628	167,869	196,566	272,295	75,298	77,951	328,550	448,003
영업외손익	-531	5,212	-2,879	241	1,007	176	1,270	-1,522
영업외이익	537	6,547	2,668	5,876	1,553	2,086	4,424	0
금융수익	836	6,887	1,949	3,953	1,050	357	2,193	0
이자수익	645	927	895	817	420	365	1,570	0
당기손익공정가치평가이익	180	2,818	488	1,006	619	-275	344	0
당기손익공정가치처분이익	7	3,134	554	1,082	11	260	271	0
배당금수익	4	7	12	1,049	0	8	8	0
기타이익	376	652	762	1,848	503	1,734	2,237	0
유형자산처분이익	0	54	47	808	115	121	236	0
무형자산손상차손환입	0	36	0	0	0	198	198	0
종속기업처분이익	43	0	0	0	0	0	0	0
관계기업투자처분이익	0	0	0	0	0	223	223	0
리스처분이익	0	0	0	0	0	117	117	0
외환차익	55	83	106	261	181	210	391	0
외화환산이익	58	96	256	235	194	769	963	0
잡이익	161	382	353	545	14	97	110	0
지분법손익	-674	-991	-43	74	0	-6	-6	0
영업외비용	1,068	1,335	5,546	5,634	546	1,909	3,153	1,522
금융원가	519	469	648	1,230	300	1,301	2,107	1,194
이자비용	7	415	507	939	186	184	875	1,194
영업수익 대비 비중	0.01%	0.25%	0.26%	0.34%	0.25%	0.24%	0.27%	0.27%
당기손익공정가치평가손실	487	29	122	292	114	1,118	1,232	0
사채상환손실	21	0	0	0	0	0	0	0
기타손실	549	867	4,899	4,404	246	608	1,046	328
복구충당부채전입	4	24	19	19	5	5	21	21
유형자산처분손실	37	221	9	56	0	51	51	0
유형자산손상차손	0	0	1,829	1,639	0	0	0	0
무형자산처분손실	0	0	0	2	0	0	0	0
무형자산손상차손	85	158	1,943	1,942	2	16	18	0
외환차손	25	150	368	183	12	69	81	0
외화환산손실	24	85	513	198	157	410	567	0
기부금	176	139	182	156	43	29	163	163
잡손실	202	113	55	209	28	28	144	144

영업외손익에서 합리적으로 추정하기 어려운 다수 과목들에 대하여서는 올해 1Q/2Q 기발생분을 제외하고 모두 0으로 처리하였다.

(1) 이자비용

동사는 30%대의 낮은 부채비율을 지니고 있으며, 이마저도 [매입채무 및 기타채무]의 비중이 가장 높다. 따라서 이자비용의 발생은 경상적인 영업활동에 직접적으로 관련되어 있어, 영업수익에 연동해주는 것이 가장 합리적이라 판단되었다. 이에 최근 14개 분기의 비중대로 추정하였다.

4.3. 법인세비용 추정

법인세비용 추정										
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
영업수익	79,830	94,552	126,628	167,869	196,566	272,295	75,298	77,951	328,550	448,003
법인세비용차감전순이익	12,837	18,066	26,592	41,938	47,535	89,063	24,125	23,369	93,135	132,747
법인세비용	2,789	3,407	5,257	7,778	9,684	18,125	4,543	3,628	17,647	25,153
유효법인세율	21.7%	18.9%	19.8%	18.5%	20.4%	20.4%	18.8%	15.5%	18.9%	18.9%

법인세비용은 과거 유효법인세율을 산출하여 18개 분기 평균치를 적용하였다. 동사의 법인세비용차감전순이익 스케일 상 '23년부터 시행되는 법인세 세율체계 개편안의 효과(최고세율 27.5 → 24.2%)를 누리기가 어렵다고 판단하여 반영해주지 않았다.

4.4. 최종 손익계산서

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 아래와 같다.

손익계산서							
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업수익	94,552	126,628	167,869	196,566	272,295	328,550	448,003
YoY (%)	18.4%	33.9%	32.6%	17.1%	38.5%	20.7%	36.4%
영업비용	76,229	99,505	131,143	146,153	183,473	236,685	313,734
영업이익	18,323	27,123	36,726	50,414	88,822	91,865	134,269
OPM (%)	19.4%	21.4%	21.9%	25.6%	32.6%	28.0%	30.0%
영업외손익	-257	-531	5,212	-2,879	241	1,270	-1,522
법인세비용차감전순이익	18,066	26,592	41,938	47,535	89,063	93,135	132,747
법인세비용	3,407	5,257	7,778	9,684	18,125	17,647	25,153
당기순이익	14,659	21,335	34,160	36,260	70,869	75,488	107,594
NPM (%)	15.5%	16.8%	20.3%	18.4%	26.0%	23.0%	24.0%

4.5. Valuation - Peer PER Method

본 보고서는 동사의 Valuation을 위해 Peer PER Method를 사용하며, 이후 동사의 Historical PER로 재차 검증하는 방식을 사용한다. 본 보고서에서 주장하는 증익 시나리오를 즉각적으로 Valuation으로 연결할 수 있다는 점에서 PER Method가 가장 적합하다고 판단된다.

4.6. Target Multiple 선정 및 최종 Valuation

Target PER Multiple: 10.38x

본 보고서는 메가스터디교육의 과거 Re-rating 사례를 조명하여 동사의 Target PER를 선정하고자 한다. 구체적으로 '20.11월 메가스터디교육과 현재의 동사가 대단히 유사한 내러티브를 선보임에 따라 내수시장의 압도적인 과점사업자로서 지위를 확고히 한 시점에 주목한다.

동사 & 메가스터디교육 유사성

메가스터디교육	
펀더멘탈	: 안정적 유저수(Q)와, 지속적으로 상승한 메가패스권료(P)
시장 인식	: 인구수 감소로 인한 '사양산업' 인식 및 내수위주 사업이라는 점에서의 Cap 우려
Re-rating 촉매	: '20.11월 이투스 사장 사임으로 경쟁사 사업 축소 + 스타 강사 3명 유입 <i>고등부 매출(전사매출 약 60%) yoy 45% 성장</i>
아프리카TV	
펀더멘탈	: 안정적 PU(Q), 지속적으로 상승한 ARPPU(P)
시장 인식	: MAU 감소로 인한 역성장 우려 및 내수위주 사업의 Cap 우려
Re-rating 촉매	: 트위치 720p 화질제한 + 이듬해 구독권 수수료 20% 인상으로 MAU 30% 흡수 예상 <i>플랫폼 서비스(전사매출 약 70%) yoy 28% 성장</i>

(1) 펀더멘탈 - P성장이 견인한 탑라인 성장, 신사업으로 활로개척 도모

동사는 시장의 우려와는 다르게 최근 4년간 매출의 Q변수인 PU의 감소폭은 대단히 제한적이었으며, ARPPU는 구조적 성장을 보이며 매년 탑라인 성장을 시장에 선보인 바 있다. 메가스터디교육 또한 당시 매년 유저수(Q)의 역성장을 보인 바 없고, 메가패스의 가격을 지속 인상하며 탑라인 성장을 지속하였다. 또한 동사는 '광고'라는 새로운 P*Q항을 개척하려는 노력이 관통되고 있으며, 메가스터디교육은 초등/중등/성인교육 사업이 신성장동력이 되기를 기대하고 있는 시점이었다.

(2) 시장 인식 - Target 가능 시장의 상방이 명확한, 성장 여력이 제한적인 기업

그럼에도 불구하고 동사와 메가스터디교육 모두, 침투 가능한 시장의 크기가 정해져 있고 그마저도 줄어든다는 인식이 팽배하였다. 동사의 경우 이는 'MAU감소'라는 점에서, 메가스터디교육은 '학령인구 감소 및 교육산업=사양산업'이라는 인식에서 기인한다.

(3) Re-rating 촉매 - 경쟁사 사업축소 촉매로 압도적 국내 과점사업자 지위 다짐

이러한 상황 속에서 메가스터디교육은 '20년 11월 경쟁사 이투스교육이 경영실패로 경쟁사 탈락 기대감이 조성되고, 스타강사 3인이 자사로 유입되며 압도적인 과점사업자로서 입지를 다지게 되었다. 경쟁사의 파이를 흡수해올 기대감이 증익 우려를 씻어냈고(직후 고등부 매출 yoy+45% 실현), PER 멀티플이 소폭 리레이팅 받게 된다. 현재 증익의 지속가능성에 대해 논의가 오가고 있는 국면 속 트위치TV의 의사결정 실수로 다시금 MAU(PU)를 흡수해올 수 있는 환경이 동사에게 열린 것과 상황적으로 대단히 유사하다.

이에 당시 메가스터디교육의 12F PER 리레이팅분(12.9%; 7.97x → 9.00x로 1개년동안 상향안정화)을 현재 동사의 시장컨센서스 기준 12F PER 9.19x에 반영하여 Target Multiple 10.38x을 제시한다.

'17년말 1) 트위치의 시장침투에 따른 구조적 파이 손실 예상, 2) 동사 갑질논란 및 화질문제로 1년간 다수 BJ 이탈, 3) 광고BM 등장 이전 증익 여부 자체가 대단히 불확실한 상황에서 부여받은 멀티플이 **역사적 최하단 12F PER 멀티플 10x**이다. 따라서 Target PER 10.38x은 동사에게 있어 대단히 보수적인, rock-bottom 멀티플임을 주장한다.

Valuation - PER Method (2023F)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	107,594
유통가능주식수 (단위: 주)	11,001,574
2023E EPS (단위: 원)	9,780
Target PER	10.38x
목표주가 (단위: 원)	101,500
현재주가 (단위: 원)	75,500
상승여력	34%

이에 본 보고서의 논의를 종합한 Valuation으로 2023F EPS 9,780원에 Target PER 10.38x를 적용한 목표주가 101,500원, 상승여력 34%, 투자의견 Buy를 제시한다.

Appendix

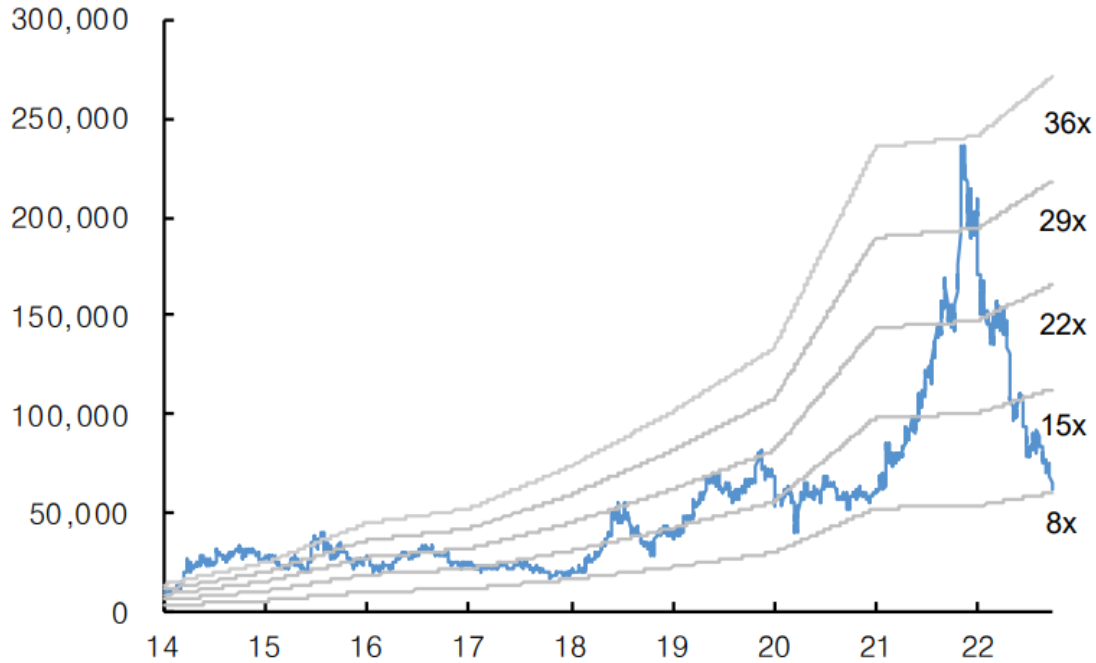
5.1. 동사 연결재무상태표

연결 재무상태표			
(단위: 백만원)	2019	2020	2021
자산			
유동자산	145,005	195,601	313,042
현금및현금성자산	27,336	66,012	75,103
단기금융상품	31,579	30,378	40,500
매출채권 및 기타채권	49,989	65,507	75,101
유동 당기손익-공정가치 금융자산	33,143	30,990	118,134
매각예정자산	-	1,055	-
기타유동자산	2,947	1,611	4,203
당기법인세자산	11	48	-
비유동자산	83,544	96,436	95,108
비유동 당기손익-공정가치 금융자산	9,752	9,294	10,938
비유동 기타포괄손익-공정가치 금융자산	7,237	7,566	9,000
지분법적용 투자지분	6,342	3,900	3,974
유형자산	28,204	38,157	34,416
사용권자산	8,539	6,266	4,424
투자부동산	710	697	684
무형자산	8,551	16,316	15,977
기타비유동채권	11,482	12,445	12,794
이연법인세자산	2,728	1,795	2,901
자산총계	228,550	292,038	408,150
부채			
유동부채	93,109	128,641	193,392
매입채무 및 기타채무	70,528	102,834	144,336
단기차입금	1,984	1,900	1,900
유동성장기차입금	-	-	8,100
기타유동부채	8,857	12,479	16,204
유동리스부채	3,296	3,141	3,567
유동충당부채	-	1,197	1,556
매각예정부채	-	525	-
당기법인세부채	8,444	6,565	17,729
비유동부채	13,652	15,838	5,331
장기차입금	8,100	8,100	-
장기매입채무 및 기타비유동채무	-	3,535	2,440
비유동리스부채	4,737	3,458	1,547
비유동충당부채	815	745	1,345
부채총계	106,761	144,478	198,723
자본			
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	118,929	146,654	209,309
자본금	5,747	5,747	5,747
자본잉여금	48,008	48,008	48,008
기타자본구성요소	-7,388	-10,378	-10,718
기타포괄손익누계액	-3,617	-3,140	-4,099
이익잉여금(결손금)	76,179	106,416	170,371
비지배지분	2,860	905	118
자본총계	121,789	147,559	209,427
자본과부채총계	228,550	292,038	408,150

5.2. 동사 연결현금흐름표

연결 현금흐름표			
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	60,836	72,316	133,464
당기순이익(손실)	34,160	36,260	70,869
당기순이익조정을 위한 가감	21,526	38,455	43,398
영업활동으로인한자산·부채의변동	10,562	8,021	27,239
이자의 수취	836	782	734
배당금의 수취	7	12	1,049
이자지급	-150	-47	-42
법인세의 납부	-6,106	-11,167	-9,783
투자활동현금흐름	-70,041	-17,826	-113,440
단기대여금의 감소	8	107	91
장기대여금의 감소	220	89	320
당기손익-공정가치금융자산의 처분	17,752	52,438	36,984
매각예정으로 분류된 비유동자산이나 처분자산집단의 처분	-	-	368
유형자산의 처분	70	104	772
무형자산의 처분	50	-	-
보증금의 감소	20	99	9
종속기업과 기타 사업의 지배력 획득에 따른 현금흐름	-	-263	-
임차보증금의 감소	51	2,485	2,057
장기금융상품의 처분	-	-	-
단기대여금의 증가	-15	-487	-190
장기대여금의 증가	-300	-920	-290
당기손익-공정가치금융자산의 취득	-41,387	-45,966	-123,966
기타포괄인식-공정가치금융자산의 취득	-4,998	-100	-2,730
관계기업에 대한 투자지분의 취득	-3,900	-	-764
투자예치금의 순감소(순증가)	-223	-12	-770
유형자산의 취득	-11,795	-19,303	-9,417
무형자산의 취득	-1,582	-3,863	-3,884
단기금융상품의 순감소(순증가)	-21,557	963	-10,122
임차보증금의 증가	-1,770	-3,182	-1,701
보증금의 증가	-685	-5	-209
종속기업과 기타 사업의 지배력 상실에 따른 현금흐름	-	-8	-
재무활동현금흐름	837	-15,654	-11,164
주식의 발행	40	-	-
단기차입금의 증가	1,000	900	-
장기차입금의 증가	8,100	-	-
단기차입금의 상환	-109	-984	-
사채의 상환	-	-	-
자기주식의 취득	-	-5,945	-
주식선택권 행사로 인한 현금유출	-1	-4	-4
배당금지급	-5,079	-6,008	-6,914
리스부채 원금의 지급	-3,114	-3,614	-4,245
연결자본거래로 인한 현금유출	-	-	-
환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	-8,369	38,836	8,860
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	-17	-159	231
기초현금및현금성자산	35,721	27,336	66,012
기말현금및현금성자산	27,336	66,012	75,103

5.1. 동사 Historical 12F PER 밴드 (출처: Bloomberg, 한국투자증권)

**Notice.**

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