

### 대도시의 사랑법

26E EBITDA 207,546 천 달러에 Target EV/EBITDA 21.8x를 적용한 목표주가 24.34 달러, 투자 의견 MUST BUY를 제시한다. 사람들은 변화를 싫어한다. 변화와 현실의 괴리를 포착해 적응하는 기업은 주주가치 증대로 이어진다. LGBTQ wave에 있어서 동사가 그러하다. 동사의 주가는 항상 실적에 후행했다. 시장은 실적을 확인한 후에야 그 증분만큼 가격에 반영해주었다. 동사는 ARPPU, MAU 등 실적을 암시하는 모든 지표에서 지속적인 성장을 보여주었다. 본서는 실적 이면의 근본적인 변화에 집중한다.

### Grindr로 몰리는 GenZ Gay

- GenZ는 지금까지의 세대들과 전혀 다른 게이 비율을 보인다. 직전 밀레니얼세대까지는 10명 중 한 명이 게이인 수준이었다면, GenZ 세대는 5명 중 1명이 게이일 정도로, 가파르게 게이 비율이 높아졌다. 인구사회학적 구조가 변화하기 시작했다.
- GenZ 게이들이 모이는 플랫폼, Grindr이다. 게이들이 만남을 추구하기 위해서는 게이 데이팅앱 중 압도적 MAU 1위, 동사의 어플로 몰려들 수 밖에 없다.

### Unveil TAM - SAM - SOM

공개된 정보를 통해 TAM, SAM, SOM의 실제 규모를 추정해본다. 통계와의 괴리율을 보여주며 시장이 아는 정보와 베일에 싸인 실제 규모와의 비대칭이 존재함을 규명한다.

- TAM: 통계 뒤에 숨은 Shy Gay. 트래픽을 추적해 이들의 실제 규모를 밝힌다.
- SAM: GenZ 게이들의 등장으로 성장이 가속화된 게이 데이팅 앱 시장을 조명한다.
- SOM: SAM의 1<sup>st</sup>-tier 동사, Bottom-Up 관점에서 P와 Q 증가를 소명한다.

시장은 변화를 파악하지 못했지만, 공개된 정보는 한 방향을 가리킨다.  
정보의 비대칭이 발생한 지금이 Social Arbitrage를 노릴 수 있는 시간이다.

Estimated Income Statement											
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E	
Revenue	145,833	195,015	259,691	75,345	82,345	89,325	98,106	345,121	474,878	591,768	
YoY (%)	-	33.7%	33.2%	4.5%	9.3%	8.5%	9.8%	32.9%	37.6%	24.6%	
Cost of revenue (exclusive of D&A)	37,358	51,280	67,458	19,620	20,999	22,915	25,471	89,603	123,292	153,640	
Gross profit	108,475	143,735	192,233	55,725	61,346	66,410	72,635	255,518	351,586	438,128	
GPM (%)	74.4%	73.7%	74.0%	74.0%	74.5%	74.3%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	
Operating expenses	84,765	130,700	136,785	36,469	36,791	38,023	41,382	153,270	204,146	249,308	
Selling, general and administrative exp.	30,618	75,295	80,417	26,609	24,802	24,976	28,490	105,639	143,903	177,531	
Product development exp.	10,913	17,900	29,327	5,741	7,754	8,806	8,795	30,939	42,572	53,051	
EBITDA	66,944	50,540	82,489	23,375	28,790	32,628	35,350	118,939	165,111	207,546	
EBITDA Margin (%)	45.9%	25.9%	31.8%	31.0%	35.0%	36.5%	36.0%	34.5%	34.8%	35.1%	
Depreciation and amortization	43,234	37,505	27,041	4,119	4,235	4,241	4,097	16,692	17,671	18,726	
Operating income	23,710	13,035	55,448	19,256	24,555	28,387	31,253	102,247	147,440	188,820	
OPM (%)	16.3%	6.7%	21.4%	25.6%	29.8%	31.8%	31.9%	29.6%	31.0%	31.9%	
Interest expenses	18,698	31,538	46,007	7,185	6,669	6,400	6,566	26,820	26,820	26,820	
Other nonoperating income (expense)	1,288	18,496	(61,186)	(18,797)	(35,345)	8,287	-	-	-	-	
Income before income taxes	6,300	(7)	(51,745)	(6,726)	(17,459)	30,274	24,687	75,427	120,621	162,000	
Provision (benefit) for income taxes	1,236	(859)	4,023	2,680	4,965	5,593	5,184	15,840	25,330	34,020	
Net income (loss)	5,064	852	(55,768)	(9,406)	(22,424)	24,681	19,503	59,588	95,290	127,980	
NPM (%)	3.5%	0.4%	-21.5%	-12.5%	-27.2%	27.6%	19.9%	17.3%	20.1%	21.6%	

### Rating

**Must Buy**

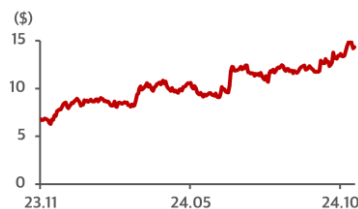
현재주가: \$ 14.32

Target Price: \$ 24.34

상승여력: 70%

### 12M 주가추이

시가총액 \$ 2,504 M



### B/S data (3Q24)

자산 총계 \$ 456.35 M

부채 총계 \$ 469.75 M

자본 총계 \$ (13.40) M

### Valuation

PER(TTM) (48.02) x

EV/EBITDA(TTM) 26.03 x

### 주요 주주

Raymond Zage 44.3%

Fu Bin Lu 20.1%

28<sup>th</sup> Street Ventures LLC 8.5%

### SMIC 3 팀

팀장 49 기 이재영

팀원 49 기 김태인

50 기 이재현

50 기 최고운

50 기 최규호

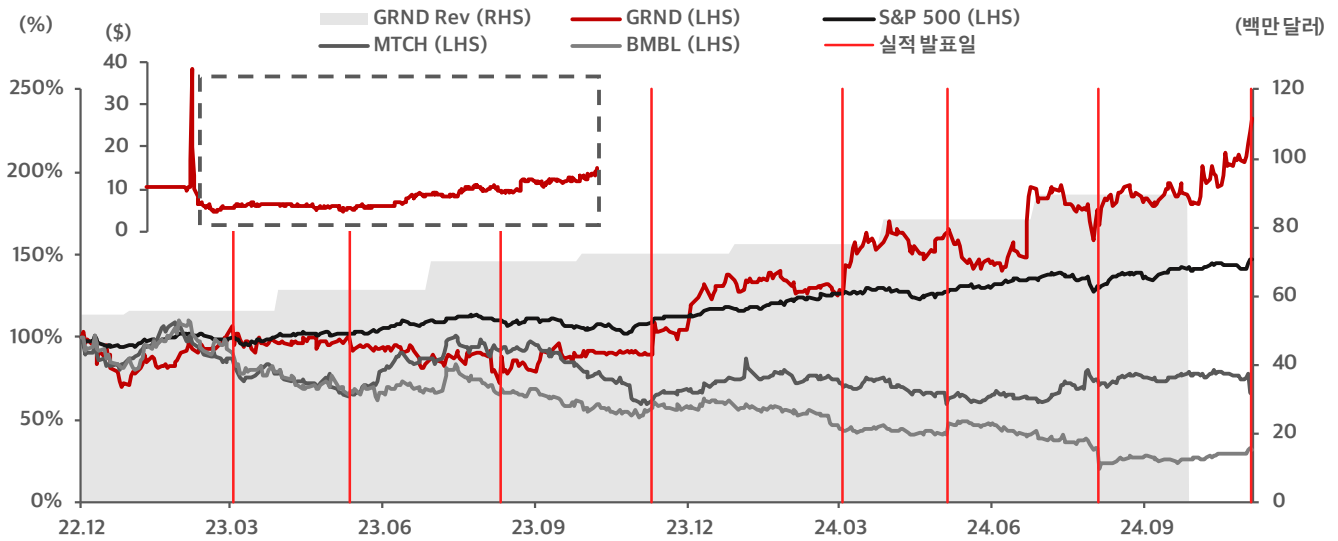
# CONTENTS

---

1. 군계일학(群鷄一鶴) - Intro & 주가 분석	3
2. 대도시의 사랑법 - 산업 & 기업 분석	5
3. GenZ is extremely Gay - Point ①	10
4. Gay Date is Different - Point ②	13
5. Unveil TAM-SAM-SOM - Point ③	18
6. 매출 추정	24
7. 비용 추정	26
8. Valuation	28
Appendix	31

## 1. 군계일학(群鷄一鶴) - Intro & 주가 분석

도표 1-1. 동사, Match Group, Bumble 상대주가 및 동사 매출 추이



출처: Investing.com, EDGAR, SMIC 3팀

동사의 주가는 보법이 다르다	가히 <b>독보적</b> 이라는 말로밖에 표현할 수 없다. 동사는 지난 <b>2년간 130%의 주가 상승</b> 을 보여주는 기업을 토했다. 같은 기간, 온라인 데이팅을 영위하는 peer인 <b>Match Group의 주가가 동 기간 35% 하락</b> 하고, <b>Bumble은 70% 하락</b> 하며 동사의 독주를 더욱 돋보이게 했다. 본서는 동사만의 특별한 점이 무엇 이길래 이토록 다른 행보를 보이고 있는지에 대한 궁금증으로부터 출발했다.
실적의 성장세와 여닝 서프라이즈	가장 먼저 눈에 들어오는 것은 동사 <b>실적의 지속적인 성장세</b> 이다. 동사는 상장 이후 단 한 분기도 <b>빼 놓지 않고 매출이 증가</b> 하는 추세를 유지해 왔고, 이런 외형 성장은 22년 하반기부터 이어진 <b>고금리 환경에서도 동사의 주가가 견조</b> 할 수 있었던 이유다. 동사의 주가는 3Q23, 4Q23, 2Q24 실적 발표에서 <b>매출 서프라이즈</b> 를 기록한 직후 크게 올랐다. 시장은 매번 <b>동사의 성장세를 과소평가</b> 했고, 좋은 <b>실적이 나온 후에야 반응</b> 했다. 본서는 동사의 진정한 잠재력이 아직도 저평가되어 있음을 주장한다.
엔데믹 이후 데이팅 앱의 하향세	동사는 <b>“데이팅 앱”</b> 을 운영한다. 코로나와 함께 전성기를 맞이한 온라인 데이팅은 엔데믹과 함께 그 <b>역할이 축소</b> 되었고, 이는 <b>주가 하락의 원인</b> 이 되었다. 특히 대부분의 데이팅 앱에서 매출과 직결되는 <b>유료 사용자의 수가 감소</b> 하며 실적이 정체되고 있다. 이러한 상황은 <b>매 순간 고점을 갱신</b> 하는 동사에는 해당하지 않는 얘기다. 이는 동사가 일반적인 데이팅 앱이 아니기 때문이다.
게이 사용자층 동사만의 특수성	동사는 <b>“게이를 위한 데이팅 앱”</b> 을 운영한다. 이성애자가 주류인 Tinder, Hinge, Bumble과 다르게 동사는 <b>LGBTQ, 그 중 특히 게이</b> 를 타게팅한 플랫폼이다. 팬데믹이 끝난 이후에도 <b>게이 사용자는 여전히 동사를 선택하고 있음</b> 이 지표로 드러난다. 그리고, 동사만이 보유하고 있는 게이 사용자라는 <b>특수성</b> 은 온라인 데이팅 시장이 고초를 겪는 와중에도 동사의 <b>외형 성장을 견인</b> 하기에 충분했다.
SPAC 합병을 통한 우회상장	22년 11월 18일 <b>SPAC 합병</b> 을 통해 NYSE에 상장한 동사는 수요일에 비해 <b>적은 유동주식수</b> 로 인해 상장 직후 \$71.51의 고점을 찍었으나, 얼마 지나지 않아 \$6 근처의 정상 가격으로 회귀했다. 이후 큰 이벤트가 없었고, 시가총액도 크지 않은 동사는 세간의 관심에서 서서히 잊혀져 갔다. 그러나 동사에게 다가올 밝은 미래를 반영하듯 꾸준히 상승한 주가마저, 동사가 이룩하게 될 <b>파멸적 성장</b> 에 대한 기댓값을 완벽하게 반영하지 않는다. 시장이 놓치고 있는 <b>거대한 기회</b> 가 무엇인지, 지금부터 살펴보자.

**아비트라지(Arbitrage)**, 상품이 두 시장에서 다른 가격으로 거래될 때, 그 차이를 통해 이익을 노리는 거래, 즉 **차익거래**를 일컫는다. 모든 정보가 이미 자산 가격에 반영된 효율적 시장과 달리 정보의 비대칭으로 인한 비효율적 시장에서 **효율적 시장으로 전환**되는 순간을 포착하는 것이다. 금융시장이 발전함에 엄청난 양의 데이터와 복잡한 머신러닝 알고리즘을 위시한 수단을 지닌 시장 참여자가 등장하며 현·선물 차익거래 등 일반적인 아비트라지를 통한 수익 창출은 더욱 어려워졌다.

그러나 동시에 개인이 접근할 수 있는 공개 정보의 양은 그 어느 때보다 많아졌고, 이를 통해 인간만이 발견할 수 있는 인사이트는 분명히 남아있다. 정보를 선별하고 조합하는 과정에서 세상이 아직 인지하지 못한 변화가 일어나는 순간을 포착하고, 이를 통해 수익을 창출하는 과정을 **Social Arbitrage**라 일컫는다. 본서는 이러한 개념에 따라 눈여겨볼 만한 기업으로 Grindr를 제안한다. Grindr의 **Social Arbitrage Logic**은 다음과 같이 전개된다.

### ① 변화 포착

이전 세대들과 비교도 할 수 없이 많아진 GenZ 게이들의 수를 포착한다. GenZ 5명 중 1명은 LGBTQ 성향을 보이며, 이는 그 어떤 세대와 비교하더라도 파멸적인 차이를 보여준다. GenZ 뿐만 아니라, Millennial 그 이상의 세대에서도 동시다발적으로 게이라 응답하는 비율이 증가한다.

### ② 수혜 파악

데이팅앱으로 인한 만남 빈도가 증가하는 사회 속 **사회적 소수인 게이**는 만남을 위해 더 높은 비율로 동사의 앱을 사용할 수밖에 없다. 동사가 변화하는 트렌드 속 가장 큰 수혜주이다.

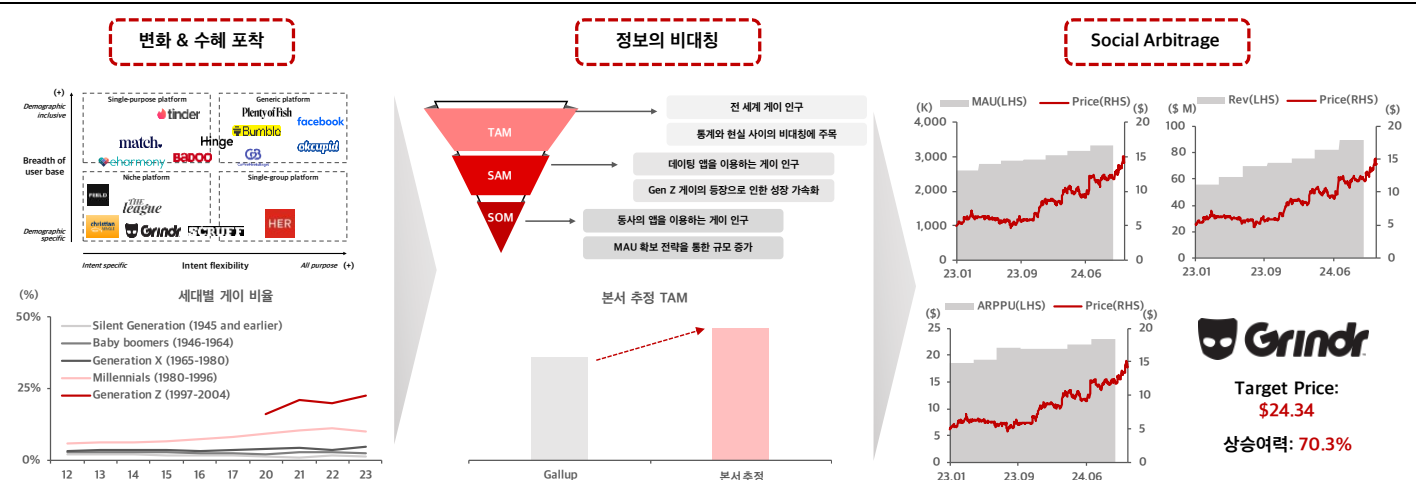
### ③ 정보의 비대칭

실제 게이들의 수는 생각보다 매우 많다. 게이에 대한 편중된 시각이 존재하는 사회에서 이 규모를 예측하기란 쉽지 않다. 종종 게이는 **Invisible**하다고 일컬어질 정도이다. Shy Gay가 답하지 않음으로서 발생한 통계 자료의 과소평가, 공개 정보인 **트래픽**을 이용해 실상에 다가간다.

### ④ Social Arbitrage

시장은 TAM의 규모와 더불어 그들이 Grindr로 향하는 움직임을 추적하지 못하고, **매출의 증가에 후행**하여 반응한다. 동사의 일 평균 거래량(ADV)은 50만 주, 즉 700만 달러 정도이다. **시장에 충격을 주지 않고** 하루에 매수·매도할 수 있는 물량은 **ADV의 5%**, 약 35만 달러뿐이고, 이는 미국의 거대 기관투자자 입장에서 진입하기에는 너무 적은 액수다. 거래가 보지 못하고, 프로그램도 찾아내지 못하지만, 본서를 읽는 투자자에게만 주어진 **Social Arbitrage**의 기회다.

도표 1-2. Key-Chart



## 2. 대도시의 사랑법 - 산업 분석 & 기업 분석

### 2.1. 데이팅 앱 A to Z

**데이팅 앱 사용 순서**      데이팅 앱은 적은 시간 안에 많은 파트너를 접할 수 있는 **가장 효율적인 방법**이다. 데이팅 앱을 사용하는 순서는 보통 ① **앱 다운로드 및 회원가입** ② 사진, 취미, 자기소개 등 **개인정보 기재**로 프로필 완성 ③ 나이, 성별, 지역 등 **검색 조건 설정** ④ 앱이 추천하는 여러 프로필을 탐색하며 **좋아요(like)나 넘기기(pass)로 반응** ⑤ 유저가 서로 like로 반응하면 **"매칭"되어 채팅방 개설** ⑥ 채팅 상대방과의 대화 이후 **연락처 교환** 또는 **데이트 신청**의 과정으로 이루어진다.

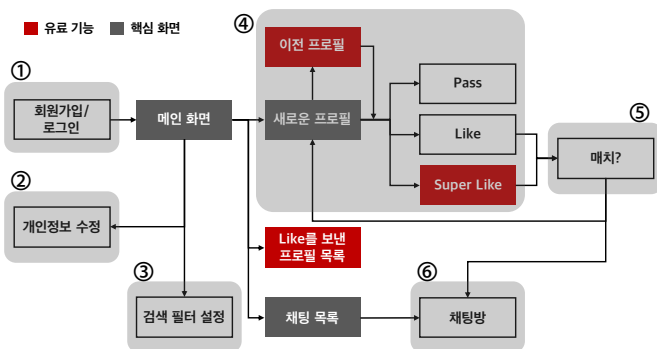
**데이팅 앱의 BM:**      데이팅 앱의 수익원은 **유저 결제**로 발생하는 direct rev와 **광고 매출**인 indirect rev로 나눌 수 있다. 일반적으로 데이팅 앱은 하루에 보낼 수 있는 like의 개수가 한정되어 있거나, 본인에게 like를 보낸 상대방이 누구인지 확인할 수 없는 구조지만, **유료 구독 유저에게 이러한 제한을 풀어주는 방식**으로 결제를 유도한다. 또한, 자신의 프로필이 다른 사람들의 추천 목록에 먼저 뜨게 하는 기능이나, 관심을 표현하기 위한 특별한 **super like**처럼 **일회성 아이템**의 판매도 증가하는 추세다. 최근 데이팅 앱의 사용자가 다변화되며 **BM 역시 점점 다양하게 발전** 중이다.

**데이팅 앱의 경쟁력:**      데이팅 앱의 성공은 **유저 경험**에서 비롯되고, 유저 경험은 자신의 취향에 맞는 **파트너를 얼마나 쉽게 찾을 수 있는지에 따라 결정**된다. 결국 데이팅 앱의 경쟁력은 ① **최대한 많은 유저를 확보** 하고 ② **유저 데이터를 바탕으로 한 추천 알고리즘을 통해 효율적인 매칭을 유도**하는 것이다. 이 두 가지 조건을 충족한 데이팅 앱은 **네트워크 효과**가 구축되어, 사용자가 많아지면 많아질수록 유저에게 더 많은 가치를 가져다주는 **선순환**이 생긴다.

**Indirect revenue는 MAU와 CCU에 연동**      Indirect rev는 프로필을 일정 개수 이상으로 확인할 때마다 노출되는 광고에 의한 매출로, **광고 단가 × 일일 TS × DAU**에 비례하는 수치이다. 데이팅 앱에서의 광고는 위치, 나이, 성별 등 사용자 데이터를 바탕으로 **표적 마케팅**을 할 수 있어 **단가가 높은 편**이다. 그러나 과도한 앱 내 광고는 **유저 경험을 악화**시켜 플랫폼의 **장기적 미래에 부정적 영향**을 미칠 수 있다.

**Direct rev 증가:**      Direct rev는 **ARPPU × PUR × MAU**로 나타낼 수 있다. 플랫폼에서 택할 수 있는 단기적인 수익화 전략은 ① **구독 상품의 가격 상승** ② **요금제 다양화** ③ **결제에 따른 혜택 강화**다. ①은 ARPPU를 증가시키지만, **PUR의 하락**으로 이어지는 만큼 적정 수준 이상의 가격 상승은 오히려 매출 감소로 이어질 수 있다. ②는 PUR의 증가로 이어지고, 저렴한 요금제에 의한 **cannibalism**이 일어나지 않는 한 **ARPPU도 크게 변하지 않는다**. ③은 **ARPPU와 MAU를 유지**하며 PUR를 증가시킬 수 있지만, **혜택 강화에 한계가 있다**는 문제점이 존재한다.

도표 2-1. 데이팅 앱의 사용자 경험



출처: SMIC 3팀

도표 2-2. 데이팅 앱 산업 용어 및 개념 정리

#### 트래픽 지표

MAU (Monthly Active Users): 30일 동안 앱을 사용하는 순 유저 수  
DAU (Daily Active Users): 24시간 동안 앱을 사용하는 순 유저 수  
TS (Time Spent): 해당 기간 동안 앱을 사용하는 유저들의 평균 체류시간

#### 매출 지표

PU (Paying Users): 유료 상품을 구매한 유저 수  
NPU (Non-Paying Users): 유료 상품을 구매하지 않은 유저 수  
PUR (Paying User Rate): 전체 유저 중 유료 상품을 구매한 유저 수의 비율  
ARPU (Average Revenue Per User): 유저당 평균 매출  
ARPPU (Average Revenue Per Paying User): 유료 상품을 구매한 유저당 평균 매출

#### 세대별 구분

GenX: 65~80년 사이에 태어난 세대 지칭  
Millenials: 81~96년 사이에 태어난 세대 지칭  
GenZ: 97~12년 사이에 태어난 세대 지칭

출처: SMIC 3팀

과거 데이팅 앱을  
향한 부정적 인식

온라인 데이팅에 대한 **부정적 시선**은 오랜 기간 유지됐다. 90년대 Match.com의 등장과 함께 시작된 온라인 데이팅은 10년대 스마트폰 시대를 맞아 앱으로 확장되며 점점 인기를 끌기 시작했다. 그러나 **자연스러운 만남에 대한 선호**, 우연하고도 운명적인 만남에 대한 이상, 그리고 불특정 다수에게 **노출되는 개인정보에 대한 불안감** 때문에 데이팅 앱을 사용하지 않는 사람이 많았다. 또한, 앱을 통해 맺어진 관계는 **진정성이 떨어진다는 염려**, 데이팅 앱은 **인기 없거나 외로운 사람들이나 사용한다는 선입견**은 이러한 인식을 강화했다.

코로나를 거치며  
데이팅 앱의 정상화

24년 현재, 미국인에게 데이팅 앱은 **가장 보편적인 만남의 경로**가 되었다. 팬데믹 시기는 데이팅 앱의 부정적 인식을 지우고 비대면으로 많은 사람을 만날 수 있다는 **장점을 부각하기에 충분**했다. 이에 따라 미국에서 온라인으로 새롭게 만난 이성 커플은 19년 전체의 30%에서 **21년 39%**로 크게 증가했다. 이런 변화는 특히 **청년층**에서 두드러지는데, Pew Research Center에 따르면 미국 30세 이하 성인의 53%, 30~49세 성인의 37%가 데이팅 앱을 사용한 경험이 있다고 한다. 이제는 더 이상 데이팅 앱을 빼놓고 **현대인의 연애 행태를 논할 수 없는 상황**이 되었다.

Tinder가 주도하는  
데이팅 앱 산업

데이팅 앱 시장은 **Tinder를 필두로 발전**해 왔다. 12년 출시된 Tinder는 이제는 **업계 표준**이 된 “Swipe” 기능을 처음으로 도입하며 흥행했고, 이후 일회성으로 구매할 수 있는 특별한 “Super Swipe” 기능과 “Tinder Gold”를 통해 자신에게 관심을 표한 유저를 확인할 수 있는 유료 구독제의 **새로운 BM**을 제시했다. 데이팅 앱의 전성기를 이끈 Tinder는 강력한 **선점 효과**를 바탕으로 23년 기준 MAU 7,500만 명을 기록하며 **독보적인 1등**으로 군림하고 있다. 17년 **Tinder와 합병한 Match Group**은 이 외에도 힌지, Plenty of Fish, OkCupid를 보유한, **산업 내 최대 플레이어**다.

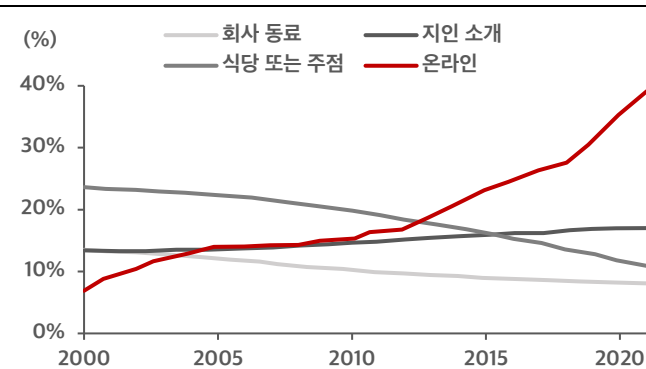
시장의 파편화와  
파편 내 과점화

데이팅 앱 시장은 **유저 구성과 사용 목적**으로 구분되어 **파편화**되었고, 각각의 **파편 내에서 과점**화된 구조다. 동시에 여러 사람에게 연애 감정을 느끼는 폴리아모리스트의 경우, BDSM 등 **비전형적 성적 지향**을 가진 **유저층**을 보유한 **FEELD**를 사용할 가능성이 높다. **진지한 연애 상대**를 찾는 목적의 여성 유저들은 가벼운 분위기의 Tinder 대신, 여성이 메시지를 먼저 보낸 이후에 채팅방이 활성화되는 **Bumble**을 선호한다. 이와 반대로 유저 구성이나 목적에서 경쟁력을 갖추지 못한 Badoo나 OkCupid는 **다른 데이팅 앱에게 대체**되며 하락세를 걷게 되었다.

데이팅 앱 분류법  
Niche 플랫폼 장단점

유저 구성과 목적의 **다양성**에 따라 데이팅 앱을 분류할 수 있다. 예를 들어, 기독교 남녀가 결혼을 전제로 만남을 가지는 Christian Mingle은 **유저 구성과 목적이 모두 특정적인 niche 플랫폼**이다. 이런 데이팅 앱은 거대 플랫폼과의 경쟁을 피하며 **표적 시장 내 독과점적 지위**를 비교적 쉽게 획득할 수 있다는 장점이 있지만, **작은 시장을 놓고 경쟁**해야 한다는 한계도 존재한다.

도표 2-3. 미국 내 새로운 이성 커플의 만남 경로 변화 추이



출처: Stanford HCMST, SMIC 3팀

도표 2-4. 유저 구성과 목적의 다양성에 따른 데이팅 앱 분류



출처: SMIC 3팀

## 2.2. 일상 속 게이

성 정체성과 성적 지향	동사의 표적 시장을 알아보기 위해서는 <b>성 정체성과 성적 지향</b> 에 대한 이해가 선행되어야 한다. 성 정체성은 자신이 <b>정신적으로 결정한 성별</b> 을 뜻한다. 성 정체성과 생물학적 성별이 동일한 사람을 “시스젠더”, 그렇지 않은 사람을 “트랜스젠더”라고 한다. 성적 지향은 <b>자신이 이끌리는 이성, 동성, 혹은 복수의 성별</b> 을 나타낸다. 크게 반대 성별에 이끌리는 “이성애”, 같은 성별에 이끌리는 “동성애”, 그리고 때에 따라 둘 중 한 성별 또는 두 성별 모두에 끌리는 “양성애”로 구분된다.
LGBTQ의 정의	일반적인 맥락에서 “게이”라는 단어는 <b>남성 시스젠더 동성애자</b> 를 지칭한다. 여성 시스젠더 동성애자인 “레즈비언”, 양성애자를 뜻하는 “바이섹슈얼”, 그리고 트랜스젠더는 게이와 함께 LGBTQ라는 약자로 묶인다. 최근 들어 성 정체성이나 성적 지향이 불분명해 어느 한 집단에 속한다고 말하기 어려운 “퀴어”를 포함해 <b>LGBTQ</b> , 또는 <b>LGBT+</b> 등 확장된 약자로 표현하는 경우도 흔해졌다.
수많은 차별의 역사	LGBTQ에 대한 <b>차별적 시선</b> 은 역사 속에 뿌리 깊게 박혀 있다. 미국은 17세기부터 이어진 소도미 법을 통해 <b>동성애를 중범죄로 규정</b> 했고, 52년에 미국 정신의학회는 <정신질환 진단 및 통계 편람>에 동성애를 포함시키며 <b>장애의 일종으로 분류</b> 했다. 이는 탄압의 근거가 되어 성소수자들은 <b>일 자리를 얻지 못하거나 공공서비스 접근이 제한당하는</b> 등 많은 차별을 겪어야 했다. 동성애자가 공산주의에 동조할 가능성이 높아 국가적 위협이 될 수 있다는 주장이 받아들여져 53년에는 연방 정부에서 동성애자의 <b>취업이 금지되는 행정명령</b> 이 발동되기도 했다.
성소수자의 인식처로 자리잡은 게이바	이런 분위기 속, 성소수자들은 안심하고 모일 수 있는 <b>안식처</b> 를 찾게 되었다. 60년대 이후로 특히 인기가 많아진 장소는 <b>LGBTQ 전용 술집인 “게이바</b> 였다. 정부는 동성애자에게 술을 판매한 업장의 주류판매업 면허를 박탈할 권한이 있었고, 이에 따른 <b>경찰의 지속적인 단속</b> 이 이루어졌다. 그럼에도 불구하고 게이바는 <b>LGBTQ 사회, 나아가 문화의 중심</b> 이 되는 장소로 발전했다.
저항으로 시작된 인권에 대한 논의	억압에 의해 쌓인 분노와 설움은 <b>저항의 형태로 나타났다</b> . 66년 샌프란시스코에서는 트랜스여성 을 상대로 한 경찰의 강압에 맞선 <b>“킴프턴 카페테리아 항쟁</b> ”이 벌어졌다. 69년에는 뉴욕의 인기 게이바였던 “스톤월 인”에 대한 단속이 도화선이 돼 수천 명이 시위를 벌인 <b>“스톤월 항쟁</b> ”이 전개됐다. 이 두 사건은 미국 사회에서 <b>성소수자 인권에 대한 논의가 시작된 계기</b> 가 되었다.
LGBTQ 권리의 점진적 증진	이후 미국에서 성소수자 권리는 <b>천천히 진보를 거듭</b> 해 왔다. 70년대에는 정신질환 목록에서 동성애가 삭제되고, 커밍아웃을 한 게이가 처음으로 공직자로 선출되었다. 80년대에는 각 주에서 <b>성 정체성과 성적 지향에 따른 차별을 금지하는 법안</b> 을 발의하기 시작했고, 03년에는 연방 대법원에서 <b>소도미 법에 대해 최종 위헌 판결</b> 을 내리며 성소수자 평등을 향한 초석을 다졌다.

도표 2-5. 스톤월 항쟁 이후의 Pride March



출처: CNN, SMIC 3팀

도표 2-6. 미국 성소수자 사회 운동의 역사

연도	사건 및 의의
1969	Stonewall Riots: 현대 LGBTQ 운동의 도화선
1973	정신질환 목록에서 동성애 제거
1978	성소수자의 상징인 무지개색 프라이드 플래그 제작
1982	위스콘신 주, 성 정체성에 의한 차별 금지
2000	버몬트 주, 동성 커플의 존재 법적으로 인정
2003	Lawrence v. Texas: 연방 대법원, 소도미 법 위헌 판결
2004	매사추세츠 주, 동성 결혼 합법화
2009	Matthew Shepard Act: 성 정체성·성적 지향이 원인이 된 범죄를 중범죄로 규정
2011	Don't Ask, Don't Tell repealed: 성소수자의 군 복무를 원칙적으로 금지한 법안 폐기
2015	Obergefell v. Hodges: 연방 대법원, 동성결혼 합법화 판결
2020	Bostock v. Clayton County: 연방 대법원, 채용 과정 중 LGBTQ 차별 위헌 판결

출처: SMIC 3팀

LGBTQ 운동 가속화: 21세기에 들어 LGBTQ 사회 운동은 가속화되었고, 특히 동성애자에 대한 구조적 차별은 **상당 부분 해소된 것으로** 평가된다. 09년에 통과된 증오 범죄 방지법은 성 정체성이나 성적 지향을 이유로 한 범죄를 **증오 범죄로 규정**하였다. 15년에는 연방 대법원이 동성 결혼이 헌법으로 보장되는 권리라고 판결하여, 미국 전역에서 **동성 결혼이 합법화**되며 이러한 변화에 정점을 찍었다.

증가 중인 LGBTQ 응답 인구 **우호적으로 변하는 환경** 속에서, 성소수자들은 과거에 비해 사회의 차별을 걱정할 필요가 적어졌다. 이에 따라 본인이 LGBTQ에 포함되는 성 정체성이나 성적 지향을 가지고 있음을 **인식**하고, **숨기지 않는** 사람이 늘어나고 있다. 설문 응답률을 바탕으로 미국 LGBTQ의 수를 역산한 갤럽 연구에서, 12년 1,100만 명에 불과했던 LGBTQ 인구는 21년 **2,500만 명으로 크게 증가**했다.

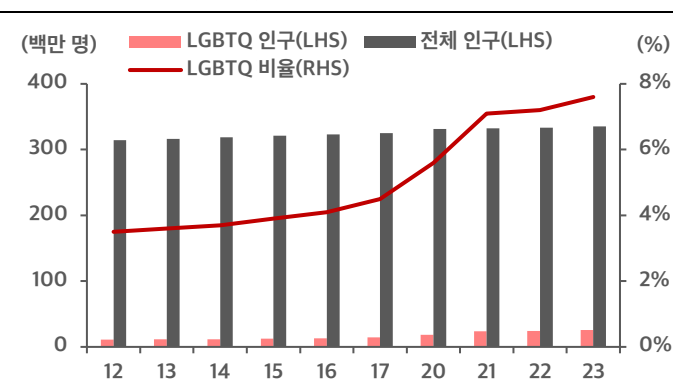
권리 향상의 선순환에 기업도 참여 LGBTQ 인구 이외에도 GenZ를 중심으로 성소수자의 인권을 중요하게 생각하는 사람이 늘어나며 이를 **핵심 가치로 내세우고 있는 기업**도 많아지는 추세다. 스톤월 항쟁을 기념하여 매년 6월마다 열리는 **“Pride Month”** 기간에는 애플, 아마존, 월마트 등 많은 기업이 **성소수자 권리와 관련된 행사를 진행**하고, LGBTQ 직원 채용에도 앞장서고 있다. 이런 움직임을 통해 차별은 더욱 줄어들고, 다시 성소수자 권리 향상을 위한 목소리에 힘이 실리는 **선순환이 일어나고** 있다.

LGBTQ는 반발이 없는 것은 아니다. 미국 대표 맥주 브랜드인 버드와이저는 23년, 트랜스젠더 인플루언서와의 협업 이후 **불매운동**이 벌어져 모델로에게 판매량 1위를 내주었다. 이 사건으로 기업들이 LGBTQ 권리에 대해 소극적인 목소리를 낼 것이라는 **우려가 무색**하게, 24년에도 수많은 기업이 Pride Month 기간 성소수자에 대한 **강력한 지지**를 보냈다. 지난 몇 년간 미국 GenZ 사이에서 엄청난 인기를 끌어모은 애버크롬비애피치가 올해 Made with Pride 컬렉션을 선보이고, 성 중립적 의류를 공개한 것은 아직도 LGBTQ가 **시대의 트렌드**임을 방증한다.

영미권 외에서는 이렇듯 LGBTQ는 미국을 포함한 영미권에서, 사회 운동을 넘어 트렌드를 주도하는 모습을 보이고 있지만, 아직도 대부분의 **다른 문화권**에서는 성소수자에 대한 **차별이 만연**하다. 동성애는 많은 중동 및 아프리카 국가에서 최대 사형에 처할 수 있는 **중범죄**이고, 말레이시아나 스리랑카 등 여러 아시아 국가에서도 불법이다. 폴란드에서는 24년 2월까지도 **LGBT-free zone**이 버젓이 존재했을 만큼, 유럽 안에서도 성소수자에 대한 거부감이 큰 몇몇 국가가 존재하는 상황이다.

Must have love 아무리 고통스럽다 한들, 사람이 어떻게 사랑 없이 살아갈 수 있겠는가. 사회의 일원으로 환영받지 못하는 곳에서 성소수자들은 자신도 사람이라고, 사랑하며 살아가고 싶다고 외치고 있다. 이들에게 사랑은 단순히 쾌락을 위한 수단으로 치부될 수 있는 것이 아니다. 인간다운 삶을 영위하며 살아가기 위한 최소한의 조건일 뿐이다.

도표 2-7. 미국 LGBTQ 인구와 전체 인구 대비 비율 추이



출처: Gallup, IMF, SMIC 3팀

도표 2-8. Pride Month 기간 중 LGBT 지지를 표명한 회사



출처: SMIC 3팀

### 2.3. 게이 데이팅 앱의 대명사, Grindr

게이 데이팅 앱은 동사를 빼놓고 논할 수 없다

Grindr는 게이(게이와 양성애자 남성/트랜스남성이 구분되는 개념임은 분명하나, 본서에서는 서술의 편의상 동사의 표적 시장을 모두 “게이”라고 통칭하여 사용한다)를 위한 **대표적인 데이팅 플랫폼**이다. 지금까지 동사는 LGBTQ 커뮤니티 내에서 **입소문을 타는 유기적 성장 방식**으로 09년 출시 이후 현재까지 1,500만 명의 MAU, 60분 이상의 일일 TS를 이루어냈다. 이로 인해 동사는 23년 기준, **매출의 1% 수준만 광고비에 지출했음에도 MAU가 YoY 7.8% 성장**하는 성과를 거둘 수 있었다. “게이 데이팅 앱 = Grindr”라는 인식이 생기게 되는 것은 자연스러운 순서였다.

동사의 요금제:  
① Grindr XTRA  
② Grindr Unlimited

동사의 BM은 **다른 데이팅 앱과 비슷**하다. 무료 이용자는 최대 99개 프로필을 조회할 수 있고, 일정 시간마다 생성되는 **팝업 광고를 시청**해야 한다. Direct rev는 기본 요금제인 “Grindr XTRA”와 프리미엄 요금제인 “Grindr Unlimited”를 구매한 유저에게 더 많은 프로필 조회와 광고 제거 등 **혜택을 제공함으로써 창출**된다. 최근 동사는 **1주일, 1일 단위 구독제를 출시**하며 요금제를 다양화하고 원하는 **곳으로 위치를 설정**할 수 있는 Roam 기능 추가, 본인의 프로필을 **다른 유저의 Grid에 먼저 노출**되게 하는 Boost 등 **일회성 상품 출시**로 수익화에 박차를 가하고 있다.

Grindr의 홈 화면인 Grid는 특별하다

선점효과 이외에도 게이 남성들이 동사를 선택한 이유는 **사용자의 니즈를 정확하게 파악**한 서비스에 있다. Grindr에 접속한 유저가 가장 먼저 보는 화면인 “Grid”는 사용자가 설정한 필터를 충족하는 프로필을 거리순으로 정렬하여 **격자형 배치**로 보여준다. 유저는 마음에 드는 프로필을 발견하면 **바로 메시지를 보내거나 “Tap”을 통해 관심을 표현**할 수 있다. 이런 방식은 서로 like를 보낸 이후에 채팅이 가능한 **주류 플랫폼의 매칭 구조와 상이**하다.

게이 + 가벼운 관계 niche 데이팅 앱

Grindr는 **가벼운 관계**로 만날 파트너를 찾고 싶은 유저에게 유리하다. 동시에 **여러 프로필을 탐색**할 수 있고, 상대방에게 like가 올 때까지 기다리지 않아도 **먼저 메시지를 보내는 것이 가능**하다. 또한, Grid에서 조회할 수 있는 프로필은 기본적으로 유저와의 거리가 가까운 만큼 **실제 만남으로 이어질 확률이 높다**. 동사는 가벼운 관계라는 구체적 목적과 게이라는 특정 유저층을 겨냥한 **niche 플랫폼**으로서, 의도적으로 **유저 간 접촉의 장벽을 최소화**하고 있다.

동사의 특징은 앞으로도 계속될 것

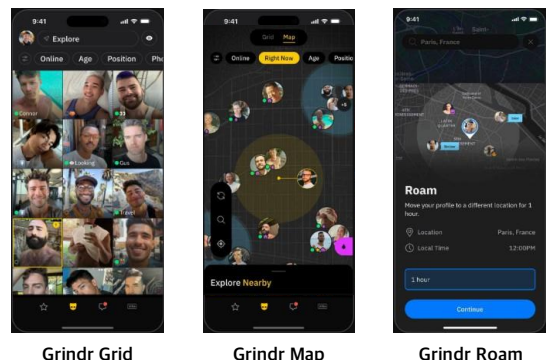
동사는 게이 데이팅 앱 시장 내 **독점적인 지위를 확보**했고, 이런 양상은 **오랜 기간 유지**될 것이다. 게이 데이팅 앱에는 동사 이외에도 Scruff, Hornet, Blued가 있지만, 동사에 비해 **현저히 떨어지는 유저 수**를 가지고 있다. 이러한 앱들은 유저와 목적성이 동사와 일치하는 **niche 플랫폼**으로, **작은 표적 시장과 동사라는 거대 플레이어 사이에서 성공**을 거두기 힘들다. 최근 Tinder와 같은 이성애자 위주 데이팅 앱도 LGBTQ를 위한 서비스를 지원하는 추세지만, 폐쇄적인 커뮤니티에서 이루어지는 경향이 있는 게이 데이팅의 특성상 동사에게 **실질적인 위협은 아니다**.

도표 2-9. 동사 구독 요금제 구조

	Grindr Free	Grindr XTRA	Grindr Unlimited
프로필 조회	최대 99개	최대 600개	무제한
메시지 제한	무제한	무제한	무제한
앱 내 광고	0	X	X
일별 비디오 메시지	10개	30개	100개
나를 조회한 사용자 확인	X	X	0
메시지 취소	X	X	0
비밀 모드	X	X	0
12개월 요금	-	\$99.99	\$239.99
3개월 요금	-	\$39.99	\$79.99
1개월 요금	-	\$19.99	\$39.99
1주 요금	-	\$12.99	\$23.99
1일 요금	-	-	\$9.99

출처: 동사, SMIC 3팀

도표 2-10. Grindr 서비스 이용 화면



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

### 3. GenZ is extremely Gay - Point ①

게이 인구의 소득 총액은 4.6조 달러로 국가 단위 비교 시 GDP 4위에 있다. 문제는 Shy Gay의 존재로 이 시장이 과소평가 된다는 점이다. 사회적 민감도가 높은 사안이라 정부의 지속적 통계도 부재한다. 다수의 통계 기관에서는 게이 관련 데이터를 *Invisible Data*라고 부른다.

#### 3.1. 파괴적 성장 중인 '게이 응답률'

게이 집단은  
성장 중

본서는 실제 게이 소비자 집단이 파괴적 성장 중이라고 주장한다. 추정엔 게이 응답률이 LGBTQ의 실제 수와 비례한다는 가정에서 시작한다. 여기서 응답률(identification)이란 본인의 젠더 인식 설문 결과로 복수 선택, 무응답을 포함하는 침투율이다. 미국 전체 성인의 LGBTQ 응답률은 12년 3.5%에서 23년 7.6%까지 안정적 상승세를 보였다. 그러나 눈을 돌려 밀레니얼과 GenZ에 주목할 때, LGBTQ/게이 소비자 집단 응답률은 전체 인구 평균보다 훨씬 가파르게 상승 중이다.

GenZ 게이  
파괴적 성장

GenZ와 밀레니얼 LGBTQ 응답률은 이전 세대에서 본 적 없는 수준이다. 밀레니얼 세대의 LGBTQ 응답률은 23년 9.8%를 기록해, 전체성인 인구 비율을 상회했다. GenZ는 그보다 더 나아가 22.3%로, 언론에서조차 '미국은 그 어느 때보다 게이다(more gay than ever)'와 같은 자극적 보도를 쏟아냈다. GenZ가 성인이 되기 시작한 해가 15년이고, 30년까지 매년 400만 명의 GenZ가 성인이 된다는 점을 고려하면, 이들에 의한 LGBTQ 응답률의 성장은 예정된 격변이다.

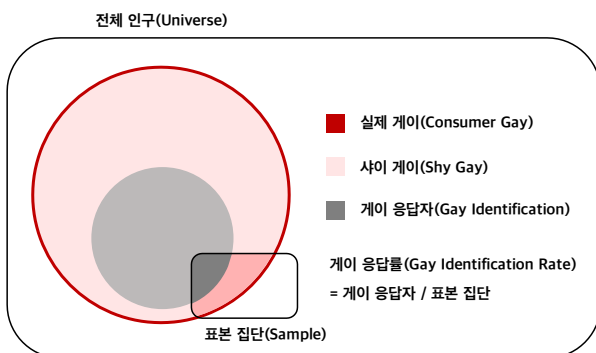
LGBTQ 응답률 up  
≠ 게이 응답률 up

각 세대 내 응답률 증가세도 게이 소비자의 Q 상승을 가리킨다. 그 중 특히 GenZ의 LGBTQ 응답률은 Gallop 조사에 편입된 20~23년 사이 연평균 11.9%씩 성장했다. 밀레니얼의 LGBTQ 응답률 역시, 12년~23년 사이 연평균 4.9%씩 성장했다. 같은 기간 GenX와 베이비부머 세대 내 응답률 성장은 1~2% 수준이었다. 한편, 23년 조사는 유일하게 세대별 게이 응답률 또한 제공했다. 23년 전체 게이 응답률은 4.7%, GenZ의 게이 응답률은 10.6%로 LGBTQ 응답률의 세대 간 비율과 유사했다. GenZ 게이 응답률은 밀레니얼의 2배, GenX의 3배 수준으로 LGBTQ와 유사해, 세대별 LGBTQ 응답률 추이를 GenZ 게이 예측에 적용할 수 있다고 판단했다.

밀레니얼/GenZ 게이  
=타겟 시장

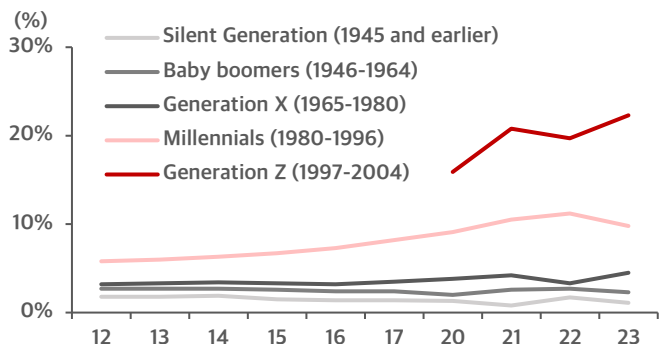
동사 회원의 82%가 밀레니얼(57%)과 GenZ(25%) 세대로 구성되어 있다. 밀레니얼과 GenZ 내 게이 소비자 수의 추이가 타겟시장의 미래 성장률인 것이다. 15년 GenZ 게이 등장으로 시작된 파괴적 성장은 현재진행형이다. 2030년까지 매년 GenZ LGBTQ/게이 응답률이 이전 세대 대비 월등히 높은 성인 인구가 매년 추가되고, 젊은 세대 내 LGBTQ/게이 응답률 증가세 역시 이어질 것이다. 스스로 젠더 정체성을 LGBTQ/게이라고 응답하는 비율이 GenZ에서 왜 높은지, 각 세대 내 응답률이 증가하는 이유가 궁금하다면, 미국 사회가 15년 이후 겪은 사회적 변화에 주목하자.

도표 3-1. 게이 구분 방식



출처: SMIC 3팀

도표 3-2. 세대별 Gay identification 비율 추이



출처: Gallup, SMIC 3팀

## 3.2. Gay Wave는 사회 변화로부터

LGBTQ에 우호적인 미국 사회

1) GenZ 게이 응답률은 왜 높은가? 2) 앞으로도 게이 응답률은 늘어날 것인가? 이 두 가지 질문의 답은, 동사가 invisible data 그늘에 가려진 거대한 흐름의 유일한 수혜주임을 가리킨다. LGBTQ 응답률 7.6%와 게이 응답률 4.7%가 담아내지 못하는 무지갯빛 파도는 분야를 막론하고 미국 사회를 덮쳤다. 그리고 각 분야의 상징적인 변화는 LGBTQ와 게이에게 우호적 환경을 조성하며 응답률의 성장 동력이 되었다.

LGBTQ 친화적 판결 사례

① **법적 변화:** GenZ가 보고 자란 상징적인 판결들은 LGBTQ/동성애 권리에 대한 사회적 관심을 불러일으켰다. 15년 대법원 동성결혼 합법 판결을 시작으로, 17년 미시시피주의 동성 부부 입양 금지 철폐, 20년 대법원의 고용 차별 금지 판결이 있었다. 이들 판결은 미국 사회 내 오랫동안 사회운동으로 자리해 왔던 게이 권리 신장이 마지막 관문을 넘어섰음을 상징적으로 보여주었다.

LGBTQ 친화적 공시 및 내규

② **기업의 변화:** 법적인 변화에 기업들도 발 빠르게 대응했다. 영국, 캐나다, 아일랜드는 기업의 40% 이상, 미국 기업은 50% 이상 ESG 관련 공시에서 LGBTQ를 언급했다. 글로벌 기업들도 이 메가트렌드를 수용해, 올해 포춘 500대 기업 중 91%가 차별 금지 관련 내규에 성적 지향과 성 정체성을 다루었다. 미국 소비자들이 뽑은 Pride Month에 적극적인 상위 9개 기업은 전부 시가총액 기준 글로벌 시가총액 500위 이내 기업으로, 브랜드 이미지가 중요한 B2C 플랫폼(구글, 디즈니, 메타, 넷플릭스), 유통/프랜차이즈(타겟, 월마트, 코카콜라, 스타벅스, 아마존) 기업이었다.

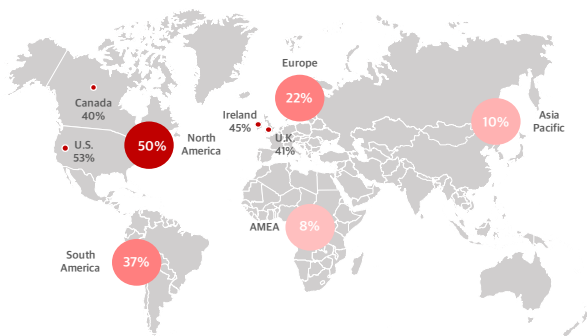
GenZ가 공감한 연예계 LGBTQ

③ **문화적 변화:** GenZ가 미디어로 접하는 연예인과 캐릭터 중에도 LGBTQ가 늘어나고 있다. 릴 나스, 샘 스미스, 엘리엇 페이지 등이 19~20년 사이 커밍아웃을 했다. 흑인 힙합 가수, 백인 팝 가수, 국민 여동생 등 성별/인종에 관계없이 영미권 GenZ 모두 공감하는 사건들이다. GenZ는 영화에서도 LGBTQ를 이전보다 자주 접한 세대다. 23년 미국의 상위 7개 스튜디오에서 개봉된 영화 중 LGBTQ 인물이 등장한 비율은 27.3%였다. 19년 18.6%, 21년 20.8% 대비 꾸준한 상승세다. GenZ에게 LGBTQ는 어릴 때부터 보고 자란, 이상할 게 없는 집단이자 정체성이다.

환경적 안정감 ↑  
GenZ 소비자 ↑

법, 기업, 문화의 변화는 서로 상호작용을 하며 LGBTQ/게이에게 우호적인 환경을 제공했다. 15년 이전의 사건들은 특히 동사의 주요 고객 중 밀레니얼 세대의 초기 앱 유입을 이끌었다면, 15년 이후의 사례들은 GenZ의 게이 응답률이 급격하게 늘어나는 환경적 안정감을 마련했다. 대법원의 상징적인 판결들은 LGBTQ를 차별과 폭력으로부터 보호하며 인권을 보장했고, 여기에 보조를 맞춘 기업들의 LGBTQ 친화적 정책은 성 정체성으로 인한 경제적 어려움이나 소득격차에 대한 두려움을 해소했다. 마지막으로 문화적 변화는 GenZ의 직접적인 공감대를 형성해, 이들이 온라인 유저이자 시장의 소비자로서 LGBTQ 친화적 목소리를 내는 기폭제가 되었다.

도표 3-3. 영미권 기업들의 LGBTQ 언급 비율



출처: S&amp;P Global Market Intelligence, SMIC 3팀

도표 3-4. 소비자가 뽑은 Pride Month에 적극적인 기업



출처: Corporate Inequality Index, SMIC 3팀

### 3.3. LGBTQ 친화적 GenZ는 트럼프도 두렵지 않다

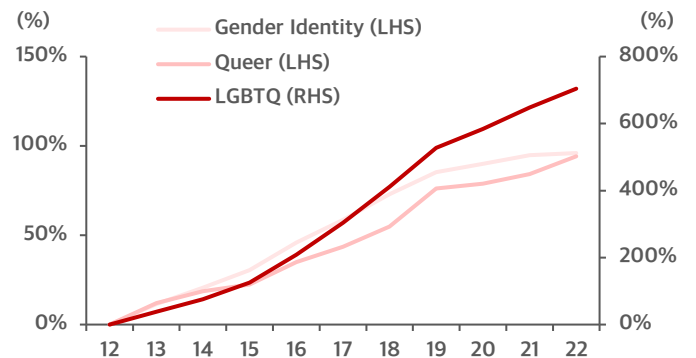
온 세상이 LGBTQ	온라인 유저로서 GenZ의 LGBTQ에 대한 관심은 <b>소셜 미디어 게시물</b> 에서부터 포착된다. 온라인에서 가장 뚜렷한 존재감을 보이는 이들 세대가 성인이 되면서, LGBTQ에 대한 검색량 및 게시물은 급증했다. 틱톡에서 <b>#LGBTQ 해시태그</b> 가 달린 게시물은 <b>약 2,390만 개</b> 에 달한다. 틱톡의 독특한 해시태그, 비디오 편집 및 댓글 기능이 이를 가능하게 한다. #LGBT와 #Pride의 틱톡 해시태그 수는 2023년 말 기준으로 각각 660억 회와 100억 회 이상의 조회수를 기록했다.
LGBTQ 사용 비율 704% ↑	LGBTQ에 대한 관심사는 온라인 어휘 데이터베이스 기반의 <b>구글 n-gram</b> 에서도 나타난다. <b>12~22년 사이 LGBTQ의 어휘 사용 비율은 704% 상승</b> 했다. 동일 기간 Gender Identity, Queer의 사용 비율은 96%, 94% 상승했다. 한편, Gay와 Lesbian의 사용 비율은 보합세를 보였다. 성정체성 구분이 점차 다양해지면서, 사회적 담론이 통합적 개념인 LGBTQ로 이동했다는 뜻이다. 또한 본서에서 LGBTQ 트렌드로부터 게이 소비자의 변화를 찾아낸 논리를 뒷받침한다.
반LGBTQ 트럼프 당선	<b>한편, 트럼프가 당선되면서 LGBTQ에 대한 차별적 담론이 격화될 가능성이 커졌다.</b> LGBTQ 사회는 1기 집권 당시 트럼프의 행정명령이 LGBTQ에 대한 보수 기독교 단체의 혐오 표현을 보호했다고 비판한다. 더군다나 트럼프 행정부에서 신설한 <b>정부효율부의 수장으로 일론 머스크</b> 가 내정되었다. 일론 머스크가 자녀의 트랜스 전환 이후 공화당으로 돌아섰다는 이야기는 공공연한 비하인드다. 이 때문인지, 트럼프는 24년 대선 웹사이트에서 미성년자에 대한 성별 확정 의료 금지하는 금지 법안과 연방 차원에서 출생 시 지정된 성별만을 인정하는 성별 재정의를 공언했다.
GenZ의 높은 정치적 민감도	<b>트럼프 집권이 LGBTQ에는 비보겠지만, 동사에게는 오히려 성장의 계기가 될 것이다.</b> 단적인 예로, 미국인의 LGBTQ에 대한 <b>도덕적 수용성</b> 은 트럼프 1기 때도 떨어지지 않았다. 23년에 성인이 된 <b>GenZ가 태어난 04년 42%</b> 였던 긍정 답변은 <b>19년이 지난 23년 64%</b> 로 상승했다. 오히려 GenZ 세대는 최근의 LGBTQ 관련 정치적 상황에 대해 경계심을 보였다. 올해 8월, Anti-LGBTQ 입법과 정치적 분쟁이 LGBTQ에 부정적 영향을 미치는 것에 대한 우려를 묻는 말에, GenZ의 긍정 응답은 각각 85%, 84%였고, 성인 전체 역시 72%였다. 후술할 과거 사례를 볼 때, 혐오 표현의 일시적 확산은 LGBTQ 사용자의 온라인 커뮤니티 유입으로 이어질 확률이 높다.
LGBTQ 파도 → 게이 응답률 ↑	이렇듯 LGBTQ 친화적 파도는 GenZ 내 LGBTQ/게이에 대한 담론을 확산시켰다. 그 속에서 <b>GenZ는 핵심 온라인 유저이자 소비자로서 목소리를 키웠다.</b> 그런 가운데 맞이한 트럼프의 당선과 LGBTQ 사회의 우려는 동사의 Why Now를 소명한다. 이제 게이라는 불명확하지만 거대한 소비자 집단이 <b>왜 Grindr를 사용하는지, 게이</b> 의 특성과 <b>Grindr의 특별함</b> 에 대해 알아보자.

도표 3-5. LGBTQ Moral Acceptance 긍정 비율



출처: GLAAD, SMIC 3팀

도표 3-6. 12-22 Ngram 트렌드



출처: Google Ngram, SMIC 3팀

## 4. Gay Date is Different- Point ②

밀레니얼과 GenZ에게 한때 유일한 연애의 창구였던 틴더와 범블. 코로나 시기 온라인 데이팅 앱은 연애 시장의 핫 트렌드로 떠올랐지만 리오프닝과 함께 주가는 급격한 피크아웃을 겪었다. 동사가 틴더, 범블과 무엇이 다를지, Grindr를 이성애 데이팅 앱과 비교하며 차별점을 알아보자.

### 4.1. 카운터파트 구성이 데이팅 앱 만족도를 결정한다

고객 분류 기준  
① 성적 지향  
② 사용 목적

데이팅 앱에 대한 사용자의 기대는 단 한 가지, 만족스러운 데이트 상대(카운터파트)를 잘 찾아 주는 것이다. 동사의 Lock bottom은 Tinder, Bumble과 달리, Grindr의 카운터파트 구성비가 단 순하다는 점이다. 이성애 고객은 1) 성적 지향 2) 사용 목적에 따라 총 8가지 집단으로 분류가 가능하다. 1차 기준인 성적 지향에 따라 여성향 남성과 남성향 여성 2가지로 분류된다. 2차 기준인 사용 목적에 따라서는 친구, 데이트, 단기 관계, 장기 관계 4가지 유형으로 구분된다.

불균형한  
남녀 성비

Tinder, Bumble의 성적 지향 비율은 남녀 사용자 비율을 차용해 각각 75:25, 62:38로 불균형하다. 성비가 불균형하면 전체 사용자 풀에서 남성은 공급 대비 수요가, 여성은 수요 대비 공급이 많음에 따른 구조적 불만족이 발생한다. 설문 결과 여성 사용자의 54%는 카운터파트에게 받는 메시지에 지친다(overwhelmed)고 답했지만, 동일 문항에 대한 남성 비율은 25%에 그쳤다. 반대로, 메시지를 받지 못하는 실망감(insecure)은 남성이 64%지만, 여성은 40%로 나타났다.

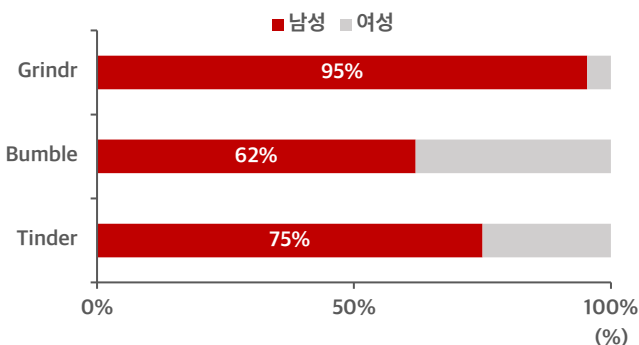
사용 목적이  
불균형 가중

사용 목적은 이 불균형을 가중한다. 단기적 관계를 지향하는 남녀의 비율은 각각 31%, 13%로 남성이 2.4배 높았다. 반대로 장기적 관계를 원하는 비율은 여성이 48%, 남성이 42%로 여성이 높았다. 4가지 카운터파트 유형에 3:1의 남녀 성비 불균형까지 더해지면 매칭에 만족할 확률은 급격하게 낮아진다. 남성 회원이 300명 있다고 가정하면 그 중 Casual Sex를 원하는 남성은 93명(31%)이다. 남녀 성비에 따라 여성 회원은 100명이고, Casual Sex가 사용 목적인 여성은 13명(13%)이다. 즉, Casual Sex가 사용 목적일 때 이성애자 앱에서의 카운터파트 비율은 7.2:1이다. 이런 불균형은 서비스 피로도와 매칭 불만족을 가중시키고, 결국 사용자 이탈로 이어진다.

게이 데이팅 앱은  
구조도 단순

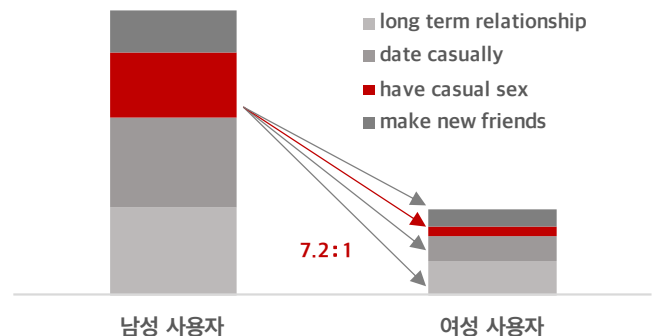
게이 데이팅 앱의 카운터파트 구성은 확연히 간소화된다. Grindr의 성비는 62:3으로 남성 사용자가 압도적으로 많고, 이 중 게이 비율은 99%다. 즉, 성적 지향에 의한 카운터파트 구분은 무의미하다. 사용 목적에 따른 구조적 경우의 수는 친구, 데이트, 단기, 장기 4가지에 불과하다. 이성애 앱의 경우의 수 16가지와 그에 따른 만족 스펙트럼 대비 월등히 간소화된 구조로, 고도의 알고리즘 없이도 사용 목적에 따른 매칭 확률 조정을 통해 사용자 만족도를 높일 수 있다.

도표 4-1. Tinder, Bumble, Grindr 사용자 성비



출처: 각사, SMIC 3팀

도표 4-2. 이성애 앱 카운터파트 세그먼트 비교



출처: Pew Research, SMIC 3팀

Grinder  
= Community

여기에 더해, 동사는 무제한 메신저, 모임 주선 등을 통해 LGBTQ 커뮤니티의 기능을 수행한다. 사용자들은 위 4가지 사용 목적에 의해 분류되지만, 공통적으로 커뮤니티 활동 역시 Grindr를 통해 참여하기에 이탈률이 낮다. 설령 사용 목적에 맞지 않는 매칭이 몇 차례 이뤄져 불만족한 사례가 발생해도, 커뮤니티를 목적으로 남아있는 유저가 다수 존재하는 것이다.

불쾌감 빈도:  
여성 > 남성

마지막으로, 여성은 남성 대비 카운터파트에게 불쾌감/두려움을 자주 느낀다. 데이팅 앱 사용 여성이 노골적인 메시지/이미지를 받아본 비율은 56%, 물리적 위협을 받은 경험은 11%인데 반해, 이를 남성이 겪은 비율은 25%, 4%로 여성의 40% 수준이었다. 이 때문인지 데이팅 앱이 안전하다고 생각하는 남성은 57%인 데에 반해, 여성은 단 41%에 불과했다. 앱 사용자 검열이 필요하다는 의견은 여성이 남성보다 10% 높았다. 게이 앱 사용자의 두려움을 예단할 수는 없지만, 남성 게이의 데이팅 앱 만족도가 61%임을 고려할 때, 여성만큼 높지는 않을 것으로 예측한다.

#### 4.2. 매칭 방식의 차이는 Lemon화를 결정한다

데이팅 앱은  
레몬마켓

이성애 데이팅 앱 내 구조적 불만족이 악순환을 형성하며 이탈률이 증가하는 사례를 살펴봤다면, 이제 매칭 방식에 의한 레몬화를 알아보자. Lemon Market이란, 판매자-구매자 간 정보 불균형으로 저품질 제품의 노출도가 높은 시장을 일컫는다. 일례로 중고차 업체는 좋은 매물을 제값에 팔지 못하고, 저품질 차량을 판매하려고 한다. 데이팅 앱 역시 대표적인 Lemon Market이다.

매칭 만족  
=서비스 이탈

국내 모 소개팅 앱은 카운터파트에 대한 희망 사항을 기준으로 데이터 라벨링을 진행한다. 회원의 희망 사항에 프로필 적합도가 높은 카운터파트는 '오렌지', 낮으면 '레몬'으로 1차로 분류된다. 회원마다 카운터파트 매력도를 달리 부여해 최적의 매칭 후보를 제공하는 것이다. 이런 방식으로 알고리즘을 고도화해 온 데이팅 앱들은, 매칭이 성사됨에 따라 매력적인 사용자가 연애를 시작해 서비스를 이탈하고, 이에 따라 사용자 풀의 레몬 비율이 높아지는 구조적 취약성을 겪는다.

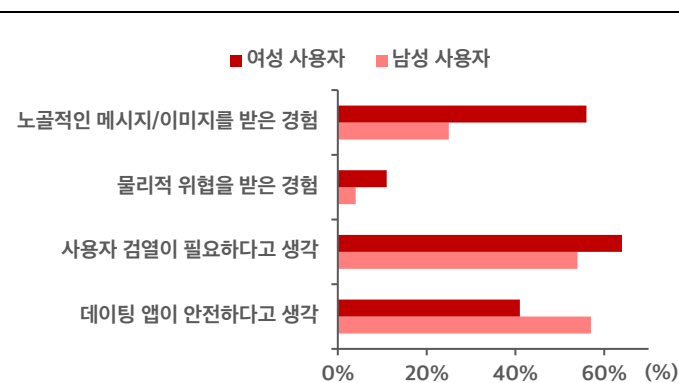
스вай핑의  
레몬화 심화

Tinder, Bumble의 매칭 방식은 레몬화를 심화시킨다. 프로필을 넘기며 매칭 상대를 찾는 '스вай핑'은, 한번 프로필을 넘기면 해당 카운터파트와의 무료 매칭 기회를 잃는다. 따라서 자극적인 소개글과 사진으로 '넘겨지지 않고' 선택받고 싶은 사용자가 많다. 이런 매칭은 단기 관계를 추구하는 사용자의 편의를 극대화하지만, 장기적 관계나 데이트, 친구를 찾는 이들에게는 피로감을 준다. 단기 사용 목적을 가진 회원 외에, 나머지 사용자에게는 '레몬 카운터파트'만 남는 것이다.

Grindr의  
높은 범용성

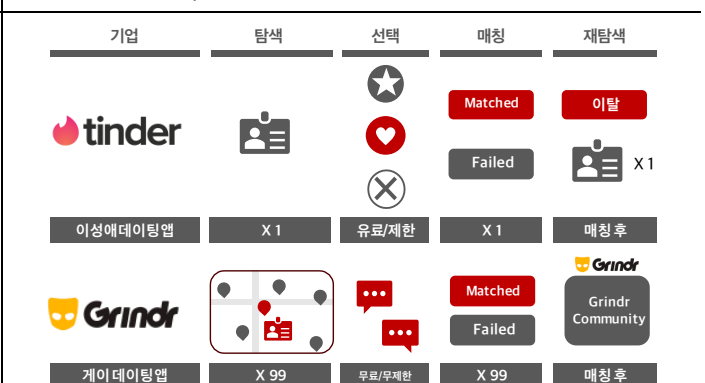
Grindr의 매칭 방식은 이와 반대로, 장기적 사용 목적을 가진 사용자가 매칭에 불만족해도 서비스를 재방문할 유인을 제공한다. 한번에 다수의 프로필을 제공해 사용자가 카운터파트 풀 내에서 매칭 상대를 탐색할 수 있고, 근처에 사는 사람에게는 무제한으로 메시지 보낼 수 있기 때문이다. 이런 범용성이 높은 구조 덕분에, Grindr는 장기적 관계 특화 서비스 또한 기획 중에 있다.

도표 4-3. 데이팅 앱에서 불쾌감을 느끼는 남녀 비율



출처: Pew Research, SMIC 3팀

도표 4-4. Tinder, Grindr 매칭 방식

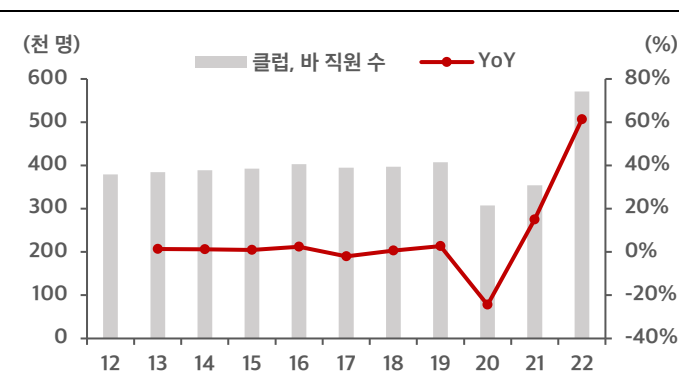


출처: 각사, SMIC 3팀

### 4.3. 이성애 데이트 앱의 대안: 1) 대면 2) 대체 채널

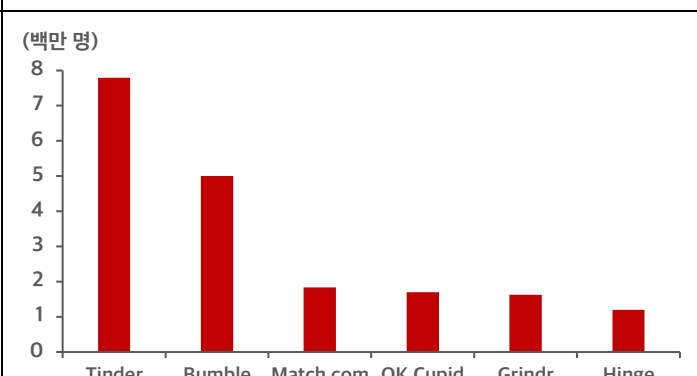
대면 데이트의 귀환	Tinder는 오프라인 만남이 제한된 환경에서 온라인으로 데이트를 증대하며 성장했다. 기존 오프라인 위주 연애 시장의 페인포인트를 공략하기도 했지만, 팬데믹 아래 Tinder는 엄연히 대면 만남의 대체제였다. 당연하게도 리오프닝 후 Tinder는 대면 데이트와 경쟁 중이다. Tinder와 Bumble 모두 여전히 대표적인 데이트 채널이지만, 더 이상 온라인 유저에게 팬데믹 시기만큼 독보적인 채널은 아니다. 최근 Tinder의 모회사 매치 그룹이 Tinder의 MAU는 별도로 공개하지 않고, 다양한 버티컬 데이트 앱을 출시하는 것 역시 이러한 데이트 시장의 지형 변화 때문이다.
이성애자는 바를 찾는다	팬데믹 시기 대면 데이트가 막힌 상황에서 이성애자가 선택할 수 있는 채널은 한정적이었다. 그러나 리오프닝과 함께 이들은 전통적인 대면 채널로 빠르게 돌아갔다. 대표적으로 포스트 팬데믹 이후 이성애자가 미 전역에서 가장 많이 찾았을 것으로 추측할 수 있는 장소는 클럽과 바, 홈파티 등의 채널이다. 이비스월드에 따르면 미국 바, 클럽 종업원 수는 20년 -24.5%를 기록했지만, 21년 14.9%, 22년 61.3%를 기록하며 포스트 팬데믹을 계기로, 폭발적으로 성장했다.
러닝크루의 부상	전통적인 채널 외에도, 러닝 크루와 같은 신흥 채널 역시 이성애자의 만남을 매개했다. 최근 전 세계에 퍼진 연애 트렌드 중 하나는 '러닝크루'를 통한 건강한 만남이다. 이는 대면으로 연인을 만나고 싶어하는 욕구에, 건강관리를 중시하는 GenZ의 특징이 결합하여 만들어진 데이트 트렌드다. 첫 데이트의 경로와는 별개로, 연애 행위는 결국 대면으로 이뤄져야 하기에 대면 채널이 다시금 주목받은 것도 맞지만, 데이트 앱의 피로감 역시 주요 원인이었다. 외모와 온라인 프로필에만 의존하는 매칭에 지친 미국인들은, 함께 달리면서 연애 상대를 탐색하고 싶어 했다.
이성애자는 뛰면서 데이트 중	NBC, NYT 등 언론은 러닝 클럽의 부상과 데이트 앱의 부진을 대면 데이트에 대한 젊은 세대의 수요와 연관 지었다. 미국 러닝 클럽 수는 지난 5년 사이 25% 증가했다. 또한 미국의 전체 러너의 28.7%는 팬데믹 이후 유입된 신규 러너였다. 지난 8월 160만 조회수를 기록한 틱톡의 러닝 클럽 클립 영상은 #runningclub 해시태그에 이어 #beersafter를 태그했다. 후술하겠지만, 이성애자에게 핫 트렌드인 러닝을 포함한 각종 소수 대면 채널은 게이에게 데이트 채널로 부적합하다.
다양한 온라인 채널 선택지	이성애자에게는 온라인 선택지도 다양하다. Plenty of Fish, Ok Cupid, Hinge 등의 앱이 데이트 시장에 도전장을 내밀었다. 매치 그룹이 출시한 다양한 버티컬 데이트 앱들도 이성애자가 틴더보다 좁은 범위에서, 오프라인보다 쉽게 데이트 상대를 만날 수 있는 채널이다. 이성애자에게는 대안이 많고, 이들을 잡기 위한 경쟁은 치열하다. 초기 가입 프로모션을 찾아 나서거나, 새로운 특징이 있는 앱을 찾거나, 더 많은 지출에 의한 탐색의 기회가 있다면, 사용자는 바로 이주한다.

도표 4-5. 12-22년 클럽, 바 종업원 수 추이



출처: 이비스월드, SMIC 3팀

도표 4-6. 22년 온라인 데이트 앱 대체 채널



출처: Business of Apps, SMIC 3팀

#### 4.4. 게이 데이팅 장소가 사라졌다

##### 게이바 감소

미 전역의 바와 클럽이 코로나 이후 회복세를 보였지만, 게이바는 지난 20년간 감소했다. 이성 애자들이 대면 만남으로 돌아가는 동안, 게이는 데이팅 공간을 잃고 있었다. 더 큰 문제는 게이바는 산업분석에서 전술했듯 게이들의 유일한 커뮤니티 공간이라는 점이다. 로컬 게이바들은 단순히 '데이팅 장소'를 넘어서, 커뮤니티 공간으로서의 의미까지 갖는다. 그런 게이바가 감소한 가장 큰 이유는, 게이바 내 혐오 표현의 증가 때문이었다.

##### 원인은 인종 차별

Gay Bar는 데이팅 앱이나 나이트클럽과 유사하게 차별과 폭력으로부터 자유로울 수 없다. 성적 인 목적으로 게이바를 찾은 일부 방문자들은, 본인의 성적 파트너를 찾는 과정에서 특히 인종차별적인 편견을 서슴없이 내뿜는 것으로 해석된다. 흑인의 80%, 아시아계의 79%, 인도계의 75%가 LGBTQ 커뮤니티와 게이바에서 폭력적인 발언을 겪었다는 설문 응답이 이를 뒷받침한다.

##### 미국과 영국의 Club Death

그 결과 게이바는 미국 전역에서 꾸준히 감소했다. 이 중 약 20%는 팬데믹 기간에 폐업했다. 리오프닝 이후 10% 바운스백이 있었지만, 지속적인 게이바 수의 상승세로 이어지지는 않았다. 책 The new book Long Live Queer Nightlife에 따르면 2000년 이후 런던, 미국의 게이바 수는 각각 58%, 41% 감소했다. 이 시기 게이의 수가 지속적으로 증가한 것을 감안하면, 게이 1인당 게이바 비율은 더 큰 낙폭으로 감소한 것이다. 독일과 프랑스 등 유럽권 국가들에서는 영미권의 게이바 폐업을 두고, 'club death'라고도 표현했다. 다만 이것이 동사에게는 나쁜 소식이 아니다. 게이바의 감소는 '게이의 만남과 교류의 장소'가 다른 곳을 옮겨갔음을 의미하기 때문이다.

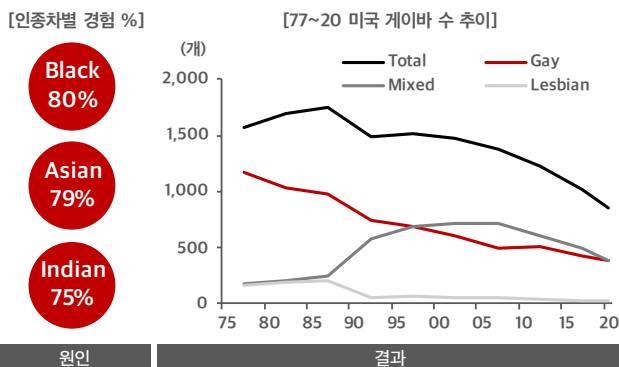
##### 게이바 Mix 변화

또 하나 흥미로운 점은 게이바의 믹스가 바뀌었다는 점이다. Cisgender 남성을 대상으로 하는 바의 비율은 19년 44.6%에서 23년 24.2%로 감소했다. 반면 LGBTQ+ 남성과 여성 모두를 대상으로 하는 바(serving women and men together)는 44.2%에서 65.6%로 상승했다. Lesbian 바 역시 2배로 증가했다. 추정하건데, LGBTQ 내에서도 특히 게이의 오프라인 공간이 가장 혹독한 환경에 놓였다는 것이다. 게이는 앞서 산업분석을 통해 본 바와 같이 LGBTQ 중에서도 미디어 노출도와 대중적 관심이 큰 집단이다. 여기에 더해, 후술할 각종 혐오 범죄 및 폭력, 위협 역시, LGBTQ 중에서도 특히 게이를 대상으로 일어나면서, 소위 'Gay bar death'에 일조했을 것이다.

##### 게이는 결국 Grindr로

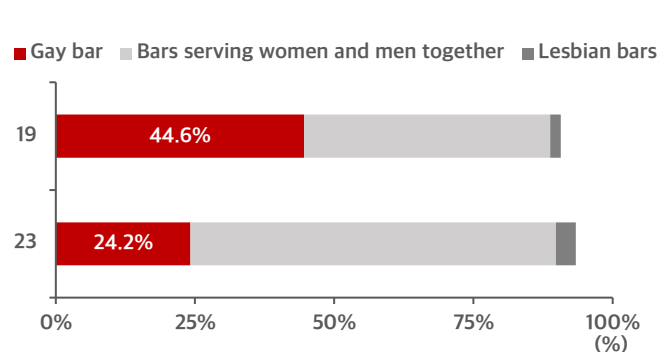
대면 채널에서 다시 만나기 시작한 이성애자와 달리, 게이는 유일하게 개방적이고 공적인 대면 공간을 잃고 있다. 유일한 안식처이자 만남의 통로를 잃은 이들은 어디로 향할까? 온라인 데이팅 앱이다. 더구나 게이바라는 단일 채널이 사라지는 동안, 게이바의 수는 폭발적으로 증가했다. 게이 데이팅 앱의 독보적인 플레이어인 동사는 게이 데이팅 수요가 몰려갈 유일한 종착지다.

도표 4-7. 인종차별 경험 비율과 LGBTQ바 추이



출처: GMFA, SOCIUS, SMIC 3팀

도표 4-8. 19, 23년 LGBTQ 바 Mix

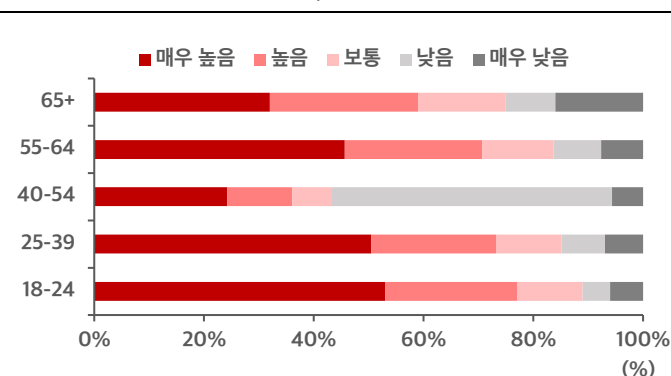


출처: PMC, SMIC 3팀

#### 4.5. 흘러 흘러 모든 게이는 동사로 향한다

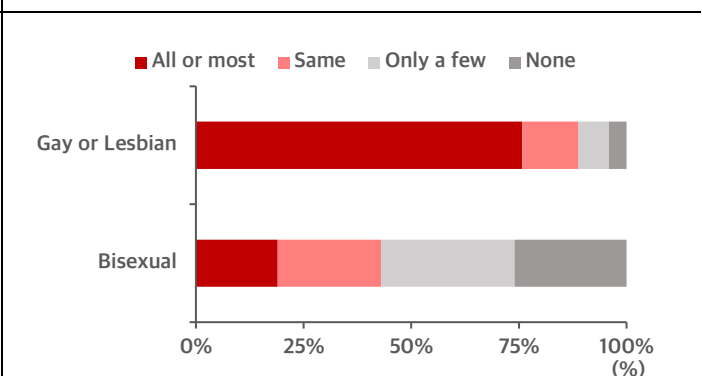
게이 혐오 범죄	게이바 외 대면 채널이 활성화되지 못한 이유는 게이 혐오다. 16년 올랜도 Pulse 게이 나이트클럽 참사는 LGBTQ 사회를 충격에 빠뜨렸다. 총격으로 49명이 사망하고 53명이 부상당한 사건이다. 이후 미국 사회에서는 온라인 LGBTQ 커뮤니티의 필요성이 대두되었다. 최근에는 디즈니, 마블이 연달아 PC 역풍에 맞닥뜨리기도 했다. LGBTQ에 대한 미국 사회의 포용은 과거로 돌아가지 않을 보편적 가치가 되었지만, 한편으로는 변화에 대한 저항감 역시 거세진 것이 사실이다.
커뮤니티의 필요성	게이는 데이팅 이전 인지와 탐색 과정에서 이성애자와는 구별되는 단계를 거치기 때문에, 이들은 상대적으로 익명성과 안전이 보장되는 온라인 환경을 선호한다. 게이에게 소수 오프라인 채널이 대체 수요가 될 수 없는 이유는 '성적 지향의 인지' 때문이다. 이성애와는 달리 게이는 성 정체성과 성적 지향에 대한 고민과 확신을 얻기까지 다 대 다의 정기적 커뮤니티가 필수적이다.
온라인에서 솔직한 GenZ	이러한 상황을 반영하듯 GenZ는 온라인 커뮤니티에서 성적 지향과 성 정체성에 대해 가장 솔직하다. 모든 세대에서 공통적으로, 이웃에게 성적 지향과 성 정체성에 대해 가장 덜 개방적인 것으로 나타났다. 그 중 특히 GenZ에 해당하는 18-24세 사이 응답자는, 가족 구성원 모두에게 개방적인 비율은 23%인 반면, 온라인 커뮤니티에서는 53%로 나타났다. 이는 밀레니얼 세대와 GenX 세대가 Family를 대상으로 각각 42%, 49%의 개방성을 보인 것과도 대조적이다.
커밍아웃 %: 게이 > 바이	동사의 타겟 고객인 게이 중, 양성애자가 가족에게 커밍아웃할 확률이 동성애자의 25%에 불과한 것 역시, 온라인 커뮤니티의 필요성을 입증한다. 상대적으로 감추기 쉬운 양성애는 굳이 나서서 공개하지 않는 경향이라는 것이 연구진의 해석이다. 또 다른 해석으로는, 양성애 인지가 더더 가족에게 공개하기까지 개방성의 차이가 발생한다고도 볼 수 있다. 정답이 무엇이든 간에, 미국에서도 게이는 혼란스러운 정체성이고, 이를 위한 커뮤니티가 필요함을 부인할 수 없다.
Grindr는 LGBTQ 선구자	그런 관점에서, 동사는 LGBTQ의 유일한 커뮤니티로 거듭나며 게이들의 성지가 되었다. 앞서 언급했듯, 매칭 방식에 의한 커뮤니티 기능 강화로 Grindr의 메시지는 커뮤니티의 소통 창구 역할을 하고 있다. 이 밖에도, 동사는 Kindr라는 LGBTQ 커뮤니티 페이지 역시 운영 중이다. 최근에는 LGBTQ 전용 이모티콘인 Gaymoji를 도입하기도 했다. 동사는 단지 '게이의 연애 장소'를 제공하는 것이 아니라, LGBTQ의 문화 자체를 이끌어가는 선구자적 역할을 하고 있다.
Invisible Gay Growth	동사의 타겟 고객인 게이들이 GenZ에 의한 폭발적 성장을 이룰 것임을 보았고, 이들이 어쩌서 Grindr를 쓸 수밖에 없는지 확인했다. 이제 동사에 대해 투자자들이 궁금해할 요소는 1) 앞으로 얼마나 더 많은 사람들이 2) 얼마나 돈을 더 써줄 것인가이다. 게이라는 Invisible data 숫자로 들여다보며, 동사를 포트폴리오에 담아야 할 이유를 확인해보자.

도표 4-9. GenZ의 성적 지향, 성적 정체성 개방성



출처: Data for Progress, SMIC 3팀

도표 4-10. 게이-바이 커밍아웃 비율



출처: Pew Research, SMIC 3팀

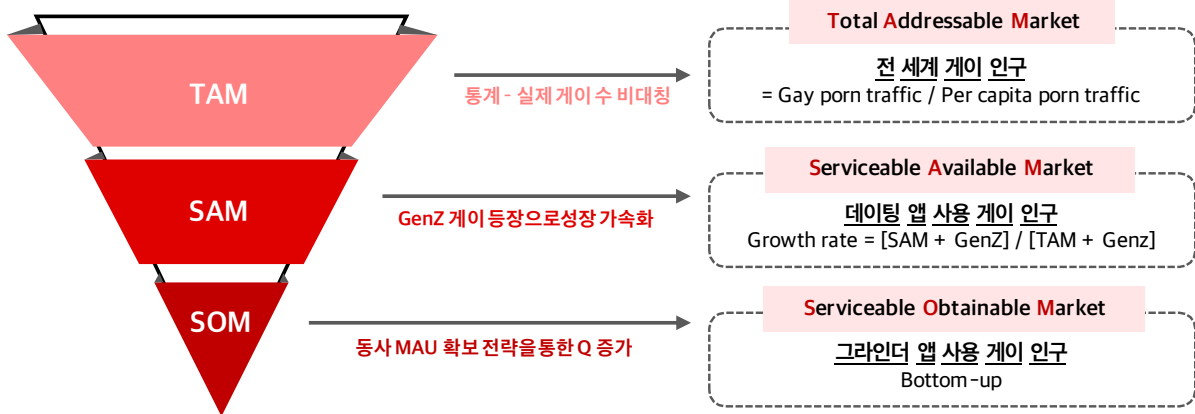
## 5. Unveil TAM-SAM-SOM - Point ③

본 장에서는 동사의 실제 고객 수의 베일을 벗기기 위해 TAM, SAM, SOM의 관점에서 접근한다.

- **TAM:** Grindr가 서비스될 수 있는 총 잠재 시장
- **SAM:** TAM에서 Grindr가 접근할 수 있는 서비스 가능 시장
- **SOM:** SAM 중 Grindr가 현실적으로 획득할 수 있는 시장

공개된 정보를 통해 세 시장을 추정. 실제 통계와의 괴리율을 보여주며 **정보의 비대칭**을 주장한다.

도표 5-1. 동사의 TAM, SAM, SOM



출처: SMIC 3팀

### 5.1. TAM: 당신은 실제 게이 수를 알고 계십니까?

동사의 통계적 TAM  
크고 이상향

동사의 TAM은 전 세계 성인 게이 인구수로, 통계적 수치로만 봐도 규모가 크며 이상향 중이다. 세계은행과 Gallup에 따르면, 23년 기준 전 세계 18세 이상 게이 수의 수는 1억 4천만여 명으로, 전체 남성 인구 중 약 3.2%를 차지한다. 또한 전체 인구 상승 및 GenZ 세대 게이 성인의 유입으로 인해 CAGR 8.6%로 증가하여, 26년 게이 수는 약 1억 8천만 명에 도달, 남성의 4.4%를 차지할 것으로 예상된다.

통계적 게이 수  
정확하지 X.

그러나 통계는 실제 게이 인구 수를 대변해 주지 못한다. 성소수자에 대한 조사는 특히 기관별로 설문 결과들의 값이 크게 다르다. 따라서 특정한 통계가 절대적인 수를 대변한다고 보기 어렵다. 예를 들어 23년 미국 LGBTQ의 인구 비중에 대한 조사의 경우, 조사 기관에 따라 5.5%에서 12.0%까지 그 결과가 다양하며 값이 크게 차이 난다. 특히 본 조사의 결과로 7.6%를 제시한 갤럽의 경우, 설문 마지막에 LGBTQ의 응답이 실제보다 적을 것이라고 가정, 보수적인 값이란 것을 부가적으로 설명하였다.

부정적 인식으로 인한  
사이 LGBTQ 존재

이와 같은 현상의 가장 큰 이유는 LGBTQ에 대한 부정적 인식으로 인해 성적 지향을 남에게 잘 드러내지 않는 사이 LGBTQ의 존재이다. 투자 포인트 1에서 전술한 대로 LGBTQ에 대한 인식은 점차 개선되고 있다. 그럼에도 불구하고, 아직 부정적 인식이 산재한다. 동성애 선진국인 미국에서조차 아직 'LGBTQ가 도덕적으로 부적절하다'는 응답이 전체의 33%를 차지한다. OECD 국가 중 4번째로 동성애에 대한 인식이 안 좋은 우리나라의 경우, 23년 'LGBTQ에 우호적/중립/적대적인가?'를 물어본 조사에서 49%가 적대적, 단 11%만이 우호적이라 답변하였다. 전 세계는 아직 동성애를 반기지 않는다.

설문에서까지  
성적 지향을 숨김

부정적 인식에 따른 소극적 태도는 설문 결과의 왜곡으로까지 이어진다. 성소수자들이 설문자와 직접 소통하는 방식의 조사에서 더욱 소극적인 모습을 보인 것을 통해 확인할 수 있다. 23년 미국 내 LGBTQ 비율에 대한 IPSOS와 갤럽의 설문조사 결과를 비교해 보자. 두 설문은 지역 비율 및 상세 내용, 조사 규모 등 여러 요인이 거의 동일하지만, 조사 방식이 IPSOS는 인터넷 링크, Gallup은 전화 조사인 점이 다르다. 이에 따른 결과는 각각 12.0%와 7.6%로 크게 차이 난다.

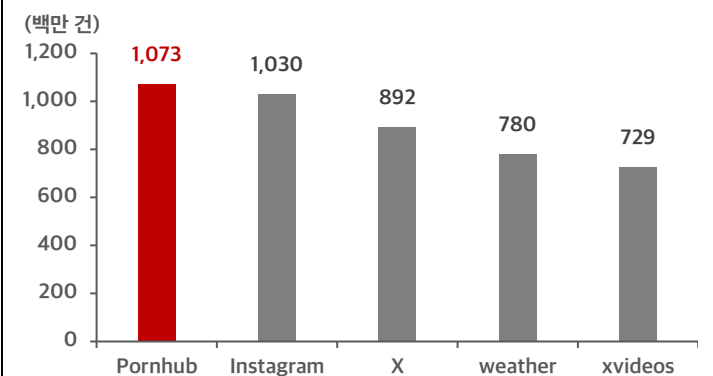
동사의 Customer Journey	통계의 절대적 수가 실제 시장 규모보다 작다면, <b>동사의 실제 TAM을 어떻게 알 수 있을까?</b> 이를 찾기 위해 잠재 고객이 동사의 어플을 사용하게 되기까지의 과정인 <b>Customer Journey</b> 를 차례차례 밟아 가보자. 동사의 Customer Journey는 크게 ① 인지 → ② 탐색 → ③ 경험으로 나눌 수 있다. ① 인지 단계에서 동사의 잠재 고객들은 개인적 경험 등을 통해 본인의 성적 지향을 인지한다. 이 단계에서의 <b>성적 지향은 속으로 고민하는 주관적 생각</b> 이기에 모호성을 가지며, 이를 결정 지으려 노력한다.
거의 모든 게이는 게이 포르노를 본다.	이러한 노력이 온라인상에서 발현되는 단계가 바로 ② <b>탐색 단계</b> 이다. 이 단계에서 동사의 잠재 고객들은 인터넷으로 동성애 테스트를 검색, 시행하거나 게이 포르노를 시청한다. Archives of Sexual Behavior에 따르면, <b>미국 게이의 98.3%가 게이 포르노를 즐겨 시청</b> 한다. 거의 모든 게이 인구가 이를 시청하는 것이다. 이 단계를 거치며 이들은 성적 지향을 확정 짓고, 그것을 드러내기 시작한다.
동성애자들은 데이팅 앱을 더 많이 사용.	③ <b>경험 단계</b> 에서는 본격적으로 현실에서 성적 지향을 행동으로 옮기기 시작한다. 이 단계에서 일부 잠재 고객은 <b>동사의 앱을 사용</b> , 비로소 고객이 된다. 동성애자들은 같은 성적 지향의 사람들을 만나려 다양한 경로를 이용하는데, 특히 이성애자보다 <b>데이팅 앱을 많이 사용</b> 한다. 동성애자들의 데이팅 어플 사용 비중은 약 51%로 이성애자의 사용 비중보다 약 2배 정도 높다. 이를 통해 그들은 가벼운 만남이나 장기적 관계를 형성하는데, 동사의 경우 아직은 <b>가벼운 만남의 목적</b> 인 고객이 많다
거짓말하지 않는 포르노 트래픽	본서는 탐색 단계, 특히 <b>포르노 트래픽에 주목하여 통계와 실제 수의 괴리를 확인</b> 할 것이다. 설문은 경우, 상술한 이유로 본인의 답을 숨길 수 있어 현실의 절대적 수치와 오차가 클 확률이 높다. 그러나 <b>트래픽은 거짓말을 하지 못한다</b> . 특히 포르노 트래픽은 그 지역의 인구 구성과 문화를 그대로 반영한다. 일례로, '아시아' 카테고리는 미국에서 아시아 인구가 가장 많은 캘리포니아주에서 가장 인기 있으며, '카우보이' 카테고리는 미국에서 카우보이 문화가 가장 먼저 생겨난 몬태나에서 가장 인기가 많다.
트래픽의 정직함은 게이 부분에서도 마찬가지	포르노 트래픽의 정직함은 게이 포르노 부분에서도 드러난다. 지역 사회 내의 <b>동성애에 대한 인식이 좋고, 실제로 게이 비율이 높으면 Pornhub 내 게이 포르노의 트래픽 비율도 높다</b> . 14년 미국에서 동성결혼이 합법화된 주의 게이 포르노 트래픽 비율은 약 4.41%로, 동성 결혼이 불법인 주의 비율인 4.13%보다 유의미하게 높았다. 또한 현재 미국에서 LGBT 비율이 가장 높은 워싱턴 DC의 경우, 게이 포르노 트래픽 비율이 7.8%로 전체 미국 주 중 2위를 기록, 굉장히 밀접한 관계를 보임을 알 수 있다.
정직함의 출처는 놀라운 규모의 트래픽	포르노 트래픽의 이러한 정직함은 <b>압도적인 사이트 트래픽 규모</b> 에도 기인한다. 본서가 추정에 사용할 Pornhub 사이트의 경우, <b>미국 내 모든 사이트 중 방문자 12위</b> , 성인 업종 1위 사이트이다. 24년 9월 미국에서만 10억 7,324만여 건의 트래픽이 나왔으며, 이는 <b>인스타그램과 X의 사이트 트래픽을 상회</b> 하는 값이다. 미국 포르노 사이트의 경우 Pornhub와 미국 전체 사이트 방문자 수 16위인 Xvideos가 양분하고 있으며, 두 사이트 모두 특정 카테고리에 특화되어 있지 않으며 유사한 구성을 가진다.

도표 5-2. 동사의 Customer Journey

단계	1. 인지	2. 탐색	3. 경험
현상	성적 지향을 속으로 고민	온라인 상에서 성적 지향 발현	같은 지향 사람 만나기 시작
방법 예시	자기 정체성 의문제기	동성애 테스트	게이바
	성적 끌림 자각	동성애 포르노	데이팅 어플

출처: SMIC 3팀

도표 5-3. 24년 9월 미국 내 사이트 트래픽



출처: Semrush, SMIC 3팀

미국 포르노 트래픽을 이제 미국 게이 인구수를 통해 통계와 실제의 괴리를 확인할 차례이다. 통계적으로 미국 남성 이용한 게이 인구 추정 중 게이 비율로 가장 대표적인 값은 Gallup의 4.7%이다. 그러나 전술하였듯 Gallup조차 샤이 게이의 거짓 응답을 가정, 보수적인 값을 언급하였다. 따라서 본서는 거짓말을 하지 않는 Pornhub의 미국 트래픽을 이용하여, [① 미국 남성의 한 달간 게이 포르노 시청 수 / ② 미국 남성 1인당 한달간 포르노 시청 수]의 산식으로 실제 미국의 게이 인구수를 추정해 볼 것이다.

① 미국 남성 한달 간 게이 포르노 시청 수 추정 식  
먼저 ① 미국 남성의 한 달간 게이 포르노 시청 수는 [Pornhub 미국 전체 트래픽 × 전체 포르노 중 게이 포르노 시청 비중 × 게이 포르노 내 남성 시청 비중]의 산식으로 산출하였다. 게이 포르노 시청 비중으로는 17년 Pornhub 통계인 6.4%를 차용하였다. 설문 상으로는 17년 대비 현재 게이 수가 20.5% 증가했지만, 이는 사회적 인식 개선에 따른 샤이 게이의 응답 증가가 대다수일 것이라 판단하였다. 따라서 트래픽 값인 게이 포르노 비중엔 증가세를 적용하지 않았다.

①의 최종 추정 값은 약 3,195만 건  
게이 포르노 내 남성 시청 비중으로는 57%를 대입하였다. 이는 24년 Pornhub 통계상 게이 포르노 내 여성 시청 비율이 43%임을 반영한 값이다. 위 값과 Pornhub의 미국 전체 트래픽인 약 10억 7424만 건을 대입하여 산출한 ① 미국 남성의 한달 간 게이 포르노 시청 수는 약 3,915만 건이다.

②의 최종 추정 값은 약 4.46건  
② 미국 남성 1인당 한 달 포르노 시청 수는 [Pornhub 미국 이성애 포르노 트래픽 × 이성애 포르노 내 남성 시청 비중 / 미국 남성 인구 수]의 산식으로 산출하였다. 우선, 미국 이성애 포르노 트래픽 값으로 10억 455만 건을 사용하였다. 전술한 Pornhub의 미국 전체 트래픽에서 게이 포르노 트래픽 비중인 6.4%를 제외하여 산출한 값이다. 이성애 포르노 내 남성 시청 비중으로는 64%를 사용하였다. 이 값 또한 이성애 포르노의 여성 시청 비중인 36%를 제외한 값이다. 뒷값을 미국 성인 남성 인구인 1억 3천만여 명으로 나누어 산출한 ② 미국 남성 1인당 한 달 포르노 시청 수는 약 4.46건이다.

트래픽을 통해 추정한 값, 통계를 훨씬 상회  
윗값을 종합하여 추상적으로 계산한 실제 미국의 게이 인구수는 약 878만 명으로, 미국 남성 중 6.1%를 차지한다. 이는 Gallup의 통계적 게이 인구수인 약 678만 명보다 훨씬 큰 값으로, 29.6%의 괴리를 보인다. 동사의 가장 큰 매출처이자 공개 정보가 가장 다양한 미국에서조차 통계와 실제의 괴리로 인해 동사의 잠재 고객 수가 과소평가 되어있는 것이다.

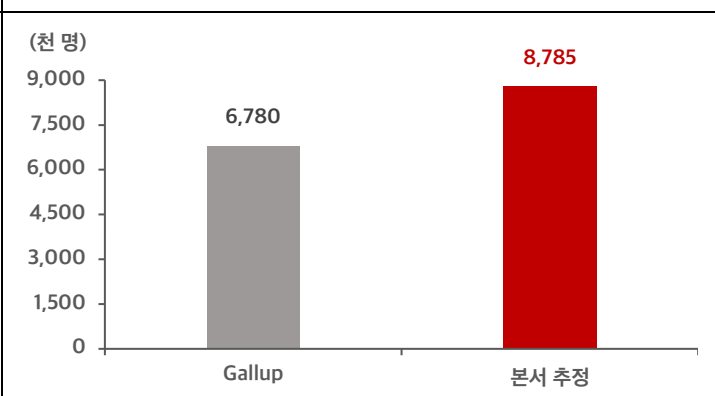
전세계 게이 인구의 통계와 실제의 괴리는 더 클 것.  
동사의 실제 TAM인 전 세계 성인 게이 인구는 미국의 경우보다 괴리가 더욱 클 것으로 추정된다. 이는 미국이 비교적 동성애에 대한 사회적 인식이 우호적이기에 샤이 게이로 인한 통계와 실제의 비대칭이 타 국가보다 작을 것으로 예상되기 때문이다. Pew Research Center에 따르면, 'LGBT가 사회적으로 인용되어야 하는가?'에 대한 설문 전 세계의 평균 찬성률은 52%지만, 미국은 찬성률은 72%이다. 동사가 앞으로 차지할 수 있는 TAM의 크기는, 시장의 예상보다 훨씬 크다.

도표 5-4. 동사 미국 TAM 추정 값

미국 TAM 추정	
추정 실제 게이 인구 수 (a / e)	8,785,093
미국 남성 게이 포르노 시청 수 (a) = (b × c × d)	39,152,065
Pornhub 전체 트래픽 (b)	1,073,247,385
전체 포르노 중 게이 포르노 시청 비중 (c)	6.4%
게이 포르노 내 남성 시청 비중 (d)	57.0%
미국 남성의 1인당 한달 포르노 시청 수 (e) = (f × g) / (h)	4.5
Pornhub 일반 포르노 트래픽 (f)	1,004,559,552
일반 포르노 내 남성 시청 비중 (g)	64.0%
미국 성인 남성 인구 수 (h)	144,260,481

출처: SMIC 3팀

도표 5-5. 본서 추정 미국 실제 게이 수와 통계 상 게이 수



출처: Gallup, SMIC 3팀

## 5.2. SAM: GenZ 게이는 데이팅 앱 홀릭.

SAM: GenZ 게이  
성장세에 올라타

본서는 동사의 SAM을 데이팅 앱을 사용하는 전 세계 성인 게이 인구로 제시한다. 투자 포인트 1에 전술한 대로, 압도적인 규모의 게이 비율을 가진 GenZ가 성인이 되고 있다. 이에 따라 동사의 TAM인 성인 게이 인구와 SAM은 동시에 상승 중이다. 여기서 주목해야 할 것은, **SAM 상승률이 더 가파르다**는 것이다. 이는 GenZ 게이들이 기존 세대들보다 데이팅 앱을 훨씬 많이 이용하는 것에 기인한다. 본 장에서는 이것이 어떻게 숫자로 보여지는지 미국의 통계를 보며 설명하고, 동사가 직접 다가갈 수 있는 시장이 얼마나 커질 것인지 확인해 보겠다.

인구도 많은데 데이팅  
앱도 많이 쓰는 GenZ

미국의 GenZ 게이는 유독 데이팅 앱을 많이 사용한다. 23년 기준 미국 전체 성인 게이 데이팅 앱 이용 비율은 약 51%로, 이성애자의 이용 비율인 28%보다 훨씬 높다. 여기서 더 나아가 **GenZ 게이 경우 데이팅 앱 이용 비율이 약 79%**로, 여느 세대 중 가장 높은 사용 비율을 보인다. 왜 이런 현상이 일어날까? 우선 게이바와 같은 전통적인 만남 채널이 GenZ 게이들에게 인기를 끌지 못했다. 또한 미국 GenZ의 경우 스마트폰 보급률이 95%에 달해 타 세대 평균 보급률인 73%를 크게 상회, 스마트폰상 데이팅 앱에 가장 익숙할 것이다.

SAM의 성장세  
추정방식

GenZ의 등장으로 동사의 SAM이 얼마나 커질 수 있을까? 결론부터 말하자면, **미국 SAM의 경우 26년까지 CAGR 14.5% 성장**, 23년 기준 약 345만 명에서 26년 519만 명으로 성장할 것으로 추정된다. 각 연도의 SAM은 기존 SAM에 매년 추가되는 GenZ SAM을 더하는 방식으로 추정하였다. 기존 SAM에는 역사적 증가율을 적용, GenZ의 SAM은 [매년 성인이 되는 GenZ 인구수 × GenZ의 게이 비율 × GenZ의 데이팅 앱 이용 비율]의 산식을 통해 산출하였다. GenZ의 게이 비율로는 23년 Gallup의 통계 값인 10.6%를, 데이팅 앱 이용 비율은 상술한 79%를 사용하였다.

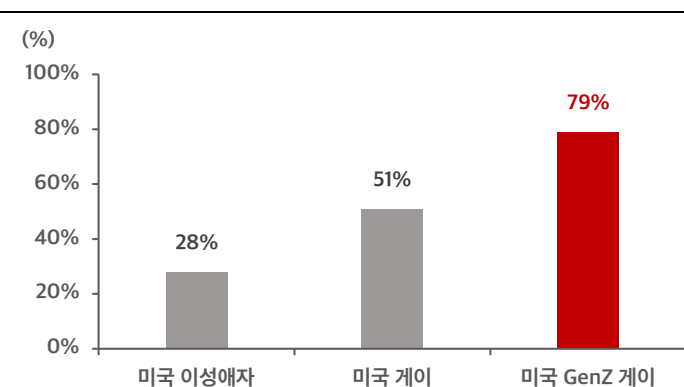
SAM의 성장  
매우 가파름

같은 기간 동안 미국의 TAM은 CAGR 8.0% 수준으로 성장하는 것에 비해, SAM은 훨씬 더 큰 폭으로 성장한다. 이에 따라 SAM/TAM으로 계산되는 **전 세대 게이 데이팅 앱 사용 비중도 23년 51%에서 26년 61%로 크게 증가**한다. GenZ 세대 게이 유입 이외에도 동사의 SAM은 추가적 성장의 여지가 충분하다. 동성애에 대한 사회적 인식이 좋아지며 전 세대에서도 게이 증가하거나, 사람들이 스마트폰상 데이팅 어플에 익숙해질수록 SAM 성장세는 가팔라질 것이다.

SAM의 성장 또한  
미국만의 이야기 X

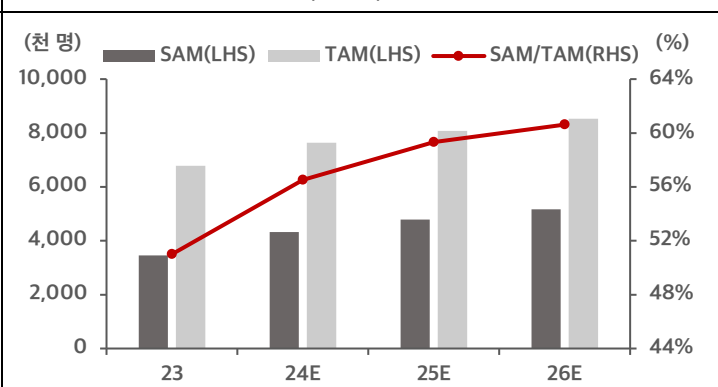
이는 단지 미국만의 이야기가 아니다. 게이바의 몰락, 스마트폰 데이팅 어플에 익숙한 GenZ 게이 등장, 동성애에 대한 사회적 분위기 개선 등 **동사에게 긍정적인 뉴스는 전 세계적인 흐름**이다. 따라서 동사의 SAM인 데이팅 앱을 사용하는 전 세계 게이 인구도 미국과 같이 큰 성장세를 보일 것이다. 시간이 지날수록, 동사의 시장은 눈 뜰 새도 없이 빠르게 커질 것이다.

도표 5-6. 데이팅 앱 사용 경험 비율



출처: Survey of U.S adults, SMIC 3팀

도표 5-7. 동사의 미국 SAM, TAM, SAM/TAM 추이 추정



출처: Gallup, Survey of U.S adults, World Bank, SMIC 3팀

## 5.3. Bottom-Up으로 바라보는 동사의 P와 Q(SOM)

SAM ≈ SOM

동사의 SOM은 SAM에 근사되는 수준으로 다가간다. 상술한 ① 파편화된 Niche Market의 승자 독식 구조, ② 상위 앱에 꾸준히 유저가 쏠리는 시장의 특성에 기인해 동사가 게이 데이팅 앱의 유일하다 싶은 Player임을 밝혔다. 커지는 데이팅 앱 시장 속 동사가 계속해서 현재의 압도적인 지위를 유지할 수 있음과 함께 P 상승을 통한 질적인 개선까지 기대할 수 있음을 알아보자.

파이는 오히려 커진다

시장 속 동사의 파이는 절대 작아지지 않는다. Scruff, Hornet, Blued 등의 앱들이 동사와 같은 시장의 Player라고 꼽히긴 하지만, 이들의 전망은 밝지 않다. 앱에서 가장 중요한 지표인 저의 수에서 큰 차이가 날 뿐더러, 이성애자 대비 온라인에서 파트너를 찾는 빈도로 찾는 게이의 특성상 유저가 많은 앱을 선호할 수밖에 없다. 앞으로도 게이들은 1등 앱인 동사로 몰릴 수밖에 없으며, 이러한 현상은 동사가 더욱 굳건히 1위 자리를 유지할 수 있는 양성 피드백을 일으킨다.

LGBTQ 경영진으로  
확인한 뚜렷한 가치관

그리고 동사는 현재에 안주하지 않고, 더 많은 파이를 차지하기 위해 노력하는 회사이다. 현재 가벼운 관계를 추구하는 이미지가 존재하는 동사는 게이들의 1<sup>st</sup> 커뮤니티가 되기 위한 목표를 가진다. 동사 경영진의 65%는 LGBTQ로, 이미 레딧 등의 커뮤니티에서 기업과 어울리는 경영진이라는 좋은 평을 받는다. 하나의 큰 커뮤니티를 조성하고자 하는 게이들의 니즈를 이해하는 경영진으로 판단한 것이다. 이는 오직 성적인 만남만을 추구하는 것으로 변질된 다수의 이성 데이팅 앱의 길을 걷지 않을 것이라는 신뢰성을 준다. 실제로 동사의 어닝콜에서 가장 중요한 가치관 중 하나는 많은 게이들이 모이는 것이라 말하였고, 이에서 파생된 MAU의 증가가 기대된다.

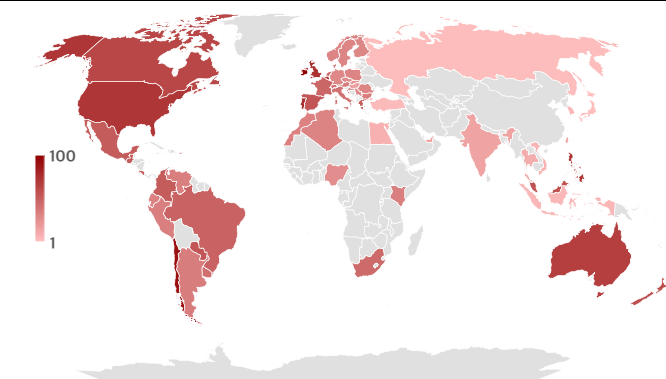
번역으로 보여주기

이러한 노력의 일환으로 동사의 번역 기술 개발을 들 수 있다. LGBTQ들만의 용어가 언어와 문화에 따라서 때로는 누군가에게 불편함을 제공할 수 있다. 역의 경우도 물론 성립한다. 동사는 여러 번역가와의 오랜 협업을 통해 문화적으로 적합한 현지 용어를 연구하였고, 21개의 모든 언어에서 포용적으로 성적 문화를 다룰 수 있는 용어들이 제공된다. 이처럼 동사는 문화적으로 다른 점이 존재하는 게이라는 집단을 가장 잘 이해하며, Customer의 Needs를 정확히 파악한다.

언어, 문화권  
진입의 시작

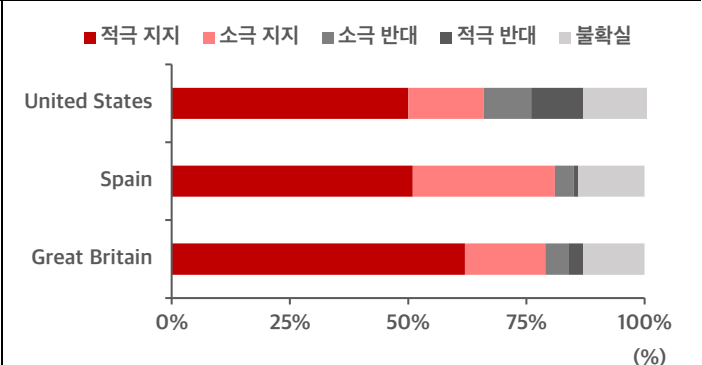
이러한 행동은 새로운 문화권 진입의 초석으로 생각할 수 있다. 언어에 대한 이해는 문화권으로 진입하는 데에 있어 가장 큰 진입 장벽을 없애주는 것이다. 영미권 매출 비중이 80%에 육박하는 동사가 이른 시일 내에 새롭게 진출할 수 있는 시장으로는 스페인어권을 들 수 있다. 스페인어는 영어 다음으로 범용적인 언어로 꼽히며, 스페인은 미국에 못지않게 LGBTQ에 호의적인 문화를 가진 국가이다. 동사는 이미 스페인, 브라질 등의 국가를 영미권 다음으로 중요한 시장이라 말하였으며, 앞으로 비(非) 영미권 매출 비중이 지금보다 높게 기록될 수 있을 것으로 사료된다.

도표 5-8. 24.09~24.11 Grindr 지역별 관심도



출처: Google Trend, SMIC 3팀

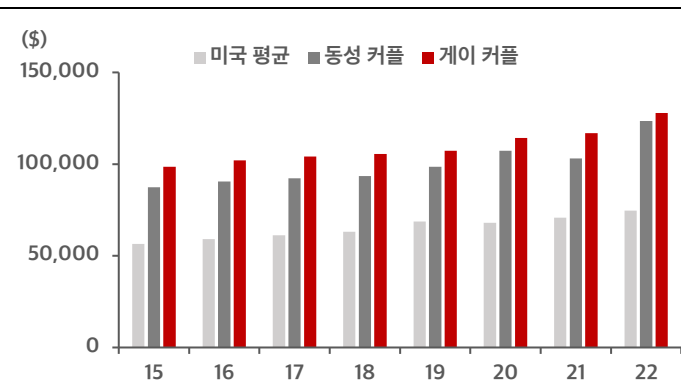
도표 5-9. 친한 사람이 LGBTQ임을 밝힐 시 국가별 지지 정도



출처: YouGov, SMIC 3팀

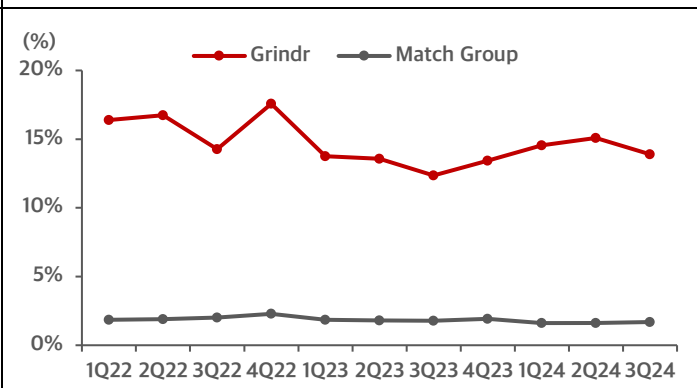
동사의 고객층은 고소득층	SOM으로 Q의 높은 하방을 확인했다. 이제는 P를 통해 파이의 질을 확인할 시간이다. 높은 소득 수준을 보이는 동사의 고객층은 P의 업사이드를 높여준다. 미국 게이 가정의 중위소득은 22년 기준 12만 달러로 미국 평균 대비 1.7배이다. 게이이 높은 소득 수준으로부터 동사가 타겟하고 있는 고객이 높은 지불 여력을 가지고 있음을 확인할 수 있다. 이들에게 지불할 가치를 느끼게 하는 서비스를 제공한다면, ARPPU의 상승 여력도 이성 데이팅 앱에 비해 훨씬 높다고 판단된다.
Roam; 여행지에서 미리 약속을 잡아	고소득 고객의 지갑을 열게 하는 두 서비스를 알아보자. 올 3분기 출시된 Roam 서비스와 Right Now 서비스가 바로 그 주인공이다. Roam은 사용자가 여행을 가고자 하는 곳의 사람들과 미리 만남을 약속할 수 있는 서비스이다. 동사의 서비스를 사용하는 고객 중 25%에 해당하는 인원이 여행을 갈 때 앱을 사용한다는 통계를 보면 여행에서 만남을 도와주는 Roam은 유의미한 매출 상승에 견인할 거라 기대된다. 이미 Tinder에서는 Passport라는 이름으로 15년부터 현재까지 서비스되는 중인 기능임을 고려하면, 데이팅 앱에서 해당 기능의 니즈가 크다고 사료된다.
Right Now; 1시간 내에 만남 보장	올해 출시된 Right Now 역시 주목할 만하다. 1시간 이내로 가벼운 만남을 가지고 싶어하는 상대 방과 매칭되는 서비스인 Right Now는 현재 워싱턴과 호주, 두 지역에서 시범으로 운영되는 중이며 성공적인 성과를 보이는 중이라 사측에서 언급하였다. 성적인 만남이 고객의 40% 이상이 지향하는 BM임을 고려하였을 때, Right Now는 충분히 동사에게 매력적인 매출원으로 자리 잡을 것으로 기대된다. 두 지역에서부터 본격적으로 서비스를 확장할 Right Now, 지금이 그 원년이다.
On-App 매출 비중 증가 기대감 ↑	상술한 두 서비스로 일회성 매출의 비중이 증가할 것이다. 구독자가 일회성 서비스를 구입하면서 발생하는 매출을 On-App 매출이라 일컫는다. 지금까지 동사의 On-App 매출은 오직 Boost라는 기능에서 기인하였다. 정해진 시간 동안, 보다 넓은 범위에서 상대방을 탐색하고, 자신의 프로필을 상단에 노출할 수 있는 기능인 Boost는 동사 Direct 매출의 14%가량을 꾸준히 차지했다. Boost에 더해 두 서비스의 확장으로부터 비롯되는 On-App 매출 비중 증가가 기대된다. 일회성 서비스에 대한 매출이 Paying Users의 구독료에 더해지며 ARPPU 상승까지 발생한다.
게이만을 타겟하는 광고로 Indirect 매출↑	ARPPU 상승에 더하여 커지는 시장으로 인해 Indirect 매출까지 증가한다. 게이라는 뚜렷한 고객층이 존재하는 동사는 유저의 관심에 부응할 수 있는 관련성 높은 광고를 제공한다. 게이를 타겟하는 제작하는 회사의 경우, 자연스럽게 동사의 앱이 게이들에게 제품을 홍보하는 가장 큰 시장이 되는 것이다. 이러한 특수성에서 비롯되어 동사의 전체 매출 중 Indirect 매출이 차지하는 비중은 15%대로 Match Group이 기록한 2%대의 수치와 큰 차이가 존재한다. 앞으로의 동사 역시 MAU를 늘리는 전략에 집중하는 만큼 Indirect 매출의 기여도는 꾸준히 큰 규모일 것이다.

도표 5-10. 미국 커플별 중위 소득 추이



출처: U.S. Census Bureau, SMIC 3팀

도표 5-11. 동사, Match Group Indirect Rev. 비율



출처: EDGAR, SMIC 3팀

## 6. 매출 추정

동사의 매출을 Direct 부문과 Indirect 부문으로 구분하여 엄밀히 추정했다.

### (1) Direct Revenue 추정

Direct Revenue Projection										
(U.S. dollars in thousands)	FY21	FY22	FY23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY24E	FY25E	FY26E
Direct Revenue (A) = (a x b)	116,931	163,308	225,285	64,378	69,918	76,907	83,383	294,586	414,204	528,089
<i>YoY(%)</i>	-	39.7%	38.0%	33.8%	31.5%	24.9%	33.6%	30.8%	40.6%	27.5%
ARPPU (a, dollars)	16.08	17.28	20.05	21.25	22.08	23.07	23.88	22.57	26.08	27.97
Average PU (b, thousands) = (c x d)	7,272	9,451	11,236	3,030	3,167	3,334	3,491	3,263	3,971	4,719
Average MAUs (c, thousands)	9,934	11,414	13,188	13,647	14,074	14,621	15,002	14,336	16,419	18,805
Paying User Penetration (d)	6.10%	6.90%	7.10%	7.40%	7.50%	7.60%	7.76%	7.59%	8.06%	8.37%

Direct Revenue 추정 공식은 다음과 같다.

$$\text{Direct Revenue} = \text{ARPPU} \times \text{Average PU}$$

ARPPU의 경우, 동사의 Right Now, Roam 등의 서비스 출시로 상승하는 추이를 보일 것이라는 논리에 초점을 맞추어 추정을 진행하였다. 4Q24의 경우, 동사의 Roam과 유사한 1Q15 Tinder의 Passport 서비스를 런칭한 이후의 ARPPU의 성장률을 반영해 주었다. 이후 25년과 26년에 대해서는 Tinder ARPPU의 2년간 증가율 +14%를 반영해 주었다. 당시, Tinder 요금제의 큰 변동이 없었음을 감안할 때, 요금제 인상을 고려하지 않은 보수적 추정이라 판단한다. 또한, Tinder 역시 passport가 향후 ARPPU에 기여한 큰 factor이기에 합리적인 proxy를 선정하였다 생각한다.

Right Now 서비스 출시에 따른 매출 성장분도 반영해야 한다. 이러한 상황을 고려하였을 때, 구체적인 추정은 불가능할 것으로 판단하였기에 Right Now의 가격으로 추정되는 \$9.99에 침투율을 곱한 값만큼 더해주었다. Basic 요금제가 \$20 미만인데, ARPPU가 이보다 유의미하게 높은 점은 구독자들의 On-App 구매 비율이 유의미하다는 것을 의미해 합리적인 추정이라 판단한다.

Average PU 추정 공식은 다음과 같다.

$$\text{Average PU} = \text{Average MAUs} \times \text{Paying User Penetration}$$

Average MAUs와 유저 대비 Paying User 비율인 Paying User Penetration의 경우, 분기 단위로의 엄밀한 추정이 불가능하다고 판단하였다. 올해 두 지표의 분기별 성장률이 계속해서 커지고 있는 추이를 볼 때, 이를 가중평균해 4Q24의 QoQ(%)를 계산. 3Q24의 값에 곱해 반영해 주었다. 동사의 투자포인트를 사회, 인구적인 구조로 접근했는데 단기적으로 ARPPU와 Penetration을 구체적으로 추정하는 것은 오히려 거시적 트렌드를 반영하지 않는 과한 추정이라고 생각한다.

Average MAUs 추정의 경우, 본문에서 계산한 미국 SAM의 연간 성장률 추정치 14.5%를 차용해 진행하였다. 우선 동사의 SAM이 SOM과 거의 유사한 수준이라는 것을 앞서 소명하였다. 그렇다면 동사의 SOM이 성장하는 만큼, 동사의 고객 수가 확장되는 것이라는 것은 타당하다고 판단한다. 오히려 동사가 SOM을 확장시킬 수 있는 전략을 구사하거나, SAM이 SOM에 근사되는 과정에서 고객 증가분을 반영하지 않았음을 고려해 보면 충분히 보수적인 추정이라고 할 수 있다.

Paying User Penetration의 경우, 상승한 ARPPU의 추정과 동일한 BM의 변화로 인식하였다. Penetration 역시 올해가 Roam과 Right Now라는 새로운 서비스가 확장되는 원년임에 따라 앞으로 증가할 추이를 보일 것이라 생각한다. 15년 Tinder의 average MAUs 대비 Subscribers의 비율을 통해 Penetration을 산출하였다. 2년간 증가율 +2.75%를 적용하여 추정을 진행하였다.

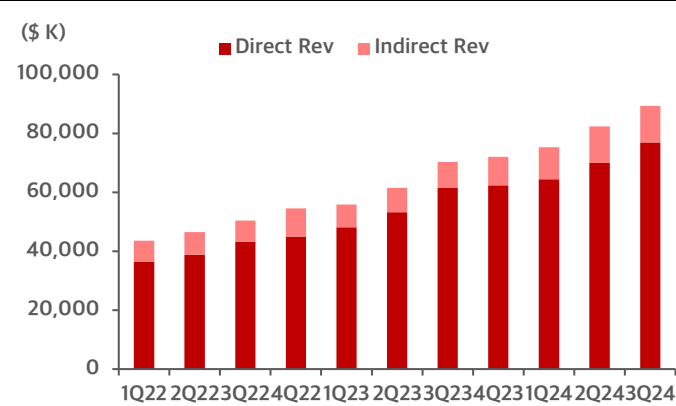
## (2) Indirect Revenue 추정

Indirect Revenue Projection										
(U.S. dollars in thousands)	FY21	FY22	FY23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY24E	FY25E	FY26E
Indirect Revenue (B)	29,802	31,707	34,406	10,967	12,427	12,418	14,723	50,535	60,675	63,679
YoY(%)	-	6.4%	8.5%	42.7%	48.8%	43.0%	52.0%	46.9%	20.1%	5.0%
Average MAUs (c, thousands)	9,934	11,414	13,188	13,647	14,074	14,621	15,002	14,336	16,419	18,805

### Indirect Revenue = Correlation with Average MAUs

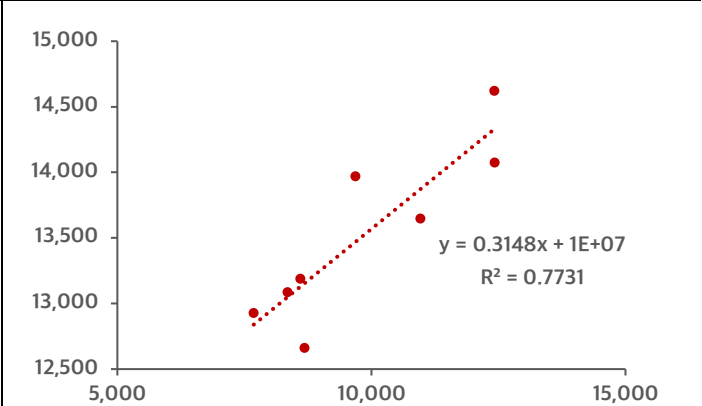
상술했듯 Indirect Revenue는 Average MAUs와 큰 연관성을 가진다고 말하였다. 실제로 두 지표 사이의 회귀 분석을 수행하니  $R^2=0.7731$ 로 강한 상관관계를 보여주었다. Direct Revenue 추정에서 도출한 Average MAUs 추정치에 회귀식을 대입하여 Indirect Revenue를 추정하였다. 동사의 Indirect Revenue는 올해 들어 유난히 강한 연간 상승률을 기록하였다. 이는 증가하는 MAU에 따라 측정되는 광고 단가의 상승에서 기인한다고 판단한다. 앞으로는 더 높은 광고 단가 상승이 일어날 것이기에 과거의 식을 이용한 Indirect Revenue 추정은 충분히 보수적이다.

도표 6-1. 동사 Revenue 비중 추이



출처: EDGAR, SMIC 3팀

도표 6-2. Indirect Rev. - MAU 회귀 분석



출처: SMIC 3팀

상기 논의를 모두 종합한 최종 매출 추정 Table은 다음과 같다.

Grindr Revenue Projection										
(U.S. dollars in thousands)	FY21	FY22	FY23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue (A+B)	145,833	195,015	259,691	75,345	82,345	89,325	98,106	345,121	474,878	591,768
YoY(%)	-	33.7%	33.2%	35.0%	33.8%	27.1%	36.1%	32.9%	37.6%	24.6%
Direct Revenue (A)	116,931	163,308	225,285	64,378	69,918	76,907	83,383	294,586	414,204	528,089
% of revenue	80.2%	83.7%	86.8%	85.4%	84.9%	86.1%	85.0%	85.4%	87.2%	89.2%
Indirect Revenue (B)	29,802	31,707	34,406	10,967	12,427	12,418	14,723	50,535	60,675	63,679
% of revenue	20.4%	16.3%	13.2%	14.6%	15.1%	13.9%	15.0%	14.6%	12.8%	10.8%

## 7. 비용추정

### (1) Cost of revenue

Estimated Cost of Revenue											
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E	
Revenue	145,833	195,015	259,691	75,345	82,345	89,325	98,106	345,121	474,878	591,768	
	<i>YoY (%)</i>	-	33.7%	33.2%	4.5%	9.3%	8.5%	9.8%	32.9%	37.6%	24.6%
Cost of revenue (exclusive of D&A)	37,358	51,280	67,458	19,620	20,999	22,915	25,471	89,603	123,292	153,640	
	<i>COR Ratio (%)</i>	25.6%	26.3%	26.0%	26.0%	25.5%	25.7%	26.0%	26.0%	26.0%	
App store distribution fees	27,010	37,075	51,740	15,049	16,106	17,576	19,536	68,726	94,565	117,842	
Apple app store	21,182	29,076	41,082	11,949	12,788	13,955	15,512	54,568	75,085	93,567	
Google Play store	5,828	8,000	10,658	3,100	3,318	3,621	4,024	14,157	19,480	24,275	
Infrastructure costs	5,716	7,846	8,162	2,374	2,541	2,773	3,082	10,842	14,918	18,590	
Others	4,632	6,359	7,555	2,197	2,352	2,566	2,853	10,036	13,809	17,208	
Gross profit	108,475	143,735	192,233	55,725	61,346	66,410	72,635	255,518	351,586	438,128	
	<i>GPM (%)</i>	74.4%	73.7%	74.0%	74.0%	74.5%	74.3%	74.0%	74.0%	74.0%	

동사의 **Cost of revenue**는 ① Apple 및 Google Play Store에 지불하는 **앱 수수료**, ② Amazon Web Services에 지불하는 **클라우드 서비스 비용**, ③ 동사의 플랫폼 내 커뮤니티를 유지하기 위한 **기타 비용**으로 구분할 수 있다. Cost of revenue의 **90%**는 **App store fee와 Public Cloud expense**가 차지하고 있다. 글로벌 앱 스토어는 인앱결제 매출의 15~30%를 앱 수수료로 수취하고 있고, 클라우드 서비스 제공업체는 데이터 트래픽에 기반해 사용료를 측정하고 있다.

즉, Cost of revenue의 대부분은 동사의 **Direct revenue**에 연동되는 **변동비적 성격**의 가지고 있다. 10K에 이러한 세부비용 항목에 대한 자세한 수치를 공시하지 않는다는 점, 동사의 COR ratio가 26±0.5 수준을 유지하고 있다는 점을 고려해 COR ratio를 3 yrs average flat 처리하였다.

### (2) Operating expenses

Estimated Operating expenses											
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E	
Revenue	145,833	195,015	259,691	75,345	82,345	89,325	98,106	345,121	474,878	591,768	
	<i>YoY (%)</i>	-	33.7%	33.2%	4.5%	9.3%	8.5%	9.8%	32.9%	37.6%	24.6%
Operating expenses	84,765	130,700	136,785	36,469	36,791	38,023	41,382	153,270	204,146	249,308	
	<i>Operating expenses Ratio (%)</i>	58.1%	67.0%	52.7%	48.4%	44.7%	42.6%	44.4%	43.0%	42.1%	
	<i>OPM(%)</i>	16.3%	6.7%	21.4%	25.6%	29.8%	31.8%	31.9%	29.6%	31.0%	31.9%
Selling, general and administrative exp.	30,618	75,295	80,417	26,609	24,802	24,976	28,490	105,639	143,903	177,531	
	<i>% of revenue</i>	21.0%	38.6%	31.0%	35.3%	30.1%	28.0%	30.6%	30.3%	30.0%	
Product development exp.	10,913	17,900	29,327	5,741	7,754	8,806	8,795	30,939	42,572	53,051	
	<i>% of revenue</i>	7.5%	9.2%	11.3%	7.6%	9.4%	9.9%	9.0%	9.0%	9.0%	
Depreciation and Amortization	43,234	37,505	27,041	4,119	4,235	4,241	4,097	16,692	17,671	18,726	
	<i>% of revenue</i>	29.6%	19.2%	10.4%	5.5%	5.1%	4.7%	5.1%	5.1%	5.1%	

**SG&A**는 ① **Employee-related cost**, ② **Professional fees**, ③ **Marketing expenditures** 및 기타 관리비로 구성되어 있다. 마찬가지로 각 세부 항목에 대한 구분은 공시자료에 존재하지 않지만, 모두 영업레버리지를 가능하게 하는 고정비 성격이 강하다는 것을 알 수 있다. 이 중 약 70%를 차지하는 **인건비**는 **직원 수의 증감에 연동**하였다. 동사는 2H23 원격근무 정책이 종료함에 따라 당시 178명의 근로자 중 약 80명이 떠나갔고, 당분기 기준 148명의 직원 수를 보유하고 있다. 동사에 비해 매출 규모가 5배 정도 큰 Tinder의 직원 수가 1,000명임을 고려해, 직원 수 200명 수준까지 점진적으로 증가한다고 가정하였다. 마케팅 비용의 경우 현재 3-4% 수준을 유지하고 있으며, LGBTQ 데이팅 앱의 First-mover로 독점적 지위를 누리고 있음을 고려해 비슷한 수준을 유지할 것이라 가정하였다. Professional fees 또한 이전 수준을 유지할 것이라 가정하였다.

**Product Development expenses**, 제품개발비용의 대부분은 제품설계와 새로운 서비스 개발을 위한 **employee compensation**으로 구성되어 있다. MAU 증가에 따라 서비스 개선을 위한 비용이 점진적으로 늘 것이라 가정하였고, 이에 대한 % of sales는 3 yrs average flat 처리하였다.

D&A의 경우, 기본적으로 상각 가능한 PP&E, Intangible asset with definit lives와 실제 상각액의 비중을 고려하여 추정하였다. 과거 인수합병으로 인해 상각가능한 무형자산이 과도하게 인식되었으나, 현재 매분기 \$4 mil의 유사한 수준의 상각이 진행되고 있다. 따라서 1~3Q의 추이를 고려해 추정하였다. 다만 동사가 일회성 서비스 개발을 진행하고 있다는 점을 고려해 Capitalized development cost는 증가하는 추이를 반영하였다. 자세한 테이블은 [Appendix 2]에 첨부하였다.

### (3) Non-operating expenses & Income taxes

Estimated Non-operating expenses										
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
Non-operating expenses	17,410	13,042	107,193	25,982	42,014	(1,887)	6,566	26,820	26,820	26,820
Interest expenses	18,698	31,538	46,007	7,185	6,669	6,400	6,566	26,820	26,820	26,820
Other income (expense)	(1,288)	(2,799)	85	(117)	(227)	68	-	-	-	-
Loss on extinguishment of debt	-	-	11,582	-	-	-	-	-	-	-
(Loss) gain in fair value of warrant liability	-	21,295	(49,689)	(18,680)	(35,118)	8,219	-	-	-	-
Warrant liability BV	-	17,933	67,622	86,302	121,420	113,200	113,200	113,200	113,200	113,200

동사는 합병 과정에서 발생한 Warrant liability의 공정가치가 변동함에 따라 영업외손익이 요동쳐왔다. 합병 후 주가가 상승하면서 공정가치도 증가하였고, 이는 Other expenses의 증가로 이어졌다. Warrant liability의 경우 주가에 연동되어 있으며, 합리적 추정이 불가능해 0 flat 처리하였다. Interest income은 이자부 부채와 유효 이자율을 토대로 엄밀히 추정하였으며, 자세한 추정 테이블은 [Appendix 4]에 첨부하였다. 기타손익의 경우 합리적 추정이 불가, 0 flat처리하였다.

Estimated Income taxes										
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
Income before income taxes	6,300	(7)	(51,745)	(6,726)	(17,459)	30,274	24,687	75,427	120,621	162,000
Tax provision (benefit)	1,236	(859)	4,023	2,680	4,965	5,593	5,184	15,840	25,330	34,020
Tax rate (%)	19.6%	12271.4%	-7.8%	-39.8%	-28.4%	18.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%

동사의 법인세차감전순이익은 음수이지만, tax provision은 양수를 보인다. 이는 세전순이익과 실제 과세표준과의 괴리가 존재하기 때문인데, 주식 보상, 세금 공제, warrant liability의 공정가치 변동과 같이 법인세 부담을 증감하는 요인이 존재한다. 상술했듯이 warrant liability의 공정가치 증가로 비현금성 손실이 인식, 이를 다시 조정하는 과정에서 조세부담이 증가하였다. 다만 향후 세전 순이익을 양수로 추정하는바, Federal statutory rate인 21.0%를 일괄 적용하였다.

### (4) Estimated Income Statement

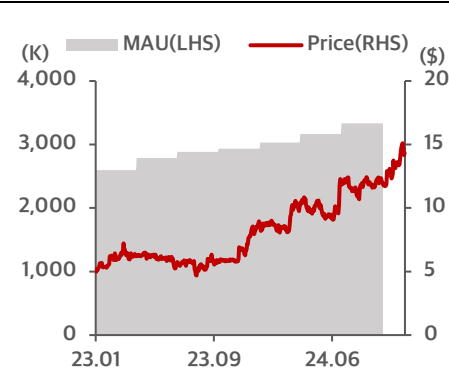
상기 논의를 종합한 동사의 최종 Estimated Income Statement는 다음과 같다.

Estimated Income Statement										
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
Revenue	145,833	195,015	259,691	75,345	82,345	89,325	98,106	345,121	474,878	591,768
YoY (%)	-	33.7%	33.2%	4.5%	9.3%	8.5%	9.8%	32.9%	37.6%	24.6%
Cost of revenue (exclusive of D&A)	37,358	51,280	67,458	19,620	20,999	22,915	25,471	89,603	123,292	153,640
Gross profit	108,475	143,735	192,233	55,725	61,346	66,410	72,635	255,518	351,586	438,128
GPM (%)	74.4%	73.7%	74.0%	74.0%	74.5%	74.3%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%
Operating expenses	84,765	130,700	136,785	36,469	36,791	38,023	41,382	153,270	204,146	249,308
Selling, general and administrative exp.	30,618	75,295	80,417	26,609	24,802	24,976	28,490	105,639	143,903	177,531
Product development exp.	10,913	17,900	29,327	5,741	7,754	8,806	8,795	30,939	42,572	53,051
EBITDA	66,944	50,540	82,489	23,375	28,790	32,628	35,350	118,939	165,111	207,546
EBITDA Margin (%)	45.9%	25.9%	31.8%	31.0%	35.0%	36.5%	36.0%	34.5%	34.8%	35.1%
Depreciation and amortization	43,234	37,505	27,041	4,119	4,235	4,241	4,097	16,692	17,671	18,726
Operating income	23,710	13,035	55,448	19,256	24,555	28,387	31,253	102,247	147,440	188,820
OPM (%)	16.3%	6.7%	21.4%	25.6%	29.8%	31.8%	31.9%	29.6%	31.0%	31.9%
Interest expenses	18,698	31,538	46,007	7,185	6,669	6,400	6,566	26,820	26,820	26,820
Other nonoperating income (expense)	1,288	18,496	(61,186)	(18,797)	(35,345)	8,287	-	-	-	-
Income before income taxes	6,300	(7)	(51,745)	(6,726)	(17,459)	30,274	24,687	75,427	120,621	162,000
Provision (benefit) for income taxes	1,236	(859)	4,023	2,680	4,965	5,593	5,184	15,840	25,330	34,020
Net income (loss)	5,064	852	(55,768)	(9,406)	(22,424)	24,681	19,503	59,588	95,290	127,980
NPM (%)	3.5%	0.4%	-21.5%	-12.5%	-27.2%	27.6%	19.9%	17.3%	20.1%	21.6%

## 8. Valuation preview - Why not PER Method?

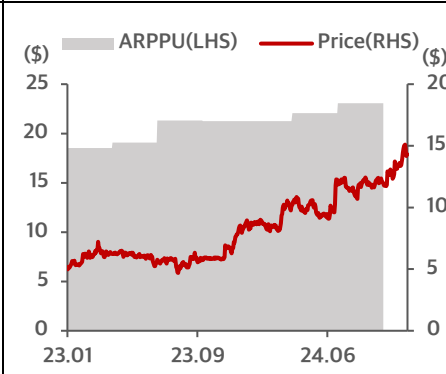
동사의 주가는 항상 실적에 후행했다. 시장은 실적을 확인한 후에야 그 증분만큼 가격에 반영했다. 하지만 지난 2년간 MAU, ARPPU, PU ratio 등 실적을 암시하는 모든 지표에서 동사는 지속적 성장을 보여주었다. 따라서 본서는 실적 이면의 근본적인 변화에 집중했다. 본서에서는 1) GenZ를 필두로 한 LGBTQ의 인구통계학적 변화를 다루었고, 2) 변화를 TAM-SAM-SOM이라는 숫자로 치환하였으며, 3) 동사가 이러한 Big wave를 기다려온 준비된 기업임을 알아보았다.

도표 8-1. MAU - Price 추이



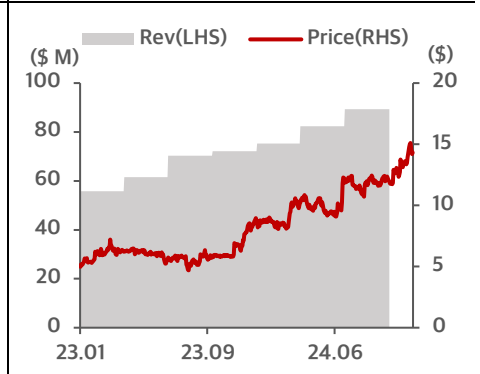
출처: Edgar, Investing.com, SMIC 3팀

도표 8-2. ARPPU - Price 추이



출처: Edgar, Investing.com, SMIC 3팀

도표 8-3. Revenue - Price 추이



출처: Edgar, Investing.com, SMIC 3팀

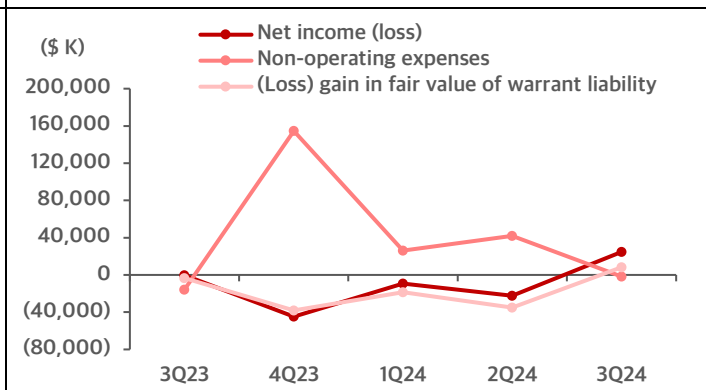
이러한 동사에게 **합당한 멀티플**을 부여하기는 어렵다. 가장 큰 어려움은 **인수합병**에서 시작한다. 동사는 22년 11월 SPAC(Special Purpose Acquisition Companies)을 통한 **우회 상장**으로 뉴욕 증시에 등장했다. 따라서 동사의 과거에서 합리적으로 멀티플을 차용할 수 있는 기간은 **2년 남짓**한 시계열이다. 또한 TIGA acquisition과의 인수합병 과정에서 무형자산이 과도하게 인식되었고, 이로 인한 **상각비**가 상장 초기에 편중되어 있다. 또한 IPO 시 자금조달을 위한 **private warrant**도 문제였다. SPAC의 경영진에게는 private warrant, 일반 투자자에게는 public warrant를 부여했고, 재무제표상 warrant liability로 드러나 공정가치의 증감이 영업외손익의 변동성을 일으켰다.

도표 8-4. 동사 TTM 멀티플

TTM (24.11.14)	GRND
Enterprise Value / Revenues	8.66x
Price / Sales	7.85x
Enterprise Value / EBITDA	26.03x
Enterprise Value / EBIT	29.96x
Price / Earning	(48.02x)
Enterprise Value / Unlevered FCF	29.79x
Market Cap / Levered FCF	33.53x

출처: TIKR, SMIC 3팀

도표 8-5. NI - 영업외손익 - warrant FV 변동 추이



출처: EDGAR, 언론종합, SMIC 3팀

따라서 흔히 성숙기에 접어든 소프트웨어 기업을 가치평가 하는 **PER Method**는 동사에게 **어울리지 않는다**. 상술한 영업외손익으로 인해 동사의 순이익은 요동쳤고, 동사의 PER은 음수(-)에서, 많게는 100단위까지 산출되는 것을 확인할 수 있다. 따라서 동사의 Historical PER은 이익의 성장을 상징할 수 없을뿐더러, 동사의 순이익도 온전한 주주의 몫을 대변하지 않는다.

## Valuation - Peer Historical EV/EBITDA Method

### (1) Why Peer Historical EV/EBITDA Method?

본서는 EV/EBITDA Method를 통해 동사의 가치를 산출한다. EV/EBITDA는 1) 상술한 **비현금성 비용에 대한 왜곡을 줄일 수 있으며**, 2) **자본구조와 법인세의 영향에서 벗어나** Peer와의 비교를 가능하게 하며, 3) 동사의 **현금 창출 능력**을 기반으로 기업가치에 접근하는 방법이기 때문이다.

동사의 미래를 합리적으로 가늠해 볼 수 있는 벤치마크로 **Match Group Inc.**를 제시한다. Match Group은 동사와 같이 **데이팅 플랫폼 비즈니스**를 영위하고 있으며, Leading 데이팅 앱인 Tinder를 보유하고 있다. Match Group에는 Hinge, Meetic, OkCupid 등 다양한 데이팅 앱 포트폴리오를 가지고 있지만, Tinder의 매출 비중은 70%에 달한다. Tinder는 주로 이성 간의, Grindr는 동성 간의 만남을 매칭한다. 두 기업 모두 현재 위치를 기반으로 근처에 있는 잠재적 매칭 상대를 추천하고, 무료 서비스 외에 추가 기능을 제공하는 유료 구독 옵션을 제공하고 있다. 사랑의 형태는 다르지만, 두 기업 모두 **동일한 BM**으로 타겟 시장 내 **MS 1위**를 수성하고 있다.

Match Group의 **18년도 average 12mf EV/EBITDA 21.8x**를 Target multiple로 제시한다. 상술했듯이, 동사는 TAM 증가에 편승해 MAU와 실적 증가가 기대된다. 이러한 동사의 기대감과 가장 유사한 시점은 **18년의 Tinder**이다. 20~21년은 코로나로 인해 파트너를 만날 수 있는 채널이 제한적이었고, Tinder에 대한 기대감이 멀티플에 과도하게 반영된 시기이기에 표본에서 제외하였다.

**18년은 Tinder의 성장이 본격화된 시기**이다. 17년 하반기 **Tinder Gold**를 출시하면서, 사용자들이 ‘누가 나를 좋아했는지’ 확인할 수 있게 하며 인기를 끌었다. 관심은 곧 MAU의 증가로 이어졌는데, 18년 QoQ MAU 성장률 10%를 유지할 수 있었다. 또한 18년 대학생 전용 기능인 **Tinder U**를 출시해 근방의 대학생끼리 연결할 수 있도록 하여 사용자층을 확장, 새로운 시장을 개척했다. 이는 동사가 그리고 있는 성장전략과 유사한데, 동사는 올해 **Right Now** 서비스를 시범 운영하며 1시간 이내 가벼운 만남을 가질 수 있는 서비스를 제공하고 있고, 여행자들을 위한 **ROAM** 서비스를 런칭했다. 동사는 올해 6월 Investor Day를 통해 ‘**Global Gayborhood in your pocket**’이라는 비전을 발표하고, 향후 새로운 시장을 타겟하기 위한 언어 업데이트를 예고한 바 있다.

도표 8-6. 동사, Match Group 실적, 12mf 멀티플

(U.S. dollars in Millions)		16	17	18	19	20	21	22	23	24E
Grindr	Revenue						146	195	260	345
	EBITDA						67	51	82	119
	EBITDA margin(%)						45.9%	25.9%	31.8%	34.5%
	PER (x)						305.9	868.7	N/A	341.92
	EV/EBITDA (x)						-	11.4	16.8	18.9
Match	Revenue	1223	1331	1730	2051	2391	2983	3189	3365	3492
	EBITDA	360	394	588	689	792	922	925	1026	1102
	EBITDA margin(%)	29.4%	29.6%	34.0%	33.6%	33.1%	30.9%	29.0%	30.5%	31.6%
	PER (x)	23.1	18.2	27.1	45.4	80.2	145.7	33.8	16.4	15.6
	EV/EBITDA (x)	11.8	15.2	21.8	34.1	53.4	38.3	12.9	9.6	7.1

: 과도한 멀티플

: 타겟 멀티플

출처: Visible Alpha, SMIC 3팀

도표 8-7. 동사, Tinder MAU 침투율 추이

(in Millions)	17	18	19	20	21	22	23	24E	25E	26E
Tinder TAM	3,158	3,198	3,239	3,289	3,305	3,487	3,382	3,424		
avg. MAU	22	36	49	58	76	83	78	74		
% of TAM	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%		
Grindr TAM							144	158	171	185
avg. MAU							12	14	15	17
% of TAM							8.2%	8.6%	8.6%	9.2%

출처: SEC, SMIC 3팀

정량적 지표도 비교해 보자. 동사와 Tinder의 TAM 대비 MAU 비중을 살펴보면, 18년 Tinder는 1.1%, 26년 동사는 9.2%가 예상된다. 상기 도표 Tinder의 TAM은 스마트폰 사용이 가능한 성인 인구이다. 중요한 점은 이성애 데이팅 앱은 **독점구조가 아닌, '파편화'**된 구조라는 것이다. 여러 가지 이성애 데이팅 앱의 침투율 고려해 보면, 독점적인 플랫폼인 동사의 침투율이 과도하게 느껴지지 않는다. 또한 이성애자의 만남에서 데이팅 앱이 차지하는 비율이 40% 정도 밖에 되지 않으며, 모수에서 결혼 혹은 동거하는 비율도 제거해야 함을 고려하면, SAM은 더욱 줄어든다.

따라서 **동사의 침투율이 높다는 것이 곧 시장의 포화를 의미하지 않는다.** 동사는 GenZ 게이 TAM과 SAM에 동시에 유입되면서 이전과는 다른 성장성을 보여주기 때문이다. Tinder는 코로나 이후 다른 데이팅 앱이 아닌 **'Face to Face'**가 가장 큰 경쟁자로 등극한 만큼, **침투율이 역성장**했다. 하지만 동사는 **혐오범죄 증가, Gay Bar의 몰락**과 함께 추가적인 **성장**이 기대된다는 점을 고려했을 때, 18년 Match Group의 멀티플 차용은 합리적이라 사료된다.

도표 8-8. 최종 Valuation

Valuation - EV/EBITDA Method (2025E)	
2026E EBITDA (\$1,000)	207,546
Target EV/EBITDA	21.8x
Target EV (2026E)	4,524,501
Net debt	255,016
Target Market Cap (\$1,000)	4,269,485
Shares outstanding (1,000 shares)	175,378
목표주가 (\$)	24.34
현재주가 (\$)	14.32
상승여력	70%

출처: SMIC 3팀

도표 8-9. 순차입금 추정

Estimated Net debt	
(U.S. dollars in Thousands)	
IBD	294,136
Long-term debt	279,136
Current maturities of long-term debt	15,000
(-) Cash and cash equivalents	39,120
Net debt	255,016

출처: SMIC 3팀

상기 논의를 모두 종합하여, 2026E EBITDA 207,546천 달러에 Target EV/EBITDA 21.8x를 곱한 Target Price \$24.34, 상승여력 70%, 투자 의견 "Must Buy"를 제시한다.

## Appendix

<b>Balance Sheets</b>				
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	3Q24
<b>Assets</b>	<b>449,726</b>	<b>438,828</b>	<b>444,595</b>	<b>456,345</b>
<b>Current assets</b>	<b>43,912</b>	<b>43,184</b>	<b>71,750</b>	<b>92,670</b>
Cash and cash equivalents	15,778	8,725	27,606	39,120
Accounts receivable	17,885	22,435	33,906	43,984
Prepaid expenses	2,330	7,622	4,190	5,188
Deferred charges	4,611	3,652	3,635	3,773
Other current assets	3,308	750	2,413	605
<b>Non-current assets</b>	<b>405,814</b>	<b>395,644</b>	<b>372,845</b>	<b>363,675</b>
Restricted cash	1,392	1,392	1,392	605
Property and equipment, net	2,374	2,021	1,576	1,652
Capitalized software development costs, net	3,637	7,385	7,433	8,665
Intangible assets, net	139,708	104,544	82,332	72,987
Goodwill	258,619	275,703	275,703	275,703
Right of use assets	-	4,535	3,362	2,922
Other assets	84	64	1,047	1,141
<b>Liabilities</b>	<b>186,489</b>	<b>434,776</b>	<b>462,887</b>	<b>469,748</b>
<b>Current liabilities</b>	<b>29,893</b>	<b>61,854</b>	<b>60,641</b>	<b>63,348</b>
Accounts payable	2,437	5,435	3,526	2,082
Accrued expenses and other current liabilities	3,539	15,681	22,934	26,371
Current maturities of long-term debt, net	3,840	22,152	15,000	15,000
Deferred revenue	20,077	18,586	19,181	19,895
<b>Non-current liabilities</b>	<b>156,596</b>	<b>372,922</b>	<b>402,246</b>	<b>406,400</b>
Long-term debt, net	133,279	338,476	325,600	279,136
Warrant liability	-	17,933	67,622	113,200
Lease liability	-	3,658	2,241	1,030
Deferred income taxes	20,912	12,528	4,665	3,422
Other non-current liabilities	2,405	327	2,118	9,612
<b>Equities</b>	<b>263,237</b>	<b>4,052</b>	<b>(18,292)</b>	<b>(13,403)</b>
Preferred stock, par value \$0.0001	-	-	-	-
Common stock, par value \$0.0001	16	17	18	18
Treasury Stock	-	-	(2,154)	(7,776)
Additional paid-in capital	269,116	9,078	44,655	62,315
Accumulated deficit	(5,895)	(5,043)	(60,811)	(67,960)
<b>Total liabilities and stockholders' equity</b>	<b>449,726</b>	<b>438,828</b>	<b>444,595</b>	<b>456,345</b>

**Statement of Cash Flow**

(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	3Q24
<b>Operating activities</b>	<b>34,430</b>	<b>50,644</b>	<b>36,147</b>	<b>65,424</b>
Net income	5,064	852	(55,768)	(7,149)
Share/Unit-based compensation	2,602	28,422	15,824	22,642
Loss (gain) in fair value of warranty liability	-	(21,295)	49,689	45,579
Loss on extinguishment of debt	-	-	11,582	-
Loss on extinguishment on deferred purchase	-	11,851	-	-
Amortization of debt issuance costs	1,180	1,281	1,819	683
Interest income on promissory note from member	(2,038)	(2,842)	(282)	-
Depreciation and amortization	43,234	37,505	27,041	12,595
Provision for doubtful accounts	53	282	421	(642)
Deferred income taxes	(4,312)	(11,218)	(7,982)	(1,243)
Non-cash lease expense	-	1,050	1,144	1,237
Accounts receivable	(6,105)	(4,832)	(11,892)	(9,436)
Prepaid expenses and deferred charges	(1,777)	(4,440)	3,449	(1,136)
Other current assets	(3,292)	2,558	(1,663)	1,808
Other assets	37	20	(350)	(191)
Accounts payable	1,845	1,802	(713)	(1,660)
Accrued expenses and other current liabilities	(7,481)	10,211	4,661	3,619
Deferred revenue	6,547	(1,491)	595	714
Lease liability	-	(1,989)	(1,417)	(2,008)
Other liabilities	(720)	615	(11)	12
<b>Investing activities</b>	<b>(3,797)</b>	<b>(5,585)</b>	<b>(4,230)</b>	<b>(4,087)</b>
Purchase of property and equipment	(269)	(430)	(509)	(699)
Additions to capitalized software	(3,528)	(5,155)	(3,721)	(3,388)
<b>Financing activities</b>	<b>(56,249)</b>	<b>(52,112)</b>	<b>(13,036)</b>	<b>(50,610)</b>
Proceeds from exercise of stock options	1,351	2,023	2,719	2,031
Proceeds from issuance of debt	(56,640)	230,800	344,400	-
Proceeds from the repayment of promissory note	-	-	19,353	-
Principal payment on debt	-	(3,480)	(367,480)	(47,050)
Payment of debt issuance costs	(960)	(5,092)	(4,510)	-
Withholding taxes paid on stock-based compensation	-	-	-	(5,592)
Payment of early termination fee	-	-	(6,322)	-
Transaction costs paid in Business Combination	-	(28,460)	(1,196)	-
Proceeds from issuance of common stock	-	5,182	-	-
Proceeds from exercise of Forward Purchase Agreement	-	100,000	-	-
Payment of related party note payable	-	(1,780)	-	-
Payment of deferred purchase price to Kunlun	-	(155,000)	-	-
Distributions paid	-	(196,305)	-	-
<b>Cash, cash equivalents, end of the period</b>	<b>17,170</b>	<b>10,117</b>	<b>28,998</b>	<b>39,725</b>

## 9.2. 상각비 추정

Estimated Depreciation									
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Depreciation	761	783	746	711	745	781	819	858	900
<i>% of PP&amp;E</i>	32.1%	38.7%	47.3%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
PP&E with definite lives, net	2,374	2,021	1,576	1,652	1,732	1,815	1,903	1,994	2,091
Computer equipment	588	1,038	103	108	113	119	124	130	137
Furniture and fixtures	346	326	334	350	367	385	403	423	443
Leasehold improvements	2,641	2,641	2,641	2,768	2,902	3,042	3,188	3,342	3,503
Less: Accumulated depreciation	1,201	1,984	1,502	1,574	1,650	1,730	1,813	1,901	1,992

Estimated Amortization									
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Amortization	42,473	36,722	26,295	15,981	16,926	17,945	19,046	20,237	21,525
<i>% of Intangible Asset</i>	28.1%	42.8%	60.1%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%
Intangible Asset with definite lives, net	73,864	38,700	16,488	18,137	18,681	19,241	19,819	20,413	21,026
Customer relationships	56,174	33,357	16,488	18,137	18,681	19,241	19,819	20,413	21,026
Technology	17,690	5,343	-	-	-	-	-	-	-
Capitalized software development costs, net	3,637	8,361	10,760	12,912	14,203	15,624	17,186	18,904	20,795

## 9.3. IBD 추정

Estimated Interest Bearing Debt										
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
Total IBD	137,119	360,628	340,600	315,049	297,691	294,136	294,136	294,136	294,136	294,136
Interest expenses	18,698	31,538	46,007	7,185	6,669	6,400	6,566	26,820	26,820	26,820
<i>Effective interest rate (%)</i>	13.6%	8.7%	13.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	9.1%	9.1%	9.1%

## 9.4. Disclaimer and Acknowledgment

Grindr에 대한 투자 보고서를 작성함에 있어, 특정 젠더나 사회적 담론에 대해 가치판단을 내리려는 의도는 전혀 없음을 분명히 밝힙니다. 본 분석은 오로지 기업 투자와 시장 동향에 초점을 맞춰 이루어졌습니다. LGBTQ+ 와 관련된 주제를 다룸에 있어 민감한 사안임을 깊이 인지하고 있으며, 본 보고서의 작성 과정에서 다소 불편함을 느끼셨거나 표현에 부족함이 있었다면 이는 전적으로 작성자의 부족함에서 기인한 것입니다. 이에 관련한 독자 여러분의 의견을 언제든지 환영하며, 필요한 내용을 적극적으로 검토하고 수정할 것을 약속드립니다. 독자 여러분의 너른 이해와 협조에 깊이 감사드리며, 본 보고서가 Grindr의 비즈니스와 투자가치를 명확히 이해하는데 도움이 되기를 바랍니다.

## 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.