

SOOP에겐 식은 SOUP 먹기

동사의 2026E EPS 14,419원에 Target PER 12.90x를 적용한 182,500원을 목표 주가로 제시한다. 10여년 간 이어져 온 트위치와의 경쟁구도는 트위치가 수익성 악화로 한국 시장에서 철수하며 동사의 승리로 막을 내렸다. 그 역할을 계승하겠다며 호기롭게 도전장을 내민 치지직은 처음의 포부와는 동사와 본격적인 경쟁을 벌이기도 전에 힘들어하는 모습을 보이고 있다. 치지직이 트위치의 전철을 밟으며 사라지는 미래를 그려보며, 전례 없던 독점적인 지위를 누릴 동사를 알아보자.

Point 1. 전파 끊기는 소리, 치지직

트위치가 사라진 현재, 한국 인터넷 방송 시장에서 동사의 유일한 경쟁자는 치지직이다. 그러나 올해 첫 발을 내딛은 플랫폼인 치지직은 몇 걸음 떼지도 못한 채 뒷걸음질 치고 있다. 다년간 탄탄하게 쌓아 올린 동사의 성벽과는 달리, 급하게 쌓아 올린 모래성인 치지직은 결국 밑단부터 흠어지며 트위치를 따라 사라질 것이다. 이미 그 전조증상이 시작되었으며 치지직의 성장 가능성이 막혀 있다는 것과, 이는 구조적인 문제이기에 극복이 불가능하다는 것을 P와 Q 각각에서 뜯어보자.

Point 2. 드디어 최강이 된 SOOP

일반적인 생각과 달리 국내 인터넷방송 산업의 주도권은 이미 완벽히 동사 쪽으로 기울었다. 치지직은 가지고 있던 고유의 해자를 모두 동사에 빼앗기며 게임, 버추얼, 커머스 모두에서 실패했다. 치지직 입장에서는 지금의 경쟁 패배가 더욱 고착화되고 역전할 수 없는 요인들이 산재해 있어 경쟁 패배가 더욱 뼈아프다. 결국 사업 존속의 목적을 찾지 못한 치지직은 크게 축소될 것이다. 역사상 처음으로 독점의 지위를 누리게 될 동사는 크게 날아오를 준비를 마쳤다.

Rating

Buy

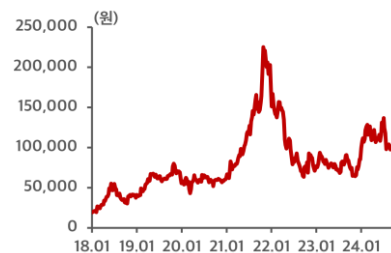
목표주가: 182,500 원

현재주가: 96,200 원

상승여력: 93.53%

12M 추가추이

시가총액 1 조 1,058 억 원



B/S data (1H24)

자산 총계 6,158 억 원

부채 총계 2,845 억 원

자본 총계 3,313 억 원

Valuation (24E)

EPS 9,865 원

PER 12.68x

ROE 26.5%

주요 주주

세인트인터네셔널 외 8인 26.33%

UBS AG 외 4인 7.70%

Morgan Stanley 5.65%

SMIC 4 팀

팀장 49기 이준호

팀원 49기 한승호

50기 심재윤

50기 김태원

50기 박민석

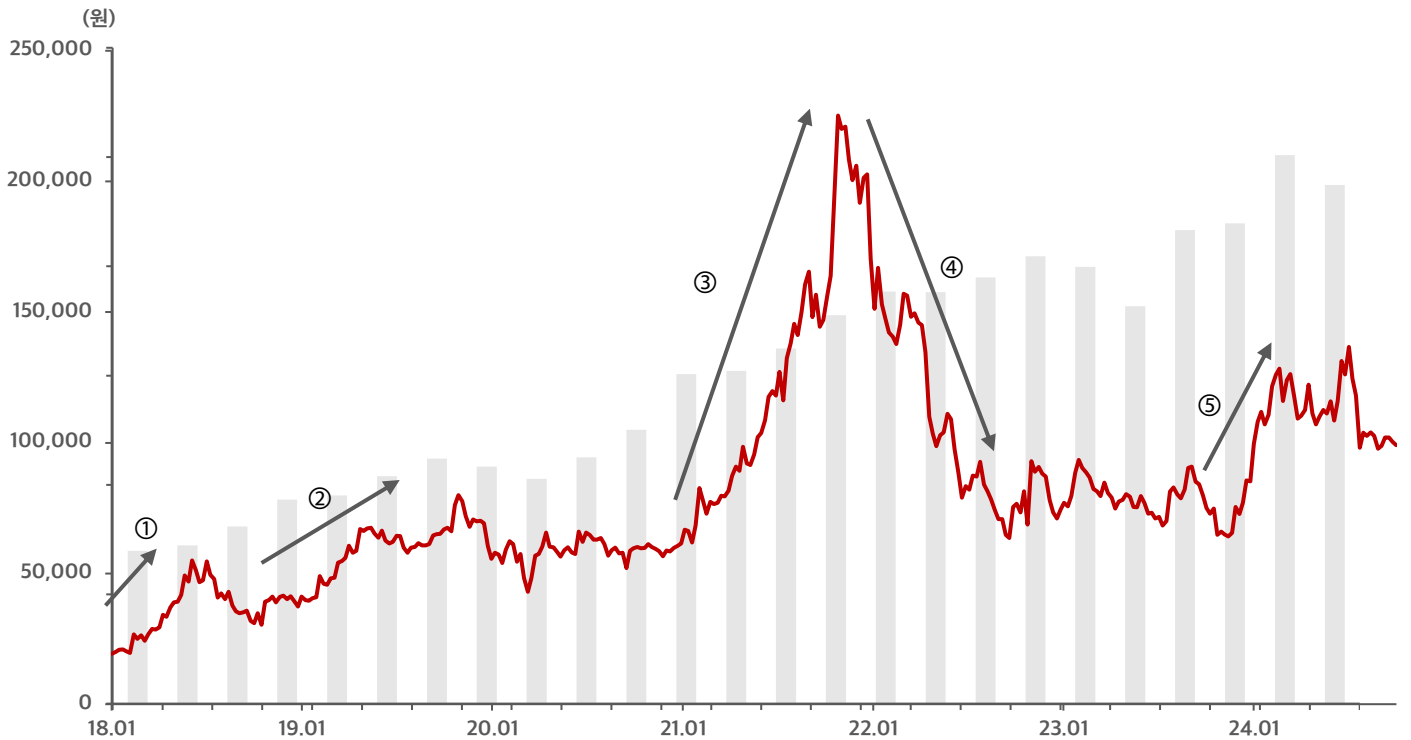
추경포괄손익계산서										
(단위: 백만 원)										
	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
매출액	167,869	196,566	272,295	314,977	347,618	94,932	106,530	417,445	505,182	571,327
YoY(%)	32.5%	17.1%	38.5%	15.7%	10.4%	30.6%	22.9%	20.1%	21.0%	13.1%
영업비용	131,143	146,153	183,473	232,558	257,309	66,397	73,228	284,828	333,651	378,907
영업이익	36,726	50,414	88,822	82,419	90,309	28,535	33,303	132,617	171,530	192,420
OPM(%)	21.9%	25.6%	32.6%	26.2%	26.0%	30.1%	31.3%	31.8%	34.0%	33.7%
금융수익	6,887	1,949	3,953	4,394	11,966	2,633	2,656	6,874	6,627	6,627
금융비용	469	629	1,230	1,234	930	236	189	765	916	916
기타이익	652	762	1,848	2,706	2,794	1,008	795	2,566	1,535	1,535
기타비용	867	4,918	4,404	5,859	7,995	388	484	5,583	5,583	5,583
관계기업에 대한 지분법손익	(991)	(43)	74	148	(70)	-	-	28	28	28
법인세비용차감전순이익	41,938	47,535	89,063	82,573	96,074	31,553	36,081	135,736	173,220	194,110
법인세비용	7,778	9,684	18,125	23,060	21,450	6,813	8,411	30,305	38,674	43,338
중단영업이익	(685)	(1,591)	(69)	-	-	-	-	-	-	-
당기순이익	34,160	36,260	70,869	59,513	74,624	24,739	27,670	105,431	134,546	150,772
NPM(%)	20.3%	18.4%	26.0%	18.9%	21.5%	26.1%	26.0%	25.3%	26.6%	26.4%

CONTENTS

1. 투자 Idea	03
2. 산업 & 기업 분석	04
3. Point 0. 진정한 풍(★)력 발전, 별풍선이 쓰러지지 않아	08
4. 투자포인트	
Point 1. 전파 끊기는 소리, 치지직	10
Point 2. 드디어 최강이 된 SOOP	15
5. +α 해외 진출로 디스카운트 벗어던지기	21
6. 매출추정	23
7. Valuation - Historical PER Method	27
8. Appendix	31

이곳은 기대감의 장작이 쌓여있는 SOOP - 투자 Idea

도표 1-1. 동사 주가 및 분기별 실적



출처: KRX, SMIC 4팀

동사의 매출, 영업이익은 매년 역성장 없이 꾸준한 상승을 기록해왔지만 주가는 실적과 동행하지 않았다. 역사 속 동사의 주가를 견인하는 요인으로는: ① 자체 e스포츠 리그 주최 및 스포츠 경기 중계 사업 진출로 인한 기대감 ② 콘텐츠형 광고라는 새로운 먹거리 ③ 코로나 특수로 인한 인터넷 방송 시청자 및 시청 시간 증가 ⑤ 트위치 코리아의 철수를 통한 국내 인터넷 방송 시장 점유율 제고가 있었다.

즉, 동사의 주가 driver는 늘 당장의 실적이 아닌 동사의 성장 cap이었다. 하지만 기대감으로 상승하는 동사의 주식은 반대로 피크아웃에 대한 우려 또한 항상 겪어왔다. 일례로 ④ 코로나 규제가 완화되면서 인터넷 방송 이용 또한 시들면서 코로나로 상승한 주가를 다시 반납하였다.

현재 동사는 전혀 없는 성장의 기회에 직면해 있다. 동사의 주가 속에는 (1) 새로운 경쟁자인 치지직과의 국내 인터넷 방송 시장 점유율 경쟁 (2) 해외 시장 공략을 통해 국내 시장의 천장 타파에 대한 기대감이 혼재해 있고 이 중 실현 가능한 꿈이라는 것이 증명되는 순간 과거의 상승분은 더 이상 꿈이 아니게 된다. 본 보고서는 이 중 동사의 현재에 더 맞닿아 있는 미래는 치지직과의 경쟁으로부터 승리 후 국내 시장의 Only One으로서 군림하는 이야기라고 제시한다.

[투자포인트]에서 후술하겠지만, 동사는 트위치 코리아 철수 후 받은 성적표에서 늘 동사에게 달라붙는 꼬리표인 실적 피크아웃을 해소하기 위한 실마리까지 붙잡았다.

이제, 본서가 수행할 바는 명확하다. 동사에 대한 기대감이 단순 꿈이 아닌, ① 예지몽임을 검증하고, 그 실적의 ② 경로를 제시함으로써 투자자들에게 동사 가치에 대한 확신을 제공하는 것이다.

SOOP 속 아프리카 TV - 산업 & 기업 분석

대형 플랫폼이었던 트위치의 철수 이후, 장기간 이어져 온 트위치와 아프리카TV의 양강구도가 깨지며 **치지직과 SOOP**이라는 두 플랫폼의 대결이 시작되었다. 먼저 두 플랫폼이 스트리머 흡수에 적극적인 수밖에 없었던 이유와, 스트리머 입장에서 플랫폼을 매력적으로 만드는 요인을 살펴본 후, 이를 바탕으로 동사의 사업모델 성공의 배경을 파헤쳐보자.

2.1. 한국의 인터넷 방송 생태계

P와 Q의 핵심은 스트리머의 유치

인터넷 방송 플랫폼의 P와 Q를 간단히 하면 P는 ARPU(유저당 평균 매출), Q는 MAU(월간 활성 유저 수)를 의미한다. 즉, 이용자 수와 그 지출이 플랫폼의 수익성과 직결되는 것이다. 이 때 이용자층 확보에 가장 핵심이 되는 것은 스트리머인데, **스트리머가 제공하는 효용**이 이용자들이 플랫폼에 접속하고(Q) 구독이나 일회성 결제(P)를 하는 이유이기 때문이다. 트위치가 철수를 결정하자 다른 플랫폼 업체들이 앞다투어 스트리머를 유치하고자 했던 이유가 여기에 있다.

BM의 수익성은 플랫폼과 스트리머 모두에게 중요

플랫폼과 스트리머 모두에게 **BM의 수익성은 굉장히 중요하다**. 플랫폼의 주 수입원은 크게 이용자 지출액으로 구성된 **플랫폼 매출**과, 광고주로부터 오는 **광고 수입**으로 나뉜다. 유사한 플랫폼 사업모델이라도 **매출 구성 비율**에 따라 수익성에 큰 차이를 내는데, 이는 스트리머와 플랫폼이 사전에 정해진 비율에 따라 수입을 분배하기 때문에 곧 스트리머의 수익과도 직결된다. 따라서 수익성이 좋은 BM은 스트리머에게 어필할 수 있는 무기가 된다. [도표 2-1.]

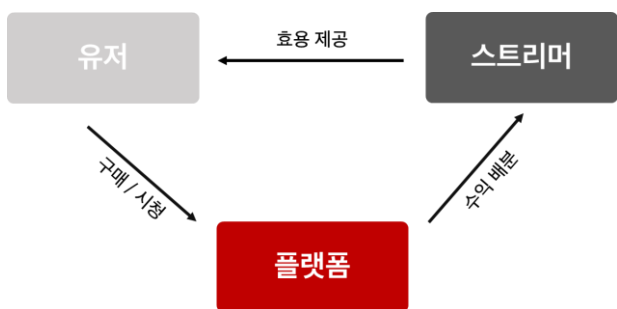
이용자 특성과의 적합성이 중요

이용자 특성은 이러한 BM 설계 시 수익성을 위해 중요하게 고려해야 한다. 이에 대한 대표적인 예시로 트위치를 들 수 있는데, 트위치는 토크 및 게임에 특화된 문화를 조성하며 7000여명의 스트리머를 유치하는 데 성공했음에도 불구하고, 동사와 수익성 측면에서 상당한 차이를 보였다.

한국 유저의 특징 :구독보단 일회성 결제

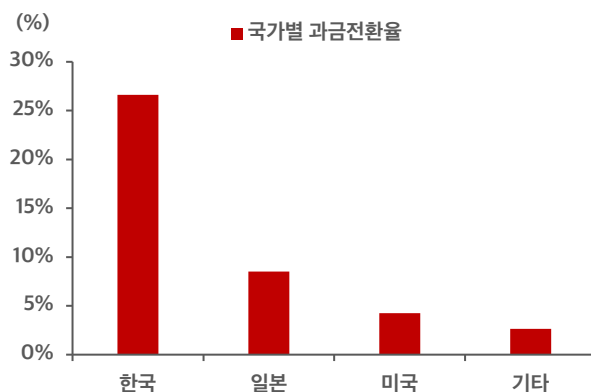
이에 반해 동사는 **일회성 결제를 유도하는 BM을 설계**하여 탑라인의 성장을 이뤄냈다. 한국의 플랫폼 이용자들은 **일회성 결제에 대한 과금전환율이 높다**. 이는 웹툰 산업의 사례에서 명확하게 드러나는데, 한국의 경우 일회성 결제의 PUR(과금전환율)이 타국에 비해 압도적이다. 그러나 반대로 구독 경제의 경우, 23년 기준 미국의 OTT 플랫폼의 구독율은 86%로, 한국 40%의 2배가 넘는 모습을 보여 미국의 경우 일회성 결제율은 낮지만, 유료 구독률은 높다는 환경적 차이를 확인할 수 있다. [도표 2-2.]

도표 2-1. 유저-스트리머-플랫폼 관계



출처: SMIC 4팀

도표 2-2. 웹툰 유료 결제율



출처: 네이버, SMIC 4팀

2.2. 역사가 증명한 식은 SOOP 먹기

오랫동안 지속됐던 아프리카 VS 트위치

인터넷 방송 산업은 아프리카TV와 트위치가 양분하는 구도가 10여년 간 지속되어 왔다. 이러한 구도는 트위치가 24년 수익성 악화로 인한 철수를 선언하며 아프리카TV의 승리로 끝났으나, 치지직이라는 새로운 경쟁자가 트위치를 계승하며 새로운 경쟁 패러다임을 열었다.

먼저 자리를 잡은 아프리카TV

아프리카TV는 게임 방송을 메인으로 인터넷 방송 산업에 뛰어들어 방송국에서 잘 다루지 않는 마이너 게임들의 라이브 방송을 바탕으로 성장했다. 07년 **별풍선이라는 비즈니스 모델을 고안**하여 자신이 응원하는 스트리머에게 직접 기부할 수 있는 혁신적인 시스템을 도입하였다. 수익성 좋은 비즈니스 모델을 통해 다수의 스트리머를 영입하며 크기를 키운 동사는 콘텐츠와 트래픽에서 우위를 선점한 이후 10년대 중반까지 다음 tv팟, KOO TV 등의 경쟁자들을 압도하며 독과점의 지위를 유지해왔다. [도표 2-3.]

트위치의 출발

동사의 오랜 경쟁자인 **트위치가 본격적으로 한국에** 들어온 것은 15년 9월이다. 한국 서버가 추가될 것이라는 소식이 2월에 발표하였으나, 9월부터 공격적으로 스트리머들과 전속 계약을 맺으며 시장에 침투했다. 트위치는 **스트리머 수입의 불안정성을 해결**할 수 있도록 월급 개념의 확실한 페이를 약속하는 등 파격적인 대우를 통해 다수의 스트리머들을 자신의 플랫폼으로 끌어들이었다. 특히 **높은 화질**에 목말랐던 게임 스트리머들이 화질을 보장해주는 트위치라는 대안으로 이적하며, 본격적으로 트위치와 동사의 대결구도가 시작되었다.

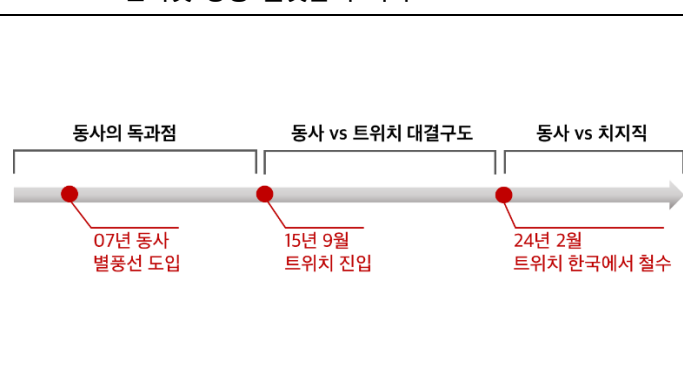
24년 트위치 철수 : BM의 구조적 문제

10년 간 이어져오던 경쟁구도는 트위치가 **수익성 악화**로 24년 2월 한국에서 철수하며 막을 내렸다. 이는 전술했듯이 **트위치 BM의 구조적 문제** 때문이다. 미국에 뿌리를 둔 트위치는 구독이나 광고 외 자체적인 수입원이 없었다. 뒤늦게 **서드파티를 이용**하여 기부경제 서비스를 제공하였으나, 제3자에게 지불하는 수수료 때문에 트위치에게 돌아가는 이익은 6~15%로 매우 낮았다. 이에 트위치 역시 비트라는 자체 시스템을 도입했으나, **영상 후원이 안 되는 등** 기존 서비스 대신 비트를 사용할 유인이 없어 **결국 기부경제로 수익률을 올리는 데 실패**했다.

SOOP vs 치지직

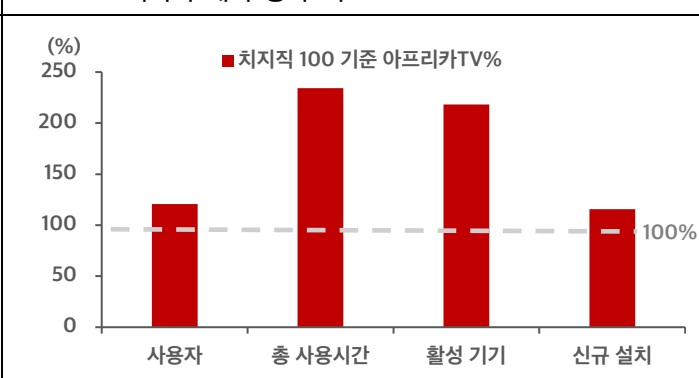
트위치가 떠난 지금, 인터넷 방송 시장은 **동사와 치지직이 양분**하는 새로운 경쟁 구도를 맞이했다. 신규 플레이어인 치지직은 오픈 베타 테스트 일정을 앞당기는 것 외에도 트위치의 영상 후원 기능, UI 등 유사한 환경을 조성하며 **트위치 스트리머들을 흡수**하기 위해 총력을 기울였다. 비록 몇몇 대형 스트리머들을 동사에게 빼앗기긴 했으나, 이러한 노력 끝에 치지직은 시장의 플레이어로서 성공적으로 자리 잡았다. 그러나 최근 치지직에서의 파트너 BJ가 이탈하는 등 불안정한 모습과, **모든 지표에서 동사가 앞선**다는 점에서 트위치와의 경쟁과는 사뭇 다른 양상을 띠 것으로 예상된다. [도표 2-4.]

도표 2-3. 인터넷 방송 플랫폼의 역사



출처: 언론종합, SMIC 4팀

도표 2-4. 치지직 대비 동사 지표



출처: 아이지에이웍스, SMIC 4팀

2.3. 나무를 보지 말고 SOOP을 보라

별풍선이라는 효과적인 생태계 적응 BM 동사가 2천억이 넘는 매출액의 꾸준한 성장률을 보여줄 수 있었던 이유는 07년에 도입한 ‘별풍선’이라는 특별한 BM 덕분이다. 플랫폼들이 Q에 해당하는 높은 트래픽에 목말라하는 이유는 결국 기부경제와 같은 후원 시스템이 없을 경우 플랫폼 별도의 수입원 없이 인지도에 의한 **광고 수입에 의존해야** 하기 때문인데, 동사의 경우 전체 매출의 74.5%에 달하는 자체 플랫폼 매출에 해당하는 ‘별풍선’(기부경제선물), ‘퀵뷰’(기능성 아이템) 등을 통해 높은 P를 유지할 수 있었다.

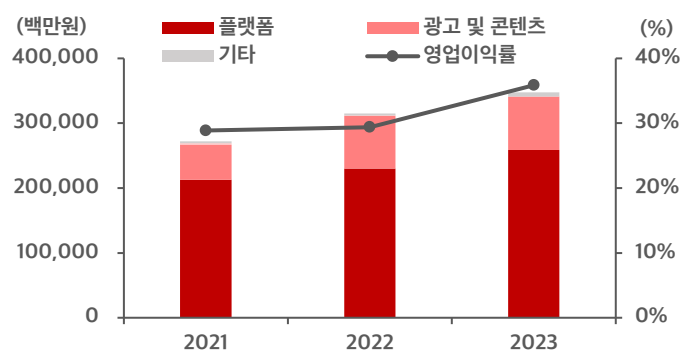
‘별풍선’으로 대표되는 기부경제 별풍선(기부경제선물)은 팬들이 스트리머에게 선물하는 현금성 아이템으로, 스트리머의 등급에 따라 **20~40%를 동사가 수수료로** 제하고 스트리머에게 배분한다. 트위치가 플랫폼 자체의 기부경제를 제대로 정착시키지 못하고 제3자(서드파티)에게 일임한 데 비해, 동사는 처음부터 자사 플랫폼에서 구매를 하고 충전한 금액을 스트리머에게 쓸 때 플랫폼 수익으로 인식하는 구조를 취했기 때문에 트위치의 2-3배에 달하는 수익성을 보일 수 있었다. [도표 2-5.]

수익성을 올려주는 경쟁적인 구조 아프리카TV의 **경쟁적인 구조**도 동사의 BM과 시너지를 내는 요소다. 플랫폼의 구조적으로도, 분위기도 모두 경쟁을 부추기고 지출을 유도하도록 설계되어 있다. 이 중 구조를 먼저 살펴보자면, **트위치의 경우 절대평가 개념**으로 일정 금액을 넘은 유저에게 배지를 달아준다. 그러나 동사는 **상대평가**를 통해 개인방송당 20인에게만 ‘열혈팬’ 등급을 부여하기 때문에, 한 유저가 100억을 싸도 다른 유저가 101억을 쓰면 밀려날 수 있는 구조다. 이에 따라 동사의 플랫폼에서는 **큰 금액을 지속적으로 사용할 유인**이 있다.

인정 욕구를 충족시켜주는 유저문화 동사가 만들어둔 구조뿐만 아니라, **유저들이 만들어가는 분위기**도 인간의 인정 욕구를 자극하며 지갑을 열게 한다. 해당 방송에 후원을 많이 한 열혈팬이 입장하면 **일반 시청자와 구분되는 알람**이 뜨는데, 이때 스트리머가 따로 인사를 하거나 해당 유저와 대화가 될 정도로 채팅을 많이 읽어주는 등 **열혈팬은 특별한 대우**를 받는다. 뿐만 아니라 큰 금액의 후원이 터졌을 때 모두가 해당 유저의 이름을 외치는 등, **돈 쓴 사람을 확실하게 대접해주는 분위기**가 만연하다.

진화하는 스트리머들 유저들 사이의 문화만이 아닌, 이런 경쟁환경 속에서 살아남기 위해 **스트리머들도 끊임없이 진화**한다. 먹방 등 **새로운 콘텐츠 개발**은 물론이고 **새로운 형태의 방송 방식**을 창조하기도 한다. 최근 단적인 예가 **엑셀방송**이라는 새로운 포맷이다. 스트리머들을 엑셀 차트처럼 생긴 표에 받은 별풍선 수에 따라 순위를 매겨 붙은 이름인데, 별풍선을 많이 받지 못할수록 화면에 잡힐 기회가 적다. 따라서 응원하는 스트리머가 있을 경우 필연적으로 지출이 늘어날 수밖에 없는 구조를, 스트리머들이 자체 개발한 것이다. [도표 2-6.]

도표 2-5. 매출 및 영업이익률



출처: DART, SMIC 4팀

도표 2-6. 방송 문화



출처: 동사, SMIC 4팀

서드파티 금지 또한 수익성 보장을 위해 동사는 트위치 수익성 저하에 가장 큰 영향을 미친 **서드파티를 통한 후원을 저지**하고 있다. 서드파티(third party)란 제3자를 뜻하는 말로, 원천기술을 가진 퍼스트 파티와 호환되는 파생상품을 판매하는 회사를 뜻한다. 플랫폼의 경우 유저가 서드파티를 이용한 후원을 하면 플랫폼에게 돌아가는 수익이 플랫폼 자체의 아이템으로 후원하는 경우의 1/3 수준 일 정도로 현저히 적다. 동사의 스트리머 등급은 일반 - 베스트 - 파트너 순서로 구분되는데, 이 중 **일반 비제이를 제외한 베스트와 파트너 스트리머의 경우 서드파티를 쓸 수 없다.**

광고를 제거해주는 킥뷰 이렇듯 플랫폼 매출의 화력이 대단하긴 하지만, **광고수익 역시 20~25% 정도를 차지**한다. 그러나 기본적으로 **유저들은 광고를 회피**하려는 경향이 있는데, 이는 유튜브 프리미엄의 구독자 수가 20~23년 연평균 75%의 증가율을 보였다는 점에서도 확인할 수 있다. 동사 역시 **광고를 없앨 수 있는 기능성 아이템인 '킥뷰'**를 제공한다. 킥뷰의 경우 구독기간마다 할인율에 따라 다르지만 **월 3,900원** 정도로 유튜브 프리미엄(14,900원)은 물론 치지직의 '치트키'(월 14,300원)보다 훨씬 저렴하다.

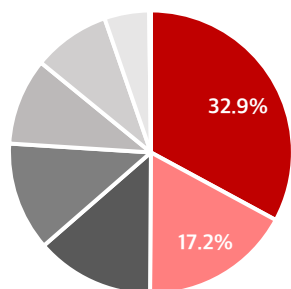
거부감을 사는 치지직의 중간광고 광고 중에서도 유저들의 거부감이 가장 높은 광고는 영상 중간에 삽입되는 중간광고다. 치지직의 경우 도입 초기 **30분마다 중간광고**를 삽입하였는데, 월 14,300원의 '치트키'를 구매하지 않은 경우 이를 **강제 시청**해야 했다. 유저들의 거센 저항에 일주일만에 광고주기를 45분으로 변경, 2개월만에 skip 기능을 도입했으나 여전히 중간광고에 대한 불만이 많은 상황이다. [도표 2-7.]

동사의 중간광고는 '쉬는 시간'에 이에 반해 동사는 중간광고를 강제하기보다 **스트리머 재량**으로 남겨두어, 스트리머가 방송 중간에 화장실을 가는 등 방송을 멈출 때 '쉬는 시간'이라는 이름으로 영상 광고를 대신 송출한다. 후술하겠지만 **구조적으로 트위치나 치지직보다 중간광고가 적었는데**, 유저 입장에서든 재밌게 보던 중에 광고가 뜰 일이 없고, 스트리머 입장에서든 흐름이 끊기지 않는다는 점에서 효과적이다.

콘텐츠 광고 →효과적인 광고환경 동사가 쌓은 다년간의 경험은 동사를 **광고 제작의 전문가**로 만들어 주었다. **플랫폼 광고**(배너, 프리롤, 중간광고) 뿐만 아니라 광고를 콘텐츠에 녹여내어 제공하는 **콘텐츠형 광고**도 지속해왔다. 특히 **게임**의 경우 광고 효과 측면에 있어 동사의 플랫폼은 매우 목적적합하다. 게임의 경우 실제 플레이 영상을 보여주는 것이 가장 효과적이며, 정보를 주로 얻게 되는 경로 또한 개인 방송이기 때문이다. 이에 따라 동사는 22-23년 연 **800억이 넘는 광고 매출**을 인식하였으며, 동사가 인식하는 광고수익이 광고 수수액의 30%의 수수료임을 감안하면 광고업계에서의 동사의 인기를 실감할 수 있을 것이다. [도표 2-8.]

도표 2-7. 불편광고 종류

■ 중간삽입 ■ 자동재생 ■ 측면/하단바 ■ 전체화면 ■ 팝업 ■ 뒤로가기 ■ 설치



출처: 한국인터넷진흥원(KISA), SMIC 4팀

도표 2-8. 플랫폼 매출과 광고 매출

구분	이름	의미
플랫폼 매출	별풍선	스트리머에게 기부하는 선물
	킥뷰 / 킥뷰 플러스	광고 제거 아이템
	구독	월정액을 스트리머에게 후원
광고 및 콘텐츠	플랫폼 광고	배너, 프리롤, 중간광고
	콘텐츠 광고	멀망전, 스타대학 등

출처: DART, SMIC 4팀

Point 0. 진정한 풍(★)력 발전, 별풍선이 쓰러지지 않아

동사의 새로운 성장 가능성을 논하기 이전에, 우선 동사의 주매출원인 별풍선의 성장 지속성에 대해 논증하고자 한다. 동사의 23년 기준 플랫폼 매출은 2,589억원으로, 동사의 사업이 본격화된 이래로 단 한 번도 성장을 멈춘 적이 없다. 올해 상반기에 최고 실적을 거뒀음에도 불구하고, 동사의 성장에 의구심을 품는 혹자를 위해 본 보고서는 Point 0을 통해, 동사의 별풍선 성장이 지속되는 배경에 대해 설명하고자 한다.

3.1. 엑셀 방송? 우리의 장점은 무한확장 콘텐츠

다양한 콘텐츠,
무한한 성장

동사의 가장 큰 장점은 한 우물만 파지 않는다는 것이다. 시기에 따라, 유행하는 주류 콘텐츠는 달라졌지만, 언제나 새로운 콘텐츠를 제시하며, 시청자들의 지갑을 적극적으로 열어냈다. 이에 따라, 동사의 ARPPU는 17년 이후 매분기 평균 4.8%씩 성장해왔다. [도표 3-1.] 그 과정에서, 동사는 다양한 BJ와 함께 다양한 콘텐츠를 만들어냈다. 이는 초창기에는 스타리그와 먹방, 이후에는 e-스포츠와 여캠으로 대표된다. 단순히 별풍선을 생산하고 있는 현재의 수익 구조에만 집중하는 것이 아니라, 동사는 e-스포츠 구단 투자, 대회 개최, 자체 콘텐츠 제작 등 확장을 위해 지속적으로 노력했다.

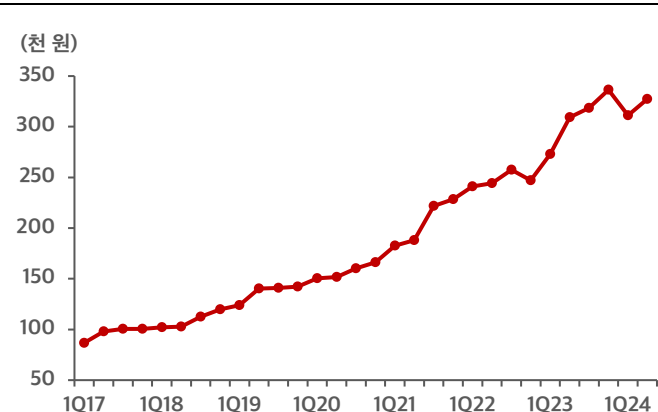
엑셀 방송은
본질이 아니다

동사의 콘텐츠 다양성에 대한 예시로 23년과 24년 동사의 매출을 설명할 때, 항상 따라붙는 ‘엑셀 방송’에 대해 이야기해볼 수 있다. 혹자는 동사의 최근 매출 상승 동력은 단순히 ‘엑셀 방송’이 유행한 결과물이 아니냐는 의견을 제시하며, 동사의 추가적인 매출 상승이 힘들 것이라는 의견을 제시하기도 한다. 그러나, 23년, 24년 엑셀 방송을 통해 동사의 매출이 상승한 것은 사실이나, 이는 본질과 다르게 과하게 주목된 경향이 있다.

엑셀 방송은
구조적 결과물일 뿐

동사의 최근 매출 상승은 엑셀 방송으로 인한 일회성 상승이 아닌, 새로운 콘텐츠를 만들어가는 동사의 구조적 결과물로 해석해야 한다. 엑셀 방송이 주목받기 시작한 23년, top 10 엑셀 방송 bj들이 실제 동사 매출에 기여한 정도는 약 210억원이다. 이 bj들이 22년 엑셀 방송이 아닌 다른 방송을 통해 이미 약 41억원의 매출을 발생시켰으며, 10명 이상의 타bj들과 함께 방송을 진행하며, 그들의 별풍선 창출력도 합쳐져서 계산된다는 점을 감안한다면, 실제 기여 수준은 170억 원 미만으로 떨어진다. [도표 3-2.] 동사가 18년부터 22년까지 늘 최소 176억원 이상, 평균 325억원의 플랫폼 매출 상승을 이뤄냈다는 점을 감안한다면, 엑셀 방송만으로 동사를 바라보는 것은 과도한 처사이다.

도표 3-1. 동사 ARPPU 추이



출처: SOOP, SMIC 4팀

도표 3-2. 23년 top 10 엑셀 방송 별풍선 수입

BJ명	별풍선 개수
커****	397,560,187
[FV]박**	190,582,192
댄****	1,313,437,337
[BJ]김**	83,550,704
[TCK]홍*	62,441,817
[ASG]혁*	55,150,998
虎****	46,154,382
대*****	35,965,830
최**	24,623,274
방****	23,590,518

출처: 풍투데이, SMIC 4팀

3.2. 한국인의 Legacy, 역사를 통해 증명된 K-본성

인방과 게임의 공통점 -> 경쟁심 동사 플랫폼의 소비자들은 응원하는 BJ들이 제공하는 ‘리액션’을 보기 위해 **별풍선**을 아낌없이 지불한다. 이러한 욕구가 고객들의 지갑을 열 수 있다는 사례는 NC소프트의 리니지와 같은 **국내의 과금형 게임**들로 이미 증명된 바 있다. 인터넷 방송과 게임은 다소 다른 BM으로 보이지만, 그 속에는 **경쟁심이라는 같은 동기가** 있다.

P2W도 경쟁 인방도 경쟁 별풍선을 이끄는 인간의 동기는 크게 **1) 재미 2) 상호작용 3) 경쟁심**이다. [도표 3-3.] 이 중, 소비자로부터 큰 돈을 이끌어내는 동기는 경쟁심이다. 동사의 소비자들은 별풍선을 쓰는 상대방을 이기고, “채팅창에서 나를 인식시키고 싶어서” 지속적으로 별풍선을 소비한다. 이는 상대방과 경쟁하며, **나의 강함을 인식시키고 싶은 P2W 게임(리니지, 메이플스토리 등의 과금형 게임)**이 전통적으로 발전한 **국내에서 쉽게 찾을 수 있는 동기**이다.

동사의 BM -> 지속적인 자극 동사의 BM은 **이러한 동기를 지속적으로 자극**하기에 최적화되어 있다. 과금형 게임은 지속적으로 경쟁심을 느낄 수 있도록, 새로운 경쟁자를 만들기 위해, 새로운 콘텐츠나 새로운 게임을 출시해야 한다. 또한, 시간이 지날수록 기존 유저와 신규 유저 간의 격차가 커지며, 새로운 유저가 진입하기 힘든 과금형 게임과 달리, 동사의 BM은 신규 유저와 기존 유저 모두 비슷한 환경이 제공되며, **지속적으로 등장하는 새로운 BJ**를 통해, 신규 유저가 다른 곳의 기존 유저로 발돋움할 수 있는 배경을 제공한다.

트렌드에 구애X 새로운 콘텐츠 제작 동사는 이러한 BM을 바탕으로, **트렌드에 구애받지 않고 별풍선**을 벌어들이고 있다. 동사의 플랫폼은 BJ들끼리 경쟁하며, **새로운 콘텐츠를 자체적으로 만들어낼 수 있는 BM**을 보유하고 있다. 게임업계에서는 A 게임사와 B 게임사가 지속적으로 새로운 콘텐츠를 만들어내며 경쟁하며, 수혜는 한 곳으로 간다. 그러나, 현재 동사가 독보적인 위치를 차지하고 있는 인터넷 방송업계에서는 A BJ와 B BJ가 경쟁하고, 누가 이기든 수혜는 동사로 돌아온다.

특정 소비자 의존도 ↓ 이처럼 기본적인 동기가 동일하기에, 동사는 과금형 게임이 주류인 국내에서 성공적인 결과를 거둘 수밖에 없으며, 실제로 거두고 있다. 동사의 ARPPU는 **지속적으로 우성장**하고 있으며, 과거에 비해 **특정 소비자에게 의존하는 정도도 줄어들었다**. 21년 6월, 별풍선 수입 1위 BJ는 최상위 시청자 2명이 전체 별풍선의 67%를 제공했으며, top 10이 전체의 93% 이상을 차지했으나, 현재 24년 9월 기준, 별풍선 수입 1위 BJ의 최상위 시청자 top 2가 차지하는 비중은 20.85%이며, top 50이 차지하는 비중을 다 합쳐도 80%가 되지 않는다. [도표 3-4.] 이는 **더 다양한 사람들이** 기본적인 동기에 따라, **동사의 BM에 빠져들고** 있다는 것을 방증한다.

도표 3-3. 별풍선 소비 동기

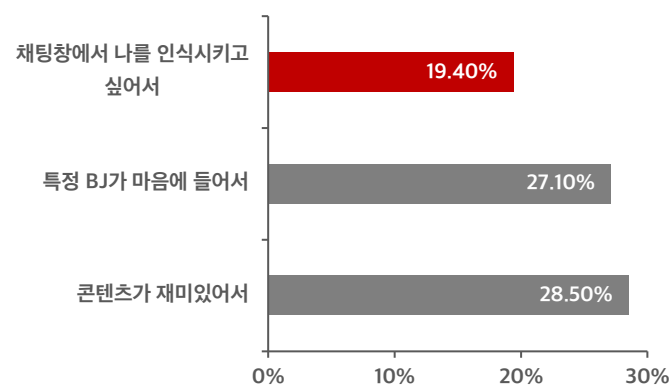
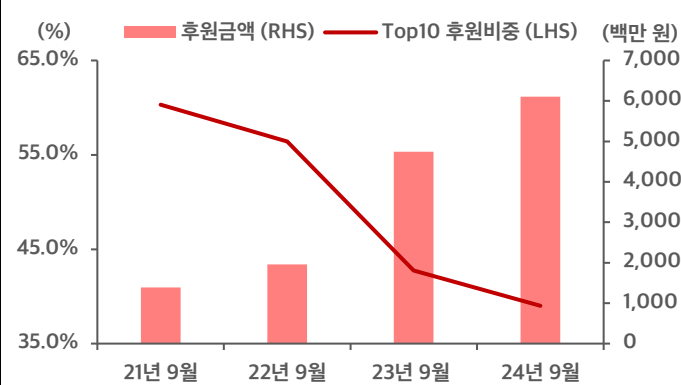


도표 3-4. Top 10 후원비중



출처: “별풍선을 왜 쓸까?- 고려대학교 글로벌비즈니스대학”, SMIC 4팀

출처: 언론종합, SMIC 4팀

투자포인트 - 치지직 short, SOOP long!

동사와 치지직은 우리나라 인터넷 방송 플랫폼을 과점하고 있다. 현재의 인터넷 방송 시장은 어느 한 플랫폼에서의 이탈이 자연스레 다른 플랫폼의 유입이 될 수밖에 없는 환경이다. 현재 치지직은 방송 플랫폼의 핵심인 시청자의 유입과 수익성 모두 동사에게 뒤처지며 앞으로의 존속이 불투명한 상황이다. Point 1에서는 치지직이 P와 Q 양 측면에서 성장할 수 없는 이유를 설명하고자 한다. 이어서, Point 2에서는 치지직의 붕괴가 이미 일어나고 있으며, 이것이 동사에게 무엇을 더해줄 수 있는지를 논증한다.

Point 1. 전파 끊기는 소리, 치지직

방송 플랫폼 Q = 스트리머&시청자 Q

플랫폼의 Q는 기업의 '상품'에 해당하는 스트리머의 Q와 '소비자'에 해당하는 시청자의 Q로 분리할 수 있다. 방송 플랫폼 Q의 성장 가능성을 판단하기 위해서 신규 스트리머의 유입 가능성, 그리고 신규 시청자의 유입 가능성 양 측면에서의 분석이 필요한 이유이다. Point 1에서는 양 측면에서 동사와 치지직을 비교하고, 치지직에 대한 동사의 우위를 주장한다.

4.1. 신규 스트리머 유입가능성

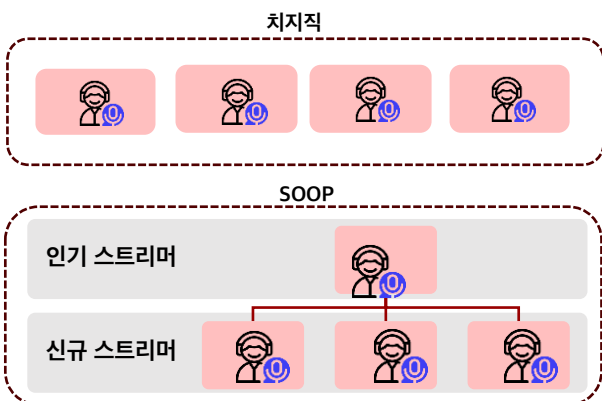
치지직 vs SOOP, 성향 차이

스트리머 입장에서 동사와 치지직을 비교할 때, **치지직은 신규 방송의 성장 난이도가 높은 플랫폼이다.** 그 차이는 각 플랫폼의 성향 차이에서 기인한다. 우선, 치지직은 다른 스트리머와의 소통 없이 시청자들과의 소통에 집중하는 개인 방송 위주로 운영되는 플랫폼이다. 반면, 동사는 일명 '크루 방송'으로 불리는 합동 방송이 차지하는 비중이 높고, 시청자와의 소통 뿐만 아니라 스트리머 간의 소통을 통해 재미를 창출하는 것이 중요하다. 동사에서 방송을 시작하는 스트리머는 방송 초기 단계부터 타 스트리머라는 창구를 통해 활발히 소통할 수 있는 반면, 치지직 신규 스트리머는 혼자서 대부분의 콘텐츠를 채워야 한다는 불리함을 안고 시작한다. [도표 4-1.]

치지직, 너는 이미 고여있다

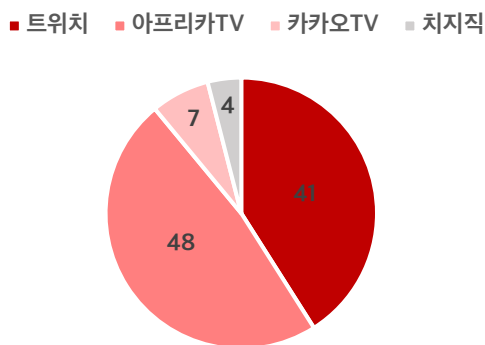
인기의 고착화 역시 문제가 된다. 치지직의 경우, 시청자들의 개별 스트리머에 대한 충성도가 높지만, 이것이 시청 채널의 고착화로 이어져 신규 스트리머가 진입하기 어렵다. 실제로, 팔로워 기준 **치지직 스트리머 상위 10인 중 9명은 이미 트위치에서 25위 안에 들었던 스트리머이다.** 상위 100인으로 범위를 넓혀도, 소속사의 지원을 받은 버츰얼 유튜버 4인을 제외한 나머지는 치지직이 아닌 다른 플랫폼에서 방송을 시작하였다. 상위권 스트리머 역시 플랫폼 특성 상 신규 스트리머들을 발굴하는 콘텐츠를 진행하지 않아, 플랫폼이 점점 고여가는 것이다. [도표 4-2.]

도표 4-1. 플랫폼별 방송 특성



출처: SMIC 4팀

도표 4-2. 치지직 Top 100 스트리머 데뷔 플랫폼



출처: 동사, 네이버, SMIC 4팀

SOOP에는 신규 스트리머 입장에서 인지도를 빠르게 높이기 위해서는 **동사 생태계에 편입되는 것이 유리하다**. 동사의 경우, 지난 달 평균 시청자 수 기준 상위 20인 중 12명이 인기 스트리머와의 합동 방송을 통해 성장하였던 스트리머이다. 최상단에 위치하는 인기 스트리머 역시 대부분 합동 방송을 통해 인지도를 얻은 만큼, 합동 방송 콘텐츠를 통한 신규 스트리머 발굴에 적극적이다. 유명 스트리머는 신규 스트리머를 통해 시청자들이 원하는 신선함을 얻고, 신규 스트리머는 시청자 트래픽을 얻는다. 이러한 공생 관계는 동사로의 진입 유인을 증가시킨다. [도표 4-3.]

치지직 vs SOOP, 대형 콘텐츠 접근성 차이 플랫폼 차원에서도, 동사는 대형 콘텐츠를 통해 스트리머 간의 협동 및 경쟁을 장려한다. 게임 부문에서 양 플랫폼이 여는 대회 개수를 비교했을 때, 치지직은 올해 총 9개의 대회를 개최한 반면, 동사는 동일 기간 30개의 대회를 개최하였다. 더 중요한 것은 **비인기 스트리머의 참여 비율에도 커다란 차이가 있다**는 점이다. 동사의 대표 게임대회 '멸망전'의 경우, 올해 참가자 150인 중 평균 시청자 수 100인 이하인 스트리머 비중이 66%였으나, 치지직 대표 게임대회 '자낱대'의 경우 평균 시청자 수 100인 이하 스트리머의 비중이 5%에 불과했다. [도표 4-4.]

데이터가 보여주는 시청자 유입의 차이 실제로, 각 플랫폼에서 최근 30일 이내에 방송을 시작한 스트리머 중 시청자 수 상위 35인의 방송 데이터를 비교한 결과, 동사 신규 스트리머의 평균 시청자수는 치지직에 비해 **270% 높았다**. 또한, 데뷔 이후 방송기간동안 100명 이상의 평균 시청자수를 기록한 신규 스트리머 3인 역시 모두 동사 소속이었다.

다각화된 수입원 동사는 신규 시청자 유입 차원에서 매력적인 선택이지만, 새로운 **시청자들의 유입이 기부경제 수익으로 이어지는 속도 역시 빠르다**. 꼭 개별 스트리머에 대한 후원이 아니라, 콘텐츠에 대한 후원을 정산받는 방식으로도 기부경제 수익을 얻을 수 있기 때문이다. 대표적인 예시로, 게임 스트리머의 경우 팀을 꾸려 게임을 하고, 승자가 모금된 별풍선을 가져가는, 이른바 'CK 방송'이라고 불리는 콘텐츠를 통해 별풍선과 시청자 유입 두 마리 토끼를 잡을 수 있다. 게임 방송 스트리머가 아니더라도, 다른 스트리머들과 함께 방송하고 정산을 받는 방식을 통해 동사에서는 방송을 시작한 지 오랜 시간이 지나지 않은 스트리머도 기부경제 수익을 얻을 수 있다.

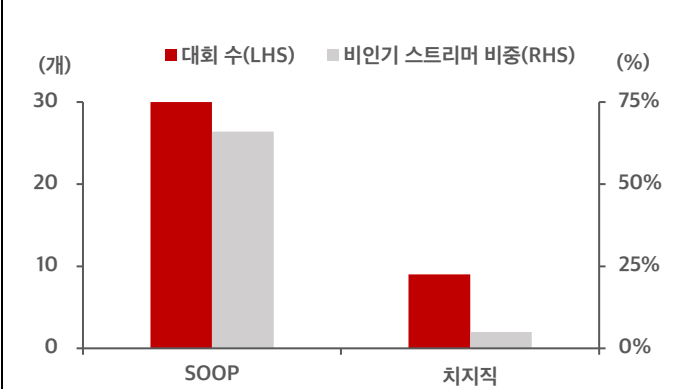
신입인데 이 정도의 수입을? 앞서 언급하였던 동사 신규 스트리머 35인 중 12명이 최근 10일 이내 누적 10,000개 이상의 별풍선을 받았으며, 이 중 3명은 방송 첫 날에 10,000개 이상의 별풍선을 받았다. 이는 치지직으로 치환하면 **상위 15인 이내에 해당하는 수준의 구독경제 수입**이다. 스트리머가 인터넷 방송을 시작하고자 하는 핵심적인 이유는 결국 수입임을 고려하면, 뷰어십만이 아니라 ARPPU 차원에서도 우월한 동사를 선택하지 않을 이유가 없다.

도표 4-3. 상위 스트리머 9월 합동방송 횟수 비교

시청자 순위	SOOP	합방 횟수	치지직	합방 횟수
1	외*****	15	한**	8
2	김**	19	울*	10
3	BJ***	13	풍**	1
4	우**	10	랄*	0
5	클**	13	이*	3
6	감**	17	양*	1
7	김**	21	탐***	9
8	철***	19	괴**	10
9	고**	8	파*	3
10	김**	18	텐****	5

출처: 동사, 치지직, 소프트콘, SMIC 4팀

도표 4-4. 플랫폼별 대형 콘텐츠 운영 추이



출처: 동사, 치지직, SMIC 4팀

선순환의 SOOP,
고여가는 치지직

신규 스트리머의 유입은 방송 플랫폼에 활력을 불어넣는다. 신규 스트리머들이 유입되면 경쟁이 조성되고, 새로운 콘텐츠의 개발이 이루어진다. 동사는 방송 콘텐츠의 개발이 신규 스트리머를 돕는 방향으로 이루어지며 선순환이 이루어지나, 치지직은 폐쇄적인 생태계로 변화하고 있다.

4.2. 신규 시청자 유입가능성

콘텐츠 다양성에서
앞서가는 SOOP

스트리머 뿐만 아니라, **시청자 입장에서** 동사는 치지직보다 매력적이다. 우선 동사는 치지직보다 다양한 콘텐츠를 제공한다. 치지직의 경우 스트리머와 시청차 모두 버추얼 유튜버 및 게임방송 카테고리에 대한 쓸림이 강하나, 동사는 게임 및 버추얼 유튜버는 물론 먹방, 음악 방송, 취미 방송 등 비교적 마이너한 카테고리 역시 활성화 되어있다. 이로 인해 동사에서는 특정 취향 또는 연령대 등의 제약에서 자유롭게 신규 시청자가 유입된다.

버추얼 유튜버에서
밀리는 치지직

그렇다고 해서, 치지직이 동사에 비해 버추얼 유튜버 및 게임 카테고리에서 뚜렷한 강점을 가지고 있는 것은 아니다. 각 플랫폼별로 팔로워 수 기준 버추얼 유튜버 상위 100인의 9월 평균 시청자 수를 대조해 본 결과, **동사 소속 버추얼 유튜버의 평균 시청자 수가 27.6% 더 높았다.** 상위 50인, 20인, 10인 등으로 범위를 바꾸어도 그 결과는 변하지 않는다. [도표 4-5.]

게임방송에서도
밀리는 치지직

게임 방송 역시, Point 2에서 상세히 서술하겠지만, 동사가 치지직을 월등한 차이로 따돌리고 있는 카테고리이다. 게임의 본질은 경쟁이고, 그 본질에 가까운 콘텐츠를 제공하는 플랫폼은 치지직이 아닌 동사다. 보다 많은 시청자들은 한 명의 스트리머가 진행하는 치지직의 게임 방송이 아닌, 좋아하는 스트리머가 다른 스트리머들과 치열하게 협동하고 경쟁하는 동사의 게임 방송을 선택했다. 치지직이 새로운 시청자들을 끌어들이기 위해서는 자신이 잘 하는 분야에서만큼은 동사보다 우위에 있어야만 하나, **현재의 치지직은 동사에게 절대 열위에 놓여있다.**

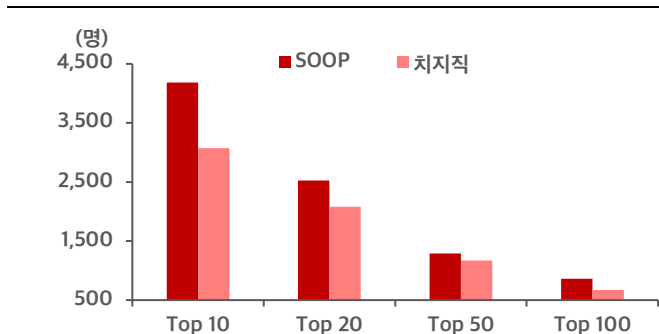
높은 콘텐츠 제작
자유도

동사의 방송 콘텐츠가 다각화될 수 있었던 이유는, 콘텐츠 제작에 있어 스트리머의 재량이 존중되기 때문이기도 하다. 자율성으로 인해 동사로의 신규 시청자 진입을 막는 이유로 꼽히는, 자극적인 방송이 제작되기도 한다. 그러나, 인터넷 방송을 시청하는 가장 큰 **이유는 기존 매체와 차별화된 콘텐츠를 보기 위해서**이다. 이러한 인터넷 방송의 본질에 충실하기 위해서는 스트리머의 재량을 존중하여야 하며, **자극적인 콘텐츠로도 신규 시청자 유입을 얻을 수 있다.** [도표 4-6.]

나도 모르는 사이
보게 되는 매력

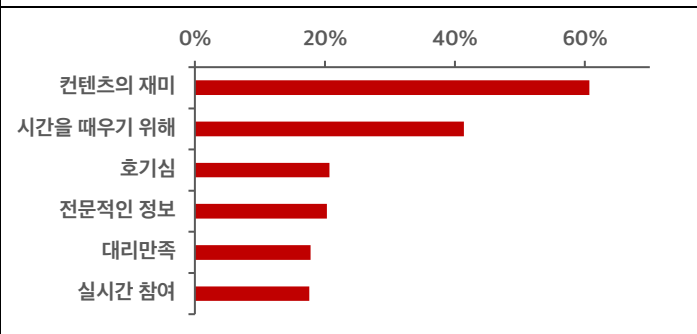
그 사례로, 올해 8월 초 넷플릭스에 방영되었던 서바이벌 프로그램 ‘더 인플루언서’에 출연한 동사 스트리머를 제시한다. 부정적인 평가에도 불구하고, 해당 스트리머의 8월 최고 시청자 수는 55,156명으로 **전월 대비 1103% 증가**하였다. 이슈가 잦아든 시점에도 10,000명 이상의 시청자를 기록하며, 5,000여명의 시청자가 유입되었다. 경로와는 관계없이, 최초의 접촉이 플랫폼의 신규 시청자 유입에 있어 중요한 역할을 하는 것이다.

도표 4-5. 플랫폼별 버추얼 유튜버 뷰어십



출처: 소프트콘, SMIC 4팀

도표 4-6. 인터넷 방송 시청 목적



출처: 엠브레인 트렌드모니터, SMIC 4팀

4.3. P에서의 성장 역시 어려운 구조

국내에서 성공적인
과금 유도

기업분석에서 전술했듯이, 한국의 플랫폼 이용자들은 **일회성 결제에 대한 과금전환율이 높다**. 그리고 동사가 이를 매우 효과적으로 이용한다는 사실은 플랫폼 매출이 74.5%를 차지하는 것에서 확인할 수 있다. 동사의 플랫폼의 하루평균 풍선 수익은 약 28.8억으로, 평균적으로 30%의 수수료율을 요구한다는 점을 고려하면 동사의 하루 별풍선 매출은 8억원이 넘을 것으로 추정된다.

BM 차이가 끌어낸
문화의 차이

동사 BM의 구조 상 **스트리머들은 별풍선(P)에 집중할 수밖에 없다**. 올해 초 종료된 동사의 시청형 '애드벌룬' 시스템은, 스트리머 입장에서 자신의 영상에 광고가 실려도 **본인의 광고수익으로 직결된다는 보장을 할 수 없는 구조였다**. 애드벌룬이란 시청자가 광고 제거 아이템(퀵뷰)을 사용함에도 자발적으로 광고를 시청할 경우 적립되는 일종의 별풍선인데, 유저는 이를 모아서 **타 스트리머에게 선물할 수 있었다**. 따라서 스트리머 입장에서 광고 외의 수입원이 필요했다.

경쟁심을 자극하는
동사

이에 동사의 문화는 '열혈팬' 등 **경쟁을 부추기는 플랫폼의 구도 외에도 스트리머들이 호응을 유도할 수 있는 콘텐츠를 자체 개발하는 등 P를 높이는 방향으로 진화했다**. 일례로 CK라는 형태의 게임 대회의 경우, 스트리머의 우승 상금을 시청자들이 펀딩한다. 뿐만 아니라 ARPPU가 유의미하게 증가했던 19년의 경우 이미 존재하던 콘텐츠인 '먹방'에서 **새로운 경쟁구도를 조성하여** 유저들의 과금을 유도했는데, 별풍선 1415(식사싫어)개를 쓰면 스트리머가 아쉬워하며 식사를 중단하고, 1414(식사식사)개를 받으면 식사를 재개할 수 있는 식이다.

Q가 중요한 트위치

이와 같이 P가 중요한 동사와 반대로 **트위치 스트리머의 경우 Q가 중요했다**. 이는 트위치의 경우 서드파티를 통한 후원이 플랫폼의 수익을 보장해주지 않아 **광고 의존도가 높았기** 때문이다. 수익구조가 광고에 집중됨에 따라 스트리머들은 **다수의 시청자들이 본인의 채널에 오래 머무르는 것에 집중할 뿐**, 경쟁을 부추겨 과금을 유도하는 아프리카TV의 방식의 선호도가 낮았다. 트위치의 **유저들 역시 이러한 분위기를 선호했는데**, 아프리카TV보다 스트리머에 대한 **충성도가 높은 팬 문화**에서 대부분의 후원은 영상 도네이션 또는 채팅으로 스트리머와 함께 방송을 재미있게 만들어가기 위한 대화의 도구였기 때문이다. [도표 4-7.]

도표 4-7. SOOP, 트위치, 치지직 비교

구분	SOOP	트위치	치지직	
기부경제	명칭	별풍선	치즈	
	가격	개당 110원	100비트 \$1.54	개당 1.1원
서드파티	수수료	일반 40% / 베스트 30% / 파트너 20%	스트리머에게 \$1 정산, 40%	루키 40% / 프로 30% / 파트너 20%
	수수료	-	트립 / 투네이션 결제 수단에 따라 3~20%	-
구독	이름 / 가격	구독 월 3,300원	티어 1 월 \$4.99 티어 2 월 \$9.99 티어 3 월 \$24.99	팬 월 4,900원 옴팬 월 14,900원
	수수료	수수료 20%	수수료 50%	루키 100% / 프로, 파트너 30%
광고제거	이름 / 가격	퀵뷰 3,900원 퀵뷰플러스 / 5,900원	터보 / 월 \$11.99	치트키 월 14,300원
	수수료	*통합 예정		*스트리머에게 일부 배분
광고	배분 방식	수수료 30%	CPM(노출 1000회당 정산) →수수료 45% 로 변경	루키 100% / 프로 65% / 파트너 45%

출처: SMIC 4팀

유저들의 불만을 산
치지직의 광고 환경

트위치를 계승하겠다는 슬로건으로 시장에 진입한 치지직 역시 동사에 비해 광고 수익 의존도가 높다. 광고 빈도를 증가시킬 수 없는 치지직은 **유저의 증가가 절실**하다. 치지직은 올해 6월 **중간 광고와 광고제거 아이TEM**을 동시에 도입하며 30분마다 건너뛰기가 불가능한 15~30초의 광고 2개가 삽입될 것이라 공지했다. **유저들의 격렬한 반발**에 의해 광고 주기를 45분으로 늘리고 skip이 가능하도록 변경되었음에도 불구하고 여전히 불만이 제기되는 중이다. 따라서 현재 치지직은 주어진 광고 횟수 하에서 더 많은 시청자를 통한 CPM의 증가를 노려야 한다. [도표 4-8.]

치지직도 Q가 중요
그러나 Q 증가 불가

그러나 4.1.1.에서 전술했듯이 **Q에서의 성장은 불가능**하므로, 치지직의 광고 수익으로 인한 매출의 증가가 이미 한계에 봉착한 상황에서 구조적으로 이를 개선시킬 수도 없는 상황이다. 이를 치지직 역시 인지하고 트위치의 전철을 밟지 않기 위해 치지직은 서드파티의 사용을 금지시키고, '치즈'라는 자체 후원 아이TEM과 구독 서비스 '팬, 으뜸팬', 광고제거 서비스 '치트키' 등을 출시하며 수익성을 개선시키려는 노력을 하고 있다.

치지직의 발버둥

그러나 이러한 노력 역시 **여러 면에서 동사와 비교**되며 유저들에게 '쓸데없이 비싸다'는 인식만 심어주는 중이다. 치지직의 **구독 서비스**는 동사와 **기능의 차이가 없을** 뿐만 아니라, 유저는 1600원을 더 부담하지만 스트리머에게 돌아가는 금액의 차이는 700원이라는 점에서 **팬에게 비효율적**으로 느껴진다. 또한 동사의 경우 구독 서비스를 6개월 이상 구매 시 광고 제거 아이TEM인 '퀵뷰 플러스'를 10~48% 할인된 금액에 구매할 수 있는 혜택을 제공하지만, 치지직의 경우 이러한 혜택이 없다.

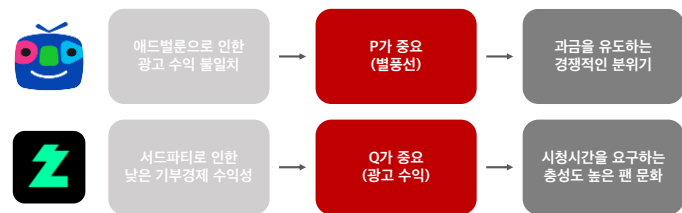
문제 해결보단
수익에 매몰된 치지직

높은 가격으로 인한 반감 외에도 본질적인 문제 해결은 미루고 수익을 올리려는 모습 또한 치지직에 대한 반감의 목소리가 커지는 이유다. 지난 6월 치지직이 중간광고 도입과 함께 **광고 제거 서비스**를 출시했을 당시, **버퍼링과 낮은 화질** 등 버그가 잦아 신속한 해결을 바라는 유저들의 요구가 빗발치고 있었음에도 불구하고 개선이 필요한 문제들은 뒷전에 두고 잦은 중간광고 삽입과 아이TEM 판매에만 집중한다는 불만을 샀다.

수익성 좋은 BM으로
변경 불가능

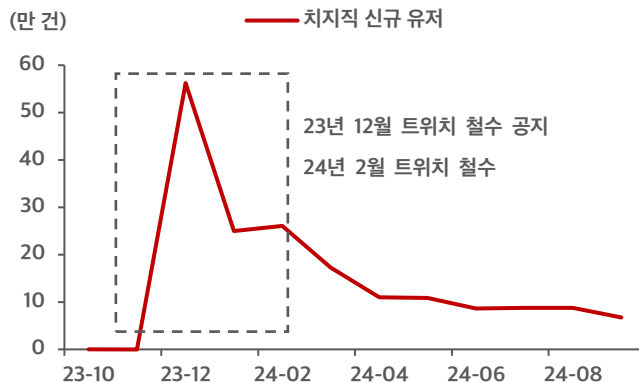
그렇다고 치지직이 동사와 같이 **플랫폼 매출 위주의 매출 구조로 변경하는 것은 불가능**하다. 현재 치지직 유저들의 대부분이 트위치 철수로 인한 유입이었으며, [도표 4-9.] 이들이 치지직을 선택한 이유 역시 **과금을 위한 경쟁이 없는 환경**을 제공받기 위함이었기 때문이다. 그런데 치지직이 수익성을 향상시키기 위해 경쟁적인 분위기를 조성하며 후원 위주의 P를 높이는 문화로 사업 모델을 변경한다면, 스트리머와 유저 입장에서 **이미 높은 트래픽을 보유한 동사가 아닌 치지직에 남을 이유가 없어 Q의 유출이 가속화**될 것이다.

도표 4-8. 플랫폼 문화 비교



출처: SMIC 4팀

도표 4-9. 신규 유저 가입 수



출처: 아이지에이웍스, SMIC 4팀

Point 2. 잘 가라 치지직.

치지직은 사실 이미 실패했다. 나아가 동사와 차이는 견잡을 수 없이 벌어져 이제는 치지직이 어떤 노력을 하더라도 이 구도를 비틀 수 없다. 준비되지 않은 치지직에게 노련한 동사와의 경쟁은 흑독했고 야심차게 사업의 핵심이라 선언했던 게임, 버추얼에서까지 경쟁 패배가 확정되었다. 심지어 사업을 존속할 마지막 보루였던 커머스와의 연계 또한 본질적인 한계를 마주했다. 마지막으로 좁혀진 문화의 간극으로 콘크리트 시청자층까지 지켜내지 못해 퇴출의 수순을 밟을 예정이다. Point 2에서는 치지직이 이미 실패했고 이 판도를 뒤집을 수 없는 이유를 소개한다.

4.4. 돌이킬 수 없는 STREAM을 건넌 게임 STREAMING 경쟁

게임 못하는
게임 중심 플랫폼

네이버 개발 총괄책임자에 의하면 네이버가 치지직 신사업을 준비할 당시의 목적은 단순히 네이버 게임과의 연계를 통한 소규모 게임 플랫폼 구축이었다. 그러나 예상치 못한 트위치의 철수로 치지직은 준비되지 않은 상태에서 트위치의 바톤을 이어받았고 부족한 준비 탓이었는지 결과적으로 트위치의 게임 중심 플랫폼으로서의 강력한 입지를 단 하나도 제대로 계승하지 못했다.

지는 게임이 없는데?

게임 스트리밍 시장은 치지직과 동사의 2강체제라는 일반적인 인식과는 다르게 치지직은 거의 모든 인기게임들에서 동사에 압도적으로 열세인 상황이다. 대표적으로 롤, 스타크래프트, 배틀그라운드 등의 인기게임의 평균 시청자수는 3배가량 차이가 날 정도로 격차가 벌어져 있다. 특히 마인크래프트, 종합게임 등 기존에 아프리카의 약점으로 평가받았던 부문까지 악어, 우왁군 등 트위치발 스트리머들이 대거 유입되며 동사가 더 많은 시청자를 유치하고 있다. [도표 4-10.]

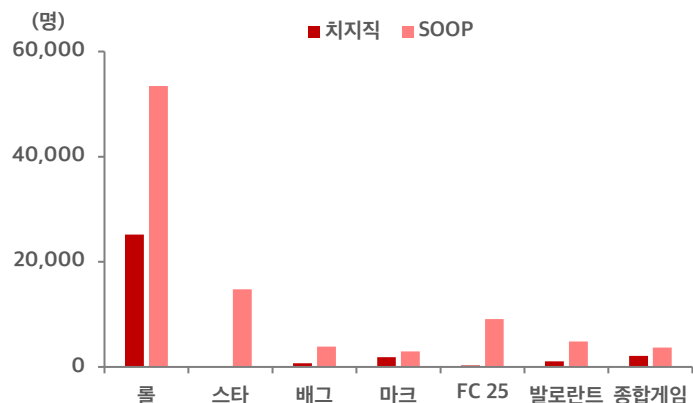
LOL 은 SOOP

치지직 전체 게임 시청자의 80%이상이 집중된 LOL도 지금의 파이를 뺏길 일만 남았다. 트위치, 치지직의 LOL대회인 자낱대(자본주의가 낳은 대회)는 대회가 시작된 19년 이래 처음으로 동사에서 동시송출을 시작했다. 이는 치지직 자체 트래픽으로는 더이상 대회의 흥행을 담보할 수 없었음을 의미하고 그만큼 치지직의 LOL 스트리밍에서의 입지가 구석으로 몰렸음을 보여준다.

마지막 보루
발로란트도 안녕

9월부터 시작된 발로란트 스트리머들의 이탈행렬은 동사가 치지직의 게임 부문을 완벽히 점령했다는 증거이다. 발로란트는 라이엇 코리아 주최 홍보 대회를 트위치에서 시작했을 정도로 전통적으로 트위치 중심의 시장이 형성되어 있었다. 트위치의 계승을 목표로 한 치지직은 자연스럽게 동사에 비해 스트리머, 시청자수 모두 많았고 이는 치지직이 동사를 상대로 갖고 있던 게임 부문에서의 유일한 비교우위였다. 그러나 발로란트의 주도권을 뺏기며 이제 정말 치지직은 게임에서 동사에 비해 단 하나도 잘하는 게 없는 플랫폼이 되었다. [도표 4-11.]

도표 4-10. SOOP, 치지직 게임 스트리밍 시청자 수



출처: 소프트콘, SMIC 4팀

도표 4-11. 발로란트 파트너 스트리머 이적, 계약해지 타임라인



출처: 치지직/동사 방송국, SMIC 4팀

뺏을 수 없는 인프라 동사에 모든 해자를 빼앗긴 치지직은 스트리머, 시청자를 지킬 힘이 없어졌다. 발로란트 파트너 스트리머들이 대거 이적하며 밝힌 이적의 이유는 공통적으로 **동사의 뛰어난 게임 인프라**였다. 동사는 플랫폼 차원에서의 지속적인 투자를 바탕으로 치지직에는 전무한 CK, 랜드와 같은 재미, 수익이 담보된 **단기간에 구축될 수 없는 경쟁문화**를 공고히 하고 있다. 나아가 치지직은 단 하나도 보유하지 못한 대형 경기장을 3곳이나 보유하고 있으며 자체 대회 개최와 흥행을 위해 매년 200억가량을 투자하고 있어 경쟁열세의 극복은 불가능하다.

4.5. 버추얼의 실패, 스트리밍의 실패

버추얼도 사실 SOOP 치지직의 대표 콘텐츠 격으로 평가받는 버추얼도 실상을 자세히 살펴보면 동사가 대폭 앞서 있다. 대표적으로 압도적 인기를 자랑하는 6인조 버추얼 아이돌 그룹 **‘이세계 아이돌’은 동사 소속**이다. 버추얼 스트리머 **최고시청자 1~4등이 모두 이들 멤버**들임과 동시에 미국 빌보드 K팝 부문 3위, 멜론 톱 100 6위를 기록하는 등 ‘탈 버추얼’급의 활약을 보여주며 버추얼 아이돌 시장의 최전선을 이끌고 있다. 최고의 스타인 ‘이세계 아이돌’을 동경하는 수많은 버추얼 아이돌 꿈나무들에게 동사는 단순한 인터넷 방송 플랫폼 그 이상의 의미를 가진다. [도표 4-12.]

수익은 역시 SOOP 버추얼 스트리머 전체를 봐도 **동사의 경쟁 승리가** 공고해지고 있다. 동사 스트리머의 기부선물 수익은 치지직 스트리머와 비교해 압도적으로 높다. 단적으로, 동사 버추얼 스트리머 최고시청자 1등이 동사의 1등 스트리머보다 **3배 이상 기부선물수익이 많다**. 나아가 치지직 1등 스트리머보다 낮은 기부선물수익을 기록한 스트리머를 찾으려면 동사 13등까지 순위를 거슬러야 한다. 버추얼 스트리머의 **수익성 측면에서 동사의 압도적인 우월성**이 체감된다. [도표 4-13.]

버추얼 스트리머 유입 이렇듯 극심한 수익 간극으로 이미 엑소더스는 시작되었다. 지난 5월부터 치지직에서 애청자 2천명대 중형 버추얼 스트리머 김라밍, 카랑 등을 선봉장으로 **동사향 이적이** 시작되고 있다. 또한 동사는 ‘지하 아이돌 오디션’을 통해 **신입 버추얼 스트리머를 조명**하고 그룹 결성을 도와준다. 반면 치지직은 파트너 스트리머 지원금을 올리는 등 대형 스트리머의 양성에만 집중하며 신입의 성장을 돕는 투자가 없어 신입 스트리머는 동사를 선택하지 않을 이유가 없다.

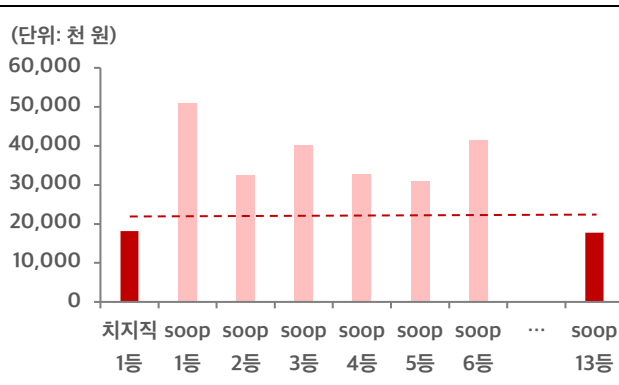
장기적으로도 SOOP 게임과 마찬가지로 버추얼 스트리밍에서도 동사가 승리한 현 상황을 뒤트는 것은 불가능하다. 이것은 두 플랫폼의 본질적 차이에서 기인하는데 바로 **동사의 기부선물 위주의 소비성향**이 그것이다. 버추얼 시장은 대형 스트리머들을 중심으로 아이돌화가 진행되었고 **아이돌 사업의 핵심은 소비성향이 높은 고객**을 확보하는 것이다. 결국 치지직이 플랫폼의 자체 분위기가 변하지 않는다면 버추얼 스트리머에게 치지직은 매력이 떨어지는 플랫폼으로 남을 수밖에 없다.

도표 4-12. 버추얼 스트리머 최고시청자 순위

순위	스트리머	소속	최고시청자수	비고
1	고세구	SOOP	17,964	이세계아이돌
2	비찬	SOOP	13,503	이세계아이돌
3	징버거	SOOP	12,628	이세계아이돌
4	아이네	SOOP	12,096	이세계아이돌
5	탤탤버린	치지직	9,143	
6	아야츠노 유니	치지직	7,975	
7	주르르	SOOP	7,272	이세계아이돌
8	엘시	SOOP	7,220	
8	큐나	치지직	7,091	
10	시라유키 히나	SOOP	7,085	

출처: 소프트콘, SMIC 4팀

도표 4-13. 치지직, 동사 버추얼 스트리머 후원 수익 비교



출처: 소프트콘, SMIC 4팀

치지직의 완벽한 실패 게임, 버추얼을 제외한 나머지 부문에서는 차이가 더욱 극심하다. 토크&캠방, 먹방&쿡방, 음악 라이브 등 인터넷방송을 상징하는 부문들은 최고시청자 기준으로 최소 2배, 최대 8배 이상으로 동사가 앞서 있다. 동사가 낚시, 골프, 축구, 여행, 바둑 등 **컨텐츠의 다양성과 확장성도 더 넓어** 둘의 스트리밍 서비스에서의 입지가 뒤집어질 요인은 어디에서도 찾을 수 없다. [도표 4-14.]

4.6. 실패한 라이브 커머스

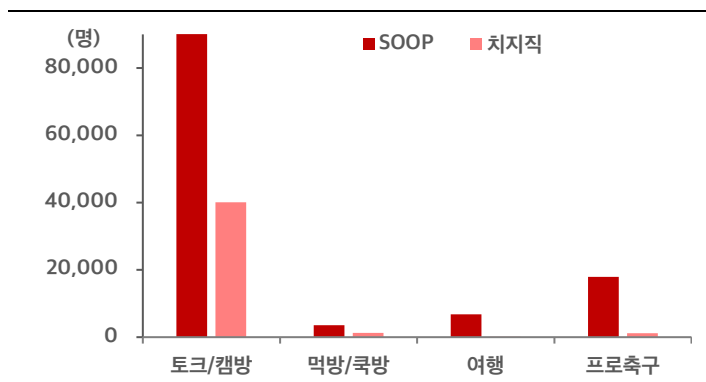
커머스마저 실패 치지직의 실패는 스트리밍 서비스에서 끝나지 않으며 사업 존속의 마지막 보루인 커머스와의 연계마저 실패가 예정되어 있다. 네이버 최수연 대표는 지난 2월 치지직 스트리머들을 활용한 라이브 커머스를 중심으로 네이버 쇼핑과의 연계를 진행할 것이라 발표하였다. 동사를 오래 지켜본 투자자라면 익숙한 이야기이다. 과거 아프리카티비와의 라이브 커머스 연계를 통해 시너지를 내려 했던 **쿠팡의 사례와 동일한 구조**이기 때문이다. 그리고 모두가 알고 있듯 22년 5월을 마지막으로 쿠팡과의 라이브 커머스 연계 방송은 종료되었다. 동사의 시행착오를 훑아보며 **치지직과 네이버쇼핑의 연계 또한 실패할 수밖에** 없음을 알아보자.

라이브 커머스의 소통 부재 라이브 커머스의 가장 큰 문제는 스트리머와 즉각적인 소통이 불가하다는 점이다. 팬이 스트리머에게 기부선물을 진행하는 것은 **직접적인 소통**을 원하기 때문이다. 하지만 라이브커머스를 통해 물건을 구매하는 경우 구매의 주체와 금액을 스트리머가 개별적으로 알 수 없어 소통이 어렵고 구매 이유도 줄어들다. 치지직&네이버 쇼핑의 경우에도 이 문제는 여전히 해결되지 못하고 있어 시청자가 구매를 채팅창에서 알아야 겨우 소통이 진행되는 상황이다. [도표 4-15.]

부가수입 없는 치지직 스트리머 이에 동사는 **‘에드벌룬’을 탈출구로 삼았다**. 라이브 커머스에서 물건을 구매하면 에드벌룬이 지급되고 그것을 다시 스트리머에 후원하면 구매 인증이 가능해 소통의 창구가 열린다. 반면 치지직은 구매 시 네이버페이 포인트를 지급하며 시청자향 리워드에 집중해 스트리머가 얻을 수 있는 부가수입이 없다. 부수 수입이 없으니 스트리머가 라이브 커머스에 참여할 유인이 줄어들게 되었고 실제로 이번 달 기준 치지직과 **동사의 커머스 방송은 약 8배나 동사가 더 많았다**.

낮은 수익성, 치지직의 한계 ‘스트리머’라는 **중간 판매원**을 거치기 때문에 수익성이 낮다는 것 또한 문제이다. 중간 판매자를 뛰어넘어 최대한 높은 마진율을 확보해야 하는 커머스 특성상 스트리머에게 분배되는 수수료가 부담스러울 수밖에 없다. 때문에 동사는 영세한 업체와의 협업을 진행하며 수수료 협상을 유리하게 진행하고 있지만 치지직은 본질적으로 수익성 문제를 해결할 수 없다. 네이버 입장에서는 **치지직을 ‘활용’해 커머스로 ‘유입’**시키는 것이 목표인데 치지직이 높은 수수료를 가져가면 주객전도의 문제가 생긴다. 결국 네이버의 사업체로 존속하는 한 수익성 문제는 해결될 수 없다. 결국 스트리밍에 이어 치지직은 커머스까지 지금의 열세를 뒤집지 못한다.

도표 4-14. 주요 부문 최고시청자



출처: 소프트콘, SMIC 4팀

도표 4-15. SOOP 라이브 커머스 에드벌룬



출처: 동사 라이브 방송, SMIC 4팀

4.7. 눈떠보니 SOOP속에

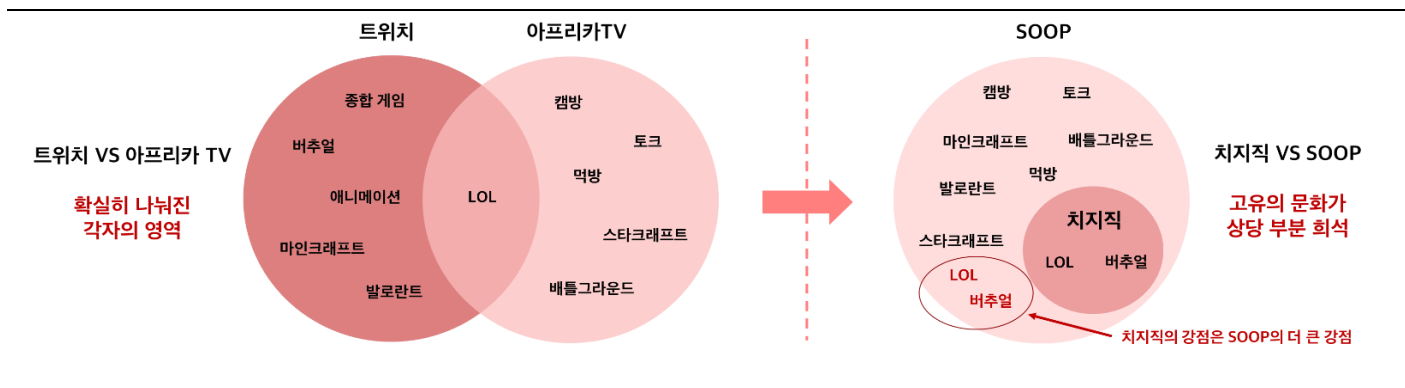
물렁한 콘크리트

마지막으로 치지직은 소위 ‘콘크리트 시청자’로 불리는 맹목적인 추종자들 또한 지키지 못할 것이다. 앞선 서술을 통해 치지직이 현재 동사에 크게 밀리고 있고 앞으로도 상황이 악화되지만 할 것이라는 것은 충분히 설명되었다. 하지만 여전히 치지직 콘크리트 시청자층의 무거운 영덩이를 동사로 옮기는 것은 어려운 일일 것이라는 우려가 남아있다. 그들은 스트리머들이 이탈하더라도, 치지직이 운영을 못하더라도 **플랫폼의 문화 자체가 좋아 여전히 남아있지 않을까** 우려하는 것이다.

트위치의 색깔

치지직의 콘크리트가 단단하다는 오해는 전적으로 치지직 = 트위치 라는 잘못된 등식에서 비롯된다. 실제로 과거 트위치, 아프리카TV의 양강 구도에서는 두 플랫폼 사이에 인터넷 방송 생태계를 완벽하게 이해하고 있지 않은 사람이라면 납득하기 어려울 정도로 **거대한 장벽**이 자리잡고 있었다. 각자가 가진 고유의 색이 확실했고 교집합이 거의 없었지만 현재의 치지직과 동사의 양강구도는 다르다. 치지직은 NEXT 트위치가 되는 것에 실패했고 문화의 형태와 규모 면에서 철저히 동사의 부분집합으로 전락했다. [도표 4-16.]

도표 4-16. 강점 분포 벤다이어그램



출처: SMIC 4팀

SOOP의 ‘폼어’

문제의 원인은 트위치 철수 초기까지 거슬러 올라간다. 트위치가 한국 시장에서 철수하며 시청자, 스트리머가 양분될 때 동사는 트위치 팔로워 1, 3, 4등을 모두 품는데 성공했다. 동사 입장에서는 기존 동사에 전무했던 트위치의 ‘너드문화’라고 불리는 주류문화를 안정적으로 이식받았다. 동사 플랫폼 차원에서 트위치발 스트리머를 환영하는 ‘폼어’ 문화를 조성한 것도 큰 역할을 했다. 문화를 성공적으로 수용하기 위해서는 새로운 문화에 대한 시청자 차원에서의 우호적 분위기를 조성하는 것이 먼저라는 동사의 혜안이 힘을 발한 순간이다.

트위치를

계승하지 못한 치지직

반면 트위치의 파이를 온전히 흡수하지 못한 치지직은 트위치와 비교하여 **주류 문화가 크게 희석된 애매한 플랫폼**으로 전락하게 되었다. 두 플랫폼 간 문화 장벽이 낮아지며 트위치, 아프리카TV의 양강 구도에서 트위치가 가지고 있던 **본질적 경쟁력을 제대로 계승받지 못한 채** 사업을 시작하게 된 것이다. 치지직이 트위치 문화의 계승을 시도하는 것을 제외하고 자체적으로 만든 아이덴티티가 전무함을 감안하면 현재 치지직의 경쟁력이 얼마나 부족한지 크게 체감된다.

희석의 가속화

문화의 희석은 더욱 가속화되고 있는데 서드파티 이용을 제한적으로 허용하고 트위치에 비해 광고 빈도를 늘리는 등 트위치발 시청자들과 갈등을 빚어 지난 8월 4개월 만에 동사에게 MAU를 추월당했다. 나아가 트위치 ‘너드문화’의 핵심인 버추얼과 종합게임에서도 동사에게 밀리는 상황이라 기존 트위치가 가지고 있던 문화적 강점 중 치지직에 남아있는 건 이제 없다.

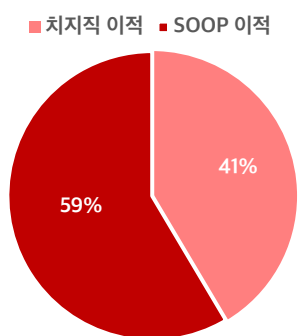
진정한 계승자 SOOP 이에 결과적으로 치지직이 트위치의 계승자라는 일반적인 인식과 달리 **치지직은 계승을 실패**했고 **트위치의 극단적인 마이너 버전에** 불과한 플랫폼으로 전락했다. 실제로 올해 10월 기준 기존 트위치 스트리머 중 60%가량이 현재 동사에서 방송을 진행하고 있다. 트위치의 **진정한 계승자**는 사실 치지직이 아니라 동사였던 것이다. 트위치식 문화를 선호해 남아있는 치지직의 콘크리트 시청자들도 결국에는 동사로 이주할 것이다. [도표 4-17.]

대폭 축소는 시간문제 결국 모회사 네이버 입장에서는 사업의 두가지 목표, 스트리밍과 커머스 모두를 달성하지 못했으며 콘크리트 시청자의 힘으로 **서비스를 존속하는 것도 불가능**해 지속의 이유를 상실했다. 심지어 앞서 논증했듯 동사와의 경쟁구도 극복은 네이버가 치지직에 돈을 들이붓는다고 해서 해결되지 않는 **본질적인 문제**가 되었다. 결국 지금도 **실시간으로 치지직은 축소**되고 있는데 **상위 스트리머도** 시청자 확보, 수익창출 모두에서 **어려움**을 겪고 있음을 확인할 수 있다. [도표 4-18.]

투자 의지도 안보임 네이버가 치지직 **투자에 의지가 있는지도 의문**이다. 네이버가 치지직을 공격적으로 확장하려 했다면 동사와 광고, 기부후원 수수료율에서 대폭 차별화를 가져갔을 테지만 베타테스트 기간에 한시적으로만 동사에 비해 5%낮게 유지하고 현재는 동사와 동일한 수수료율을 부과하고 있다. 중간광고를 추가하고 구독 서비스 가격을 높게 책정하는 등 **장기적인 성장**이 아니라 **당장의 수익성에 집중하는 행보** 또한 관찰되는데, 진정 플랫폼을 성장시킬 요량이 아니라 트위치 철수로 인한 반사수혜를 입은 것에 만족하는 듯 보인다는 의견에 힘이 실리는 이유이다.

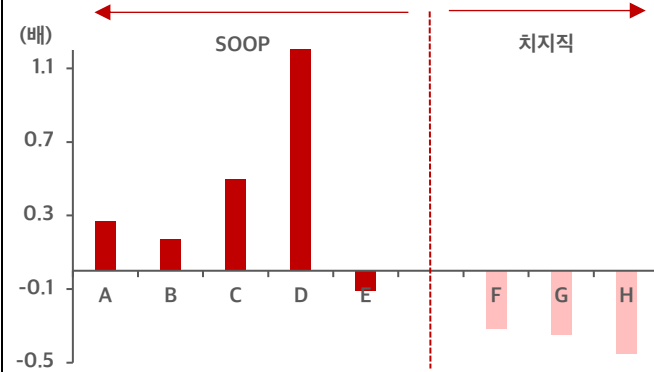
철수 카운트다운 시작 네이버 입장에서 치지직은 반드시 영위해야 하는 **필수 사업부가 아니다**. 네이버라는 강력한 뒷배가 있음은 큰 장점이지만 오히려 빠르게 정리당할 유인이 될 수도 있다는 것이다. 실제로 네이버는 동영상 콘텐츠 부문에서 23년 7월 수익성 문제를 겪었던 시리즈온을 철수하고 네이버 TV와 네이버 나우를 통합하는 등의 **구조조정**을 진행한적이 있다. 치지직의 성장 가능성이나 사업 목적을 찾지 못하는 현 상황에 **치지직 또한 같은 전철**을 밟을 것이다.

도표 4-17. 트위치 스트리머 이적현황



출처: 치지직/동사 홈페이지, SMIC 4팀

도표 4-18. SOOP, 치지직 스트리머 뷰어십 YoY



출처: 치지직/동사 홈페이지, SMIC 4팀

4.8. 이분하게 잘 익은 시청자의 수익성

시청자 수익성 우려 앞서 논증한대로 치지직의 축소가 가시화된다면 치지직 시청자들은 동사로 유입될 것이다. 그리고 이 시청자들의 유입은 Q, P 모두에서 거대한 **긍정적 손익효과**를 담보한다. 한편으로는 치지직 시청자들이 유입된다 해서 진정 수익에 유의미한 차이가 있을지 우려하는 목소리가 있지만 이는 기우에 불과하다. 이러한 막연한 우려는 전적으로 트위치의 한국 시장 철수에서 기인했다. 트위치가 수익성이 악화되어 철수했다면 낮은 PU, ARPPU가 그 이유일 것이고 동일한 시청자층을 보유하고 있는 치지직 또한 그러할 것이라는 생각이다.

시청자 문제가 아니라! 하지만 사실 트위치의 부정적 손익구조는 낮은 수수료율에서 기인했다. 한국 트위치의 기부선물은 트위치 글로벌 시청자들과 비교해 유독 서드파티를 이용한 비율이 높았는데 전체 후원의 90% 이상이 서드파티를 통했다. 때문에 시청자 결제분에 대해 트위치가 실질적으로 수취하는 수수료는 전혀 없었다. 이런 한계를 극복하기 위해서 트위치는 최대 수수료 40%를 수취할 수 있는 ‘비트’를 도입하여 기부선물 수단을 변화시키려 했지만 이미 서드파티에 익숙해진 시청자의 선택을 바꿀 수는 없었다. 결국 시청자의 수익성이 문제가 아니라 플랫폼 자체적으로 그것을 **순수익화** 하지 못한데에 문제가 있었다는 것이다.

Q 상승은
SOOP의 염원

치지직 시청자들의 유입은 동사 수익구조의 가장 큰 약점을 해결해준다는 점에서 매우 큰 의미를 갖는다. 동사는 ARPPU는 지속 상승하는데 PU는 오히려 줄어드는 경향을 보여왔다. 즉 플랫폼 차원에서 과금을 유도하는 방식은 정답에 가깝지만 결제 유저의 추가적인 확보에는 어려움을 겪어왔다는 것이다. 이는 성장성 관점에서 동사가 지속적인 추가 디스카운트를 받아온 결정적인 이유이다. 때문에 치지직 퇴출이라는 결정적인 이슈가 발생하여 큰 폭으로 PU를 확보 가능하게 될 지금, 동사를 가장 주목해야하는 시점이다.

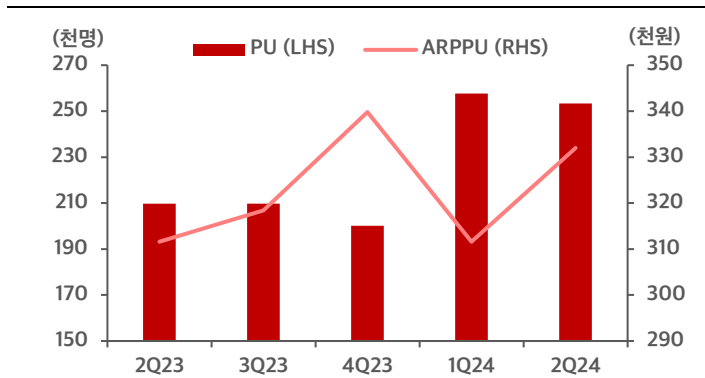
플랫폼 불문
통하는 과금유도

트위치가 한국시장에서 철수했을 때를 돌아보면 기부선물에 민감도가 낮은 트위치 시청자의 특성에 PU가 24 1Q에 크게 상승했지만 ARPPU는 오히려 감소했다. 하지만 곧바로 바로 다음 분기에 ARPPU 또한 큰 폭으로 개선되는 것을 관찰할 수 있었다. 결국 이는 상대적으로 기부선물에 민감도가 낮은 트위치 시청자에게도 과금을 유도하는 동사의 모델이 통했다는 의미이다. 이렇듯 트위치 시청자들에게 이 방식이 통했다면 같은 시청자풀을 보유한 치지직의 경우에도 그러할 것이라고 합리적으로 예측 가능하다. [도표 4-19.]

독점에 의한 P 상승

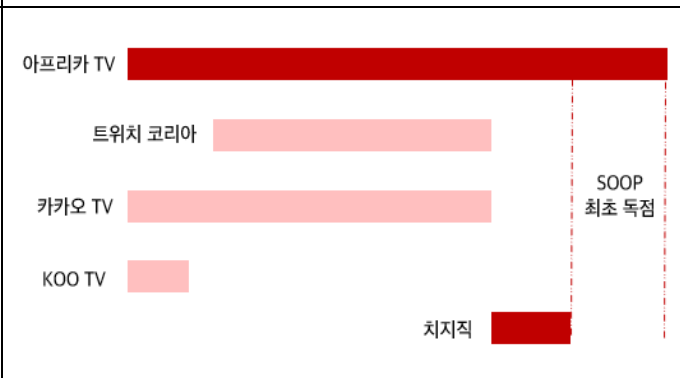
시장구조가 독점에 가까워질수록 단순히 시청자가 늘어나는 것 이상으로 플랫폼 아이템과 광고 가격 결정권에 있어 큰 수혜가 찾아온다. 현재 아프리카의 구독 서비스와 광고 제거 수단 퀵뷰(치트키)의 가격 합은 치지직의 절반 수준이다. 치지직이 경쟁력을 잃는다면 현재 치지직이 형성하고 있는 가격을 기준으로 동사도 가격인상을 시도할 것이다. 나아가 인터넷 방송을 통한 광고 창구가 동사로 제한되면 광고 고객사들과의 가격 협상에서 우위를 점할 수밖에 없고 결국 광고 단가를 상향책정 할 수 있다.

도표 4-19. 트위치 퇴출 후 PU, ARPPU 추이



출처: 치지직/동사 사이트, SMIC 4팀

도표 4-20. 아프리카 TV 경쟁 역사



출처: 언론종합, SMIC 4팀

독점의 지위로
날아오른다!

마지막으로 이번에 치지직이 퇴출된다면 동사에 대한 re-rating이 트위치 퇴출 시점과는 차별화되어야 하는데, 동사가 역사상 처음으로 독점의 지위를 갖게 되기 때문이다. 경쟁자의 면면만 바뀌었을 뿐 동사에겐 늘 경쟁자가 있었고 그것이 고성장을 방해했다. 동사는 15년이 넘는 경쟁의 역사로 축적된 노하우로 독점의 수혜를 온몸으로 받고 날아오를 준비를 완료했다. [도표 4-20.]

해외 진출로 디스카운트 벗어던지기 - Plus α

글로벌 SOOP,
태국을 조준

동사는 지난 1월, 2분기 글로벌 SOOP 베타서비스 런칭을 발표하며, 태국 시장으로의 본격적인 진출을 알렸다. 본 단락에서는 동사가 경쟁자의 파이를 빼앗으며 태국 시장에 성공적으로 침투할 것임을 주장한다. 동사는 그야말로 최적의 타이밍에 안성맞춤 전략으로 태국 시장을 공략중이다. 25년 태국 정식 서비스 런칭을 시작으로, 동남아시아로 뻗어나가며 글로벌 SOOP은 글로벌 인터넷 방송 플랫폼으로 발돋움할 것이다.

3.3. 태국 스트리밍 시장 기존 플레이어들의 한계

태국 트위치의 Q가
무너지고 있다

우선 왜 지금이 신규 진입 적기인지 규명하고 시작하고자 한다. 태국 트위치는 22년 엔데믹 이후, 시청 시간 및 시청자 수 감소 → 수익성 악화로 인한 투자 축소 → 시청 시간 및 시청자 수 감소의 굴레에서 벗어나지 못하고 있다. 지난 달 태국 트위치 평균 시청자 수 및 최고 시청자 수는 22년 동월 대비 각각 **47.1%, 53.2% 하락하였다**. MAU 감소 이외에도, 현지 스트리머들이 S 동사으로 이적하고자 하는 유인이 존재한다. [도표 5-1.]

태국 투자 축소.
22년의 데칼코마니?

작년 하반기부터 올해 상반기에 걸쳐 트위치TV는 태국 파트너 스트리머들과의 계약 해지를 일방적으로 통보하였다. 태국의 경우, 파트너 스트리머 계약에 고정 계약금 지급조건이 포함되어 있었는데, 수입원 하나가 갑작스레 사라진 셈이다. 동사는 22년 트위치 코리아 영상 화질 제한 사태 당시 트위치발 스트리머 영입으로부터 시작되는 Q 증가의 수혜를 경험한 바 있다. 현재, 태국 시장에서, 역사는 반복되려 하고 있다.

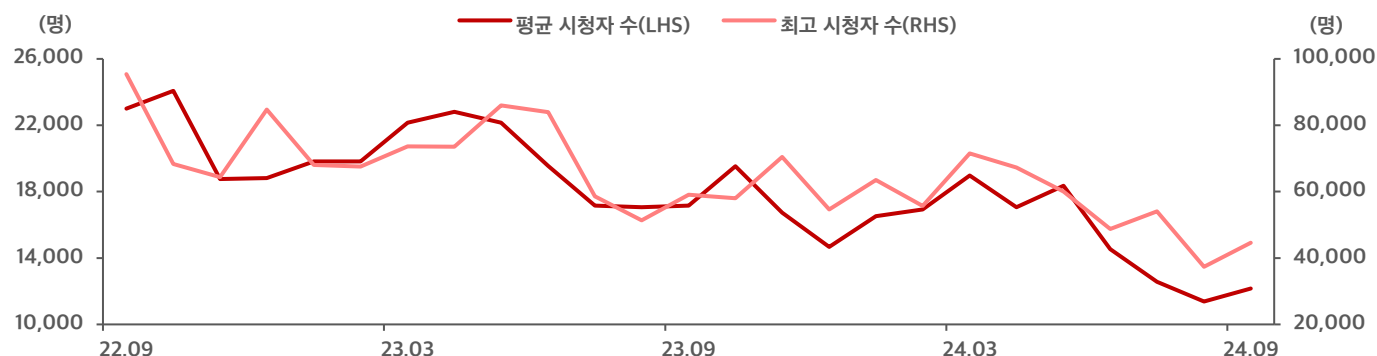
트위치발 수혜를
받을 준비 완료

글로벌 SOOP은 태국 트위치에서 이탈하는 스트리머 및 시청자를 흡수하기에 가장 적합한 플랫폼이기도 하다. 동사는 1분기 컨퍼런스 콜에서, 글로벌 SOOP은 한국의 아프리카TV와는 달리, e스포츠 구단 및 게임 스트리밍 중심의 플랫폼으로 운영할 것임을 밝혔다. 태국 트위치 역시 게임 스트리밍 위주로 운영되는 플랫폼이기에, 글로벌 SOOP은 이적을 고민하는 태국 스트리머들에게 있어, 가장 매력적인 대안이다.

글로벌 SOOP의
key는 e-sports

또한 동사는 각종 e스포츠 콘텐츠를 제공하며, 단순히 태국 트위치발 수혜를 입는 데에서 그치지 않고 추가적인 유입을 창출하고 있다. 태국은 아시아태평양 지역 유저 수 기준 3위 이내에 포함될 만큼 라이엇게임즈의 FPS 게임 「발로란트」가 인기이다. 그리고, 동사는 라이엇게임즈 등 게임사와의 협업 경험과 3개의 e스포츠 전용 경기장 등 e스포츠 분야에서 독자적인 경쟁력을 가지고 있다. 동사는 이를 적극 활용, 태국 진출 이전 단계부터 SOOP 브랜드를 각인시켰다.

도표 5-1. 최근 2년 태국 트위치 시청자 수 추세



출처: Sullygnome, SMIC 4팀

작년부터 이어진 태국 빌드업

동사는 글로벌 SOOP 서비스 계획 발표 이전부터 각종 **e스포츠 대회 중계에 더해 e스포츠 리그 주최 및 프로그래밍단과의 적극적인 콜라보**를 통해 태국 시장에 대한 노출도를 높였다. 작년, 동사는 라이엇 게임즈와 공동으로 발로란트 e스포츠 리그 AVL 2023을 개최하였다. 해당 대회는 영어, 태국어, 중국어 등의 언어로 동시 중계되었고, 태국어 채널에서 최고 1만 2000명의 동시접속자를 기록했다. 또한 작년 7월, 태국 유명 프로그래밍 구단 '폴 센스'와의 콜라보를 통해 한달간 아프리카TV 라이브 스트리밍을 통해 방송을 진행하였다.

공격적인 선수 영입

앞서 설명한 이유들로 인해, 태국 트위치 스트리머들의 동사행 엑소더스는 성공적으로 진행 중이다. 태국 트위치 팔로워 수 기준 **상위 10명 중 7명이 글로벌 SOOP 베타 버전에서 방송을 진행하고 있다**. 발로란트 프로그래머 영입 역시 대대적으로 이루어지고 있다. 대형 스트리머 및 프로그래머 영입 효과로 인해 베타테스트가 시작된 6월을 기점으로 글로벌 SOOP은 현재 피크 시간대 10,000명 이상의 시청자를 기록하며 인터넷 방송 생태계를 재편하고 있다. [도표5-2.]

3.3. 제 2의 경쟁자? 걱정마시라!

트위치 외: Nimo TV, 유튜브

트위치 외 **다른 인터넷 방송 플랫폼 역시 글로벌 SOOP의 경쟁자가 될 수 없다**. 태국에서 트위치를 제외한 유의미한 규모의 인터넷 방송 플랫폼으로 Nimo TV와 유튜브 라이브가 존재하나, 서로 다른 이유로 이들은 글로벌 SOOP과는 추구하는 바가 다르다.

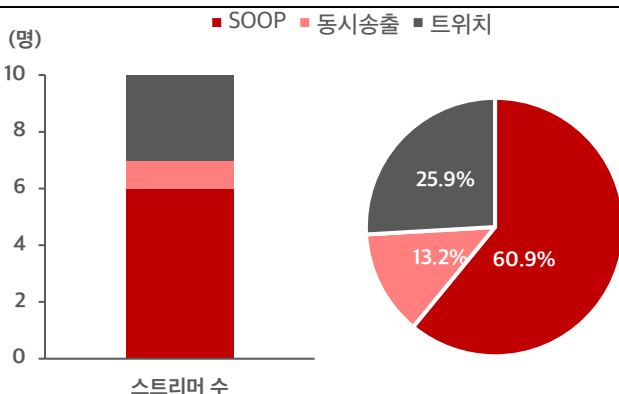
Nimo TV, 태국의 품을 떠나다

Nimo TV는 텐센트 산하 방송 플랫폼인 HUYA TV의 글로벌 스트리밍 플랫폼이다. 22년 4월, 중국 정부가 미성년자 대상 인터넷 방송에 대한 규제를 실시하자, 텐센트는 방송 플랫폼에 대한 투자금을 대폭 삭감했고, 이로 인해 **태국을 포함한 14개 국가에서 Nimo TV 서비스가 중단되었다**. 이후, Nimo TV는 사실상 베트남 방송 플랫폼이 되었다. 플랫폼 상단에 위치한 스트리머들은 모두 베트남인이고, 태국어 방송의 시청 시간은 베트남어 방송 대비 15분의 1에 불과하다. 이에 더해, 22년 이후 Nimo TV는 더 이상 게임 방송이 아닌 일상 및 토크 방송 플랫폼으로 방향을 변경했기에, Nimo TV는 규모 및 포지셔닝에서 글로벌 SOOP의 경쟁자가 되지 못한다. [도표5-3.]

유튜브는 배타적으로 활용되지 않는다

태국에서 유튜브는 배타적인 방송 플랫폼이 아닌 편집된 영상을 올리는 플랫폼으로 활용된다. 작년부터 올해까지 트위치 월별 시청자 수 기준 Top 25 스트리머 중 유튜브 라이브 단독 송출로 넘어간 사람은 한 명도 없었다. Top 25 스트리머 중 유튜브에 한 달 이내 간격으로 편집 영상을 업로드하는 사람은 15명, 유튜브 라이브 기능을 활용하는 사람은 6명이었다. 트위치에서 동사 대신 유튜브로 이적한 사람이 없고, 대부분 별도의 방송 플랫폼과 유튜브를 함께 운영한다는 점에서 **유튜브 라이브 역시 글로벌 SOOP의 대체제가 아니다**.

도표 5-2. 상위 스트리머 이적비율, 팔로워 비율



출처: Twitch, SOOPLIVE, SMIC 4팀

도표 5-3. Nimo TV Top 10 스트리머

순위	채널명	평균 시청자 수	방송 언어
1	MixiGaming	207,709	베트남어
2	Thầy Giáo Ba	44,019	베트남어
3	Dev Nguyen	23,407	베트남어
4	TUITÊNBÔ	32,282	베트남어
5	QNT	12,743	베트남어
6	LeKhoi	7,042	베트남어
7	Snake	14,289	베트남어
8	Bác Gấu	15,424	베트남어
9	Nhism	10,009	베트남어
10	SBTC Celebrity	4,968	베트남어

출처: Nimo TV, SMIC 4팀

매출추정

상기 투자 포인트들을 종합하여 도출한 매출 Table은 다음과 같다.

최종매출추정 Table									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	166,530	196,566	272,295	314,977	347,618	201,463	417,445	505,182	571,327
<i>YoY (%)</i>	31.5%	18.0%	38.5%	15.7%	10.4%	26.4%	20.1%	21.0%	13.1%
플랫폼 매출	128,500	159,882	212,607	230,236	258,999	161,461	339,830	402,274	448,800
<i>% of Sales</i>	77.2%	81.3%	78.1%	73.1%	74.5%	80.1%	81.4%	79.6%	78.6%
광고 및 콘텐츠 매출	29,015	30,200	54,201	81,156	82,332	37,773	72,495	97,788	117,408
<i>% of Sales</i>	17.4%	15.4%	19.9%	25.8%	23.7%	18.7%	17.4%	19.4%	20.6%
기타 매출	9,015	6,484	5,487	3,585	6,287	2,229	5,120	5,120	5,120
<i>% of Sales</i>	5.4%	3.3%	2.0%	1.1%	1.8%	1.1%	1.2%	1.0%	0.9%

6.1. 플랫폼 매출 추정

플랫폼 매출 추정 결과는 아래와 같다.

플랫폼 매출 추정 Table										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2H24E	2024E	2025E	2026E
플랫폼 매출	128,500	159,882	212,607	230,236	259,000	161,461	178,369	339,830	402,274	448,800
<i>YoY (%)</i>	28.1%	24.4%	33.0%	8.3%	12.5%	28.5%	33.7%	31.2%	18.4%	11.6%
기부경제선물(별풍선)	120,900	152,183	204,037	220,286	249,270	156,362	173,270	329,633	392,077	438,602
<i>% of Sales</i>	94.1%	95.2%	96.0%	95.7%	96.2%	96.8%	97.1%	97.0%	97.5%	97.7%
(A) 기존 시청자 매출	120,900	152,183	204,037	220,286	249,270	156,362	173,270	329,633	370,974	417,499
(B) 신규 시청자 매출	-	-	-	-	-	-	-	-	21,103	21,103
플랫폼 기타	7,600	7,699	8,570	9,950	9,730	5,099	5,099	10,198	10,198	10,198
<i>% of Sales</i>	5.9%	4.8%	4.0%	4.3%	3.8%	3.2%	2.9%	3.0%	2.5%	2.3%

기부경제선물 매출 논리는 다음 (A) + (B)를 따른다. 상술한 논리에 따라, 치지직이 붕괴할 것이며, 이에 따라 동사가 받게 될 수혜를 측정하는 방식으로 산출하였다.

(A)기존 시청자의 $PU \times$ 기존 시청자의 ARPPU

(B)신규 시청자의 $PU \times$ 신규 시청자의 ARPPU

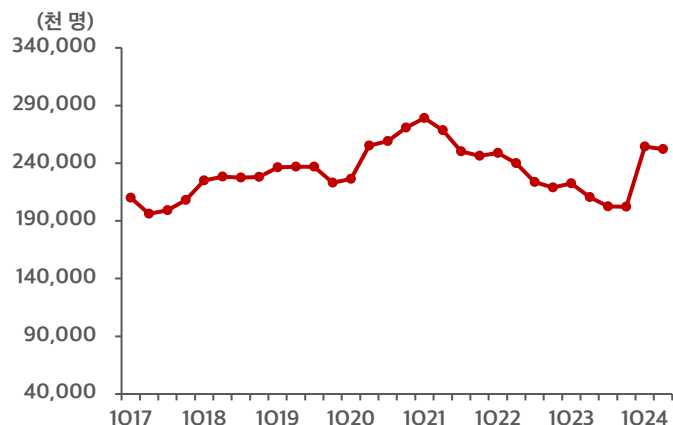
(1) (A) 기존 시청자 PU 추정

(A)에서 기존 시청자의 PU는 보수적으로 26년까지의 유지를 가정하였다. 상술한 투자포인트의 논리에 따라, 현재 PU가 타 플랫폼으로 빠져나갈 유인은 없다는 점과 1Q24 PU의 상승 이후, 2Q24에도 비슷한 수준의 PU를 유지하고 있다는 점을 반영한다면, 기존 PU가 빠져나가지 않고, 같은 값을 유지할 것이라는 가정은 충분히 합리적이다. [도표 6-1.]

(2) (A) 기존 시청자 ARPPU 추정

(A)에서 기존 시청자의 ARPPU는 최근 2년 중, 낮은 분기별 성장률인 3Q23의 3%씩 성장할 것을 가정하였다. 2년 이전의 데이터는, 트위치의 720p 사태가 있기 이전으로, 트위치가 더 우세적인 상황이었다는 것을 감안한다면, 최근 2년의 데이터를 사용하는 것이 합리적이다. 이러한 3%의 성장률은 1) 동사의 ARPPU가 17년부터 분기별로 평균 4.8%씩 성장하였고, 2) 최근 2년 동안 평균 3.9% 성장하였고, 3) 17년부터 지금까지, 반기 기준으로 한 번(트위치 철수로, 저ARPPU의 PU가 늘어났던 시기)을 제외하고, 단 한 번도 성장이 꺾이지 않았다는 점을 반영하였을 때, 보수적인 값이다. [도표 6-2.]

도표 6-1. 동사 PU 추이



출처: SOOP, SMIC 4팀

도표 6-2. 동사 ARPPU 증감률 추이

동사 ARPPU 추이 및 증감률						
(단위: 천 원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ARPPU	87	98	101	101	102	103
QoQ (%)		13.0%	2.7%	0.0%	1.3%	0.6%
(단위: 천 원)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
ARPPU	113	120	124	140	141	142
QoQ (%)	9.7%	6.5%	3.3%	13.4%	0.5%	0.9%
(단위: 천 원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
ARPPU	150	152	160	166	183	188
QoQ (%)	5.6%	0.9%	5.7%	3.7%	10.0%	2.9%
(단위: 천 원)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
ARPPU	222	228	241	244	258	247
QoQ (%)	18.0%	3.0%	5.5%	1.4%	5.4%	-4.1%
(단위: 천 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
ARPPU	273	309	319	336	311	327
QoQ (%)	10.5%	13.3%	3.0%	5.6%	-7.5%	5.1%

출처: SOOP, SMIC 4팀

(3) (B) 신규 시청자 PU 추정

(B)에서 신규 시청자 PU는 ① 치지직으로부터 이탈할 MAU와 ② 이탈 시점을 구한 후 ③ 실질적으로 동사에게 흡수될 MAU를 설정, ④ 이 중 PU로 유입될 비율을 추정하는 방식을 택하였다.

①먼저, 치지직으로부터 이탈할 MAU는 23년의 카카오TV MAU를 기준으로 추정하였다. 23년의 카카오팟은 치지직이 진입하기 이전, 동사 - 트위치를 잇는 3위 업체였다. 대기업으로서 인터넷 방송 업계에 진입하였으나, 부흥을 이끈 스타 스트리머들이 이탈하며, 성장 동력을 잃고, 시장에서 뚜렷한 두각을 드러내지 못하였다. 이에 따라, 당시 카카오팟의 MAU인 15만 명을 26년 치지직의 Target MAU로 제시한다.

9월 기준, 치지직의 평균 시청자 300명 이상을 유지하는 스트리머는 204명인데, 이 중 154명이 게임 or 버튜버 장르의 스트리머이다. [Appx. 3] 따라서 상술한 투자포인트에서의 논리에 따라, 게임 or 버튜버 장르의 스트리머 이탈이 격화될 것이고, 치지직은 이 두 장르 외에는 더 이상 버틸 수 있는 동력이 없다. 따라서 15만 명의 Target MAU는 무리한 수치가 아님을 논증한다.

② 치지직으로부터의 본격적인 이탈 시점은 25년 초를 제시한다. 이는 업계의 일반적인 계약 기간인 1년이 대부분의 파트너 스트리머들의 계약 기간임을 가정하였다. 치지직이 신생 플랫폼이며, 최근 파트너 스트리머 중 계약 이후 1년을 채우지 않고 이탈하는 스트리머들이 발생하고 있다는 점을 감안한다면 합리적인 가정이다. 이탈 속도는 구체적인 스트리머들의 이적 시점을 예측할 수 없기에, 특정 분기 및 년도에 가중치를 두는 것은 지나치게 자의적이라 판단하여 보수적으로 일정한 속도를 가정하였다.

③ 이탈 MAU 중 동사로 흡수될 MAU는 50.6%로 가정한다. 이는 트위치로부터 이탈하는 MAU 중, 이미 동사의 플랫폼을 이용하거나, 아예 인터넷 방송을 이용하지 않는 인원이 있다는 것을 반영한 것이다. 따라서, 트위치의 한국 철수 당시, 트위치에서 빠져나간 MAU와 동사 및 치지직으로 유입된 MAU의 괴리율인 50.6%를 사용하였다. MAU 추이는 [Appx. 4]에 별첨하였다.

④ PU로 유입될 비율은 흡수될 MAU의 24.8%로 가정한다. 이는 1Q24 트위치 철수 당시, 흡수된 MAU와 PU의 비율이다. 당시, 트위치 철수 영향으로 약 21만 명의 MAU가 늘어났으며, PU는 역대 최고 증가율인 25.8%, 약 52,000명이 증가하였다. 이에 따라, 당시 유입된 PU와 MAU가 사실상 트위치에서 흡수된 인원이라고 판단하였고, 이 비율인 24.8%를 유입비율로 제시한다.

(4) (B) 신규 시청자 ARPPU 추정

(B)에서 신규 시청자의 ARPPU는 1Q24 당시에 추정한 기존 시청자의 ARPPU의 약 50%로 추정한다. 1Q24 당시, 비교적 낮은 ARPPU를 보유한 트위치 PU들이 유입되며, 전체적인 ARPPU가 하락하였다. (4)에서 **상술한 PU 52,000명을 트위치 PU**라고 가정하고, 이를 바탕으로 역산한 결과, 당시 기존 시청자의 ARPPU는 약 346,500원, 신규 시청자의 ARPPU는 약 174,618원으로 기존 시청자의 50%이다. 1Q24와 4Q23의 탑50 BJ들의 별풍선 수취 개수/플랫폼 매출 값이 약 0.003으로 변화하지 않았다는 점은, 이 때 당시의 ARPPU의 변화가 큰 손들의 변화가 아닌, 신규 유입된 시청자들에 의한 변화임을 방증한다. 보수적인 추정을 위해 26년 신규 시청자의 ARPPU는 동일하게 설정하였다.

위 논리에 따른 기부경제선물(별풍선) 매출 결과는 아래와 같다.

기부경제선물(별풍선) 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2H24E	2024E	2025E	2026E
기부경제선물 매출	120,900	152,183	204,037	220,286	249,270	156,362	173,270	329,633	392,077	438,602
YoY (%)	20.6%	25.9%	34.1%	8.0%	13.2%	-	-	32.2%	18.9%	11.9%
(A) 기존 시청자 매출	120,900	152,183	204,037	220,286	249,270	156,362	173,270	329,633	370,974	417,499
% of Sales	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	94.6%	95.2%
(B) 신규 시청자 매출	-	-	-	-	-	-	-	-	21,103	21,103
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	4.8%

(5) 그 외 플랫폼 기타 매출 추정

그 외 플랫폼 기타 매출은 구독 시스템이 활성화되어 있는, 치지직 시청자들의 유입에 따라, 소폭 상승할 것으로 기대된다. 그러나, 쿼뷰 및 구독 시스템의 구매가 PU 및 MAU에 연동되지 않아 그 상승폭을 정확히 논증할 수 없다는 점을 반영하여, 보수적으로 1H24의 수준을 유지하였다.

5.2 광고 및 콘텐츠 매출 추정

광고 및 콘텐츠 매출 추정 결과는 다음과 같다.

광고 및 콘텐츠 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	2H24E	2024E	2025E	2026E
광고 및 콘텐츠 매출	29,015	30,200	54,201	81,156	82,332	37,773	34,722	72,495	97,788	117,408
YoY (%)	44.2%	4.1%	79.5%	49.7%	1.4%	21.0%	-32.1%	-11.9%	34.9%	20.1%
플랫폼 광고	7,907	6,494	11,431	14,862	14,849	5,304	6,045	11,349	20,657	31,356
% of Sales	27.2%	21.5%	21.1%	18.3%	18.0%	14.0%	17.4%	15.7%	21.1%	26.7%
콘텐츠 광고	15,675	17,866	35,096	57,110	53,293	22,356	18,563	40,919	53,547	60,367
% of Sales	54.0%	59.2%	64.8%	70.4%	64.7%	59.2%	53.5%	56.4%	54.8%	51.4%
기타	5,434	5,841	7,672	9,184	14,189	10,113	10,113	20,227	23,584	25,684
% of Sales	18.7%	19.3%	14.2%	11.3%	17.2%	26.8%	29.1%	27.9%	24.1%	21.9%

(1) 플랫폼 광고

플랫폼 광고는 ①MAU x ②MAU 대비 플랫폼 광고 단가)로 계산하였다.

① MAU는 5.1에서 **상술한 논리**를 채택하였다.

② MAU 대비 플랫폼 광고 단가는 동사와 치지직 간의 인스트림형 광고 가격 차이를 반영하여, **26년까지 80% 상승할 것으로 추정**하였다. 상술한 투자포인트 및 매출 추정의 논리에 따라, 동사의 시장 내 유일한 경쟁자인 치지직은 26년 내에 규모가 대폭 축소될 예정이다. 이에 따라, 치지직의 광고 시장 내 협상력은 떨어지고, 동사의 협상력은 올라갈 예정이다.

현재 치지직의 광고 단가는 동사 대비 80% 높는데, 그 이유는 그동안 치지직의 MAU가 동사 대비 높았으며, 네이버라는 대기업을 바탕으로 갖고 있었기 때문이다. 그러나, MAU가 대폭 축소되며, 기존 치지직의 소비자층을 타겟하려던 광고 수요도 모두 동사로 모일 것으로 예상된다. 이에 따라, 최소 현재 네이버 수준까지의 P 상승을 예측한다. 현재 치지직의 인스트림형 광고는 CPM 10,800원, 동사의 인스트림형 광고는 CPM 6,000원이다. 이 상승률을 25년과 26년에 고르게 안분해주었다.

(2) 콘텐츠 광고

콘텐츠형 광고 수익은 총 개최 경기수 x 추정 단가를 계산하는 방식으로 추정하였다. 이는 80% 이상의 매출이 게임형 광고로부터 비롯됨에 따라, 동사가 개최하는 총 경기수 [Appx. 5]를 추적하는 방식으로 P를 역산하였다. 24년 상반기의 경우, 디도스 공격으로 수익성이 좋은 리그오브레전드 대회가 열리지 않았다. 이에 따라, 23년의 추정단가와 24년 추정단가가 25%가 차이나는 상황이다. 따라서, 리그오브레전드 대회가 정상화되는 하반기부터, 23년 수준의 P로의 회귀를 가정하였다. 4분기에 열릴 경기 수는 4분기마다 경기 수가 하락한다는 점을 고려하여, 지난 2년 동안의 하락율을 반영하였다.

25년, 26년 콘텐츠 광고형 매출은 동사가 추후에 개최할 경기수에 연동될 것으로 추정되나, 동사가 추후에 개최할 경기수를 정확하게 파악하는 것은 불가능하다. 그러나, 사측 발표를 통해, E스포츠에 대한 투자를 지속적으로 집행할 것임을 선포하였으며, 투자포인트에서 상술하였듯이, 앞으로 지속적으로 개최를 늘릴 유인이 충분하다. 이에 따라, Q는 지난 19년의 최대 경기수인 896 경기로의 점진적인 도달을 가정하였다. P는 디도스의 영향이 없던 23년의 수치를 가져왔다.

(3) 광고 기타 (글로벌 매출 포함)

광고 매출은 글로벌 SOOP의 매출을 위주로 추정해주었다. 25년까지의 글로벌 SOOP의 성장률을 266.31%, 25년에서 26년까지의 성장률을 28.4%로 제시한다. 이는 17년~19년까지의 태국 트위치의 성장률으로, 당시 태국 트위치의 상황은 다음과 같다.

- ① 당시 태국 트위치는 Garena talktalk이라는 선두주자가 있는 상태에서 시장에 진입하였다.
 - ② Garena talktalk에 불만을 가진 스트리머들이 17년에 태국 트위치로 대거 이적하였다.
 - ③ 시장에 본격적으로 진입하기 전, 소규모 베타테스트로 소비자들에게 플랫폼을 노출시켰다.
- 이는 현재 글로벌 SOOP이 ① 태국 트위치라는 선두주자가 있으며, ② 최근 트위치에 불만을 가진 top 10 스트리머 중 7명이 글로벌 SOOP으로 대거 이적하였고, ③ 현재 베타테스트를 통해 소비자들에게 플랫폼을 노출시키고 있으며, 이에 따른 성과를 거두고 있다는 점에서 동일한 상황이다.

따라서, 25년에는 태국 트위치의 17년 1월에서 18년 1월까지의 성장률 266.31%, 26년에는 18년 1월에서 19년 1월까지의 성장률인 28.4%를 적용시켜주었다. 이에 따른 SOOP 글로벌의 예상 매출 상승폭은 25년 약 74억원, 26년 약 21억원이다. 글로벌 SOOP 외 기타 매출은 특정한 추이를 찾을 수 없어, 보수적으로 flat하게 추정하였다.

5.3. 기타 매출 추정

기타 매출은 소셜트레이딩 및 연결종속법인의 기타 매출 및 임대수익을 포함하고 있다. 합리적으로 추정할 수 없는 영역으로 판단하여, 3개년 avg flat처리해주었다.

Valuation - Historical PER Method

5.1. 비용추정

영업비용 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
영업수익	167,869	196,566	272,295	314,977	347,618	94,932	106,530	417,445	505,182	571,327
YoY(%)	32.5%	17.1%	38.5%	15.7%	10.4%	30.6%	22.9%	20.1%	21.0%	13.1%
영업비용	131,143	146,153	183,473	232,558	257,309	66,397	73,228	284,828	333,651	378,907
OPM(%)	21.9%	25.6%	32.6%	26.2%	26.0%	30.1%	31.3%	31.8%	34.0%	33.7%
인건비	36,774	41,788	48,950	59,968	73,949	21,590	21,646	83,499	98,159	112,136
% of sales	21.9%	21.3%	18.0%	19.0%	21.3%	22.7%	20.3%	20.0%	19.4%	19.6%
지급수수료	29,699	33,277	50,856	79,014	67,254	15,457	20,459	64,320	78,300	92,725
% of sales	17.7%	16.9%	18.7%	25.1%	19.3%	16.3%	19.2%	15.4%	15.5%	16.2%
과금수수료	16,225	18,440	26,281	30,002	38,539	12,477	13,686	48,177	57,907	65,156
% of sales	9.7%	9.4%	9.7%	9.5%	11.1%	13.1%	12.8%	11.5%	11.5%	11.4%
회선사용료	9,292	11,793	13,669	14,797	13,868	4,193	4,072	15,896	19,843	23,789
% of sales	5.5%	6.0%	5.0%	4.7%	4.0%	4.4%	3.8%	3.8%	3.9%	4.2%
컨텐츠제작비	9,325	8,965	11,611	13,601	19,654	1,580	1,668	20,331	24,605	27,826
% of sales	5.6%	4.6%	4.3%	4.3%	5.7%	1.7%	1.6%	4.9%	4.9%	4.9%
감가상각비	9,767	12,595	13,884	15,859	18,667	4,875	5,003	18,876	23,968	23,657
% of sales	5.8%	6.4%	5.1%	5.0%	5.4%	5.1%	4.7%	4.5%	4.7%	4.1%
기타고정비용	11,337	11,286	8,678	7,303	10,894	2,171	3,028	16,400	9,900	9,900
% of sales	6.8%	5.7%	3.2%	2.3%	3.1%	2.3%	2.8%	3.9%	2.0%	1.7%
기타변동비용	8,725	8,008	9,543	12,014	14,483	4,055	3,666	17,329	20,972	23,718
% of sales	5.2%	4.1%	3.5%	3.8%	4.2%	4.3%	3.4%	4.2%	4.2%	4.2%

금액적 중요성을 띠며 합리적 추정이 가능한 인건비, 지급수수료, 과금수수료, 회선사용료, 감가상각비는 별도 추정하였다. 기타 비용은 기타고정비용과 기타변동비용으로 분류하여 변동비의 경우 5개년 % of sales의 평균값을 flat하게 적용해주었고 고정비의 경우 5개년 값을 average flat하게 적용해주었다. 다만, 24년 고정비의 경우 티메프 사태로 인한 해피머니 대손충당금을 반영해주었다.

(1) 인건비 추정

종업원급여										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
인건비(A)	36,774	41,788	48,950	59,968	73,949	83,499	98,159	112,136		
종업원 수 * 평균급여(B)	22,274	27,213	38,336	49,248	53,270	64,705	76,065	86,896		
괴리율(1-(B/A), %)	39.4%	34.9%	21.7%	17.9%	28.0%	22.5%	22.5%	22.5%		
종업원 수	518	579	599	684	761	818	852	861		
정규직 근로자	472	527	573	642	719	764	795	804		
기간제 근로자	46	52	26	42	42	54	56	57		
평균 급여액	43	47	64	72	70	79	89	101		

동사는 지속적으로 채용 인원을 늘려왔다. 다만 글로벌 SOOP 출시 준비를 위해 사업 확장 및 채용이 급진적으로 증가했던 22~23년 상승분을 제외하고 3개년 YoY를 활용하여 추정하였다.

(2) 과금수수료

과금수수료의 경우 별풍선, 쿠폰 등 후원 아이템 유료 결제 시 모바일스토어 내지 PG(전자결제 대행사)에 지급하는 수수료로, 동사의 플랫폼 매출과 연동된다. (상관계수 0.99, P-값<0.01) [Appx. 6] [매출추정]의 플랫폼 매출과 연동하여 향후 수수료를 추정하였다.

동사 플랫폼 매출 대비 과금수수료												
(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
과금수수료	5,662	6,872	7,794	11,493	16,225	18,440	26,281	30,002	38,539	48,177	57,907	65,156
플랫폼 매출	61,820	792,490	79,245	100,278	128,500	159,882	212,607	230,236	258,999	339,830	402,274	448,800

(3) 지급수수료의 경우 중계권 지급수수료, 광고 지급수수료, BJ지원금을 분류하여 추정하였다.

SOOP 지급수수료											
단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
지급수수료(중계 외)	10,511	14,426	15,488	15,757	18,564	26,613	24,942	28,806	33,269	38,422	
% of sales	11.1%	11.4%	9.2%	8.0%	6.8%	8.4%	7.2%	6.9%	6.6%	6.7%	
지급수수료(광고)	4,076	5,227	8,417	12,023	27,170	47,007	36,064	29,754	39,272	48,544	
% of sales	4.3%	4.1%	5.0%	6.1%	10.0%	14.9%	10.4%	7.1%	7.8%	8.5%	
BJ지원금	5,453	6,808	5,794	5,497	5,121	5,394	6,248	5,759	5,759	5,759	
% of sales	5.8%	5.4%	3.5%	2.8%	1.9%	1.7%	1.8%	1.4%	1.1%	1.0%	
지급수수료(총합)	20,040	26,461	29,699	33,277	50,855	79,014	67,254	64,320	78,300	92,725	

동사의 중계권 계약 조건은 공개되지 않지만 동사 관계자의 중계권 계약 금액이 상승하고 있다고 밝힌 점과 동사가 중계권 사업을 확장하고 있음을 반영하였다. 24년 3분기 동안 동사가 중계한 e스포츠 경기 수가 이미 23년 중계 경기 수를 뛰어넘었다는 점, 24년 e스포츠 월드컵 중계, 25년 라이엇 신규 대회 등 중계할 대회가 점차 증가하고 있음을 고려하여 동사가 중계 사업을 본격적으로 확장하기 시작한 17년도부터의 YoY를 반영하여 추정하였다.

광고 지급수수료는 콘텐츠, 플랫폼 광고 매출과 연동된다. [Appx. 7] 하지만 [투자포인트]에서 동사가 독점적 지위를 획득하고 단가를 80% 올린다는 논리를 반영하여 25년~26년은 보수적으로 23년의 광고 지급수수료/(플랫폼 광고+콘텐츠 광고 매출액) 비중을 FLAT 처리하였다.

BJ지원금은 파트너BJ에게 지급되는 지원금으로서 파트너BJ의 수가 18년 1,192명에서 19년 4,034명으로 증가했음에도 지원금의 변동폭이 크지 않은 고정비적 성격을 고려하여 7개년 average flat처리하였다.

동사 플랫폼 매출 대비 과금수수료												
(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
과금수수료	5,662	6,872	7,794	11,493	16,225	18,440	26,281	30,002	38,539	48,177	57,907	65,156
플랫폼 매출	61,820	79,249	79,245	100,278	128,500	159,882	212,607	230,236	258,999	339,830	402,274	448,800

(4) 과금수수료의 경우 별풍선, 쿠폰 등 후원 아이템 유료 결제 시 모바일스토어 내지 PG(전자결제대행사)에 지급하는 수수료로, 동사의 플랫폼 매출과 연동된다. (상관계수 0.99, P-값 <0.01) [Appendix.] [매출추정]의 플랫폼 매출과 연동하여 향후 수수료를 추정하였다.

SOOP 시간 당 회선사용료																						
(단위: 백만 원 천 시간)	1019	2019	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
시간 당 회선사용료	13,903	11,412	12,999	12,991	13,112	15,872	13,367	12,628	15,463	13,823	15,016	15,587	16,575	16,575	16,575	16,575	15,366	14,519	14,519	16,290	16,022	15,067
SOOP 시청시간	171,402	196,011	179,442	180,069	201,381	201,985	222,774	235,056	212,199	235,244	234,781	231,653	217,306	222,265	210,475	242,670	244,219	228,218	216,274	224,788	261,690	270,269
회선사용료	2,383	2,237	2,333	2,339	2,640	3,206	2,978	2,968	3,281	3,252	3,525	3,611	3,602	3,684	3,489	4,022	3,753	3,313	3,140	3,662	4,193	4,072

(5) 회선사용료는 동사 총 방송 시청 시간과 회선사용료를 이용하여 시간 당 회선사용료를 도출하였다. 그리고 트위치 코리아 철수 당시의 동사 MAU 증분과 방송 시청 시간 증분으로 MAU 당 약 130시간의 시청 시간이 증가한다는 점을 적용하여 [매출추정]에서 제시한 25년, 26년 동사 MAU 증분을 반영한 방송 시청 시간 및 회선사용료를 도출하였다. 시간 당 회선사용료는 21년부터 지속적으로 시간 당 평균 15.6원 수준으로 유지된 점 [Appx. 8]을 반영하여 flat하게 적용하였다.

(6) 콘텐츠제작비의 경우 24년 상반기기에 자체적으로 개최한 e스포츠 경기 수가 23년 상반기가 많았음에도 불구하고 비용이 감소한 점을 인식 시점의 차이라고 판단하여 5개년 % of sales average flat처리하였다.

(7) 감가상각비 내 기계장치는 동사가 24~26년에 국내/글로벌 사업 확장을 위한 기계장치 증설을 예상하여 20년, 22년 증설분을 적용하였고 그 외 유형자산은 유지 CAPEX를 가정하였다.

감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물(40년)	154	158	162	166	170
기계장치(5년)	10,650	13,231	15,813	9,235	10,725
차량운반구(5년)	204	245	285	161	202
비품(3년~5년)	2,734	3,629	2,685	3,581	4,476
사용권자산	5,135	6,705	4,712	6,282	7,853
합계	18,876	23,968	23,657	19,425	23,425

(1) 금융수익/금융비용 추정

금융손익의 경우 이자수익/이자비용은 동사의 이자부자산, 이자부부채를 토대로 **유효이자율**을 반영하여 추정하였고, 그 외의 금융손익은 합리적 추정이 불가능하여 24년도 당기손익공정가치평가이익은 보수적으로 24년도 상반기 값을 그대로 적용하고 나머지는 5개년 average flat처리 혹은 0 flat처리하였다. [Appx. 9]

(2) 기타이익/기타손실 추정

기타손익의 경우 합리적으로 **추정 불가능한 값은 5개년 average flat처리 혹은 0 flat처리**하였다. 다만 23년 무형자산손상차산의 경우 23년 (주)파이브앤식스 인수 직후 동 연도에 전액 손상처리하여 예외적으로 과다집계되었다. 그러나 23년 새로이 인수한 (주)씨티티디는 (주)파이브앤식스 대비 최대 OPM이 2배 이상 차이 나는 고부가가치사업으로서 이전 사례처럼 전액 손상처리하는 것은 지나치게 **과감한 추정**이라 판단하여 3개년 average flat처리하였다.

(3) 그 외 비용 추정

법인세비용은 22년에 전기법인세 조정사항으로 예외적으로 유효법인세율이 **과다 상계**되었다고 판단하여 22년 값 제외 **최대 유효법인세율인 23년 22.3%**를 flat처리해주었다. [Appx. 10] 19년에 (주) 에스비에스아프리카티비의 지분법손익으로 예외적인 값 발생, 합리적 추정 위해 4개년 average flat처리하였다.

추정포괄손익계산서										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
매출액	167,869	196,566	272,295	314,977	347,618	94,932	106,530	417,445	505,182	571,327
<i>YoY(%)</i>	32.5%	17.1%	38.5%	15.7%	10.4%	30.6%	22.9%	20.1%	21.0%	13.1%
영업비용	131,143	146,153	183,473	232,558	257,309	66,397	73,228	284,828	333,651	378,907
영업이익	36,726	50,414	88,822	82,419	90,309	28,535	33,303	132,617	171,530	192,420
<i>OPM(%)</i>	21.9%	25.6%	32.6%	26.2%	26.0%	30.1%	31.3%	31.8%	34.0%	33.7%
금융수익	6,887	1,949	3,953	4,394	11,966	2,633	2,656	6,874	6,627	6,627
금융비용	469	629	1,230	1,234	930	236	189	765	916	916
기타이익	652	762	1,848	2,706	2,794	1,008	795	2,566	1,535	1,535
기타비용	867	4,918	4,404	5,859	7,995	388	484	5,583	5,583	5,583
관계기업에 대한 지분법손익	(991)	(43)	74	148	(70)	-	-	28	28	28
법인세비용차감전순이익	41,938	47,535	89,063	82,573	96,074	31,553	36,081	135,736	173,220	194,110
법인세비용	7,778	9,684	18,125	23,060	21,450	6,813	8,411	30,305	38,674	43,338
중단영업이익	(685)	(1,591)	(69)	-	-	-	-	-	-	-
당기순이익	34,160	36,260	70,869	59,513	74,624	24,739	27,670	105,431	134,546	150,772
<i>NPM(%)</i>	20.3%	18.4%	26.0%	18.9%	21.5%	26.1%	26.0%	25.3%	26.6%	26.4%

5.2. Valuation - Historical PER Method

동사의 Valuation을 위해, 보고서의 논리대로 이익 성장에 대한 압도적인 기대감을 반영하기 위해 PER Method를 차용하였고, 개중에서도 가장 비슷한 기대감을 받던 시기의 기대감을 반영한 Historical PER Method를 사용한다.

본 보고서는 국내 인터넷 방송 플랫폼 시장을 양분하고 있는 SOOP-치지직의 2강 체계가 허물어지고, 동사의 독점 체계로 시장이 재편될 것임을 주장하였다. 동사는 과거에도 유사한 기대감을 받았던 시점이 존재한다. 바로 트위치 코리아가 국내 시장에서 철수를 선언하고 트위치 스트리머, 시청자들이 동사로 유입되기 시작한 시점인 24년 1분기이다.

본 보고서에서 주장하는 동사의 미래는 완전한 시장 독점이고 멀티플 산정 시기에는 트위치의 이탈 후 시장 점유율 제고에 대한 기대감이 지배적이었다. 따라서 해당 기간의 멀티플을 반영한 것은 무리 없는 추정이라고 볼 수 있으며 국내 인터넷 방송 시장의 Only Player로서 발돋움할 동사에게 더 큰 기대감을 예상할 수 있다. 따라서 해당 기간의 멀티플을 반영한 것은 무리 없는 추정이라고 볼 수 있으며 국내 인터넷 방송 시장의 Only Player로서 발돋움할 동사에게 더 큰 기대감을 예상할 수 있다.

[투자포인트]에서도 전술하였지만, 동사의 국내시장 독점은 더 높아진 상방과 피크아웃 우려 해소를 통한 리레이팅을 예고한다. 동사 수익의 원천은 점진적으로 상승하는 ARPPU와는 반대로 큰 변화를 보이지 않는 PU의 기형적 구조로, 매출을 전담하는 결제 유저들의 결제 금액이 언제까지고 상승할 수는 없다는 근본적 우려가 존재한다. 하지만 24년 트위치 파이의 일부를 받은 동사는 ARPPU의 큰 감소 없이 PU의 증가를 이루어냈고[도표 4-20.] 이는 동사의 근본적 우려에 대한 해답을 제공한다.

Why 24MF?) 본 보고서는 1) 25년부터 치지직 스트리머, 시청자들의 대거 유입, 2) 26년에 이르러 치지직의 대폭 축소로 인해 동사가 국내 인터넷 방송 시장의 Only One으로 부상하는 미래를 주장한다. 즉, 치지직 스트리머들의 재계약이 불발되고 유저들의 이탈이 발생하는 시점에 미래의 치지직 퇴출 및 동사의 시장 독점에 대한 기대감이 반영되어야 마땅하다. 따라서 동사가 국내 시장의 Only One으로 올라설 26년에 대한 기대는 [투자 포인트]의 실현 시작 시점인 25년 초에 시장에 반영될 것이기에, 24MF 멀티플을 적용하여 주가 실현 시점을 25년 초로 설정하였다.

[투자 아이디어]에서도 서술했다시피, 동사의 주가는 당장의 매출과 영업이익에 동행하는 것이 아니라 새로운 먹거리, 혹은 현재보다 더 높은 업사이드가 기대될 때 더욱 민감하게 반응하였다. 이를 고려하면 본 보고서의 투자포인트 초기 단계인 25년 치지직 스트리머, 시청자의 유출이 실현된다면, 시장은 25년의 실적까지 기다리지 않고 응당한 기대감이 반영될 것이다.

Historical Peer PER (26E)	
2026E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만 원)	150,772
유통주식수	10,656,360
발행주식수 (단위: 주)	11,494,767
자기주식수	838,407
2026E EPS (단위: 원)	14,149
Target PER Multiple	12.90x
목표주가 (단위: 원)	182,500
현재주가 (단위: 원)	94,300
상승여력	93.53%

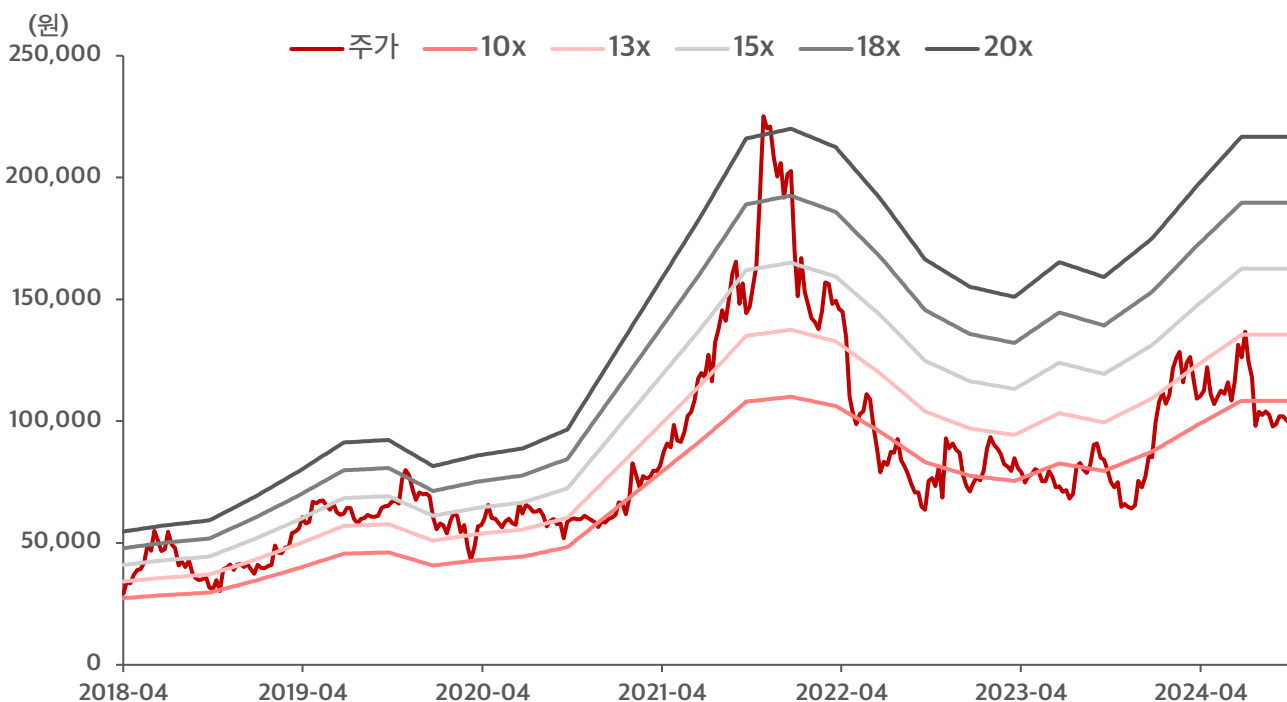
상기 논의를 모두 종합하여 26E EPS 14,555원에 Target PER Multiple 12.90x를 곱한 목표주가 187,700원, 투자의견 BUY를 제시한다

Appendix.

Appx 1. BS, CF

재무상태표					현금흐름표				
(단위: 백만 원)					(단위: 백만 원)				
자산	2021	2022	2023	1H24	영업활동현금흐름	2021	2022	2023	1H24
유동자산	313,042	370,260	480,798	520,412	당기순이익(손실)	70,869	59,513	74,624	52,409
현금및현금성자산	75,103	76,595	136,290	118,646	당기순이익조정을 위한 가감	43,398	49,177	44,187	26,142
단기금융상품	40,500	60,000	73,000	87,168	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	27,239	23,509	12,251	(19,299)
매출채권 및 기타채권	75,101	84,244	115,457	135,521	이자의 수취	734	1,960	6,191	2,158
기타유동금융자산	118,134	143,333	152,940	170,693	배당금수취(영업)	1,049	9	16	0
기타유동자산	4,203	6,088	1,833	7,744	이자지급(영업)	(42)	(802)	(183)	(294)
당기법인세자산	0	0	388	3	법인세의 납부	(9,783)	(32,456)	(17,374)	(15,918)
유동재고자산	-	-	891	636	투자활동현금흐름	(113,440)	(57,179)	(25,741)	(38,709)
비유동자산	95,108	94,866	97,271	95,400	단기대여금및수취채권의 처분	91	203	1,650	141
기타비유동금융자산	19,938	20,880	9,375	9,364	장기대여금및수취채권의 처분	320	634	745	767
지분법적용 투자지분	3,974	-	-	-	단기금융상품의 감소	-	-	-	18,000
유형자산	34,416	37,619	35,803	36,267	기타금융자산의 처분	36,984	61,008	46,550	18,753
사용권자산	4,424	6,844	7,128	4,310	관계기업에 대한 투자자산의 처분	-	4,131	4	-
투자부동산	684	1,458	7,217	7,202	유형자산의 처분	772	670	164	5
무형자산	15,977	11,889	18,035	17,585	무형자산의 처분	-	-	852	-
기타비유동채권	12,794	9,917	12,033	10,966	사업결합으로인한 순현금흐름	-	(255)	(8,719)	-
이연법인세자산	2,901	6,258	7,679	9,706	단기대여금및수취채권의 취득	(190)	(241)	(429)	(58)
부채	198,723	223,951	284,722	284,528	장기대여금및수취채권의 취득	(290)	(1,530)	(3,571)	(1,480)
유동부채	193,392	217,402	274,085	274,582	단기금융상품의 순감소(순증가)	(10,122)	(19,500)	(13,000)	(31,868)
매입채무 및 기타유동채무	144,336	179,664	222,210	232,062	기타금융자산의 취득	(126,696)	(87,281)	(41,464)	(33,931)
유동 차입금	1,900	800	3,823	2,364	투자예치금의 순감소(순증가)	(770)	3	397	1
유동성장기차입금	8,100	-	1,430	209	유형자산의 취득	(9,417)	(14,571)	(8,756)	(8,754)
기타 유동부채	16,204	17,459	22,659	18,799	무형자산의 취득	(3,884)	(731)	(602)	(74)
유동 리스부채	3,567	3,962	4,953	2,739	기타투자자산의 증감	(396)	-	(26)	(149)
유동충당부채	1,556	2,679	1,462	1,453	보증금의 증감	157	283	460	(63)
당기법인세부채	17,729	12,838	17,548	16,957	재무활동현금흐름	(11,164)	(41,957)	(34,005)	(24,545)
비유동부채	5,331	6,549	10,637	9,945	주식의 발행	-	147	-	0
장기차입금	-	-	4,436	4,152	단기차입금의 증가	-	(1,100)	140	405
장기매입채무 및 기타비유동채무	2,440	1,738	925	949	단기차입금의 상환	-	-	(1,539)	(1,865)
비유동 리스부채	1,547	2,558	1,860	1,175	장기차입금의 상환	-	-	(138)	(283)
비유동충당부채	1,345	2,253	3,417	3,670	유동성장기차입금의 상환	-	(8,100)	-	(1,221)
자본	209,427	241,175	293,346	331,284	자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출	-	(19,965)	(18,850)	(9,145)
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	209,309	241,145	291,244	328,620	배당금지급	(6,914)	(8,042)	(7,958)	(9,109)
자본금	5,747	5,747	5,747	5,747	리스부채 원금의 지급	(4,245)	(4,940)	(5,580)	(3,316)
자본잉여금	48,008	48,014	48,039	48,039	임대보증금의 증감	-	49	(75)	(10)
기타자본구성요소	(10,718)	(29,146)	(44,140)	(49,842)	기타 현금유출	(4)	(6)	(5)	(1)
기타포괄손익누계액	(4,099)	(5,460)	(6,797)	(6,679)	환율변동 반영 전 현금및현금성자산 순증가	8,860	1,774	59,964	(18,054)
이익잉여금(결손금)	170,371	221,989	288,394	331,354	기초현금및현금성자산	66,012	75,103	76,595	136,290
비지배지분	118	29	2,102	2,664	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	231	(283)	(269)	410
자본과부채총계	408,150	465,125	578,068	615,812	기말현금및현금성자산	75,103	76,595	136,290	118,646

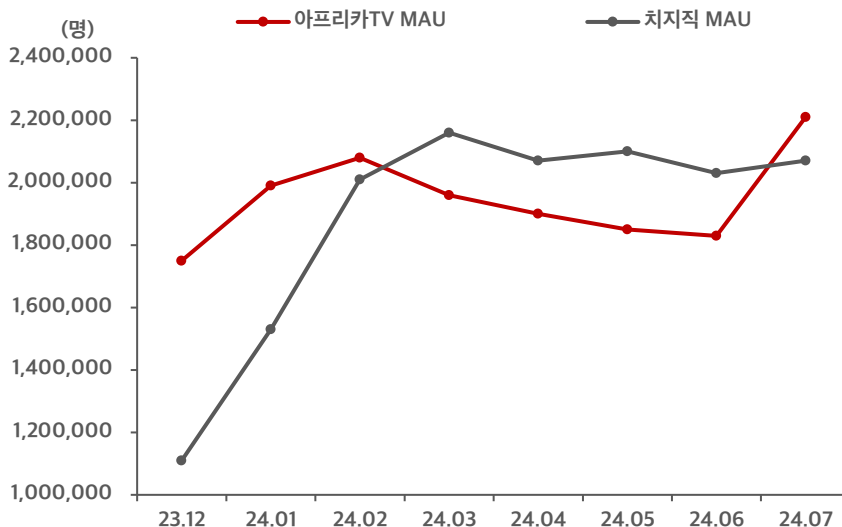
Appx 2. 동사 24MF PER Band



Appx 3. 치지직 상위권 스트리머

24년 9월 치지직 평균 시청자 순위											
순위	BJ명	평균시청자	장르	순위	BJ명	평균시청자	장르	순위	BJ명	평균시청자	장르
1	한동숙	15,080	게임	69	미킹미킹	1,002	여캠	137	늦잠	482	버튜버
2	울프	13,725	게임	70	소우룻	994	게임	138	햇살살	478	여캠/게임
3	풍월랑	9,335	게임	71	샘웨	984	토크	139	덕개	478	버튜버
4	랄로	7,821	게임	72	핑맨	960	게임	140	실프	474	게임
5	치지직	5,213	공식채널	73	픽넛	954	프로게이머	141	예라랑	473	토크
6	샌드박스	5,136	공식채널	74	멋사	948	게임	142	주둥이방송	464	토크
7	이브	5,007	버튜버	75	Dplus KIA	945	공식채널	143	노돌노돌리	462	게임
8	양평	4,750	토크	76	아빠킹	929	게임	144	플랑이	461	게임
9	템템버린	4,730	버튜버/게임	77	마와	898	버튜버/게임	145	설백	456	버튜버
10	괴물쥐	4,424	게임	78	가짜각별	891	토크	146	철면수심	456	게임
11	타다닥 아지트	4,014	자체채널	79	머머ㅋ	875	토크	147	이로 클라우드	456	버튜버
12	룩삼	3,990	게임/토크	80	바이퍼3	862	프로게이머	148	크켓	451	게임
13	파카	3,789	게임	81	이터널 리턴 공	857	공식채널	149	유세라	448	버튜버
14	텐코 시부키	3,764	버튜버	82	하스스톤	853	공식채널	150	날카로운 도적	447	토크
15	삼식123	3,686	게임	83	인간젤리	852	게임	151	퓨리퓨리퓨리	442	게임
16	김뚜띠	3,646	버튜버	84	몽르 공식 채널	851	토크	152	백곰파	431	버튜버
17	아야츠노 유니	3,542	버튜버	85	뽄뽄뽄이	840	게임	153	서냉	425	여캠/게임
18	워크래프트	3,245	공식채널	86	몽르 공식 채널	831	토크	154	잭	423	버튜버
19	시라유키 하나	3,235	버튜버	87	송 몽숙	828	버튜버/게임	155	주키니TV	422	게임
20	다주	3,067	게임	88	소니쇼	823	여캠/게임	156	한동그라미1	418	게임
21	지누	2,838	버튜버/게임	89	연두는말안드루	813	버튜버/게임	157	야시로 시트리	414	버튜버
22	김도	2,817	토크	90	가인저소제	807	토크	158	남봉	409	게임
23	호랑이들86	2,815	자체채널	91	이 다	793	게임	159	이치카 히비	407	버튜버
24	녹두로	2,743	게임	92	두니주니	754	게임	160	고라니울님	401	여캠
25	서새봄냥	2,661	게임/토크	93	조니월드	747	게임	161	에리스	401	버튜버
26	치지직 같이보:	2,651	공식채널	94	베이스블코리아	745	공식채널	162	눈파티입니다	399	게임
27	따호니	2,592	게임	95	KT Deft	735	프로게이머	163	진격개년	393	게임
28	아카네 리제	2,488	버튜버	96	금사향	734	버튜버/게임	164	수련수련	393	여캠
29	아오쿠모 린	2,416	버튜버	97	네클릿	719	게임	165	0영듀0	392	여캠/게임
30	아이리 칸나	2,406	버튜버	98	계춘회	715	버튜버	166	빙하유	391	버튜버
31	침착맨	2,230	토크	99	자동	699	게임	167	세롱	384	게임
32	네네코 마시로	2,194	버튜버	100	김나성	672	게임	168	꽃빈	382	게임
33	하나코 나나	2,115	버튜버	101	고차비	664	버튜버/게임	169	해블린	379	버튜버
34	아라하시 타비	2,111	버튜버	102	씨랙	660	게임	170	램램1	377	게임
35	압압	2,024	게임	103	레바	659	토크	171	러끼	374	버튜버
36	강지	2,017	버튜버	104	초승달	644	토크	172	이도원	370	게임
37	러너	2,015	게임	105	인색	640	게임	173	지니어스매드	364	게임
38	슈카슈카	1,950	토크	106	정령왕임	624	게임	174	하루토	363	버튜버/게임
39	강퀴	1,935	게임	107	모카형	621	버튜버/게임	175	우주하마우주하	358	게임
40	조강현 그리고	1,823	게임	108	멀릭킹	621	게임	176	유쟁호랑이98:	355	미상
41	이춘향	1,712	버튜버/게임	109	캡틴잭	614	게임	177	배성재의 텐	354	공식채널
42	옥냥이	1,666	게임	110	박무굴	609	게임	178	고수달	350	게임
43	유즈하 리코	1,657	버튜버	111	코마1	606	게임	179	니노 선데이	349	버튜버
44	진짜짜공룡타:	1,622	버튜버/게임	112	쿠우	599	> 이적완료	180	핏블리	346	토크
45	쌍베	1,621	게임	113	헤징	591	버튜버	181	김 마재	343	게임
46	한갱	1,458	여캠	114	빅헤드	586	게임	182	왈도군	342	토크
47	LCK	1,428	공식채널	115	양아지	584	버튜버	183	해마티엘	341	게임
48	소풍왔니	1,387	게임	116	쫄지	577	게임	184	망내	339	버튜버
49	명예훈장	1,336	게임	117	주필	576	토크	185	오토 레이니	338	버튜버
50	아리사	1,316	버튜버/게임	118	엘리	574	버튜버	186	델로락국	337	게임
51	나나양	1,292	버튜버	119	이초홍	573	버튜버/게임	187	KT Bdd	336	프로게이머
52	치지직 축구중:	1,275	공식채널	120	배돈	543	게임	188	운타라	334	게임
53	김뽕	1,271	버튜버/게임	121	행돌	538	게임	189	요를레히	334	토크
54	포셔	1,252	게임	122	푸린P	521	게임	190	개복어	325	게임
55	플레임	1,233	게임	123	귀마개	518	게임	191	빠부	323	버튜버
56	플러리	1,230	게임	124	윤가늬	515	토크	192	히렌	323	게임
57	엠비선	1,230	게임	125	허니츄러스	511	버튜버	193	티몽	322	버츄얼
58	쉐리	1,194	게임	126	너블1	510	게임	194	러블리즈 서지:	316	여캠
59	살구	1,183	게임	127	이글쿨	506	버튜버/게임	195	카라미	316	토크
60	동그레	1,129	버튜버	128	지존짱짱김재현	501	게임/토크	196	카나타임	315	게임
61	릴카	1,109	여캠/토크	129	가망	501	버튜버	197	스즈	314	버튜버
62	강소연	1,089	게임	130	박병식12	498	게임	198	눈꽃	310	게임
63	DK 쇼메쇼메	1,071	프로게이머	131	임나은	498	버튜버	199	카린	309	버튜버
64	양언	1,071	게임	132	중년게이머김슬	496	게임	200	여가	307	토크
65	피닉스박	1,037	게임	133	칸데르니아	494	게임	201	OW WDG	305	게임
66	남궁혁	1,027	버튜버	134	라디유	491	버튜버	202	소발자	304	토크
67	웁	1,017	게임	135	감제이님	490	버튜버	203	김뽄복	303	게임
68	종말맨	1,011	토크	136	텍스처	488	게임	204	팔차선8	300	게임

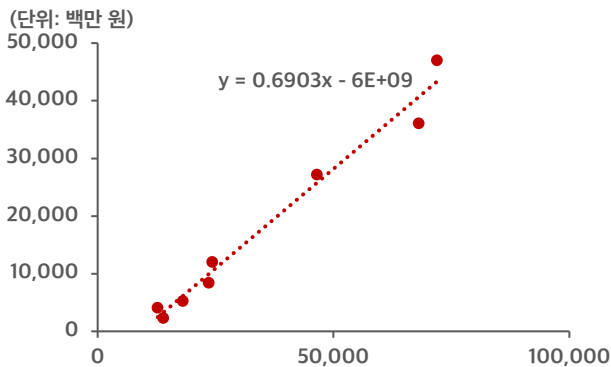
Appx 4. 동사 - 치지직 MAU 추이



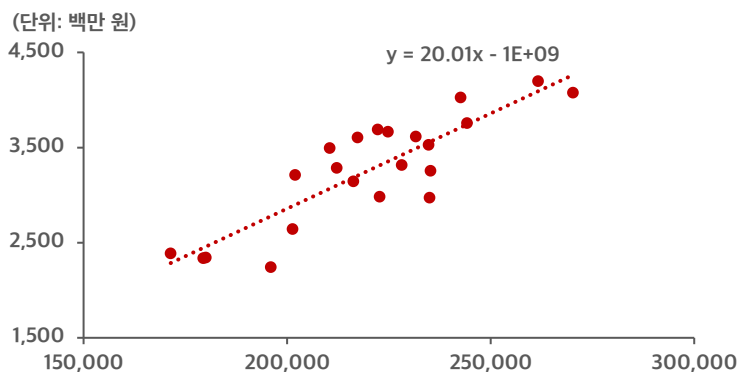
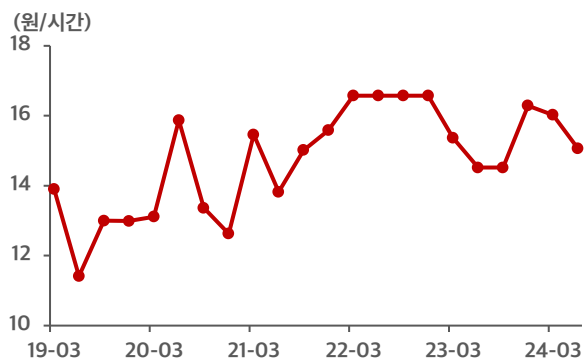
Appx 5. 동사 자체 경기 및 중계 경기 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
총합	486	436	716	306	401	512	467	294	482	485	535				
중계	380	250	473	162	279	262	251	91	268	281	379				
자체 경기 수	106	186	243	144	122	250	216	203	214	204	156	120	694	795	896
리그오브레전드	6	78	81	22	9	53	30	18	-	3	28				
발로란트	-	-	-	6	-	-	-	16	-	-	7				
배틀그라운드	-	4	4	1	-	-	-	3	4	7	10				
스타크래프트	75	76	138	87	74	48	112	58	140	97	78				
기타	25	28	20	28	39	149	74	108	70	97	33				

Appx 6. 광고 - 지급수수료 추정



Appx 7. 회선사용료 추정



Appx 8. 동사 감가상각비 추정

건물										
(단위: 백만 원)	기초 BV	취득	대체	처분	상각	기타	사업결합	기말BV	잔여내용연수	상각률
2018	4,351	-	-	-	135	-	-	5,249	36	2.8%
2019	5,249	-	464	-	152	-	-	4,633	33	3.1%
2020	4,633	-	-	-	152	-	-	4,481	30	3.3%
2021	4,481	-	-	-	152	-	-	4,329	29	3.5%
2022	4,329	-	513	-	139	-	-	3,677	29	3.5%
2023	3,677	-	-	-	145	-	505	4,038	27	3.8%

기계장치										
(단위: 백만 원)	기초 BV	취득	대체	처분	상각	기타	사업결합	기말BV	잔여내용연수	상각률
2018	4,176	7,507	-	56	1,748	-	-	9,879	5	24.9%
2019	9,879	6,870	-	-	3,252	-	-	13,496	4	27.8%
2020	13,496	12,914	13	1	5,284	-	45	21,155	4	30.5%
2021	21,155	6,882	-	0	7,139	-	-	20,856	3	34.0%
2022	20,856	12,901	-	0	8,398	-	-	25,359	3	36.3%
2023	25,359	8,545	-	-	9,749	-	49	24,205	3	39.3%

차량운반구										
(단위: 백만 원)	기초 BV	취득	대체	처분	상각	기타	사업결합	기말BV	잔여내용연수	상각률
2018	354	248	-	29	145	-	0	428	3	37.1%
2019	428	211	-	6	157	-	-	477	3	34.7%
2020	477	76	-	49	148	-	-	355	3	35.7%
2021	355	195	11	20	163	-	-	378	3	44.4%
2022	378	167	-	0	157	-	-	388	3	40.9%
2023	388	266	36	90	172	-	64	492	3	39.0%

비품										
(단위: 백만 원)	기초 BV	취득	대체	처분	상각	기타	사업결합	기말BV	잔여내용연수	상각률
2018	2,651	5,345	303	-	1,710	0	26	-	2	64.5%
2019	6,612	3,497	277	232	2,659	1	-	-	2	80.4%
2020	6,941	7,064	1,058	17	3,989	0	17	-	1	114.9%
2021	8,848	907	0	268	2,605	0	-	-	2	58.9%
2022	6,142	2,319	-	289	2,347	1	1	4,329	3	44.8%
2023	5,826	714	-	19	2,382	2	370	3,677	2	50.1%

사용권자산										
(단위: 백만 원)	기초 BV	증감	회계정책 변경	처분	상각	손상	사업결합	기말BV	잔여내용연수	상각률
2019	8,539	5,122	6,950	-	3,533	-	-	8,539	3	41.4%
2020	8,539	2,585	-	-	3,761	536	-	6,266	2	50.8%
2021	6,266	2,827	-	-	3,812	857	-	4,424	2	71.3%
2022	4,424	7,213	-	-	4,792	-	-	6,844	2	85.1%
2023	6,844	4,013	-	-	6,189	-	2,460	7,128	2	88.6%

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	150	150	150	150	150
기계장치	8,068	8,068	8,068	-	-
차량운반구	164	164	164	-	-
비품	1,839	1,839	-	-	-
사용권자산	3,564	3,564	-	-	-
합계	13,785	13,785	8,382	150	150

유형자산 CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	163	163	163	163	163
기계장치	12,907	12,907	12,907	7,451	7,451
차량운반구	202	202	202	202	202
비품	3,581	3,581	3,581	3,581	3,581
사용권자산	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141
합계	19,994	19,994	19,994	14,537	14,537

*기계장치는 20년, 22년에 사업 확장 목적으로 증설, 24년~26년에도 사업 확장 기계장치 증설 예상
 *24년 상반기에 이미 60.4억 원 증설한 점 반영하여 20년, 22년 평균값 적용
 *22년에 기계장치 사용권자산 이례적으로 많이 획득한 점 반영하여 20, 21, 23년 평균 CAPEX 반영

감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물(40년)	154	158	162	166	170
기계장치(5년)	10,650	13,231	15,813	9,235	10,725
차량운반구(5년)	204	245	285	161	202
비품(3년~5년)	2,734	3,629	2,685	3,581	4,476
사용권자산	5,135	6,705	4,712	6,282	7,853
합계	18,876	23,968	23,657	19,425	23,425

감가상각비 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
감가상각비	18,876	23,968	23,657	19,425	23,425

Appx 9. 금융손익/기타손익 추정

금융수익/금융비용 Table										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
금융수익	6,879	1,949	3,953	4,394	11,966	2,633	2,656	6,874	6,627	6,627
이자수익	920	895	817	2,621	6,998	1,827	1,519	3,456	3,456	3,456
당기손익공정가치평가이익	2,818	488	1,006	1,298	2,112	790	1,002	1,792	1,545	1,545
당기손익공정가치처분이익	3,134	554	1,082	466	2,841	16	135	1,615	1,615	1,615
배당금수익	7	12	1,049	9	16	0	0	11	11	11
금융비용	440	648	1,230	1,234	930	236	189	765	916	916
이자비용	390	507	939	636	795	213	202	530	681	681
당기손익공정가치평가손실	29	122	292	599	135	23	(12)	235	235	235
복구충당부채전입	21	19	-	-	-	-	-	-	-	-

이자수익 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
이자수익	920	895	817	2,621	6,998	1,827	1,519	3,456	3,456	3,456
유효이자율(%)	1.6%	0.9%	0.7%	1.8%	3.2%	0.9%	0.7%	1.7%	1.7%	1.7%
이자부자산	58,915	96,390	115,603	142,550	215,348	213,026	208,584	208,584	208,584	208,584
현금및현금성자산	27,336	66,012	75,103	76,595	136,290	120,168	118,646	118,646	118,646	118,646
단기금융상품	31,579	30,378	40,500	60,000	73,000	87,040	87,040	87,040	87,040	87,040
기타유동금융자산	-	-	-	-	3,124	-	-	-	-	-
기타비유동금융자산	-	-	-	5,955	2,935	5,818	2,898	2,898	2,898	2,898

이자비용 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
이자비용	390	507	939	636	795	213	202	530	681	681
유효이자율(%)	2.2%	3.1%	6.2%	8.7%	4.8%	1.7%	1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
이자부부채	18,117	16,599	15,114	7,319	16,501	12,573	10,638	10,638	13,662	13,662
단기차입금	1,984	1,900	1,900	800	3,823	3,727	2,364	2,364	5,387	5,387
장기차입금	8,100	8,100	8,100	-	5,865	4,423	4,361	4,361	4,361	4,361
리스부채	8,033	6,599	5,114	6,519	6,813	4,423	3,913	3,913	3,913	3,913

기타이익/기타손실 Table										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
기타이익	651	762	1,848	2,706	2,794	1,008	795	2,566	1,535	1,535
유형자산처분이익	54	47	808	380	64	-	-	271	271	271
무형자산손상차손환입	-	-	-	198	-	-	19	19	-	-
무형자산처분이익	36	-	-	-	474	-	-	-	-	-
리스처분이익	-	-	-	379	0	1	-	1	-	-
외환차익	83	106	261	932	1,019	141	75	480	480	480
외화환산이익	96	256	235	658	1,040	829	639	1,468	457	457
잡이익	382	353	545	160	196	37	62	327	327	327
기타손실	664	4,918	4,404	5,859	7,995	388	484	5,583	5,583	5,583
복구충당부채전입	-	19	19	19	37	12	13	37	37	37
유형자산처분손실	18	9	56	8	12	16	21	56	56	56
유형자산손상차손	1	1,829	1,639	-	-	-	-	-	-	-
무형자산처분손실	-	0	2	-	18	-	-	-	-	-
무형자산손상차손	158	1,943	1,942	4,535	6,390	-	-	4,289	4,289	4,289
외환차손	150	368	183	568	712	9	259	396	396	396
외화환산손실	85	513	198	495	454	266	128	513	513	513
기부금	139	182	156	156	286	43	41	184	184	184
잡손실	113	55	209	78	88	41	22	108	108	108

Appx 10. 법인세비용 추정

법인세비용									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
법인세비용	7,778	9,684	18,125	23,060	21,450	30,305	38,674	43,338	
법인세비용차감전순이익	41,938	47,535	89,063	82,573	96,074	135,736	173,220	194,110	
적용세율에 따른 법인세	9,687	11,041	21,075	19,521	21,731				
조정사항	(1,909)	(1,358)	(2,949)	3,539	(281)				
유효법인세율(%)	18.5%	20.4%	20.4%	27.9%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	

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 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.