

# We Will Rok U, ROKU

## 0. Intro

### 1. 산업분석

### 2. 기업분석

### 3. 투자포인트 1 : TV 시장의 게임 체인저, Roku Player!

### 4. 투자포인트 2 : 광고의 달인, Roku OneView!

### 5. Issue & Risk

### 6. Valuation

단위: 억 달러	2016	2017	2018	2019	2019Q	2020Q	2020Q	2020Q	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	388,649	512,763	742,506	1,128,921	328,768	356,073	451,682	660,451	1,798,933	2,614,341	3,653,907	5,336,223	7,720,819
YoY (%)		30.6%	44.8%	52.0%		11.0%	26.0%	48.2%	58%	46%	40%	45%	45%
매출원가	277,804	372,930	410,358	633,697	178,663	209,237	238,839	402,916	1,028,657	1,307,380	1,890,311	2,718,392	2,704,942
매출총이익	121,045	139,833	332,148	495,224	141,101	146,836	212,843	257,535	770,276	1,306,961	2,003,596	3,187,831	5,015,877
GPM (%)	30.9%	27.3%	44.7%	43.9%	44.0%	41.2%	46.7%	57.0%	42.3%	50.0%	54.8%	60.1%	65.0%
영업비용	164,406	219,449	345,444	560,283	196,266	189,045	202,854	249,362	817,527	1,081,896	1,455,512	1,999,789	2,752,327
ROD	78,177	107,945	170,692	295,011	88,278	84,387	88,388	87,018	348,071	449,645	571,818	716,480	885,248
Sales and Marketing	51,888	64,049	102,780	178,853	68,248	64,164	70,956	121,097	324,485	384,713	537,711	780,866	1,136,081
General and Administrative	35,341	47,435	71,972	116,417	39,740	40,484	43,510	41,248	164,992	247,539	345,583	502,438	730,997
영업이익(순익)	-43,361	-19,616	-13,296	-65,058	-55,163	-40,208	11,970	8,173	-77,231	234,965	548,085	1,188,547	2,262,750
GPM (%)	-10.9%	-3.8%	-1.8%	-5.8%	-17.2%	-11.3%	2.7%	1.2%	-4.3%	13.3%	15.0%	22.4%	29.2%
기타순익	814	-43,378	3,967	4,140	398	-477	429	359	709	1,908	2,916	3,270	-4,236
법인세차감순이익	-42,547	-63,194	-9,333	-60,918	-54,765	-42,686	12,399	8,532	-76,522	235,873	551,001	1,191,317	2,266,988
법인세비용	211	315	-475	-902	-155	482	-548	964	723	25,637	62,263	134,619	256,170
당기순이익(순익)	-42,736	-63,508	-8,857	-65,820	-54,812	-43,148	12,947	7,548	-75,245	201,217	488,738	1,056,898	2,010,818

### Rating

**Buy**

목표주가: \$327.62

현재주가: \$230.00

상승여력: 42%

### 12M 주가추이

시가총액 29 Bil USD



### Balance sheet data

순자산 1,216 mil USD

PBR 23.07 배

ROE N/A

ROA N/A

### Earning data

PER N/A

12M EPS -0.84 USD

당기순이익 -60 mil USD

영업이익 -56 mil USD

영업이익률 -5.76%

EV/EBITDA N/A

### 주요 주주

FMR LLC 10.6%

VANGUARD GROUP 9.0%

BLACKROCK 5.9%

### SMIC

41 기 김세은

41 기 김구연

42 기 강상헌

42 기 송석제

42 기 이상엽

## 0. Intro

*왜 Roku 인가?*

세상은 급변하고 있다. 20년 2월 이후 이전까지 우리가 일상이라 부르던 것들은 비밀상이 되고, 비밀상이라고 치부했던 것은 항상 우리 곁에 머무는 일상이 되었다. 누가 20년의 이런 인류의 모습을 상상이나 했을까. 변혁의 시대에서 우리가 Roku에 주목한 이유는 다음과 같다.

**첫째,** 강력한 펀더멘탈을 가지고 있는 기업을 찾고 싶었다. 비단 COVID-19의 영향에 적응을 잘 하여 살아남을 것이라고 기대되는 기업이 아니라, 단단한 기반과 브랜드 가치를 바탕으로 변화하는 시장속에서 굳건히 자리를 잡고 성장할 수 있는 기업을 분석하고자 하였다. Roku는 성공적으로 자리매김하였던 Player 시장을 바탕으로 다음 단계를 바라보는 기업이다.

**둘째,** 일상과 비밀상의 기준을 선도하는 기업을 찾고 싶었다. 일상적이지 않다고 생각한 것이 일상으로 변모되는 과정은 한 순간이라는 것을 우리는 경험했다. COVID-19의 영향에 따라 모든 경제활동은 변화하고, 그 속도는 더욱 빨라질 것이다. 바이러스의 영향에 직접적으로 맞닿아 있는 산업에서뿐만 아니라, 모든 섹터에서 변혁의 시대가 도래할 것임을 우리 모두는 직감적으로 알고 있다. Roku가 속한 Player, Platform 시장도 그 영향에서 자유로울 수 없다. 하지만 Roku는 그 변화를 기꺼이 받아들이고 일상과 비밀상의 기준을 직접 설정하는 기업이다.

본 보고서는 **1) 단단한 Player 시장의 가치를 통해 2) 변화하는 광고시장에서의 성공을 바라보는 기업으로 Roku**를 제시한다.

## 용어 정리

**AVoD(Advertising VOD)** : 영상의 삽입된 광고를 보면 무료로 시청할 수 있는 콘텐츠 ex) Youtube

**SVoD(Subscription based VoD)** : 특정 서비스에 가입한 후 요금을 지불하면 제공되는 VOD ex) Netflix

**TVoD(Transactional VOD)** : 콘텐츠별 요금을 지불하고 시청하는 방식의 VOD ex) "기생충" VOD 네이버 구매.

**Smart TV(Connected TV, Hybrid TV)** : TV와 휴대폰, PC 등 3개 스크린을 자유자재로 넘나들면서 데이터의 끊김 없이 동영상을 볼 수 있는 TV를 말한다.

**Player** : 별도의 Smart TV 를 구매하지 않고도 유선 연결을 통해 Smart TV platform 을 실행할 수 있도록 하는 device.

**Inventory** : Publisher들의 플랫폼 상에서 광고를 배치할 수 있는 공간.

**Impressions** : 광고가 Audience들에게 노출되는 횟수

**Publisher** : 광고를 게재할 수 있는 플랫폼을 가지고 광고 공간을 제공하는 주체, 광고 매체.

**Advertiser** : Inventory를 구매하여 자신들의 광고를 게재하고자 하는 주체, 광고주.

**DSP(demand side platform)** : Advertiser들의 광고 inventory 구매 플랫폼. DSP는 광고 효율이 높다고 판단되는 inventory를 광고주가 쉽게 구매할 수 있도록 돕는다.

**SSP(supply side platform)** : Publisher들의 수익을 최대로 끌어올릴 수 있는 플랫폼. RTB 경매 방식으로 가장 높은 금액을 입찰된 광고를 Publisher에게 전달한다.

**DMP(data management platform)** : 여러 소스들을 통해 얻어낸 데이터들을 통합하여 빅데이터 기반으로 Advertiser 및 Publisher에게 유의미한 정보를 제공한다.

**AD Exchange** : DSP와 SSP가 광고와 인벤토리를 거래할 수 있도록 만든 시장.

**First party data** : Audience가 직접 플랫폼에서 얻는 유저 기반 데이터.

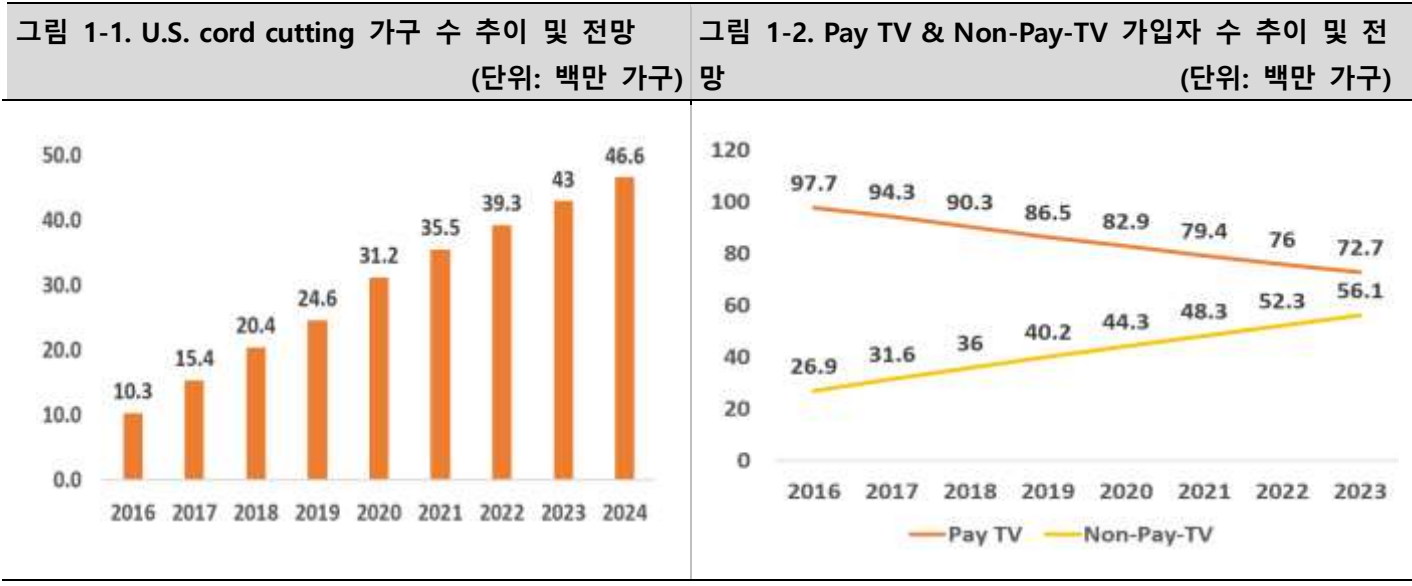
**Second party data** : 해당 플랫폼의 파트너 기반 공유 데이터.

**Third party data** : 해당 플랫폼과 관련이 없는 다른 플랫폼에서 얻는 시장 기반 데이터. DMP를 통해 이들을 종합하여 유의미한 정보를 얻는다.

# 1. 산업 분석

대세는 코드 커팅  
: 자른다, 케이블!

최근 미국 TV 시장의 최대 화두는 '코드 커팅(Cord-cutting)'이다. 말 그대로 선을 끊는다는 것으로, 케이블TV나 위성TV 같은 유선 방송을 이용했던 것에서 별도의 선이 필요 없는 온라인 기반 동영상 서비스로 이동해가는 시청 행태를 뜻한다. 코드 커팅이 일어날 경우 유료 방송(Pay TV) 가입자 수는 줄어들기 마련이다. 실제로 미국 tv 시장 관련 자료는 이러한 현상이 심화되고 있음을 뒷받침한다.



출처: eMarketer, SMIC 4팀

출처: eMarketer, SMIC 4팀

<주: Pay TV는 케이블, 위성 등 기존 방식의 TV 의미, Non-Pay-TV는 나머지>

코드 커팅의 이유  
: 가격 & OTT 수요

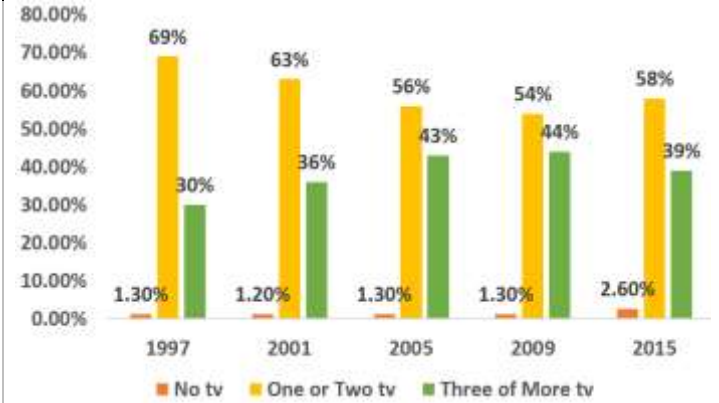
코드 커팅 현상의 주된 이유는 기존 유료 방송(케이블)의 비싼 가격이다. 기존 서비스는 주로 인터넷, 유선 전화, TV를 통합 제공하는데, 주로 TV 대수나 인터넷 속도 등에 따라 요금이 달라진다. 케이블 사업자 상위 4개 업체 홈페이지에서 확인되는 주요 Internet + TV 요금제는 보통 월 \$80-\$90지만, 평균 TV 보유 대수가 2대가 넘는 점, 인터넷 사용량으로 인한 추가 요금 등이 반영된 자료에 따르면 월 평균 \$217.42의 지출이 발생한다 (출처: Decision Data). 주요 OTT 서비스 구독료가 통상 10달러 내외인 것을 감안할 경우 큰 비용 차이를 예상할 수 있는데, 이에 대해 3절에서 구체적으로 다룰 예정이다.

그림 1-3. 기존 인터넷+tv 주요 요금 정리 (단위:USD)

AT&T	\$74.99~\$99.99
Comcast	\$79.99~\$104.99
Charter	\$89.98~\$134.98
Dish Network	\$80.99~\$127.99

출처: 각 사 홈페이지, SMIC 4팀

그림 1-4. 미국 가구당 tv 보유 대수 추이 (단위: 대)



출처: U.S. EIA, SMIC 4팀

많이 보는 곳으로 옮겨가는 콘텐츠!

콘텐츠 시청 수요가 케이블 TV의 유료 방송에서 OTT 서비스로 옮겨가는 것 역시 코딩의 주요 동인이다. 굳이 유료 방송을 보지 않아도 OTT 서비스만 있으면 충분히 콘텐츠를 향유할 수 있다는 것이다. 실제로 유료 TV 이용 가구 수 추이와는 달리 OTT 서비스 이용자 수는 늘어나고 있다. 이를 반영하듯 오리지널 콘텐츠 시리즈의 숫자 역시 Online services(주로 OTT)는 빠른 속도로 증가하는 반면 전통 케이블은 감소 중이다.

그림 1-5. US OTT Service users (단위: 백만 명, %)



출처: eMarketer, SMIC 4팀

그림 1-6. Number of Scripted Original Series (단위: 개)

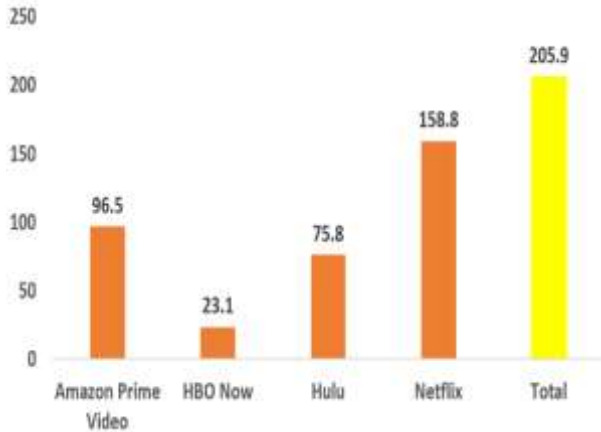


출처: FX, Business Insider, SMIC 4팀

바야흐로 스트리밍 시대

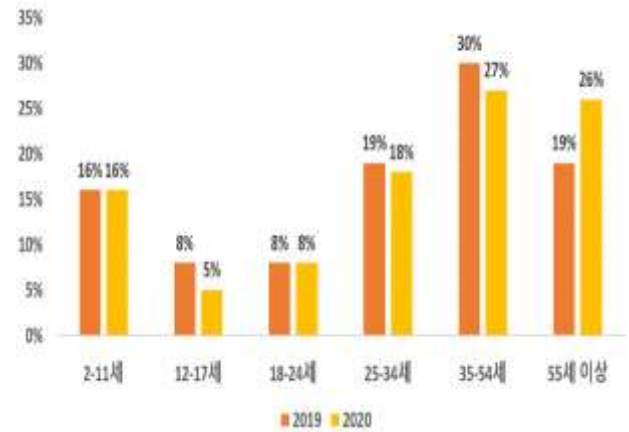
Netflix가 OTT 및 스트리밍 시장의 선봉이었다면, 이제는 다른 업체들이 진입해 스트리밍 시대의 막이 열렸다고 할 수 있다. 여전히 Netflix는 OTT 1인자이지만, Amazon Video, Hulu, Disney+ 등의 성장 폭도 매우 크다. 특히 Disney+는 19년 11월 12일에 출시한 이후 현재 벌써 가입자 수가 6천만 명을 돌파한 상황이다. 이는 최근 OTT 수요는 Netflix 단일 서비스에 대한 수요에 국한되지 않고, 여러 서비스들이 내놓는 경쟁력 있는 콘텐츠들 중에서 골라보는 재미를 찾는 식으로 이어지고 있음을 의미한다. TV 시청 시간이 가장 많은 55세 이상 시청자들도 예외는 아니다. 20년 2분기 기준 55세 이상 시청자의 비디오 스트리밍 시간 비중이 7%포인트 상승한 것이 이를 보여준다. 지금까지 살펴본 많은 지표들이 TV 시장의 지각 변동, 게임 체인지를 시사하고 있다.

그림 1-7. US OTT viewers, July 2019 (단위: 백만 명)



출처: eMarketer, SMIC 4팀

그림 1-8. 비디오 스트리밍 시간 비중 by age (단위: %)



출처: Nielson Data, SMIC 4팀

## 2. 기업분석

### 2.1. Roku의 Business Model (BM)

Roku는 기본적으로 TV 스트리밍 플랫폼이다. Roku를 통해서 유명 OTT 서비스인 Netflix, Hulu, Disney+ 뿐만 아니라 Youtube, prime 등의 스트리밍 서비스를 한 곳에서 모아서 이용할 수 있다.

그림 2-1. Roku 플랫폼 사용 가이드



출처: 동사 홈페이지

(1) 동사의 TV 스트리밍 플랫폼을 이용하기 위해서는 **Hardware 매출과 Licensing 매출**이 있다.

가장 큰 매출을 차지하고 있는 것은 Media Player 구매로써 하드웨어 매출(Hardware Revenue)이 발생한다. 더하여, 파트너를 맺은 TV 브랜드 업체의 Smart TV를 구매하여 Roku의 software를 이용하거나, Pay TV에 있어서 white label 제품을 구매하여 사용할 수

있다. 이 분야의 매출은 라이선스 매출(Licensing Revenue)로 정의 되며, 상대적으로 작다.

**(2) Roku의 플랫폼을 이용 중 시청한 콘텐츠나 광고는 동사의 매출이 된다.**

SVOD (Netflix 등)나 TVOD (Google Play 등)의 경우 Roku를 통해서 구독을 할 경우 일정 비율을 매출로써 받게 된다. AVOD (Roku Channel, Youtube 등)의 경우 광고를 시청할 경우 광고비의 일정 비율을 매출로 받게 된다. 또한 Roku의 배너 등 플랫폼 등을 통해 시청하게 된 광고도 매출로 받게 된다.

**그림 2-2. Roku – BM (Business Model)**



출처: SMIC 4팀

**2.2. Roku 매출액/영업이익/GPM 추이**

동사의 매출액과, 영업이익, GPM 추이는 다음과 같다. 특이한 점은 매출은 매년 급속한 성장을 보이고 있으며, 2020년 3분기까지의 매출은 이미 2019년 전체의 매출 수준을 보이고 있을 정도이다. 더하여, 이번 3분기 실적은 최초로 영업이익이 흑자로 전환하면서, 동사의 실적 가시화에 대한 기대감이 커지는 상황이다.

**그림 2-3. 연도별 매출액/영업이익/GPM 추이**



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

**그림 2-4. 2020년 분기별 매출액/영업이익/GPM 추이**



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

### 3. 투자포인트 1: TV 시장의 게임 체인저, ROKU Player!

TV 시장의  
Game Change,  
Roku 가 Key!

이 절에서는 1절 산업 분석에서 언급한 TV 시장의 게임 체인저의 핵심이 바로 Roku Player이며, 따라서 동사가 미래에 가장 큰 수혜를 볼 업체임을 주장할 것이다. 논리 전개 순서를 간략히 말하자면 다음과 같다. 먼저 실제로 코드 커팅이 기존 케이블 이용 대비 얼마나 큰 가격 메리트가 있는지 구체적으로 확인함으로써 코드 커팅에 필요한 디바이스 시장의 성장을 뒷받침할 것이다. 이후 디바이스 시장에서 동사의 경쟁력을 입증하여 성장한 시장의 수혜를 가장 크게 누릴 것임을 제시할 것이다.

#### 3.1. 기존 케이블 이용 v.s. Cord-cutting 비교

1절에서 기존 케이블 패키지 이용 시 월 \$217.42의 비용이 발생함을 제시하였다. 이제 미국 시청자들의 대표적인 코드 커팅 방법을 제시하고 나서 가격 및 서비스 등을 비교해 볼 것이다. 코드 커팅을 한 후에 이용자에게 필요한 것은 크게 Streaming Media Player, Internet, OTT Streaming 서비스, Live Channel 서비스(vMVPD)로 나뉜다.

그림 3-1. 코드 커팅 후 필요한 서비스별 비용 정리 (단위: USD)

Player		OTT Streaming service			Internet	Live Channel Service(vMVPD)			
Roku player	\$29.99-\$129.99	Netflix	<Basic> \$8.99	<Standard> \$13.99	<Premium> \$17.99	AT&T	\$55.00	Youtube TV	\$64.99
Amazon fire stick	\$29.99-\$119.99	Hulu	<Basic> \$5.99	<Premium> \$11.99		Comcast	\$65.00	Sling TV	\$30.00
Chromecast	\$29.99-\$69.99	Amazon video	<Basic> \$12.99			Charter	\$49.99-\$109.99	Hulu with live TV	\$54.99-\$60.99
Apple tv	\$179.99-\$199.99	HBO Now	<Basic> \$14.99			Dish	\$19.99-\$149.99	Fubo TV	\$54.99-\$79.99
		Disney+	<Basic> \$6.99	<Basic +@> \$12.99		Verizon	\$39.99-\$79.99	AT&T TV NOW	\$55.00-\$110.00

출처: 각 사 홈페이지, SMIC 4팀

코드 커팅  
월 \$80  
연 \$1000 가량 절약

충분한 성능을 낼 수 있는 중간 가격 제품들로 코드 커팅을 해보자. <Roku Player \$39.99/ Netflix \$13.99, Disney+ \$12.99/ AT&T Internet \$55.00/ Hulu with Live TV \$54.99> 로 구성할 경우 총 \$176.96이 발생한다. Roku Player의 경우 1회성 비용이므로 이를 제하면 총 \$136.97, 기존 케이블 대비 월 \$80.45만큼 싸다. 연간 \$1,000에 육박하는 지출을 줄일 수 있다. 최근에는 vMVPD(virtual Multichannel Video Programming Distributor) 사용이 줄고 있어 더 큰 절약 효과가 발생한다. 해당 서비스는 인터넷을 통해 기존 케이블 TV나 IPTV와 같은 역할을 하는 서비스인데, 케이블 대비 채널 수는 훨씬 적지만 시청률 Top 10 채널들을 포함하여 보통 100개가 넘는 채널을 제공하고 있어 기존 TV의 훌륭한 대체재 역할을 하고 있다. 최근에는 안테나 설치를 통한 로컬 채널 시청이 대안이 된 점, OTT 스트리밍만 봐도 충분하다는 인식, 이전 대비 높아진 가격 등을 이유로 이용자 수가 줄고 있는 상황이다.

그림 3-2. 코드 커팅 후 만족도 조사



출처: Dish Network

그림 3-3. Youtube TV가 제공하는 대표 라이브 채널



출처: Youtube TV, SMIC 4팀

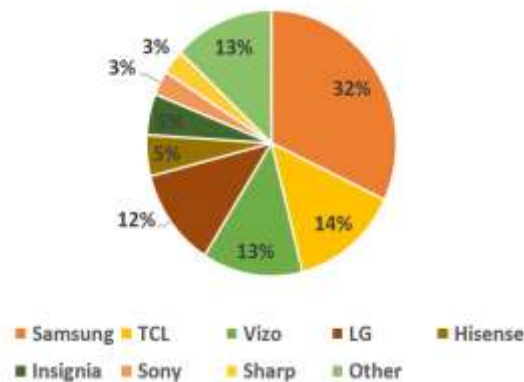
**케이블의 출구 전략 : 동사에게는 오히려 긍정적인 측면!**

어쨌든 가장 많은 비용을 들인 코드 커팅 방식이라 할지라도 기존 케이블 대비 가격 메리트는 여전하며, 실제 이용 만족도도 높다. 이런 좋지 못한 환경 속에서 기존 케이블 tv 업체들은 다양한 전략으로 대처하고 있다. AT&T의 경우 가장 적극적으로 대처하는 중인데, vMVPD에 해당하는 AT&T TV NOW를 출시하기도 했고 Warner media를 인수하여 HBO Now를 확보, OTT 스트리밍 시장에 뛰어들고 있기도 하다. Verizon의 경우 인터넷과 TV 결합 요금제를 폐지하여 코드 커팅 수요에 대비하고 있고, 다른 많은 업체들은 Internet, TV 이용 고객에게 저가 이동통신 요금제를 제공하는 업체들도 있다. 중요한 것은 이들 업체의 전략 모두 동사의 Player 시장 지위를 직접적으로 위협할 정도는 아니라는 것이다. 오히려 AT&T의 OTT 시장 진출은 동사에게도 긍정적인 측면이 있다.

**3.2. 코드 커팅 방식; Smart TV v.s. Streaming Media Player**

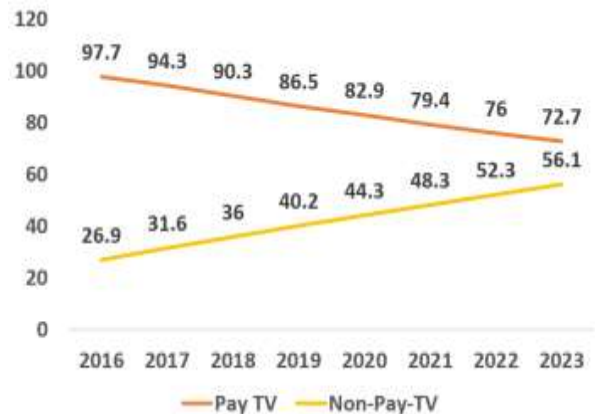
3.1.절에서는 Player를 통한 코드 커팅을 소개했다. Player를 이용하면 HDMI 연결만 가능하다면 기존 TV에서도 바로 Streaming을 이용할 수 있다. 그런데 만약 아예 스마트 TV를 구입한다면 Player가 꼭 필수적인 것은 아니다. 따라서 스마트 TV 판매 증가는 동사 Player 사업에 위협이 되는 것 아니냐는 시각이 있을 수 있다.

그림 3-4. US Smart TV Market share, 2020E (단위: %)



출처: Statista, SMIC 4팀

그림 3-5. 여전히 높은 Pay TV 비율 (단위: %)



출처: eMarketer, SMIC 4팀

우려는 안녕~  
스마트 TV 확산도 ok

IHS 마켓에 따르면 현재 전 세계에서 팔리는 TV 중 스마트 TV의 비중은 70%가 넘는 것으로 알려져 있다. 이것이 동사에게 미치는 영향은 두 가지 측면에서 볼 수 있다. 우선 Roku OS를 탑재하고 출시하는 대표 Smart TV 브랜드는 TCL, Hisense, Sharp인데, 2020년 세 업체의 점유율 합이 22%로 추정된다. 따라서 스마트 TV 확산을 통해 동사는 License 매출을 기대할 수 있다. 절대 동사에게 나쁜 점이 아니다.

당분간의 코드 커팅 수요는 Player 로!

앞서 살펴보았듯 코드 커팅의 주된 이유는 가격 측면이 크다. 아직까지 스마트 TV가 아닌 Pay TV를 보유한 가구의 비율이 더 높은 상황에서, 더 싼 가격에 같은 서비스를 이용할 수 있는 Player 옵션이 있음을 감안하면 당분간 코드 커팅 수요는 Player 쪽으로 물리는 측면이 더 강할 것이다. 현재 수요의 특징을 생각할 때 동사의 본업에서 바랄 수 있는 엣지가 더 크다는 점, 동사의 스마트 TV 관련 사업 역시 경쟁력을 갖추고 있다는 점으로 미루어 볼 때, 스마트 TV 확산에 따른 우려는 충분히 해소할 수 있다.

3.3. 1등에게 돌아오는 코드 커팅의 수혜

최근의 코드 커팅 추세가 동사의 Player 사업 부문에 대한 수요로 이어짐을 확인했다. 이제는 현재 Player 산업 내 기존 기업 간의 경쟁 상황을 살펴볼 필요가 있다. 본 보고서는 이 작업을 통해 동사의 경쟁력을 확인하고 안정적인 시장 점유율을 확보할 수 있음을 보여줄 것이다. 방법론으로서 Micheal E. porter의 5 forces model을 이용하였다. 이 모델에 따르면 특정 산업의 수익성 및 매력도는 다음의 5 forces에 의해 결정된다.

그림 3-6. Roku가 속한 산업 – 5 forces model



출처: SMIC 4팀

그림 3-7. Streaming media player 상위 4개 업체 비교

	Roku	Apple tv	Amazon fire Stick	Chrome cast
구입 시	★★★★ 낮음	★★☆☆ 높음	★★★★ 낮은 편	★★★★ 낮음
설치 환경	★★★★ 매우 쉬움 사용자 가입 필요 여부 Wifi 환경 tv 호환성	★★☆☆ 쉬움 웹사이트 등록 매우 원활 보통	★★★★ 매우 쉬움 x 원활 높음	★★☆☆ 쉬움 코드 입력 주파수에 따라 작동 안됨 높음
UI/UX	★★★★ 리모컨 + 폰 가장 직관적 중립적 원하는 대로 구성 가능 중간	★★★★ 리모컨 + 폰 복잡 iTunes-based 미적임 빠름	★★☆☆ 리모컨 직관적 Amazon Prime-based 자유도 낮음 빠름	★★☆☆ 폰 (+ 리모컨) GUI x 폰 화면 그대로 송출 x 가끔 slowdown
채널	★★★★ Netflix Youtube Amazon Prime 특이사항	★★☆☆ o o(4k 미지원) o AirPlay로 폰->tv 송출 Disney, Marvel 미지원	★★★★ o △(정식앱 미지원) o 일부 검색 가능	★★☆☆ o o x Chromecast로 폰->tv 송출
기타 기능	★★☆☆ 4k/HDR 게임	★★☆☆ o ios 기반 게임 지원	★★★★ o 다양한 HD게임 지원	★★☆☆ o Android 기반 앱게임 지원
타겟	타겟층 주요 사용 장소	동영상 위주의 사용자 거실 + 휴대용	iphone / iOS 사용자 개인 침실	Amazon Prime 시청자 스마트 홈 사용자 개인 침실

출처: SMIC 4팀

Roku의 특징은 기타 게임과 같은 기능을 제외한 모든 부문에서 Streaming Media Player로서의 경쟁력이 강하다는 점이다. 즉, 기기 자체의 본연의 목적을 달성하기 위해 구매하는 수요층에 있어서 가장 매력적인 기기임이 분명하다.

또한, Roku는 TV 채널의 가장 적합한 대체자가 될 것이다. 합리적인 가격과 기존 TV로 쓸 수 있다는 강점과 함께 가장 중립적인 위치에서 OTT를 포괄하고 있다. 따라서, Streaming Media Player라는 고유의 목적적합성이 높은 제품으로 포지셔닝하고 있다.

그림 3-8. Streaming Media Player 제품 디자인



출처: Amazon.com, SMIC 4팀

실제로 Roku의 브랜드는 Amazon 내에서 검색 시 가장 위에 위치할 정도로, 브랜드 인지도와 경쟁력을 갖추고 있다고 할 수 있다. Amazon 내 각 브랜드 제품들의 후기 수를

비교해보아도, Roku의 후기 수가 가장 압도적인 것으로 보아서, 시장 내에서 Streaming Media Player로서의 경쟁력과 지위를 충분히 갖추고 있다고 판단 할 수 있을 것이다.

그림 3-9. 아마존 내 검색 시 브랜드 정렬      그림 3-10. Roku player 후기

**Brand**

- Roku
- Amazon
- nVidia
- C Cosycost
- Apple
- Xiaomi
- YAGALA
- ▼ See more

출처: Amazon.com

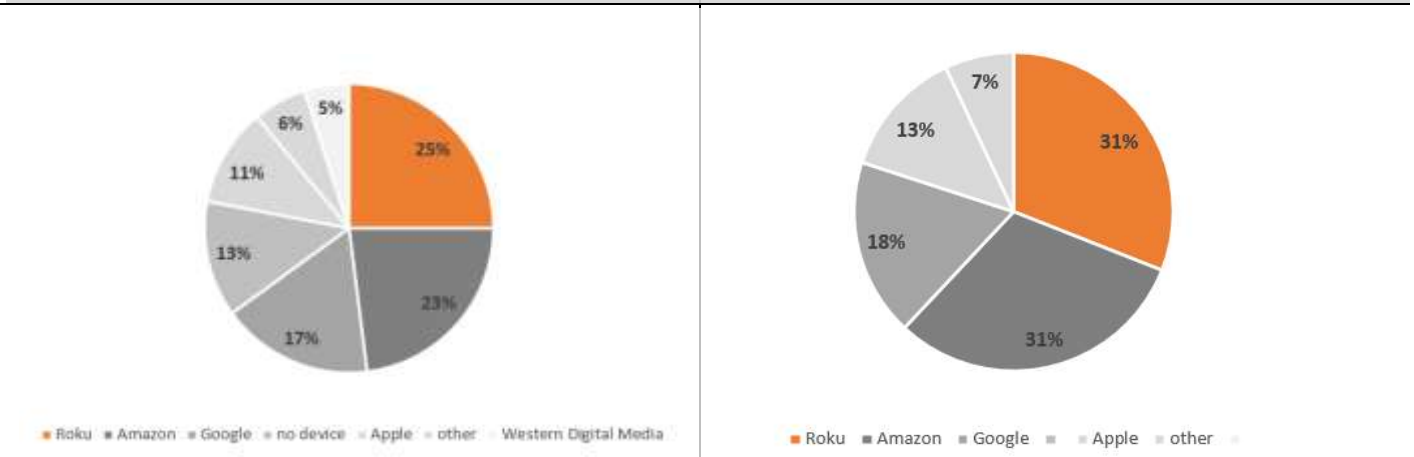
출처: Amazon.com

그림 3-11. Amazon 내 후기 수 비교

브랜드	Roku			Apple TV		Amazon		Android tv	
	제품명	Roku Express	Roku Premiere	Roku Ultra	Apple TV	Apple TV 4k	Fire Tv Stick	Fire TV Stick 4k	Nvidia shield
후기 수		53,678	34,519	13,966	8,722	12,703	12,366	2,199	2,203

출처: Amazon.com, SMIC 4팀

그림 3-12. 2019 미국 streaming devices 시장 점유율      그림 3-13. 2020년 미국 streaming devices 시장 점유율



출처: Amperre Analysis

출처: Amperre Analysis

### 3.2.3. Amazon 에게 반.독.점.빔.

현재 Streaming Media Player 시장에서 기기의 시장 점유율은 다음과 같다. Roku는 분명 시장 점유율 1위를 유지하고 있지만, 타 경쟁업체들 중 당연 눈에 띄는 것은 Amazon이라 할 수 있다. 따라서, Amazon에 대해서 알아보으로써, Amazon에게 Roku가 위협되지 않고, 현재의 시장점유율을 유지 및 향상 시켜나갈 수 있다는 점을 언급하도록 하겠다.

(1) 반독점법이란?

반독점법이란 인수 및 합병(M&A) 등 독점을 강화하는 행위나 소비자 및 다른 기업의 이익을 침해하는 각종 불공정 행위를 금지하는 법을 말한다. 일반적으로 미국 기준, '셔먼법', '클레이튼법', '연방무역위원회법'을 말한다.

가장 기본이 되는 '셔먼법(Sherman)'은 사업자들이 힘을 합쳐 상거래를 제한하는 행위를 불법으로 간주하고 처벌하도록 하는 법이다. '클레이튼법(Clayton)'은 경쟁을 실질적으로 막거나 독점을 만들어낼 수 있는 특정한 행위를 구체적으로 규정한 법이다. '연방무역위원회법'은 독점 행위를 조사할 권한을 가지는 연방무역위원회(FTC, Fair Trade Commision)를 만들어 FTC가 셔먼법이나 클레이튼법이 적용되지 않는 행위들을 규제할 수 있도록 한 법이다.

(2) 아마존에게는?

아마존은 미국 내에서 FTC, 법무부, 미국 하원 법제사법위원회가 중심이 되어 반독점법 관련 조사가 진행 중에 있다. 조사사유로는 다양한 것들이 나와있으며, 주요 내용으로는 반독점법 위반, 인터넷 소매시장 독점, 입점 업체에 과도한 수수료 부과, 입점 업체와 불공정 계약 및 약관 적용, 입점 업체들의 판매정보를 부당하게 활용하였다는 의혹을 받고 있다.

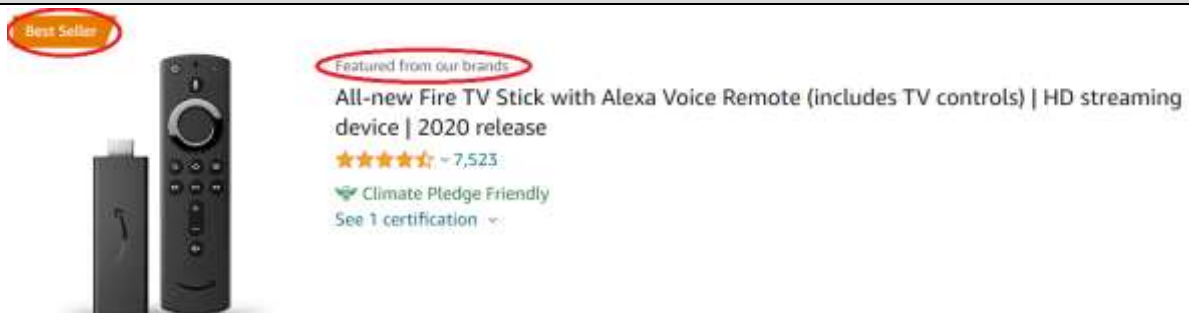
그림 3-14. Amazon 반독점법 관련 쟁점분야 및 코멘트

기업	쟁점분야	코멘트
아마존	서드파티 판매자 및 공급자 관련	사업 부문 분리와 같은 극단적인 방안을 제외한다면 마켓플레이스(3P) 사업부문과 자체 온라인 리테일(1P) 사업부문 간의 데이터 접근을 제한하는 시스템 구축 등의 조치가 시행될 것으로 예상

출처: 삼성증권, SMIC 4팀

아마존 Fire tv 제품은 Amazon 유통 채널을 통해 여러 혜택을 받고 있다. 예를 들어, Amazon 내에서 'streaming media player'를 검색하면 맨 위에 광고 표시와 함께 Amazon Fire tv 제품이 나오고 중간중간 추가로 제품 광고가 나타난다. 더하여, <Best Seller> 배지와 <Featured from our brands> 등 다른 제품에 비해 눈에 띄는 혜택들을 제공하고 있다. 반독점법 규제와 함께 위와 같은 유통 채널에서의 우위는 단기간에 사라지기는 어렵지만 규제를 받을 가능성이 클 것으로 예상되고 있다.

그림 3-15. Amazon 내 Amazon fire tv 제품에 대한 우대



출처: Amazon.com, SMIC 4팀

### (3) Roku에게는?

따라서, "입점 업체에 대한 과도한 수수료 부과"와 "입점 업체와 불공정 계약 및 약관 적용" 문제가 인정된다면 기타 판매 업체들에게 더 나은 판매 환경이 되고, 수수료가 낮아질 것이라는 기대감이 있다. 지난 7월의 독일 공정거래부와의 합의를 통해서 위와 같이 정책을 변경한 전례가 있듯이 이번에도 Roku와 같은 업체들이 **Amazon 내 입점업체로서의 반사 이익**을 받을 수 있을 것으로 기대된다.

### 3.4. Player 매출 추정

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
US Cord Cutting Households	24.6	31.2	35.5	39.3	43	46.6
<i>YoY(%)</i>	<i>20.4%</i>	<i>26.8%</i>	<i>13.8%</i>	<i>10.7%</i>	<i>9.4%</i>	<i>8.4%</i>
Player 전체 시장 규모(추정)	1,552,580	1,969,126	2,240,512	2,480,341	2,713,859	2,941,066
Player 매출 추정	388,145	610,429	694,559	768,906	841,296	911,731

우선 2019년 동사의 Player 매출과 당해 동사의 점유율 25%를 반영하여 당해 Player 시장 규모를 도출하였다. 이후 그림 1-1의 미국의 코드 커팅 가구 숫자 전망을 가져와 YoY(%) 성장률을 반영하여 미래 Player 시장 규모를 도출하였다. 2020년 동사의 Player 시장 점유율은 31%로 추정된다. 이를 플랫폼 적용하여 미래 시장 규모와 곱해 Player 매출을 추정하였다. 올해 점유율을 플랫폼한 이유는 다음과 같다. 분명 Amazon fire stick을 비롯한 여러 경쟁사가 존재한다는 위협 요인이 있긴 하지만, 본 절에서 언급했듯 동사의 강점 역시 확실하다. 저렴한 가격, 스마트 TV가 아닌 기존 TV와도 호환된다는 점, 콘텐츠 중립적인 진정한 의미의 Aggregator라는 점 등이 **현재 TV 시장의 게임 체인지 양상**에 가장 적합하다는 것을 근거로 현재 점유율 수준을 유지할 것이라 추정한 것이다.

## 4. 투자 포인트 2 : 광고의 달인, Roku OneView!

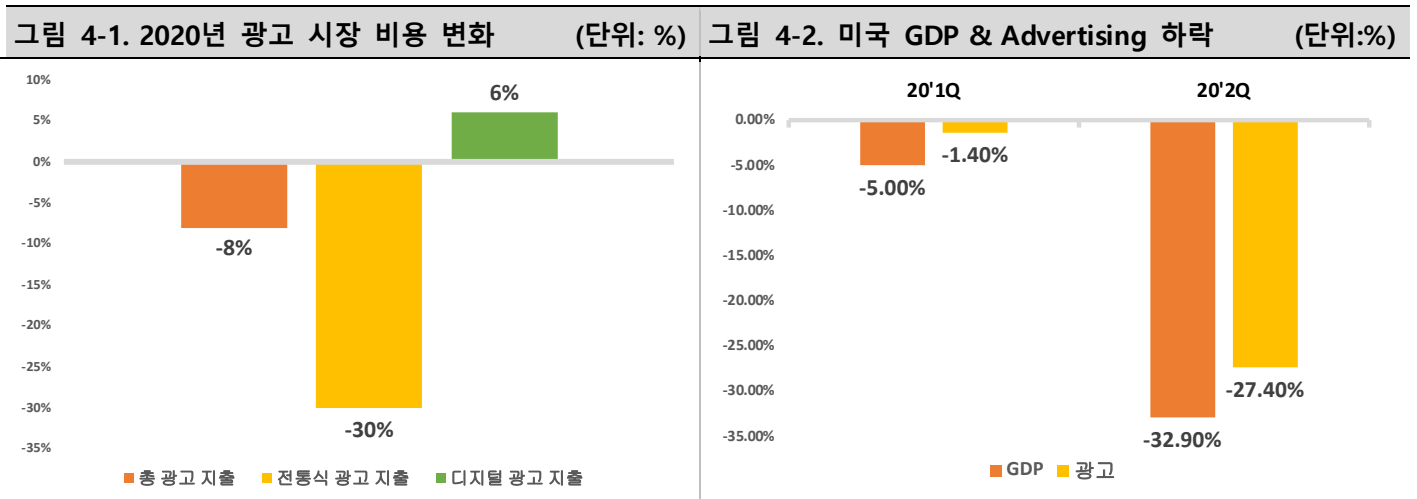
광고 시장은 현재 변혁의 시대에 도래했다. 동사는 Player 시장에서의 안정적인 시장점유율을 바탕으로 광고 시장의 으뜸으로 자리잡았고, 2020년 5월 Ad Platform OneView를 출시하면서 변화하는 광고 시장의 '게임 체인저'로서의 혁신을 주도하고 있다. 4절에서는 광고 시장에서 동사의 위치를 서술하도록 하겠다.

### 4.1. 미국에서의 전방 광고 산업

#### 4.1.1. 코로나로 인한 미국 광고시장 변화

코로나로 인해  
소비심리 위축,  
기업의 광고 예산  
감소

신종 코로나바이러스 감염의 급격한 확산에 따라 경제가 침체되면서 작년 대비 기업들의 마케팅 심리가 위축됐다. 소비심리가 위축되고 기업의 광고 예산도 줄어들면서 기업이 광고에 쓰는 비용도 크게 줄었다.



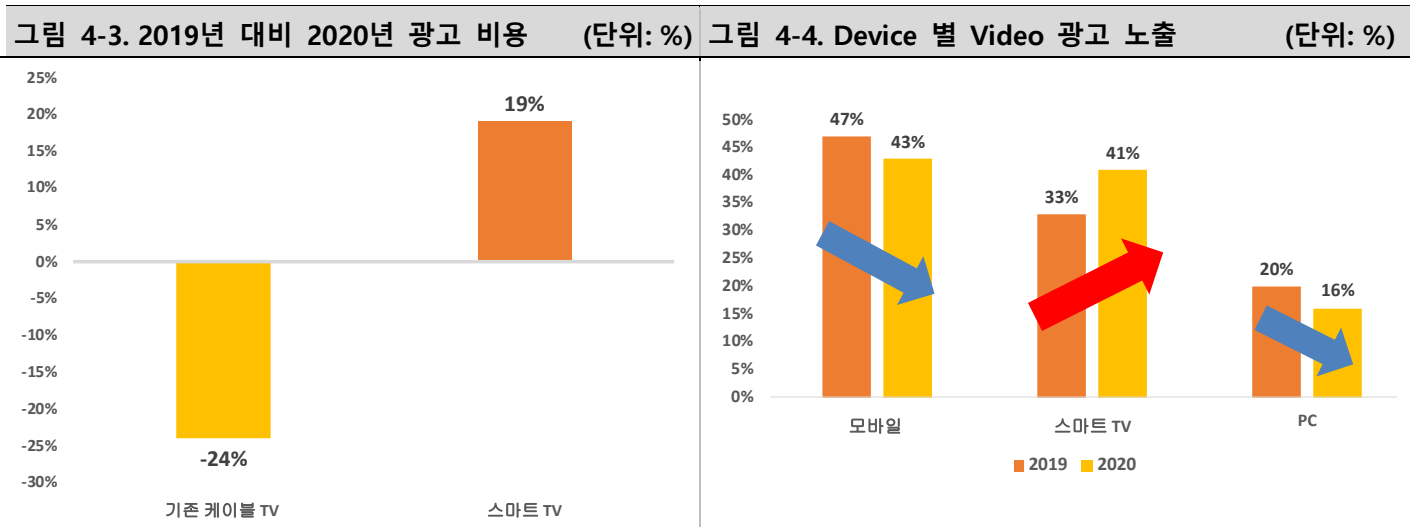
출처: IAB Proprietary Research, SMIC 4팀

출처: U.S Ad Markey Index, SMIC 4팀

**총 광고비 ↓**                      코로나19로 인해 기업이 쓰는 **총 광고비는 감소**했지만, 디지털 광고는 작년 대비 증가했다. 실제로 모든 분야에서 디지털 전환이 가속되면서 올해 **디지털 광고비는 큰 성장률**을 보였다. 기존의 **전통 매체 광고비를 추월**했다.

**전통 광고비 ↓**

**디지털 광고비 ↑**



출처: IAB Proprietary Research, SMIC 4팀

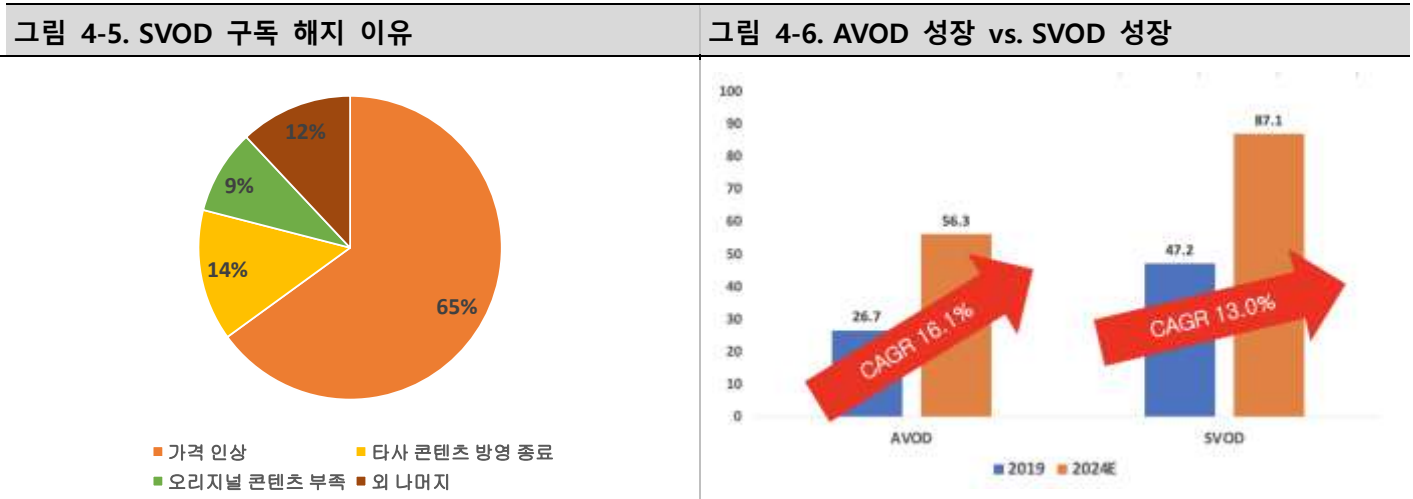
출처: MediaPost, SMIC 4팀

**늘어나는 디지털 광고비로 동사도 수혜**                      그 중에서 가장 큰 수혜를 받은 회사는 OTT Streaming 방식으로 비즈니스를 영위한 기업들이다. OTT Streaming을 한곳으로 모아주는 (aggregator) 방식으로 사업을 영위하고 있는 **동사 또한 늘어나는 디지털 광고비로 큰 성장력**을 보였다.

**4.1.2. 이제는 SVOD 보다 AVOD**

**SVOD의 구독료 부담, 늘어나는 AVOD 소비자**                      **SVOD** 시장의 경쟁이 심화됨에 따라, 각 채널은 타 경쟁사들의 콘텐츠를 제한하기 시작하였고, 이는 고객들로 하여금 더 **많은 채널을 구독해야 하는 부담**을 안겼다. 결국 고객들이 **구독료에 대한 부담**이 가중되면서 **AVOD** 서비스를 찾는 소비자가 늘어나고 있으며,

SVOD보다 AVOD의 시장 성장률이 더 빠르게 성장을 하고 있다.



출처: PCMANG, SMIC 4팀

출처: Digital TV Research, SMIC 4팀

증가하고 있는 전방의 스트리밍 시장과 빠른 성장세를 보이고 있는 AVOD 시장의 추이에 따라 **광고 매출이 중심인 동사의 Platform 매출은 지속적으로 성장하고 있다.**

#### 4.2. 동사의 Advertisement Business Model

그림 4-7. 동사의 Advertisement Business Model			
Roku Business Model			
Advertising 매출	AVOD 매출		
배너광고	ROKU 채널	타 OTT Streaming 채널	
		Inventory Split	Roku Sales Representation Program

출처: SMIC 4팀

#### 광고 BM

동사의 Advertisement 비즈니스 모델은 크게 2가지로 나뉜다:

- 1. Roku TV 에서 Ad 매출      1. Roku Smart TV에서의 Advertising 매출
- 2. Roku TV 에서 AVOD 매출      2. Roku Smart TV에서의 AVOD 매출

위의 2가지 광고 모델은 최근 동사가 인수한 DataXu의 OneView를 통해 관리되며 동사의 강점인 OneView에 대해서는 후술하도록 하겠다.

#### 1) Roku Smart TV에서의 Advertising 매출

ROKU TV에서의 advertising 매출은 'Roku TV' OS 안에 있는 **배너 광고 매출**이다. 이는 <그림 4-8>에 표시되어 있는 Platform 홈 화면에서의 배너 광고를 말한다. 광고주들은 자신들이 타겟팅 하고자 하는 고객을 정하고, 노출 기간을 설정을 하게 된다. 해당 방식은 동사의 OneView Ad Platform에서 관리되고 있다.

그림 4-8. ROKU TV Platform 안에 있는 Banner 광고



출처: 동사 홈페이지

## 2) Roku TV에서의 AVOD 매출

동사의 Platform  
매출에서 큰 비중을  
차지하는 AVOD  
매출

동사의 Platform 매출 중 큰 부분을 차지하는 부분은 Roku Smart TV에서 발생하는 AVOD 매출이다. AVOD는 동사, 이용자, 광고주 모두에게 매력적인 비즈니스 모델이다. 동사의 경우 고객이 시청하는 광고를 통해 수익을 얻고, 고객은 무료로 콘텐츠를 즐기고, 광고주는 원하는 소비자들에게 제품을 홍보할 수 있다는 장점이 있다.

### 2-1) AVOD 매출 유형

동사의 AVOD 매출은 아래 2가지로 구분할 수 있다:

- ① Roku Channel을 통한 AVOD 매출
- ② 타 OTT Streaming을 통한 AVOD 매출

①의 경우 동사가 100% 매출을 인식하며, ② 경우는 다음의 두 가지 방식으로 매출을 인식한다

#### ② -1) Inventory Split 방식

Inventory Split 방식은 Roku Smart TV에 채널을 넣고 싶은 기업이 직접 광고 서버를 만들어 70%의 광고 인벤토리를 본인들이 활용하고 남은 30% 광고 인벤토리에 대한 권한을 동사한테 제공해 주는 방식이다. 동사가 가져가는 30% 광고 인벤토리에 대한 수입은 100% 동사가 가져가게 되고 나머지 70%는 해당 채널에서 가져가게 된다.

#### ② -2) Roku Sales Representation Program 방식

'Roku Sales Representation Program' 모델은 해당 채널의 광고 인벤토리를 100% 동사가 관리하는 모델이다. 위 방식은 동사가 100% 광고 인벤토리를 관리하고 해당 매출에 60%를 계약된 채널에게 돌려주는 방식으로 운영된다.

그림 4-9. 타 OTT Streaming AVOD 조건 비교

	Inventory Split	Roku Sales Representation Program
금전적 조건	광고 인벤토리 70%는 협력 채널, 나머지 30%는 Roku	모든 광고 인벤토리 Roku에서 관리, 매출에 60% 협력 채널, 나머지 매출은 Roku
자격 요건	기본 계약 조건	한달이내 5,000 다운로드 및 50,000 시청시간 + Roku 측에서 해당 계약 진행할지 선택
정산 기간	각 광고 인벤토리에서 나오는 매출은 100% 본인들이 가져감	60일이내에 60% 광고비에 대한 매출 지급. 하지만 광고비가 \$100을 넘어야되는 조건이 있음.

출처: 동사 Developers 페이지, SMIC 4팀

2-2) AVOD 광고 노출 방식

동사의 AVOD 매출 구성은 총 4가지로 구분할 수 있다. **CPM** (Cost Per Thousand Impressions)은 1000뷰당 비용, **CPC** (Cost Per Click)은 클릭당 비용, **CPI** (Cost Per Install)은 다운로드당 비용, **Vidoe**는 광고 영상 시청에 따른 비용을 의미한다.

그림 4-10. 동사의 AVOD 매출 방식

ROKU	
종류	단가
Roku Video	\$28
Roku CPC	\$3
Roku CPI	\$3
Roku CPM	\$18

출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

그림 4-11. AVOD 영상 구성 (광고 + 콘텐츠)



출처: 동사 Developers Youtube 채널

광고주들에게 매력적인 Roku → 동사의 광고 매출 성장

투자 포인트 1에서 설명했듯이, Roku Streaming Media Player에 대한 수요는 계속해서 증가하고 있으며 동사의 활성 계정 수 또한 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 이러한 성장은 고객의 영상 시청 시간으로 이어지고 있으며 **광고주들에게 매력적인 광고 place로 자리매김** 할 것이다. 즉, 제한적인 광고 인벤토리에서 광고주들의 경쟁이 일어나면 동사의 광고 단가도 올라갈 것이며, 시청 시간이 늘어나면서 광고 노출 횟수도 늘어나 **광고 매출이 크게 성장**할 것으로 예상된다.

### 4.3. 왜 Roku의 광고인가?

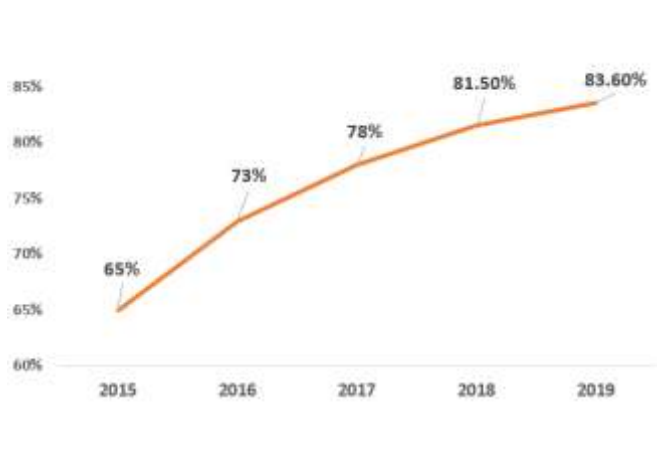
광고 시장의 혁신을 주도하는 Roku

4.3 절에서는 성장과 변혁을 경험하고 있는 광고시장에서 동사를 주목해야하는 이유를 서술하도록 하겠다.

#### 4.3.1 Programmatic Ad 시장의 성장

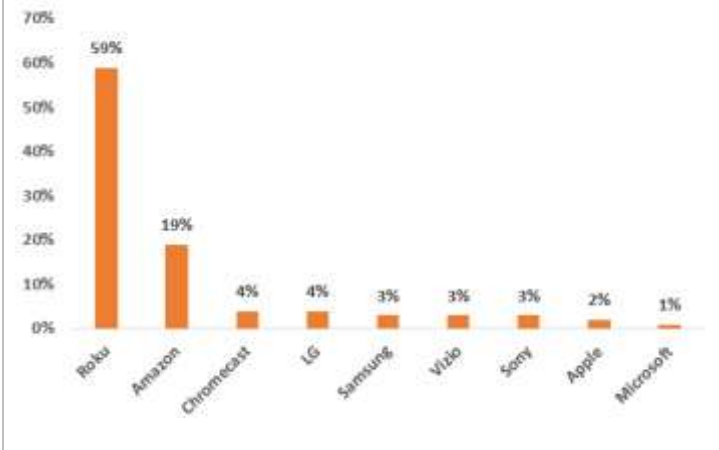
OneView의 구체적인 모델과 효용성을 서술하기 이전에, Programmatic Ad 방식에 대해서 설명하겠다. 2019년 기준 전체 디지털 디스플레이 광고지출에서 Programmatic Ad방식은 YoY 28%, 총 83.6%를 차지한다. 또한, 성장하는 Programmatic Ad 시장에서 동사는 59%의 침투율로 시장을 선도하고 있다.

그림 4-12. 미국 Programmatic Ad spending 침투율



출처: eMarketer, SMIC 4팀

그림 4-13. 그 중 59%를 Roku가 차지한다!



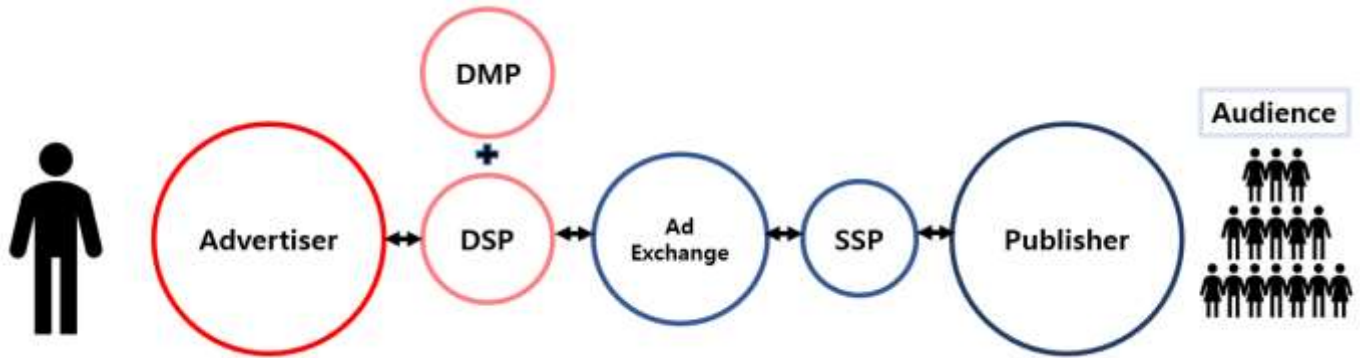
출처: Picalate, SMIC 4팀

#### 4.3.2 Programmatic Ad 시장의 작동원리

Programmatic Ad 시장은 다음의 4개의 광고 주체와 Ad Network를 중개하는 플랫폼인 AD Exchange로 구성된다

- ① Advertiser (광고주)
- ② Publisher (광고매체)
- ③ Supply Side Platform (이하 SSP)
- ④ Demand Side Platform (이하 DSP), Data Management Platform (이하 DMP)
- ⑤ Ad Exchange

그림 4-14. Programmatic Ad Market의 작동원리



출처: SMIC 4팀

**1) ② Publisher ↔ ③ SSP**  
 Publisher의 이익을 극대화하는 SSP  
 SSP는 Publisher를 위해 더 높은 광고비를 지불할 수 있는 광고주를 찾을 수 있도록 돕는다. SSP는 유저로 인해 매체에서 노출이 발생할 때 마다 비어 있는 인벤토리를 RTB (Real-time bidding) 경매장에 올린다. 이를 확인한 DSP의 응답 중 가장 높은 입찰가를 부른 광고의 요청을 수락하고 해당 광고를 매체에 게시하게 된다.

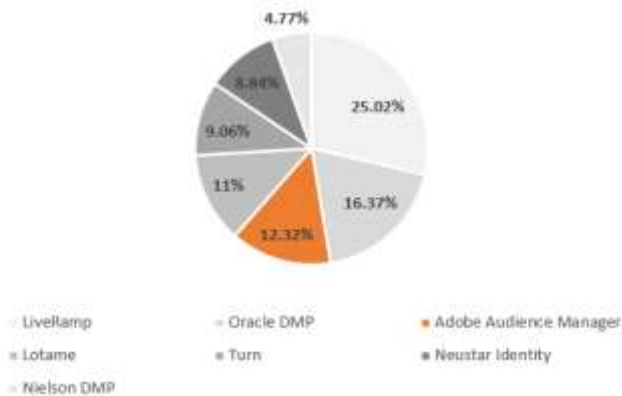
**2) ④ DSP ↔ ① Advertiser**  
 Advertiser의 이익을 극대화하는 DSP  
 광고주는 Ad 익스체인지의 등장으로 더 다양한 Audience를 접할 수 있게 되고, 이를 효율적으로 운영하고자 하는 니즈가 발생했다. 따라서 적합한 인벤토리를 구매하여 광고주가 최대의 효율을 낼 수 있게 돕는 플랫폼 DSP가 등장한다.

여기서 DSP가 적합한 판단을 내리기 위해서는 매체와 Audience의 데이터에 대한 분석이 중요한데, 이를 **DMP(Data Management Platform)**가 가능하게 한다. DMP의 데이터가 더 많이 수집될수록 보다 정교한 Targeting이 가능해진다.

**4.3.3. 동사의 DataXu 인수, OneView 출시 : Programmatic Ad로의 파격적인 진입**

광고 수익 극대화를 위한 동사의 노력  
 동사는 광고에서의 수익성을 극대화하기 위해 Data Ad technology 분야에 힘쓰고 있다. 19년 3월에는 Adobe의 Ad Cloud와 제휴를 맺고 Roku user data 기반으로 맞춤형 광고를 연결하는 기술을 개발했다. 같은 해 9월에는 미디어 마케팅 회사인 Invoid와 전략적 제휴를 맺고, Smart cable TV의 광고 시청 데이터를 비교, 분석할 수 있는 기술을 개발하였다. 11월에는 Programmatic Ad 기술을 보유하고 있는 DSP이자 DMP인 DataXu를 인수하고, 이를 20년 5월에 OneView라는 이름으로 내재화하여 새롭게 런칭하였다.

그림 4-15. DMP의 강자 Adobe Audience Manager



출처: Datanyze, SMIC 4팀

그림 4-16. DataXu의 경쟁력



출처: Forrester Research

4.3.4. Programmatic Ad 시장의 선두주자 OneView!

- 1. Advertiser Solution
- 2. Publisher Solution

OneView는 상품을 필요로 할 가능성이 가장 높은 고객에게 광고가 노출되도록 머신러닝 기반으로 서비스를 제공하며, 매초 수백만에 달하는 광고 노출 횟수를 분석함으로써 인벤토리 거래와 광고 거래를 실시간 데이터를 기반으로 집행을 결정할 수 있도록 하기 때문에, Advertiser와 Publisher에게 매우 매력적인 옵션으로 다가간다. OneView의 강점을 DSP(Demand Side Platform) 내재화의 효과와 DMP(Data Management Platform) 내재화의 효과로 나누어서 설명하겠다.

그림 4-17. OneView의 강점 Binomial Tree



출처: SMIC 4팀

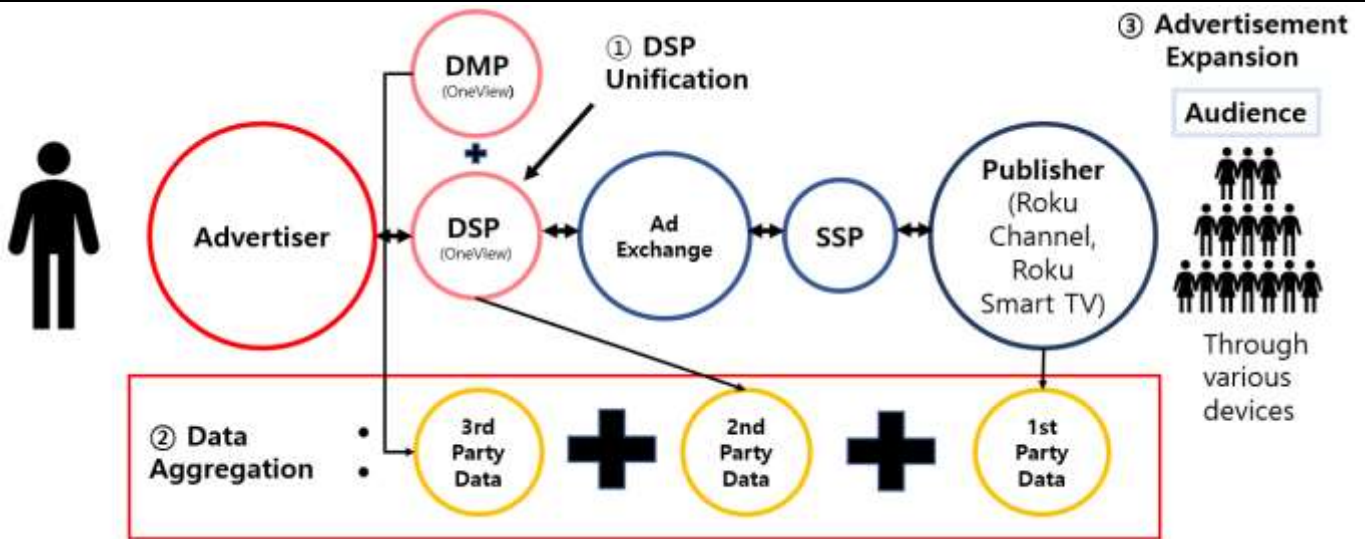
4.3.4.1. DSP 내재화의 효과

OneView를 통해 DSP를 내재화함으로써 동사는 Advertiser와 Publisher 모두에게 효율과 이익을 극대화하는 서비스를 제공한다. DSP 내재화의 효과를 **Advertiser Solution**, **Publisher Solution** 측면으로 나누어서 설명하도록 하겠다.

1) Advertiser Solution

OneView의 Advertiser solution은 다음의 세 가지 측면에서 중요한 의미를 가진다.

그림 4-18. DSP Unification subject / Data Aggregator / Advertisement Expander, OneView



출처: SMIC 4팀

① DSP Unification

DSP Unification  
으로서의 강점

복잡한 Programmatic Ad System에서 광고주들은 하나의 기업에 하나의 DSP를 통해 거래하는 것을 선호한다. 그 이유는 여러 DSP가 존재하는 시장에서는 자신의 광고가 같은 Audience에게 반복적으로 노출될 가능성이 높아지기 때문이다. 기존의 다른 플랫폼들은 동사에 비해 상대적으로 적은 First-Party Data를 보유하고 있기 때문에 여러 DSP를 통해 인벤토리를 입찰받기를 원했다. 하지만 동사는 강력한 Device 시장을 바탕으로 이루어 낸 단단한 광고시장의 기반 속에서 One View를 내재화함으로써, 광고주들의 단일화 선호를 반영하여 광고 효과를 제고할 수 있는 장을 마련하였다.

② Data Aggregation

Data Aggregation  
으로서의 강점

시장에서 광고주가 광고를 통해 마주하는 Audience Data는 다음과 같은 형식을 지닌다.

$$\begin{aligned}
 \text{Audience Data} = & \\
 & \text{First Party Data (from Roku Smart TV, Amazon Fire TV...)} + \\
 & \text{Second Party Data (from DSP, SSP...)} + \\
 & \text{Third Party Data (from DMP Analysis)}
 \end{aligned}$$

결국 광고주가 매력을 느끼는 부분은 자신들의 광고가 얼마나 많은 audience database를 가지고 있는 매체에 도달하여 얼마나 많은 audience에게 노출될 수 있는지에 달려 있다. 동사는 Smart TV 운영을 통해 확보한 Massive First Party Data뿐만 아니라 OneView를 통해 분석한 Second, Third Party Data까지 확보할 수 있게 되었다. 이를 통합하여 광고주들에게 더 많은 Audience에게 자신들의 광고를 노출할 수 있는 기회를 부여함으로써 Publisher로서의 동사의 매력도를 높인다. 결국 위에서 확인한 전체 Programmatic Ad 시장에서 동사의 입지가 공고하다는 것을 알 수 있다.

③ Advertisement Expansion

OneView는 동사의 First Party Data를 통해 그들의 각종 디바이스에 광고를 송출할 수 있는 기회를 제공하여 높은 광고 파생 효과를 영위한다.

그림 4-19. Advertisement Expander로서의 OneView

**The Ad Platform Built for TV Streaming**

A single platform for marketers to reach more cord cutters and measure performance. Advertisers can manage their entire campaign - including OTT, desktop, and mobile campaigns - all in one place.

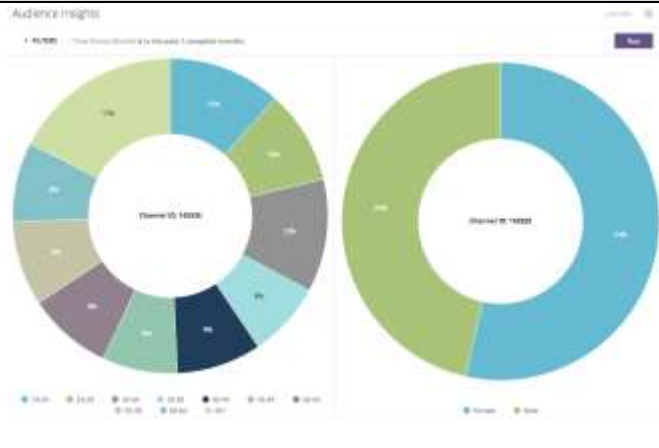
 <p>Reach the most cord cutters of any ad platform</p>	 <p>Leverage TV identity data from the #1 TV streaming platform in the US to manage advertising</p>	 <p>Reach 4 out of 5 homes in America with OneView</p>
---	--	---

출처: 동사 홈페이지

2) Publisher Solution

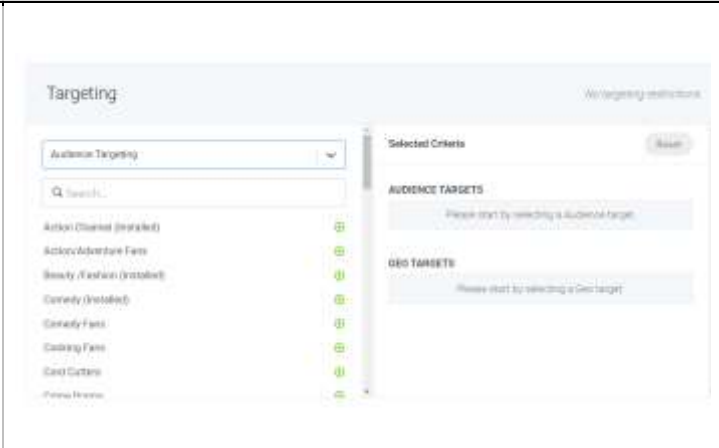
또한 OneView는 Roku Smart TV 내의 Publisher에게 광고 수익을 극대화할 수 있는 Publisher Solution을 제공한다. 이는 더 많은 매체들이 Roku Smart TV 플랫폼을 이용할 수 있는 유인이 된다.

그림 4-20. Channel의 Age, Gender based analysis



출처: 동사 홈페이지

그림 4-21. Channel의 Targeting 설정



출처: OneView

4.3.4.2 DMP 내재화의 효과

: Roku Ad Insights Suite (for both Advertiser, Publisher)

고객의 이익을  
극대화하기 위한  
Insights 제공

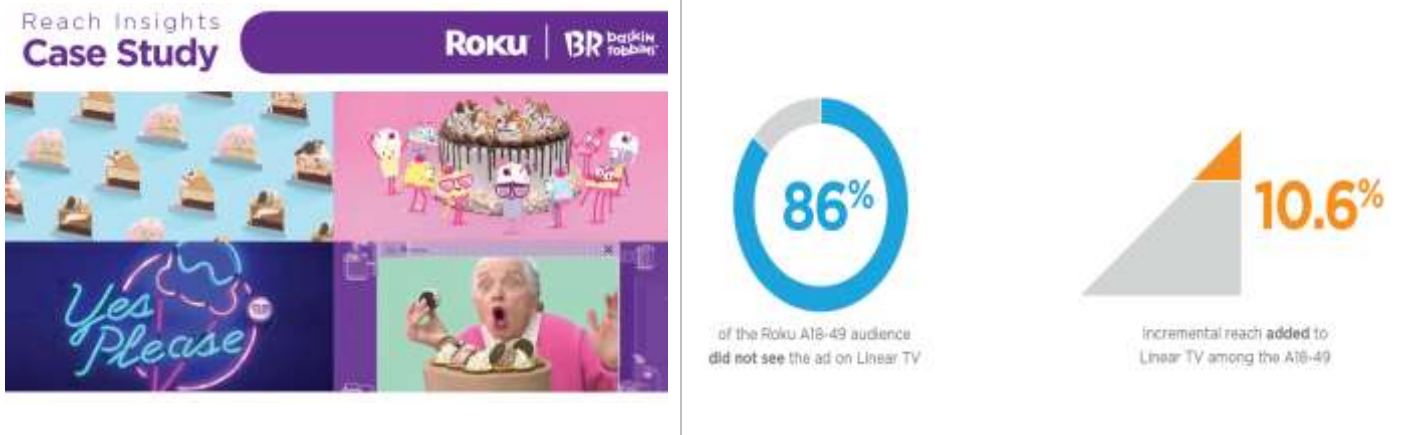
OneView를 출시한 이후 20 3Q Roku Smart TV의 **Ad impression은 YoY 90% 증가**하였다. 20 2Q의 ad impression이 YoY 50%인 것에 비하면 OneView의 출시가 매우 유의미한 효과를 만들어냈다는 것을 알 수 있다. OneView의 서비스를 통해 늘어난 Ad impression은 결국 광고 플랫폼으로써의 매력도를 제고하였고, 실제로 동사의 **First-time advertiser는 YoY 2배**가 되었다.

1) Roku Ad Insights의 종류

OneView는 Database를 분석하고, Roku Ad Insights를 통해 광고주와 광고 매체에게 수많은 유의미한 Solution을 제공한다. Roku Ad Insights Suite는 다음 네 가지를 포함한다.

- ① **Reach Insights** : Advertiser에게 TV, OTT, 데스크탑, 모바일 각 Device에서 얼마나 많은 Audience들에게 광고가 도달하였는지 보여주는 Insights
- ② **Tune-in Insights** : Publisher들에게 TV, OTT, 데스크탑, 모바일 각 Device에서 자신들의 콘텐츠가 효과적으로 Audience에게 도달하였는지 보여주는 Insights
- ③ **Cord Cutter Insights** : Pay TV를 보유하고 있지 않은 Audience들에게 콘텐츠가 효과적으로 도달하였는지 보여주는 Insights
- ④ **Survey Insights** : On-device Survey를 통해 Advertiser와 Publisher에게 실시간 피드백을 제공하는 Insights

그림 4-22. Reach Insights Case Study with Baskin Robbins



출처: OneView Case Study

2) DMP 내재화의 효과, 실증 사례

1. DraftKings

고객의 이익을 위한  
Insights 연구 사례  
(DraftKings,  
Kroger)

미국의 스포츠 배팅 업체 DraftKings는 Streaming 시장으로 전환하는 스포츠 시청자들을 타겟팅하기 위해 OneView와 협력하였는데, 이들은 OneView의 Publisher Solution 서비스를 소비하기 위해 Roku에 대한 광고 지출비용을 YoY 3배로 증가했다.

2. Kroger

미국 쇼핑 잡화 업체 Kroger는 OneView와 함께 Shopper Data Program을 실시하였다. Campbell Snacks의 Synder's of Hanover라는 제품에 대해 일반 Kroger 고객들에 비해 Roku Platform에서 광고를 접한 고객들의 제품 구매량이 다섯배에 달한다는 것을 빅데이터 형태의 Insights를 제공하였다. 이는 Kroger의 광고지출 대비 250%의 수익으로 돌아왔다는 것을 분석하였다.

위와 같은 실증 사례는 광고시장의 소용돌이 속에서 동사의 입지가 매우 단단함을 각인시켜 주었다. 동사는 **Player 시장의 펀터멘탈을 기반으로, 변화하는 광고 시장에서 선도자로서의 위치를 제고할 충분한 가능성을 보였다.**

4.4. Platform 매출추정

Platform 매출은 다음의 네 가지 계정을 추정하여 계산한다.

(단위: 백 만 달러, %)	17'1Q	17'2Q	17'3Q	17'4Q	18'1Q	18'2Q	18'3Q	18'4Q	19'1Q	19'2Q	19'3Q	19'4Q	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4Q
활성 계정수 (백만)	14.2	15.1	16.3	19.3	20.8	22.0	23.8	27.1	29.1	30.5	32.3	36.9	39.8	43.0	46.0	53.1
QoQ (%)		6.3%	7.9%	18.4%	7.8%	5.8%	8.2%	13.9%	7.4%	4.8%	5.9%	14.2%	7.9%	8.0%	7.0%	15.5%
21'1Q	21'2Q	21'3Q	21'4Q	22'1Q	22'2Q	22'3Q	22'4Q	23'1Q	23'2Q	23'3Q	23'4Q	24'1Q	24'2Q	24'3Q	24'4Q	
55.2	57.0	59.1	63.5	66.6	69.4	72.3	79.3	83.2	86.9	90.7	99.4	103.5	107.1	111.0	119.9	
3.9%	3.2%	3.6%	7.5%	5.0%	4.1%	4.3%	9.6%	4.9%	4.5%	4.3%	9.5%	4.1%	3.5%	3.6%	7.9%	

## ① 분기별 활성 계정수 (백만)

- 1) 분기별 활성 계정수는 계절적 특성이 존재한다는 것을 고려하여 지난 년도 QoQ의 평균값으로 계산하고,
- 2) 투자포인트에서 서술하였듯이 동사의 Player 시장 점유율이 유지되고 시장 성장률의 증가율이 감소함을 반영하였다.

	20'2Q	20'3Q	20'4Q	21'1Q	21'2Q	21'3Q	21'4Q	22'1Q	22'2Q	22'3Q	22'4Q
활성 계정 당 Platform 매출 (\$)	5.7	6.0	6.4	6.8	7.2	7.6	8.1	8.6	9.1	9.6	10.2
AVOD+Sub+License 매출	244,777	277,566	339,835	374,453	409,606	449,878	512,566	570,266	629,552	695,772	808,486
OneView 매출	0	41,665	42,124	42,587	43,055	43,529	44,008	44,492	44,981	45,476	45,976
총 Platform 매출	244,777	319,231	381,959	417,040	452,662	493,407	556,574	614,758	674,534	741,248	854,462
	23'1Q	23'2Q	23'3Q	23'4Q	24'1Q	24'2Q	24'3Q	24'4Q			
	10.8	11.5	12.1	12.9	13.6	14.5	15.3	16.2			
	899,076	995,953	1,101,632	1,279,247	1,411,821	1,549,347	1,702,125	1,947,521			
	46,482	46,993	47,510	48,033	48,561	49,095	49,636	50,182			
	945,558	1,042,947	1,149,142	1,327,280	1,460,382	1,598,443	1,751,760	1,997,703			

## ② 활성 계정당 Platform 매출 (\$)

- 1) 20'2Q까지의 Platform 매출 = AVOD + Subscription + License 매출
- 2) 20'3Q부터의 Platform 매출 = AVOD + Subscription + License + OneView 매출

## ③ AVOD + Subscription (TVOD 포함) + License 매출 (천 \$)

활성 계정수와 직접적으로 관련이 있는 매출은 AVOD + Subscription + License 매출이라고 판단하였다. 20'2Q까지의 활성 계정당 Platform 매출의 CAGR로 AVOD + Subscription + License 매출을 추정하였다. 이는 OneView의 매출이 20'3Q부터 가시화되고, 이전까지의 Platform 매출은 AVOD + Subscription + License 매출이라고 판단하였기 때문이다.

## ④ OneView 매출 (천 \$)

이를 바탕으로 20'3Q OneView 매출을 도출하여, Programmatic Ad 시장 성장률을 CAGR로 OneView 매출을 추정하였다.

총 Platform 매출 = ③ AVOD + Subscription + License 매출 + ④ OneView 매출

## 5. Issue & Risk

### 5.1. Issue : CEO 및 운영진의 역량

현재 동사는 CEO 및 창립자인 **Anthony Wood** 에 의해서 운영되고 있다.

Anthony Wood 의 경우 4조 2천억 원을 보유한 억만 장자이다. 그리고, DVR을 발명, Replay TV, Netflix, Bright Sign 등 **미디어 업종에 약 30여 년을 바친 인물**이다. 따라서, 미디어 기기의 하드웨어적 이해뿐만 아니라, 소프트웨어, 그리고 광고까지 이어지는 미디어 전체의 밸류체인에 대해서 이해하고 있다. 특히 체인의 정점이라고 할 수 있는 광고에

있어서의 중요성을 인식하고 있다고 언급하였다.

주요 경영진은 하드웨어 관련 업체에서 일한 인물 보다는 대부분 **미디어 관련 경험이 풍부한 인물로 구성되어 있다.**

그림 5-1. Roku CEO 약력



출처: SMIC 4팀

그림 5-2. 경영진 정리

직위	이름	주요 경력
CFO	Steve Louden	Expedia, Walt Disney 재무
CMO	Matthew Anderson	Ogilvy CEO, Sky, News Corp 이사
Senior VP	Ilya Asnis	Sling Media - VP
Senior VP	Scott de Hass	Intel PCI 칩 부서
Senior VP	Troy Fenner	Symyx Tech 근무, Troy 이사
Senior VP	Mark Goodwin	Replay TV, Euphonix 근무
Senior VP	Stephen Kay	GemstarTV Guide - VP
Senior VP	Mustafa Ozgen	QD Vision CEO, Smartkem 근무
Senior VP	Scott Rosenberg	GM / SVP 광고부문, Umami - CEO

출처: SMIC 4팀

**5.2. Issue : 해외진출**

현재 Roku는 약 20여 개국에 진출해 있다고 밝혔다. 실제로 쇼핑몰 후기들의 경우 상당수가 외국에서 Roku 내의 OTT 서비스 등을 간편하게 이용하기 위하여 샀다는 언급을 쉽게 찾아볼 수 있다.

영어권 언어 국가들에 있어서 Roku는 수요자들이 공감할 수 있는 콘텐츠를 선보이고 있다고 판단되며, Amazon fire tv가 유통망을 바탕으로 해외진출을 먼저 하였고, 뜨거운 반응을 얻고 있는 만큼, 미국 시장 내에서 Amazon fire tv와의 경쟁에서 우위를 점하고 있는 동사의 경우 추후 해외 진출로 인한 성공 가능성이 매우 크다고 판단된다.

## 6. Valuation: RIM Method

### 6.0. Why RIM Method?

동사의 Valuation Method로는 RIM Method를 선정하였다. 동사는 상장 이래로 적자를 기록하다가, 20년 3분기에 처음으로 흑자 전환하였다.

(1) 지금까지 동사는 높은 GPM이 OPM으로 연결되지 못하는 모습을 보였다. 그 이유는 R&D 비용과 Sales and Marketing에 많은 비용을 투자하였기 때문이다. 본 보고서에서는 20년 3분기 첫 흑자 전환을 계기로, 앞으로는 지금까지 투자했던 R&D 비용이 높은 매출과 이익으로 연결되면서, R&D가 차지하는 '비중'은 점차 감소할 것이라고 보았다. 이에 따라 당장의 1~2년 EPS를 보여주기보다는 OTT 시장과 광고 산업의 변화에 따라 중장기적으로 변화하는 모습을 보여주고자 하였다.

(2) 또한, 동사의 직접적인 경쟁사인 아마존과 구글은 스마트 TV 사업부를 별도로 파악하기 어려워 Peer PER Method를 사용함에 어려움이 있었다. 또한, 지금까지 적자를 기록하였기 때문에 Historical PER Method를 사용하는 것도 적절하지 않다.

위의 2가지 이유를 바탕으로, 절대가치평가법인 RIM Method가 적절하다고 판단하였다.

### 6.1. 매출 추정

(단위: 천 달러)	2016	2017	2018	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	398,649	512,763	742,506	1,128,921	320,766	356,073	451,663	660,451	1,788,953	2,614,241	3,653,907	5,306,223	7,720,019
YoY, QoQ (%)		28.6%	44.8%	52.0%		11.0%	26.8%	46.2%	58.5%	46.1%	39.8%	45.2%	45.5%
Player	293,929	287,407	325,643	388,145	88,209	111,296	132,432	278,492	610,429	694,559	768,906	841,296	911,731
YoY, QoQ (%)		-2.2%	13.3%	19.2%		26.2%	19.0%	110.3%	57.3%	13.8%	10.7%	9.4%	8.4%
Platform	104,720	225,356	416,863	740,776	232,557	244,777	319,231	381,959	1,178,524	1,919,682	2,885,001	4,464,927	6,808,288
YoY, QoQ (%)		115.2%	85.0%	77.7%		5.3%	30.4%	19.6%	59.1%	62.9%	50.3%	54.8%	52.5%

매출 추정은 Player와 Platform 매출로 나누어 추정하였다. 구체적인 추정 방법은 각 절에서 언급하였다.

### 6.2. 매출 원가 (Cost of Revenue) 추정

(단위: 천 달러)	2016	2017	2018	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출원가	277,604	312,930	410,358	633,697	179,665	209,237	236,839	402,916	1,028,657	1,307,380	1,650,311	2,118,392	2,704,942
Player	249,821	258,104	289,815	371,042	77,729	102,913	112,271	267,320	560,233	626,723	701,867	770,430	839,634
Platform	27,783	54,826	120,543	262,655	101,936	106,324	124,568	135,595	468,423	680,657	948,444	1,347,962	1,865,308

(단위: 천 달러)	2016	2017	2018	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출총이익	121,045	199,833	332,148	495,224	141,101	146,836	219,824	257,535	760,296	1,306,861	2,003,596	3,187,831	5,015,077
진생 GPM (%)	30.4%	39.0%	44.7%	43.9%	44.0%	41.2%	48.7%	39.0%	42.5%	50.0%	54.8%	60.1%	65.0%
Player	44,108	29,303	35,828	17,103	10,480	8,383	20,161	11,172	50,196	67,836	67,039	70,866	72,097
GPM (%)	15.0%	10.2%	11.0%	4.4%	11.9%	7.5%	15.2%	4.0%	8.2%	9.8%	8.7%	8.4%	7.9%
Platform	76,937	170,530	296,320	478,121	130,621	138,453	194,663	246,364	710,101	1,239,026	1,936,557	3,116,966	4,942,980
GPM (%)	73.5%	75.7%	71.1%	64.5%	56.2%	56.6%	61.0%	64.5%	60.3%	64.5%	67.1%	69.8%	72.6%

매출원가 (Cost of Revenue)의 경우, 20년 4분기와 21년 이후를 별도로 추정하였다.

(1) 20년 4분기

20년 4분기의 경우, 동사의 계절성을 반영하여 추정하였다. Player의 경우, 연말 할인 행사 등 프로모션으로 GPM이 낮아지는 특성이 있으며, Platform의 경우 광고주의 연말 광고비 지출 및 동사의 가격 협상력이 높아져 GPM이 개선되는 특성이 있다. 이에 과거 4분기 값들을 참고하여 추정하였다.

(2) 21년 이후

Player는 19년도까지 GPM이 다소 하락하다 20년에 다시 8% 수준으로 회복할 것이다. 동사의 Player는 경쟁사와 달리 모든 기기에 삽입되는 미디어칩이 모두 동일한 규격이다. 이에 따라 생산량이 증가할수록 규모의 경제가 발생한다. 한편, 동사가 속한 디바이스 시장의 경쟁이 치열해지고 있는 것을 고려하여 앞으로의 GPM은 더 하락하는 것이 아니라 전반적으로 비슷한 수준을 유지할 것이라고 판단, 지난 5개년의 이동평균을 적용하였다.

Platform은 앞으로 GPM이 점점 높아지도록 추정하였다. 보고서의 논리에 따르면, 미래의 광고 지출은 AVOD 시장으로 더욱 집중될 것이며, 동사가 20년 새로 출범한 Oneview 서비스는 한 명의 이용자로부터 더 많은 광고 수익을 낼 것이다. 이를 고려하여 지금까지의 GPM 하락세만큼 다시 상승할 수 있을 것이라고 판단하였다.

6.3. 영업비용 (Operating Expenses) 추정

(단위: 천 달러)	2016	2017	2018	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
영업비용	164,406	219,449	345,444	560,283	196,266	189,045	202,854	249,362	837,527	1,081,896	1,455,512	1,999,785	2,752,327
R&D	76,177	107,945	170,692	265,011	88,278	84,387	88,388	87,018	348,071	449,645	571,818	716,480	885,248
Sales and Marketing	52,888	64,049	102,780	178,855	68,248	64,164	70,956	121,097	324,465	384,713	537,711	780,866	1,136,081
General and Administrative	35,341	47,435	71,972	116,417	39,740	40,494	43,510	41,248	164,992	247,539	345,983	502,438	730,997

동사의 영업비용은 3가지로 구성되어 있다. 먼저, R&D 금액의 경우 공시 상에서 앞으로도 지속적으로 금액을 늘려갈 것이라고 밝히고 있다. 해당 항목은 매출에 연동되는 성격은 아니라고 판단하여, R&D 금액의 증가율을 추정하여 계산하였다. Sales and Marketing의 경우 매출에 연동되는 성격이 있다고 판단하였다. 이에 따라 해당 항목의 과거 5개년 매출 비중의 평균값인 15% 정도가 앞으로도 유지될 것이라고 추정하였다. 마지막으로 General and Administrative 항목 역시 매출에 연동되는 성격이 있다고 판단하여, 마찬가지로 과거 5개년 매출 비중의 평균값인 9.5% 정도가 앞으로도 유지될 것이라고 추정하였다.

6.4. 기타손익 (Other Expenses) 추정

(단위: 천 달러)	2016	2017	2018	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
기타손익	814	-43,578	3,963	4,140	398	-477	429	359	709	1,908	2,916	3,270	4,238
Interest Expenses	146	-1,612	-946	-2,366	-883	-1,034	-773	-872	-3,542	-3,114	-2,344	-1,574	-805
Other income (expense), net	-220	705	4,309	6,506	1,261	557	1,202	1,232	4,252	5,022	5,260	4,845	5,042
Loss from extinguishment of debt	0	-2,338	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Change in fair value of preferred stock warrant liability	868	-40,333	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

(단위: 천 달러)	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E
Term Loan A Facility	100,000	98,750	97,500	96,250	95,000	95,000	80,000	53,333	26,667
이자비용	431	600	900	600	682	2,782	2,343	1,562	781
유효이자율	3.48%	0.6%	0.92%	0.62%	0.7%	2.93%	2.93%	2.93%	2.93%

## &lt;그 외 부채&gt;

(단위: 천 달러)	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Current portion of long-term debt	4,866	4,870	4,870	4,872	4,871	4,871	4,868	4,870	4,869	4,869
Long-term debt (non-current)	94,727	92,305	92,305	91,087	91,899	91,899	93,313	94,713	96,133	97,575
총 부채	99,593	97,175	97,175	95,959	96,770	96,770	98,181	99,582	101,002	102,445
이자비용	1,935	263	134	173	190	760	771	782	793	805
유효이자율	2%	0.27%	0.14%	0.18%	0.20%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

기타손익 항목은 이자비용과 기타이자손익으로 구성되어 있다. 먼저, 이자비용의 경우 당사는 Term Loan A Facility를 2019년도에 차입하여 지속적으로 상환해가고 있다. 공시 상으로 구체적인 만기 일자와 금액을 연도별로 밝히고 있어 이를 반영하여 추정하였다. 해당 이자비용을 제외하고 남은 이자비용은 장단기차입금을 통해 추정하였다.

기타 이자손익은 여러 이자비용과 수익이 모두 혼합되어 있어 합리적인 추정이 불가하다고 판단, 직전 3개년 평균값을 사용하여 추정하였다.

## 6.5. 법인세비용 추정

	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4Q	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
법인세차감전순이익	-54,767	-42,686	12,399	8,532	-76,522	226,873	551,001	1,191,317	2,266,988
법인세비용	-155	462	-548	964	723	25,637	62,263	134,619	256,170
유효이자율				11.3%		11.3%	11.3%	11.3%	11.3%

법인세비용의 경우, 과거 동사의 지속적인 적자로 인하여 유효이자율을 합리적으로 추정하는 것이 불가하였다. 이에 따라, 미국의 법정 실효세율로 알려진 11.3%를 유효법인세율로 적용하여 추정하였다.

## 6.6. Earning Table

(단위: 천 달러)	2016	2017	2018	2019	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4QE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	398,649	512,763	742,506	1,128,921	320,766	356,073	451,663	660,451	1,788,953	2,614,241	3,653,907	5,306,223	7,720,019
YoY (%)		28.6%	44.8%	52.0%		11.0%	26.8%	46.2%	58%	46%	40%	45%	45%
매출원가	277,604	312,930	410,358	633,697	179,665	209,237	236,839	402,916	1,028,657	1,307,380	1,650,311	2,118,392	2,704,942
매출총이익	121,045	199,833	332,148	495,224	141,101	146,836	219,824	257,535	760,296	1,306,861	2,003,596	3,187,831	5,015,077
GPM (%)	30.4%	39.0%	44.7%	43.9%	44.0%	41.2%	48.7%	39.0%	42.5%	50.0%	54.8%	60.1%	65.0%
영업비용	164,406	219,449	345,444	560,283	196,266	189,045	202,854	249,362	837,527	1,081,896	1,455,512	1,999,785	2,752,327
R&D	76,177	107,945	170,692	265,011	88,278	84,387	88,388	87,018	348,071	449,645	571,818	716,480	885,248
Sales and Marketing	52,888	64,049	102,780	178,855	68,248	64,164	70,956	121,097	324,465	384,713	537,711	780,866	1,136,081
General and Administrative	35,341	47,435	71,972	116,417	39,740	40,494	43,510	41,248	164,992	247,539	345,983	502,438	730,997
영업이익(손실)	-43,361	-19,616	-13,296	-65,059	-55,165	-42,209	11,970	8,173	-77,231	224,965	548,085	1,188,047	2,262,750
OPM (%)	-10.9%	-3.8%	-1.8%	-5.8%	-17.2%	-11.9%	2.7%	1.2%	-4.3%	8.6%	15.0%	22.4%	29.3%
기타손익	814	-43,578	3,963	4,140	398	-477	429	359	709	1,908	2,916	3,270	4,238
법인세차감전순이익	-42,547	-63,194	-9,333	-60,919	-54,767	-42,686	12,399	8,532	-76,522	226,873	551,001	1,191,317	2,266,988
법인세비용	211	315	-476	-982	-155	462	-548	964	723	25,637	62,263	134,619	256,170
당기순이익(손실)	-42,758	-63,509	-8,857	-59,937	-54,612	-43,148	12,947	7,568	-77,245	201,237	488,738	1,056,698	2,010,818

## 6.7. 자본변동표 추정

(단위: 천 달러)	Common Stock	Additional Paid-in Capital	Treasury Stock	Accumulated Other Comprehensive Loss	Accumulated Deficit	Total
Balance at December 31, 2018	109,770	499,224	-671	-17	-253,896	244,651
Vesting of early exercised stock options	0	86	0	0	0	86
Share repurchases	-2	0	0	0	0	0
Issuance of common stock pursuant to equity incentive plans, net of taxes	6,185	28,181	0	0	0	28,181
Issuance of common stock pursuant in connection with at-the-market offerings, net of issuance costs of \$6.4 million	3,389	330,539	0	0	0	330,539
Issuance of common stock in connection with acquisition	571	69,684	0	0	0	69,684
Stock-based compensation expense	0	85,175	0	0	0	85,175
Unrealized gain on short-term investments	0	0	0	17	0	17
Foreign currency translation adjustment	0	0	0	29	0	29
Net loss	0	0	0	0	-59,937	-59,937
Balance at December 31, 2019	119,897	1,012,889	-671	29	-313,833	698,425
Vesting of early exercised stock options	0	40	0	0	0	40
Share repurchases	0	0	0	0	0	0
Issuance of common stock pursuant to equity incentive plans, net of taxes	8,325	26,607	0	0	0	26,607
Issuance of common stock pursuant in connection with at-the-market offerings, net of issuance costs of \$6.8 million	4,000	497,242	0	0	0	497,242
Stock-based compensation expense	0	95,348	0	0	0	95,348
Adoption of ASU 2016-13	0	0	0	0	-1,066	-1,066
Net loss	0	0	0	0	-77,245	-77,245
Balance at December 31, 2020	132,222	1,632,126	-671	29	-392,144	1,239,351
Vesting of early exercised stock options	0	63	0	0	0	63
Share repurchases	0	0	0	0	0	0
Issuance of common stock pursuant to equity incentive plans, net of taxes	8,325	26,607	0	0	0	26,607
Issuance of common stock pursuant in connection with at-the-market offerings, net of issuance costs of \$6.8 million	2,000	248,621	0	0	0	248,621
Stock-based compensation expense	0	90,262	0	0	0	90,262
Net Profit	0	0	0	0	201,237	201,237
Balance at December 31, 2021	142,547	1,997,679	-671	29	-190,907	1,806,140
Vesting of early exercised stock options	0	63	0	0	0	63
Share repurchases	0	0	0	0	0	0
Issuance of common stock pursuant to equity incentive plans, net of taxes	8,325	26,607	0	0	0	26,607
Issuance of common stock pursuant in connection with at-the-market offerings, net of issuance costs of \$6.8 million	1,000	124,311	0	0	0	124,311
Stock-based compensation expense	0	90,262	0	0	0	90,262
Net Profit	0	0	0	0	488,738	488,738
Balance at December 31, 2022	151,872	2,238,921	-671	29	297,850	2,536,120
Vesting of early exercised stock options	0	63	0	0	0	63
Share repurchases	0	0	0	0	0	0
Issuance of common stock pursuant to equity incentive plans, net of taxes	8,325	26,607	0	0	0	26,607
Issuance of common stock pursuant in connection with at-the-market offerings, net of issuance costs of \$6.8 million	500	62,155	0	0	0	62,155
Stock-based compensation expense	0	90,262	0	0	0	90,262
Net Profit	0	0	0	0	1,056,698	1,056,698
Balance at December 31, 2023	160,697	2,418,007	-671	29	1,384,529	3,771,905
Vesting of early exercised stock options	0	63	0	0	0	63
Share repurchases	0	0	0	0	0	0
Issuance of common stock pursuant to equity incentive plans, net of taxes	8,325	26,607	0	0	0	26,607
Issuance of common stock pursuant in connection with at-the-market offerings, net of issuance costs of \$6.8 million	250	31,078	0	0	0	31,078
Stock-based compensation expense	0	90,262	0	0	0	90,262
Net Profit	0	0	0	0	2,010,818	2,010,818
Balance at December 31, 2024	169,272	2,566,016	-671	29	3,365,347	5,930,732

동사는 별도의 유상증자 계획을 밝히고 있지 않으나, 지금까지 꾸준히 ATM Offering 방식으로 유상증자를 해왔기 때문에 향후에도 자금 조달을 위해 유상증자를 시행할 가능성이 높다고 보았다. 구체적인 금액을 합리적으로 추정할 수는 없었으나, 앞으로 동사의 당기순이익이 크게 증가하기에 과거만큼의 유상증자가 필요하지는 않을 것이라고 판단하여 절반씩 금액이 감소하도록 추정하였다. 이외에 합리적인 추정이 불가한 항목은 0으로 추정하였고, 주식보상비용은 과거에 발생한 값의 평균으로 추정하였다.

(단위: 천 달러)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
기초자본(지배지분)	244,651	698,425	1,239,351	1,806,140	2,536,120	3,771,905
당기순이익(지배지분)	-59,937	-77,245	201,237	488,738	1,056,698	2,010,818
기말자본(지배지분)	698,425	1,239,351	1,806,140	2,536,120	3,771,905	5,930,732
기중 평균자본(지배지분)	471,538	968,888	1,522,746	2,171,130	3,154,012	4,851,319
ROE(%)	-12.7%	-8.0%	13.2%	22.5%	33.5%	41.4%

## 6.8. RIM Valuation

Risk-free interest rate	0.26%
Beta	0.95
MRP	5.23%
Cost of Equity	5.3%

COE 산정에 있어서 무위험 수익률은 미국의 3년 국고채 수익률인 0.26%를 적용하였으며, 시장 위험 수익률은 Damodaran (20년 7월)에 따라 5.23%를 사용하였다.

마지막으로 Beta의 경우에는, Hamada 모형을 사용하여 별도로 산출하였다. 동사와 직접적인 경쟁사 관계에 속하는 기업은 아마존과 구글 등 거대 플랫폼 기업이다. 그러나, 다양한 사업을 영위하고 있는 기업으로부터 스마트 TV 사업부만을 분리해내는 것이 불가능하였다. 이에 동종기업 Peer로 OTT 서비스의 1위 사업자인 Netflix를 참고하였다. Netflix를 동종기업 Peer로 선정한 이유는 다음과 같다.

### (1) 플랫폼 성격의 유사성

Netflix와 동사는 각각 OTT, 스마트 TV 플랫폼이라는 서로 다른 사업을 영위하고 있지만, 유사한 플랫폼 모델을 보유하고 있다. 아마존과 구글은 Open Platform을 운영하며 양방향으로 거래, 소통이 이루어지는 플랫폼을 추구한다. 반면, 동사와 Netflix의 경우에는 Closed Platform을 운영하고 있다. 이에 따라 두 기업의 플랫폼 모델에서는 간접 네트워크 효과가 주를 이룬다. 플랫폼을 사용하는 소비자가 많아질수록, 광고주 혹은 콘텐츠 제공자가 플랫폼에 참여할 유인이 늘어나고, 이것이 다시 소비자를 불러오는 선순환 효과를 불러온다. 이 점을 고려했을 때, 거대 플랫폼 기업보다 Netflix가 Peer로서 더 적합하다고 판단하였다.

### (2) 시장 지위의 유사성

Netflix의 경우 OTT 시장 내의 1위 사업자로, 현재에는 디즈니+와 Hulu 등 다양한 기업이 진출하여 경쟁이 더욱 치열해지고 있는 상황이다. 이는 현재 동사가 3세대 OTT 시장인 OTT 플랫폼 시장 내에서 처한 상황과 매우 유사하다고 판단하였다. 동사는 현재 OTT 디바이스와 스마트 TV 시장 내에서 점유율 1위 사업자이며, 최근 아마존 등의 대기업이 시장에 진입하고 있으나 보고서의 논리와 같이 앞으로도 1위를 유지할 역량을 보유하고 있다. 이러한 시장 지위를 고려하였을 때, Netflix가 적합한 Peer라고 판단하였다.

(단위: 천 달러)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
스프레드(ROE-COE)	-18.0%	-13.2%	8.0%	17.3%	28.2%	36.2%
잔여이익	-84,710	-128,146	121,238	374,675	890,999	1,755,949
현재가치			1	0.95	0.90	0.86
잔여이익의 현재가			121,238	355,974	804,273	1,505,917

RIM에 의해 계산된 목표주가와 상승여력, 민감도 분석 결과는 다음과 같다.

2021E	
잔여이익의 현재 합계 (천 달러)	2,787,401
영구성장률	0.5%
Terminal Value	31,679,475
기초자기자본	1,239,351
주주지분가치 (천 달러)	35,706,227
유통주식수 (개)	108,986,407
목표주가	327.62
현재주가	230.00
상승여력	42%

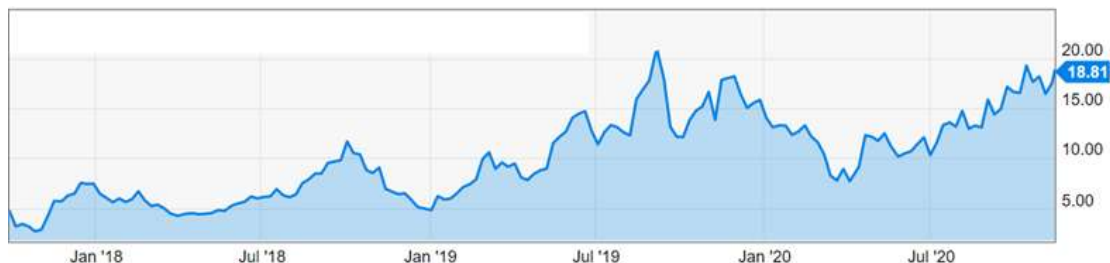
		영구성장률				
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
COE	3.30%	100%	127%	165%	218%	302%
	4.30%	54%	70%	90%	116%	152%
	5.30%	24%	34%	48%	62%	81%
	6.30%	3%	10%	18%	28%	39%
	7.30%	-12%	-7%	-2%	5%	12%

이에 따른 2021년 목표주가는 327.62이며, 상승여력 42%로 투자의견 BUY를 제시한다.

### 6.9. 보조 지표 - Implied PSR

보조지표 - PSR Valuation	
목표주가	327.62
2021E 주당매출액 (달러)	24
2021E Implied PSR	13.7

절대가치 평가법의 특성 상, 밸류에이션 과정에 많은 가정이 내포되어 있어 상대가치법에 의한 Valuation을 함께 확인할 필요가 있다. 현재의 목표주가 \$327.62는 2021년의 주당매출액 \$24에 13.7배를 곱한 값이다.



위 그래프는 동사의 PSR Band이다. 동사는 과거 DataXu를 인수하였을 때 가장 높은 Multiple인 21배를 받은 바가 있으며, 현재에도 코로나 이후 지속적으로 Multiple이 상승하고 있는 상황이다. 과거 추이를 살펴보았을 때, 2021년의 13.7배 PSR Multiple은 무리한 추정치 아니라고 판단한다.

그렇다면 동사와 유사한 사업을 영위하고 있는 기업들의 PSR를 확인할 필요가 있다. Netflix와 더불어 동사의 Oneview 서비스와 유사한 사업을 영위하고 있는 Trade Desk의 PSR을 함께 살펴보았다. 그 결과, Trade Desk에 비해서는 현저히 저평가되었음을 파악할 수 있었으며, Netflix의 경우에는 동사보다 조금 낮은 Multiple을 받고 있지만 이는 21년 동사의 매출이 이제 성장 도입 단계이며, Netflix는 이미 성장을 어느 정도 이룩한 데에서 오는 차이라고 판단하였다.

Netflix	9.248
Trade Desk	49.61

이에 따라 유사 업종 Peer와 비교했을 때에도 현재의 PSR Multiple은 과도한 추정이 아니라고 판단하는 바이다.

### Notice.

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