

### OTT 서비스와 광고의 조우, 물결을 타고 하늘높이 만개하다

동사의 2023 Fwd EPS 4,349원에 Target PER 10.5x를 적용한 45,500원을 목표주가로 제시한다. NETFLIX의 광고요금제 도입으로 개화하는 국내 OTT 광고시장에서 동사에게 예견된 수혜가 탄탄한 펀더멘털을 뒷받침한다.

2023년 초로 예정된 광고요금제 도입 이후, 동사의 OPM은 2022년 25%에서 2023년 32% 수준까지 증가할 것으로 전망한다. 아울러 동사는 팬데믹 이후 가속화된 디지털 광고 시장의 성장과 이를 온전히 만끽할 수 있는 튼튼한 체력으로 구조적 성장을 일구어 낼 것이다.

### 투자포인트 1. 거대한 파도, NETFLIX 광고요금제

명실상부 NO.1 거대 스트리밍 플랫폼인 NETFLIX가 광고요금제 도입을 앞두고 있다. <투자포인트 1>에서는 NETFLIX가 국내 OTT 광고시장에 진출하는데 있어 동사와의 파트너십이 필연적임을 설명하고자 한다. 더불어 동사의 사업구조상 카니발리제이션에 대한 우려없이 OTT 광고시장 개화로 인한 수혜를 온전히 흡수할 수 있음을 피력한다.

### 투자포인트 2. 튼튼한 체력, 본업도 견조하다

앞서 NETFLIX발 업사이드가 기대되는 이유를 밝혔다면, <투자포인트 2>를 통해 동사의 본업 또한 탄탄히 성장할 것임을 밝히고자 한다. 코로나가 야기한 급격한 디지털 전환과 광고주들의 지속적인 온라인 광고 선호가 더해져 온라인 광고 시장은 꾸준히 성장할 것이다. 더불어 엔데믹 업종 광고주들의 온라인 광고 집중과 확대, 그리고 해당 광고에 적합한 동사의 서비스가 만나 당장의 22년 하반기 실적 또한 견조할 것으로 전망한다.

추정 손익계산서 (단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
영업수익	117,006,838	111,641,077	124,160,713	32,558,328	39,047,358	147,569,457	177,555,167
YoY(%)		-4.6%	11.2%			18.9%	20.3%
영업비용	86,448,235	84,673,133	91,285,410	25,639,771	28,256,979	109,695,129	120,114,585
영업이익	30,558,603	26,967,943	32,875,303	6,918,557	10,790,379	37,874,328	57,440,582
OPM(%)	26.1%	24.2%	26.5%	21.2%	27.6%	25.7%	32.4%
영업외손익	1,004,618	2,881,788	3,182,076	449,938	437,374	2,452,534	2,462,925
법인세비용차감전순이익	31,563,221	29,849,731	36,057,379	7,368,495	11,344,002	40,326,863	59,903,507
법인세비용	9,079,133	6,715,516	8,937,641	1,866,028	2,777,074	10,222,851	15,185,526
당기순이익	22,484,088	23,134,215	27,119,738	5,502,467	8,566,928	30,104,012	44,717,982
NPM(%)	19.2%	20.7%	21.8%	16.9%	21.9%	20.4%	25.2%

### Rating

**Buy**

목표주가: 45,500 원

현재주가: 29,550 원

상승여력: 54%

### 12M 추가추이

시가총액 3,114 억원



### Balance sheet data (21A)

순자산 2,218 억원

PBR 1.40x

ROE 12.21%

### Earning data

PER (12M Fwd) 8.48x

PER (TTM) 10.9x

EPS 2,481 원

당기순이익 271 억원

### 주요 주주

(주)케이티 42.96%

정기호 16.60%

박평권 0.17%

### SMIC 3 팀

팀장 45 기 오승환

팀원 45 기 차환진

46 기 강민지

46 기 신기원

46 기 이태성

# CONTENTS

---

Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석	07
투자포인트 1. 거대한 파도, NETFLIX 광고요금제	10
투자포인트 2. 튼튼한 체력, 본업도 견조하다	17
5. Valuation	25
6. Appendix	30

## Intro

### 廣 넓을 광    告 고할 고

본 보고서는 광고문이다. 본고는 세상에 널리 알린다는 광고의 어원적 의미를 비전으로 삼는다.

*코스피 2200선 붕괴, 2년 2개월 만 최저 수준...  
외국인 보유 시총 비중 금융위기 이후 최저...*

한국 숫이라는 농담이 나올 정도로 추락위험에 대한 공포가 시장 전반에 번지는 요즘, 세상에 널리 알려야만 하는 종목이 있다.

위기 속 우연해 보이는 기회를 필연적으로 거머쥔 기업,  
위기의 시류와 역행하는 산업의 흐름에 올라탈 기업,  
튼튼한 체력으로 위기를 슬기롭게 경영할 기업  
본 보고서는 이러한 기업을 세상에 널리 알리고자 한다.

광고매체기획과 광고 솔루션을 제공하는 디지털 미디어렐사 나스미디어가 그 주인공이다.

- 1) NETFLIX로부터 시작된 OTT 광고 시장 개화에 따른 거대한 수혜
  - 2) 디지털 광고시장의 구조적 성장이 견인하는 견조한 하방
  - 3) 두 갈래의 물결에 올라타 파도를 만끽할 튼튼한 체력
- 지금, 나스미디어는 위 세 가지 조건을 모두 충족한다.

모든 것을 갖춘 동사에게 남은 일은 이 모든 것이 세상에 널리 알려지는 것뿐이다.

세상의 광고를 주관하는 동사지만 정작 동사의 진가는 시장에 광고되지 않았다. 그리고 본고에서는 위기 속 만개하는 동사의 청운을 날날이 광고하여 저평가의 굴레를 끊어내고자 한다.

*“광고로 흥한 자, 광고로 다시 일어나리라”*

## 산업 분석

### 1.1. 광고 산업

광고업은 광고주의 니즈에 맞는 미디어, 전략 등의 서비스를 제공하는 산업으로 **적합한 마케팅 솔루션 제공 역량 및 우수한 인력**이 사업의 가장 중요한 자산이다.

온라인 광고  
중심으로 성장 중인  
광고 산업

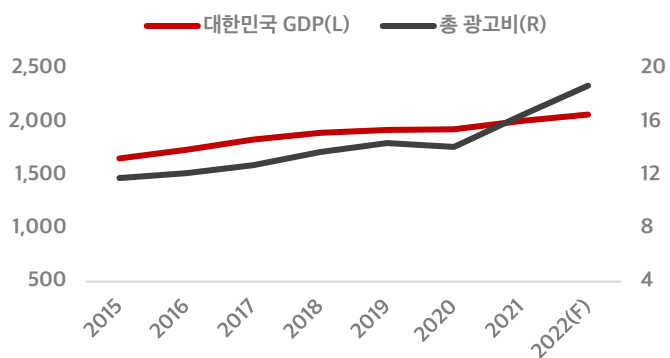
이러한 광고 시장은 두 가지 특징을 지닌다. 첫 번째는 **광고 시장이 국가의 경제성장**과 밀접한 상관관계를 맺고 있다는 점이다. [그림 1-1]을 보면, 한국의 GDP 성장에 따라 총 광고비는 추세적으로 꾸준히 증가해 왔다는 점을 확인할 수 있다. 이러한 광고 시장의 특징 때문에 광고 시장의 규모는 한 나라의, 또는 한 산업의 성장 수준을 가늠할 수 있는 척도이다. 또 다른 특징은 광고시장이 **계절성을 띤다**는 것이다. 대체로 광고산업은 4분기→2분기→3분기→1분기 순으로 실적이 좋는데, 이는 4분기에는 크리스마스와 연말 시즌이 있으며 2분기에는 여름 상품 출시 기간이 있기에 매출이 크게 발생하기 때문이다.

지원 서비스 수준에서  
고도화된 정보 산업으로  
전환 중인 광고 산업

전통적으로 광고 산업은 다른 산업을 지원하는 보조자의 역할을 수행해왔다. 그러나 오늘날 광고 산업은 정보 통신 및 기술 혁신에 힘입어 단순한 지원 서비스에서 **고도화된 정보 산업으로 전환되고 있다**. 이러한 광고 시장의 변화는 온라인 광고 시장의 성장을 통해 확인할 수 있다. 온라인 광고 시장의 성장률은 대한민국 총 광고비 성장률의 3배 이상이며, 그 외 방송, 인쇄 등의 다른 매체들을 통한 광고비 비중은 모두 꾸준히 감소해왔다. **앞으로 온라인 광고 시장의 성장세는 지속될 것으로** 보이며, 내년부터는 전체 광고시장 중 온라인 광고 시장의 비율이 55% 수준 이상이 될 것이다.

그림 1-1. 국내 총 광고비 및 GDP 추이

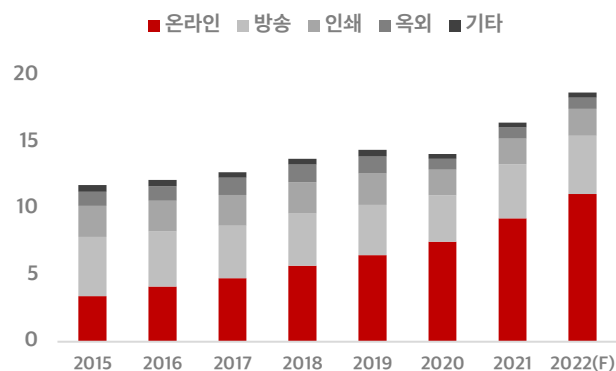
(단위: 조 원)



출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

그림 1-2. 매체별 국내 광고비 추이

(단위: 조 원)



출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

광고 산업 내 플레이어  
: 광고주, 광고대행사,  
미디어렙사, 매체사

기술의 발전에 따라 광고 산업 내 밸류체인 역시 꾸준히 변화해 왔다. 오늘날 광고 산업은 다양한 조직이 서로 밀접하게 영향을 주고받기에 매우 복잡한 구조를 갖지만, 그 주체는 크게 **광고주, 광고대행사, 미디어렙사, 그리고 매체사 4개로** 나눌 수 있다. **광고주**는 광고비를 집행하는 주체로서 광고를 의뢰한다. 그리고 **광고대행사**는 광고주를 대신하여 광고 제작 및 매체 선정을 담당하는 주체이며, **미디어렙사**는 매체사를 대신해 광고판매를 대행하는 역할을 담당한다. 마지막으로 **매체사**는 소비자와의 접점 역할을 한다

그림 1-3. 광고 산업 밸류체인



출처: 나스미디어 IR, SMIC 3팀

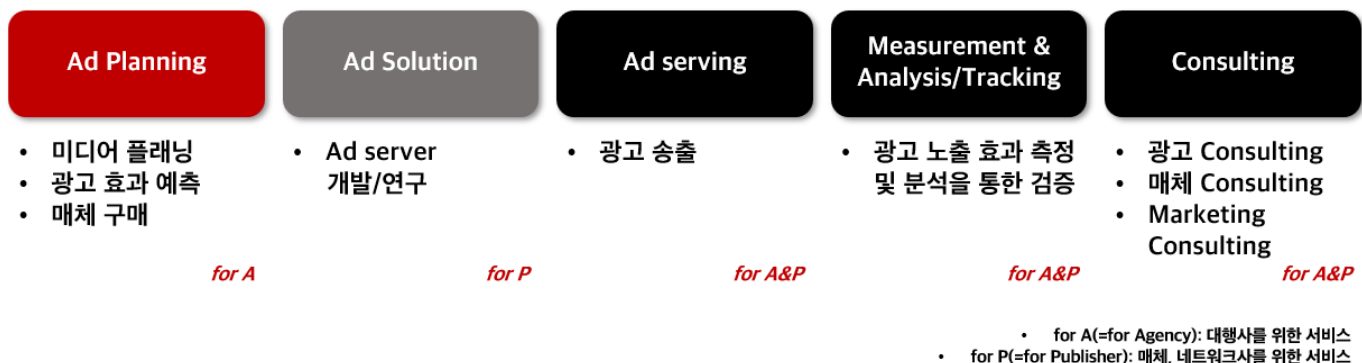
광고 산업의 밸류 체인을 제대로 이해하기 위해서는 광고대행사 및 미디어렙사의 수익 모델을 이해할 필요가 있다. 통상적으로 광고대행사는 광고주로부터 받은 광고비를 매체사에게 전부 지급한 후, 다시 매체사로부터 수수료를 받는 특이한 수익 구조를 갖는다. 매체사가 광고대행사에게 주는 수수료 비율은 매체사의 영향력에 따라 달라지게 된다. 보통 매체사가 광고대행사 및 미디어렙사에게 지급하는 수수료는 광고대행사 15~20%, 미디어렙사 10~15% 수준으로 형성되어 있다.

### 1.2 미디어렙

계속해서 커져가는 미디어렙사의 역할

그렇다면 밸류체인 내에서 동사가 속한 미디어렙사가 담당하는 역할은 무엇일까? 이를 알기 위해서는 미디어렙사가 하는 일에 대해 면밀히 살펴봐야 한다. 미디어 시장의 공급이 풍부해진 오늘날 미디어렙사의 역할은 점점 커져가고 있다. 광고대행사와 매체사를 위한 서비스를 모두 제공하는 미디어렙사의 역할은 크게 다섯 가지로 나눌 수 있다.

그림 1-4. 미디어렙사의 역할



• for A(=for Agency): 대행사를 위한 서비스  
 • for P(=for Publisher): 매체, 네트워크사를 위한 서비스

출처: 언론종합, SMIC 3팀

**① Ad Planning**

Ad Planning은 광고대행사를 위한 서비스로 **광고 효과를 예측하고 그에 맞는 효과적인 매체를 구매해주는 서비스**를 의미한다.

**② Ad Solution**

Ad Solution은 **매체사를 위한 광고 서버를 개발하고 연구하는 서비스**이다. 여러 개의 웹사이트에서 배너 광고를 취급하는 프로그램인 광고 서버를 통해 고객의 방문과 이동에 관한 통계치를 제공한다. 그리고 이외의 서비스들은 **매체사와 광고대행사 모두를 위해 제공하는 서비스**이다.

**③ Ad Serving**

Ad Serving을 통해 광고가 얼마나 효과적인지, 콘텐츠가 원하는 결과를 적절히 생성하는지 따져 **광고대행사와 매체사 모두를 위한 타겟팅을 통해 광고를 송출**한다.

**④ Measurement & Analysis/Tracking**

Measurement & Analysis/Tracking을 통해 **송출된 광고의 효과를 측정하고 분석**한다.

**⑤ Consulting**

마지막으로 광고대행사와 매체사에게 Marketing 형태와 방법에 대한 Consulting 또한 제공한다.

결론적으로 미디어렐사는 **매체사로부터 위탁을 받아 광고대행사에게 광고지면을 판매하고, 광고 성과를 측정 및 보고하는 역할**을 한다. 이러한 역할들을 통해 광고주들은 매체사가 광고를 얻기 위해 압력을 가하는 것으로부터 피할 수 있으며, 매체사들은 방송 등의 편성과 제작을 광고영업과 분리시켜 효율성을 확대할 수 있다는 이점이 있다.

## 기업 분석

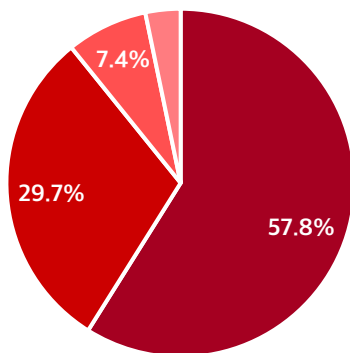
### 2.1. 기업 개요

꾸준한 국내 No.1  
미디어업사인 동사

나스미디어(이하 동사)는 2000년 3월 설립되어 2013년 3월 코스닥 시장에 상장됐다. 설립 이후 2008년 KT에서 지분 50%를 인수하여 KT그룹 계열에 편입되었다. 편입 후 KT의 고객군과 데이터를 활용해온 동사는 일찍이 온라인 광고 시장을 개척하여 **국내 No.1 미디어업사**의 위치를 유지해왔다.

그림 2-1. 동사 사업부문별 매출 비중 (2021년 기준)

■ 온라인DA ■ 모바일플랫폼 ■ 디지털방송 ■ 디지털옥외



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-2. 동사의 사업부문별 광고 형태



출처: 검색엔진, SMIC 3팀

### 2.2. 사업 부문

온라인 DA = 배너 혹은  
영상 형태의 광고

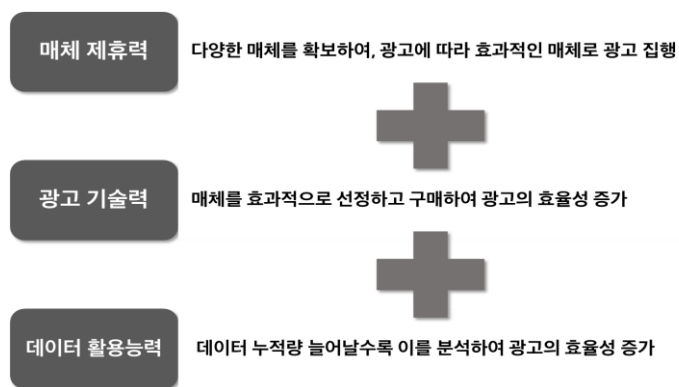
이런 동사의 사업부문은 크게 온라인 DA, 모바일플랫폼, 디지털방송, 디지털옥외광고 네 가지로 나눌 수 있다. 매출의 절반 이상을 차지하는 **온라인 DA광고**는 핸드폰이나, 컴퓨터로 웹서핑을 하면서 배너나 영상 형태로 만나는 광고들을 의미한다.

개인별 데이터를 이용하여  
맞춤형 광고를 제공하는  
모바일플랫폼

동사의 주된 사업부문 중 하나인 **모바일플랫폼 광고**는 크게 퍼포먼스 광고와 프로그래매틱 광고로 나뉜다. 두 방식 모두 다른 경로로 광고를 제공하지만 개인별 데이터를 이용하여 소비자와 매체사에게 가장 적합한 광고를 제공한다는 점에서 공통점이 있다.

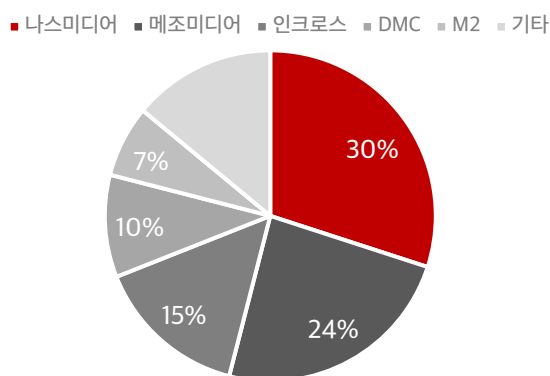
동사는 Nswitch라는 플랫폼을 통해 데이터를 수집하고 **소비자의 행동을 트래킹하여 맞춤형 광고를 제공하는 퍼포먼스 광고**를 제공한다. 그리고 프로그래매틱 광고는 방대한 데이터를 활용하여 광고목표에 따라 더 효율적으로 광고가 송출될 수 있도록 하는 기술이다. **적재적소에 타겟팅된 광고를 배치하여 광고효과의 효율성을 높이는 서비스**로 동사는 Admixer, Adpacker 플랫폼을 통해 광고를 제공한다. 이외에도 동사는 IPTV 방영 중에 송출되는 광고인 **디지털 방송 사업**과 많은 사람들이 통행하는 장소에 노출하는 광고인 **디지털 옥외광고 사업** 또한 영위하고 있다.

그림 2-3. 미디어렐사의 경쟁 요소



출처: SMIC 3팀

그림 2-4. 국내 미디어렐사 M/S

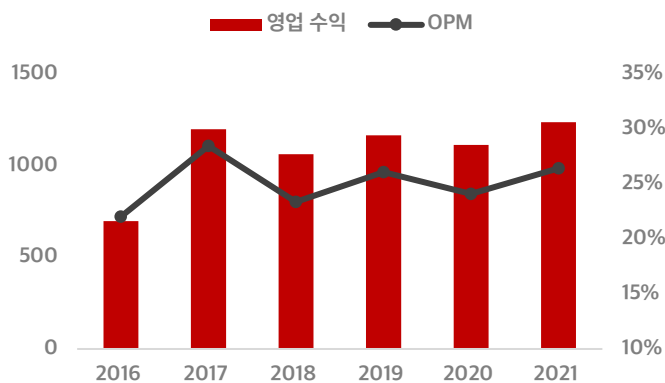


출처: 나스미디어 IR, SMIC 3팀

우월한 매체 제휴력을 바탕으로 한 국내 No.1 M/S 이렇게 다양한 형태의 광고를 집행해온 동사는 20년 간의 노하우를 기반으로 1000여 개의 광고대행사 및 850여 개의 매체사와의 거래를 꾸준히 이어오고 있으며 업종별로 다수의 레퍼런스를 보유하고 있다. 그리고 매체 제휴력을 통한 광고 인벤토리 확보는 미디어렐사의 주요 경쟁력이며, 동사의 최대 강점이다. 이를 바탕으로 한 우월한 광고 기술력과 데이터 활용 능력을 보유하고 있는 동사는 긴 시간동안 국내 미디어렐사 1위 M/S를 유지해 올 수 있었다.

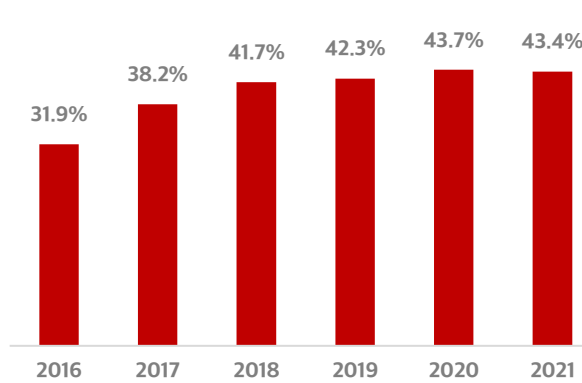
### 2.3. 재무 분석

그림 2-5. 동사 영업 수익 및 영업이익률 (단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-6. 영업비용 중 급여의 비중



출처: DART, SMIC 3팀

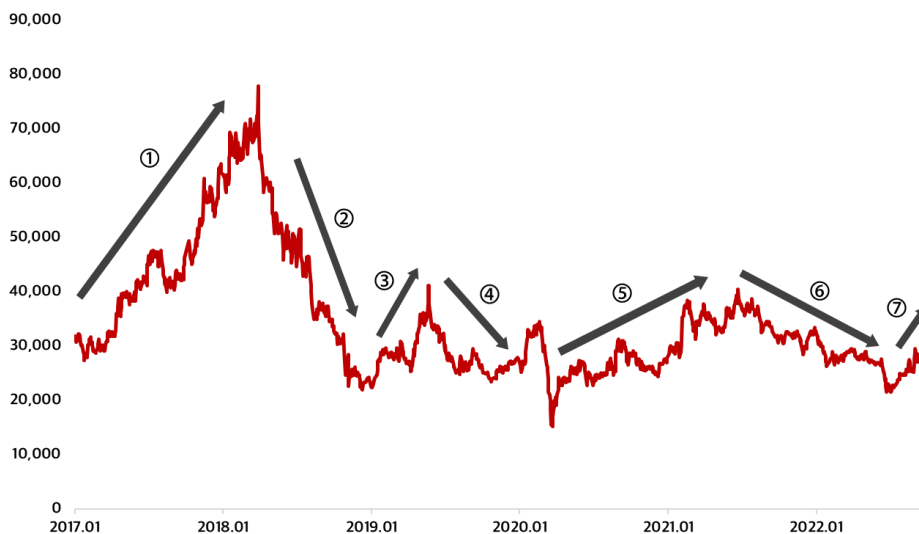
#### 외형성장

→ 큰 폭의 이익률 개선

동사는 매출원가 성격의 비용이 없기에 영업수익에서 영업비용을 차감하는 방식으로 영업이익을 표시한다. 동사의 영업수익과 영업이익률을 보면 영업레버리지 효과가 커 매출 규모가 커질수록 영업이익률이 빠르게 성장하는 것을 볼 수 있다. 이는 미디어렐 BM의 특성상 영업수익이 늘어날 때 인건비를 제외하면 추가적으로 들어가는 비용이 제한적이기 때문이다. [그림 2-6]을 보면 급여가 영업비용의 상당부분을 차지한다는 것을 알 수 있다. 이런 점들로 미루어 보아 후에 동사가 외형성장을 이루어 낼 경우 동사의 이익률 개선 또한 큰 폭으로 이루어질 수 있음을 알 수 있다.

## 2.4. 주가 분석

그림 2-7. 주가 추이



출처: Big Finance, SMIC 3팀

- ① '17년 초까지 동사는 디스플레이광고 중심의 사업을 영위하는 기업이었다. 그러나 17년 5월 NSM(플레이디)를 인수하며 검색광고 시장에서도 입지를 넓힐 수 있게 되었다. 이에 더해 NSM의 실적이 17년부터 연결기준실적에 반영되기 시작하여 실적성장에 크게 기여하며 큰 주가 상승을 이끌었다.
- ② '18년 초 플레이디 인수로 인해 크게 늘었던 실적과 비교하여 저조한 성장을 보이며 주가가 크게 하락했다. 온라인 광고 시장 내 경쟁이 심화되며 수익성이 둔화될 것이라는 시장참여자들의 우려가 주가의 하락으로 이어졌다
- ③ 동사의 실적 턴어라운드가 주가를 견인했던 시기이다. 플레이디의 쿠팡과 같은 대형광고주 수주, Admixer와 같은 프로그래매틱 광고 플랫폼의 실적개선으로 향후 동사의 성장성이 높을 것이라는 기대가 있었다.
- ④ 온라인 광고 시장의 경쟁이 수수료 인하로 이어지며 실적악화로 인해 주가가 하락하였다.
- ⑤ 코로나19로 인한 동영상 시장과 모바일플랫폼의 급격한 성장이 미디어렙사들의 실적성장으로 이어지며 주가가 상승하였다.
- ⑥ K-딜, 미디어 커머스 등 신사업을 출시하였지만 초기 성과가 가시적으로 나타나지 않았다. 동시에 전반적인 시장 침체의 분위기 속에서 주가가 동사의 중장기 성장성을 반영하지 못한 채 주가가 지속적으로 하락하는 모습을 보였다.
- ⑦ 이후 동사가 NETFLIX가 국내 OTT 광고 시장을 개화하는데 있어 동사와의 파트너십을 맺을 것이라는 기대감으로 주가의 상승이 이어지고 있다.

후에 서술될 <투자포인트 1>을 통해 ⑦에서의 기대감이 아직 동사의 주가에 모두 반영된 것이 아님을 피력하고자 한다. 나아가 NETFLIX가 국내 OTT광고 시장에 진입할 때 동사와 필연적으로 협업할 것임을 보이고 이러한 과정을 통해 동사에 일어날 변화를 설명할 것이다. 최종적으로 영업수익 추정을 통해 구체적으로 동사가 맞이할 변화를 숫자로 그려내고자 한다.

## 투자포인트 1. 거대한 파도, NETFLIX 광고요금제

**“미국 내 프라임타임 인터넷 트래픽의 3분의 1을 NETFLIX가 사용하고 있다.”**

라는 CNN 보도가 있을 정도로 NETFLIX는 OTT시장에서 누구도 부정할 수 없는 No.1 key player이다. 이러한 NETFLIX가 지금, OTT와 광고 양대 시장을 뒤흔들 변혁을 꾀하고 있다. 지금까지 지켜왔던 무광고정책이라는 포부를 버리고 **광고요금제 도입**을 앞두고 있는 것이다.

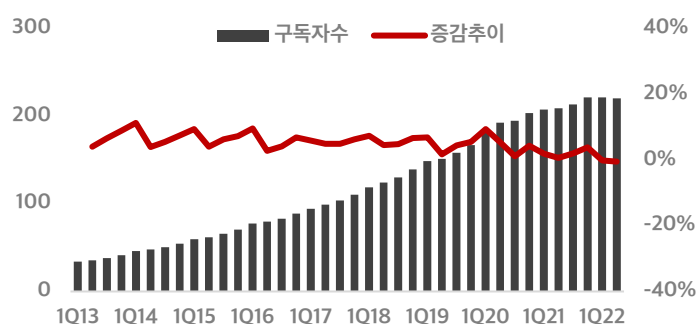
그리고 OTT 서비스와 광고의 거대한 조우는 OTT 광고 시장이라는 새로운 시장으로의 문을 열고 있다. OTT 광고시장의 개화라는 거대한 파도가 일고 있는 지금, 나스미디어는 이에 올라탈 준비가 되어있다. 미디어렙사로 광고산업 밸류체인 의 한 축을 담당하고 있는 동사는 온라인 광고 시장의 중개자로서 그 누구보다 큰 수혜를 받을 것이다. 거대한 파도를 만끽하며 하늘 높이 만개할 동사의 청사진을 살펴보자.

### 3.1. NETFLIX의 국내 OTT 광고시장 개화

과거의 입지를 유지하지 못하고 있는 NETFLIX

OTT(Over the Top) 서비스의 대명사가 된 NETFLIX이지만, 최근 NETFLIX의 OTT시장에서의 입지는 예전과 같지 않다. NETFLIX는 Disney 등 타 OTT플랫폼들과의 경쟁 심화, 엔데믹으로 인한 야외활동 증가에 따른 OTT시장의 성장 둔화로 실적 악화와 큰 주가 하락을 맞이했다. 기존의 사업모델로는 추가적인 성장이 불가능하다고 판단한 NETFLIX는 파격적인 변화를 시도하게 된다. 바로 **광고요금제 도입**이다. 기존의 NETFLIX는 광고없이 콘텐츠를 제공하였지만, 이제는 반 값의 구독료로 콘텐츠 방영 직전과 직후에 광고를 송출하는 광고요금제를 도입할 예정이다.

그림 3-1. 전세계 NETFLIX 구독자수, 증감 추이 (단위: 백만 명)



출처: Statista, SMIC 3팀

그림 3-2. NETFLIX 주가 추이 (단위: USD)



출처: Yahoo Finance, SMIC 3팀

광고요금제 도입을 더 이상 늦출 수 없는 NETFLIX

사실 광고요금제는 NETFLIX의 도입 전부터 다른 OTT 플랫폼들에서 시행되었다. [그림 3-3]에서 볼 수 있듯, 많은 OTT플랫폼들이 광고요금제를 서비스 시작부터 시행하거나 NETFLIX보다 훨씬 빠른 시점부터 도입하기 시작했고 **광고요금제 도입으로 하여금 시청자들에게 큰 호응을 얻을 수 있었다.** 고객들에게 편리한 서비스를 제공한다는 사명 하나로 광고를 허용하지 않던 NETFLIX지만 **광고요금제라는 좋은 BM**을 더 이상 외면할 수 없는 것이다.

그림 3-3. OTT플랫폼 광고요금제 도입시기 및 가격

OTT플랫폼 광고요금제		
OTT업체	광고요금제 도입시기	월별 (일반/광고) 요금제
HULU	07년 10월	\$11.99 / \$5.99
Peacock	20년 4월	\$9.99 / \$5
HBOMAX	21년 6월	\$14.99 / \$9.99
Paramount +	22년 4월	\$9.99 / \$4.99
NETFLIX	22년말	\$15 / \$7~\$9
Disney +	22년말	\$10.99 / \$7.99

출처: 각사 홈페이지, SMIC 3팀

그림 3-4. NETFLIX 無광고서비스 관련 언론보도

#### Netflix boss explains why the service doesn't feature advertisements

"It's definitely not a rule. It's a judgment call," he said in regards to keeping ads off of Netflix. "It's a belief we can build a better business, a more valuable business [without advertising]. You know, advertising looks easy until you get in it. Then you realize you have to rip that revenue away from other places because the total ad market isn't growing, and in fact right now it's shrinking. It's hand-to-hand combat to get people to spend less on, you know, ABC and to spend more on Netflix. There's much more growth in the consumer market than there is in advertising, which is pretty flat."

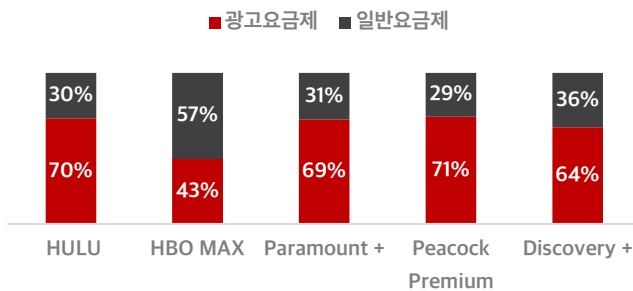
출처: 언론종합, SMIC 3팀

### 3.1.1. OTT 서비스의 광고요금제 도입효과.

광고요금제 도입에  
열광하는 구독자들

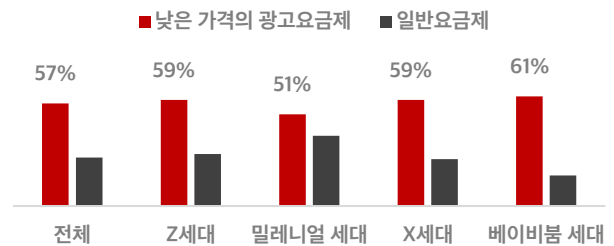
광고요금제 도입으로 인해서 NETFLIX에 어떤 변화가 일어날 지 보기 위해서는 과거 스트리밍 서비스들이 광고요금제를 도입한 후 어떤 효과를 보았는지 살펴봐야 한다. 타 스트리밍 서비스들의 광고요금제 구독자수의 비중을 보면 많은 시청자들이 OTT 서비스의 광고요금제에 열광한다는 사실을 알 수 있다.

그림 3-5. 스트리밍 서비스들의 광고요금제 이용자 비중



출처: S&amp;P, SMIC 3팀

그림 3-6. 광고요금제 찬성 구독자 비중



출처: Morning Consult, SMIC 3팀

높은 비중으로  
광고요금제 전환이  
가능할 NETFLIX

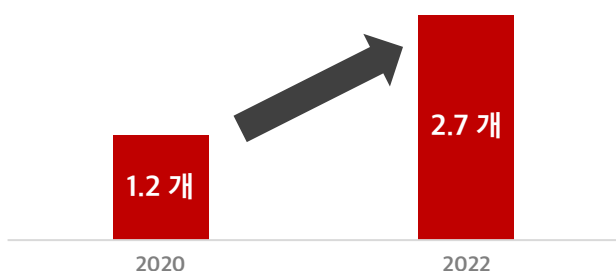
[그림 3-5]를 보면, 대부분의 OTT 플랫폼에서 약 70%에 달하는 광고요금제 구독자수 비중을 지니고 있다. HBO Max만 40% 정도의 광고요금제 구독자수 비중을 지니는데, 이는 비교적 높은 광고요금제 가격과 오프라인 다운 제한 및 고화질 시청 불가 등의 추가적인 제한요건으로 인한 예외적인 수치라 볼 수 있다. 따라서 다른 OTT 플랫폼들의 선례를 참고했을 때, NETFLIX도 높은 비중으로 광고요금제로의 전환을 도모할 수 있을 것이라 예상된다.

광고요금제 도입  
→ 더 많은 구독자를  
모을 수 있는 유인!

나아가 스트리밍 서비스에 대한 복수구독 트렌드로 저렴한 구독료에 대한 니즈는 더욱 증가했다. 다양한 콘텐츠를 향유하고자 하는 소비자들이 증가함에 따라 개별 OTT 서비스에 대해서는 저렴한 가격을 원하는 소비자들이 늘어나는 것이다. 이용자별 평균 구독 플랫폼 개수는 2020년에 1.2개 정도에 그쳤지만 2022년에는 2.7개로 2년 사이 2배 넘게 증가하였다. 따라서 변화하는 OTT 시장의 트렌드에 발 맞추어 저렴한 광고요금제를 출시하는 것은 더 많은 구독자들을 모을 수 있는 유인이 될 것이다.

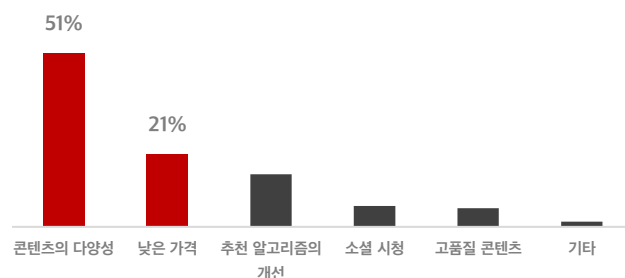
그림 3-7. 이용자별 평균 구독 플랫폼 개수

(단위: 개)



출처: 통계청 및 언론종합, SMIC 3팀

그림 3-8. OTT 플랫폼에 바라는 개선사항



출처: 통계청, SMIC 3팀

해외 OTT플랫폼들은 광고요금제를 활발하게 시행해왔지만, 국내에서는 이번 NETFLIX의 도입이 OTT 광고의 첫 시작이다. 국내 OTT시장에서 60% 가까이 시장점유율을 보유하고 있는 NETFLIX가 광고요금제를 도입하게 되면 국내 모든 스트리밍 서비스 시청자들은 본 서비스에 주목할 수밖에 없을 것이다.

### 3.2. Microsoft와 손잡은 NETFLIX

광고요금제 도입을 위해 파트너십이 필수적인 NETFLIX

NETFLIX가 광고시장에 첫걸음을 내딛기 위해서는 파트너사와의 협업이 필요하다. NETFLIX는 이전까지 콘텐츠 사업만 영위했었기에 함께 광고를 집행할 수 있는 **파트너사나 in-house 광고대행사가 존재하지 않는다**. 따라서 in-house 광고대행사가 있는 Disney+ 등의 타 OTT 플랫폼과는 달리 NETFLIX는 **파트너십이 필수적**이었다.

그리고 지난 7월 NETFLIX는 Microsoft와의 파트너십을 발표하며 광고도입을 위한 발판을 마련하였다. 그렇다면 왜 NETFLIX는 수많은 소프트웨어 기업 중에서 Microsoft와 협업하기로 하였을까? 그 이유는 Microsoft가 작년 12월 AT&T로부터 인수한 Xandr에 있다. Xandr는 **글로벌 Ad-tech 회사**로 다양한 알고리즘을 활용하여 자동화된 프로세스에 따라 온라인 광고를 거래하는 **프로그래매틱 광고 서비스**를 제공한다. 포털, SNS, 웹사이트 등 온라인 플랫폼의 확장에 따라 효율적인 온라인 광고 집행이 중요해지는 가운데, **프로그래매틱 광고 등의 Ad-technology는 점차 필수불가결한 기술이 되고 있다**.

프로그래매틱 광고가 활용되기에 최적인 OTT 시장

한편, 누가 무엇을 얼마나 봤고 어떤 프로그램을 즐겨보는지를 데이터로 추적할 수 있는 OTT 시장은 **프로그래매틱 광고가 활용되기에 최적의 시장**이다. 기존 TV 광고에서는 시청률 등의 보편적인 지표로만 광고효과를 분석할 수 있었다면 OTT 광고에서는 다량의 데이터를 바탕으로 **정확한 타겟마케팅**을 할 수 있기 때문이다.

10 개국에 광고구독모델을 도입할 예정인 NETFLIX

따라서 NETFLIX는 OTT 서비스와 시너지를 극대화할 수 있는 Ad-tech 기술을 필요로 하는 상황에서, top Ad-tech 기업 Xandr를 인수한 Microsoft와 협업을 결정한 것이다. 나아가 Microsoft는 Xandr의 프로그래매틱 광고 외에도 NETFLIX의 광고도입에 대한 기술적인 부분을 전면적으로 담당하기로 하였다. 이로써 NETFLIX는 **Microsoft와의 파트너십을 바탕으로 미국과 한국을 포함한 약 10개국에 광고구독모델을 도입할 예정이다**.

### 3.2.1. 한국 NETFLIX와 나스미디어의 예견된 동행

나스미디어의 도움이  
절실한 NETFLIX!

한국에서 NETFLIX가 광고 요금제를 도입하기 위해서는 Microsoft와의 파트너십만으로는 역부족이다. **한국 광고시장에서 광고주, 대행사와의 네트워크가 잘 형성되어 있는 한국 미디어 렉사의 도움이 필요하다.** 그리고 본 보고서는 나스미디어가 이 자리를 꿰찰 주인공이 될 것이라 확신한다.

나스미디어는 국내 시장점유율 1위에 해당하는 국내에서 가장 잘 나가는 미디어렉사이다. 그리고 낯선 해외시장에서 새로운 시도를 하는 NETFLIX 입장에서는 **가장 잘 나가는 회사라는 이유만으로도 충분히 매력적인 이점**이 될 것이다. 그러나 여기에 더해 본 보고서는 3가지 이유로 나스미디어가 NETFLIX와 압도적인 fit을 자랑함을 피력하고자 한다.

#### 1) 구관이 명관이지! Microsoft와의 독점계약 이력

MMN 과의 독점계약  
레퍼런스가 있는 동사

NETFLIX는 기본적으로 Microsoft와의 파트너십에 기반하여 광고구독모델을 출시할 예정이므로 NETFLIX와 광고 비즈니스를 한다는 것은 곧 Microsoft와 함께 일하게 될 것임을 시사한다. 그리고 나스미디어는 2009년에 Microsoft의 광고 네트워크 조직 MMN과 독점계약을 맺은 바 있다. 네트워크와 레퍼런스가 중요한 광고업계에서 **Microsoft와의 독점계약 이력**은 NETFLIX와의 파트너십에 청신호로 작용할 것임이 분명하다.

#### 2) 우수한 기술력

우수한 Ad-Tech  
기술력을 갖춘 동사

NETFLIX가 Microsoft와의 파트너십을 결정한 핵심적인 원인으로 Top Ad-tech 회사인 Xandr를 꼽을 수 있듯, NETFLIX에게 **광고 관련 기술력은 매우 중요한 고려요인**이다. 프로그래매틱 광고 방식이 로컬 기업의 데이터, 네트워크에 기반한 알고리즘의 작동을 요하기 때문에 NETFLIX는 **한국 광고시장에서 프로그래매틱 광고를 잘 집행할 수 있는 기술력**을 갖춘 기업을 원할 수밖에 없다.

그리고 동사는 **우수한 Ad-Tech 기술력을 보유하고 있다.** 최근 동사는 KT 융합기술원과 협업으로 진행한 AI 연구개발 프로젝트를 통해 온라인 관리 플랫폼에서 실시간 광고 낙찰률을 높인 바 있다. 이는 광고효율과 트래픽을 최적화로 이어져 올해 2분기의 매출성장에도 기여하였다. 아울러 동사는 모회사 KT의 데이터를 활용하여 더욱 정확한 타겟 마케팅 알고리즘을 개발할 수 있다는 이점도 있다.

유튜브 광고집행  
점유율도 동사가 1위!

그에 더해 동사는 동영상 광고 관련 자체 솔루션 Remix를 보유하여 국내 유튜브 광고집행의 상당 부분을 담당하고 있다. OTT 서비스와 가장 유사한 방식으로 광고가 집행되는 플랫폼인 유튜브라는 점을 고려했을 때, NETFLIX에게는 **내 유튜브 광고집행 1위에 해당하는 동사가 가장 매력적인 기업**이 될 것이다.

#### 3) 거슬릴 것 없는 이해관계

NETFLIX는 이해관계 충돌에 민감하다. NETFLIX는 미국 시장에서 원래 Google과 Comcast를 파트너십 후보군으로 함께 고려했었다. 그러나 Google 산하의 Youtube와 Comcast 산하의 Peacock으로 인한 **이해관계 충돌을 막고자 Microsoft를 파트너사로 최종결정**하였다.

국내 미디어렙 시장에도 유사한 구도가 존재한다. 나스미디어의 경쟁사 인크로스는 SK의 계열사이며 SK 계열사로는 국내 OTT기업 웨이브가 있다. 그리고 또 다른 경쟁사 메조미디어는 CJ E&M의 계열사이며 CJ 계열사로는 OTT기업 티빙이 있다. 한편, 나스미디어의 모회사 KT는 원래 시즌이라는 OTT 계열사가 있었지만 최근 CJ E&M의 티빙이 시즌을 흡수합병하면서 OTT 서비스 운영을 포기하였다.

경쟁구도와 이해관계에서 자유로운 동사

따라서 **경쟁구도와 이해관계에 민감한 NETFLIX**는 상대적으로 가장 자유로운 나스미디어와 파트너십을 맺을 가능성이 높다. 나스미디어 자체 경쟁력과 더불어 주변 맥락 하나 거슬릴 것 없는 나스미디어를 굳이 선택하지 않을 이유가 없다.

### 3.3. NETFLIX와 함께 그리는 청사진 : OTT 광고 시장의 잠재력

지금까지 새롭게 열리는 OTT 광고시장의 한가운데에 나스미디어가 활약할 수밖에 없는 이유에 대해 설명했다. 그렇다면 다음과 같은 의문을 제시할 수 있을 것이다.

*“광고주들의 광고예산 집행규모가 급격히 증가하는 상황이 아니면 결국 동사 사업부 내에서 카니발리제이션이 일어날 수 있지 않을까?”*

원론적으로는 맞는 말이다. 하지만, 작금의 상황에는 들어맞지 않는다. 그 이유는 1) OTT 광고의 파급은 TV 광고로 집중될 것이며 2) 나스미디어는 TV 광고사업을 영위하지 않기 때문이다.

#### 1) 지는 해 TV 광고와 뜨는 해 OTT 광고

##### ① 코드컷팅 트렌드로 인한 TV 시청자 수 감소

OTT 서비스의 저렴한 가격 + 자유로운 시청시간  
→ TV 시청자 수 감소

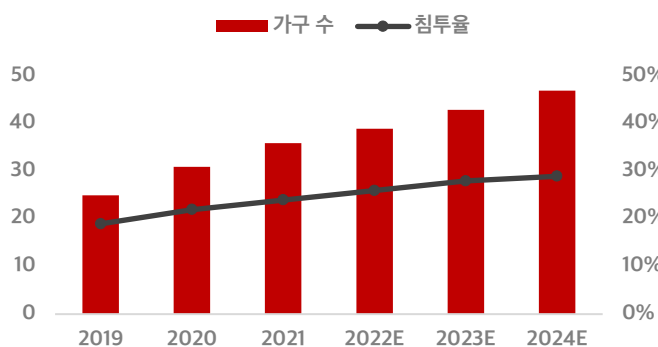
케이블 TV 구독을 해지하고 실시간 스트리밍 서비스를 사용하는 시청자수가 급격하게 증가함에 따라 **광고시장의 이목도 자연스럽게 TV 광고에서 OTT 광고로 전이**되고 있다. 케이블 TV보다 훨씬 저렴한 가격으로 다양한 콘텐츠를 원하는 시간에 자유롭게 볼 수 있는 OTT 서비스는 수많은 케이블 TV 시청자들을 흡수하고 있다. 이에 광고주들의 관심도 OTT 광고로 옮겨가는 건 당연지사일 것이다.

##### ② OTT 광고 : 기존 TV 광고의 장점과 온라인 채널의 장점의 결합

TV 광고와 온라인 채널의 장점을 모두 갖춘 OTT

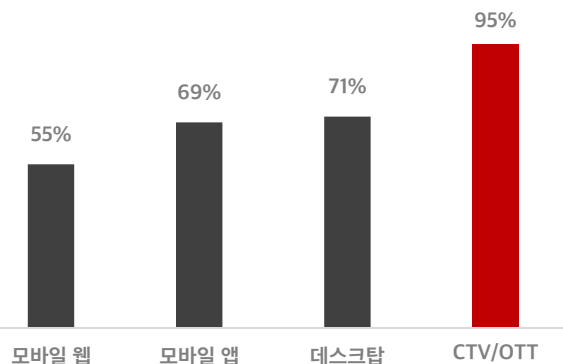
OTT 광고는 시청완료율이 높다는 TV 광고의 장점과 인터넷으로 연결되어 있어 데이터에 기반한 타겟마케팅이 가능하다는 장점을 모두 지니고 있다. TV광고는 스킵이 불가능하다는 특징을 지니고 있어 시청완료율이 95%에 달한다. 이는 기타 온라인 채널 광고에 비해 광고주에게 확실한 우위를 줄 수 있는 점이다. 그리고 **OTT 광고 또한 스킵이 불가능한 TV 광고의 특징**을 그대로 갖는다. 이에 더불어 OTT 광고는 개개인 시청자에 대한 데이터를 바탕으로 적재적소에 **효율적으로 타겟팅하여 광고를 송출**할 수 있다는 온라인 채널의 장점도 가져간다. 따라서 광고주들은 어느 쪽으로나 경쟁우위를 지닌 OTT 광고를 선택하지 않을 이유가 없다.

그림 3-9. 미국 코드컷팅 가구 수와 OTT 침투율 (단위: 백만)



출처: eMarketer, 미래에셋증권, SMIC 3팀

그림 3-10. 비디오 광고 매체의 시청 완료율



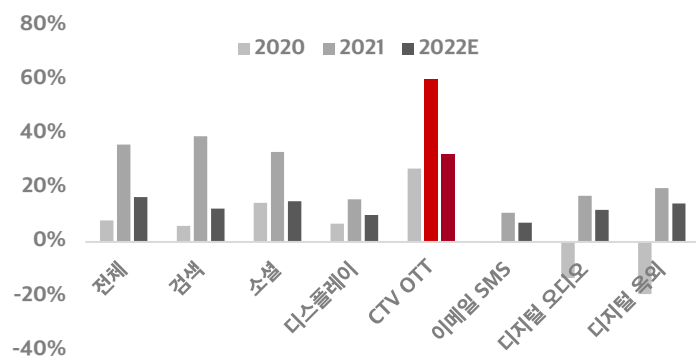
출처: SpotX, 미래에셋증권, SMIC 3팀

### ③ TV 대비 광고 예산의 효율적 집행 가능

마케팅 예산 최적화  
달성을 돕는 OTT 광고

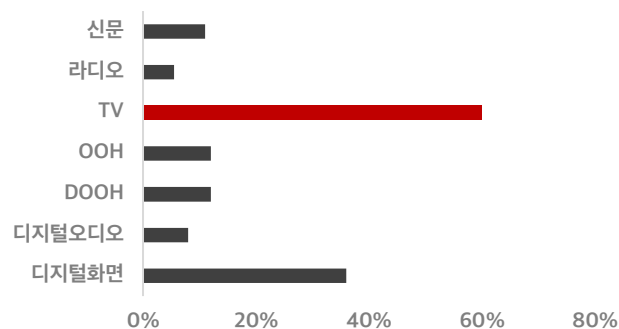
전통적인 TV 광고는 업프론트(선불 결제) 방식에 의해 거래되고 있다. 업프론트 방식으로 광고주는 향후 6~12 개월의 TV 광고 지면을 미리 구매한다. 그리고 이러한 업프론트 방식은 광고 성과에 대한 불확실성으로 최적 예산 할당을 저해할 수밖에 없다. 한편, OTT 광고의 경우 광고주의 니즈에 따라 수시로 광고 지면 입찰이 가능하기 때문에 실시간으로 광고 성과 및 효과를 반영하여 마케팅 예산 최적화를 달성할 수 있다. 변화하는 트렌드와 소비자들의 니즈를 분석하여 적재적소에 즉각적으로 광고를 집행할 수 있는 OTT 광고는 비용 측면에서도 TV 광고보다 우위에 서 있는 것이다.

그림 3-11. 북미 21-22년 채널별 광고 예산 증액 YoY



출처: 윈터베리그룹, 미래에셋증권, SMIC 3팀

그림 3-12. 북미 21년 OTT광고지출을 어디서 재할당하겠는가?



출처: IAB, 미래에셋증권, SMIC 3팀

## 2) 걱정 없는 나스미디어

카니발리제이션  
우려 적음!

이에 따라 NETFLIX에 광고요금제가 도입되면 수많은 동영상 광고는 TV에서 OTT 서비스로 자리를 옮길 것으로 기대된다. 그리고 아침 검색광고, 배너광고, 유튜브 플랫폼 광고 등 다양한 종류의 광고를 집행하는 나스미디어가 유일하게 하지 않는 것이 전통 TV 광고이다. 고로, 나스미디어는 OTT 광고시장의 개화에 따라 카니발리제이션에 대한 우려 없이 전통 TV 광고 시장의 파이를 온전히 제 몫으로 만들 수 있게 된다.

### 3.4. NETFLIX발 영업수익 추정

앞선 <투자포인트 1>의 논리에 따라 동사가 NETFLIX의 광고요금제 도입을 통해 얻게 될 영업수익을 추정하였다. 영업수익 추정논리는 아래와 같다.



NETFLIX가 광고 조회수 1000회당 65\$를 광고주에게 청구하고자 하였기에 먼저 1개월간 발생할 광고 조회수를 구하였다. 우선 2023년 NETFLIX 월평균 MAU는 올해 1분기와 동일하다고 가정하였다. 그 후 개별 구독자의 월평균 시청시간과 NETFLIX가 목표하는 시간 당 송출 광고 수를 월MAU에 곱하여 1개월 발생할 광고 횟수를 산출하였다. 기존 NETFLIX 구독자의 월평균 시청시간은 9시간이다. 광고요금제가 도입된 이후에는 구독자들의 시청시간이 줄어들 것임을 고려하여 10%를 할인 적용하였다.

미디어렙사는 매체사로부터 10%~15%의 수수료를 수취한다는 점을 바탕으로 동사 수취 수수료는 10%로 보수적으로 가정하였다. 그리고 NETFLIX가 국내에서 시행하는 광고의 69%를 동사가 집행할 것이라고 가정하였다. <3.2.1.>에서 언급하였듯 동사를 제외한 두 개의 메이저 미디어렙사는 모회사에 대형 스트리밍 서비스가 존재한다. 이에 동사를 포함한 메이저 미디어렙 3사의 M/S만큼 NETFLIX의 광고를 집행할 수 있을 것으로 판단한다.

NETFLIX발 1개월 영업수익 추정	
(단위 : 천 원)	
국내 NETFLIX 월평균 MAU (A)	12,350,000명
구독자 월평균 시청시간 (B) *10% 할인 적용	8.1시간
시간 당 송출 광고 개수 (C)	7개
조회수 당 광고비* (D) *한울 1300원 적용	85원
동사 수취 수수료 (E)	10%
동사의 NETFLIX 광고 점유율 (F)	69%
<b>1개월 영업 수익 (A*B*C*D*E*F)</b>	<b>4,082,778</b>

위 수치를 통해 산출한 1개월 영업수익에 분기별로 변화하는 광고요금제 이용자 비율을 곱하여 NETFLIX발 2023년 영업수익을 도출하였다. 2023년 NETFLIX의 광고요금제 이용자 비율은 HBOMAX의 40% 수준이 될 것이라고 추정하였다. 전술하였듯 HBOMAX의 광고요금제는 단가가 높고, 제한적인 서비스를 제공하며, 영상 중간에 광고를 삽입한다. 이에 NETFLIX 광고요금제는 HBOMAX보다 더 큰 호응을 이끌어낼 것으로 사료된다. 그러나 국내에 광고요금제가 처음으로 도입되는 것이며, 최근 도입된 서비스 중 HBOMAX의 Horizon이 가장 적절함을 감안하여 HBOMAX의 광고요금제 이용자 비율을 벤치마킹하여 보수적으로 추정하였다.

NETFLIX발 2023년 영업수익 추정					
(단위: 천 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023E
1개월 영업 수익 (가)	4,082,778		flat		
개월 수 (나) *2월부터 광고요금제 도입	2개월*	3개월	3개월	3개월	
광고요금제 이용자 비율 (다)	25%	30%	35%	40%	
<b>NETFLIX발 분기별 영업수익 (가*나*다)</b>	<b>2,041,389</b>	<b>3,674,501</b>	<b>4,286,917</b>	<b>4,899,334</b>	<b>14,902,141</b>

## 투자포인트 2. 튼튼한 체력, 본업도 견조하다

코로나가 머물다 간 광고 시장. 온라인 광고 중심의 구조적 변혁이 일어났으며, 엔데믹 업종 광고주들의 본격적인 광고 집행 움직임이 시작됐다. 미디어렙 시장 선두 업체인 동사는 작금의 상황 속에서 온전한 수혜를 받고 있다. NETFLIX발 업사이드가 기대되는 지금, 심지어 본업 또한 견조한 것이다. 본 목차에서 꾸준히 성장하는 본업에 대해 살펴보자.

### 4.1. 급격한 디지털 전환과 전통 광고 매체의 약세

코로나로 인한  
광고 시장의 변화  
→온택트 소비 확산

코로나는 광고 시장의 변화를 더욱 더 가속화하였다. 코로나 이전 국내 광고 시장은 성숙기에 접어들었으며, 광고비의 배분만 서서히 전통매체에서 온라인 중심의 뉴미디어로 전환되는 추세였다. 그 가운데, **코로나가 발생하고 장기화됨에 따라** 다양한 영역에서 비대면으로 온라인 서비스를 이용하는 ‘Ontact’ 소비가 확산되었다.

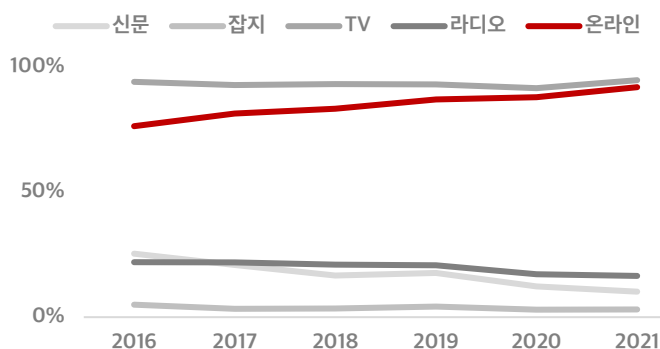
매체 소비 패턴의  
급격한 변화 초래

소비자 비대면 매체의 편리성과 안정성을 경험하며 관련 서비스에 대한 만족도가 상승하였고 **온라인 채널 이용 증가**로 이어지게 되었다. 이는 사람들의 **매체 소비 패턴을 급속히 바꾸게 되었다**. 대중들의 **매체 이용률 변화 추이**는 이를 분명하게 보여준다. 21년 TV를 제외한 라디오, 인쇄매체와 같은 전통 매체의 이용률은 하락하는 반면, 온라인 매체 이용률은 21년 90%까지 빠르게 상승하였다.

온라인 광고 채널 강세  
& 전통 광고 채널 약세

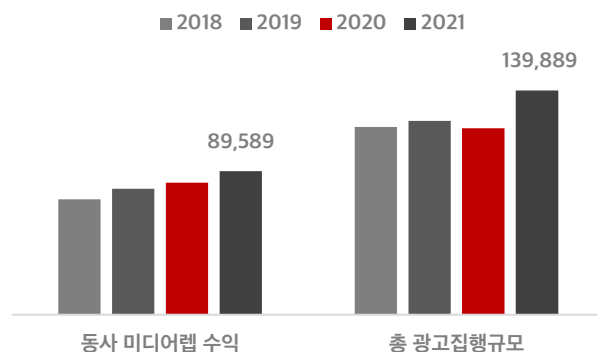
이에 자연스럽게 트래픽이 가장 많이 몰리는 **온라인 채널 중심**으로 **광고비가 집중**되었다. 그 과정에서 광고주들은 개인화된 광고 노출이 가능한 온라인 광고가 상대적으로 광고 효율성이 높다는 점을 인지하였고, 선호도 또한 높아졌다. 반면, **전통 광고 매체**의 경우 불특정 다수에게 광고를 노출함으로써 온라인 매체보다 낮은 광고 효율을 보이기에 **광고 집행 규모는 지속적으로 하락**하게 되었다. **온라인광고매체 판매를 담당하는 동사의 미디어렙 사업부 영업수익 추이도 이러한 현상을 방증한다**. 코로나로 인해 **총 광고비 집행이 줄었던 20년**, 동사의 미디어렙 영업수익은 오히려 증가하였다.

그림 4-1. 매체 이용률 변화 추이



출처: 한국언론진흥재단, SMIC 3팀

그림 4-2. 동사 미디어렙 영업수익과 국내 광고집행비 규모  
(단위 : 백만 원, 억 원)



출처: DART, 제일기획, e-나라지표, SMIC 3팀

#### 4.1.1. 광고주의 온라인 광고 선호는 계속된다

앞으로도 온라인 광고 집행은 꾸준할 것이다. 광고주들은 경기 침체 우려에 굴하지 않고 지속적으로 전체적인 광고비를 확대하고 있으며, 그 중 온라인 광고의 효율성에 주목하고 있기 때문이다.

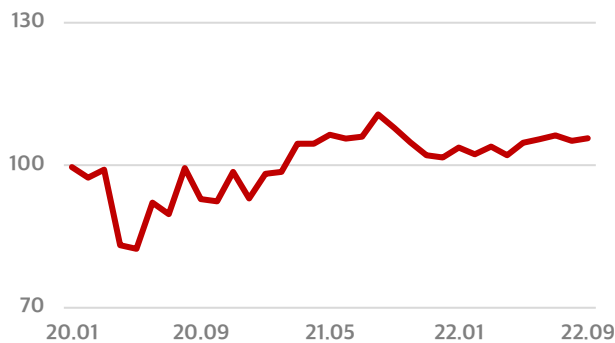
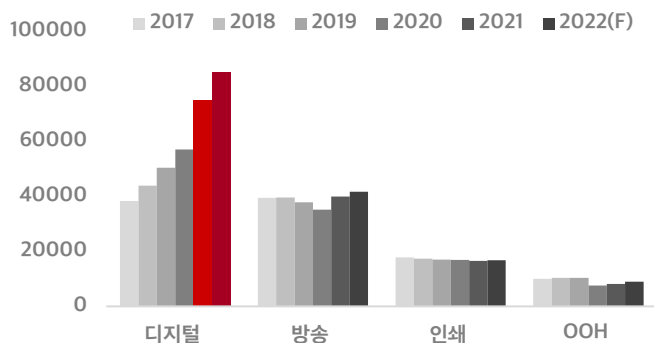
국내 광고 집행 규모 확대 전망!

‘전년동월대비 매체&업종종합 광고경기전망지수(KAI)’를 살펴보자. 해당 지수는 매체 불문 광고주들의 광고비 집행 계획을 보여주는 지수로, 100이상일 경우 광고비를 꾸준히 확대하겠다는 의미이다. 지수는 21년 이후 꾸준히 100을 상회하고 있으며, 이는 광고비의 확대 추이가 지속되고 있음을 보여준다. 그 기울기가 가파르지 않기에 국내 광고 집행 규모가 급격한 성장세를 보이진 않겠지만, 기존 수준을 소폭 상회하는 규모의 광고 집행은 지속될 것이다.

그림 4-3. 매체 별 광고비 추이

(단위 : 억 원)

그림 4-4. 매체&업종종합 광고경기전망지수(KAI) 추이



출처: 제일기획, e-나라지표, SMIC 3팀

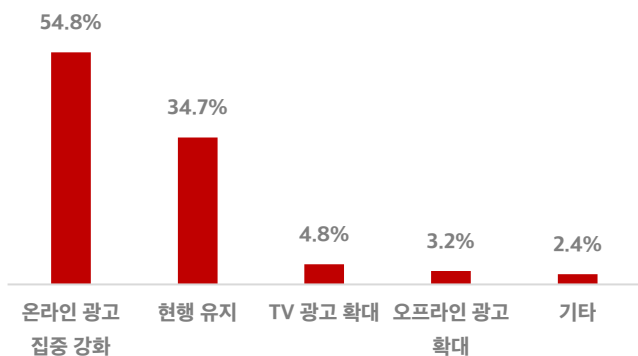
출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

광고주들, 온라인광고에 Lock In

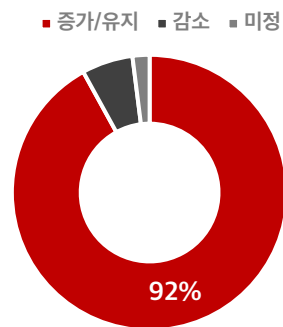
확대되는 광고 시장에서 광고주들의 온라인 광고 선호는 계속되고 있다. 광고주는 한정된 예산 내, 효율적인 매체에 광고를 집중할 수밖에 없다. 광고주 입장에서 온라인 광고는 즉각적인 리포팅이 가능하기 때문에 객관적인 성과확인이 가능하다. 이에 타 매체에서 온라인 매체로 전환이 이루어지고 있다. [그림 4-3]에서 볼 수 있듯이, 온라인 광고비는 타 매체가 범접할 수 없는 수준으로 꾸준히 증가하고 있다. 즉, 광고주들에게 있어 온라인 광고 시장은 안정적인 매출 확보가 가능한 시장으로 인식되고 있다.

온라인 광고 감축은 최후의 보루

한국방송광고진흥공사에서 실시한 2022년 상반기 광고주들 대상의 설문 결과 역시 이를 뒷받침한다. [그림 4-5, 4-6]에서 확인할 수 있듯이 팬데믹 시대 이후에도 온라인 광고를 집중 강화하겠다는 응답은 과반 이상을 차지하였다. 또한 대부분의 광고주들이 광고비 집행 규모 감축에 대해서는 크게 고려하지 않고 있음을 확인할 수 있다. 결국, 현재 타 매체 대비 온라인 광고는 가장 효율적이기에 광고주들은 온라인 중심 광고 정책 기조에 변화를 줄 생각이 없다고 해석할 수 있다.

**그림 4-5. 광고주 대상 팬데믹 이후 광고 집행 방향성 설문**

출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

**그림 4-6. 광고주 대상 팬데믹 이후 광고비 집행 전망 설문**

출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

#### 4.2. 온라인 광고 시장의 성장 수혜를 그대로 받는 동사

광고주들이 예산 대비 광고 효과의 극대화를 목표로 한다는 점을 고려할 때, 앞으로도 트래픽이 집중된 매체로의 광고 집중 현상은 지속될 것이다. 이에 온라인 광고비 집행은 견조할 것이라는 점을 확인하였다. 그리고 현 시점에서 **광고 집행 효율성을 극대화할 수 있는 매체 믹스를 보유하고 있는 동사는 온라인 광고 시장 성장의 수혜를** 독특히 받고 있다.

광고주의 타겟 광고 선호  
→ 퍼포먼스광고 수요 ↑

오늘날 광고주들은 효과적이고 비용 관리가 유용한 온라인 타겟 광고를 선호한다. 경기가 활황일 때는 온/오프라인을 막론하고 활발한 광고집행이 이루어지지만, **경기가 둔화되고 있는 현시점과 같은 경우에는 적극적인 브랜드 마케팅보다는 직접적으로 매출과 직결된 퍼포먼스 마케팅에 집중한다.**

다양한 광고 방식과  
매체 믹스 구축한 동사  
→ 광고 효율성 극대화

동사는 이러한 광고주들의 니즈를 **만족시킬 수 있는 능력**이 있으며, 빠른 성장을 이뤄내고 있다. 동사는 ‘디스플레이 광고 - 퍼포먼스 광고 플랫폼/프로그래매틱 광고운영 - 검색광고’로 이어지는 다양한 광고 방식과 매체 믹스를 구축해 놓았다. 이로 인해 광고주의 입맛에 맞게 서비스를 제공해줄 수 있는 능력이 충분하다. 이러한 능력을 바탕으로 **동사는 빅데이터와 Ad-tech를 활용한 온라인 광고 마케팅을** 통해 투입 대비 구매율을 극대화하고자 하는 광고주들의 요구에 빠르고 효과적으로 대응하고 있다.

동사의 효과적인  
타겟 광고 능력  
→ 21년 호실적의 바탕

코로나 발생 이후, 동사의 퍼포먼스 광고 플랫폼은 **광고 효율성 측면에서 굉장한 인기를 얻고 있다.** 광고 효율성을 중시하는 광고주들이 급격히 늘어났고, 가시적인 성과에 대한 요구로 퍼포먼스 광고 수요가 증가했기 때문이다. 실제 동사는 효과적 광고 타겟팅 능력과 다양한 매체 믹스를 앞세워 **21년 하반기 설치 전환율이 중요한 게임 업종의 대량 광고 물량을** 수주했던 경험이 있다.

### 4.3. 동사는 엔데믹 업종에 제격 - 하반기 실적도 견조!

22년 상반기,  
또 다시 실적 성장!

동사는 게임 광고 물량 대량 수주로 21년 최고 실적을 기록하였으나, 올해 1분기와 2분기 다시 한 번 전년 동기보다 높은 실적을 기록했다. 동사가 **22년 상반기 평균적인 온라인광고 집행 규모 증가율을 상회하는 성장**을 보일 수 있었던 이유는 무엇일까?

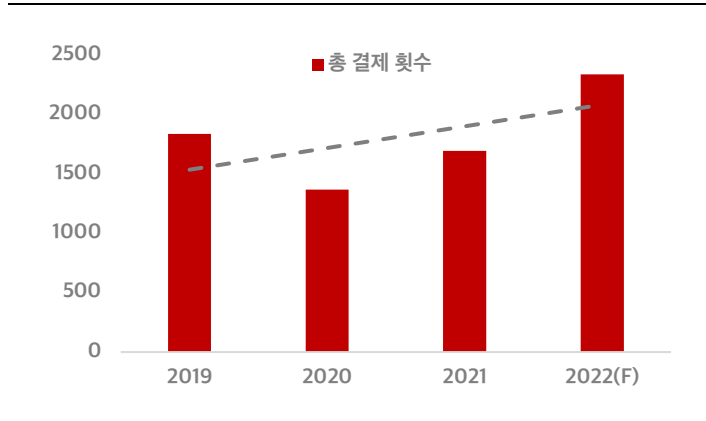
그 이유는?  
→ 엔데믹 업종의 공격적  
온라인 광고 집행!

사측은 1분기와 2분기 성장의 기저엔 **패션, 뷰티, 여행**으로 대표되는 엔데믹 업종 광고주들의 공격적인 온라인광고 집행이 있음을 밝혔다. 엔데믹을 맞이하여 문화 업종, 화장품, 패션 업종 광고주들의 본격적인 물량 확대가 시작된 것이다.

① 해당 업종 소비채널,  
이커머스로 급격한 전환

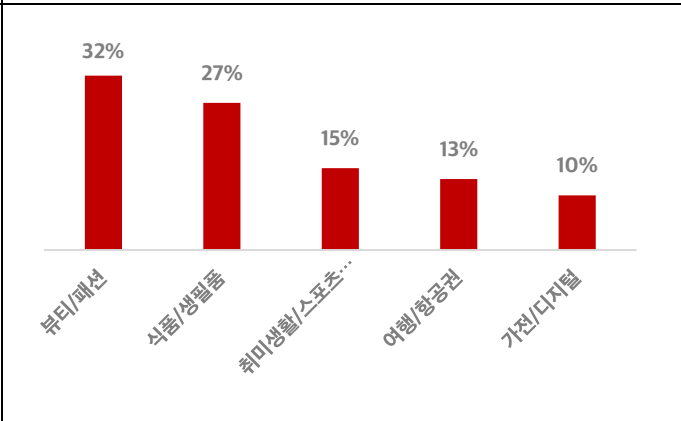
최근 대면 중심의 경제 활동이 재개되며 패션 명품 및 화장품 집화 소비가 정상화되고 있다. 패션업종과 뷰티업종, 여행 업종의 경우 온라인 소비는 꾸준히 확대되고 있는데, 이는 소비자들의 제품 구매 방식이 **기존 오프라인 리테일에서 이커머스 채널로 빠르게 전환**되었기 때문이다. 특히 여행 관련 모바일 서비스를 통한 결제 횟수는 코로나 이전인 19년보다 크게 증가함을 확인할 수 있다. 또한 22년 8월 온라인 쇼핑몰에서 근 한달간 뷰티/패션, 레저, 여행 품목이 전체의 60%를 차지할 정도로 높은 구매 수요를 확인할 수 있다.

그림 4-7. 여행 업종 모바일 서비스 결제 횟수 추이



출처: 인크로스, SMIC 3팀

그림 4-8. 22년 8월 온라인 쇼핑몰 내 구매 품목 비율



출처: 인크로스, G마켓, 옥션, SMIC 3팀

② 개인화된 브랜드  
경험 제공이 대세

현재 해당 업종 제품들의 온라인 판매에서는 **효율성과 판매 증대를 위한 데이터의 중요성**이 더욱 부각되고 있다. 개인의 취향과 개성이 중요한 화장품/뷰티나 패션/의류 업종 광고의 경우, 제품 판매가 그 동안의 축적된 데이터에 기반한 고객 이해를 바탕으로 **개인화된 브랜드 경험을 제공하는 방식으로 진화**하고 있기 때문이다.

다양한 매체사 &  
타겟 광고 강점인 동사  
→ 해당 광고에 제격!

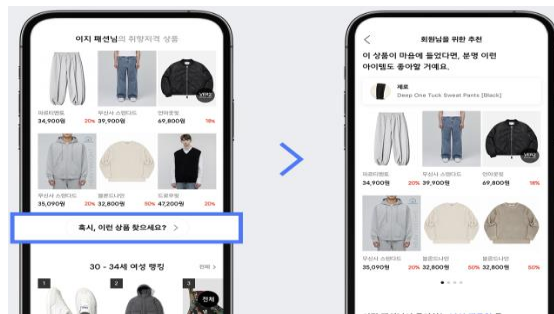
이에 전통 광고 대행사들이 익숙하게 진행하던 매스마케팅은 더이상 광고주들의 니즈를 채우기 어려워졌다. 대신 고객 단위의 데이터 세분화와 분석을 통한 적절한 마케팅 전략 수립과 플랫폼을 통한 광고 운영이 요구되고 있다. 결과적으로 해당 업종 광고주들은 이러한 광고 운영이 가능한 온라인 광고에 대단히 집중하게 되었다. 지난 2년간의 판매 채널 변화로 인한 지금의 상황은 **다양한 매체사를 확보하고 타겟 광고에 강점**을 가지고 있는 미디어렙사인 동사에게 큰 수혜로 돌아온 것이다.

그림 4-9. 화해 어플 내 배너 광고 및 타겟 광고



출처: 언론종합, SMIC 3팀

그림 4-10. 무신사 어플 내 개인화 서비스



출처: 언론종합, SMIC 3팀

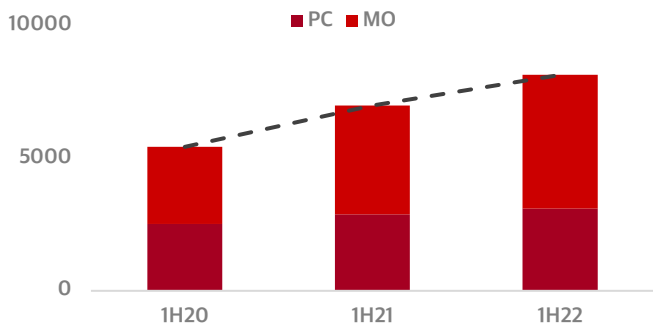
엔데믹 업종, 상반기 호실적에 기여

실제로 22년 상반기, 의류/신발, 음식/숙박/운수(여행), 문화/오락, 미용 업종을 합산하여 산출한 엔데믹 업종의 온라인 광고비 지출 규모는 타 업종대비 그 성장세가 우세하다. 22년 상반기 엔데믹 업종의 온라인 광고비 증가율은 전년 동기 대비 29%로, 전체 온라인 광고비 증가율 16%를 크게 상회한다.

하반기도 해당 업종 광고 추가 확대 전망

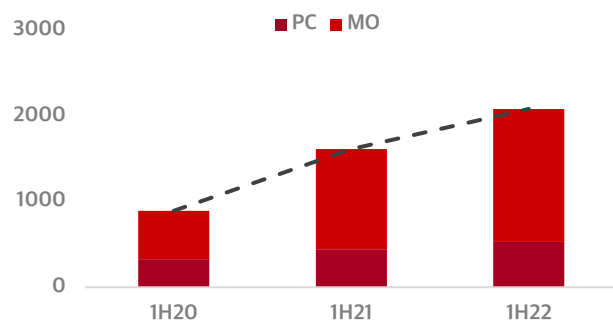
나아가 하반기에도 엔데믹 업종에 대한 추가적인 광고비 집행이 이어질 것이다. 상반기 광고주들을 대상으로 한 설문 결과, 광고비 집행 증가 전망 업종 1순위로 '음식/숙박/운수'가 가장 많은 응답을 차지했다. 이후 '문화/오락', '의류/신발', '식료품 및 음료' 순으로 나타났다.

그림 4-11. 전체 업종 온라인 광고비 추이 (단위 : 억 원)



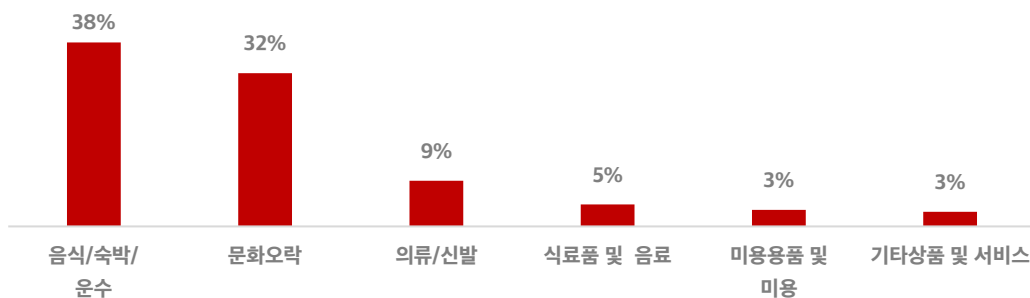
출처: 리서치애드, SMIC 3팀

그림 4-12. 엔데믹 업종 온라인 광고비 추이 (단위 : 억 원)



출처: 리서치애드, SMIC 3팀

그림 4-13. 광고주 대상 22년 하반기 광고비 집행증가 전망 1순위 업종 설문



출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

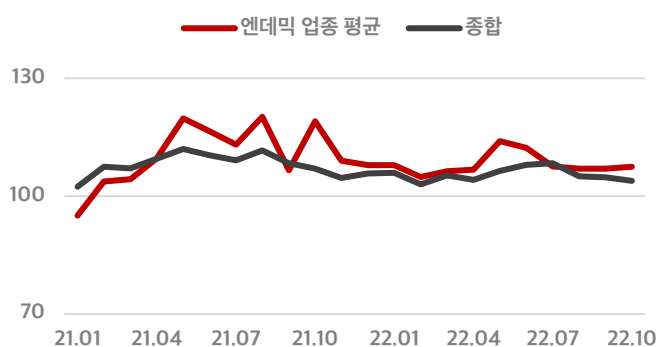
온라인광고전망지수  
또한 엔데믹 업종이  
업종 평균보다 우세

엔데믹 업종의 추가적인 광고 집행 전망은 **업종별 온라인광고 KAI지수**를 통해 재확인할 수 있다. 온라인 광고경기전망지수 추이를 살펴보면, 지난 1년간 **엔데믹업종 평균 온라인광고 KAI지수는 꾸준히 업종종합 온라인광고 KAI지수를 상회**하고 있다. 그리고 22년 9월, 10월 역시 해당 업종 평균이 종합 지수대비 상승세를 유지하기에 엔데믹 업종 중심의 온라인 광고 집행이 예정되어 있음을 확인할 수 있다.

+ 광고비 계절성으로  
4분기가 성수기  
→동사, 하반기도 견조!

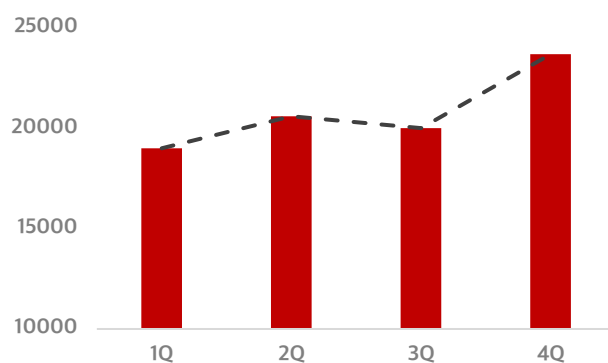
추가적으로, 광고주들의 추가적인 광고비 집행으로 인해 **동사의 4분기 실적 또한 꺾이지 않을 것으로 판단**된다. 4분기는 광고시장의 전통적 성수기로 광고주 입장에서 연간 광고 예산을 모두 집행할 필요가 있기 때문이다. 실제로, 동사의 상장 후 분기별 수익은 **확연한 계절성**을 띠고 있다. 상승한 내용을 종합하면, **동사의 하반기 실적 또한 견조할 것으로 전망**한다.

그림 4-14. 엔데믹 업종과 종합 온라인광고 KAI 지수



출처: 한국방송광고진흥공사, SMIC 3팀

그림 4-15. 동사의 N자형 분기별 평균 수익 (단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

## 4.4. 본업 영업수익 추정

영업수익 추정							
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
영업수익	117,007,259	111,641,465	124,160,581	32,909,854	39,362,166	147,569,457	177,555,167
나스미디어	78,458,520	82,358,107	89,589,362	23,440,791	28,130,564	108,815,657	122,817,994
온라인DA	41,470,000	43,892,000	51,282,000			61,384,554	69,045,346
모바일플랫폼	24,274,000	20,895,000	26,330,000			31,517,010	35,450,333
디지털방송	1,921,000	7,318,000	6,601,000			6,779,227	6,581,951
디지털옥외	10,669,000	9,895,000	2,881,000			4,609,600	4,475,461
기타	39,000	58,000	1,632,000			3,193,000	5,999,250
나스미디어 태국	85,520	300,107	863,362			1,332,266	1,265,653
자회사	38,548,739	29,283,358	34,571,219	9,469,063	11,231,602	38,753,800	39,835,031
플레이디	38,572,320	29,306,229	34,680,498	9,644,815	11,394,813	39,431,726	40,531,871
연결조정	(23,581)	(22,871)	(109,279)	(175,752)	(163,211)	(677,926)	(696,840)
OTT사업부	0	0	0	0	0	0	14,902,141

단위변환 과정에서 사업보고서상 수치와 아주 미세한 차이발생

동사는 1,000여개의 광고 대행사 및 850여개의 매체사와 거래를 하기에 수익처가 매우 다양화 되어있다. 따라서 동사와 거래하는 모든 거래처의 광고비를 추적하여 영업수익을 추정하는 것은 현실적이지 않다. 또한 특정기업의 광고비를 통해 동사의 전체 영업수익을 추정하는 것은 추정의 정확도가 떨어질 것이다. 이에 본 보고서는 지금까지 나온 실적을 기반으로 향후의 성장세를 반영하여 영업수익을 추정한다. 이 과정에서 그 추정치가 과대계상 되지 않도록 가능한 보수적 추정치를 사용한다.

## 1. 온라인DA &amp; 모바일플랫폼 사업부

동사의 온라인DA 사업부는 꾸준한 레퍼런스와 영업력을 갖추고 있다. 모바일플랫폼 사업부는 자체 개발한 프로그래매틱 광고 및 퍼포먼스 광고 플랫폼을 바탕으로 호실적을 기록하고 있다. 시장 선두 업체인 동사는 온라인 광고시장의 성장률을 온전히 흡수하여 성장할 수 있다고 판단하여 시장 성장률을 반영하여 영업수익을 추정하였다. 한국방송광고진흥공사에 따르면 2022년 온라인 광고시장의 규모는 전년대비 19.7% 성장하므로 해당 값을 이용하였고, 2023년 성장률은 과거 5개년 평균 성장률인 18.4%를 적용하였다.

## 2. 그 외의 사업부

디지털방송 사업부는 제일기획에서 발표한 2022년 IPTV 광고비 증가율인 2.7%를 적용하여 2022년 영업수익을 추정하였고, 2023년의 경우 IPTV 광고 시장의 큰 성장을 기대할 수 있는 부분이 부재하기에 GDP 성장률만을 반영하였다. 디지털 옥외 사업부는 올해 상반기에 전년대비 영업수익이 60% 회복하였고, IR문의 결과에서도 엔데믹 업종의 옥외광고 비중이 늘었음을 확인했다. 이에 2022년 영업수익이 전년대비 60%의 성장이 이루어짐을 추정하였고, 2023년 영업수익은 GDP 성장률만을 반영하였다.

기타 사업부는 최근 K-딜 사업부가 추가되며 영업수익이 빠르게 성장하고 있다. 경쟁사의 비슷한 사업인 T-딜의 경우 출시 2년만에 영업수익 성장률 1,000%를 달성한 성장성이 높은 사업이다. 동사의 올해 1분기 T-딜 영업수익 또한 전년 동기 대비 59.2% 증가하며 가파른

성장세를 보여주고 있다. 더불어 최근 K-딜 사업부는 제품다각화 및 기능다양화를 진행중이기에 2분기부터는 더욱 빠른 성장세를 보여줄 것으로 예상된다. 이에 2022년과 2023년 K-딜 사업부의 영업수익 증가율을 100%로 추정하였다. 기타 다른 영업수익에 대해서는 2021년의 값을 flat 추정했다. 나스미디어 태국 사업부는 2018년 이후 꾸준히 영업수익 증가세를 보이고 있으나 그 비중이 유의미하지 않아 2022년 상반기 영업수익을 flat 추정하였다.

### 3. 자회사

동사 자회사인 플레이디는 광고매체판매사(미디어렙)가 아닌 광고대행사기에, 밸류체인 내 전방에 위치해 있는 광고주들의 광고 집행 규모에 더 큰 영향을 받는다. 수치 상으로도 플레이디의 경우 2020년 코로나로 인한 광고 집행 규모 감소에 타격을 받아 수익이 감소했으나, 모회사인 나스미디어는 큰 타격을 받지 않았다. 이에 자회사의 영업수익은 광고 집행 규모 증감률의 방향성과 동행할 것이라 판단하여 광고 집행 규모 성장률을 반영하여 영업수익을 보수적으로 추정하였다. 한국방송광고진흥공사에서 발표한 국내 총 광고비 집행규모에 따르면 2022년 광고비 집행 규모는 전년대비 13.7% 성장하므로 해당 값을 이용하였고, 2023년 성장률은 과거 5개년 광고비 집행규모 평균 성장률인 8.2%를 적용하였다.

### 4. 카니발리제이션

OTT 광고시장의 개화로 기존 사업부에서 카니발리제이션이 발생함을 추정해주었다. 앞서 투자포인트1에서 언급하였듯, OTT 광고로 옮겨갈 대부분의 광고비는 전통 TV 광고로 예상된다. 따라서 동사에게 미치는 영향은 제한적일 것이다. 그렇다고해서 동사가 기존에 영위하고 있던 온라인 광고, IPTV, 옥외광고 등의 사업부에서 카니발리제이션이 전혀 일어나지 않는다고 하는 것은 무리가 있다. 따라서 2023년부터 OTT 광고시장이 개화함에 따라 기존 사업부의 영업수익이 5%씩 감소함을 추정해주었다.

## 5. Valuation

### 5.1. 영업수익 추정

영업수익 추정 최종 테이블은 아래와 같다. 자세한 추정 논리는 <투자포인트1&2>에서 기재하였다.

영업수익 추정							
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
<b>영업수익</b>	<b>117,007,259</b>	<b>111,641,465</b>	<b>124,160,581</b>	<b>32,909,854</b>	<b>39,362,166</b>	<b>147,569,457</b>	<b>177,555,167</b>
<b>나스미디어</b>	<b>78,458,520</b>	<b>82,358,107</b>	<b>89,589,362</b>	<b>23,440,791</b>	<b>28,130,564</b>	<b>108,815,657</b>	<b>122,817,994</b>
온라인DA	41,470,000	43,892,000	51,282,000			61,384,554	69,045,346
모바일플랫폼	24,274,000	20,895,000	26,330,000			31,517,010	35,450,333
디지털방송	1,921,000	7,318,000	6,601,000			6,779,227	6,581,951
디지털옥외	10,669,000	9,895,000	2,881,000			4,609,600	4,475,461
기타	39,000	58,000	1,632,000			3,193,000	5,999,250
나스미디어 태국	85,520	300,107	863,362			1,332,266	1,265,653
<b>자회사</b>	<b>38,548,739</b>	<b>29,283,358</b>	<b>34,571,219</b>	<b>9,469,063</b>	<b>11,231,602</b>	<b>38,753,800</b>	<b>39,835,031</b>
플레이디	38,572,320	29,306,229	34,680,498	9,644,815	11,394,813	39,431,726	40,531,871
연결조정	(23,581)	(22,871)	(109,279)	(175,752)	(163,211)	(677,926)	(696,840)
OTT사업부	0	0	0	0	0	0	14,902,141

단위변환 과정에서 사업보고서상 수치와 아주 미세한 차이발생.

### 5.2. 영업비용 추정

영업비용 추정							
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
<b>영업비용</b>	<b>86,448,235</b>	<b>84,673,133</b>	<b>91,285,410</b>	<b>25,639,771</b>	<b>28,256,979</b>	<b>109,695,129</b>	<b>120,114,585</b>
급여	36,551,554	36,974,018	39,609,826	11,671,474	11,494,695	46,332,338	49,923,094 < 별도추정
지급수수료	23,349,829	18,722,831	25,632,492	7,752,085	8,950,629	33,405,428	36,819,909 < 수익연동
사용권자산상각비	7,084,887	6,887,360	3,013,819	888,142	982,385	3,741,054	3,741,054 < 별도추정
복리후생비	6,541,350	6,603,952	6,317,943	1,646,965	2,033,333	7,390,213	7,962,955 < 급여연동
퇴직급여	4,069,707	3,915,209	4,162,794	1,013,715	1,046,727	4,049,237	4,049,237 < 3개년 avg
용역비	2,260,213	2,275,965	2,089,891	451,049	666,628	2,483,913	2,737,802 < 수익연동
무형자산상각비	2,161,272	2,144,806	2,126,032	469,576	481,886	2,144,037	2,144,037 < 3개년 avg
접대비	1,284,279	756,707	674,531	115,319	246,607	905,172	905,172 < 3개년 avg
감가상각비	1,231,561	1,166,202	1,516,957	476,772	593,326	1,304,907	1,304,907 < 별도추정
지급임차료	1,057,226	952,282	953,977	264,093	246,916	987,828	987,828 < 3개년 avg
여비교통비	434,337	245,864	212,659	59,066	59,417	297,620	297,620 < 3개년 avg
광고선전비	406,486	1,499,886	2,676,896	89,815	582,739	3,181,590	3,506,791 < 수익연동
세금과공과	312,371	299,623	325,921	160,395	85,603	387,369	426,964 < 수익연동
통신비	291,947	360,399	437,762	111,420	106,041	363,369	363,369 < 3개년 avg
소모품비	151,400	121,542	599,833	49,515	127,708	290,925	290,925 < 3개년 avg
교육훈련비	130,173	111,963	66,860	1,429	22,649	102,999	102,999 < 3개년 avg
보험료	90,152	52,544	45,859	11,207	12,373	62,852	62,852 < 3개년 avg
도서인쇄비	33,694	39,374	24,500	6,892	4,558	32,523	32,523 < 3개년 avg
상품매출원가	834	148,932	1,112,847	468,877	419,828	2,225,694	4,451,388 < 별도추정
주식보상비용	0	0	0	0	4,481	4,481	0 < 2023년 0처리
재고자산감모손실	0	0	790	745	41	1,580	3,160 < 별도추정
대손상각비(환입)	(995,037)	1,393,674	(316,779)	(68,780)	88,409	0	0 < 0처리

## (1) 급여

동사의 영업비용에서 급여는 40~45%의 높은 비중을 차지한다. 따라서 영업비용 추정에서 급여 추정이 가장 중요하다. 추정에서 가장 중요한 부분은 NETFLIX와 계약이 성사될 경우 동사가 유의미하게 인력을 충원할지를 파악하는 것이다. 본 보고서는 NETFLIX와 계약이 성사되더라도 인력이 크게 증가하지 않을 것으로 파악한다. 그 이유는 다음과 같다.

동사가 고객으로 가지고 있는 매체사는 약 850개에 달한다. 따라서 NETFLIX가 국내 광고시장에 유입되는 것을 동사의 입장에서 바라보면 850개의 매체사 가운데 1개의 매체사가 추가되는 것뿐이므로 추가적인 인력이 필요하지 않을 것으로 판단된다.

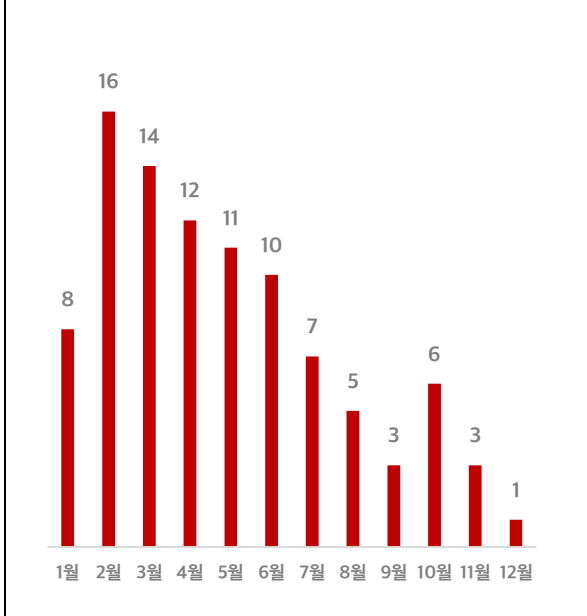
[그림 5-2]에서 살펴볼 수 있듯 동사의 채용공고는 올해 상반기에 급격히 상승했다가 하반기부터는 되려 감소하는 모습을 볼 수 있다. NETFLIX와의 협업이 성사된다면 2월에 관련 사업이 시작될 텐데, 상반기 대비하여 하반기 급격히 줄어드는 채용공고를 보았을 때 추가적인 인력 증원은 없을 것으로 예상된다.

이에 따라 2022년 동사의 하반기 급여가 상반기와 같게 발생됨을 추정하였다. 2023년 급여의 경우, 과거 2개년간 연 평균 7.75%의 직원을 추가로 고용했음을 확인하였기에 2022년 급여 추정치에 해당 비율을 할증하여 2023년 급여를 추정했다.

**그림 5-1. 영업비용 계정별 비율**

영업비용 계정별 비율	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
급여	42.3%	43.7%	43.4%	45.5%	40.7%	42.2%	41.6%
지급수수료	27.0%	22.1%	28.1%	30.2%	31.7%	30.5%	30.7%
사용권자산상각비	8.2%	8.1%	3.3%	3.5%	3.5%	3.4%	3.1%
복리후생비	7.6%	7.8%	6.9%	6.4%	7.2%	6.7%	6.6%
퇴직급여	4.7%	4.6%	4.6%	4.0%	3.7%	3.7%	3.4%
용역비	2.6%	2.7%	2.3%	1.8%	2.4%	2.3%	2.3%
무형자산상각비	2.5%	2.5%	2.3%	1.8%	1.7%	2.0%	1.8%
접대비	1.5%	0.9%	0.7%	0.4%	0.9%	0.8%	0.8%
감가상각비	1.4%	1.4%	1.7%	1.9%	2.1%	1.2%	1.1%
지급임차료	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
여비교통비	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
광고선전비	0.5%	1.8%	2.9%	0.4%	2.1%	2.9%	2.9%
세금과공과	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%
통신비	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
소모품비	0.2%	0.1%	0.7%	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%
교육훈련비	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
보험료	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
도서인쇄비	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
상품매출원가	0.0%	0.2%	1.2%	1.8%	1.5%	2.0%	3.7%
주식보상비용	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
재고자산감모손실	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
대손상각비(환입)	-1.2%	1.6%	-0.3%	-0.3%	0.3%	0.0%	0.0%
합 계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

출처: DART, SMIC 3팀

**그림 5-2. 잡코리아 내 동사 채용공고(마감일 기준)**

출처: 잡코리아, SMIC 3팀

## (2) 지급수수료

해당 수수료는 미디어업사의 다양한 수익인식 과정에서 발생하는 수수료이다. 미디어업사의 일부 수익은 매체사로부터 수익을 받은 후 그것을 광고대행사와 나눠 가지는 구조를 가지고 있다. 이 과정에서 동사가 광고대행사에게 지급하는 금액이 지급수수료로 계상된다. 이에 따라 지급수수료는 동사의 영업수익과 연동된다. 따라서 영업수익의 증가율과 연동하여 추정하였다.

**(3) 사용권자산상각비**

2020년도 동사의 사용권자산 상각비는 광고매체 자산에 대한 감가상각을 마무리하고 새로 취득하는 과정에서 일회성으로 낮게 측정되었다. 올해부터 새로운 광고매체 자산을 취득하였고 1분기부터 일정한 수준의 금액이 꾸준히 상각되고 있다. 이에 따라 상반기의 사용권자산 상각비가 향후에도 지속됨을 가정했다.

**(4) 감가상각비**

동사의 감가상각비는 비품의 감가상각비가 건물의 감가상각비에 10배에 달할 만큼 높다. 동사는 건물 대부분을 리스로 사용하고 있고, 서비스업의 특성상 대규모의 유형자산을 가지고 있지 않다. 따라서 감가상각비의 비중이 낮고 일정하게 발생한다. 따라서 감가상각비를 별도로 추정하지 않았고 상반기의 감가상각비가 향후에도 지속됨을 가정했다.

**(5) 상품매출원가 & 재고자산 감모손실**

K-딜 사업을 시작하며 빠르게 증가하고 있는 계정이다. 영업수익 추정과 같은 논리로 연간 100%의 비용이 추가적으로 발생함을 추정하였다.

**(6) 그 외의 비용**

고정비성 성격을 가진 비용에 대해서는 3개년 평균 값, 영업수익과 비례하여 발생하는 값에 대해서는 영업수익 연동, 급여와 비례하여 발생하는 값에 대해서는 급여연동, 양의 값과 음의 값이 반복되거나 합리적 추정이 불가능한 경우 0처리 하였다.

**5.3. 영업외손익 추정**

영업외손익 추정 (단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
<b>영업외손익</b>	<b>1,004,618</b>	<b>2,881,788</b>	<b>3,182,076</b>	<b>449,937</b>	<b>553,624</b>	<b>2,452,534</b>	<b>2,462,925</b>
<b>기타수익</b>	<b>543,453</b>	<b>1,495,318</b>	<b>1,714,752</b>	<b>238,603</b>	<b>163,861</b>	<b>1,270,019</b>	<b>1,246,993</b>
유형자산처분이익	940	1,455	1,231	23,026	0	23,026	0
리스변경이익	5,829	2,885	205	0	0	0	0
잡이익	536,684	1,490,978	1,713,316	215,577	163,861	1,246,993	1,246,993
<b>기타비용</b>	<b>189,362</b>	<b>122,548</b>	<b>139,772</b>	<b>1,570</b>	<b>17,287</b>	<b>47,500</b>	<b>46,500</b>
기부금	164,225	10,000	0	0	0	0	0
유형자산처분손실	179	77	38,185	0	0	0	0
유형자산손상차손	0	0	22,532	0	0	0	0
무형자산처분손실	0	2,767	2,028	0	0	0	0
잡손실	24,958	109,704	4,839	1,570	16,287	46,500	46,500
사용권자산처분손실	0	0	61,426	0	1,000	1,000	0
리스변경손실	0	0	10,762	0	0	0	0
<b>금융수익</b>	<b>1,492,938</b>	<b>1,699,572</b>	<b>1,568,820</b>	<b>601,371</b>	<b>664,649</b>	<b>2,522,148</b>	<b>1,587,110</b>
이자수익	1,220,372	1,331,161	1,279,857	531,874	571,949	2,207,646	1,277,130
외환차익	245,923	351,302	269,579	58,533	72,201	288,935	288,935
외화환산이익	26,643	17,109	19,384	10,964	15,977	21,045	21,045
당기손익-공정가치 측정 금융자산 처분이익	0	0	0	0	4,522	4,522	0
<b>금융비용</b>	<b>1,106,393</b>	<b>619,662</b>	<b>737,150</b>	<b>237,455</b>	<b>322,795</b>	<b>1,120,500</b>	<b>814,183</b>
이자비용	851,345	191,107	313,671	143,814	149,785	587,198	452,041
복구충당부채전입액	10,114	10,671	11,543	3,339	126,064	258,806	10,776
외환차손	216,529	331,147	387,168	80,060	43,597	247,314	311,615
외화환산손실	8,849	86,737	23,667	10,242	3,349	27,182	39,751
당기손익-공정가치 측정 금융자산 평가손실	19,556	0	1,101	0	0	0	0
<b>지분법손익</b>	<b>263,982</b>	<b>429,108</b>	<b>775,426</b>	<b>(151,012)</b>	<b>65,196</b>	<b>(171,632)</b>	<b>489,505</b>
(주)얼라이언스인터넷	263,982	429,108	782,930	(106,316)	113,387	14,142	492,007
나스-알파 미래성장전략 투자조합	0	0	(7,504)	(44,696)	(48,191)	(185,774)	(2,501)

2022년 추정치의 경우 상반기까지 나온 실적을 반영하여 추정하였다. 비중이 매우 작거나 합리적인 판단이 불가능한 경우 3개년 평균 혹은 0처리하여 추정했다. 합리적인 추정이 불가능한 계정이 다수 존재하는 바, 가능한 보수적인 추정을 하였으며 그 결과로 평년보다 낮은 영업외손익 추정치를 얻었다.

#### 5.4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	2022E	2023E
법인세비용차감전순이익	31,563,221	29,849,731	36,057,379	7,368,495	11,344,002	40,326,863	59,903,507
법인세비용	9,079,133	6,715,516	8,937,641	1,866,028	2,777,074	10,222,851	15,185,526
유효법인세율	28.8%	22.5%	24.8%	25.3%	24.5%	25.3%	25.3%

동사의 과거 3개년 평균 유효법인세율인 25.3%를 2022년과 2023년의 유효법인세율로 추정하였다. 법인세비용차감전순이익에 추정 유효법인세율을 곱하여 법인세비용을 추정하였다.

#### 5.5. Valuation

##### (1) Valuation Method: Peer PER Method

본 보고서가 동사의 주가를 긍정적으로 평가하는 요소를 요약하면 아래와 같다.

- ① NETFLIX와의 계약을 이루어 내며 내년부터 이익이 빠르게 성장한다.
- ② 기존에 해오던 사업 역시 성장을 이루어 내며 시장의 추정치보다 이익이 높게 발표된다.

결국 향후 동사의 주가를 견인할 요소는 NETFLIX와의 계약 공시를 통해 시장이 가지게 될 '기대감'과 전사 차원에서 이루어질 '실적'의 빠른 증가이다. 따라서 동사의 밸류에이션이 re-rating 될 것이고 그에 맞추어 실적도 빠르게 성장할 것이라는 사실을 직관적으로 반영할 수 있는 Valuation Method는 PER Method가 적합하다고 판단한다.

더불어 Historical PER Method가 아닌 Peer PER Method를 사용한다. 2017년 IPTV 광고시장이 본격적으로 개화하며 동사가 기대감을 받은 적이 있다. 그러나 2022년 맞이할 OTT 광고 시장의 개화는 IPTV 광고시장과 견주기 어렵다. OTT시장은 IPTV시장보다 압도적으로 큰 규모를 자랑하고 있고, 광고효과 측면에서도 타겟 광고가 훨씬 잘되어 효율이 높은 시장이다. 더불어 NETFLIX라는 테마가 묻어 있기에 계약이 성사된다면 2017년보다 밸류에이션 re-rating이 크게 이루어질 수 있을 것이라고 판단한다.

##### (2) Target PER 선정논리

동사의 Peer로는 인크로스, 모비데이즈, 제일기획 등 여러 미디어렙사 및 광고대행사가 존재한다. 그러나 동사가 맞이할 환경은 경쟁기업들에 비할 수 없을 만큼 긍정적인 상황이다. 앞선 <투자포인트 1>에서 제시했듯 NETFLIX로 인해 국내 OTT 광고 시장이 개화된다면 그 파이를 동사가 대부분 가져올 것으로 판단하고, 계약이 완료되고 난 후 동사의 Multiple은 경쟁사에 비해 할증될 것이다. 따라서 같은 업종의 경쟁사들을 Peer로 선정하는 것은 동사의 상황을 제대로 반영하지 못한다.

본 보고서는 동사의 Peer로 제작사를 제시한다. 현재 동사는 NETFLIX와의 계약성사 여부가 발표되지 않은 상황이지만 계약 성사에 대한 기대감으로 주가가 상승하고 있다. 만약 계약 체결 공시와 계약조건들이 공개된다면 시장의 관심을 받으며 Multiple이 re-rating될 것이다.

이러한 현재 동사의 상황은 NETFLIX에 작품을 공급하는 제작사의 상황과 매우 유사하다. 제작사의 경우 흥행에 성공할 것 같은 작품 출시를 앞두고 되면 그 기대감으로 인해 주가가 상승하게 된다. 작품이 공개되고 작품이 흥행에 성공하게 되면 NETFLIX라는 접근성이 높은 매체의 특성상 많은 투자자들의 관심을 받게 되어 Multiple re-rating이 빠르게 이루어진다.

그림 5-3. NETFLIX 작품 공급 전후의 국내 제작사 주가변화

	제작사	개봉 한달전	개봉일	개봉 한달전 주가	개봉후 한달내 최고주가	상승률
스위트홈	스튜디오드래곤	2020.11.18	2020.12.18	80,200	103,700	29.3%
D.P.	콘텐츠리중앙	2021.07.27	2021.08.27	47,800	49,900	4.4%
마이 네임	스튜디오 산타클로스	2021.09.15	2021.10.15	13,325	23,250	74.5%
지옥	콘텐츠리중앙	2021.10.19	2021.11.19	64,400	69,900	8.5%
지금 우리 학교는	콘텐츠리중앙	2021.12.28	2022.01.28	50,600	57,200	13.0%
이상한 변호사 우영우	에이스토리	2022.05.29	2022.06.29	25,000	32,750	31.0%
수리남	콘텐츠리중앙	2022.08.09	2022.09.09	39,700	41,200	3.8%
<b>평균 주가 상승률</b>						<b>23.5%</b>

출처: SMIC 3팀

최근 국내 상장 제작사들이 NETFLIX에 제작 후 공급한 대표적인 콘텐츠들은 그림 [6-5]와 같으며, 작품들의 개봉 한달 전 주가와 개봉 후 한달내 최고가를 정리하였다. 해당 작품들의 흥행으로 제작사들의 한달 내 최고주가는 평균 23.5% 상승함을 확인했다. 작품 흥행 직후 모든 증권사와 금융기관이 즉시 실적 추정치를 변화시켜 EPS를 조정하지 않기 때문에 개봉 후 한달내 주가변화는 오롯이 Multiple 변화에 기인한다. 다만 시장이 동사에게 가지고 있는 기대감의 정도를 특정 작품이 가지고 있던 기대감과 일대일로 비교하여 해당 작품의 Multiple 증가율과 비교하는 것은 정량적이지 않아 추정의 정확도가 떨어진다. 따라서 흥행에 성공했던 여러개의 작품에 대한 Multiple 상승률을 평균한 값을 동사가 이루어낼 Multiple re-rating 정도라고 판단한다. 이에 본 보고서는 동사가 현재 부여받고 있는 2023 Fwd PER 8.48x에 23.5%를 할증한 10.5x를 동사의 2023 Fwd Target Multiple로 제시한다.

Valuation - PER Method (2022E)	
2023E 당기순이익 (단위: 천 원)	44,717,982
유통가능주식수 (단위: 주)	10,282,011
<b>2023E EPS (단위: 원)</b>	<b>4,349</b>
Target PER	10.5x
<b>목표주가 (단위: 원)</b>	<b>45,500</b>
현재주가 (단위: 원)	29,550
<b>상승여력</b>	<b>54%</b>

지금까지의 논의를 바탕으로 2023 Fwd EPS 4,349원에 Target PER 10.5x를 적용하여 목표주가 45,500원을 제시하며, 2022년 10월 7일 금요일 종가 29,550원 대비 상승여력 54%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

## 6. Appendix

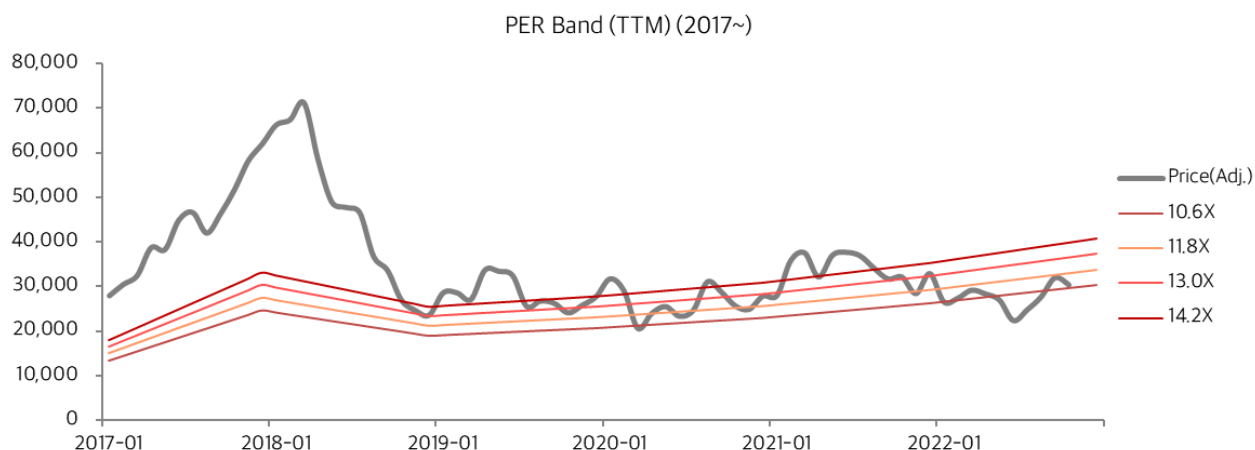
### 6.1. 재무상태표

재무상태표 - 연결			
(단위: 천 원)	2019	2020	2021
<b>자산</b>			
<b>유동자산</b>	<b>280,030,917</b>	<b>360,553,470</b>	<b>409,344,560</b>
현금및현금성자산	28,879,878	53,719,959	71,396,147
매출채권 및 기타유동채권	216,446,723	221,330,689	245,951,266
단기금융리스채권	481,243	330,847	330,847
기타유동금융자산	31,112,665	79,527,315	85,504,171
재고자산	0	296,576	343,307
기타유동자산	3,110,408	5,348,085	5,818,821
<b>비유동자산</b>	<b>76,205,109</b>	<b>61,485,394</b>	<b>81,049,350</b>
기타비유동채권	734,820	451,021	1,500,966
장기금융리스채권	0	1,448,372	1,184,150
기타비유동금융자산	9,598,000	0	2,850,924
기타비유동자산	150,755	13,552	5,044
종속기업,관계기업에 대한 투자자산	762,268	1,191,376	6,466,802
유형자산	11,164,505	11,652,773	12,909,295
무형자산	44,644,976	42,867,507	41,356,848
사용권자산	9,123,950	2,317,968	14,389,261
이연법인세자산	25,835	1,542,825	386,060
<b>자산총계</b>	<b>356,236,026</b>	<b>422,038,864</b>	<b>490,393,910</b>
<b>부채</b>			
<b>유동부채</b>	<b>189,476,495</b>	<b>208,834,002</b>	<b>248,648,284</b>
매입채무 및 기타유동채무	170,672,462	189,473,369	230,769,583
미지급법인세	4,155,492	6,056,313	4,217,280
유동리스부채	6,833,679	2,170,633	3,061,132
기타유동부채	7,764,321	10,616,004	10,600,290
유동충당부채	50,540	517,683	0
<b>비유동부채</b>	<b>13,628,135</b>	<b>12,537,305</b>	<b>19,969,554</b>
장기매입채무 및 기타비유동채무	954,092	1,144,821	1,015,557
비유동리스부채	2,371,082	361,314	11,263,570
순확정급여부채	9,348,256	10,962,366	6,376,823
비유동충당부채	544,264	68,803	833,914
이연법인세부채	410,442	0	479,691
<b>부채총계</b>	<b>203,104,630</b>	<b>221,371,307</b>	<b>268,617,838</b>
<b>자본</b>			
<b>지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본</b>	<b>141,520,401</b>	<b>166,769,335</b>	<b>186,560,059</b>
자본금	4,557,703	4,557,703	4,982,813
주식발행초과금	43,315,552	43,315,552	43,310,757
자본조정	(7,998,400)	264,714	189,390
기타포괄손익누계액	50,930	47,993	33,067
이익잉여금(결손금)	101,594,616	118,583,374	138,044,033
<b>비지배지분</b>	<b>11,610,996</b>	<b>33,898,222</b>	<b>35,216,014</b>
<b>자본총계</b>	<b>153,131,396</b>	<b>200,667,557</b>	<b>221,776,073</b>

## 6.2. 현금흐름표

<b>현금흐름표 - 연결</b>			
<b>(단위: 천 원)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>32,417,352</b>	<b>47,080,676</b>	<b>44,499,978</b>
영업에서 창출된 현금흐름	38,290,703	52,698,414	52,155,240
이자수취(영업)	1,141,700	1,097,312	2,058,240
이자지급(영업)	(851,345)	(191,107)	(313,450)
법인세납부(환급)	(6,163,706)	(6,523,944)	(9,400,052)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>588,602</b>	<b>(40,644,163)</b>	<b>(16,966,282)</b>
상각후원가측정금융상품의처	39,505,500	57,461,900	91,734,928
단기대여금및수취채권의 처분	0	18,000	0
유형자산의 처분	2,082	1,455	7,775
무형자산의 처분	0	0	192
당기손익인식금융자산의 처분	59,070	30,000	0
단기금융상품의 취득	(36,810,700)	(96,308,550)	(97,712,885)
장기금융상품의 취득	0	0	(2,850,924)
대여금의 증가	(18,000)	0	(300,000)
유형자산의 취득	(627,880)	(1,524,162)	(2,798,172)
무형자산의 취득	(1,394,904)	(322,806)	(547,195)
관계기업에 대한 투자자산의 취득	0	0	(4,500,000)
제3자에 대한 선급금 및 대여금	(126,566)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(19,437,528)</b>	<b>18,487,283</b>	<b>(9,842,558)</b>
종속기업에 대한 소유지분의 변동으로 인한 처분	0	0	0
단기차입금의 증가	21,900,000	0	5,000,000
종속기업 유상증자	0	31,474,680	0
배당금지급	(4,639,986)	(6,273,424)	(6,801,753)
차입금의 상환	(21,900,000)	0	(5,000,000)
리스부채의 상환	(6,799,142)	(6,713,973)	(2,960,687)
자기주식의 취득	(7,998,400)	0	(75,324)
신주발행비 지급	0	0	(4,795)
환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	13,568,426	24,923,796	17,691,138
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	36,718	(83,716)	(14,950)
<b>현금및현금성자산의순증가(감소)</b>	<b>13,605,144</b>	<b>24,840,081</b>	<b>17,676,188</b>
기초현금및현금성자산	15,274,734	28,879,878	53,719,959
기말현금및현금성자산	28,879,878	53,719,959	71,396,147

## 6.3. PER Band

**Notice.**

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